跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 975 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将济南西城投资开发集团有限公司主体长期信用等级调整为AAA，评级展望为稳定，同时将“14济西投债”/“14济西投”的信用等级调整为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十一日

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
公司债券跟踪评级报告

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：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
14 济西投债/14 济西投	20 亿元	2014/9/15-2021/9/15	AAA	AA^+

评级时间：2016 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	41.71	49.86	42.95
资产总额(亿元)	510.31	599.40	765.57
所有者权益(亿元)	185.72	265.26	267.05
短期债务(亿元)	69.12	29.56	77.93
全部债务(亿元)	268.94	287.04	421.15
营业收入(亿元)	114.37	71.65	47.78
利润总额 (亿元)	17.78	7.60	3.18
EBITDA(亿元)	18.14	8.32	6.72
经营性净现金流(亿元)	12.96	15.42	-54.13
营业利润率(%)	16.90	11.08	10.62
净资产收益率(%)	9.57	2.86	1.18
资产负债率(%)	63.61	55.75	65.12
全部债务资本化比率(%)	59.15	51.97	61.20
流动比率(%)	281.63	466.12	293.32
全部债务/EBITDA(倍)	14.83	34.50	62.70
经营现金流动负债比(%)	10.39	20.11	-40.95

注：2013～2015 年长期应付款、专项应付款以及其他应付款中的有息债务在指标计算中计入全部债务

分析师

闫 蓉　霍正泽
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

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）作为济南西部新城区（以下简称“西部新城”）城市基础设施建设的主体，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”）也关注到公司营业收入有所下滑、其他应收款对资金形成占用、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，在土地出让金返还、财政补贴等方面继续给予公司支持。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。未来公司将积极拓展旅游、产业园以及金融等业务，逐步形成多元化经营格局，整体抗风险能力有望增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司分期偿还本金的还款方式有效降低了“14济西投债/14济西投”的集中偿付风险；公司经营活动现金流入对“14济西投债/14济西投”每年待偿还本金保障能力强。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级调整为AAA，评级展望为稳定，将“14济西投债/14济西投”的信用等级调整为AAA。

优势

1. 跟踪期内，济南市经济及财政收入保持增长，为公司经营发展提供良好外部环境。
2. 跟踪期内，公司在土地出让金返还、财政补助等方面继续获得政府支持。
3. 公司可用于开发整治的存量土地未来可产生较大规模的土地出让金返还收入。
4. 2015 年公司经营活动现金流入量对“14 济西投债/14 济西投”没年待偿还金额的保障能力强。

关注

1. 公司基础设施建设投资规模大，债务负担加重，外部融资压力大。
2. 公司营业收入易受土地市场波动影响，盈利水平具有一定不确定性。
3. 公司应收账款波动性较大，回款期限受政府土地出让金返还进度影响具有不确定性。
4. 公司其他应收款对资金形成一定占用。
5. 公司对外担保规模较大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与济南西城投资开发集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与济南西城投资开发集团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，未因济南西城投资开发集团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西城投资开发集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本次跟踪结果自发布之日起 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西城投资开发集团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本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”或“西城集团”）前身为成立于2005年12月的济南市西区建设投资有限公司（以下简称“西区建投”）。西区建投为济南市财政局依据济南市人民政府（以下简称“济南市政府”）济政字【2005】62号文件，全额出资成立的国有独资有限责任公司。2011年9月依据济南市政府《关于印发济南市投融资平台公司改革实施方案的通知》（济政发【2011】28号）文件，公司在原西区建投的基础上改组成立，公司注册资本为人民币1亿元。2012年，根据济南市财政局《关于拨付西城集团公司国有资本金事项的通知》（济财金【2012】1号），公司收到拨付的国有资本金5000万元；2013年，根据济南市投融资管理办公室《关于同意济南西城投资开发集团有限公司增资的批复》（投融资办【2013】第29号），公司以资本公积转增实收资本8.50亿元。2014年，济南市财政局下发《关于对济南西城投资开发集团有限公司增加注册资本金的批复》（济投融资办【2014】第70号文件及修改后章程规定，以资本公积400000.00万元转增资本。截至2016年3月底，公司注册资本为人民币50亿元，济南市投融资管理办公室受济南市政府委托，代表济南市财政局履行出资人职责（济财办【2012】17号）。

公司与济南市西区投融资管理中心为“两块牌子、一套班子”，济南市西区投融资管理中心是济南市政府直属全额预算管理正局级事业单位。公司主要工作职责包括：按照市政府批准的投融资计划，管理西部新城政府项目的投融资业务；编制年度计划，统一对外融资、偿还借款；根据批准的融资方案，拨付资金、监督运行；根据市政府批准的建设项目，进行项目和房产、地产投资、合作、开发经营；受济南市国土资源局的委托，负责西部新城建设用地的一级开发和前期土地熟化；从事政府授权范围内的国有资产运营、管理，承担保值增值责任；代表政府行使国有资产出资人收益权；办理市政府交办的其它事项等。

截至2016年3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等10个职能部门；拥有在职职工163人。

截至2015年底，公司合并资产总额765.57亿元，所有者权益合计267.05亿元（含少数股东权益36.33亿元）；2015年公司实现营业收入47.78亿元，利润总额3.18亿元。

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：张伟。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值

（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业和区域环境分析

1. 行业分析

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（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。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《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》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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。

同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济分析

目前，公司经营与投资的项目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。

（1）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。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。

（2）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，2013~2015年，济南全市生产总值分别达到5230.20亿元、5770.60亿元和6100.23亿元。分产业看,第一产业增加值305.39亿元，增长4.1%；第二产业增加值2307.00亿元，增长7.4%；第三产业增加值3487.84 亿元，增长8.9%。产业结构进一步调整优化，三次产业比例由上年的5.0:39.2:55.8调整为5.0:37.8:57.2。

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。2015年，全市固定资产投资3498.4亿元，增长14.2%。分产业看，第一产业投资102.5亿元，增长8.2%；第二产业投资1217.4亿元，增长14.9%；第三产业投资2178.5亿元，增长14.1%。济南市基础设施投资持续快速增长。2015年基础设施投资515.0亿元，比上年增长31.5%。其中电力、热力生产和供应业投资81.9亿元，增长30.6%；燃气生产和供应业投资17.1亿元，增长139.4%；铁路运输业投资14.4 亿元，增长94.6%；道路运输业投资89.9亿元，下降14.7%。

2015年，济南市人口保持均衡增长。年末全市常住人口713.2万人，比上年末增长9.07‰。城市化率达到67.96%，提高1.55个百分点。全年城镇居民人均可支配收入39889元，比上年增长8.0%；城镇居民人均生活消费支出26319元，增长9.3%。农村居民人均可支配收入14232元，增长8.5%；农村居民人均生活消费支出8597元，增长11.8%。

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，2013~2015年，济南市地方公共财政预算收入分别达到482.1亿元、543.1亿元和614.3亿元，其中2015年较上年同比增长13.1%，增速较上年小幅上扬。

总体看，近年来，济南市经济保持了较快的增长势头，区域经济结构合理；固定资产及基础设施投资增速较快，投资规模较大；济南市地方财政收入均保持了较快增长。

（3）济南市城市规划

济南市将形成“一心、一轴、三片”空间发展格局，建设功能布局合理、综合配套完善的开放、高效、绿色的现代化新城区；东部新区：以高新技术产业、高端制造业、战略性新兴产业和现代服务业为主导，打造全国重要的高新技术产业示范区和全省高新技术产业领军地区，形成产业特色鲜明、配套设施完善的现代化新城区；滨河新区：结合小清河综合治理工程，构建小清河生态发展轴，推进北湖城市副中心和济泺路、华山、新东站、美里湖四

大片区开发建设，形成“一轴、一心、四区”开发格局，打造新的城市发展带、景观旅游带、生活休闲带。

《2016年济南市政府工作报告》（以下简称《报告》）指出，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。

今后五年经济发展主要预期目标是：生产总值年均增长8%，一般公共预算收入年均增长9%，固定资产投资年均增长13%，服务业比重提高到60%。

《报告》还指出，2016年，济南市目标生产总值增长8%左右，一般公共预算收入增长9%左右，固定资产投资增长13%左右，社会消费品零售总额增长11%左右。济南市将加快推进棚改旧改，推行政府购买棚改服务新模式，新开工五里牌坊、泺口、海宴们、刘智远、大庙屯、二药厂片区等58个棚户区改造项目，完成国家和省下达的45204户安置房开工任务。加快玉符河、巨野河、锦绣川、锦阳川等河道整治，推进小清河源头综合治理。

（4）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。工程完工后将形成四个景观带：自卧虎山水库至寨而头段，通过子槽扩挖，绿道布设，建成“山水相依、渔耕井然”的郊野自然景观；自寨而头至104国道段，通过边坡修复，河槽整理，拦蓄补源；自104国道至220国道段，通过生态护岸，营造水面，打造景观，构建水生态景观长廊；自220国道至入黄口段，充分利用河缓、滩宽、多源的特点，打造“林草丰茂、鱼翔浅底”的生态湿地景观。计划2015年底前全面完成各项工程建设任务，将玉符河打造成绿色安全屏障、生态景观长廊和新型城乡协调发展示范区。

京沪高铁济南西客站片区（以下简称“西客站片区”）东至二环西路，南至津浦铁路，西至济西编组站，北至小清河，总面积约55平方公里，总建设规模约5000万平方米。依据规划，西客站片区定位为“齐鲁新门户、泉城新商埠、城市新中心”，是未来西部新城的发展核心区域。未来西客站片区将依托京沪高铁五大始发站之一的济南西站作为交通枢纽中心，自西向东形成站前商务区、文化会展商务区和商业商务区三大功能区，构建西部新城城市综合体。

大学科技园东起京福、京沪高速公路，西、北至济菏高速公路，南至崮山镇以南一带山体，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，一轴即沿大沙河的生态景观轴，两心即依托园博园形成的现代产业核心和依托文化创意形成的综合功能中心，多组团即高校、居住、研发产业、生态旅游、休闲度假等多个功能组团。目前，园区配套设施日趋完善，并已吸引山东师范大学、山东艺术学院、山东中医药大学等 10 所高校、近 18 万师生入住。园区文化创意、旅游休闲、教育培训及会议会展等产业日趋成熟，14 万平方米的数娱大厦和 8 万平方米的学生商业街已建成投入使用，园博园已开园纳客，四星级名仕学府酒店、园博园度假酒店、国际会展中心相继运营，世博山东馆重建暨文化创业产业区项目已基本完工、奥特莱斯综合体、龙湖睿城综合体、银座商业中心等项目即将开工建设，城市配套功能将不断完善。

济西湿地公园东到南水北调东线引水渠，西到高怀路，北到玉符河南河岸线，南到冯庄村与老李村间道路，总面积约 33.4 平方公里，其中一期工程 11.3 平方公里，分为保育区、恢复重建区、宣教展示区、合理利用区和管理服务区等功能分区。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，提升城市品质。2011 年济西湿地公园被批准为国家级湿地公园，建成后将成为长江以北独具特色的湿地公园。

此外，根据济南市本级 2016 年度土地供应计划，历城区、槐荫区、天桥区、计划供地量位于前三位，西城集团、滨河集团和新材料产业园在熟化平台中计划供地量位于前三位，有力地支撑了西部新区、滨河新区建设。

总体看，西部新城的建设将有效带动济南市经济发展，从而进一步增强地方财政收入水平；西部新城为济南是“十二五”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。

五、基础素质

1. 产权状况

公司为济南市财政局全额出资成立的国有独资有限责任公司。济南市投融资管理办公室受济南市政府委托，代表济南市财政局履行出资人职责。

2. 政府支持

作为济南市财政局出资的国有独资企业，公司近年来在土地整治和一级开发、土地出让收益返还、配套建设费返还以及经营性资产整合等方面得到了济南市政府的大力支持。

资金支持

2014年，济南市财政局下发《关于对济南西城投资开发集团有限公司增加注册资本金的批复》（济投融资办【2014】第70号文件及修改后章程规定，以资本公积400000.00万元转增资本。同期，公司资本公积增加322511.54万元，主要是财政局返还的土地出让净收益。

另外，2013年~2015年，公司分别获得政府补助392万元、198万元和209.94万元，计入营业外收入。

土地整治和一级开发

土地整治和一级开发方面，公司经济南市国土资源局《关于对国有土地使用权收回（购）工作进行委托的函》（济国土资函【2008】491号）文件批准，负责西部新城区建设项目范围内涉及的国有土地整理、熟化以及一级开发工作。

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2016年3月底，两大片区已开发整治完成土地约17150亩，其中大学科技园片区约9717亩，西客站片区约7433亩；随着片区开发不断推进，可用于开发整治的土地将不断增加。公司剩余可出让土地约6840亩，其中大学科技园片区约4040亩，西客站片区约2800亩。参照目前市场土地价格（大学科技园片区土地成交价格160万元/亩、

西客站片区500万元/亩），公司未来几年土地一级开发收入累计约204.64亿元。

土地出让金收益返还

2015年5月8日，济南市下发《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），通知对土地整理收益分配进行调整，“未来市级与各投资融资平台按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成”，未来公司土地整理的收益将有所增加。

资产划拨

2015 年，根据《济南市人民政府关于济南四季村宾馆移交管理工作专题会会议纪要》（〔2014〕14 号），济南政府将济南四季村宾馆划入公司增加实收资本 50 万元（由于尚未办理出资人变更，年报中未体现）。

整体而言，公司在发展过程中得到政府多方面的大力支持；由于公司的特殊性质，这些支持今后仍将得以继续，为公司可持续发展提供了有力保障。

六、管理分析

跟踪期内公司高级管理人员等方面无重大变化。

公司调整成立五个部门，分别为监察审计部（负责制定集团监察、审计相关制度、流程；编制年度监察、审计工作计划并组织实施；落实上级纪委、监察机关党风廉政建设的工作部署、全程监督集团各项招标投标等）；法务合约部（主要负责建立健全集团法律事务管理工作体系，全面负责集团法律事务与合约管理各项工作）；规划开发部（主要负责编制片区规划开发计划、土地征收与出让年度计划片区土地和重点项目投入产出测算、片区及重点项目的策划、规划、专项规划、研究咨询等工作）；建设管理部（突出管理职能，主要负责建立健全工程建设管理制度，指导、监督各项目部执行等）；工程事业部（负责集团所有建设任务，负责建设项目全过程管理工作，负责承办项目土地证之后所有手续办理工作）。

七、经营分析

跟踪期内，公司实现主营业务收入47.78亿元，同比下降33.31%。其中，土地整理熟化收入41.53亿元，同比下降37.95%；售房收入、租赁及物业收入均有不同程度增长；油品收入同比减少9.24%。土地整理熟化收入、售房收入、油品收入为公司三大主要收入来源，占比营业收入分别为87.84%、7.58%、2.29%。

毛利率方面，2015年，公司整体毛利率下滑至10.90%，主要由于土地整理熟化与租赁板块毛利率下降幅度较大所致。公司最大收入板块土地整理熟化毛利率下滑主要由于房地产行情下滑带来土地市场不景气，土地出让价格下降所致。

表 1　2013～2016 年 1 季度公司主营业务收入情况

项目	营业收入（亿元）				营业成本（亿元）				营业毛利率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
土地整理熟化收入	100.17	66.93	41.53	0.21	82.24	59.53	37.19	0.21	17.90	11.06	10.44	0.00
售房收入	0.76	2.30	3.58	--	0.67	1.89	3.20	--	11.60	17.64	10.60	--
油品收入	0.88	1.19	1.08	0.24	0.84	1.06	0.91	0.19	4.65	10.94	15.55	20.83
租赁及物业费收入	0.19	0.34	0.57	0.12	0.10	0.21	0.39	0.08	45.89	38.05	31.26	33.33

其他收入	0.18	0.83	0.52	0.42	0.09	0.61	0.42	0.31	50.04	26.80	18.02	26.19
合计	**102.19**	**71.59**	**47.27**	**0.99**	**83.95**	**63.30**	**42.12**	**0.79**	**17.85**	**11.58**	**10.90**	**20.20**

资料来源：公司审计报告

1．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2015年土地市场行情影响，公司土地出让收益下滑，2015年，公司确认土地出让金返还41.53亿元，同比下滑37.95%。

目前，公司土地整理熟化业务经营模式为：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）文件规定，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；公司向济南市国土资源局上报已出让地块的成本测算，济南市财政局将土地出让金纯收益的50%连同经济南市国土资源局审核的征收、熟化土地成本拨付给公司，收益部分用于西部新城区基础设施开发建设。2015年5月8日，济南市下发《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），“未来市级与各投资融资平台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。

2013~2016年3月，公司累计开发整治土地8039.03亩。其中，2013年，公司出让土地57宗，合计4099.56亩，主要集中在西客站片区、大学科技园和大庙屯片区。2014年，公司出让土地18宗，合计1791.63亩，主要集中在西客站片区；2015年，公司出让土地30宗，合计2049.25亩，主要集中在西客站片区；2016年1季度，公司出让土地1宗98.59亩的工业用地。

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2016年3月底，两大片区已开发整治完成土地约17150亩，其中大学科技园片区约9717亩，西客站片区约7433亩；随着片区开发不断推进，可用于开发整治的土地将不断增加。公司剩余可出让土地约6840亩，其中大学科技园片区约4040亩，西客站片区约2800亩。参照目前市场土地价格（大学科技园片区土地成交价格160万元/亩、西客站片区500万元/亩），公司未来几年土地一级开发收入累计约204.64亿元。

表 2　2013～2016 年 3 月公司土地出让明细情况（单位：亩，万元）

时间	地块名称	面积	转让金额	公司回款
2013 年	西客站片区潍坊路东侧、威海路北侧 4 个地块	214.60	91185.00	72868.00
	西客站片区齐鲁大道西侧 2 个地块	106.98	40563.00	32410.00
	西客站片区腊山河东路东侧 2 个地块	131.00	84000.00	41896.00
	西客站片区党杨路东侧、克朗山北路南侧地块	89.33	25013.00	19990.00
	西客站片区清源路南侧、腊山河西路东侧 5 个地块	343.00	134133.00	68652.00
	西客站片区清源路南侧、腊山河东侧 5 个地块	204.00	86935.00	17800.00
	西客站片区青岛路南侧、福寺路北侧、淄博路东侧 12 个地块	826.00	379904.00	80000.00
	西客站片区横支 6 号路南侧、齐州路东侧 8 个地块	611.00	292050.00	152250.50
	西客站片区青岛路南侧、腊山河东路东侧 2 个地块	126.80	58150.00	35996.50
	西客站片区烟台路南侧、腊山河东路西侧 4 个地块	343.30	157663.00	80977.00
	西客站片区清源路南侧、腊山河东路东侧 2 个地块	210.20	120084.00	-
	大庙屯片区市中区二环南路北侧 5 个地块	230.00	54002.19	32400.65
	大庙屯片区二环南路延长线以南地块	141.46	28292.00	5980.00
	大学科技园片区丁香路东首，紫薇路东侧地块	71.70	11834.46	5910.23
	大学科技园核心区 2 个地块	349.10	69822.60	17960.00
	大学科技园片区芙蓉路以南、海棠路以东地块	100.70	5233.00	-
	小计	**4099.56**	**1638824.65**	**665090.88**
2014 年	西客站片区腊山河东路东侧、威海路北侧 5 个地块	452.40	209521.00	201141.35
	西客站片区青岛路北侧、高铁西侧 5 个地块	985.10	443239.00	429619.55
	大学科技园常春藤小区东北角插花地块	47.00	8460.00	7663.67
	西八北居市中区二环南路北侧地块	10.65	4115.00	3464.85
	市中区二环南路延长线北侧 4 个地块	181.06	42511.38	22753.28
	海棠路东侧、紫薇路南侧	42.32	7617.78	5480.00
	槐荫区二环西路东侧、森林公园北侧	73.1	35088.00	11740.00
	小计	**1791.63**	**750552.16**	**681862.70**
2015 年	槐荫区烟台路南侧、济宁路东侧	54.20	29268	23414.4
	济宁路东侧，腊山河西侧，横支 15 号路南侧，经十路北侧	37.46	21842	17473.6
	青岛路南侧、齐鲁大道西侧	100.09	48041	38432.8
	青岛路南侧、齐鲁大道西侧	101.85	53470	42776
	青岛路南侧、齐鲁大道西侧	27.10	5854	4683.2
	槐荫区日照路南侧、潍坊路西侧块 A	31.66	17118	13694.4
	槐荫区日照路南侧、潍坊路西侧块 B	42.96	25069	20055.2
	槐荫区日照路南侧、潍坊路西侧块 C	63.16	34128	27302.4
	槐荫区日照路南侧、潍坊路西侧 D	80.08	35885	28708
	济南市历城区柳埠镇省道 248 线以北、柳埠林场以西	9.75	295	236
	经十路南侧、党杨路西侧	34.96	9800	7840
	二环西路西侧、烟台路北侧地块 A*	73.18	29272	11708.8
	二环西路西侧、烟台路北侧地块 B	21.14	8456	6764.8
	二环西路西侧、烟台路北侧地块 C*	58.66	31265	12506
	青岛路和腊山河西路西北角	4.91	8828	7062.4
	济宁路和枣庄路东北角	10.50	8675	6940
	日照路以南、齐鲁大道以西	51.73	24055	19244

时间	地块名称	面积	转让金额	公司回款
	日照路以南、顺安路以东	39.05	10348	8278.4
	西客站安置一区二地块*	161.25	43428.384	10490.51
	东营路西侧、威海路北侧*	76.58	42119	16847.6
	二环西路西侧、日照路北侧	332.10	119556	95644.8
	长清区大学路南侧、海棠路东侧	148.63	26748	21398.4
	文汇路以南、博雅路以西	55.34	7747.74	6198.192
	济荷高速以西、长清大道以北	92.78	12989.2	10391.36
	丁香路和天一路交叉口东北角	4.50	2250	1800
	大学科技园片区海棠路以西，芙蓉路以北	44.3535	2564	2051.2
	大学科技园片区海棠路以西，芙蓉路以北	227.9265	14213	11370.4
	大学科技园片区海棠路以西、芙蓉路以北	26.046	1326	1060.8
	槐荫区经十路南侧、规划淄博路东侧	28.40	17701	14160.8
	历下区经十路南侧，鳌角山东北侧	8.91	4500	3600
	小计	**2049.25**	**696811.32**	**492134.5**
2016 年 1~3 月	长清区农高路明发路以北、佳宝路以南、潘村路以东	98.59	3412	2729.6
	小计	**98.59**	**3412**	**2729.6**
合计		**8039.03**	**3089600.13**	**1841817.68**

资料来源：公司提供

注：“公司回款”是指公司从财政部门收到的返还款，为土地转让金的8成；标*项目回款按照协议单独核算。

2．其他业务

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的全资子公司济南西城置业有限公司。2014 年，公司通过西元大厦项目确认售房收入 22962.05 万元。2015 年，公司通过济水上苑项目实现售房额 18715.88 万元（2015 年确认售房收入 3.58 亿元，来自济水上苑项目与善信大厦项目），实现销售面积超过 12 万平方米。2015 年，公司完成房地产开发投资 32.92 亿元。由于售房板块交房时结转收入，2016 年 1 季度，公司未实现售房收入。

表 3　截至 2016 年 3 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	2015 年销售额	合规情况
印象济南（房地产板块）	28.00（地上、地下）	14.94	--	--	--	--	项目还未开工，五证在办理过程中
济水上苑项目	86.00	47.00	18.81	39.00	13.78	1.87	五证齐全
长清湖项目	119.00	58.60	--	--	--	--	五证齐全
总部基地项目	70.00	60.00	--	--	--	--	项目还未开工，五证在办理过程中
汇金国际	9.60	5.70	1.61	--	--	--	项目还未开工，五证在办理过程中
合计	**312.60**	**186.24**	**20.42**	**39.00**	**13.78**	**1.87**	--

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、长清湖项目、总部基地项目、汇金国际及印象济南项目，未来投资总额超过 160 亿元，这些项目将在未来 3~5 年内持续投入并陆续产生收入。

油品业务

公司与中国石油化工股份有限公司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 2015 年底，石化公司

账面资产总额 4185.55 万元，净资产 3380.17 万元，在营加油站 13 座（其中自投 3 座，投资额 702.15 万元），在建 5 座，投资额 241 万元。2015 年公司完成油品销售总量 16746 吨，实现营业收入 10818.36 万元，实现毛利润 1682.64 万元；2016 年 1~3 月，公司实现油品收入 2400.00 万元，占主营业务收入的比例为 24.24%。

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 2016 年 3 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 120 万平方米。其中，可经营资产面积 84 万平方米（委托经营面积 20.5 万平方米，出租 34.02 万平方米，闲置 29.48 万平方米，资产利用率 64.5%）；自用出借 5.24 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 11.5 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）。

2015 年，公司实现租赁及物业管理收入合计为 5664.07 万元，同比增加 67.44%。2016 年 1 季度，公司实现租赁及物业管理收入 1200.00 万元；增加主要系租金上调、项目出租率提高所致。

其他业务

公司其他收入主要包括济南园博园度假酒店、济南名仕学府酒店的客房、餐饮收入、农产品销售、旅游度假板块收入等。公司其他收入规模较小。2013~2016 年 1 季度，该项收入占主营业务收入的比例分别为 0.18%、1.16%、1.10%和 4.24%。

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。

3. 市政重点项目投建

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。

公司在建及拟建项目包括西客站片区道路及绿化工程、大学园片区道路及绿化工程、刘长山路延长线、公租房、安置房、玉符河项目等。上述项目计划总投资389.77亿元，其中财政专项承担7.20亿元（目前财政承担的公租房7.20亿元已经全部到位）。

截至2016年3月底，上述项目已完成投入226.23亿元，未来仍需投入163.54亿元，公司未来资本支出压力较大。

表 4　截至 2016 年 3 月底公司主要在建项目及未来拟建项目情况　（单位：万元）

在建项目	项目批文	总投资金额	截至 2016 年 3 月底已投入金额	资金来源
安置房（西客站片区安置一区、安置三区和大学科技园	济发改投资【2011】327 号；济环字【2011】105 号；济发改投资【2011】89 号，济环字【2011】117 号等	705497	459900	自有资金

安置三区）				
公租房（乐天居公租房、服务外包产业园公租房、高铁西侧公租房）	济发改投资【2011】260 号；济长环报告表（2011）005 号，济发改投资[2011]616 号，济发改投资【2011】470 号，地字第 370112201100114 号等	285102	145969	财政投资 7.2 亿元
市政道路（西客站片区市政道路、刘长山西延长线市政工程）	鲁发改投资【2010】75 号；济发改投资【2012】228 号等	874910	579352	自有资金
玉符河项目	济发改农经【2014】622 号；济环报告书【2014】61 号，	300000	58099	自有资金
印象济南项目	济发改投资〔2014〕700 号；济发改能审书〔2014〕86 号；济环报告书〔2014〕71 号；槐荫国用〔2014〕第 0300037 号	249400	124207	自由资金/银行借款/债务融资工具
西城·西进时代中心二地块、三地块开发项目	济发改投资〔2014〕444 号；济环报告书〔2014〕31 号；槐荫国用〔2014〕第 0300033 号	421500	47161	自由资金/银行借款/债务融资工具
山东济南养老中心二期项目	--	74170	12527	自有资金
省会文化中心大剧院	济发改社会〔2010〕561 号；济环评估表〔2010〕120 号；	247521	279587.47	市财政筹措，省政府补助
西客站站区配套设施	--	316868	173818.72	自有资金
省会文化中心三馆	济发改投资〔2011〕610 号	132900	179831.82	市财政 95000 万，其余自筹
西客站片区腊山河综合整治	济发改投资〔2008〕135 号；	150000	82123	自筹
济西湿地公园	济环报告表〔2014〕1 号；鲁发改农经〔2014〕224 号；	139800	119689	财政 2 亿，其余自筹
合计	--	**3897668**	**2262265**	--

资料来源：公司提供

4. 未来发展

未来公司将重点发展土地熟化、房地产、商业运营、产业园开发、文化旅游、金融等6大板块主营业务，逐步形成多元化经营架构。

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。

文化旅游方面，未来公司计划将园博园、济西湿地公园与长清区、槐荫区丰富的旅游资源统一开发整合，打造西部旅游新优势。公司与济南市园林集团联合成立了济南西部旅游开发公司，目前正对园博园的后期开发利用及项目引进进行论证和考察，对济西湿地生态区进行规划设计；与北京首农集团签订了合作协议，共同建设和经营现代农业示范项目，打造绿色餐桌品牌。

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。

八、募集资金使用情况

1. 债券概况

公司于2014年9月15日发行20亿元公司债券（“14济西投债/14济西投”），采用无担保发行的方式，发行期限为7年；“14济西投债/14济西投”的本金在债券存续期的第3年至第7年分期兑付，每年偿还本金4亿元，占债券发行额度的20%。

2. 债券投资项目进展情况

“14济西投债/14济西投”募集资金20亿元，全部用于济南西客站片区市政道路建设工程项目（以下简称“募投项目”）。募投项目总投资87.49亿元，“14济西投债/14济西投”募集资金占项目总投资的22.86%。截至2015年底，20亿元募集资金已全部使用完毕。

截至目前，“14济西投债/14济西投”募投项目进展如下：

西客站片区市政道路分四期进行，规划道路建设长度为80公里，已建设完成68公里。一期道路已完工；二期三期道路已基本完成施工，二期总体形象进度完成96.6%，三期总体形象进度完成95.75%；核心区总体形象进度完成94.8%；四期总体形象进度完成54.8%。

刘长山西延长线市政工程已基本完工。

整体看，募投项目进展顺利，“14济西投债/14济西投”募集资金到位对项目如期完工提供有力保障。

九、财务分析

公司提供的2015年度财务数据已经由中天运会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具了编号为中天运【2016】审字第90531号的标准无保留意见审计报告。

2015年，公司增加山东德天置业有限公司、济南四季村宾馆、山东西进融资担保有限公司、济南春晓置业有限公司、济南夏润置业有限公司、济南秋阳置业有限公司、济南园博园景区管理运营有限公司和济南小清河湿地管理有限公司，通过清算等方式减少济南西区大学科技园发展有限公司、济南天下泉城文化传媒有限公司和济南清泽园商务酒店有限公司三家子公司。上述变化对公司资产规模、利润等影响相对小，公司近两年财务数据可比性较强。

截至2016年3月底，公司旗下拥有直接控股子公司15家，间接控股并表子公司15家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额765.57亿元，所有者权益合计267.05亿元（其中少数股东权益为36.33亿元）；2015年公司实现营业收入47.78亿元，利润总额3.18亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入47.78亿元，同比下降33.31%，主要由于主营业务中土地整理熟化收入大幅减少所致。公司同期营业成本相应下降33.27%，为42.24亿元。

跟踪期内，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10.02%，主要由于公司2015年财务费用和管理费用增加较多，且营业收入下降所致。公司投资收益同比上年增加1.03亿元，来自权益法核算的子公司长期股权投资收益增长以及理财产品投资收益。公司投资收益对利润总额的贡献较大。

从盈利指标看，跟踪期内，公司盈利水平出现下滑，营业利润率由2014年11.08%下降至10.62%；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2014年的1.40%与2.86%下降至2015年的0.82%与1.18%。

整体来看，跟踪期内，受土地整理板块收入及毛利率下滑影响，公司盈利水平下降幅度较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入量为 111.88 亿元，同比下降 39.80%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 38.10 亿元，较上年减少 74.32%，主要由土地整理收入返还减少所致；收到其他与经营活动有关的现金 73.78 亿元，同比增加 96.95%，主要系回收对外拆借资金增加所致。2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 106.75 亿元，同比增加 30.71 亿元，主要为集团及子公司本年度购买土地支出及商品房、土地熟化等项目支出增加；支付其他与经营活动有关的现金同比上年减少 32.97 亿元，至 57.71 亿元，主要由借给下属参股公司房地产开发资金与济南市东信置业（市棚改平台）借款组成。2015 年公司经营活动产生的现金流净额由正转负，为-54.13 亿元。从收入实现质量指标看，公司现金收入比受济南市财政局土地相关返还款及时性和土地招拍挂时点的影响，继续以往起伏较大的特点，2014 年为 207.13%，2015 年降至 79.74%。综合考虑土地返还款的周期，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流入和流出均出现较大幅度增长。投资活动现金流入来自收回投资收到的现金以及投资收益，较上年增加 103.21 亿元至 103.46 亿元。其中，收回投资收到的现金 100.15 亿元，主要包括购买理财收回的本金；取得投资收益收到的现金 3.30 亿元，主要包括对外借款利息及理财产品收到的收益。受开发周期的影响，2015 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少 65.78%，至 16.07 亿元；投资支付的现金在 2015 年大幅上升 638.57%至 176.38 亿元，主要系购买的银行理财产品增加所致；2015 年，公司投资现金净流出增加至 89.03 亿元。

总体看，公司经营性活动产生的现金对公司投资所需资金不再具备覆盖能力，公司对外部融资有较强依赖性。

筹资活动方面，2015年，公司融资规模有所扩大，筹资活动现金流入217.11亿元，同比增加2.87%。其中，吸收投资收到的现金金额为13.72亿元，主要为来自财政拨款及国开发展基金公司对公司的投资款（部分用于冲抵其他应收账款，部分计入“资本公积”及“少数股东权益”科目）；取得借款收到的现金同比增加50.50%达202.99亿元，来自项目贷款与债券发行。2015年，公司筹资活动现金流出主要以偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主，共计80.47亿元，同比减少44.35%；同期，公司筹资活动现金流量净额为136.63亿元，较上一年增长105.66%。

综上所述，受土地市场行情的影响，公司经营活动产生的现金流入波动起伏较大；由于公司对外投资需要公司先行垫付较大数额的工程款，且土地出让实现收入具有一定的滞后性，公司对外部融资依赖性较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额765.57亿元，较上年增长27.72%。主要来自存货、应收账款、长期股权投资、在建工程、其他非流动资产等科目的增长。资产构成中，流动资产与非流动资产占比分别为50.65%与49.35%，流动资产占比同比减少8.97个百分点。

2015年，公司流动资产合计387.74亿元，同比增加8.50%；主要由货币资金（占比11.07%）、其他应收款（占比25.13%）和存货（占比54.37%，主要包括开发成本、土地熟化成本及库存商品）。

表5 截至2015年底公司应收账款前五名欠款单位明细（单位：万元，%）

单位名称	期末余额	占应收账款期末余额合计数比例
济南市财政局	84874.40	81.98
山东中铁紫荆置业有限公司	5828.46	5.63
济南市南郊热电厂	3037.50	2.93

济南市公共交通总公司	2072.25	2.00
山东艺术学院	1593.56	1.54
合计	**97406.17**	**94.08**

资料来源：公司提供

2015年，公司货币资金同比减少13.89%，至42.93亿元，主要系经营及投资活动现金净流出规模扩大所致；货币资金中无受限情况。应收账款由2014年的1.90亿元增加至10.35亿元，主要系济南市财政局所欠的土地返还款增加所致。从账龄看，1年以内的应收账款占比为84.86%，2年以上的占15.05%，综合账龄较上年有所缩短。应收账款集中度较高，前五名欠款单位欠款金额占应收账款总额94.08%。

2015年，公司存货规模继续上涨趋势，为210.83亿元，因公司对西客站片区、大学科技园等基础设施建设项目的开发投入逐年增多所致。存货主要由库存商品（占比32.54%，主要包括自摘地及未售房产）、开发成本（占比33.82%）、土地熟化成本（占比33.62%）构成。2015年公司未计提跌价准备。截至2015年12月底，公司存货中用于抵押的土地使用权账面价值55.89亿元，占当期存货总值比例为26.51%。，公司存货的变现能力较弱。

2015 年，公司其他应收款余额为 97.44 亿元，同比增加 6.73%，主要为对下属参股公司的项目往来借款增加所致。从账龄看，1 年以内的占 48.61%，1~2 年的占 46.88%，3 年以上的占 3.73%，整体账龄较短。其中，前五名单位欠款金额合计为 70.68 亿元，占公司其他应收款总额的 72.53%，集中度较高；主要包括通过公司作为棚改项目统借统还平台转发给其他企业的棚改资金。

同期，公司预付账款减少 23.24%，至 16.84 亿元，主要为预付项目投资的工程款项减少所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产继续大幅增长态势，同比增长 56.10%，合计 377.83 亿元；构成主要以在建工程、其他非流动资产、长期股权投资、固定资产为主，占比分别为 62.97%、14.62%、13.46%和 4.59%。

截至 2015 年底，公司在建工程 237.91 亿元，同比增加 28.27%；新增加了高校新校区道路网及中心支路、大学科技园区安置住宅一期、二期、大庙屯棚改、东彩石村民安置房等 10 个工程项目，同时，增加对西客站片区市政道路、西客站片区安置三区、大学科技园安置房三期等 31 个项目的投入。2015 年公司未计提在建工程减值准备。公司在建工程按照发生实际成本核算，在工程达到预定可使用状态时，安置房、市政道路及绿化，列入土地熟化成本；其他形成实物资产的，列入固定资产。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 50.85 亿元，同比增加 31.59%，主要由公司对济南金科西区投资咨询合伙企业（有限合伙）、济南西进世达投资管理中心（有限合伙）、齐鲁银行股份有限公司等机构追加投资所致。

截至 2015 年底，公司固定资产 17.35 亿元，同比增长 11.97%。主要由房屋及建筑物（占比 97.41%）及机器设备等构成；固定资产中无抵押情况。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产合计 55.24 亿元，同比增加 55.15 亿元，主要由棚改资金构成（对应计入“其他应收款”科目）。

总体看，跟踪期内，公司资产快速增长，构成仍以流动资产为主。流动资产中，货币资金较为充足，其他应收款回收具有一定的不确定性，以开发成本和熟化土地为主的存货规模在流动资产中占比较高，流动性较弱；非流动资产中，在建工程及占比高。公司整体资产质量一般。

所有者权益

2015 年，公司所有者权益基本维持不变，为 267.05 亿元。其中，资本公积同比增加 2.14 亿元，主要系济南市财政局拨入的市政基础设施建设款等。所有者权益组成情况：实收资本占比 18.72%，资本公积占比 41.33%，未分配利润占比 24.97%，少数股东权益占比 13.61%。

总体看，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

截至2015年底，公司负债合计498.52亿元，同比增长49.19%，主要系短期借款、其他应付款、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73.48%，低于上一年的77.06%；流动负债占比小幅升至26.52%。

截至2015年底，公司流动负债合计132.19亿元，同比增加72.43%，主要来自短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加。主要组成为应付账款（占22.40%）、其他应付款（占20.00%）、一年内到期的非流动负债（占27.27%）和短期借款（占24.58%）。

截至2015年底，公司应付账款29.61亿元，同比下降9.82%，主要为西客站片区开发项目款；1年以内占比为77.68%；其他应付款26.44亿元，同比大幅上升278.05%，主要原因是往来增加所致，前五名其他应付款合计占37.82%，其中包括有息债务9.34亿元；从账龄来看，一年以内的占比为97.39%；一年内到期的非流动负债36.05亿元，同比增加23.27%，主要是长期应付款转入所致。同期，公司短期借款32.50亿元，同比大幅增加32.18亿元，其中，抵押借款10.00亿元，质押借款5.50亿元，委托贷款16.70亿元。

2015年，公司非流动负债增长42.27%，达到366.33亿元，主要系长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款增加所致。构成中主要为长期借款（占36.56%）、应付债券（占21.66%）、长期应付款（占35.48%）及专项应付款（占6.30%）。

截至2015年底，公司长期借款133.94亿元，同比增长50.16%；其中，质押借款65.55亿元，抵押借款57.75亿元。

2015年，公司发行私募债25.00亿元及中期票据2.00亿元，年底账面应付债券余额79.33亿元，同比增长51.75%。

同期，长期应付款129.96亿元，同比增加23.76%，系济南市财政局向公司划入政府置换债券57.04亿元所致。长期应付款中包括公司向金融租赁公司等金融机构通过融资租赁借入资金等，其中，浦银金融租赁公司融资款，期限5年（2014年11月至2019年8月）；信达金融租赁有限公司融资，期限6年（2014年6月至2020年7月）；建信资本管理有限责任公司借入30.00亿元；海通恒信国际租赁有限公司借入0.20亿元。

2014年与2015年，公司专项应付款分别为11亿元和23.08亿元。2015年底，公司专项应付款主要包括太平洋保险资金16.00亿元（该资金由济南市城市建设投资集团有限公司统一进行融资，分配给公司承建的公租房使用）以及公共租赁住房、棚改等项目建设专项资金组成。

公司2015年有息债务规模增长46.72%至421.15亿元；其中短期债务77.93亿元（占18.50%），同比增长163.58%；长期债务343.23亿元（占81.50%），同比增长33.30%。债务结构符合公司业务特点。

随着债务规模的迅速扩张，2015年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为65.12%、61.20%、56.24%。

总体看，公司的负债以非流动负债为主，跟踪期内，公司债务规模有所扩大；随着公司工程投资规模的增长，公司债务规模持续增长，未来资金需求压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债增幅较大的影响，公司2015年流动比率和速动比率均有下降，分别由2014年的466.12%和216.79%降至293.32%和133.83%。公司短期偿债能力有所减弱。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司利润总额的下滑导致EBITDA下降19.26%，至6.72亿元；公司全部债务/EBITDA由2014年的34.50倍上升至62.70倍。

综合来看，考虑到公司存量土地规模较大

且存在一定升值空间，另一方面，济南市政府财政实力较强，对公司支持力度较大，公司整体偿债能力正常。

截至2016年3月底，公司共获得国内各家银行授信额度293.44亿元人民币，已使用210.32亿元，尚未使用额度83.12亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年3月底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至2016年3月底，公司对外担保金额为62.96亿元，担保比率为23.62%；担保对象包括济南滨河新区建设投资集团有限公司、济南市土地储备交易中心、济南市小清河开发建设投资有限公司、济南中信建和置业有限公司。被担保单位均为国有企业、事业单位等，目前经营正常。总体看，公司对外担保总额较大，担保比率较高，未来存在一定的或有负债风险。

表6　截至2016年3月底公司对外担保明细

（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保期限
济南市土地储备交易中心	46300	2011.12.30~2016.11.29
济南市小清河开发建设投资有限公司	100000	2015.10.13~2016.10.13
济南中建信和置业有限公司	9000	2015.6.10~2018.5.26
	6000	2015.12.31~2018.5.26
	5000	2015.5.29~2018.5.26
	5000	2015.10.30~2018.5.26
	5000	2015.6.03~2018.5.26
济南滨河新区建设投资集团有限公司	292500	2014.12.15~2025.6.15
	100000	2015.12.25~2018.12.21
	17400	2014.7.3~2019.6.15
	16800	2014.7.9~2019.6.15
	26600	2014.12.30~2017.12.29
合计	**629600**	--

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

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2016年6月16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。

6. 抗风险能力

近年来，济南市经济增长迅速，地方财政收入稳定增加，为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为西部新城基础设施投资建设主体，在土地出让金返还、资金支持等方面获得政府支持力度较大，公司经营发展面临良好外部环境。未来随着西部新城区域经济的快速发展，公司负责一级开发的较大规模存量土地存在一定升值空间。同时未来公司将积极拓展房地产、旅游、产业园以及金融业等业务，逐步形成多元化经营格局，整体抗风险能力有望进一步增强。

总体看，公司整体抗风险能力强。

十、存续期债券偿还保障能力分析

1. 存续期债券偿还能力分析

目前，公司存续期企业债券为“14济西投债/14济西投”本金20亿元。

2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对偿还债券的保护倍数分别为0.34倍、5.59倍、-2.71倍。“14济西投债/14济西投”本金自存续期内第三年起至第七年分期等额偿还，每年待偿还金额为4亿元。三项指标对每年待偿还本金的保障倍数分别为1.68倍、27.97倍和-13.53倍。公司经营活动现金流入对“14济西投债/14济西投”保障能力强。经营活动现金流入量对“14济西投债/14济西投”每年待偿还本金保障能力强。

西部新城为济南市重点建设城区，未来随着西部新城区域经济的快速发展，公司负责收储的存量土地价值较高；政府持续稳定的支持对公司存续债券的偿付能力有所帮助。此外，“14济西投债/14济西投”设置了本金提前偿还条款，有助于降低集中偿付风险。

2. 债券保障分析

为保障“14济西投债/14济西投”的正常偿付，公司与天津银行股份有限公司济南分行（以

下简称“监管银行”或“天津银行济南分行”）签署了《2013年济南西城投资开发集团有限公司公司债券账户及资金监管协议》，聘请其作为“14济西投债/14济西投”的监管银行，并在监管银行处开立了专门用于偿付本期债券本息的银行账户，由监管银行对公司偿债账户的资金存放及使用进行监管。

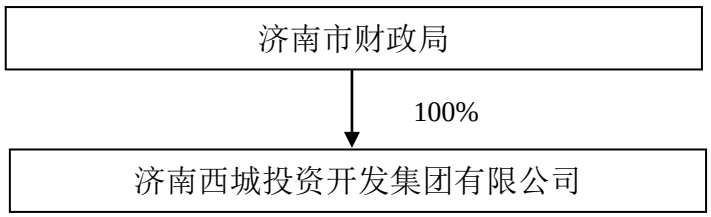
偿债账户设立后，公司将按债券还本付息的有关要求，在“14济西投债/14济西投”当期付息日和/或本金兑付日前5个工作日将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付“14济西投债/14济西投”本息。公司承诺，偿债账户资金专项用于本期债券还本付息，不得用于其他用途。

此外，公司与天津银行股份有限公司济南分行签订了《流动性资金支持协议》。根据该协议，“14济西投债/14济西投”存续期内，当公司对“14济西投债/14济西投”付息和本金发生临时资金流动性不足时，应公司申请，天津银行股份有限公司济南分行承诺符合贷款的相关条件下（即应天津银行济南分行相关业务流程，完成业务审批并落实了相关前提条件）提供相关贷款支持；公司承诺在“14济西投债/14济西投”付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，应在付息和本金兑付首日前50个工作日通知天津银行济南分行，双方应就每笔流动性支持贷款另行签订贷款合同。

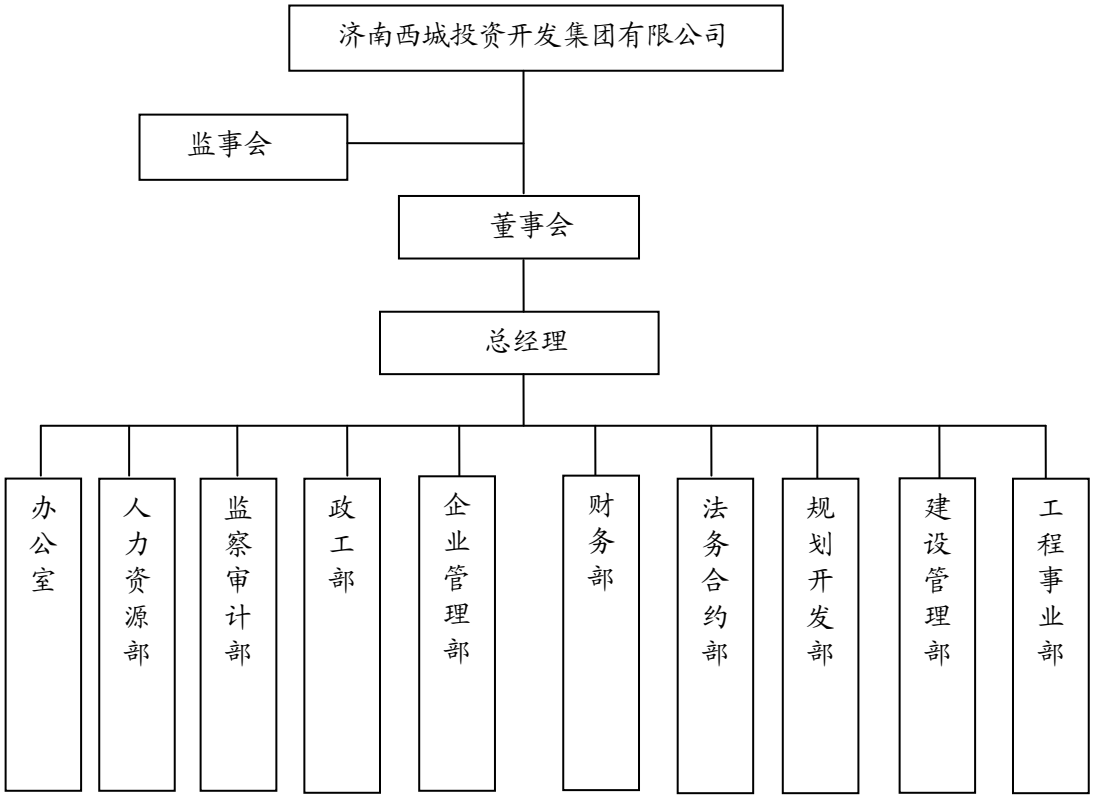
十一、 结论

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级调整为 AAA，评级展望为稳定，将“14济西投债/14 济西投”的信用等级调整为 AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　公司主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	41.71	49.86	42.95
资产总额(亿元)	510.31	599.40	765.57
所有者权益(亿元)	185.72	265.26	267.05
短期债务(亿元)	69.12	29.56	77.93
长期债务(亿元)	199.82	257.48	343.23
全部债务(亿元)	268.94	287.04	421.15
营业收入(亿元)	114.37	71.65	47.78
利润总额(亿元)	17.78	7.60	3.18
EBITDA(亿元)	18.14	8.32	6.72
经营性净现金流(亿元)	12.96	15.42	-54.13
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.75	1.95	3.29
存货周转次数(次)	0.53	0.33	0.21
总资产周转次数(次)	0.25	0.13	0.07
现金收入比(%)	65.48	207.13	79.74
营业利润率(%)	16.90	11.08	10.62
总资本收益率(%)	3.91	1.40	0.87
净资产收益率(%)	9.57	2.86	1.18
长期债务资本化比率(%)	51.83	49.26	56.24
全部债务资本化比率(%)	59.15	51.97	61.20
资产负债率(%)	63.61	55.75	65.12
流动比率(%)	281.63	466.12	293.32
速动比率(%)	129.66	216.79	133.83
经营现金流动负债比(%)	10.39	20.11	-40.95
全部债务/EBITDA(倍)	14.83	34.50	62.70

注：长期应付款、专项应付款以及其他应付款中的有息债务在指标计算中计入全部债务。

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

附件 4　中长期债券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，中长期债券信用评级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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。