

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1054 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持济南市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,维持“09济城建/09济城建债”、“12济城建/12济城建债”和“14济城投/14济城投债”AA⁺的信用等级。

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

济南市城市建设投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 济城建/09 济城建债	15 亿元	2009/3/26-2019/3/26	AA ⁺	AA ⁺
12 济城建/12 济城建债	18 亿元	2012/3/26-2018/3/26	AA ⁺	AA ⁺
14 济城投/14 济城投债	16 亿元	2014/3/20-2021/3/20	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	5.99	3.24	8.10
资产总额(亿元)	313.56	356.06	383.72
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	138.39	142.74	143.79
短期债务(亿元)	14.82	10.70	12.10
全部债务(亿元)	154.28	175.09	186.25
营业收入(亿元)	6.95	21.44	3.58
利润总额(亿元)	1.34	4.14	1.06
EBITDA(亿元)	2.40	5.26	2.14
经营性净现金流(亿元)	4.94	-0.36	2.91
营业利润率(%)	33.52	24.26	59.06
净资产收益率(%)	0.97	2.90	0.74
资产负债率(%)	55.86	59.91	62.53
全部债务资本化比率(%)	52.71	55.09	56.43
流动比率(%)	64.05	85.44	78.29
全部债务/EBITDA(倍)	64.28	33.29	86.95
经营现金流动负债比(%)	4.27	-0.26	1.73

注: 将公司其他应付款中的有息债务调至长期债务。

分析师

焦洁 李新建

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 济南市城市建设投资有限公司(以下简称“公司”)作为济南市城市基础设施建设的核心投资建设主体, 在资本金、财政资金、所得税等多方面得到了济南市政府的大力支持。但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时关注到受业务的公益性影响, 公司自身盈利能力弱、其他应收款金额大及债务负担加重等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司未来在加大对济南市城市基础设施投建力度的同时, 将积极推进土地整治熟化和安置房建设工作, 预计未来可产生较大规模的土地出让金返还及房产销售收入, 这有助于支撑公司信用基本面。

“09 济城建/09 济城建债”由济南钢铁集团有限公司(以下简称“济钢集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 并由济南市政府对“09 济城建/09 济城建债”提供偿还承诺; 但公司未能提供济钢集团具体的经营和财务数据, 联合资信无法对济钢集团上述变化及其信用水平和担保能力做出判断。“12 济城建/12 济城建债”及“14 济城投/14 济城投债”采用分期偿还方式, 有效降低了公司集中偿付压力。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“09 济城建/09 济城建债”、“12 济城建/12 济城建债”和“14 济城投/14 济城投债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 济南市经济快速增长, 地方财政实力不断增强, 为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司作为济南市政府性项目投资建设主体, 跟踪期内获得政府财政资金等多方面

的有力支持。

3. 跟踪期内，公司可用于开发整治的土地及安置房规模较大，未来可产生较大规模的土地出让金返还及安置房销售收入。

关注

1. 跟踪期内，受业务的公益性影响，公司自身盈利能力弱。
2. 公司其他应收款金额大，回收时间存在一定不确定性，资金周转压力大；且未来投资规模较大，外部融资依赖程度偏高。
3. 公司对外担保比率过高，存在一定或有负债风险。
4. 跟踪期内，公司债务规模扩大，债务负担加重。
5. “09 济城建/09 济城建债”由济钢集团提供担保，但公司未能提供济钢集团具体的经营和财务数据，联合资信不能对济钢集团上述变化及其信用水平和担保能力做出判断。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与济南市城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与济南市城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因济南市城市建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由济南市城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起12个月内有效，根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于济南市城市建设投资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

济南市城市建设投资有限公司（以下简称“济南城投”或“公司”）的前身是经济南市机构编制委员会批准（济编发[1996]10号），于1996年4月成立的济南市城市建设开发总公司，1997年10月经济南市人民政府办公厅批准更为现名（济政办字[1997]69号文），注册资本5000万元。1999年1月，根据济南市国有资产管理局《关于对市建委申请转增城建投资有限公司实收资本的批复》（济国资行字[1998]第5号），公司注册资本增至5亿元。2000年1月，根据济南市国有资产管理局《关于济南市城市建设投资有限公司申请转增资本的请示的批复》（济国资行字[1999]第8号），公司注册资本变更为10亿元。2008年，经济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）审定，同意济南城投将累计收到的各类专项拨款60亿元转增实收资本。2013年8月，经济南市人民政府批准，公司股东由济南市人民政府国有资产监督管理委员会变更为济南市财政局。2013年12月12日，根据济南财政局《关于同意济南市城市建设投资有限公司和济南市国有资产运营有限公司国有产权无偿划转有关问题的批复》文件（济财办【2013】102号），济南市国资委持有的公司产权无偿划转至济南城市建设投资集团有限公司（以下简称“济南城投集团”）。截至2013年底，公司注册资本70亿元，公司实际出资人变更为济南城投集团并持有公司100%股权，济南市财政局为公司的实际控制人。

公司与济南市投融资管理中心为“两块牌子、一套班子”，主要工作职责包括收缴、筹措、

管理和使用城建资金，承担城建项目投资、管理、开发经营和项目预算审查、监督拨款，检查监督及国有资产管理等。

公司经营范围为受市政府委托，收缴、筹措、管理和使用城建资金，承担城建项目投资、管理、开发经营和项目预算审查、监督拨款，检查监督及国有资产管理；房地产开发、咨询服务。

截至2014年3月底，公司设有办公室、党群人事部、计划财务部、审计法务部、合同造价部、土地规划及开发部、工程管理部和资产运营事业部共8个职能部门（见附件2）。截至2014年3月底，公司拥有济南城投置业有限公司1家控股子公司，公司持股80.00%。

截至2013年底，公司资产总额383.72亿元，所有者权益143.79亿元；2013年，公司实现营业收入3.58亿元，利润总额1.06亿元。

公司注册地址：济南市历下区经十东路10567号；法定代表人：王欣。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，

同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3

万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、

淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、

桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为

城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强

2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2013 年 3 月，银监会内部下发《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿）（以下简称“指导意见”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881 号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，

且公司资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年名义增长 19.3%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投

资 1.97 万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资 7.17 万亿，比上年增长 21.2%。2013 年全年新开工项目计划总投资 35.78 万亿元，比上年增长 14.2%；新开工项目 38.93 个，比上年增加 6.62 万个。

截至 2013 年，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济和财政实力

济南市经济发展概况

济南市经济总量近年来持续增长，如下表所示，2013 年全市生产总值 5230.20 亿元，比上年增长 9.60%，第一产业增加值 284.70 亿元，增长 3.90%；第二产业增加值 2053.20 亿元，增

长 10.10%；第三产业增加值 2892.30 亿元，增长 9.70%。从规模总量上看，济南市经济总量相对较大，2013 年全市生产总值位于全国各城市经济总量排名前列。从经济结构来看，2013 年济南市三次产业结构为 5.4: 39.3: 55.3，第三产业比重较 2012 年提高 0.8 个百分点。

表1 济南市2011~2013年经济发展情况

项 目	2011	2012	2013	2013 年增长率 (%)
全市生产总值 (亿元)	4406.29	4812.68	5230.20	9.60
第一产业增加值 (亿元)	237.86	252.92	284.70	3.90
第二产业增加值 (亿元)	1828.97	1938.14	2053.20	10.10
第三产业增加值 (亿元)	2339.46	2621.62	2892.30	9.70
城镇居民人均可支配收入 (元)	28892.00	32570.00	35648.00	9.50

资料来源：济南市国民经济和社会发展统计公告，联合资信整理。

固定资产投资方面，近年来，济南市固定资产投资呈快速增长趋势，2013 年，全市固定资产投资 2638.3 亿元，增长 20.7%。分产业看：第一产业投资 98.2 亿元，增长 57.4%；第二产业投资 907.9 亿元，增长 23.7%；第三产业投资 1632.2 亿元，增长 19.3%。2013 年末全市固定资产投资项目 3216 个，增加 29 个，其中：亿元及以上投资项目 851 个，增加 188 个。

总体看，跟踪期内，济南市经济保持了较快的增长势头，区域经济结构合理；固定资产投资及基础设施投资增速较快，投资规模较大。

济南市财政状况

在济南市经济较快发展的带动下，市财政收入快速增长，2011~2013 年，济南市全市全部税收收入及财政一般预算收入年均复合分别增长 10.16%和 21.72%，2013 年全市分别实现全部税收收入及一般预算收入 793.0 亿元和 482.1 亿元。

表2 济南市2011~2013年财政收入状况

项目 (亿元)	2011	2012	2013	变动率 (%)
全市全部税收收入	653.5	709.3	793.0	10.16

财政一般预算收入	325.4	380.8	482.1	21.72
----------	-------	-------	-------	-------

资料来源：济南市国民经济和社会发展统计公告，联合资信整理。

总体看，跟踪期内，济南市地方各项财政收入均保持了快速增长，地方可支配财力稳步增强，用于基础设施建设和偿付借款本息的可支配财力有所提高。公司外部发展环境良好。

3. 政府支持

作为济南市重要的城市建设投资运营公司，公司持续获得市政府的大力支持。公司所获得的济南市财政资金支持主要包括土地出让收益分成、城市建设配套费、城市维护管理费、市贴息资金和专项资金等。2013 年，公司获得财政资金共计 16.16 亿元，其中公司土地出让收益分成 2013 年确认主营业务收入 3.01 亿元，其余部分在“收到的其他与投资活动有关的现金”科目中体现，冲减公司已转让土地的开发成本，因此公司资本公积未发生变化。

2013 年，公司获得济南市保障性住房管理中心拨付的保障性住房建设专项资金、市政工程等项目的专项资金，共计 6.17 亿元，计入专项应付款科目，在收到的其他与筹资活动有关的现金科目中体现。

土地整治方面，截至 2013 年底，公司经济南市政府有关主管部门批准的可用于开发整治的土地累计 3591 亩，土地主要分布在燕山新区中心区、奥体场馆东侧和龙东片区，以及石河岭村、丁家庄村、姚家庄村、孟家村和雪山片区。

税收优惠方面，公司享受收到的财政返还中纳入财政预算管理的城建资金免征所得税优惠。公司近年财务报表中均有免征所得税待遇。

整体而言，跟踪期内，公司持续获得政府财政资金等多方面的大力支持；同时，公司可开发土地规模大，为公司可持续发展提供了有力保障。

五、管理分析

截至2013年底，公司高管6名，其中董事长1人，由股东大会选举产生。公司董事长、党委书记王欣先生，曾历任济南市规划局规划研究室副主任、济南市规划局规划管理处处长、济南市规划局副局长、党委委员、济南市旧城改造投融资管理中心主任、党委书记，济南市旧城改造投资运营有限公司董事长、济南市旧城改造投融资管理中心党委书记，济南旧城开发投资集团有限公司董事长、党委书记；于2013年8月起担任公司董事长、党委书记，济南市国有资产运营有限公司董事长、党委书记。公司董事、总经理罗卫东先生，大学学历，曾历任济南市市政公用事业局局长、副局长、党委委员。公司其他高级管理人员大多有政府任职经历，均具有多年的管理经验。

跟踪期内，公司管理等方面无重大变化。

六、经营分析

1. 经营现状

公司作为济南市城市基础设施建设的核心主体，主要业务包括市政重点项目的投资和建设、土地的熟化整治及安置房的建设等。公司

承担的市政项目主要为公益性的市政基础设施建设项目，不直接产生收入，因此未在本主营业务收入中反映；目前，公司主营业务收入主要由房产销售收入（安置房转经济适用房的销售收入）、泉城广场地下建筑物（含泉城路板房）等产生的租赁收入以及土地收入构成。

2011~2013年，公司营业收入波动下降，主要系受土地出让收入波动下降所致，2013年公司实现主营业务收入3.58亿元。从业务板块看，2011~2012年房产销售收入规模较小系美里新居安置房已于2010年基本完成销售、剩余房源逐年减少所致，2013年该板块实现收入0.07亿元全部为房屋差价收入；受济南市政府土地出让政策的限制，2013年公司仅实现土地出让收入3.01亿元；租赁收入保持平稳较快增长，但规模较小，2013年为0.50亿元。

从毛利率上看，2011~2013年，公司综合毛利率分别为35.52%、24.51%和60.27%，呈波动增长趋势，2013年较2012年上升36.21个百分点，主要是土地拍卖价格波动所致；2013年房产销售收入毛利率为100.00%，系该板块2013年收入全部为往年房屋差价（成本已确认于房屋销售的对应年度）所致；租赁收入毛利率近年来呈上升趋势，2013年分别为54.35%。

表3 公司2011~2013年主营业务情况（单位：亿元、%）

项 目	主营业务收入			主营业务成本			主营业务毛利率		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
房产销售收入	1.66	0.06	0.07	1.40	0.04	0.00	15.87	21.78	100.00
租赁收入	0.35	0.45	0.50	0.21	0.25	0.23	39.15	44.23	54.35
土地收入	4.94	20.94	3.01	2.87	15.90	1.20	41.88	24.09	60.30
合 计	6.95	21.44	3.58	4.48	16.19	1.42	35.52	24.51	60.27

资料来源：公司审计报告。

市政重点项目投建

公司自成立以来，先后承担了一批重大市政基础设施项目的投融资和建设，主要包括泉城广场、泉城路商业街改造、奥体场馆建设、北园大街整体改造及奥体文博片区建设等。同时，公司还承担着大辛河整治与龙泉湖水库清淤的河道工程以及奥体周边山体整治与绿化的环境整治工程等项目。

截至2013年底，公司在建项目包括龙洞片区前期、东区项目、明府城地块、燕山地块、雪山片区、三联项目地块、百花洲地块、茂陵公路、西蒋峪片区公租房工程、西蒋峪片区市政配套、东城逸家项目及其他。拟建项目包括转山片区市政道路、龙洞片区二期市政道路工程、雪山片区安置房及周边市政配套建设项目、东城逸家房地产开发项目及西蒋峪房地产

开发项目。在建项目中东城逸家项目、龙洞片区前期投资及东区项目等规模较大。

东城逸家房地产开发项目由奥体东地块1#、2-1#、2-2#、4-1#、4-2#五个地块组成，项目规划建设用地约63.58公顷，总投资为123.34亿元，总建筑面积为205.07万平方米，其中地上建筑面积为140.95万平方米，地下建筑面积为64.12万平方米；主要建设84栋高层住宅楼、商业、初中、小学、幼儿园、文化活动中心、室内副食品市场等，定位以居住为主，辅以部分公建；该项目已于2013年7月26日正式动工，截至2013年底已完成投资38.38亿元（主要为前期购买五个地块的成本）。

龙洞片区是济南市城市开发的重点片区之一，是东部新城规划的南北主景观轴的重点片区，该片区发展的基本功能定位为商务办公、文化体育、生态居住、旅游休闲等，发展前景广阔。该片区的开发建设总投资逾30亿元，是开发建设东部新城的启动性项目。截至2013年底，该项目已完工，已完成投资29.92亿元（截至2013年底，反映在在建工程中主要系尚未结转工程项目所致）。

西蒋峪公租房项目分为市政配套项目和房屋建设项目两部分，总占地面积100500平方米（约合151亩），总建筑面积311550平方米，项目建成后可入住3594户；市政配套项目规划用地面积约9.51公顷。项目总投资13.18亿元，截至2013年9月底，该项目市政道路方面，西蒋峪公租房南区与龙鼎大道连接道路已经完成了沥青面层铺设，达到正式通车条件，其余路段及排洪沟已经具备使用功能；房建方面，17栋住宅楼全面进入竣工备案验收阶段。截至2013年底，西蒋峪公租房工程及西蒋峪片区市政配套一期已合计完成投资11.16亿元（反映在在建工程中）。

公司从事的市政基础设施项目部分资金由市政财政安排财政专项建设资金以拨款的方式解决；同时，公司还以银行贷款等债务融资方式筹措部分建设资金，这部分建设资金由公

司日后以自有资金、项目运营收益、土地出让金返还收入及财政补贴专项资金偿还。

土地熟化整治

公司受济南市国土资源局委托，负责市重点工程投资建设项目规划控制范围内土地的整理和熟化工作。

根据济南市政府文件《济南市土地出让金使用管理暂行办法》（济政发【2005】22号）规定，公司将其重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由济南市国土资源局通过招、拍、挂等手段出让，所得收入上缴济南市财政局；济南市财政局将土地出让金纯收益的60%连同征收、熟化土地的成本按照经批准的资金使用预算拨付给公司（根据2008年济南市政府文件《济南市人民政府关于调整国有土地使用权出让净收益分配办法的通知》（济政发【2008】24号），将土地出让金纯收益用于城市基础设施建设支出的比例调整为50%，该调整于2013年初终止，土地出让金纯收益返还按照济政发【2005】22号文件执行60%比例）。2011~2013年，公司应取得的土地出让金返还分别为9.22亿元、55.13亿元和3.01亿元（当年拍卖成交地块且于当年返还的土地出让金，公司将其计入营业收入；未于当年返还的土地出让金，公司将其暂计入在建工程，并于收到土地出让金返还时确认收入并结转成本）。

截至2013年底，公司可用于开发整治的土地累计3591亩。以公司2013年底可用于开发整治的土地面积为基数，用260万/亩匡算（2013年4月济南市国土资源局国有土地使用权招拍挂出让成交20宗，土地平均出让价格292万元/亩），估算出让总价达93.38亿元，按60%土地出让金返还，可达到56.03亿元，未来收益前景良好。

安置房及公租房建设

安置房及公租房建设一直是公司的一项重要业务，也是公司顺利开展拆迁的有力保障。2011~2012年，公司分别完成安置房建设面积18.00万平方米和0.12万平方米，2013年没

有安置房项目完成建设。

公司负责的安置房（公租房）项目主要有姚家村安置房、洛口三苑安置房、美里新居安置房、奥体文博安置房（奥体综合项目子项目）和西蒋峪公租房等项目；截至2013年底，公司的安置房建设项目仅为西蒋峪公租房项目。

美里新居安置房项目总建筑面积36万平方米，总投资9.1亿元，共计建设多层住宅37座。该项目于2008年陆续完工并交付用于拆迁安置，分别对北园大街项目、小清河改造项目、济南市旧城改造项目进行拆迁安置。重点工程拆迁户安置完成后，公司将剩余房源以经济适用房形式向社会进行出售。2012年，因美里新居安置房转经济适用房等房源已基本售完，公司当年房产销售收入大幅下降，仅实现551.01万元。2013年，由于销售完毕，未产生收入。

姚家村安置房、洛口三苑安置房、美里新居安置房、奥体文博安置房等项目已完工并投入安置，西蒋峪公租房项目已基本建成。截至2013年底，公司在建的安置房项目仅有雪山片区安置房及周边市政配套建设项目，由于该项目的批文尚未拿全，推进过程相对较缓。

未来，随着西蒋峪公租房项目的全面完工并对外销售及雪山片区安置房项目的建设推进，公司可产生较大规模房产销售收入。

2. 未来发展

公司以加快城市现代化建设为目标，以城市基础设施建设和资产经营管理为中心，以体制创新和机制创新为动力，坚持在公司经济效益、社会效益有机统一的基础上，加快市场化运作，整合有效资源，最终形成公司的核心竞争能力。公司将继续发挥济南市城市基础设施建设核心投资和建设主体功能，坚持“用好城市资源、服务济南发展”的经营宗旨，积极拓宽融资渠道，稳步加快土地整理熟化工作，努力做好国有资产的盘活工作，使公司逐步发展壮大为一个政府主导、政策融资为主、重点投资建设具有公益性质的基础设施项目和大型

重点项目的专业化城市建设投资企业。

七、募集资金使用情况

“09 济城建/09 济城建债”募集资金已全部投放完毕，全部用于济南奥林匹克体育中心工程建设项目；截至 2013 年底，募投项目已完工。

“12 济城建/12 济城建债”共募集资金 18 亿元，其中 14.40 亿元将用于燕山文博片区 B 地块姚家村安置房项目（10.50 亿元）、燕山新区中心区茂岭三号路建设项目（2.00 亿元）、奥体中心东地块市政道路工程项目的建设（1.90 亿元）。截至 2013 年底，募集资金已全部投放完毕，募投项目已完工。

“14 济城投/14 济城投债”（2014 年 3 月 20 日发行）募集资金全部用于西蒋峪 A 地块公共租赁住房项目、奥体文博片区 C 地块丁家片区安置房项目和西蒋峪市政配套工程项目。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2013 年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留的审计意见。

2013 年，公司合并范围无变化，近三年财务数据可比性强。

截至 2013 年底，公司资产总额 383.72 亿元，所有者权益 143.79 亿元；2013 年，公司实现营业收入 3.58 亿元，利润总额 1.06 亿元。

2. 盈利能力

受济南市整体规划影响，公司土地收入波动下降，2011~2013 年，公司营业收入年均下降 28.21%；2013 年，公司实现营业收入 3.58 亿元，其中土地收入 3.01 亿元（占 84.08%）。

2011~2013 年，公司期间费用（销售费用、管理费用、财务费用）分别为 0.94 亿元、1.06 亿元 1.06 亿元，占营业收入比重分别为

13.56%、4.93%和 29.61，其中 2012 年因营业收入大幅增长，期间费用占比大幅下降。整体看，期间费用对营业利润侵蚀增大。

2011~2013 年，公司营业利润率分别为 33.52%、24.26%和 59.06%，2013 年营业利润率较前两年有较大幅度增长，主要系 2013 年房产销售板块成本已确认于房屋销售的对应年度所致。

2011~2013 年，公司利润总额分别为 1.34 亿元、4.14 亿元和 1.06 亿元，其中 2012 年利润总额较高系当年收入大幅增长所致。

2011~2013 年，公司总资本收益率分别为 0.71%、1.53%和 0.54%，净资产收益率分别为 0.97%、2.90%和 0.74%；总体看，公司盈利能力弱。

总体看，受经营业务的公益性影响，公司自身盈利能力弱。

3. 现金流分析

经营活动方面，2011~2013年，受公司营业收入波动较大影响，公司经营活动现金流入量分别为11.51亿元、45.10亿元和7.74亿元。2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为3.95亿元，较上年的21.45亿元大幅下降，主要系土地出让收入大幅下降所致。2013年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为3.78元，构成主要为收到往来款和利息收入等。2013年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为4.34亿元，主要为当年土地开发成本支出及公司销售、租赁房源所发生的维修等费用及公司固定资产折旧。2013年，公司支付的其他与经营活动有关的现金0.15亿元，较上年的0.05亿元有所上升，构成主要为支付的各种付现费用。2011~2013年，公司经营活动现金流量净额分别为4.94亿元、-0.36亿元和2.91亿元。从现金收入实现质量来看，2011~2013年，公司现金收入比分别为 89.96%、100.02%和 110.32%。

从投资活动看，2011~2013年，公司投资

活动现金流入分别为7.71亿元、27.21亿元和3.00亿元，主要为公司收到政府返还的土地出让金及收到的代建项目回购款。2011~2013年，公司工程建设投资支出规模波动增长，投资活动现金流出分别为5.81亿元、50.58亿元和14.03亿元；2012年公司支付其他与投资活动有关的现金35.10亿元，主要为对外借款支付的款项（对城建集团的借款，资产负债表中计入其他应收款科目中）；2013年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为14.03亿元，较上年的15.48亿元小幅下降。2011~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为1.90亿元、-23.37亿元和-11.03亿元。

2011~2013年，公司筹资活动前现金流量净额分别为6.84亿元、-23.73亿元和-8.12亿元。2012~2013年由于购买土地支出增加以及支付对外借款，公司经营活动产生的现金流量净额不能满足投资活动需求。

2011~2013年，公司筹资活动产生的现金净流量分别为-4.25亿元、20.98亿元和12.98亿元，公司筹资活动现金流入主要为银行借款、发行债券、往来单位的暂借款、保障性住房建设专项资金等，筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金为主。

总体而言，公司经营活动现金流入及经营净现金流规模较小且波动较大，随着公司投资活动规模的增长，对外部融资存在较大程度的依赖。

4. 资产质量

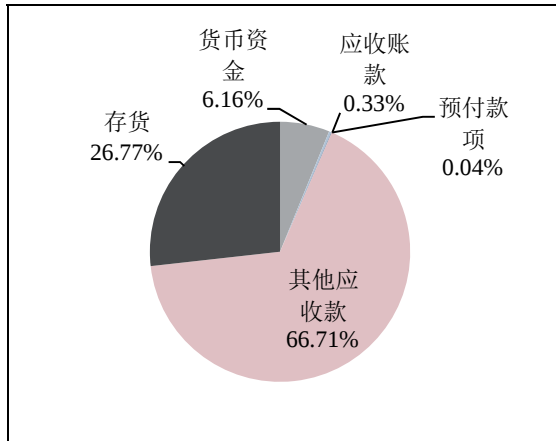
2011~2013年，公司资产总额有所增长，年均增长10.62%。截至2013年底，公司资产总额383.72亿元，其中流动资产占比34.27%，非流动资产占比65.73%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均增长 33.19%，2013 年为 131.52 亿元，较 2012 年增

长 11.22%，主要来自货币资金、其他应收款和存货大幅增长所致。2013 年底公司流动资产主要由其他应收款、存货和货币资金构成。

图 1 2013 年底公司流动资产结构图



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金年均增长 16.22%；截至 2013 年底，公司货币资金 8.10 亿元，同比增长 149.77%，主要系银行存款增长所致。公司货币资金以银行存款为主，占 97.16%。

公司其他应收款主要为应收工程款、代垫款以、借款和利息等。2011~2013 年，公司其他应收款年均增长 17.49%；截至 2013 年底，公司其他应收款 87.74 亿元，同比增长 6.39%，主要系应收济南城投集团借款及利息增长所致。从集中度来看，主要是城建集团借款和利息（占 43.90%）和市重点城建工程项目的应收工程款（占 11.06%），集中度较高；从账龄上看，账龄在 1 年以内的占 7.29%，1~2 年占 46.21%，2~3 年占 3.45%，3 年以上占 43.05%，部分账款账龄偏长。公司其他应收款主要为市重点城建工程项目应收工程款、按市政府规划向其他公司的代垫款以及对各区财政局的借款，不可收回风险较低，因此公司未计提坏账准备，但回收时间存在一定的不确定性，公司资金周转压力大。

表 4 截至 2013 年底公司其他应收款主要构成
(单位：亿元、%)

欠款方	金额	占比	性质
济南城市建设投资集团有限公司	38.52	43.90	往来款
市重点城建工程项目	9.70	11.06	应收工程款
合计	48.22	54.96	

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司存货年均增长 248.64%；2013 年为 35.20 亿元，较上年增长 10.10%，主要系新增东城逸家房地产项目所致。截至 2013 年底，公司存货中开发成本 30.28 亿元，开发产品 4.93 亿元。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产小幅波动增长，年复合增长 2.63%。截至 2013 年底，公司非流动资产 252.20 亿元，主要为固定资产（占 52.52%）、在建工程（占 38.16%）和长期股权投资（占 7.67%）。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 19.34 亿元，金额与上两年年相同。公司长期股权投资构成如下表所示。

表 5 截至 2013 年底公司长期股权投资构成
(单位：亿元)

项目	投资额
定向投资	
其中：西郊自来水公司	7.05
东郊自来水公司	2.91
大杨自来水公司	2.37
南郊自来水公司	0.70
对其他企业投资	
山东铁路建设投资有限公司	6.30
合计	19.34

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司固定资产波动增长，年均增长 21.35%，主要由于在建工程完工转入所致。截至 2013 年底，公司固定资产净额 132.46

亿元，较上年略降2.25%，主要系根据济政办函【2013】17号，公司收到经十路回购款项3.00亿元所致；构成主要为城市园林广场（7.02亿元）、市政道路（79.16亿元）、房屋及建筑物（46.98亿元）。截至2013年底，公司固定资产无用于抵押和担保事项情况。公司公益性资产占比较大。

2011~2013年，公司在建工程波动中有所下降，年均下降12.41%；主要是在建项目完工转固以及代建工程完工移交或根据用途转入投资性房地产或存货所致；截至2013年底，在建工程为96.25亿元，主要为奥体综合项目、龙洞片区前期、东区项目、燕山地块、西蒋峪片区公租房工程等。

表6 截至2013年底公司在建工程构成
(单位：亿元)

项目	投资额
奥体综合项目	12.64
龙洞片区前期	21.20
东区项目	18.22
燕山地块	14.16
其他	10.99
拆迁地块	1.61
东部新城项目	0.05
三联项目地块	3.09
百花洲地块	1.58
茂陵公路	1.44
凤凰山西侧	0.12
西蒋峪片区公租房工程	10.43
西蒋峪片区市政配套一期	0.73
合计	96.25

资料来源：公司审计报告

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中其他应收款占比较大，回款周期存在一定不确定性，但其发生坏账损失的风险较小；在建工程项目和固定资产占非流动资产比重较大。公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益年均增长1.93%，主要为盈余公积及未分配利润的增长。截至2013年底，公司所有者权益合计143.79亿元，比上年微增0.74%；公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占48.68%、39.46%、1.21%和10.51%；公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较大，所有者权益结构稳定。

负债

2011~2013年，公司负债总额快速增长，年均增长17.03%；截至2013年底，公司负债总额239.93亿元，其中流动负债和非流动负债分别占70.01%和29.99%。

截至2013年底，公司流动负债167.98亿元，较上年增长20.47%，主要为短期借款和其他应付款的增长所致。截至2013年底，公司流动负债主要由其他应付款（占90.94%）、一年内到期的非流动负债（占4.82%）和应付账款（占1.91%）构成。

2013年底，公司新增短期借款2.00亿元，全部为信用借款。

公司应付账款主要为应付工程款。2011~2013年，公司应付账款波动增长，年均增长6.69%；截至2013年底，公司应付账款3.21亿元，较上年下降36.52%，主要系支付已结算项目质保金所致。从账龄上看，1年以内的占14.12%，1~2年的占47.69%，2~3年的占11.97%，3年以上的占26.22%。

2011~2013年，公司其他应付款快速增长，年均增长25.24%；截至2013年底，公司其他应付款152.76亿元，较上年增长26.24%，主要为2013年公司暂借款增加所致，主要构成如下表所示。

表7 截至2013年底公司其他应付款主要构成
(单位：亿元、%)

应付方	金额	占比	性质
-----	----	----	----

济南市国有资产运营公司	48.79	31.85	借款
中融国际信托有限公司	35.00	22.84	借款
济南市土地储备交易中心	22.71	14.82	借款
山东省国际信托有限公司	10.00	6.53	借款
济南土地储备历下中心	4.00	2.61	借款
合计	120.50	78.65	

资料来源：公司审计报告

注：表中公司应付济南市国有资产运营公司、中融国际信托有限公司、济南市土地储备交易中心和山东省国际信托有限公司的借款均为有息债务，在计算相关数据时调至长期债务中。

2011~2013 年，公司一年内到期的非流动负债快速下降，年均下降 24.81%；截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债为 8.10 亿元，其中信用借款和保证借款分别占 30.62% 和 69.38%。

2011~2013 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均增长 10.03%。截至 2013 年底，公司非流动负债 71.95 亿元，较上年下降 3.97%；公司非流动负债中长期借款占 34.61%、应付债券占 45.52%和专项应付款（为保障性住房建设专项资金）占 19.87%。

2011~2013 年，公司长期借款快速下降，年均下降 21.74%；截至 2013 年底，公司长期借款 24.90 亿元，其中信用借款和保证借款分别占 33.28%和 66.72%。

截至 2013 年底，公司应付债券 32.75 亿元，为公司于 2009 年 3 月发行的 15 亿元 10 年期公司债及于 2012 年 3 月发行的 18 亿元 6 年期公司债。

公司专项应付款为保障性住房建设专项资金。2011~2013 年公司专项应付款快速增长，年均增长 91.46%；截至 2013 年底，公司专项应付款 14.30 亿元，较上年增长 75.92%，主要系新增市委党校项目及市政工程项目拨付的项目资金所致，具体构成如下表所示。

表8 截至2013年底公司专项应付款构成
(单位：亿元、%)

项目	年初金额	增加额	年末金额
保障性住房建设专项资金	8.13	1.15	9.28
市委党校项目		5.00	5.00
市政工程		0.02	0.02
合计	8.13	6.17	14.30

资料来源：公司审计报告

2011~2013年底，公司全部债务年均增长 9.87%，主要为公司其他应付款中有息债务增加所致。截至2013年底，公司债务总额为186.25 亿元；其中，短期债务占6.50%，长期债务占 93.50%，公司债务结构以长期债务为主。

2011~2013年，公司资产负债率快速增长，2013年为62.53%。从有息债务负担看，2013年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.43%和54.77%，均较上年有所上升。从债务结构看，公司长期债务占比有所下降，为93.50%，较上年下降0.39个百分点。整体看，公司债务负担加重。

总体看，公司债务规模较大，债务结构以长期债务为主，债务负担加重。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013年，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为78.29%和57.34%。2013年，受经营活动现金流量净额由负变正，公司经营现金流流动负债比有所改善，为1.73%。2013年，公司现金类资产为8.10 亿元，经营活动现金流入量为7.74亿元，对 12.10亿元的短期有息债务保障能力弱。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2013年公司EBITDA 为2.14亿元，低于上年的5.26亿元。2013年公司全部债务/EBITDA指标为86.95倍，较上年的 33.29倍大幅上升；从指标上看，公司长期偿债能力弱。鉴于公司政府支持力度大，土地储备较充足，公司整体偿债能力尚可。

2013年，公司EBITDA为2.14亿元，经营活动现金流入量为7.74亿元，经营活动现金净流量为2.91亿元，为本期跟踪的3期债券合计发行总额49亿元的0.04倍、0.16倍和0.06倍，整体保障能力差。考虑到公司获得的济南市政府的有力支持、“12济城建/12济城建债”和“14济城投债/14济城投债”分期偿付本金，公司对存续期内的3期债券的具备保障能力。

截至2013年底，公司对外提供担保金额共计69.14亿元，担保比率为48.08%，较上年有所升高；被担保方构成如下表所示。主要被担保方济南市旧城改造投资运营有限公司和济南市小清河开发建设投资有限公司均为济南市政府的投资建设主体，各自经营较为稳定。公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表9 截至2013年底公司对外担保情况
(单位：亿元)

被担保方	担保金额
济南市旧城改造投资运营有限公司	25.40
济南市小清河开发建设投资有限公司	40.23
济南水务集团有限公司	0.60
济南济商资产运营有限公司	2.39
济南市历城区城市建设综合开发公司	0.15
济南市房地产开发服务中心	0.37
合计	69.14

资料来源：公司审计报告。

根据齐鲁银行2013年年报，齐鲁银行股东及其关联企业不良贷款情况中包括一笔济南市历城区城市建设综合开发公司的不良贷款：截至2013年底，济南市历城区城市建设综合开发公司贷款本金余额为3507万元，本金已逾期，欠息613.32万元，贷款五级分类为可以类，已诉讼。该笔贷款（3507万元）中的1500万元由公司提供担保，联合资信将关注该笔担保的后续情况。

截至 2013 年底，公司获得各家银行授信

额度为人民币 229.57 亿元，尚未使用额度 104.00 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2014 年 5 月 28 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G10370102004708300），截至 2014 年 5 月 28 日，公司存在 10 笔未结清的关注类信贷信息，合计金额为 5.55 亿元。根据工商银行济南天桥支行于 2013 年 12 月 17 日出具的说明，自 2003 年以来，工商银行天桥支行以信贷方式陆续向公司发放固定资产贷款 13 笔（合计金额 7.11 亿元）；2010 年银监会出台政策要求对政府融资平台存量贷款落实抵押，根据监管政策和工行银行审计部门要求，工商银行对公司存量贷款中未能落实抵押的部分由“正常”调整为“关注”；调整后，公司以成城大厦房产证（大房产证）对上述借款提供了全额抵押，但由于近期成城大厦房产证需要分割确权重新抵押，且大厦对应土地证抵押尚未办理完毕，目前手续正在办理过程中，上述贷款状态暂时为“关注”；待大厦房产及土地抵押手续办理完毕后，工商银行将及时上报上级行申请将上述贷款的分类由“关注”调整为“正常”。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、济南市政府对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、债券保障程度分析

“09济城建/09济城建债”募集资金15亿元，10年期；截至2013年底，募集资金已全部投放。公司已于2013年3月26日按时偿还利息。另外，“09济城建/09济城建债”由济南钢铁集团有限公司（以下简称“济钢集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由济南市政府对“09济城建/09济城建债”提供偿还承诺；但公司未能提供济钢集团具体的经营

和财务数据，联合资信不能对济钢集团上述变化及其信用水平和担保能力做出判断。

“12济城建/12济城建债”募集资金18亿元，6年期；截至2013年底，募集资金已全部投放完毕；公司已于2013年3月26日按时偿还利息。“12济城建/12济城建债”采用分期偿还方式，自第3个计息年度开始至第6个计息年度分别逐年偿还本期债券本金的25%，即4.50亿元。

“14济城投/14济城投债”募集资金16亿元，7年期；提前偿还方式，从第3个计息年度开始偿还本金，每个计息年度末偿还本金的20%，即3.20亿元。

公司存续期内的三期企业债券中“09济城建/09济城建债”采用到期一次还本方式，“12济城建/12济城建债”和及“14济城投/14济城投债”采用分期偿还方式，以上三期企业债券的偿还期存在一定的重合（见表10）。

表10 存续期内债券本金偿付表（单位：亿元）

年份	本金偿付			合计
	09济城建/ 09济城建债	12济城建/ 12济城建债	14济城投/ 14济城投债	
2013				
2014				
2015		4.5		4.5
2016		4.5		4.5
2017		4.5	3.2	7.7
2018		4.5	3.2	7.7
2019	15.0		3.2	18.2
2020			3.2	3.2
2021			3.2	3.2

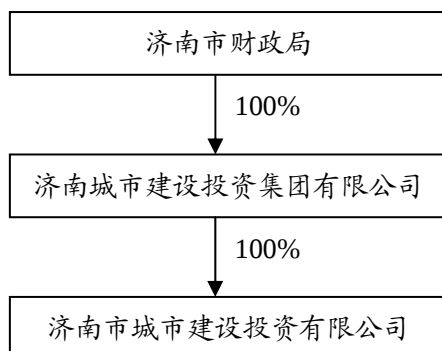
资料来源：根据资料整理

2014~2021年公司面临集中偿付压力最大的时期出现于2019年（需偿付本金18.20亿元）。以最大单年偿付额18.20亿元测算，公司近三年EBITDA、经营活动现金流入量均值对18.20亿元的保障倍数分别为0.18倍和1.18倍；2013年EBITDA及经营活动现金流入量分别为18.20亿元的0.12倍和0.43倍；公司EBITDA及经营活动现金流入量保障能力一般。

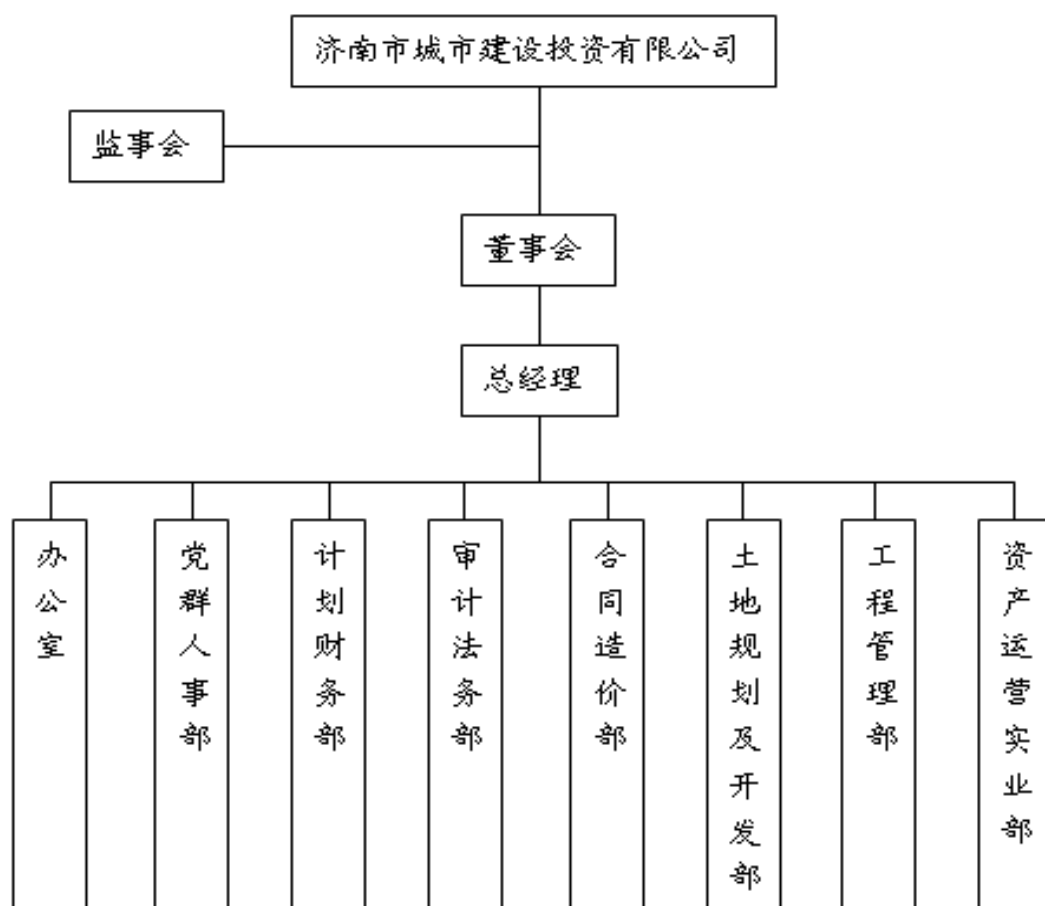
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09济城建/09济城建债”、“12济城建/12济城建债”和“14济城投/14济城投债”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.99	3.24	8.10
资产总额(亿元)	313.56	356.06	383.72
所有者权益(亿元)	138.39	142.74	143.79
短期债务(亿元)	14.82	10.70	12.10
长期债务(亿元)	139.46	164.39	174.15
全部债务(亿元)	154.28	175.09	186.25
营业收入(亿元)	6.95	21.44	3.58
利润总额(亿元)	1.34	4.14	1.06
EBITDA(亿元)	2.40	5.26	2.14
经营性净现金流(亿元)	4.94	-0.36	2.91
财务指标			
销售债权周转次数(次)	13.09	38.78	7.28
存货周转次数(次)	2.00	0.93	0.04
总资产周转次数(次)	0.02	0.06	0.01
现金收入比(%)	89.96	100.02	110.32
营业利润率(%)	33.52	24.26	59.06
总资本收益率(%)	0.71	1.53	0.54
净资产收益率(%)	0.97	2.90	0.74
长期债务资本化比率(%)	50.19	53.53	54.77
全部债务资本化比率(%)	52.71	55.09	56.43
资产负债率(%)	55.86	59.91	62.53
流动比率(%)	64.05	85.44	78.29
速动比率(%)	61.55	62.34	57.34
经营现金流动负债比(%)	4.27	-0.26	1.73
EBITDA 利息倍数(倍)	0.32	0.80	0.32
全部债务/EBITDA(倍)	64.28	33.29	86.95

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级