

信用等级公告

联合[2017] 2004 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及其拟发行的济南西城投资开发集团有限公司 2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

济南西城投资开发集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

济南西城投资开发集团有限公司

2017 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年八月八日



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

网址: www.lhratings.com

济南西城投资开发集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据发行金额：5 亿元

本期中期票据期限：5+N¹

偿还方式：在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据

募集资金用途：偿还金融机构借款

评级时间：2017 年 8 月 8 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	49.86	42.95	72.93	50.62
资产总额(亿元)	599.40	765.57	898.01	874.48
所有者权益(亿元)	265.26	267.05	280.31	280.31
短期债务(亿元)	29.56	68.58	18.02	19.66
长期债务(亿元)	141.48	213.27	275.14	261.30
全部债务(亿元)	171.04	281.85	293.16	280.97
营业收入(亿元)	71.65	47.78	41.10	2.94
利润总额(亿元)	7.60	3.18	1.30	-0.21
EBITDA(亿元)	8.32	6.72	3.88	--
经营性净现金流(亿元)	15.42	-54.13	-58.52	13.26
营业利润率(%)	11.08	10.62	5.56	39.79
净资产收益率(%)	2.86	1.18	0.42	--
资产负债率(%)	55.75	65.12	68.79	67.95
全部债务资本化比率(%)	39.20	51.35	51.12	50.06
流动比率(%)	466.12	293.32	607.14	578.06
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 1 季度财务数据未经审计。

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

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（以下简称“西部新城”）城市基础设施建设的主体，在外部环境、政府支持及土地预期收益等多方面具备显著优势。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下滑、其他应收款及存货对资金形成占用、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不利影响。

近年来济南市政府财政实力稳步增强，在土地出让金返还、财政资金划拨等方面给予公司的支持力度较大。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一定升值空间。未来公司将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。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 近年来济南市经济增长迅速，地方财政收入保持了快速增长，地方可支配财力稳步增强，为公司经营发展提供良好外部环境。
2. 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、财政资金划拨等方面继续获得政府支持。

¹ N 为可续期数。

3. 公司可用于开发整治的土地存量较大,未来可产生较大规模的土地出让金返还收入。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度高。

关注

1. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,区别于普通中期票据,具有一定特殊性。
2. 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。
3. 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。
4. 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影响具有不确定性。公司其他应收款增长快,对资金形成一定占用。
5. 公司对外担保规模较大,存在一定或有负债风险。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）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 40.00 亿元转增资本。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 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 2017 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；拥有全资及控股一级子公司 15 家；拥有在职职工 186 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 3 月底，公司合并资产总额 874.48 亿元，所有者权益合计 280.31 亿元（含少数股东权益 33.26 亿元）；2017 年 1 季度，公司实现营业收入 2.94 亿元，利润总额 -0.21 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2017 年注册中期票据 13 亿元，已发行 8 亿元，2017 年度第二期中期票据拟发行 5 亿元（以下简称“本期中期票据”）。公司计划将募集资金全部用于偿还金融机构借款。本期中期票据为永续中票，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

赎回权

本期中期票据发行第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递

延支付的利息及其孳息) 赎回本期中期票据, 本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续。若在赎回条款约定的时间, 公司决定行使赎回权, 则于赎回日前一个月, 由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》, 并由上海清算所代理完成赎回工作。

票面利率

本期中期票据采用固定利率, 票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定, 并在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起, 每 5 年重置一次票面利率; 前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差, 其中初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中, 待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值 (四舍五入计算至 0.01%); 初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

如果公司不行使赎回权, 则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点, 在第 6 个计算年度至 10 个计算年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置前 5 个工作日中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中, 待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值 (四舍五入计算至 0.01%)。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定; 票面利率公式为: 当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BP。

如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得, 票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

偿付顺序

本期中期票据的本金及利息在破产清算

时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付条款

本期中期票据的每个付息日, 除发生强制付息事件, 公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付, 且不受任何递延支付利息次数的限制; 利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息方面, 付息日前 12 个月内, 公司向股东分红 (合并范围内的子公司) 或者减少注册资本的, 公司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。且在有递延支付利息情形时, 直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕, 公司不得向股东分红 (合并范围内的子公司) 或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息, 或公司违反利息递延下的限制事项, 本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议, 由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款, 可得出以下结论:

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析, 本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 如果公司不行使赎回权, 则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点, 此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。从票面利率角度分析, 本期中期票据公司在赎回日具有赎回权, 重置票面利率调整幅度较大, 公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司 (含合并范围内子公司) 发生向普通股股东分红或减少注册资本事件外, 公司可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司根据济南市人民政府 2014 年下发的《济南市人民政府办公厅关于进一步

完善市级国有资本经营预算有关事项的通知》（济政办发【2014】25号）以及济南市财政局、济南市人民政府国有资产监督管理委员会下发的《济南市市属企业国有资本收益收取管理办法》（济财企【2015】5号）等文件要求上缴国有资本收益，上述文件规定：从2015年起，济南市将净利润较大、监管单位明确、企业管理较完善的市政府投融资管理的四大投资集团等40家市属国有企业纳入2015年市级国有资本经营预算实施范围；暂按企业税后利润的10%计算缴纳国有资本收益；另外，上述文件对市属企业国有资本收益的申报与核定、国有资本收益上缴程序等细则进行了明确。2015~2016年，公司分别上缴国有资本收益1299.00万元和1272.00万元。总体看，根据公司规模以及经营情况，公司盈利的可能性大，公司缴纳国有资本收益的可持续性较强，公司未来逐年持续缴纳国有资本收益的可能性大，递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，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，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，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）保持温和上涨，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。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活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。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；

消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

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。

2. 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。

3. 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。

4. 区域经济及地方财力情况

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。

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。

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。

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。

《2017 年济南市政府工作报告》指出，2017 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 12.5%左右，社会消费品零售总额增长 10.5%左右，实际到账外资增长 6%左右，进出口总额增长 6%左右，城乡居民人均可支配收入分别增长 8%左右和 8.5%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇登记失业率控制在 4%以内，节能减排完成省定指标。

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。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。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。

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。

五、基础素质分析

1. 股东背景

公司为济南市财政局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. 企业规模与竞争优势

公司是济南市西部新城投资及建设的核心主体，负责济南西部新城三大片区规划范围内的开发建设以及市政重点项目建设。

近年来，按照济编发【2005】14 号文件、高铁导【2007】1 号会议纪要以及济南市政府的工作部署，公司先后承担了西客站片区 55 平方公里、大学科技园 43.11 平方公里开发建设以及土地熟化任务；同时负责济西湿地公园、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）、二环西路高架地面工程等重点项目建设任务。截至目前，大学科技园已经初具规模，西客站片区发展框架已形成，田园生态城区规划建设工作已经启动，初步形成了“一带三区”（玉符河生态景观带、西客站片区、大学科技园片区和田园生态城区）的新城格局。

目前济南市与公司具有类似职能的企业

还有 3 家，分别为成立于 1997 年的济南市城市建设投资有限公司、成立于 2007 年的济南市旧城改造投资运营有限公司（以下简称“市旧城改造公司”）和济南市小清河开发建设投资有限公司（以下简称“市小清河开发公司”）。上述 3 家公司主要职能分别为承担济南市市区建设、旧城改造工程及小清河综合治理工程建设任务。与上述三家公司相比，公司在济南市西部新城基础设施建设领域具有专营优势。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 8 名，其中董事长和总经理各 1 名，副总经理 4 名，总工程师和总会计师各 1 名。

张伟先生，1967 年 1 月出生，山东省泰安市人，中共党员，党校研究生学历；历任共青团济南市委基层工作指导部干事、研究室副主任科员、基层工作指导部副部长、研究室副主任、主任、副书记、党组成员、书记、党组书记、济南市政府副秘书长、办公厅党组成员，市行政审批服务中心主任、济南市西城投资开发集团有限公司委员会副书记；2013 年 12 月起任济南市西城投资开发集团有限公司党委副书记、董事长；2014 年 3 月起任济南西城投资开发集团有限公司党委书记、董事长。

李培杰先生，1957 年 9 月出生，江苏省淮阴人，中共党员，大学本科，助理工程师；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；2013 年 12 月起任公司党委副书记、总经理、董事。

截至 2017 年 3 月底，公司在职人员 186 人，其中本科及以上学历 141 人，大专及以下学历 45 人；职工中具有高级职称 13 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 123 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。

4. 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，2014年~2016年，公司分别获得政府补贴198万元、209.94万元和364.68万元，计入营业外收入。

2015年~2016年，公司收到上级拨入的置换债券规模分别为57.04亿元、125.68亿元，计入长期应付款。

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有望增加。

截至2017年3月底，公司剩余待整理可出让土地约7172亩，其中大学科技园片区4040亩，西客站片区3132亩。参照目前土地市场价（大学科技园片区土地成交价格300万元/亩、西客站片区1000万元/亩），公司未来5年土地一级开发收入累计超过300亿元。

2014年~2016年，公司获得土地出让金返还分别为68.19亿元、31.67亿元和34.29亿元。

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。

5. 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：G1037011302322710X），截至2017年7月5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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是根据济南市人民政府批准，由济南市财政局出资，按照《中华人民共和国公司法》组建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。

公司设董事会，董事会由八名董事组成，经股东委派产生。董事任期三年，任期届满连选可以连任。董事会设董事长一名，董事长为公司法定代表人，由董事会选举产生。董事会接受济南市政府领导，在资金业务上接受济南市财政局的指导。

公司设监事会，监事会是公司的监督机构，由两名监事组成，监事全部由公司职工代表大会选举产生。监事任期三年，任期届满连选可以连任。

此外，公司董事会还筹建了四个专业委员会，即：战略与投资委员会、薪酬与绩效委员会、预算委员会、审计与风控委员会。专业委员会成员由董事会聘任，为董事会决策提供专业意见，并对董事会负责。

公司设总经理一人。总理由股东委派产生，任期三年，可以连任。总经理执行董事会决议，组织领导公司的日常经营管理工作。

2. 公司管理体制

从内部管理来看，公司本部设产业发展部、财务审计部、规划策划部、土地开发部、工程管理部、人力资源部以及综合管理部10个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管

理体系。

资金管理方面，公司实行集中统一的资金管理，财务审计处统一调度和管理公司内的资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，提高了资金在整个公司内的利用效率。

在投资管理方面，公司制定了详细的投资管理制度，包括投资原则、投资控制制度、投资管理组织形式、投资决策程序、投资项目和企业的检查汇报制度等，公司所有对外长期投资项目主要受政府决策影响，对外投资需向上级主管部门报告。

在项目管理上，公司建立了质量、进度、施工、造价控制“四大体系”全方位、全过程的监督管理。

对外担保管理方面，为规范公司的担保行为，控制公司资产运营风险，根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国担保法》等有关规定和《公司章程》，公司制定了对外担保管理制度。制度明确了担保对象、担保流程等内容，建立了严格的管理流程和风险管理机制。

总体看，公司管理体系及制度较为完备，管理水平整体较高；但由于公司主要承担政府性项目的投资建设，目前公司市场化运作程度偏低，对政府依赖程度较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为济南市西部新城城市基础设施建设项目的投资建设和运营主体，业务涵盖了城市基础设施建设、房地产开发（含保障房、政策性住房）、土地整理开发、旅游开发、物业管理以及酒店经营等领域。2014~2016年，公司主营业务收入受土地整理收入下滑影响逐年减少；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，公司近三年毛利率逐年下滑，2015年，公司主营业务毛利率下滑至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。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1~3月，公司主营业务收入2.94亿元，由于房地产板块收入有所增长，较2016年同期增长1.95亿元；同期，公司主营业务毛利率45.24%。

表1 2014~2017年1季度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1~3月	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
土地整理熟化收入	66.93	41.53	25.80	0.13	59.53	37.19	25.80	0.03	11.06	10.44	0.00	76.92
售房收入	2.30	3.58	11.03	1.51	1.89	3.20	9.78	1.17	17.64	10.60	11.33	22.52
油品收入	1.19	1.08	1.23	0.32	1.06	0.91	0.92	0.24	10.94	15.55	25.20	25.00
租赁及物业费收入	0.34	0.57	0.48	0.13	0.21	0.39	0.33	0.07	38.05	31.26	31.25	46.15
其他收入	0.83	0.52	1.89	0.85	0.61	0.42	0.96	0.10	26.80	18.02	49.21	88.24
合计	71.59	47.27	40.43	2.94	63.30	42.12	37.80	1.61	11.58	10.90	6.50	45.24

资料来源：公司审计报告

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时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。

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，公司出让土地5宗共905.63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，目前尚未实现出让（1季度收入来自补提之前土地出让收入）。

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3月底，公司剩余待整理可用于出让土地约7172亩，其中大学科技园片区4040亩，西客站片区3132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3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1~3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。

（1）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 3 月底，石化公司账面资产总额 6110.32 万元，净资产 3986.84 万元，在营加油站 12 座（其中自投 3 座，投资额 702.15 万元），在建 2 座，投资额 229.51 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 1~3 月，公司实现油品收入 0.32 亿元，占主营业务收入的比例为 10.88%。

（2）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 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 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）。

近三年，公司租赁及物业收入波动增长，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 1~3 月，公司实现租赁及物业管理收入 0.13 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）。

2014~2016 年，公司房产销售收入快速增长，2014 年收入来自西元大厦项目；2015 年，公司确认售房收入 3.58 亿元，来自济水上苑项目与善信大厦项目；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 1 季度，公司通过济水上苑项目实现售房收入 1.51 亿元，毛利率由于确认收入项目售价上升有所增长。

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 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	2016 年销售 额	合规情况
济水上苑项目	86.00	47.00	36.56	40.00	39.34	16.75	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	16.75	--

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，这些项目将在未来 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，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402.51亿元，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3月底，上述项目已完成投入291.75亿元，未来仍需投入110.76亿元，公司未来资本支出压力较大。

表 4 截至 2017 年 3 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	总投资金额	截至 2017 年 3 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
三馆二期	3.32	3.50	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	402.51	291.75	--

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

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

未来公司将重点发展土地熟化、房地产、商业运营、金融等板块业务，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。

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、财务分析

公司提供了2014年~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1季度财务报表未经审计。

2015年，公司通过投资设立方式并入9家子公司，通过清算等方式减少3家子公司。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1季度，公司通过股权无偿划转获得纳入合并范围的子公司12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，公司近三年财务数据可比性一般。

截至2017年3月底，公司旗下拥有一级子公司15家。

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3月底，公司合并资产总额874.48亿元，所有者权益合计280.31亿元（含少数股东权益33.26亿元）；2017年1季度公司实现营业收入2.94亿元，利润总额-0.21亿元。

1. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额呈稳定增长态势，年均复合增长22.40%。截至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%。

2014~2016年，公司的流动资产保持增长趋势，年均增幅13.10%。2016年底，公司流动资产合计457.14亿元，同比增长17.90%；主要由货币资金（占15.95%）、其他应收款（占比7.31%）和存货（占比64.97%）构成。

2014~2016年，公司货币资金波动增长，年均增幅20.94%；2016年底，公司货币资金同比增长69.85%至72.93亿元，主要系筹资规模扩大所致；货币资金中无受限情况。

表5 2016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比例
山东中铁紫荆置业有限公司	5828.46	26.03
济南市南郊热电厂	3037.50	13.57
山东大尧置业有限公司	2288.70	10.22
济南市公共交通总公司	2072.25	9.25
山东艺术学院	1593.56	7.12
合计	14820.47	66.19

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司应收账款波动增长；2016年，公司应收账款由2015年的10.35亿元

减少至2.24亿元，主要系济南市财政局支付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23.36%，3年以上的占69.43%，综合账龄同比有所增长。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66.19%。公司未计提坏账准备。

2014~2016年，公司存货快速增长，年均增幅24.65%；2016年底，公司存货规模同比增长40.87%至296.98亿元，系基础设施建设项目开发投入增多所致。存货主要由库存商品（占比9.13%，主要包括自摘地及未售房产）、开发成本（占59.33%）、土地熟化成本（占31.53%）构成。2016年公司未计提跌价准备。公司存货中用于抵押的土地使用权账面价值57.76亿元，占当期存货总值比例为26.51%，公司存货的变现能力较弱。

2014~2016年，公司其他应收款波动下降，年均变动-39.48%；2016年底，公司其他应收款余额33.43亿元，同比减少65.69%，主要系济南正信置业有限公司纳入公司合并范围导致之前其借款抵消所致。从账龄看，1年以内的占72.08%，1~2年的占5.92%，2~3年的占14.35%，整体账龄较短。其中，前五名单位欠款金额合计为20.82亿元，占公司其他应收款总额的62.28%，集中度较高；主要包括非关联公司往来款，其中14.41亿元由于齐鲁银行案、济正案回收具有一定风险。

2014~2016年，公司预付账款波动增长，年均变动6.82%；2016年，公司预付账款同比增长48.65%至25.03亿元，主要为预付项目投资的工程款项增加所致。

2014~2016年，公司非流动资产呈较快增长态势，年均复合增长34.96%，主要来自长期股权投资、固定资产和在建工程等的较快增长。2016年底，公司非流动资产同比增长16.69%，合计440.87亿元；构成主要以在建工程、长期股权投资、固定资产为主，占比分别为48.42%、20.43%和23.22%。

2014~2016年，公司在建工程波动增长，

年均增幅 7.28%；2016 年底，公司在建工程 213.46 亿元，同比减少 10.28%；新增加了三馆二期、大学科技园区安置住宅一期、小清河湿地等 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、会展中心等 29 个项目的投入。2016 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。

2014~2016 年，公司长期股权投资快速增长，年均增幅 52.33%；2016 年底，公司长期股权投资 89.67 亿元，同比增长 76.34%，主要由公司对济南西进堃宇投资管理中心（有限合伙）、济南西进世奇投资管理中心（有限合伙）、济南西进万麟投资管理中心（有限合伙）等机构追加投资所致。上述机构投资方向主要为公司参股的房地产项目。未来投资收益来自上述企业的投资收益。

2014~2016 年，公司固定资产快速增长，年均增幅 157.04%；2016 年底，公司固定资产 102.39 亿元，同比增长 490.08%，主要来自在建工程转入（占新增额 16.73%）及企业购置（占新增额 83.28%）。主要由房屋及建筑物（占比 98.58%）构成；固定资产中无抵押情况。

2014~2016 年，公司其他非流动资产波动增长，年均增幅 1274.29%；2016 年底，公司其他非流动资产合计 17.00 亿元，同比减少 69.23%，主要系原计入该科目的转贷棚改资金核减所致。

2017 年 3 月底，公司资产总额 874.48 亿元，较 2016 年底减少 2.62%，其中，流动资产占比 48.54%，非流动资产占比 51.46%，流动资产占比较 2016 年底有所下降。其中，流动资产规模 424.48 亿元，较 2016 年底减少 7.15%。随着融资规模的收缩，1 季度公司货币资金较 2016 年底减少 30.59%至 50.62 亿元，

存货、在建工程、预付账款等科目均有不同程度增长。

总体看，公司资产快速增长，流动资产占比波动下降。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，在建工程及占比高。公司整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 2.80%。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 3 月底，公司所有者权益合计 280.31 亿元，与 2016 年底持平。从构成来看，与 2016 年底相比基本相同。

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

2014~2016 年，随着公司资金需求增大，公司负债快速增长，年均增幅 35.96%。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%。

2014~2016 年，公司流动负债波动减少，年均变动 -0.90%；2016 年底，公司流动负债合计 75.29 亿元，同比减少 43.04%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债减少。主要组成应付账款（占 16.90%）、其

他应付款（占35.57%）、一年内到期的非流动负债（占比21.39%）和预收账款（占11.98%）。

2014~2016年，公司应付账款快速下降，年均变动37.74%；2016年底，公司应付账款12.73亿元，同比减少57.02%，主要为西客站片区开发、棚户区改造等项目款；1年以内占比50.20%。同期，公司预收账款9.02亿元，同比增长92.65%，主要为房地产板块下预收房款，1年以内的占81.93%。

2014~2016年，公司其他应付款逐年增长；2016年，公司其他应付款同比小幅增至26.78亿元，主要为与非关联企业往来款；从账龄来看，1年以内的占比为66.17%，1~2年的占32.37%。一年内到期的非流动负债16.10亿元，同比减少55.34%。

2014~2016年，公司短期借款波动增加；2016年，公司短期借款0.35亿元，同比大幅减少32.15亿元，全部为信用贷款。此外，2016年公司新增其他流动负债4.97亿元，为融资租赁款，已计入有息债务核算。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均增幅45.14%；2016年底，公司非流动负债同比增长48.07%至542.41亿元，主要系长期借款、应付债券、长期应付款增加所致。构成主要为长期借款（占27.73%）、应付债券（占23.00%）、长期应付款（占48.20%）。

2014~2016年，公司长期借款快速增长，年均增幅29.86%；2016年底，公司长期借款150.41亿元，同比增长12.30%；其中，质押借款24.88亿元，抵押借款19.91亿元，保证借款105.63亿元。

2014~2016年，公司应付债券快速增长，年均增幅54.46%；2015年，公司发行私募债25.00亿元及中期票据2.00亿元；2016年，公司发行境外债20.81亿元及债券融资计划25.00亿元，年底账面应付债券余额124.73亿元，同比增长57.22%。

2014~2016年，公司长期应付款快速增长，年均增幅57.79%；2016年，长期应付款

261.45亿元，同比增长101.18%，系济南市财政局向公司划入政府置换债券所致。长期应付款中有息债务金额241.91亿元。

2014~2016年，公司专项应付款波动下降，年均变动-28.32%；2016年底，公司专项应付款同比减少75.51%至5.65亿元主要由公共租赁住房、棚改等项目建设专项资金组成。

2014~2016年，公司全部有息债务年均复合增长30.92%。公司2016年全部债务293.16亿元，同比增长4.01%，其中，长、短期债务占比分别为93.85%和6.15%；同期，公司调整后有息债务规模同比增长28.23%至540.04亿元。公司债务结构符合公司业务特点。

2014~2016年，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持续上升；2016年底，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%。

截至2017年3月底，公司负债总额为594.17亿元，较2016年底减少3.81%。负债结构方面，流动负债与非流动负债分别占比12.36%与87.64%。截至2017年3月底，公司流动负债余额73.43亿元，较2016年底减少2.47%，主要系应付账款及其他应付款减少所致。公司非流动负债520.74亿元，较上一年底减少4.00%，主要系应付债券及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67.95%、64.95%、63.89%。

总体看，公司的负债以非流动负债为主，近年来，公司债务规模不断扩大；随着公司工程投资规模的增长，未来资金需求压力较大。

4. 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，2014~2016年，公司营业收入年复合减少24.26%；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。

2014~2016年，公司期间费用年均复合增长59.27%，2016，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%，主要系公司2016年财务费用和销售费用增幅较大，且营业收入下降所致。公司投资收益同比增长59.96%，来自权益法核算的子公司长期股权投资收益、可供出售金融资产以及理财产品投资收益增长。公司投资收益对利润总额的贡献较大。

从盈利指标看，受公司盈利减少及债务规模扩大的影响，2014~2016年，公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率均呈现下降趋势。2016年，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1季度，公司营业收入2.94亿元，同比增加1.95亿元；营业利润-0.23亿元；两项指标同比有所好转主要系房地产业务板块收入增加所致。公司2017年预计出让土地1600亩左右，土地出让板块收入及利润有望随后续土地陆续出让有所增加。

整体来看，受土地整理板块收入及毛利率下滑影响，公司近三年盈利水平下降幅度较大。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016年，公司经营活动现金流入波动下降，年均变动-20.92%；2016年为116.22亿元，同比增长3.88%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金54.00亿元，同比增加41.72%，主要由土地整理收入返还增加所致；收到其他与经营活动有关的现金62.22亿元，同比减少15.67%，主要包

括债权性投资款、融资租赁款到期保证金及其它经营收入等。2014~2016年，公司经营活动现金流出保持相对稳定；2016年，公司购买商品、接受劳务支付的现金100.58亿元，同比减少5.78%，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增加23.76%至71.42亿元，主要由往来款及借给参股公司房地产开发资金等组成。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，三年分别为207.13%、79.74%、131.38%。

2017年1~3月，公司经营活动的现金流净额同比由负转正，共计13.26亿元，主要系往来资金中支出规模减少幅度较大所致。同期，现金收入比为193.49%。综合考虑土地还款的周期，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，2014~2016年，公司投资活动现金流入和流出均出现较大幅度增长，年均增幅分别为5339.25%和242.06%。投资活动现金流入来自收回投资收到的现金以及收到其他与投资活动有关的现金，2016年同比增长612.15%至736.77亿元。其中，收回投资收到的现金709.28亿元，主要包括购买理财收回的本金（差额体现在其他流动资产）；收到其他与投资活动有关的现金21.66亿元，系出让国债产品收回资金。受投资规模大幅增加带动，2014~2016年，公司投资活动现金流出年均增幅为242.06%；2016年，公司投资活动现金流出同比增长331.85%至831.25亿元。其中，投资支付的现金753.22亿元，同比增长327.04%，主要为购买理财产品支付现金。支付其他与投资活动有关的现金同比增长40.68亿元至40.71亿元（主要系购买理财产品从银行存款支出所致）；近三年公司投资活动现金净流出分别为70.80亿元、89.03亿元和94.48亿元。

2017年1~3月，公司投资活动现金流净额

为-12.32亿元，资金缺口同比减少31.29%，系收回投资收到的现金大幅增加所致。

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，2014~2016年，公司融资规模不断扩大，筹资活动现金流入年均增幅31.16%；2016年为363.06亿元，同比增长67.23%。其中，取得借款收到的现金同比增加55.47%至315.60亿元；发行债券收到的现金44.70亿元，来自境外债及债券融资计划的发行。2014~2016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，三年呈现波动增长态势，年均增幅6.23%；2015年共计163.19亿元，同比增加102.79%。公司筹资活动现金流量净额分别为66.44亿元、136.63亿元和199.87亿元，年均涨幅达73.45%。

2017年1~3月，公司筹资规模同比大幅减少，筹资现金流量净额为-25.69亿元。

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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率整体呈现波动上升趋势，速动比率呈现波动下降态势；受非流动负债增幅较大进而带动货币资金大幅增加的影响，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%。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA年均复合减少31.69%，三年分别为8.32亿元、6.72亿元和3.88亿元；同期，公司调整后全部债务/EBITDA呈逐年上升态势，三年分别为33.18倍、62.70倍和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，公司整体偿债能力较强。

截至2017年3月底，公司共获得国内各家银行授信额度282.33亿元人民币，已使用179.69亿元，尚未使用额度102.64亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年3月底，公司对外担保金额为74.90亿元，担保比率为26.72%；担保对象均为济南市城投企业，目前经营正常。总体看，公司对外担保总额较大，未来存在一定的或有负债风险。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

2016年底，公司调整后全部债务为540.04亿元。公司本期中期票据发行金额5亿元，相当于2016年底调整后全部债务的0.93%，对公司现有债务规模影响较小。

2016年底，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%；以公司2016年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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将分别上升至68.96%、66.04%和65.06%。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行金融机构借款，实际债务负担可能小于上述测算。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为185.86亿元、111.88亿元和116.22亿元，分别为本期中期票据本金的37.17倍、22.38倍和23.24倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高；同期，公司经营活动现金流量净额分别为15.42

亿元、-54.13 亿元和-58.52 亿元，分别为本期中期票据本金的 3.08 倍、-10.83 倍和-11.70 倍；公司 EBITDA 分别为 8.32 亿元、6.72 亿元和 3.88 亿元，分别为本期中期票据的 1.66 倍、1.34 倍和 0.78 倍。

考虑到公司已于 2017 年 6 月发行 8 亿元中期票据，假设本期中票票于 2017 年成功发行，且两期中票票于 2022 年均被赎回，则公司将面临一定集中偿付压力。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为两期中票票本金的 14.30 倍、8.61 倍和 8.94 倍；同期，公司 EBITDA 分别为两期中票票本金的 0.64 倍、0.52 倍和 0.30 倍。公司经营活动现金流入量对两期中票票本金保障能力强。

总体而言，公司经营活动现金流入量对本期中票票保障程度高。通过前文分析，公司利息一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券。

十、结论

近年来，济南市经济增长迅速，地方财政收入保持稳步增强，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、财政资金划拨等方面获得政府支持力度较大，但经营决策受政府影响亦较大。

目前公司可用于开发整治的土地存量较大，未来可产生较大规模的土地出让金返还收入；但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。

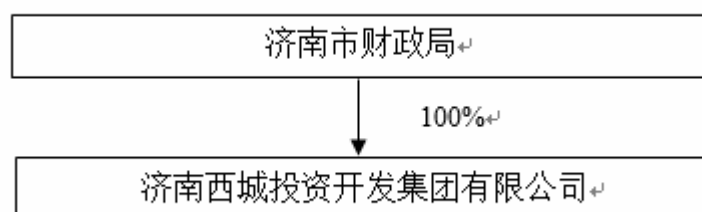
公司资产规模稳步增长，货币资金较为充足；流动资产中存货占比较大，其他应收款规模大，对公司资金形成占用，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司债务规模持续增长，未来项目支出规模大，融资压力较大；受土地市场行情影响，公司盈利能力持续下滑。考虑到公司存量土地规模较

大，且济南市政府财政实力较强，对公司支持力度较大，公司整体偿债能力较强。

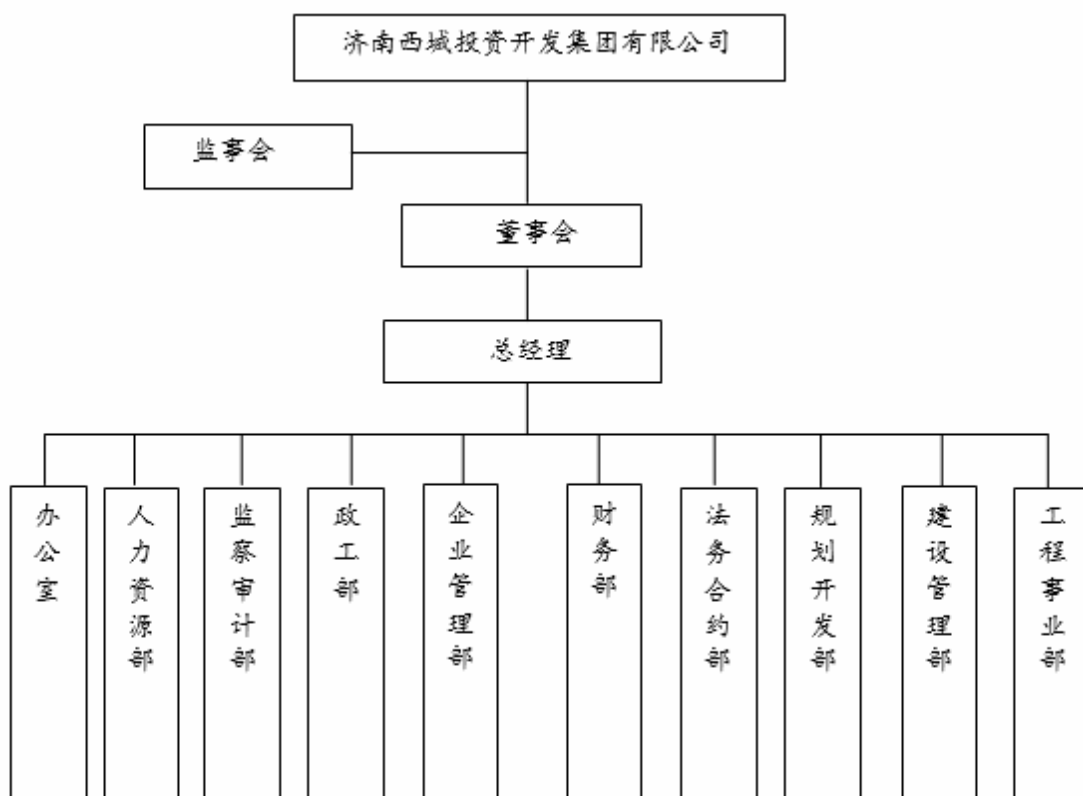
本期中票票含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中票票在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中票票不赎回和递延支付利息可能性较小。公司经营活动现金流入量对本期中票票覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中票票偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中票票付息或赎回本息不能偿还的风险极低。

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 公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.86	42.95	72.93	50.62
资产总额(亿元)	599.40	765.57	898.01	874.48
所有者权益(亿元)	265.26	267.05	280.31	280.31
短期债务(亿元)	29.56	68.58	18.02	19.66
长期债务(亿元)	141.48	213.27	275.14	261.30
调整后长期债务(亿元)	246.48	343.23	517.05	495.86
全部债务(亿元)	171.04	281.85	293.16	280.97
调整后全部债务(亿元)	276.04	421.15	540.04	519.47
营业收入(亿元)	71.65	47.78	41.10	2.94
利润总额(亿元)	7.60	3.18	1.30	-0.21
EBITDA(亿元)	8.32	6.72	3.88	--
经营性净现金流(亿元)	15.42	-54.13	-58.52	13.26
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	193.49
营业利润率(%)	11.08	10.62	5.56	39.79
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	48.25
调整后长期债务资本化比率(%)	48.17	56.24	64.85	63.89
全部债务资本化比率(%)	39.20	51.35	51.12	50.06
调整后全部债务资本化比率(%)	51.00	61.20	65.83	64.95
资产负债率(%)	55.75	65.12	68.79	67.95
流动比率(%)	466.12	293.32	607.14	578.06
速动比率(%)	216.79	133.83	212.71	170.22
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：长期应付款、其他流动负债以及其他应付款中的有息债务在指标计算中计入调整后全部债务；2017 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（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+一年内到期的非流动负债+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

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 4-1 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 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。

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 2017 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

济南西城投资开发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

济南西城投资开发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对济南西城投资开发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，济南西城投资开发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注济南西城投资开发集团有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现济南西城投资开发集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对济南西城投资开发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如济南西城投资开发集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对济南西城投资开发集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与济南西城投资开发集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。