

信用等级公告

联合[2018] 676 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长期信用状况及拟发行的 2018 年济南西城投资开发集团有限公司公司债券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,2018 年济南西城投资开发集团有限公司公司债券信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月二十六日



2018 年济南西城投资开发集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 33 亿元

本期债券期限: 10 年, 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。

偿还方式: 按年计息, 一次还本

募集资金用途: 用于项目建设及补充流动资金

评级时间: 2018 年 11 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	42.95	72.93	54.14
资产总额(亿元)	765.57	898.01	931.78
所有者权益(亿元)	267.05	280.31	310.87
短期债务(亿元)	68.58	18.02	47.08
长期债务(亿元)	213.27	275.14	293.53
全部债务(亿元)	281.85	293.16	340.61
营业收入(亿元)	47.78	41.10	33.51
利润总额(亿元)	3.18	1.30	16.50
EBITDA(亿元)	6.72	3.88	21.73
经营性净现金流(亿元)	-54.13	-58.52	-14.82
应收类款项/资产总额(%)	14.08	3.97	6.87
营业利润率(%)	10.62	5.56	40.98
净资产收益率(%)	1.18	0.42	5.28
资产负债率(%)	65.12	68.79	66.64
全部债务资本化比率(%)	51.35	51.12	52.28
流动比率(%)	293.32	607.14	488.74
经营现金流流动负债比(%)	-40.95	-77.72	-15.29
全部债务/EBITDA(倍)	41.96	75.52	15.67

分析师

闫蓉 张婷婷

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”)是济南西部新城区城市基础设施建设的主体。随着公司与济南滨河新区建设投资集团合并组建济南城市建设集团有限公司(以下简称“建设集团”);公司在保留原有职能的前提下,被赋予了济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路及桥隧建设的职能。公司在经营环境、业务专营性、股东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,近三年公司营业收入持续下滑、其他应收款及在建工程对资金形成占用、有息债务规模扩大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

近年来济南市经济实力稳步增强。公司获得的土地出让金返还、财政资金划拨等支持力度较大。未来随着建筑安装等新职能的履行,公司有望维持较大的业务规模,整体抗风险能力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券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,基础设施投资增速较快,为公司经营发展提供了良好外部环境。
2. 公司新增济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路及桥隧建设的职能,未来业务有望维持较大规模。
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。

关注

1. 公司基础设施建设投资规模大，债务规模持续增长，资金筹集压力较大。此外，由于承担政府性项目的投资建设，公司经营决策对政府依赖程度较高。
2. 公司营业收入受土地市场波动影响较大，盈利水平具有一定不确定性。
3. 公司在建工程及应收款项对资金形成一定占用。
4. 本期债券发行金额较大，且到期一次性偿还本金，公司面临一定集中偿付压力。

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。

2018 年济南西城投资开发有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

济南西城投资开发有限公司（以下简称“济南西城”或“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，公司在原西区建投的基础上改组成立，初始注册资本 1 亿元。2012~2014 年，经济南市财政局多次增资（资本公积转实收资本），公司注册资本增至 50 亿元。2017 年 8 月，济南市政府对济南市政府平台公司进行整合，公司与济南滨河新区建设投资集团合并组建济南城市建设集团有限公司（由济南市国资委 100%控股，以下简称“建设集团”），公司股东由济南市财政局变更为建设集团。建设集团注册资本 450 亿元，股东为济南市人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2017 年底，公司注册资本及实收资本均为 50 亿元，实际控制人为济南市人民政府。

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：管理西区政府项目的投融资业务、对外融资，投资；从事政府授权范围内的国有资产运营、管理；房屋和土木工程建筑施工；建筑安装施工；建筑装饰施工；房地产开发经营；土地整理等。未来公司定位为济南市城市开发、建设与经营主体，以建安和市政建设、城建路桥为主业。

2017 年底，公司本部设办公室、人力资源部、政工部、监察审计部、财务部、法务合约

部、规划开发部、建设管理部、工程事业部和企业管理部 10 个职能部门；拥有全资及控股一级子公司 17 家；拥有在职职工 183 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 931.78 亿元，所有者权益合计 310.87 亿元（含少数股东权益 33.22 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 33.51 亿元，利润总额 16.50 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。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2018 年注册并发行公司债券 33 亿元（以下简称“本期债券”），期限为 10 年，附第五年末发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权。本期债券票面利率在前 5 年固定不变；在本期债券存续期的第 5 年末，公司可选择上调或下调票面年利率 0 至 300 个基点（含本数），如公司行使调整票面利率选择权，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人；未被回售部分债券票面年利率为债券存续期前 5 年票面利率加上调基点（或减公司下调的基点），存续期后 5 年固定不变。。

本期债券按年付息，一次还本。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金 33 亿元，具体用途如下表所示：

表 1 募集资金拟使用情况（单位：亿元、%）

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
------	--------	---------	-------------

项目建设	59.41	19.80	33.33
补充流动资金	--	13.20	--
合计	--	33.00	--

资料来源：公司提供

3. 本期债券募投项目概况

(1) 项目简介

济南西部会展中心项目（以下简称“会展中心”）位于济南市槐荫区，西部新城核心区。项目可规划建设用地约332.14亩，总建筑面积约55.50万平方米。地上建筑面积37.50万平方米，主要建设会展中心、会议中心和会展配套塔楼；地下建筑面积18.00万平方米，主要为地下停车场、设备用房和服务配套设备等。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59.41亿元（含土地费用11.96亿元），资本金占30%，目前已全部到位。截至2018年9月底，募投项目已投资金额为21.88亿元。工程进度方面，展馆主体结构施工完成，装饰、安装工程全面展开，室外金属屋面、幕墙外围护体系完成35%，地下车库主体结构施工完成85%，共享大厅主体结构钢完成25%，轨道M1线预留段主体结构完成85%。

会展中心项目资金来源于公司自筹，会展中心项目建成后收入主要包括会展收入、会议中心收入、酒店（客房及餐饮）收入、停车场收入、写字楼出租收入等。

(2) 项目审批情况

募投项目审批情况如下表所示：

表2 募投项目审批情况

序号	审批文件名称	发文机关	批复时间
1	济南市发展和改革委员会关于济南西城投资开发集团有限公司济南西部会展中心项目核准的批复（济发改投资[2016]189号）	市发改委	2016年4月
2	关于济南西部会展中心项目节能评估报告书的审查意见（济发改能审[2016]25号）	市发改委	2016年3月
3	山东省住房和城乡建设厅关于济南西部会展中心项目初步设计的批复（鲁建设审[2016]54	省住建厅	2016年11月

号)			
4	国有建设用地使用权证（D37001790471鲁（2016）济南市不动产权第0155118号）	市国土局	2016年12月
5	济南市环保与关于济南西城投资开发集团有限公司济南西部会展中心项目环境影响报告表的批复（济环报告表[2015]96号）	市环保局	2015年11月
6	关于济南市西区投融资管理中心《关于申请西客站片区会展中心地块规划条件的函》的复函（济规直二管函[2015]83号）	市规划局	2015年9月

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势。2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018

年 1~6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增

速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖

掘消费潜力以及消费体制机制不断完善,个人所得税新政下半年有望推出,以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓,主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看,2018年下半年我国消费有望维持较快增长,但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落,经济增速或将继续小幅回落,预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

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,但在其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以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热,导致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。特别

是随着《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國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下,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)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性债务,并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后,国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理,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。

2017年以来,地方债务管理改革持续深化,中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议,不断重申《43号文》精神,坚决执行剥离融资平台的政府融资职能,建立以一般债券和专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制,并多次强调硬化地方政府预算约束,规范举债融资行为;坚决遏制隐性债务增量,决不允许新增各类隐性债务。此外,政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作,PPP项目公司、项目公司股东及其他主体(如融资债权人、承包商等)可以收益权、合同债权等作为基础资产,发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 3 2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施

建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济实力

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,并与济南市西部新城区规划密切相关。

近年来,济南市经济保持较快增长态势,区域经济结构得到逐步调整;固定资产及基础设施投资增速较快,投资规模较大。西部新城为济南市“十三五”期间重点建设城区,该区域基础设施建设的投资力度有望保持在较高水平。

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,2017 年底全市常住人口 732.12 万人,同比增长 1.22%。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。

济南市经济发展概况

近年来济南市经济总量持续增长,2015~2017 年,全市地区生产总值分别为 6100.23 亿元、6536.12 亿元和 7201.96 亿元;其中 2017 年全市地区生产总值比上年增长 8.0%。其中,第一产业增加值 317.40 亿元,增长 8.4%;第二产业增加值 2569.22 亿元,增长 8.4%;第三产业增加值 4315.34 亿元,增长 8.2%。

三次产业构成由 2016 年的 4.9: 36.2: 58.9 调整为 4.4: 35.7: 59.9。

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。2017 年,全市固定资产投资 4363.6 亿元,增长 13.5%。分产业看,第一产业投资 97.5 亿元,增长 6.4%;第二产业投资 1441.8 亿元,增长 16.4%;第三产业投资 2824.2 亿元,增长 12.6%。房地产投资低速增长。全年房地产开发完成投资 1232.6 亿元,增长 5.9%。

2017 年,济南市全年社会消费品零售总额 4146.1 亿元,比上年增长 10.1%。全年货物进出口总额 708.1 亿元,比上年增长 10.5%。其中,出口 451.0 亿元,增长 10.5%;进口 257.1 亿元,增长 10.5%。

2018 年 1~6 月,济南市生产总值 3916.60 亿元,同比增长 7.3%;全市固定资产投资同比增长 9.6%,其中房地产投资同比增长 2.9%;进出口总额同比增长 12.8%;社会消费品零售总额同比增长 10.0%。

总体看,近年来,济南市经济保持了较快的增长势头,区域经济结构得到逐步调整;固定资产及基础设施投资增速较快,投资规模较大。

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。

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，强化交通基础设施支撑。加快综合交通枢纽城市建设，全方位推进铁路、公路、航空、水运综合运输体系提级扩容；打造全国重要的区域性科技创新中心，高新技术产业产值比重达到 46% 以上，建成创新型城市。

《2018 年济南市政府工作报告》指出，2018 年，济南市目标生产总值增长 7.5% 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，城乡居民人均可支配收入分别增长 8% 左右和 8.5% 左右。

西部新城规划

济南市西部新城区是济南市规划建设中的三大新城区之一。西部新区由京沪高铁济南西客站片区、大学科技园和济西国家级湿地公园三大功能板块组成。依据济南市“十三五”发展规划，西部新城区建设将围绕：突出文化旅游；突出商务会展，大力发展总部经济、楼宇经济；突出智能制造，打造知识产业园；突出消费物流，依托新兴商业资源，繁荣发展传统商圈，引领济南消费西移。市政府确定了西部新城“一带三区”（玉符河生态景观带、大学科技园区、西客站片区、田园生态城区）的发展框架。

玉符河是济南市市级管辖的流域面积最大的一条河道，总流域面积 827 平方公里。玉符河综合治理工程估算投资约 30 亿元，将重点建设防洪、交通、治污、景观、配套五大工程。京沪高铁济南西客站片区（以下简称“西客站片区”）总面积约 55 平方公里，总建设规模约 5000 万平方米。依据规划，西客站片区是未来西部新城的发展核心区域。大学科技园总规划面积 43 平方公里，其中城市建设用地 29 平方公里。依据规划，大学科技园将形成“一

轴、两心、多组团”的城市发展结构。济西湿地公园总面积约 33.4 平方公里。在立足保护湿地生态的基础上，湿地公园将发展休闲旅游、科普教育、生态环保，打造生态文化教育休闲区。

总体看，未来济南市市政基础设施建设投资有望维持较高增速；西部新城为济南市“十三五”期间重点建设城区，该区域基础设施建设的投资力度有望保持在较高水平。公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司股东为建设集团，建设集团为济南市国资委 100% 控股的国有独资企业。

2. 企业竞争实力

公司作为济南市西部新城投资及建设的核心主体，在区域开发建设以及市政重点项目建设方面专营优势明显。2017 年，公司在保持原有职能的前提下，被赋予了全市建筑安装、市政建设、城市道路及桥隧建设的职能。

近年来，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成形，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。

2017 年，济南市政府对济南市国有企业进行整合，组建六大市级投融资平台；除由公司济南滨河新区建设投资集团有限公司合并组建的建设集团（功能定位为城市建设，主要负责城市开发、建设与经营等，以建筑安装和

市政建设、桥隧建设为主业)外,还有济南城市建设投资集团有限公司(由济南旧城开发投资集团有限公司与济南市城市建设投资有限公司合并组建,主要负责筹集、管理城市建设资金,投资城市基础设施及配套项目建设等)、济南产业发展投资集团有限公司(主要负责成立产业发展基金,支持实体经济发展)、济南轨道交通集团有限公司(围绕轨道经济和后续项目融资需求,负责相关融资工作)、济南金融控股集团有限公司(负责整合各类金融资源,打造区域型金融中心)和济南文旅发展集团有限公司(负责全市文化、旅游、体育产业资源整合、项目投融资等)。与其余5家相比,公司作为建设集团的核心子公司,在相关业务领域具备区域专营性。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年管理经验,员工的整体素质较高,为公司正常运营提供保障。

公司现有高级管理人员包括董事长和总经理各1名,副总经理1名。

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

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

截至2018年6月底,公司合并口径在职人员578人。其中大专及以上学历140人,本科及以上学历438人;职工中具有高级职称31人,中级职称73人;从年龄结构来看,50岁以上的27人,30~50岁的398人,30岁及以

下的153人。

4. 外部支持

济南市政府为公司实际控制人,近年来,其财政收入保持较快增长。公司在财政补贴以及土地出让收益返还等方面持续获得支持。

股东支持能力

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,2015~2017年,济南市地方公共财政预算收入分别达到614.3亿元、641.2亿元和677.2亿元,其中2017年同比增长10.5%,同比增速较2016年小幅提升。2018年1~6月,济南市一般公共预算收入419.6亿元,同比增长16.1%。支出方面,2017年,一般公共预算支出834.1亿元,同比增长12.6%。2018年1~6月,济南市一般公共预算支出482.8亿元,同比增长16.2%。基金收支方面,2017年,济南市基金收入889.23亿元,同比增长16.0%;支出933.24亿元,同比增长21.6%。总体来看,济南市财政实力较强,但自给率水平一般。

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。

2015~2017年,公司分别收到项目建设专项资金12.08亿元、2.66亿元和1.10亿元。另外,2015~2017年,公司分别获得政府补贴209.94万元、364.68万元和523.01万元。2018年上半年,公司收到政府补贴180万元。

2015~2016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。2018

年6月，公司完成16亿元债务置换。截至报告出具日，公司剩余待置换政府性债务（全部为一类债务）26.00亿元。

土地出让金收益返还

公司承接济南西部新城区的土地整理业务，济南市财政部门根据市场实际情况将开发土地的前期成本及部分土地出让收益返还给公司以平衡支出。

2015~2017年，公司获得土地出让金返还分别为31.67亿元、34.29亿元和1.31亿元。2018年上半年，公司获得土地出让金返还共计40.80亿元。

截至2018年6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。参照目前土地市场价（大学科技园片区土地成交价格500万元/亩、西客站片区1000万元/亩），公司未来土地一级开发收入规模较大。

整体而言，公司在发展过程中获得了多方面大力支持；由于公司业务特殊性，上述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

近年来，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2018年11月23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。

截至报告出具日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了较为健全的法人治理结构，董事会及监事会运行情况良好。公司管理体系及制度较为完备，管理水平整体较高。

1. 法人治理结构

公司唯一股东为建设集团。公司不设股东会，由股东行使决定公司经营方针和投资计划，任命和更换董事、监事，审议批准董事会及监事会的报告，审议批准公司年度财务预算、决算方案等职权。

公司设董事会，董事会是公司的决策机构，由5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1名，由董事会选举产生。

公司设监事会，监事会是公司的监督机构，由3名监事组成，其中1名监事由股东委派产生，其他2名监事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。

公司设经理1人。总理由董事会聘任产生。经理执行董事会决议，组织领导公司的日常经营管理工作。

目前公司董事会及监事会运行情况良好。

2. 公司管理体制

从内部管理来看，公司本部设监察审计部、财务部、规划开发部、工程事业部、人力资源部以及企业管理部等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。相关制度具体由工程事业部、

建设管理部和企业管理部执行、监督。

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，目前公司在投资决策等方面对政府依赖程度较高。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，受土地整理开发收入持续下降及房地产开发（含保障房、政策性住房）收入波

动影响，公司主营收入持续减少；毛利率水平在上述两主要板块带动下有所上升。

公司作为济南市西部新城城市基础设施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。2015~2017年，公司主营业务收入受土地整理收入下滑影响逐年减少；2017年，公司实现主营业务收入32.62亿元，同比下降19.32%。其中，土地整理熟化收入22.88亿元，同比下降11.32%；售房、油品销售收入均有不同程度减少。土地整理熟化收入、售房收入为公司主要收入来源，2017年各占主营业务收入的70.14%、19.10%。

毛利率方面，公司近三年毛利率波动增长，由2015年的10.90%升至2017年的42.55%，主要由于占比最大的土地整理熟化板块毛利率波动较大所致。

表4 2015~2017年公司主营业务收入情况

项 目	主营业务收入（亿元）			主营业务成本（亿元）			主营业务毛利率（%）		
	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年
土地整理熟化收入	41.53	25.80	22.88	37.19	25.80	10.81	10.44	0.00	52.73
售房收入	3.58	11.03	6.23	3.20	9.78	4.99	10.60	11.33	19.84
油品收入	1.08	1.23	1.22	0.91	0.92	0.90	15.55	25.20	25.99
租赁及物业费收入	0.57	0.48	0.51	0.39	0.33	0.29	31.26	31.25	44.17
其他收入	0.52	1.89	1.79	0.42	0.96	1.75	18.02	49.21	2.31
合计	47.27	40.43	32.62	42.12	37.80	18.74	10.90	6.50	42.55

注：上表各板块收入及成本合计数误差系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

土地整理熟化收入受土地市场行情及政府规划出让进度影响波动较大，近年来呈现下降趋势；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。

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：公司将西部新城城区重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由济南市国土资源局通过济南市土地储备交易中心公开招、拍、挂等方式出让，所得收入上缴济南市财政局，市级与公司按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成。

从土地回款周期来看，土地竞得人与济南市土地储备中心签订购地合同的同时需缴纳土

地全部价款的20%作为保证金，交易完成后1个月内支付50%土地出让款，6个月内支付剩余50%土地出让款。济南市财政局根据收到土地出让款进度核算成本及收益，然后按照规定比例将土地成本及收益分开返还至公司，整个回款周期基本在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”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（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80%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”与“存货-开发成本”结转至“主营业务成本”。配套工程费用中

政府出资部分依据相关政策转入资本公积。

近三年，公司出让土地均集中在西客站片区。出让规模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5。其中，2017年土地出让金回款规模小，主要系当年土地集中于年底出让，出让收入到账时间延后至2018年所致（截至报告出具日已全部返还）。

受土地出让规模以及出让单价的影响，公司近三年土地出让收入逐年下滑。2017年，公司确认土地整理收入22.88亿元，同比下降11.32%。同期，该板块毛利率大幅升至52.73%，主要系土地出让价格较高所致；2016年毛利率为零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。

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年底，公司剩余待整理可出让土地约5869亩，其中大学科技园片区3369亩，西客站片区2500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；其中，2018年，公司计划出让土地340亩。

表5 2015~2017年公司土地出让情况（单位：亩、万元）

年份	出让面积	政府出让收入	公司回款
2015年	1253.18	395897.94	316718.35
2016年	1369.61	332486.34	342913.40
2017年	300.36	284800.00	13071.00
合计	2923.15	1107084.28	672702.75

注：“公司回款”是指公司当年从财政部门收到的土地返还款，较当年土地出让收入确认时点存在滞后性。

资料来源：公司提供

公司资产运营业务经营较为稳健；业务整体规模较小。

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2017年底，石化公司账面资产总额6240.77万元，净资产4471.65万元，在营加油站10座（其中自投3座，投资额1365.69万元），在建2座，投资额172.39万元。2015~2017年，公司油品收入波动增长，分别为1.08亿元、1.23亿元和1.22亿元；毛利率受成本及油价变动差额影响逐年提

升。

(b) 租赁及物业管理

公司租赁及物业管理业务的经营主体为公司全资子公司济南西城资产管理有限公司。

截至 2017 年底，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 106.80 万平方米，同比变化不大。其中，可经营面积 71.80 万平方米（包括委托经营面积为 18.30 万平方米、出租 42.30 万平方米，闲置 11.20 万平方米），自用出借面积 4.90 万平方米，管理使用权对外移交面积 18.60 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减少，2017 年，公司实现租赁及物业管理收入合计 0.51 亿元，同比上升 6.25%；毛利率较 2016 年上升至 44.17%，主要系部分空置项目招商落实所致。

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。

公司房地产开发业务收入近三年有所波动；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。

2015~2017 年，公司房产销售收入波动增长，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，公司通过济水上苑等项目实现售房收入 6.23 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 6 截至 2017 年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	项目类型	总开发面积（预估）	总投资额（预估）	已投资额	计划完工时间	合规情况
汇金国际	商业	9.60	7.80	3.50	2019 年	五证齐全
总部基地项目	商业	43.17	42.15	16.50	2019 年	五证齐全
济水别院、天风云墅	住宅	91.00	38.80	7.80	--	五证齐全
合计	--	143.77	88.75	27.80	--	--

注：部分项目总投资额根据实际情况有所变动。

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 140 亿元，上述项目将于未来 3~5 年内持

续投入并陆续产生收入。截至 2017 年底，上述项目中总部基地项目完成销售额 5460 万元，其余尚未开始销售。另外，公司房地产板块目前

拥有储备土地 173 亩，位于济南市长清区，计划于 2019 年启动开发。

公司作为济南西部新城区基础设施项目的建设主体，近年来，对承接项目持续投入；未来较大的投资规模给公司带来一定筹资压力。

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；第二类是由公司利用土地资源开发产生的收入进行项目建设。

公司主要在建及拟建项目基本为上述第二类项目，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 327.19 亿元。

截至 2017 年底，上述项目已完成投入 212.96 亿元，未来投资规模超过 110 亿元，公司未来资本支出压力较大。

表 7 截至 2017 年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	截至 2017 年底已投入金额	资金来源
西客站市政道路	87.50	43.06	自筹
西客站安置三区	35.75	47.08	自筹
西客站站区配套设施	17.48	17.48	自筹
济西湿地	13.98	20.65	自筹
会展中心（包含本期债券募投项目）	74.08	15.35	自筹
西客站安置一区	11.99	15.02	自筹
刘长山西延长线	10.91	11.09	自筹
大学科技园安置房三期	10.13	12.48	自筹
腊山河综合治理	15.00	8.76	自筹
大庙屯棚户区改造	5.19	4.91	自筹
西客站安置二区	3.26	4.02	自筹
东彩石安置房	5.81	4.26	自筹
西城健康养老中心	7.42	4.12	自筹
首农项目	0.70	0.69	自筹
三馆二期	27.99	3.99	自筹
合计	327.19	212.96	--

注：部分项目已完工未结算；上述项目预计总投资额来自项目可研等材料，小于实际投资额，后期待调整。

资料来源：公司提供

金融板块收入对公司收益形成补充；近年来，公司参股的金融机构经营稳健，投资收益规模较为稳定。

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；济南财金集团股权占比 19.21%，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），初步奠定了公司在山东资本市场的地位。该投资板块更多是以投资收益形式体现在公司利润表中，2017 年为 2.01 亿元。其他主要为酒店收入、委托合作经营收入、大宗贸易收入等，收入规模较小。

3. 未来发展

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

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

土地熟化方面，未来公司将继续履行土地整理熟化的职能，完成规划区内剩余土地的一级开发和规划工作，进一步拓展西部新城区发展空间。房地产业务方面，公司将通过运作经营性土地，采取自主经营和与开发商联合开发等途径，做大做强房地产业务。

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

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

1. 财务概况

公司提供了2015~2017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。

2016年，公司通过非同一控制下企业合并新增纳入合并范围的子公司7家，通过新设成立增加纳入合并范围的子公司4家，通过股权转让失去控制权的子公司1家。2017年，公司通过新设、非同一控制企业合并方式获得纳入合并范围的子公司2家，通过股权转让失去控制权的子公司1家。截至2017年底，公司旗下拥有一级子公司17家。上述2016年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年底，公司合并资产总额931.78亿元，所有者权益合计310.87亿元（含少数股东权益33.22亿元）；2017年公司实现营业收入33.51亿元，利润总额16.50亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长；以开发成本和熟化土地为主的存货及应收款项、在建工程占比高，流动性较弱。公司整体资产质量一般。

2015~2017年，公司资产总额呈稳定增长态势，年均复合增长10.32%。截至2017年底，公司资产总额931.78亿元，同比增长3.76%。主要来自应收账款、存货、投资性房地产、其他非流动资产等科目的增长。资产构成与2016年底基本一致，流动资产与非流动资产占比分别

为50.82%与49.18%。

2015~2017年，公司的流动资产保持增长趋势，年均复合增长10.51%。2017年底，公司流动资产合计473.50亿元，同比增长3.58%；主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

表8 公司流动资产主要构成（单位：亿元、%）

主要资产	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	42.93	11.07	72.93	15.95	54.14	11.43
应收账款	10.35	2.67	2.24	0.49	24.59	5.19
其他应收款	97.44	25.13	33.43	7.31	39.38	8.32
存货	210.83	54.37	296.98	64.97	333.46	70.42
合计	361.55	93.25	405.58	88.72	451.58	95.37

资料来源：公司财务报告

2017年底，公司货币资金同比下降25.76%至54.14亿元，主要系筹资规模缩小所致；其中，3.19亿元保证金存款使用受限。

2015~2017年，公司应收账款波动增长，年均复合增长54.13%；2017年底，公司应收账款大幅增至24.59亿元，主要系公司当年土地出让时间集中于年底，回款时间延至2018年所致。从账龄看，1年以内的应收账款占比为92.96%，3年以上的占5.89%，综合账龄同比有所缩短。应收账款集中度高，前五名欠款单位欠款金额占应收账款总额93.82%。公司未计提坏账准备。

表9 2017年底公司应收账款前五名欠款方明细
（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	217600.00	88.47
山东中铁紫荆置业有限公司	5892.22	2.40
济南市南郊热电厂	3037.50	1.24
山东大尧置业有限公司	2088.70	0.85
济南市公共交通总公司	2072.25	0.84
合计	230690.67	93.80

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司存货快速增长，年均

复合增长25.76%；2017年底，公司存货规模同比增长12.28%至333.46亿元，系土地整理项目的开发投入增多所致。存货主要由库存商品（占比3.52%，主要包括自摘地及未售房产）、开发成本（占62.45%）、土地熟化成本（占34.03%）构成。2017年公司未计提跌价准备。公司存货中价值17.67亿元的土地使用权及账面价值17.80亿元的印象济南项目处于抵押状态，占当期存货总值比例为10.64%，公司存货的变现能力较弱。

2015~2017 年，公司其他应收款波动下降，年均变动-36.43%；2017 年底，公司其他应收款余额 39.38 亿元，同比增长 17.79%，主要系非关联公司往来款增加所致。2016 年底大幅减少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 76.43%，3 年以上的占 21.12%，整体账龄较短。其中，前五名单位欠款金额合计为 15.59 亿元，占公司其他应收款总额的 39.59%，集中度一般；其中超过 10 亿元系由于齐鲁银行案、济正案产生，回收具有一定风险。

2015~2017 年，公司预付账款波动下降，年均复合下降 39.77%；2017 年底，公司预付账款同比减少 18.92 亿元至 6.11 亿元，主要系资产重分类至其他非流动资产所致。

2015~2017 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 32.01%；2017 年底为 15.68 亿元，同比减少 40.78%；主要构成为公司购买的理财产品。

2015~2017 年，公司非流动资产呈持续增长态势，年均复合增长 10.13%，主要来自投资性房地产和其他非流动资产的较快增长。2017 年底，公司非流动资产同比增长 3.95%，合计 458.28 亿元；构成主要以在建工程、长期股权投资、固定资产为主。

表10 公司非流动资产主要构成（单位：亿元、%）

主要资产	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定资产	17.35	4.59	102.39	23.22	104.44	22.79
长期股权投资	50.85	13.46	89.67	20.34	68.01	14.84
其他非流动资产	55.24	14.62	17.00	3.86	38.86	8.48
在建工程	237.91	62.97	213.46	48.42	209.13	45.63
合计	361.36	95.64	422.52	95.84	420.44	91.74

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司在建工程逐年减少，年均复合下降 6.24%；2017 年底，公司在建工程 209.13 亿元，同比减少 2.03%，主要系项目结转或转固所致（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）；期间新增加了济西湿地公园、西客站片区安置房、会展中心等工程项目投入，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 个项目的投入合计 14.38 亿元。2017 年公司未计提在建工程减值准备。

2015~2017 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 15.65%；2017 年底，公司长期股权投资 68.01 亿元（主要为金融机构、房地产项目的股权投资），同比减少 24.16%，主要系公司对济南恒大西进投资咨询合伙企业（有限合伙）、济南西进投资管理中心（有限合伙）等机构投资到期退出所致。上述机构投资方向主要为公司参股的房地产项目。

2015~2017 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 145.34%；2017 年底，公司固定资产 104.44 亿元，同比增长 2.00%，主要来自在建工程转入。固定资产主要由房屋及建筑物（占比 98.50%）构成；固定资产中无抵押情况。

2015~2017 年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降 16.13%；2017 年底，公司其他非流动资产合计 38.86 亿元，同比增加 128.62%，主要系部分预付账款资产重分类计入该科目所致。

2017 年，公司购入商业地产项目导致其投

资性房地产增至 15.14 亿元。

总体看，公司资产持续增长；流动资产中，以开发成本和熟化土地为主的存货及应收款项占比较高，流动性较弱；非流动资产中，在建工程及固定资产占比高。公司整体资产质量一般。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益构成基本维持稳定；资本公积以财政拨款专项资金为主，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2015~2017 年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 7.89%。2017 年底，公司所有者权益规模同比增长 10.90%至 310.87 亿元，主要来自其他权益工具和未分配利润的增长。其中，其他权益工具为企业 2017 年发行的两期永续中票（“17 济西城投 MTN001”和“17 济西城投 MTN002”）。近三年所有者权益构成基本维持稳定。

表 11 公司所有者权益主要构成（单位：亿元、%）

主要构成	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	50.00	18.72	50.00	17.84	50.00	16.08
资本公积	110.39	41.33	126.72	45.21	127.72	41.08
未分配利润	66.67	24.97	66.79	23.83	81.62	26.25
少数股东权益	36.33	13.61	33.07	11.80	33.22	10.68
合计	263.39	98.63	276.58	98.68	292.56	94.09

资料来源：公司财务报告

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。

公司负债以非流动负债为主，债务负担偏重；未来随着公司工程投资规模的增长，预计负债规模将持续增长。

2015~2017 年，随着公司资金需求增大，公司负债持续增长，年均复合增长 11.60%。2017 年底，公司负债合计 620.91 亿元，同比小幅增长 0.52%。负债结构方面，公司仍以非流动负债为主，占比为 84.40%，同比下降 3.41

个百分点；流动负债占比升至 15.60%。

2015~2017 年，公司流动负债波动减少，年均变动-14.39%；2017 年底，公司流动负债合计 96.88 亿元，同比增长 28.67%，主要系预收账款和一年内到期的非流动负债增加。主要组成为应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和预收账款。

表 12 公司流动负债主要构成（单位：亿元、%）

主要负债	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	29.61	22.40	12.73	16.90	11.32	11.69
预收款项	4.68	3.54	9.02	11.98	18.31	18.90
其他应付款	26.44	20.00	26.78	35.57	9.82	10.13
一年内到期的非流动负债	36.05	27.27	16.10	21.39	45.42	46.88
合计	96.78	73.21	64.63	85.84	84.87	87.60

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司短期借款快速下降；2017 年，公司短期借款 0.30 亿元，同比下降 14.49%，全部为信用贷款。

2015~2017 年，公司应付账款快速下降，年均变动-38.16%；2017 年底，公司应付账款 11.32 亿元，同比减少 11.02%，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 48.94%。同期，公司预收账款 18.31 亿元，同比增长 103.00%，主要为房地产板块下预收房款，1 年以内的占 71.44%。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降；2017 年，公司其他应付款同比降至 9.82 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 60.75%，1~2 年的占 11.50%，2~3 年的占 23.81%。2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.42 亿元，同比增长 182.08%；全部由一年内到期的长期借款及长期应付款构成。

2015~2017 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 19.60%；2017 年底，公司非流动负债同比下降 3.39%至 524.02 亿元，主

要系长期应付款减少所致。构成主要为长期借款、应付债券、长期应付款。

表 13 公司非流动负债主要构成（单位：亿元、%）

主要负债	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期借款	133.94	36.56	150.41	27.73	161.55	30.83
应付债券	79.33	21.66	124.73	23.00	131.98	25.19
长期应付款	129.96	35.48	261.45	48.20	223.89	42.73
合计	343.23	93.69	536.59	98.93	517.42	98.74

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 9.82%；2017 年底，公司长期借款 161.55 亿元，同比增长 7.40%；其中，质押借款 24.88 亿元，抵押借款 9.77 亿元，保证借款 126.90 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 28.98%；2016 年，公司发行境外债 20.81 亿元及债权融资计划 25.00 亿元；2017 年，公司发行私募债 20.00 亿元，债权融资计划 5.00 亿元，年底账面应付债券余额 131.98 亿元，同比增长 5.82%。

2015~2017 年，公司长期应付款波动增长，年均增幅 31.26%；2017 年底，公司长期应付款 223.89 亿元，同比减少 14.36%，系公司偿还部分有息债务所致。长期应付款中政府置换债券 187 亿元，其他有息债务金额 25.58 亿元。

2015~2017 年，公司专项应付款波动下降，年均变动-47.92%，主要系项目完工后转入资本公积所致；2017 年底，公司专项应付款同比增长 10.72%至 6.26 亿元，主要由公共租赁住房、棚改等项目建设专项资金组成。

2015~2017 年，公司全部债务分别为 281.85 亿元、293.16 亿元和 340.61 亿元；将其其他流动负债、其他应付款以及长期应付款中有息债务考虑在内，调整后全部有息债务年均复合增长 15.33%。2017 年底，公司调整后全部债务 560.18 亿元，同比增长 3.73%；其中，长、

短期债务占比分别为 90.35%和 9.65%。公司债务结构符合公司业务特点。

2015~2017 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波动上升; 2017 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 66.64%、64.31%、61.95%。考虑到公司发行的共计 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。

总体看, 公司的负债以非流动负债为主, 债务负担偏重; 随着公司工程投资规模的增加, 未来资金需求压力较大。

4. 盈利能力

近年来, 公司营业收入受土地整理收入影响逐年减少; 同时受土地整理板块利润波动及投资收益增长影响, 公司近年来盈利水平波动较大。

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, 2015~2017 年, 公司营业收入年均变动 -16.25%; 2016 年, 公司实现营业收入 33.51 亿元, 同比下降 18.46%。公司同期营业成本相应下降 49.71%至 19.03 亿元。

2015~2017 年, 公司期间费用年均复合增长 14.72%; 2017 年, 公司期间费用控制能力较以往年份有所减弱, 期间费用与营业收入比上升至 18.81%, 主要系公司 2016 年财务费用和管理费用增幅较大, 且营业收入下降所致。2017 年, 公司投资收益同比增长 95.86%, 主要来自权益法核算的房地产板块及金融板块长期股权投资收益增长。公司投资收益对利润总额的贡献较大。

从盈利指标看, 2015~2017 年, 公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率均呈现波动增长趋势。2017 年, 公司营业利润率受土地整理板块盈利增大影响由 2016 年 5.56%升至

40.98%; 调整后总资本收益率与净资产收益率也因主营业务利润及投资收益的增长而出现较大幅度上升, 由 2016 年的 0.38%与 0.42%上升至 2.32%与 5.28%。

整体来看, 近三年, 公司营业收入受土地整理收入影响逐年减少; 同时受土地整理板块利润波动及投资收益增长影响, 公司近三年盈利水平波动较大。

5. 现金流分析

近年来, 受土地市场行情等影响, 公司经营产生的现金流入波动起伏较大, 公司对外部融资有较强依赖性。

经营活动方面, 2015~2017 年, 公司经营活动现金流入波动下降, 年均变动 -50.36%; 2017 年为 27.57 亿元, 同比下降 76.28%; 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金 19.54 亿元, 同比下降 63.81%, 主要系 2017 年土地出让集中在四季度, 部分土地整理收入未于当年返还; 收到其他与经营活动有关的现金 8.02 亿元, 同比减少 87.11%, 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。收到与支付其他与经营活动有关的现金均大幅下降原因为计入该科目下的国债逆回购资金入账调整所致。2015~2017 年, 公司经营活动现金流出受购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金减少影响大幅减少。其中, 公司购买商品、接受劳务支付的现金 36.85 亿元, 同比减少 63.37%, 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; 支付其他与经营活动有关的现金同比减少 97.70%至 1.64 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, 仍呈现起伏较大的特点, 三年分别为 79.74%、131.38%和 58.31%。

投资活动方面, 2015~2017 年, 公司投资

活动现金流入和流出均出现较大幅度下降,年均降幅分别为 19.27%和 32.12%。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,2017 年同比减少 90.85%至 67.43 亿元。其中,收回投资收到的现金 52.77 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 10.20 亿元,系出让国债产品收回资金。受投资规模大幅缩减影响,2017 年,公司投资活动现金流出同比下降 89.33%至 88.68 亿元。其中,投资支付的现金 56.35 亿元,同比减少 92.52%,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减少 61.88%至 15.52 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 89.03 亿元、94.48 亿元和 21.25 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,2015~2017年,公司融资规模波动减小,筹资活动现金流入年均降幅 27.42%;2017年为 114.36 亿元,同比减少 68.50%。其中,取得借款收到的现金同比下降 80.54%至 61.43 亿元;发行债券收到的现金同比下降 17.40%至 36.92 亿元,来自私募债、短期融资券以及债权融资计划的发行。2015~2017 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 19.57%;2017 年共计 115.06 亿元,同比下降 29.50%。公司筹资活动现金流量净额分别为 136.63 亿元、199.87 亿元和 -0.70 亿元,年均降幅 100.35%。

综上所述,受土地市场行情的影响,公司经营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

公司间接融资渠道较为畅通短期偿债能力一般;长期偿债能力受利润规模增长带动有所增强;考虑到公司待整理土地可形成较大规模的预期收益,公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看,2015~2017 年,公司流动比率及速动比率整体呈现波动上升趋势;受流动负债增幅较大影响,公司 2017 年流动比率和速动比率均有下降,分别由 2016 年的 607.14%和 212.71%降至 488.74%和 144.55%。考虑到公司现金类资产较为充足,其短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看,2015~2017 年,公司 EBITDA 年均复合增长 79.86%,三年分别为 6.72 亿元、3.88 亿元和 21.73 亿元;同期,公司调整后全部债务/EBITDA 呈波动下降态势,三年分别为 62.70 倍、139.11 倍和 25.78 倍。考虑到公司存量土地规模较大,未来可获得较大收益,且新增的建筑安装职能有望对公司营收规模形成支撑;公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 9 月底,公司共获得国内各家银行授信额度 295.79 亿元,已使用 259.09 亿元,尚未使用额度 36.70 亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 9 月底,公司对外担保余额 50.49 亿元,担保比率为 16.66%;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。

九、本期债券偿债能力分析

本期债券对公司现有债务规模有一定影响;公司 EBITDA 对本期债券保障能力弱,经营活动现金流入量对本期债券保障能力一般。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行规模 33 亿元,分别相当于 2017 年底公司调整后长期债务和调整全部债务的 6.52%和 5.89%,对公司现有债

务规模有一定影响。

截至 2017 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 66.64%、64.31%和 61.95%。以 2017 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率将分别上升为 67.78%、65.61%和 63.43%。本期债券发行后，公司债务负担将进一步加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期债券发行金额的 0.20 倍、0.12 倍和 0.66 倍；经营活动现金流入量分别为 111.88 亿元、116.22 亿元和 27.57 亿元，分别为本期债券发行金额的 3.39 倍、3.52 倍和 0.84 倍。公司经

营活动现金流量净额均为负值，对本期债券无保障能力。总体看，公司 EBITDA 对本期债券保障能力弱，经营活动现金流入量对本期债券保障能力一般。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券募集资金为 33.00 亿元，其中 19.80 亿元用于募投项目的建设。

募投项目的投资收益包括会展收入、会议中心收入、酒店（客房及餐饮）收入、停车场收入、写字楼出租收入等。根据济南市工程咨询院出具的《济南西部会展中心项目申请报告》，按照施工进度安排，募投项目将于 2020 年开始产生收入。单价及出租率预测见下表：

表 14 募投项目出租单价及出租率预测

序号	项目	自主定价价格	出租率
1	室内展馆出租	10 元/平方米/天；运营期前 9 年每年上浮 5%之后每年上浮 2%计算	出租率按首年 25%，运营期每年增加 1%至 40%并保持稳定计算
2	室外展馆出租	8.50 元/平方米/天，运营期前 9 年每年上浮 5%之后每年上浮 2%计算	出租率按首年 20%，运营期每年增加 1%至 35%并保持稳定计算
3	会议中心出租	5 元/平方米/天，每 3 年上浮 10%计算	出租率按照首年 25%，运营期每年增加 1%至 40%并保持稳定计算
4	酒店-四星客房	520 元/间，运营期前 10 年每 3 年上浮 10%，之后每 3 年上浮 1%	客房入住率按照首年 55%，运营期每年增加 1.5%至 75%并保持稳定计算
5	酒店-五星客房	700 元/间，运营期前 10 年每 3 年上浮 10%，之后每 3 年上浮 1%	首年 50%，运营期每年增加 1.5%至 75%并保持稳定计算
6	写字楼出租	2.5 元/平方米/天，运营期内每 3 年上浮 10%计算	100%
7	停车场	白天 2 元/小时；夜晚 5 元/夜	按照白天停车位使用率 60%，夜晚停车位使用率 50%计算

资料来源：公司提供

假设本期债券于 2018 年发行成功，在债券存续期内募投项目可产生收入合计 30.80 亿元。本期债券存续期内募投项目的经营情况具

体测算如下：

表 15 本期债券募投项目收入测算（单位：万元）

项目	本期债券存续期										合计
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
营业收入		11962.50	21641.62	31817.68	33513.62	36954.91	38883.17	40916.24	45016.35	47325.57	308031.7
室内展览收入		9855.00	10761.66	11734.35	12777.40	13895.42	15093.31	16376.24	17749.73	19219.63	127462.7
室外展览收入		1020.00	1124.55	1237.01	1357.89	1487.78	1627.26	1776.97	1937.58	2109.81	13678.85

展馆配套服务收入		1087.50	1188.62	1297.14	1413.53	1538.32	1672.06	1815.32	1968.73	2132.94	14114.16
独立会议中心出租收入			190.95	397.19	412.46	470.51	487.32	504.12	573.02	591.50	3627.07
酒店收入			6846.89	14091.44	14489.10	16375.43	16812.86	17250.29	19456.48	19937.65	125260.1
配套塔楼会议中心出租收入			33.36	69.39	72.06	82.20	85.13	88.07	100.11	103.33	633.65
停车场收入			925.28	1850.55	1850.55	1850.55	1850.55	1850.55	1850.55	1850.55	13879.13
写字楼出租收入			570.31	1,140.63	1,140.63	1254.69	1254.69	1254.69	1380.16	1380.16	9375.96
营业成本		3063.72	5747.94	8808.29	9183.31	9662.98	10350.22	10781.42	11336.08	11806.39	80740.35
外购燃料及动力费		621.50	1607.86	2623.03	2676.69	2730.36	3062.42	3121.46	3180.49	3239.52	22863.33
工资及福利费		1644.00	2759.94	4142.82	4343.49	4552.48	4770.09	4996.66	5232.53	5478.05	37920.06
修理费		358.88	780.00	1272.71	1340.54	1478.20	1555.33	1636.65	1800.65	1893.02	12115.98
经营管理及推广费用		439.35	600.14	769.73	822.57	901.95	962.38	1026.66	1122.41	1195.79	7840.98
税金及附加		789.53	1428.35	2099.97	2211.90	2439.02	2566.29	2700.47	2971.08	3123.49	20330.1
会展中心（展馆出租及展馆配套服务）		789.53	862.94	941.72	1026.22	1116.82	1213.91	1317.92	1429.30	1548.52	10246.88
独立会议中心		--	12.60	26.21	27.22	31.05	32.16	33.27	37.82	39.04	239.37
酒店		--	451.89	930.03	956.28	1080.78	1109.65	1138.52	1284.13	1315.89	8267.17
配套塔楼会议中心		--	2.20	4.58	4.76	5.43	5.62	5.81	6.61	6.82	41.83
停车场		--	61.07	122.14	122.14	122.14	122.14	122.14	122.14	122.14	916.05
写字楼		--	37.64	75.28	75.28	82.81	82.81	82.81	91.09	91.09	618.81
项目净收益		8109.25	14465.34	20909.42	22118.41	24852.91	25966.66	27434.35	30709.19	32395.70	206961.2

资料来源：公司提供

根据以上测算，假设第五年末投资者未行使回售选择权，债券存续期内，募投项目收入对用于募投项目的债券本金（18.90 亿元）的覆盖倍数为 1.63 倍；项目净收益合计对用于募投项目的债券本金的覆盖倍数为 1.10 倍。假设第五年末投资者行使回售选择权，则债券存续期内募投项目收入无法覆盖债券本金。总体来看，本期债券的偿还对公司日常经营性现金依赖程度高。

4. 偿债资金监管

公司与中信银行股份有限公司济南分行签署了《2018 年济南西城投资开发集团有限公司公司债券专项账户监管协议》（以下简称“《监管协议》”），聘请中信银行股份有限公司济南分行作为监管银行，公司在监管银行处开立债券专项账户，由监管银行对偿债资金的提前准备进行严格监管。

本期债券募集资金在本期债券发行完成后 5 个工作日划转至专项账户中，公司按照《监管协议》及本次债券募集说明书的约定确保专项账户专项用于本期债券募集资金的接收、存

储、划转与本息偿付。

在本期债券存续期的每年付息（兑付）日的 5 个工作日前，公司需确保在监管银行的专项账户有足额资金用于偿还每年应付利息和/或本金。

监管银行应按照募集说明书中募集资金用途的要求，表面性审核公司提出的资金使用申请和支付材料，合规办理募集资金的划拨支付手续，监督专项账户资金专项用于募集说明书中约定的用途。

十、结论

近年来，济南市经济增长迅速，基础设施投资增速维持在较高水平，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。

公司与滨河集团合并后，在保留原有职能的前提下，被赋予了负责济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路及桥隧建设的职能；公司行业专营地位有望得到提升。

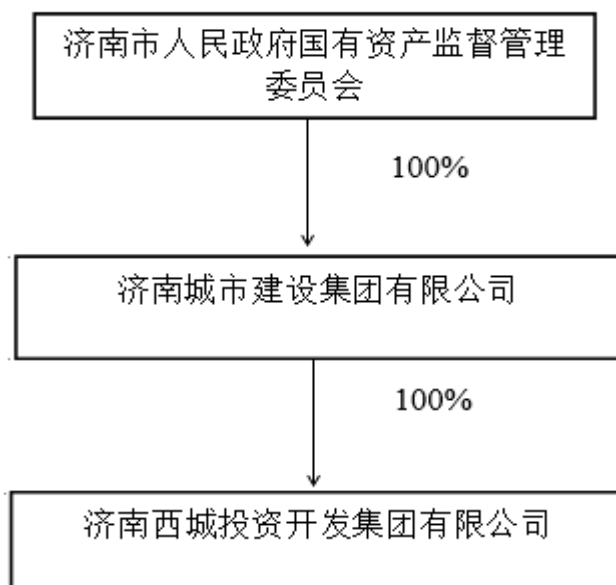
目前公司可用于开发整治的土地存量较大，未来可产生较大规模的土地出让金返还收入；但公司营业收入受土地市场波动影响较大，盈利水平具有一定不确定性。

公司资产规模稳步增长，货币资金较为充足；流动资产中存货和其他应收款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，且济南市政府对公司支持力度较大，公司整体偿债能力强。

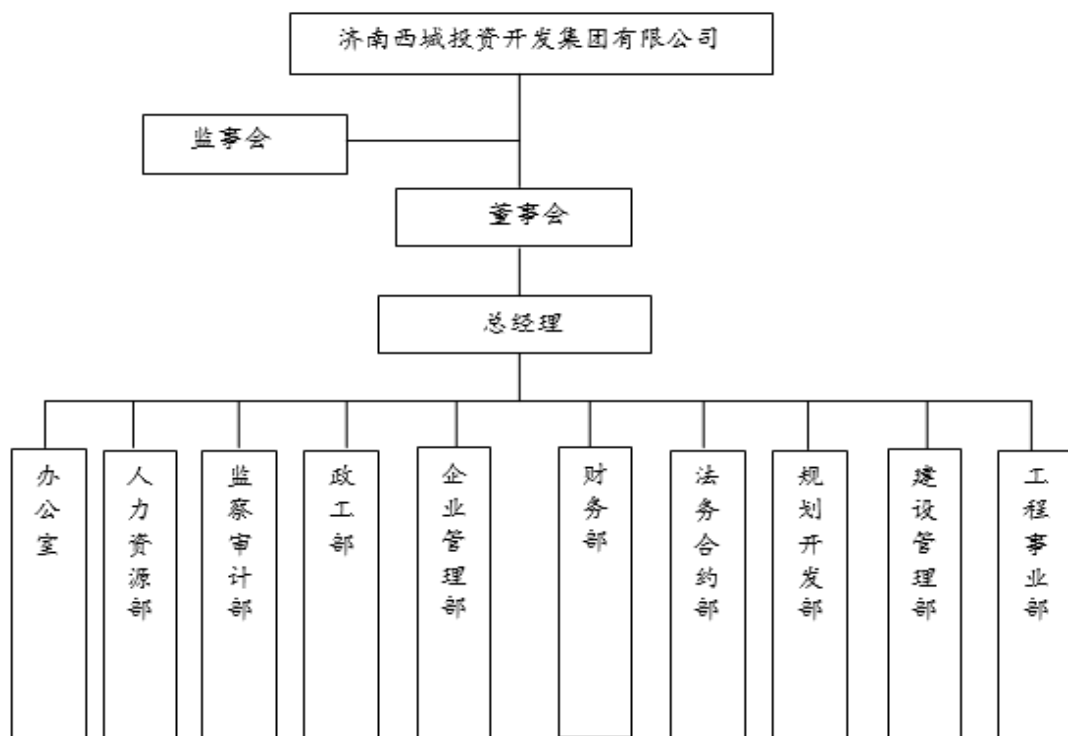
本期债券对公司现有债务规模有一定影响；公司经营活动现金流入量对本期债券保障程度一般。考虑到到期一次性偿还本金，公司有一定集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券付息或兑付本息不能偿还的风险极低。

附件 1-1 济南西城股权结构图



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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	42.95	72.93	54.14
资产总额(亿元)	765.57	898.01	931.78
所有者权益(亿元)	267.05	280.31	310.87
短期债务(亿元)	68.58	18.02	47.08
长期债务(亿元)	213.27	275.14	293.53
全部债务(亿元)	281.85	293.16	340.61
调整后全部债务(亿元)	421.15	540.04	560.18
营业收入(亿元)	47.78	41.10	33.51
利润总额(亿元)	3.18	1.30	16.50
EBITDA(亿元)	6.72	3.88	21.73
经营性净现金流(亿元)	-54.13	-58.52	-14.82
财务指标			
应收类款项/资产总额(%)	14.08	3.97	6.87
销售债权周转次数(次)	3.29	1.51	1.16
存货周转次数(次)	0.21	0.15	0.06
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.04
现金收入比(%)	79.74	131.38	58.31
营业利润率(%)	10.62	5.56	40.98
总资本收益率(%)	1.09	0.54	3.11
调整后总资本收益率(%)	0.87	0.38	2.32
净资产收益率(%)	1.18	0.42	5.28
长期债务资本化比率(%)	44.40	49.54	48.57
调整后长期债务资本化比率(%)	56.24	64.85	61.95
全部债务资本化比率(%)	51.35	51.12	52.28
调整后全部债务资本化比率(%)	61.20	65.83	64.31
资产负债率(%)	65.12	68.79	66.64
流动比率(%)	293.32	607.14	488.74
速动比率(%)	133.83	212.71	144.55
经营现金流动负债比(%)	-40.95	-77.72	-15.29
全部债务/EBITDA(倍)	41.96	75.52	15.67
调整后全部债务/EBITDA(倍)	62.70	139.11	25.78

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款、其他流动负债以及其他应付款中的有息债务。

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	
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%
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

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 2018 年济南西城投资开发集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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，在企业年报披露后两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。