跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 2608 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持济南西城投资开发集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“17济西城投CP001”的债项信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年十月二十七日

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

济南西城投资开发集团有限公司
短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　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
17 济西城投 CP001	7 亿元	2017/08/11-2018/08/11	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 10 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
现金类资产(亿元)	49.86	42.95	72.93	75.57
资产总额(亿元)	599.40	765.57	898.01	898.96
所有者权益(亿元)	265.26	267.05	280.31	290.32
短期债务(亿元)	29.56	68.58	18.02	51.00
长期债务(亿元)	141.48	213.27	275.14	285.21
全部债务(亿元)	171.04	281.85	293.16	336.21
营业收入(亿元)	71.65	47.78	41.10	7.04
利润总额(亿元)	7.60	3.18	1.30	1.35
EBITDA(亿元)	8.32	6.72	3.88	--
经营性净现金流(亿元)	15.42	-54.13	-58.52	-6.18
营业利润率(%)	11.08	10.62	5.56	41.53
净资产收益率(%)	2.86	1.18	0.42	--
资产负债率(%)	55.75	65.12	68.79	67.71
全部债务资本化比率(%)	39.20	51.35	51.12	53.66
流动比率(%)	466.12	293.32	607.14	505.33
经营现金流动负债比(%)	20.11	-40.95	-77.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.56	41.96	75.52	--

注：2017 年上半年财务数据未经审计。

分析师
闫　蓉　朱　煜

邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）与济南滨河新区建设投资集团（以下简称“滨河集团”）合并组建成为济南城市建设集团有限公司（以下简称“建设集团”）；在保留原有职能的前提下，公司被赋予了负责济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路、桥隧建设的职能。公司在外部环境、政府支持等方面具备显著优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司营业收入同比有所下滑、其他应收款及存货对资金形成占用、有息债务负担加重及未来投资规模较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

跟踪期内，济南市政府财政实力稳步增强，随着西部新城区域经济的发展，公司负责一级开发的存量土地存在较大升值空间。未来随着建筑安装等新职能的履行，公司行业专营地位有望得以提升，整体抗风险能力有望增强。公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17 济西城投 CP001”本金覆盖程度高。

综合分析，联合资信确定维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17 济西城投 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司与滨河集团合并组建成为建设集团；在保留原有职能的前提下，被赋予了负责济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路、桥隧建设的职能；公司行业专营地位有望得到提升。
2. 跟踪期内，济南市经济保持较快发展，为公司经营提供了良好的外部环境。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17 济西城投 CP001”覆盖程度高。

关注

1. 公司基础设施建设投资规模大，债务规模持续增长，资金需求压力较大。此外，由于承担政府性项目的投资建设，公司经营决策对政府依赖程度较高。
2. 公司营业收入受土地市场波动影响较大，盈利水平具有一定不确定性。
3. 公司存货及其他应收款对资金形成一定占用。

声　明

一、本报告引用的资料主要由济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

济南西城投资开发集团有限公司
短期融资券跟踪评级报告

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西城投资开发集团有限公司（以下简称“济南西城”或“公司”）主体长期信用及“17 济西城投 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，济南市政府对济南市政府平台进行整合，济南西城与济南滨河新区建设投资集团合并组建成济南城市建设集团有限公司（由济南市人民政府国有资产监督管理委员会100%控股，以下简称“建设集团”），公司股东由济南市财政局变更为建设集团。建设集团注册资本 450 亿元，股东为济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）。跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，为 50 亿元，实际控制人为济南市国资委。

截至 2017 年 6 月底，公司本部设办公室、人力资源部、政工部、监察审计部、财务部、法务合约部、规划开发部、建设管理部、工程事业部和企业管理部 10 个职能部门；拥有全资及控股一级子公司 17 家；拥有在职职工 183 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 898.01 亿元，所有者权益合计 280.31 亿元（含少数股东权益 33.07 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 41.10 亿元，利润总额 1.30 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 898.96 亿元，所有者权益 290.32 亿元（含少数股东权益 33.24 亿元）；2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.04 亿元，利润总额 1.35 亿元。

公司注册地址：济南市长清区大学科技园大学路 4366 号；法定代表人由张伟变更为李培杰。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 8 月 10 日发行 7 亿元“17 济西城投 CP001”，票面利率 4.62%，期限 365 天，到期一次还本付息。募集资金全部用于偿还有息债务。截至报告出具日，募集资金已按指定用途全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；

就业形势总体稳定。

2017 年上半年，我国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1~6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1~6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1~6 月，我国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1~6 月，我国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1~6 月，网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1~6 月，我国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使我国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资

和基础设施建设投资存在增速放缓压力，我国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在6.7%左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

20世纪90年代末期以来，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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在

提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济及地方财力情况

目前，公司未来经营与投资的项目将主要集中在济南市西部新城区，其经营范围、投资方向及融资能力直接受济南地区经济增长、财政状况和城市建设水平影响，并与济南市西部新城区规划密切相关。

济南市概况

济南市是山东省省会，位于山东省的中西部，全市总面积 8177 平方公里，市区面积 3257 平方公里，现辖历下、市中、槐荫、天桥、历城、长清六区和平阴、商河、济阳三县及章丘市，2015 年底全市常住人口 713.2 万人（2016 年底数据未出）。济南市地理位置优越，是山东省铁路、公路、航空的交通枢纽。京沪、胶济铁路在市区交汇，北连北京、天津，南接南京、上海、福州，东达港口城市青岛、烟台；“济青高速”、“济聊高速”与“京福高速”在济南交汇，从而形成了辐射全省、连接全国的高速公路网络；济南机场是经国家批准的国际空港，有通往香港、北京、哈尔滨、上海、广州、深圳、福州、厦门、西安、武汉、珠海、海口等城市的几十余条空中航线，通航城市达到 53 个，并开通了济南至俄罗斯的国际货运包机。

总体看，济南市地理位置优越，市域立体交通网架构基本形成，区位优势明显。

济南市经济发展及财政概况

近年来济南市经济总量持续增长，2016

年，济南全市生产总值 6536.12 亿元，同比增长 7.8%。分产业看，第一产业增加值 317.31 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 2368.90 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 3849.91 亿元，增长 8.7%。三次产业比例由 2015 年的 5.0∶37.8∶57.2 调整为 4.9:36.2:58.9。

固定资产投资方面，近年来，济南市固定资产投资保持较快增长趋势。2016 年，全市全年完成固定资产投资 3974.3 亿元，分产业看，第一产业投资 101.2 亿元，增长 11.3%；第二产业投资 1302.0 亿元，增长 6.9%，其中工业投资 1237.4 亿元，增长 7.8%；第三产业投资 2571.1 亿元，增长 17.4%，其中房地产开发投资 1163.9 亿元，增长 14.8%。基础设施投资 571.7 亿元，增长 11.0%。投资项目重点涉及基础设施、重点产业及房地产开发领域。

2016 年，济南市进出口总额 639.7 亿元，同比增长 13.0%，其中出口 408 亿元，增长 9.6%；实际到账外资 112.3 亿元，增长 14.7%。同期，全市社会消费品零售总额 3764.8 亿元，同比增长 10.4%，增速与全国、全省持平。

2016 年，济南市城乡居民收入稳步提高。全市城镇居民人均可支配收入 43052 元，同比增长 7.9%，农村居民人均可支配收入 15346 元，增长 7.8%。

在济南市经济较快发展的带动下，市财政收入保持较快增长，2014~2016 年，济南市地方公共财政预算收入分别达到 543.1 亿元、614.3 亿元和 641.2 亿元，其中 2016 年同比增长 9.9%，高于全国平均水平。

2017 年上半年，济南市生产总值 3417.4 亿元，同比增长 8.3%；固定资产投资 2044.7 亿元，同比增长 16.4%；一般公共预算收入 361.5 亿元，同比增长 11.8%。

总体看，跟踪期内，济南市经济保持了较快的增长势头，固定资产投资增速较快，投资规模较大；济南市地方财政收入均保持了较快增长。

济南市城市规划

“十三五”期间，济南市将构筑“一主一副、五个次中心、十二个地区中心、两个卫星城”组团发展格局（老城主中心，以中央商务区为核心的副中心，西客站、新东站、孙村、临空、济北五个次中心，北湖、华山、洪楼、桑梓店、董家、唐冶、港沟、柏石峪、王官庄、美里、崔寨、高官寨十二个地区中心，长清、章丘两个卫星城）。推进济南新区建设，打破东西带状格局，北跨携河（黄河）发展。新型城镇化加快推进，户籍人口城镇化率提高到 68%，县域经济实现跨越提升，城乡发展更趋均衡。

济南市在“十三五”期间将全力打造“四个中心”。打造全国重要的区域性经济中心，加快产业更新和动力转换，积极对接“中国制造 2025”战略，实施“互联网+”重大产业工程，加快培育高端高质高效现代产业体系；打造全国重要的区域性金融中心，建设中央商务区，建设区域性金融管理中心、金融机构中心、资金结算中心、金融交易中心、金融后台服务中心，金融服务实体经济能力大幅提升；打造全国重要的区域性物流中心，创建综合运输服务示范城市，2020 年实现社会物流总额 3.5 万亿元；打造全国重要的区域性科技创新中心，推动大众创业万众创新，新技术、新产业、新业态蓬勃发展，高新技术产业产值比重达到 46%以上，初步建成国内重要的科技成果策源地和京沪之间科技创新新高地，率先建成创新型城市。

西部新城规划

济南市西部新城区是济南市规划建设中的三大新城区之一。西部新区由京沪高铁济南西客站片区、大学科技园和济西国家级湿地公园三大功能板块组成。依据济南市“十三五”发展规划，西部新城区建设将围绕：突出文化旅游；突出商务会展，大力发展总部经济、楼宇经济；突出智能制造，打造知识产业园；突出消费物流，依托新兴商业资源，繁荣发展传统商圈，引领济南消费西移。市政府确定了西部

新城“一带三区”（玉符河生态景观带、大学科技园区、西客站片区、田园生态城区）的发展框架。

玉符河是济南市市级管辖的流域面积最大的一条河道，总流域面积 827 平方公里。玉符河综合治理工程估算投资约 30 亿元，将重点建设防洪、交通、治污、景观、配套五大工程。京沪高铁济南西客站片区（以下简称“西客站片区”）总面积约 55 平方公里，总建设规模约 5000 万平方米。依据规划，西客站片区是未来西部新城的发展核心区域。大学科技园总规划面积 43 平方公里，其中城市建设用地 29 平方公里。依据规划，大学科技园将形成“一轴、两心、多组团”的城市发展结构。济西湿地公园总面积约 33.4 平方公里。在立足保护湿地生态的基础上，湿地公园将发展休闲旅游、科普教育、生态环保，打造生态文化教育休闲区。

总体看，西部新城为济南是“十三五”期间重点建设城区，未来济南市将进一步加大西部新城基础设施建设的投资力度。公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

1. 股东背景

跟踪期内，公司股东由济南市财政局变更为建设集团，建设集团为济南市国资委 100%控股的国有独资企业。

2. 人员素质

跟踪期内，公司董事长及总经理均发生变化。

李培杰先生，汉族，1963 年 11 月出生，中共党员，大学本科；历任济南市槐荫区段店镇经贸委主任、镇长、党委书记、人大主席，济南市槐荫区政府副区长、区委常委、党组书记，公司党委副书记、总经理；现任公司董事长、法定代表人。

史海成先生，汉族，1969 年 2 月生，中共党员，大学本科；历任济南市市中区团委干事、拆迁办公室科员、拆迁办公室科长、二七街道办事处主任、济南市市中区房地产开发集团有限公司党委书记、副总经理，公司副总经理、董事；现任公司总经理、董事。

公司其他人员构成未发生重大变化，截至2017年6月底，公司在职人员183人，其中本科及以上学历138人，大专及以下学历45人；职工中具有高级职称12人，中级职称27人；从年龄结构来看，50岁以上的12人，30~50岁的120人，30岁以下的51人。

总体看，公司高层管理人员具备多年管理经验，管理能力及水平高，员工的整体素质较高。

3. 政府支持

2017 年上半年，公司获得政府补贴 174.99 万元，计入营业外收入。

截至报告出具日，公司剩余待置换政府性债务（全部为一类债务）63.70 亿元，计划于 2018 年 8 月之前全部置换完毕。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G9937011300585450E），截至 2017 年 9 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，根据济南市人民政府批准，公司股东由济南市财政局变更为建设集团。由建设集团行使决定公司经营方针和投资计划，任命和更换董事、监事，审议批准董事会及监事会的报告，审议批准公司年度财务预算、决算方案等职权。公司董事会成员由 8 人变更为 5 人，分别为李培杰、史海成、徐文东、段辉文、郝艳艳；监事会成员由 2 人变更为 3 人。

另外，公司内部管理体制、管理制度等方

面无重大变化。

上述变动对公司正常运营未产生重大影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司实现主营业务收入 40.43 亿元，同比下降 14.47%。其中，土地整理熟化收入 25.80 亿元，同比下降 37.88%；售房、油品销售、租赁及物业收入均有不同程度增长。土地整理熟化收入、售房收入为公司主要收入来源，各占主营业务收入的 63.81%、27.28%。

毛利率方面，2016 年，公司整体毛利率下滑至 6.50%，主要由于占比最大的土地整理熟化板块毛利率降至零所致。

2017 年 1~6 月，公司主营业务收入 5.11 亿元，由于土地整理板块收入有所下降，较 2016 年同期减少 9.03 亿元；同期，公司主营业务毛利率 29.04%。

表 1　2014~2017 年上半年公司主营业务收入情况

项目	主营业务收入（亿元）				主营业务成本（亿元）				主营业务毛利率（%）			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
土地整理熟化收入	66.93	41.53	25.80	0.32	59.53	37.19	25.80	0.03	11.06	10.44	0.00	90.46
售房收入	2.30	3.58	11.03	3.45	1.89	3.20	9.78	2.69	17.64	10.60	11.33	22.12
油品收入	1.19	1.08	1.23	0.59	1.06	0.91	0.92	0.43	10.94	15.55	25.20	27.16
租赁及物业费收入	0.34	0.57	0.48	0.21	0.21	0.39	0.33	0.08	38.05	31.26	31.25	62.74
其他收入	0.83	0.52	1.89	0.53	0.61	0.42	0.96	0.40	26.80	18.02	49.21	25.00
合计	**71.59**	**47.27**	**40.43**	**5.11**	**63.30**	**42.12**	**37.80**	**3.62**	**11.58**	**10.90**	**6.50**	**29.04**

注：上表各板块收入及成本合计数误差系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告及财务报告

2. 业务经营分析

土地整理熟化

公司受济南市国土资源局委托，负责西部新城区建设项目范围内涉及的国有土地整理、熟化和一级开发工作。

受土地市场行情以及收入确认方式变化的影响，公司近三年土地出让收入逐年下滑。2016年，公司确认土地整理收入25.80亿元，同比减少37.88%。同期，该板块毛利率大幅降至0.00%，原因为当期成交土地全部为政府引入重点项目用地及公司自摘地（用于安置房建设），土地均以成本价出让所致。

根据《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【2012】11号）文件以及《济南市人民政府办公厅关于进一步完善市级国有土地出让收支管理政策的通知》（济政办发【2015】8号）规定，公司目前土地整理熟化业务经营模式为：公司将西部新城区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济南市土地储备交易中心公开招、拍、挂等方式出让，所得收入上缴济南市财政局，市级与公司按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成。

从土地回款周期来看，土地竞得人与济南市土地储备中心签订购地合同的同时需缴纳土地全部价款的20%作为保证金，交易完成后1个月内支付50%土地出让款，6个月内支付剩余50%土地出让款。济南市财政局根据收到土地出让款进度核算成本及收益，然后按照规定比例将土地成本及收益分开返还至公司，整个回

款周期在1年以内。

公司测算的土地成本包括研究、策划、设计等前期费用，拆迁补偿款和过渡安置费等土地征收费用，道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、土地平整等配套工程费用，资金成本和其他费用。土地熟化阶段，配套工程费用和资金成本计入“在建工程”科目，其他成本计入“存货-土地熟化成本”与“存货-开发成本”。

公司按照济南市国土资源局与土地竞得人签订成交确认书的时间作为确认土地整理熟化收入时间。按照应收济南市财政局返还的80%土地出让金（剔除配套工程费用）确认为土地整理熟化收入，返还的土地成本扣除配套工程费用的资金来源部分确认为主营业务成本，相应将“存货-土地熟化成本”与“存货-开发成本”结转至“主营业务成本”。配套工程费用的资金来源部分依据济南市政府相关政策计入资本公积。

2016年，公司出让土地1369.61亩，收到土地出让金返还34.29亿元。2017年，公司计划出让土地1600亩，上半年由于规划原因未实现出让（上半年收入来自补提之前土地出让收入）。截至报告出具日，公司出让土地20.50亩，实现出让金1.28亿元。

目前，公司进行一级开发的土地主要分布在西客站片区和大学科技园片区。截至2017年6月底，公司剩余已整理可出让土地约6820亩，其中大学科技园片区4040亩，西客站片区2780亩。参照目前市场土地价格，公司未来几年土地一级开发收入较为充裕。

表 2　2014～2017 年 6 月公司土地出让情况（单位：亩、万元）

年份	出让面积	出让金额	公司回款
2014 年	1791.63	750552.16	681862.70
2015 年	1253.18	395897.94	316718.35
2016 年	1369.61	426386.34	342913.40
2017 年 1~6 月	--	--	--
合计	**4414.42**	**1572836.44**	**1341494.45**

注：“公司回款”是指公司从财政部门收到的返还款。

资料来源：公司提供

资产运营业务

公司资产运营板块主要包括：油品业务、租赁及物业、餐饮业务、园博园（含主展馆、科技馆、世博山东馆、园博园改造提升等）、济西湿地、会展中心、西城大厦（东广场南综合体）等资产项目的运营。

a) 油品业务

公司与中国石油化工股份有限公司共同投资成立济南西城石化有限公司（以下简称“石化公司”）负责公司的油品业务，公司出资 1530 万元，占 51%的股份。截至 2017 年 6 月底，石化公司账面资产总额 5690.42 万元，净资产 4148.82 万元，在营加油站 10 座（其中自投 3 座，投资额 702.15 万元），在建 3 座，投资额 285.30 万元。2014~2016 年，公司油品收入波动增长，分别为 1.19 亿元、1.08 亿元和 1.23 亿元；毛利率受成本及油价变动差额影响逐年提升；2017 年 1~6 月，公司实现油品收入 0.59 亿元，占主营业务收入的比例为 11.60%。

b) 租赁及物业管理

公司租赁及物业管理业务的经营主体为公司全资子公司济南西城资产管理有限公司（以下简称“资产管理公司”）。

截至 2017 年 6 月底，公司运营资产主要包括数娱广场、紫薇阁、西客站场站一体化南综合体、大剧院、三馆、园博园度假酒店、绿地缤纷城商业项目等 27 个项目，资产面积约 110 万平方米。其中，可经营面积 78.53 万平方米（包括实际经营面积为 43.16 万平方米、无偿出借面积 1.47 万平方米、自用 1.16 万平方米，

闲置可经营面积 32.74 万平方米），管理使用权对外移交 18.6 万平方米，非可经营房建资产面积 11.50 万平方米（根据济南市房产测绘实施细则，主要是计入房建资产建筑面积但不进行分摊的公用面积，如物业管理用房、避难通道等）。

2016 年，公司实现租赁及物业管理收入合计 0.48 亿元，同比减少 15.79%；毛利率较 2015 年基本持平。2017 年 1~6 月，公司实现租赁及物业管理收入 0.21 亿元。

除上述业务外，公司资产运营业务收入还包括餐饮、济南园博园、济南名仕学府酒店的客房、餐饮收入、济西湿地、会展中心等资产的运营收入等；目前该部分收入规模较小。

未来济南市政府将逐步整合西部新城区域内国有经营性资产，并授予公司相关经营权。目前，济南市政府正在整合西部新城水务资源和西部新城户外广告资源并计划授权公司经营管理；计划授予公司西部新城停车管理权。公司未来经营性业务收入有望得到进一步拓展。

房地产开发业务

公司房地产开发业务的经营主体主要为公司本部以及全资子公司济南西城置业有限公司（均具有房地产开发三级资质）。

2016 年，公司确认售房收入 11.03 亿元，来自济水上苑项目以及已完工的印象济南项目。2017 年上半年，公司通过济水上苑项目实现售房收入 3.45 亿元，毛利率由于确认收入项目售价上升有所增长。2017 年 1~8 月，公司房地产预售金额 11.57 亿元。

会计处理方面，公司购买土地后，按照实缴金额计“存货-开发成本”；项目建设过程中，开发成本计“存货-开发成本”；建成验收后，从“存货-开发成本”转“存货-库存商品”；销售完成后，核减“存货”科目余额。

表 3　截至 2017 年 6 月底公司在建房地产项目投资、销售明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总开发面积（预估）	总投资额（预估）	已投资额	已完工面积	已销售面积	合规情况
济水上苑项目	86.00	47.00	36.56	40.00	39.34	五证齐全
汇金国际	9.60	5.70	2.09	--	--	项目还未开工，五证在办理过程中
总部基地项目	43.17	42.15	11.88	16.00	--	五证齐全
A1、A3 地块（长清湖项目）	91.00	59.00	8.13	--	--	土地证、建设用地规划许可已办完，其它正在办理
合计	**229.77**	**153.85**	**58.66**	**56.00**	**39.34**	**--**

资料来源：公司提供

公司目前在建和拟建房地产项目主要有济水上苑项目、总部基地项目、汇金国际及长清湖项目，投资总额超过 150 亿元，上述项目将在未来 3~5 年内持续投入并陆续产生收入。

城市基础设施建设

公司自成立以来，先后承担了西部新城区内一批重大市政基础设施项目的投融资和建设工作，主要包括园博园、省会文化艺术中心、济南市三馆（图书馆、美术馆和群众艺术馆）、刘长山路延长线、二环西路高架地面工程等项目。

按照资金来源的性质区分，公司承担的城市基础设施项目可分为两类：一类是全部由财政投入资金，公司按照资金划拨进度进行项目建设，如公租房、省会文化艺术中心、济南市三馆等；另外一类是由公司利用土地资源开发产生的收入进行项目建设，如园博园、刘长山路延长线、二环西路高架地面工程等。

公司主要在建及拟建项目包括西客站片区道路及绿化工程、公租房、安置房、济西湿地公园等。上述项目计划总投资400.21亿元，其中部分由财政专项承担（主要通过土地出让金

返还实现）。

截至2017年6月底，上述项目已完成投入289.27亿元，未来仍需投入110.94亿元，公司未来资本支出压力较大。

表 4　截至 2017 年 6 月底公司主要在建项目及未来拟建项目情况　（单位：亿元）

在建项目	预计总投资金额	截至 2017 年 6 月底已投入金额	资金来源
西客站市政道路	87.50	42.07	自筹
西客站安置三区	35.75	44.74	自筹
大剧院	29.78	29.78	财政
三馆	18.58	18.58	财政
西客站站区配套设施	17.48	17.48	自筹
西客站东广场南综合体	17.70	15.18	自筹
公租房	15.05	15.05	财政
济西湿地	13.98	14.48	自筹
会展中心	74.08	13.10	自筹
西客站安置一区	11.99	14.01	自筹
刘长山西延长线	10.91	10.91	自筹
二环西路建设工程	10.67	10.67	财政
大学科技园安置房三期	10.13	11.50	自筹
腊山河综合治理	15.00	8.53	自筹
大庙屯棚户区改造	5.19	3.80	自筹
商业街 9 号	1.02	1.02	自筹
西客站安置二区	3.26	3.37	自筹
世博山东馆	2.48	2.71	自筹
东彩石安置房	5.81	2.16	自筹
清源路社会地下车库	1.05	1.13	自筹
西客站交运	4.68	4.68	自筹
西城健康养老中心	7.42	3.63	自筹
首农项目	0.70	0.69	自筹
合计	**400.21**	**289.27**	--

注：部分项目已完工暂未结转，部分项目建设期较计划有所延长。
资料来源：公司提供

金融板块及其他

近年来，公司金融投资板块组建成立了投资公司、基金公司、担保公司，正在积极筹建融资租赁公司，参股了齐鲁银行、中泰证券、市农商行等金融机构（其中，齐鲁银行股权占比 8.17%，为第四大股东；中泰证券股权占比 3.855%，为第五大股东；济南市农商行股权占比 10%，为第一大股东；济南财金集团股权占比 22.5%，为第一大股东；山东省清算交易所有限公司股权占比 20%，为第二大股东），初步奠定了公司在资本市场的地位。该板块除了产生少数收入外，更多是以投资收益形式体现在公司利润表中。

其他业务主要为农产品销售等，收入规模较小。

3. 未来发展

未来公司将在原有发展西城土地熟化、房地产、商业运营、金融等板块业务，在逐步形成多元化经营架构的基础上承担济南市建筑安装、市政建设、城市道路建设、桥隧建设任务。

土地熟化方面，未来公司将继续履行土地整理熟化的职能，完成规划区内剩余土地的一

级开发和规划工作，进一步拓展西部新城区发展空间。房地产业务方面，公司将通过运作经营性土地，采取自主经营和与开发商联合开发等途径，做大做强房地产业务。

商业运营方面，公司将利用西部新区已建成和在建的约 70 万平方米商业服务设施开展高端商务合作和资产运营。2011 年公司注册成立了商业运营公司，并从上海引入了策划招商代理公司和商业顾问公司，联合搭建商业运营管理咨询平台，围绕“招商引资、运营服务”两条主线研究运营模式。目前，该板块已完成业态分布研究，正进行招商洽谈。

产业园方面，根据大学科技园区高校集中的特点，未来公司将重点发展劳动密集型和智力密集型产业，以大学科技园发展有限公司为运营主体，以 12 万平方米的数娱广场为基础，培育发展数字创意产业。另外，公司计划建设济南创新谷，引进和发展总部经济，整合产业资源、形成总部集群，打造现代产业体系。目前公司已委托西班牙、美国、台北等 5 家设计单位对济南创新谷一期约 20 万平方米的孵化器项目进行规划设计，产业招商工作同步展开。

金融业务方面，未来公司计划通过成立小额贷款公司、担保公司等融资机构，采取多种形式投资、融资，为加快西部新城建设拓宽融资渠道。

城市建设开发方面，公司将紧扣济南市打造“四个中心”中心任务，推动重大项目建设，提升国有资本和国有资产统筹运营能力。

九、财务分析

公司提供了2014～2016年财务报告，中天运会计事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并均出具了标准无保留意见审计报告；公司2017年上半年财务报表未经审计。

2016年，公司通过股权无偿划转新增纳入合并范围的子公司11家，通过股权转让失去控制权的子公司1家。2017年上半年，公司通过股权购买等方式获得纳入合并范围的子公司16家，通过股权转让失去控制权的子公司1家。上述合并范围的变动对公司其他应收（付）款以及存货等科目产生一定影响，公司财务数据可比性一般。

截至2017年6月底，公司旗下拥有一级子公司17家。

截至2016年底，公司资产总额898.01亿元，所有者权益合计280.31亿元（含少数股东权益33.07亿元）；2016年公司实现营业收入41.10亿元，利润总额1.30亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额898.96 亿元，所有者权益 290.32 亿元（含少数股东权益 33.24 亿元）；2017 年上半年公司实现营业收入 7.04 亿元，利润总额 1.35 亿元。

1. 资产质量

2016年底，公司资产总额898.01亿元，同比增长17.30%。主要来自货币资金、预付账款、其他流动资产、存货、长期股权投资等科目的增长。资产构成与2015年底基本一致，流动资产与非流动资产占比分别为50.91%与49.09%。

2017年6月底，公司资产总额898.96亿元，较2016年底增长0.11%，其中，流动资产占比52.04%，非流动资产占比47.96%，流动资产占比较2016年底有小幅上升。

2017年6月底，公司流动资产规模467.79亿元，较2016年底增长2.33%。流动资产主要以存货（占67.67%）、货币资金（占16.16%）、其他应收款（占7.54%）和预收账款（占5.39%）组成。其中，随着理财产品的赎回，上半年公司其他流动资产较2016年底减少51.23%至12.91亿元；存货由于项目的投入较2016年底增长6.59%至316.55亿元。货币资金同比增长3.63%至75.57亿元。

非流动资产方面，2017年6月底，公司非流动资产较2016年底小幅下降2.20%至431.17亿元。非流动资产主要以在建工程（占49.52%）、固定资产（占23.85%）、长期股权

投资（占15.30%）为主。其中，公司长期股权投资较2016年底减少26.45%至65.95亿元，主要系公司收回投资所致。公司购入商业地产项目导致其投资性房地产增至13.31亿元。无形资产由于新购入待开发土地所致较2016年底增长149.11%至8.84亿元。其他非流动资产由于购入的用于安置的房产作为安置成本转出较2016年底减少35.04%至11.04亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，流动资产占比有所上升。流动资产中，以开发成本和熟化土地为主的存货规模占比较高，流动性较弱；非流动资产中，在建工程占比高。公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2016 年底，公司所有者权益规模同比增长 4.96%至 280.31 亿元。其中，资本公积同比增长 14.80%，主要系济南市财政局历年拨入的公租房专项资金（“专项应付款”中）转入所致。所有者权益组成情况：实收资本占 17.84%，资本公积占 45.21%，未分配利润占 23.83%，少数股东权益占 11.80%。

2017 年 6 月底，公司所有者权益合计 290.32 亿元，较 2016 年底增长 3.57%，主要系新增 8 亿元永续中票所致。从构成来看，与 2016 年底相比基本相同。

总体看，跟踪期内，公司资本公积和未分配利润占净资产比例较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2016 年底，公司负债合计 617.71 亿元，同比增长 23.91%，主要系长期借款、应付债券、长期应付款大幅增加所致。负债结构方面，公司仍以非流动负债为主，占比为 87.81%，同比增长 14.33 个百分点；流动负债占比降至 12.19%。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 68.79%、65.83%、64.85%。

2017 年 6 月底，公司负债总额为 608.65 亿元，较 2016 年底减少 1.47%。负债结构方面，流动负债与非流动负债分别占比 15.21%与 84.79%。截至 2017 年 6 月底，公司流动负债余额 92.57 亿元，较 2016 年底增长 22.95%，主要系预收账款及一年内到期非流动负债增长所致。公司非流动负债 516.08 亿元，较上一年底减少 4.86%，主要系长期应付款减少所致。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率小幅下降至 67.71%、55.09%、51.04%。考虑到 2017 年新发行的永续中票（计入所有者权益核算），公司实际债务负担大于上述指标值。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，负债以非流动负债为主；随着公司工程投资规模的增长，未来资金需求压力较大。

3. 盈利能力

公司营业收入主要来自土地整理熟化收入、售房收入、油品收入、租赁及物业费收入和其他收入。受土地整理熟化收入减少的影响，2016年，公司实现营业收入41.10亿元，同比减少13.98%。公司同期营业成本相应下降10.41%至37.84亿元。2016年，公司期间费用控制能力较以往年份有所减弱，期间费用与营业收入比上升至13.69%。公司投资收益同比增长59.96%，对利润总额的贡献较大。同期，公司营业利润率由2015年10.62%下降至5.56%；调整后总资本收益率与净资产收益率也因盈利减少及债务规模扩大而出现较大幅度下降，由2015年的0.87%与1.18%下降至2016年的0.38%与0.42%。

2017年上半年，公司营业收入7.04亿元，同比减少7.43亿元，营业收入同比下降主要系土地出让收入减少所致。同期，实现营业利润1.33亿元；公司2017年预计出让土地1600亩左右，截至报告出具日，实际出让进度未按计划执行，联合资信将持续关注公司后续土地出让情况。

整体来看，跟踪期内，受土地整理板块收入下滑影响，公司营收规模同比有所下降；利润规模由于毛利率较高的房地产收入占比提高同比有所增加。土地出让收入对公司影响大，联合资信将对公司后续土地出让情况保持关注。

4. 现金流分析

2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额-58.52 亿元；投资活动产生的现金流量净额-94.48 亿元；筹资活动现金流量净额 199.87 亿元。

2017 年 1~6 月，公司经营活动现金流入量 50.93 亿元，全部来自销售商品、提供劳务收到的现金 13.96 亿元以及以债权性投资款、融资租赁款到期保证金及其它经营收入等构成的收到其他与经营活动有关的现金 36.97 亿元。同期，现金收入比为 198.04%，较上年提高 66.66 个百分点，综合考虑土地返还款的周期，公司收入实现质量尚可。公司经营活动现金流出主要为土地支出及商品房、土地熟化等项目支出以及往来款，体现在购买商品、提供劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金。同期，经营活动产生的现金流净额-6.18 亿元。

2017 年 1~6 月，公司投资活动现金流净额为-24.17 亿元，资金缺口同比减少 54.52%，系投资支付的现金规模大幅减少所致。其中，投资支付的现金主要为投资理财支出；支付其他与投资活动有关的现金主要为转贷资金流出。

筹资活动方面，2017年1~6月，公司筹资规模同比大幅减少，主要包括取得借款收到的现金以及发行债券（“17济西城投CP001”、“17济西城投MTN001”、“17济西城投MTN002”）收到的现金，筹资现金流量净额为20.15亿元。

综上所述，跟踪期内，公司收入实现质量有所提升；但公司经营性活动产生的现金对公司投资所需资金不具备覆盖能力，公司对外部融资有较强依赖性。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司 2016 年流动比率和速动比率均有上升，分别由 2015 年的 293.32% 和 133.83% 升至 607.14% 和 212.71%。2017 年 6 月底，上述指标分别降至 505.33%和 163.37%。考虑到公司现金类资产较为充足，其短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 由 6.72 亿元降至 3.88 亿元；同期，公司调整后全部债务/EBITDA 大幅上升至 139.11 倍。考虑到一方面公司存量土地规模较大，存在一定升值空间，另一方面，济南市政府财政实力较强，对公司支持力度较大，公司整体偿债能力强。

截至 2017 年 6 月底，公司共获得国内各家银行授信额度 252.82 亿元，已使用 138.85 亿元，尚未使用额度 113.97 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保余额 72.10 亿元，担保比率为 24.83%；担保对象均为济南市平台企业，目前经营正常。总体看，公司或有负债风险可控。

十、“17济西城投CP001”偿还能力

“17济西城投CP001”发行金额7亿元，2016年，公司经营活动产生的现金流入量为116.22亿元，为“17济西城投CP001”本金的16.60倍；同期，公司现金类资产合计72.93亿元，为“17济西城投CP001”本金的10.42倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量对“17济西城投CP001”覆盖程度高。

集中兑付方面，公司2014年和2015年发行的“14济西投债/14济西投”和“15济西城投MTN001”将于2018年兑付本金合计6亿元。2016年，公司经营活动产生的现金流入量和现金类资产对待兑付本金峰值13亿元的覆盖倍数分别为8.94倍和5.61倍。

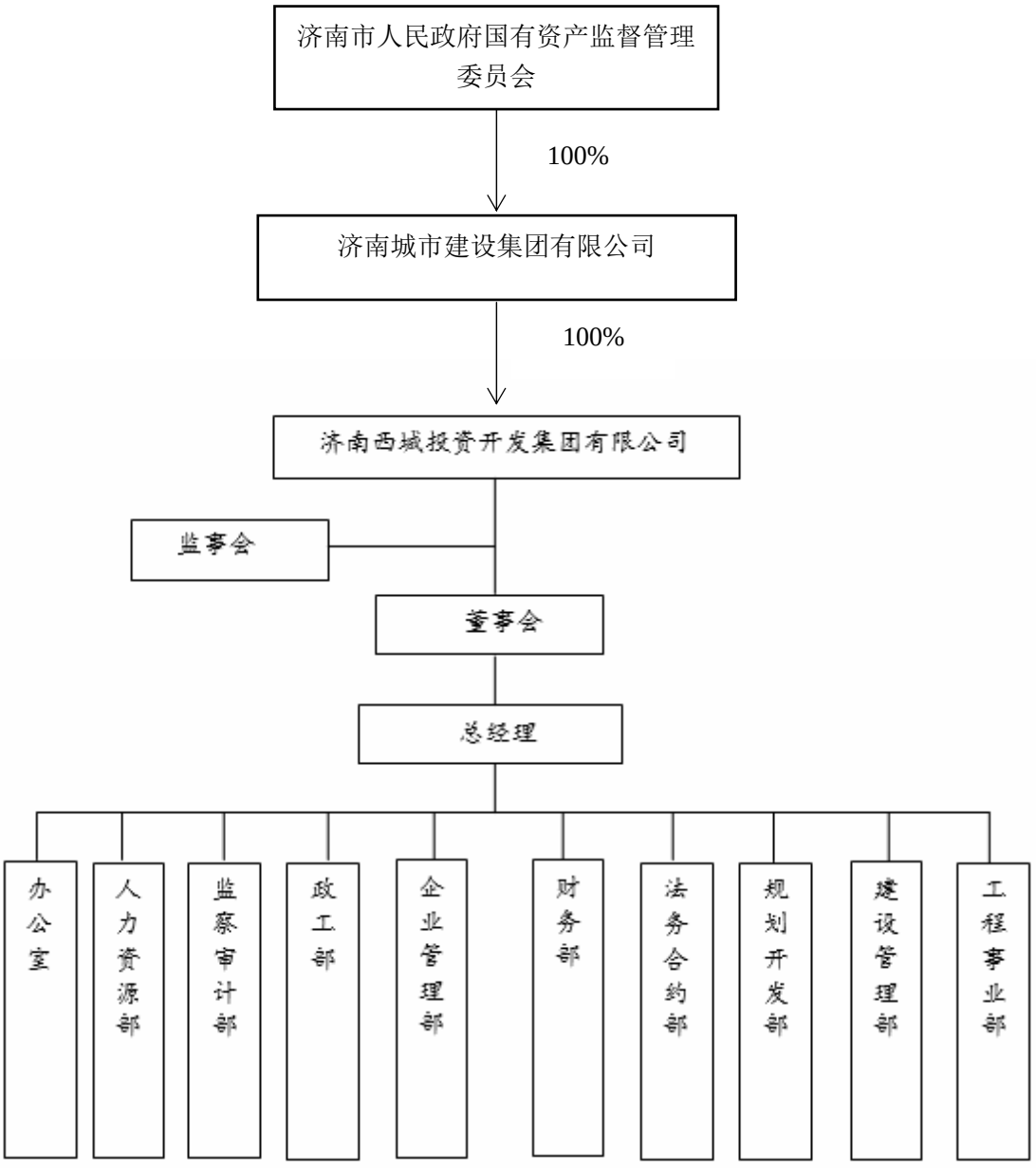
总体看，公司经营活动现金流入量和现金

类资产对“17 济西城投 CP001”本金保障能力强。

十一、 结论

综合考虑，联合资信确定维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17济西城投CP001”A-1的信用等级。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　济南西城主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.86	42.95	72.93	75.57
资产总额(亿元)	599.40	765.57	898.01	898.96
所有者权益(亿元)	265.26	267.05	280.31	290.32
短期债务(亿元)	29.56	68.58	18.02	51.00
长期债务(亿元)	141.48	213.27	275.14	285.21
调整后长期债务(亿元)	246.48	343.23	517.05	519.77
全部债务(亿元)	171.04	281.85	293.16	336.21
调整后全部债务(亿元)	276.04	421.15	540.04	573.29
营业收入(亿元)	71.65	47.78	41.10	7.04
利润总额(亿元)	7.60	3.18	1.30	1.35
EBITDA(亿元)	8.32	6.72	3.88	--
经营性净现金流(亿元)	15.42	-54.13	-58.52	-6.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.95	3.29	1.51	--
存货周转次数(次)	0.33	0.21	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.07	0.05	--
现金收入比(%)	207.13	79.74	131.38	198.40
营业利润率(%)	11.08	10.62	5.56	41.53
总资本收益率(%)	1.77	1.09	0.54	--
调整后总资本收益率(%)	1.43	0.87	0.38	--
净资产收益率(%)	2.86	1.18	0.42	--
长期债务资本化比率(%)	34.78	44.40	49.54	49.56
调整后长期债务资本化比率(%)	48.17	56.24	64.85	64.16
全部债务资本化比率(%)	39.20	51.35	51.12	53.66
调整后全部债务资本化比率(%)	51.00	61.20	65.83	66.38
资产负债率(%)	55.75	65.12	68.79	67.71
流动比率(%)	466.12	293.32	607.14	505.33
速动比率(%)	216.79	133.83	212.71	163.37
经营现金流动负债比(%)	20.11	-40.95	-77.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.56	41.96	75.52	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	33.18	62.70	139.11	--

注：调整后全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款、其他流动负债以及其他应付款中的有息债务；2017 年上半年财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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/营业收入×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	
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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级的设定及其定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息