信用等级公告

联合〔2019〕1582 号

联合资信评估有限公司通过对济南西城投资开发集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持济南西城投资开发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”和“18 济西投债/18 济西投”的信用等级为 AAA，维持“19 济西城投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

济南西城投资开发集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 济西城投 MTN001	8 亿元	2022/06/14[1]	AAA	AAA
17 济西城投 MTN002	5 亿元	2022/08/18	AAA	AAA
18 济西投债/18 济西投	33 亿元	2028/12/18[2]	AAA	AAA
19 济西城投 CP001	7 亿元	2020/03/13	A-1	A-1

本次评级展望： 稳定
上次评级展望： 稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	72.93	54.14	51.59	64.58
资产总额(亿元)	898.01	931.78	978.04	1002.90
所有者权益(亿元)	280.31	310.87	316.93	317.38
短期债务(亿元)	18.02	47.08	50.41	83.64
长期债务(亿元)	275.14	293.53	253.59	242.76
全部债务(亿元)	293.16	340.61	304.00	326.41
营业收入(亿元)	41.10	33.51	49.42	5.89
利润总额(亿元)	1.30	16.50	8.39	-0.55
EBITDA(亿元)	3.88	21.73	16.77	--
经营性净现金流(亿元)	-58.52	-14.82	35.00	19.56
应收类款项/资产总额(%)	3.97	6.87	4.36	4.46
营业利润率(%)	5.56	40.98	27.63	10.83
净资产收益率(%)	0.42	5.28	2.60	--
资产负债率(%)	68.79	66.64	67.60	68.35
全部债务资本化比率(%)	51.12	52.28	48.96	50.70
流动比率(%)	607.14	488.74	336.98	256.91
经营现金流动负债比(%)	-77.72	-15.29	25.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	75.52	15.67	18.12	--

注：2019 年 1 季度财务数据未经审计

分析师：兰 迪 董洪延
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

[1]“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”为永续中票，期限均为 5+N（N 为续期数），假设兑付日为第五个计息年度末。
[2] “18 济西投债/18 济西投”附第五年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

评级观点

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）是济南市西部新城区土地整理、基础设施建设及资产运营主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了跟踪期内，公司收入规模有所增长、经营性现金回流情况大幅好转、在资金方面持续获得外部支持。同时，联合资信也关注到跟踪期内，公司有息债务负担重、盈利能力下降较快等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。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，公司有望保持稳健经营。

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”和“18 济西投债/18 济西投”的信用等级为 AAA，维持“19 济西城投 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴以及土地出让收益返还等方面持续获得外部支持。
3. 跟踪期内，公司收入规模有所增长，经营性现金回流情况大幅好转。

关注

1. 公司收入及利润实现情况受土地市场波动影响较大。跟踪期内，公司盈利能力下降较快。
2. 公司有息债务规模大，债务负担重，面临一定债务偿付压力。
3. 公司存货及在建工程规模大，其他应收款对资金形成一定占用，资产流动性偏弱。

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（以下简称“联合资信”）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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，全资股东仍为济南城市建设集团有限公司（以下简称“建设集团”），实际控制人仍为济南市人民政府。跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，均为 50.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，仍以济南市西部新城区土地整理、基础设施建设及资产运营为主。

截至 2019 年 3 月底，公司本部设人力资源部、财务部、规划开发部、建设管理部、工程事业部等 10 个职能部门；拥有全资及控股一级子公司 16 家；公司合并口径拥有在职职工 576 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 978.04 亿元，所有者权益合计 316.93 亿元（含少数股东权益 33.06 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 49.42 亿元，利润总额 8.39 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1002.90 亿元，所有者权益合计 317.38 亿元（含少数股东权益 34.03 亿元）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.89 亿元，利润总额-0.55 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：李培杰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2019 年 5 月底，联合资信所评公司存续期内相关债券余额 53.00 亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，既往付息情况良好。

截至 2019 年 5 月底，“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”募集资金已使用完毕，均用于偿还公司债务；“18 济西投债/18 济西投”募集资金 33.00 亿元，已使用 25.70 亿元，其中 12.50 亿元用于项目建设（济南西部会展中心项目），13.20 亿元用于补充流动资金；“19 济西城投 CP001”募集资金 7.00 亿元，目前资金已全部到位，已使用 2.40 亿元，用于偿还公司债务。

“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”附发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点；2018 年 12 月，公司上缴国有资本收益 61.51 万元，根据上述中票发行条款，公司在分红 12 个月内不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息，因此上述债券不会递延支付利息。

济南西部会展中心项目计划工期为 2016 年 7 月至 2021 年 6 月（展馆部分预计将于 2019 年 12 月竣工），总投资额 59.41 亿元（含土地费用 11.96 亿元），截至 2019 年 3 月底，该项目已投资金额 30.73 亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 济西城投 MTN001	8.00	8.00	2017/06/14	5+N 年
17 济西城投 MTN002	5.00	5.00	2017/08/18	5+N 年
18 济西投债/18 济西投	33.00	33.00	2018/12/18	10（5+5）年
19 济西城投 CP001	7.00	7.00	2019/03/13	1 年
合计	**53.00**	**53.00**	--	--

注：N 为续期数

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策 见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

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和城市建设水平影响。

跟踪期内，济南市经济保持了较快的增长势头，区域经济结构有所调整，固定资产投资增速较快，为公司提供了良好的外部经营环境。

2018 年，济南市全市地区生产总值 7856.56 亿元，比上年增长 7.4%。其中，第一产业增加值 272.42 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 2829.31 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 4754.83 亿元，增长 7.5%。三次产业构成由上年的 4.4：35.7：59.9 调整为 3.5：36.0：60.5。人均地区生产总值 106302 元，增长 5.7%。

2018 年，济南市固定资产投资比上年增长 9.6%。分产业看，第一产业投资增长 9.8%；第二产业投资下降 10.1%；第三产业投资增长 14.3%。年末亿元以上固定资产投资项目 872 个，增加 128 个。2018 年，济南市房地产开发完成投资 1369.3 亿元，增长 11.1%，其中，住宅完成投资 928.5 亿元，增长 12.9%。

2018 年，济南市全部工业增加值比上年增长 7.0%。规模以上工业增加值增长 7.1%，分经济类型看，公有制经济增长 9.2%，非公有制经济增长 5.3%；分轻重工业看，轻工业增长 5.6%，重工业增长 7.6%。

2019 年 1~3 月，济南市完成地区生产总值 2339.07 亿元，较上年同期增长 7.5%。其中第一产业增加值 36.67 亿元，较上年同期增长 2.0%；第二产业增加值 884.87 亿元，较上年同期增长 8.1%；第三产业增加值 1417.53 亿元，较上年同期增长 7.3%。2019 年 1~3 月，济南市固定资产投资较上年同期增长 14.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司全资股东及实际控制人未发生变化，仍为建设集团和济南市人民政府；注册资本和实收资本未发生变化，仍均为 50.00 亿元。

2. 外部支持

济南市政府为公司实际控制人。跟踪期内，其一般公共预算收入保持较快增长，并在财政补贴以及土地出让收益返还等方面给予公司持续支持。

2018 年，济南市实现一般公共预算收入 752.8 亿元，同比增长 11.2%。其中，税收收入 619.5 亿元，增长 14.3%；占一般公共预算收入比重为 82.3%，提高 2.3 个百分点。济南市一般预算收入质量较高。当年，全市一般公共预算支出 1018.3 亿元，增长 22.1%，财政自给率为 73.93%。政府性基金收支方面，2018 年，济南市政府性基金收入 1340.21 亿元，政府性基金支出 1452.20 亿元。总体看，济南市财政实力强，但财政自给率水平一般。

2019 年 1~3 月，济南市实现一般公共预算收入 241.0 亿元，较上年同期增长 10.3%；一般公共预算支出 207.8 亿元，较上年同期增长 10.9%。

2018 年，公司收到棚户区改造项目建设专项资金 0.22 亿元，收到财政局拨入西客站片区配套费以及国有资本经营预算收益的返还 0.48 亿元，另外获得政府补贴 869.03 万元。

2018 年，公司获得土地出让金返还 51.99 亿元，在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目体现。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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 2019 年 6 月 14 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。

截至 2019 年 5 月底，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、组织结构、管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，根据《中国共产党章程》的规定，公司设立党组织，履行党组织的职责，开展党的工作。公司设置、调整管理机构、经营

机构时，根据工作需要和党员人数，同步建立、调整党委、党的基层组织。按有关规定设立党务工作机构，配备党务工作人员，按照相关规定安排党建工作经费，纳入公司管理预算费用。

上述变动对公司正常运营未产生重大影响。

七、经营分析

1. 经营概况

2018年，得益于土地出让面积增加及房地产销售情况良好，公司主营收入有所增长；毛利率水平在土地整理熟化及售房板块影响下有所下降。

2018年，公司实现主营业务收入48.99亿元，同比快速增长50.18%。土地整理熟化收入和售房收入仍为公司主要收入来源，分别占主营业务收入的65.37%和26.90%。其中土地整理熟化收入32.03亿元，同比增长39.99%；售房收入同比增长111.56%至13.18亿元。

毛利率方面，2018年公司主营业务毛利率为29.85%，较上年大幅减少12.70个百分点，系各主要板块业务毛利率均有所下降所致。其中土地整理熟化业务毛利率同比减少12.49个百分点至40.24%；售房业务毛利率同比减少10.89个百分点至8.95%。

2019年1~3月，公司实现营业收入5.89亿元，主要系当期公司未实现土地整理熟化收入；同期，公司营业收入毛利率15.08%，较上年底快速下降，主要系毛利率处于较高水平的土地整理熟化业务未确认收入。

表 3　2017~2019 年 1 季度公司主营业务收入及毛利率变动情况

项　目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理熟化收入	22.88	70.14	52.73	32.03	65.37	40.24	--	--	--
工程施工收入	--	--	--	0.25	0.50	40.52	0.05	0.85	20.00
售房收入	6.23	19.10	19.84	13.18	26.90	8.95	4.84	82.17	14.47
油品收入	1.22	3.74	25.99	1.41	2.87	20.74	0.38	6.45	23.69
租赁及物业费收入	0.51	1.56	44.17	0.65	1.32	3.76	0.17	2.89	47.06
其他收入	1.79	5.49	2.31	1.48	3.03	9.38	0.45	7.64	2.23
合计	**32.62**	**100.00**	**42.55**	**48.99**	**100.00**	**29.85**	**5.89**	**100.00**	**15.08**

注：上表各板块收入及成本合计数误差系四舍五入所致；2019 年 1 季度合计数为营业收入。

资料来源：公司财务报告及公司提供

2. 经营分析

跟踪期内，公司土地整理熟化板块业务模式未发生变化，土地出让规模及收到政府土地返还款大幅增长；待整理土地面积较大，业务持续性良好。

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。

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，市财政局根据市场情况将出让价款返还给公司用于平衡公司前期投入。

从土地回款周期来看，根据《济南市人民政府办公厅关于保持房地产市场持续平稳健康发展的通知》（济政办发[2016]25号），对于土地出让起始价不超过3亿元（含）的，土地竞得人应在出让合同签订之日起30日内全部缴清土地出让价款；对于土地出让起始价超过3亿元且溢价率不超过50%（含）的，土地竞得人应在出让合同签订之日起30日内缴清土地出让起始价款的50%及全部溢价部分，剩余价款应在出让合同签订之日起90日内缴清；溢价率超过50%的，土地出让价款应在出让合同签订之日

起30日内全部缴清。凡溢价率超过100%的，土地出让价款应在出让合同签订之日起15日内全部缴清。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，整个回款周期基本在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”。

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（可能较土地实际出让时间有所滞后）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土地出让收入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确认为主营业务成本，相应将“存货-土地熟化成本”结转至“主营业务成本”。“在建工程”中配套工程费用将部分转入“存货-土地熟化成本”，部分转入“固定资产”，其中政府出资部分依据相关政策转入资本公积。

跟踪期内，公司出让土地均集中在西客站片区。出让规模和收入受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大，具体出让情况见表4。其中，2018年土地出让面积同比大幅增长。

受土地出让规模大幅增长的影响，2018年，公司确认土地整理收入同比快速增长39.99%至32.03亿元，公司收到政府返还的土地出让款大幅增长至51.99亿元。截至2018年底，公司已无应收济南市财政局土地出让返还款。同期，该板块毛利率有所下降至40.24%，主要系土地出让单价下降所致。2019年1季度，公司未有土地出让。截至2018年底，公司土地熟化成本账面价值113.65亿元。

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2019年3月底，公司剩余待整理可出让土地约5510亩，其中大学科技园片区3369亩，西客站片区2141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。较大规模的整理范围为公司未来收入形成一定支撑。

表 4　2017 年~2019 年 3 月公司土地出让情况（单位：亩、万元）

年份	出让面积	政府出让收入	公司回款
2017 年	300.36	284800.00	13071.00
2018 年	565.00	356581.00	519900.00
2019 年 1~3 月	0.00	0.00	0.00

注：“公司回款”是指公司当年从财政部门收到的土地返还款。
资料来源：公司提供

公司资产运营业务经营较为稳健；随着济南市政府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，公司未来经营性业务收入有望得到进一步拓展。

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、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，占石化公司 51%的股份。截至 2019 年 3 月底，石化公司账面资产总额 7185.98 万元，净资产 5117.22 万元，在营加油站 9 座（其中自投 4 座，投资额 2099.08 万元），在建 2 座，投资额 356.09 万元。

2018 年，公司油品收入同比基本持平，共计 1.41 亿元；毛利率有所下降至 20.74%。2019 年 1 季度，该板块收入 0.38 亿元，毛利率 23.69%。该板块毛利率受成本及油价变动差额

影响有所波动。

（b）租赁及物业管理

截至 2019 年 3 月底，公司运营资产主要包括数娱广场、紫薇阁、西客站场站一体化综合体、大剧院、三馆、园博园度假酒店等 42 个项目，资产面积约 180.23 万平方米（体现在“固定资产”）。其中，可经营面积 73.78 万平方米（包括已经营面积 56.87 万平方米，尚未产生经营收益面积 16.91 万平方米）。

2018 年，公司实现租赁及物业管理收入合计 0.65 亿元，同比增长 27.45%；毛利率较 2017 年大幅下降至 3.76%，主要系增加部分项目的折旧费所致。2019 年 1 季度，公司租赁及物业收入 0.17 亿元，毛利率 47.06%。

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。

跟踪期内，公司房地产开发业务收入同比下降幅度较大；毛利率水平受项目类型及区位影响有所上升；较大规模的在建项目有望对未来收入形成支撑。

公司房地产开发业务为公司自营业务，经营主体主要为公司本部（具有房地产开发二级资质）以及全资子公司济南西城置业有限公司。

截至 2019 年 3 月底，公司已完工房地产项目中除印象济南项目（位于济南市槐荫区）因平台整合、可销售区域及价格尚未确定等原因回款进度偏慢（总投资 23.97 亿元，已回款 1.78 亿元）以外，其余项目均基本销售完毕。

2018 年，公司实现售房收入 13.18 亿元，同比增长 111.56%；毛利率下降至 8.95%。2019 年 1 季度，公司实现房地产收入 4.84 亿元；毛利率 14.47%。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司主要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	项目类型	总投资额（预估）	已投资额	总可售面积	已销售面积	已销售额	合规情况	计划完工时间
汇金国际	商业	7.80	5.50	9.09	--	--	五证齐全	2019 年
总部基地项目	商业	42.15	17.00	10.76	5.67	0.59	五证齐全	2019 年
济水别院、天风云墅	住宅	38.80	12.20	37.09	15.46	15.51	五证齐全	2021 年
济水上苑（北区）	住宅	25.00	22.00	74.58	58.38	25.26	五证齐全	2020 年
合计	--	**113.75**	**56.70**	**131.52**	**79.51**	**41.36**	--	--

注：部分项目总投资额根据实际情况有所变动；汇金国际计划全部自持出租，其余项目预计总销售额基本与总投资额持平。
资料来源：公司提供

公司目前在建房地产项目主要有总部基地项目、汇金国际及济水别院等项目，投资总额超过 110 亿元，上述项目将于未来 2 年内持续投入并产生收入。除汇金国际项目外，其余项目均计划通过房屋出售实现资金平衡。另外，截至 2019 年 3 月底，公司房地产板块目前拥有储备土地 123.5 万平方米，共支付土地出让金 93.65 亿元，主要集中于济南市西客站等片区，暂无开发计划。

公司作为济南西部新城区基础设施项目的建设主体，跟踪期内，对承接项目持续投入；公司投资规模大，未来资金支出压力较大。

公司目前主要在建项目基本通过土地资源开发产生的收入进行资金平衡，包括西客站片区道路及绿化工程、安置房、济西湿地公园等。上述项目计划总投资357.72亿元。

截至2019年3月底，上述项目已完成投入245.48亿元（主要计入“在建工程”），未来投资规模超过110亿元（主要集中在未来三年），公司未来资本支出压力较大，但未来可预见获得的土地出让返还为工程建设投入提供了保障。

公司在建项目中安置房、市政道路、综合治理等竣工决算后转入“存货-土地熟化成本”，随土地出让一起结转成本；其他自营项目竣工结算后转入“固定资产”。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司主要在建基础设施项目情况　（单位：亿元）

在建项目	预计总投资金额	已投入金额	资金来源
西客站市政道路	87.50	44.42	自筹
西客站安置三区	35.75	52.21	自筹
西客站站区配套设施	17.48	15.36	自筹
济西湿地	13.98	31.56	自筹
会展中心（其中包含“18 济西投债/18 济西投”募投项目）	74.08	30.33	自筹
西客站安置一区	11.99	17.59	自筹
大学科技园安置房三期	23.93	14.78	自筹
腊山河综合治理	15.00	9.08	自筹
大庙屯棚户区改造	5.19	6.86	自筹
西客站安置二区	30.90	4.74	自筹
东彩石安置房	5.81	5.70	自筹
西城健康养老中心	7.42	5.84	自筹
首农项目	0.70	1.01	自筹
三馆二期	27.99	6.00	自筹
合计	**357.72**	**245.48**	--

资料来源：公司提供

金融板块收入对公司收益形成补充；跟踪期内，公司金融业务投资持股情况未发生重大变化，投资收益规模快速下滑。

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；济南财金投资有限公司股权占比 9.66%，为第四大股东；山东省清算交易所有限公司股权占比 20%，为第二大股东），初步奠定了公司在山东资本市场的地位。该投资板块更多是以投资收益形式于每年年底集中核算，并体现在公司利润表中，2018 年为 0.09 亿元，同比减少 1.92 亿元，主要系中泰证券、齐鲁银行无现金分红。

另外，公司营业收入中还包括酒店收入、委托合作经营收入、大宗贸易收入等，规模较小。

八、财务分析

公司提供了2018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2019年1季度财务报表未经审计。

2018年，公司新增一家二级子公司。2019年1季度，公司合并范围未发生变化。截至2019年3月底，公司旗下拥有子公司16家。跟踪期内子公司变化对财务报表可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长。受大规模土地返还款到位影响，公司应收账款大幅下降；存货及在建工程规模大，且其他应收款对资金形成一定占用，整体资产流动性偏弱。

截至2018年底，公司资产规模978.04亿元，同比增长4.96%，增长主要来自在建工程。资产构成有所变化，非流动资产在资产总额中占比超过流动资产达到52.08%。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.14	5.81	51.59	5.27	64.58	6.44
应收账款	24.59	2.64	3.03	0.31	3.12	0.31
其他应收款	39.38	4.23	39.60	4.05	41.60	4.15
存货	333.46	35.79	353.44	36.14	352.90	35.19
流动资产	**473.50**	**50.82**	**468.68**	**47.92**	**478.61**	**47.72**
固定资产	104.44	11.21	104.32	10.67	113.63	11.33
长期股权投资	68.01	7.30	30.92	3.16	28.12	2.80
其他非流动资产	38.86	4.17	57.16	5.84	47.80	4.77
在建工程	209.13	22.44	252.04	25.77	269.49	26.87

非流动资产	**458.28**	**49.18**	**509.35**	**52.08**	**524.29**	**52.28**
资产总额	**931.78**	**100.00**	**978.04**	**100.00**	**1002.90**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至2018年底，公司流动资产468.68亿元，同比小幅下降1.02%；主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至2018年底，公司货币资金51.59亿元，同比小幅下降4.71%。其中受限货币资金2.12亿元；受2018年政府支付大规模土地出让返还款影响，公司应收账款同比大幅下降87.70%至3.03亿元，其中已无应收济南市财政局土地返还款。从账龄来看，1年以内的占比23.63%、1~2年的占比28.39%、2~3年的占比1.03%、3年以上的占比46.95%，综合账龄较长。公司未计提坏账准备；公司其他应收款较上年基本保持稳定，为39.60亿元，主要为往来款。其中，账龄在1年以内的占比47.23%、1~2年的占比32.08%、2~3年的占比0.12%、3年以上的占比20.57%，综合账龄较短。公司其他应收款规模大，对资金形成一定占用；公司预付款项6.01亿元，同比基本保持稳定；公司存货353.44亿元，同比增长5.99%，系土地整理项目开发投入增多所致。其中58.89万平方米的土地使用权（账面价值37.85亿元）以及账面价值13.53亿元的印象济南项目处于抵押状态。

截至2018年底，公司非流动资产509.35亿元，同比增长11.15%，增长主要来自可供出售金融资产、在建工程和其他非流动资产。截至2018年底，公司可供出售金融资产24.46亿元，同比大幅增加14.31亿元，增加的为对齐鲁银行的投资；公司长期股权投资30.92亿元，同比大幅下降54.53%，主要为公司为对济南西进堃宇投资管理中心（有限合伙）的投资20.00亿元到期收回所致；公司投资性房地产增加9.03亿元，主要为自持商业项目建成转入所致；公司固定资产104.32亿元，较上年基本保持稳定；公司在建工程252.04亿元，同比增长20.52%，主要为土地整理及基础设施项目持续投入所致。公司在建工程规模很大，未来可预见获得的土地出让返还为工程建设投入提供了保障；公司无形资产同比增长100.72%至13.86亿元，增加的主要为公司以对山东济南养老服务中心项目的投资建设换取的对该中心运营管理权5.96亿元，期限为50年；公司其他非流动资产57.16亿元，同比快速增长47.08%，增加的主要为预付土地款。公司其他非流动资产中预付土地款15.93亿元、预付投资款20.26亿元、预付购房款17.70亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1002.90亿元，较上年底小幅增长2.54%，主要来自货币资金、在建工程的增加。资产结构较2018年底无重大变化。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模及构成基本维持稳定，未分配利润、其他权益工具和少数股东权益合计占比较高，权益稳定性一般；公司负债结构仍以非流动负债为主，有息债务规模较上年基本保持稳定，债务负担重。

截至2018年底，公司所有者权益316.93亿元，同比小幅增长1.95%，主要来自未分配利润的增长。截至2018年底，公司实收资本和其他权益工具均未发生变化，仍为50.00亿元和13.00亿元，其他权益工具为公司2017年发行的两期永续中票（“17济西城投MTN001”和“17济西城投MTN002”）。

截至2019年3月底，公司所有者权益规模及构成较上年底基本保持稳定。

表8 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

实收资本	50.00	16.08	50.00	15.78	50.00	15.75
其他权益工具（永续债）	13.00	4.18	13.00	4.10	13.00	4.10
资本公积	127.72	41.08	126.53	39.92	126.53	39.87
未分配利润	81.62	26.26	88.03	27.78	87.51	27.57
少数股东权益	33.22	10.69	33.06	10.43	34.03	10.72
所有者权益合计	**310.87**	**100.00**	**316.93**	**100.00**	**317.38**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2018 年底，公司负债规模 661.11 亿元，同比增长 6.47%。负债结构方面，流动负债占比 21.04%，非流动负债占比 78.96%，公司仍以非流动负债为主，流动负债占比有所提升。

表9　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	11.32	1.82	18.25	2.76	17.18	2.51
预收款项	18.31	2.95	54.97	8.31	58.49	8.53
其他应付款	9.82	1.58	12.52	1.89	32.94	4.81
一年内到期的非流动负债	45.42	7.32	49.60	7.50	75.35	10.99
流动负债	**96.88**	**15.60**	**139.09**	**21.04**	**186.29**	**27.17**
长期借款	161.55	26.02	117.48	17.77	130.26	19.00
应付债券	131.98	21.26	136.11	20.59	112.50	16.41
长期应付款	223.89	36.06	268.12	40.56	256.14	37.36
非流动负债	**524.02**	**84.40**	**522.02**	**78.96**	**499.22**	**72.82**
负债总额	**620.91**	**100.00**	**661.11**	**100.00**	**685.52**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动负债 139.09 亿元，同比快速增长 43.56%，增长主要来自预收款项。截至 2018 年底，公司预收款项 54.97 亿元，同比大幅增长 200.21%，主要系当年轨道集团修建地铁占用公司部分熟化土地，尚未正式签订土地出让协议，因此收到款项 17.00 亿元计入预收款项，待签订正式协议后转入土地熟化收入，以及当年房地产预收房款增幅较大所致。其中一年以内的预收款项 46.99 亿元；其他应付款 12.52 亿元，同比增长 27.52%；一年内到期的非流动负债 49.60 亿元，同比增长 9.19%。其中一年内到期的长期借款 34.87 亿元，一年内到期的长期应付款 14.73 亿元。截至 2018 年底，公司非流动负债 522.02 亿元，较上年基本保持稳定。其中，长期应付款 268.12 亿元，同比增长 19.75%，主要系当年将专项应付款计入长期应付款中，公司长期应付款主要由政府置换债券和融资租赁款构成，为有息债务。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 685.52 亿元，较上年底增长 3.69%，增长主要来自他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2019 年 3 月底，公司应交税费为-6.20 亿元，主要为预交税金及待抵扣增值税进项部分；其他应付款 32.94 亿元，较上年底增长 163.17%，新增的主要为公司与建设集团往来款；一年内到期的非流动负债 75.35 亿元，较上年底增长 51.92%。

截至 2018 年底，公司全部债务 304.00 亿元（其中长期债务占比 83.42%），同比下降 10.75%。将其他流动负债和长期应付款中有息债务考虑在内，公司调整后全部债务 565.65 亿元，较上年调整后全部债务基本保持稳定。其中调整后短期债务占比 8.91%，调整后长期

债务占比 91.09%。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较上年基本保持稳定，分别为 67.60%、64.09%和 61.91%。同时，考虑到公司 2017 年发行的共计 13.00 亿元的永续中票计入其他权益工具，公司实际债务水平高于指标值。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 582.55 亿元，较 2018 年底小幅增长 2.99%；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较上年底基本保持稳定，分别为 68.35%、64.73%和 61.12%，公司整体债务负担重。2019 年 4~12 月、2020 年、2021 年公司待偿还债务金额分别为 73.00 亿元、125.51 亿元、110.29 亿元，公司面临一定债务偿还压力。

3. 盈利能力

2018年，公司营业收入快速增长；但受各版块毛利水平及投资收益下降影响，公司盈利能力下降较快。

2018年，公司实现营业收入49.42亿元，同比快速增长47.46%；营业成本同比大幅增长82.80%至34.79亿元，导致当期营业利润率下降13.35个百分点至27.63%，盈利水平有所下降且稳定性较差。

2018年，公司期间费用同比增长47.93%至9.33亿元，其中财务费用同比增长86.44%至5.58亿元。当期，公司期间费用占营业收入比重为18.87%，较上年水平基本保持稳定，公司期间费用控制能力有待提升。

2018年，公司投资收益同比下降55.72%至3.98亿元，主要系当年公司减少长期股权投资且部分投资板块收益尚未实现（主要是房地产板块投资）所致，但公司投资收益对利润总额贡献仍然较大。

当期，公司实现利润总额8.39亿元，同比下降49.14%，主要系成本增速较快且投资收益下降所致。

从盈利指标看，2018年，受利润下降影响，公司营业利润率、调整后总资本收益率和净资产收益率同比均快速下降，分别为27.63%、1.64%和2.60%。

2019年1季度，公司实现营业收入5.89亿元，相当于2018年全年的11.92%，较上年同期下降77.12%，主要系当期公司未实现土地整理熟化收入所致。公司整理土地出让主要受政府规划影响；营业利润率受毛利率处于较高水平的土地整理熟化业务未确认收入影响较2018年底下降19.3个百分点至10.83%；公司投资收益仅为378.99万元，当期营业利润和利润总额分别为-0.56亿元和-0.55亿元，发生亏损。

4. 现金流分析

跟踪期内，受大规模土地出让返还款及预收房款到位影响，公司收现质量大幅提升，经营活动现金流净额由负转正；公司仍保持大规模的外部融资。

公司经营活动现金流主要由经营业务收支及往来（拆借）款流入/出构成。2018 年，受公司收到大规模土地出让返还款及预收房款影响，销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增加 84.73 亿元至 104.28 亿元，公司现金收入比大幅增长至 210.99%；收到与支付其他与经营活动有关的现金均大幅增长原因为拆借往来款增长所致。公司经营活动净现金流由负转正为 35.00 亿元。

投资活动现金流入来自收回投资收到的现金（主要包括购买理财收回的本金）以及取得投资收益收到的现金，公司收到其他与投资活动有关的现金同比大幅下降 80.87%至 1.95 亿元主要系当年国债逆回购业务大幅减少所致。2018 年公司投资活动收到的现金为 49.16 亿元，同比下降 27.09%。公司投资活动净现金流由负转正为 3.26 亿元。

2018年，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金以及发行债券收到的现金。筹资活动现金支出以偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主，2018年共计169.49亿元，同比快速增长47.32%；筹资活动现金净流出缺口扩大至43.11亿元。

2019年1~3月，公司经营活动的现金流净额为19.56亿元，现金收入比为187.14%；公司投资活动现金流净额为-11.12亿元，主要系在建项目投入导致构建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大所致。收回投资收到的现金与投资支付的现金主要来自理财产品赎回及购买。同期，公司筹资现金流量净额为4.56亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较好；长期偿债能力受利润规模减少影响有所下降；考虑到公司获得政府支持力度大且待整理土地可形成较大规模的预期收益，公司整体偿债能力极强。

受流动负债增幅较大影响，公司2018年底流动比率和速动比率均有下降，分别由2017年的488.74%和144.55%下降至336.98%和82.86%。2018年，公司经营现金流动负债比由负转正为25.17%。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率较2018年底进一步下降，分别为256.91%和67.48%。考虑到公司现金类资产对短期债务的保障能力尚可，公司短期偿债能力较好。

2018年，公司EBITDA由2017年的21.73亿元下降至16.77亿元；同期，公司调整后全部债务/EBITDA增至33.72倍。考虑到公司获得政府支持力度大且待整理土地可形成大规模预期收益，公司整体偿债能力极强。

截至2019年3月底，公司共获得国内各家银行授信额度245.29亿元，尚未使用额度41.70亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保余额42.81亿元，担保比率为13.49%；被担保对象均为济南市主要平台企业，目前经营正常。总体看，公司或有负债风险相对可控。

6. 母公司财务分析

母公司资产和负债总额占合并口径的比例较大，对合并口径利润的贡献较高。

截至2018年底，母公司资产854.33亿元，同比增长2.95%，占合并口径资产总额的87.35%。截至2018年底，母公司流动资产373.21亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，其他应收款规模较大为180.65亿元，主要为与子公司之间往来款；母公司非流动资产481.11亿元，构成与合并口径基本一致。

截至2018年底，母公司所有者权益288.11亿元，同比增长3.68%，占合并口径所有者权益的90.90%，构成与合并口径权益基本一致。

截至2018年底，母公司负债566.22亿元，同比增长2.59%，占合并口径负债的85.65%。其中，母公司流动负债占比17.68%，非流动负债占比82.32%，负债构成较合并口径基本一致。

2018年，母公司实现营业收入41.86亿元，同比增长41.47%，在合并口径收入中占比85.70%。当期，母公司营业利润率32.01%，实现利润总额12.27亿元。

九、存续债券偿还能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额超过110亿元，未来存在一定集中兑付压力。

截至2018年底，公司一年内到期（截至2019年底）无待兑付债券，2021年将达到存续债券待偿本金峰值40.70亿元（其中3.00亿美元境外债按汇率1美元=6.90人民币计算）。截至2018年底，公司现金类资产51.59亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为124.28亿元、35.00亿元和

16.77亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对集中兑付债券金额保障能力较弱；具体情况如下表：

表10　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	40.70
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.05
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.86
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.41

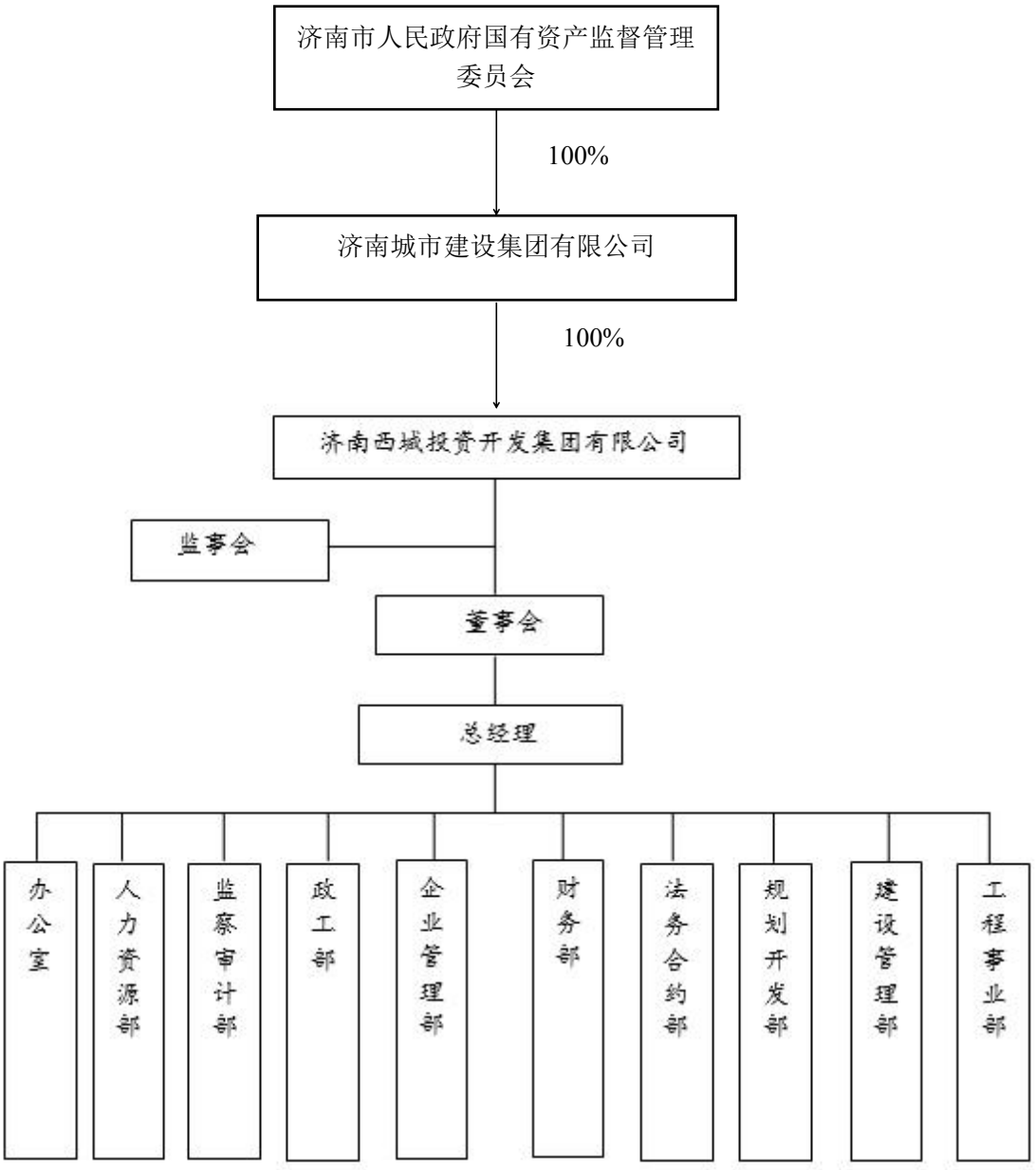
资料来源：联合资信整理

公司经营活动现金流入对存续债券待偿本金峰值保障程度较好，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对其保障程度弱。但考虑到公司存续债券待偿本金峰值高，且经营活动现金流入受政府支付土地出让返还款进度影响大，具有不稳定性，实际保障程度可能达不到预期。

十、结论

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17济西城投MTN001”“17济西城投MTN002”和“18济西投债/18济西投”的信用等级为AAA，维持“19济西城投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底济南西城子公司构成

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
山东西进城市发展咨询有限公司	城市规划咨询服务；设计管理与咨询服务；房地产管理与咨询服务等。	100.00	投资设立
山东西进融资担保有限公司	贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保。	100.00	非同一控制下企业合并
济南西投城镇化建设投资有限公司	城市建设与开发投资；实业投资；房地产经营。	51.00	投资设立
济南西区建设工程项目管理有限公司	建设工程项目管理，工程招标代理、工程监理、工程造价咨询。	100.00	投资设立
济南西客站交通运输有限公司	客运站（场）经营。	65.00	投资设立
济南西城资产管理有限公司	停车场管理；物业管理；房屋修缮、卫生保洁、园林绿化；工程项目管理等。	100.00	投资设立
济南西城置业有限公司	房地产开发与经营；房地产营销策划等。	100.00	投资设立
济南西城投资发展有限公司	企业以自有资产对外投资；投资信息咨询；股权投资及管理等。	100.00	投资设立
济南西城石化有限公司	润滑油、润滑脂、化工产品、针纺织品、日用百货、汽车用品及饰品等。	51.00	非同一控制下企业合并
济南西城健康产业投资发展有限公司	对健康产业、养老项目的投资、开发、建设、运营。	100.00	投资设立
济南西城高科农业发展有限公司	现代农业开发、管理；园林绿化工程；花卉、苗木的种植、销售、租赁等	20.00（间接持股 80.00%）	投资设立
济南西部旅游开发有限公司	造林苗、城镇绿化苗、花卉的种植、批发、零售；旅游项目开发等。	60.00	投资设立
济南四季村宾馆	宾馆，中型餐馆，零售卷烟、雪茄烟等。	100.00	非同一控制下企业合并
济南国际文化旅游投资发展有限公司	文化产业区的开发、建设、经营和管理；资产管理、规划开发和招商服务等。	100.00	投资设立
华谊兄弟（济南）电影城投资开发有限公司	以自有资金投资及其对投资项目进行资产管理、投资管理、投资咨询影视制作；旅游项目开发、经营等。	90.00	非同一控制下企业合并
山东济西湿地生态农场有限公司	稻谷、小麦、玉米、其他谷物、豆类、油料的种植、销售；中药材料的种植等。	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	72.93	54.14	51.59	64.58
资产总额(亿元)	898.01	931.78	978.04	1002.90
所有者权益(亿元)	280.31	310.87	316.93	317.38
短期债务(亿元)	18.02	47.08	50.41	83.64
调整后短期债务(亿元)	22.98	54.07	50.41	83.64
长期债务(亿元)	275.14	293.53	253.59	242.76
调整后长期债务(亿元)	517.05	506.11	515.23	498.90
全部债务(亿元)	293.16	340.61	304.00	326.41
调整后全部债务(亿元)	540.04	560.18	565.65	582.55
营业收入(亿元)	41.10	33.51	49.42	5.89
利润总额(亿元)	1.30	16.50	8.39	-0.55
EBITDA(亿元)	3.88	21.73	16.77	--
经营性净现金流(亿元)	-58.52	-14.82	35.00	19.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.51	1.16	2.49	--
存货周转次数(次)	0.15	0.06	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	131.38	58.31	210.99	187.14
应收类款项/资产总额(%)	3.97	6.87	4.36	4.46
营业利润率(%)	5.56	40.98	27.63	10.83
总资本收益率(%)	0.54	3.11	2.33	-0.09--
调整后总资本收益率(%)	0.38	2.32	1.64	--
净资产收益率(%)	0.42	5.28	2.60	--
长期债务资本化比率(%)	49.54	48.57	44.45	43.34
调整后长期债务资本化比率(%)	64.85	61.95	61.91	61.12
全部债务资本化比率(%)	51.12	52.28	48.96	50.70
调整后全部债务资本化比率(%)	65.83	64.31	64.09	64.73
资产负债率(%)	68.79	66.64	67.60	68.35
流动比率(%)	607.14	488.74	336.98	256.91
速动比率(%)	212.71	144.55	82.86	67.48
经营现金流动负债比(%)	-77.72	-15.29	25.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	75.52	15.67	18.12	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	139.11	25.78	33.72	--

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款和其他流动负债中的有息债务；2019年1季度财务数据未经审计。

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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

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　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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　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