

跟踪评级公告

联合[2015] 1539 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持济南西城投资开发集团有限公司主体长期信用等级AA⁺，评级展望为稳定，维持“15济西城投MTN001”AA⁺信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十八日



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（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

济南西城投资开发集团有限公司

中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 济西城投 MTN001	2 亿元	2015/06/16-2018/06/15	AA ⁺	AA ⁺

评级时间: 2015 年 7 月 28 日

财务数据

	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.01	41.71	49.86	20.48
资产总额(亿元)	404.02	510.31	599.40	600.31
所有者权益(亿元)	122.91	185.72	265.26	267.22
短期债务(亿元)	44.43	69.12	29.56	18.66
全部债务(亿元)	251.70	268.94	287.04	296.94
营业收入(亿元)	89.47	114.37	71.65	26.36
利润总额(亿元)	14.29	17.78	7.60	1.70
EBITDA(亿元)	14.50	18.14	8.17	--
经营性净现金流(亿元)	50.25	12.96	15.42	-16.25
营业利润率(%)	17.03	16.90	11.08	8.33
净资产收益率(%)	11.54	9.57	2.86	--
资产负债率(%)	69.58	63.61	55.75	55.49
全部债务资本化比率(%)	67.19	59.15	51.97	52.63
流动比率(%)	349.15	281.63	466.12	617.62
全部债务/EBITDA(倍)	17.35	14.83	35.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.92	1.21	0.65	--
经营现金流负债比(%)	68.12	10.39	20.11	--

注: 2012~2015 年 1 季度长期应付款中的长期借款以及专项应付款在指标计算中计入长期债务。

分析师

闫蓉 叶青

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

济南西城投资开发集团有限公司(以下简称“济南西城投资”或“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,联合资信也关注到公司营业收入有所下滑、其他应收款金额大、债务规模持续增长及未来投资规模较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

跟踪期内,济南市政府财政实力稳步增强,在土地出让金返还、财政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快速发展,公司负责一级开发的存量土地存在一定升值空间。未来公司将积极拓展房地产、旅游、产业园以及金融等业务,逐步形成多元化经营格局,整体抗风险能力有望增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入对“15 济西城投 MTN001”覆盖程度良好。综合考虑,联合资信维持公司 AA⁺ 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15 济西城投 MTN001”AA⁺ 的信用级别。

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. 跟踪期内,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。
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 EBITDA 和经营活动现金流对“15 济

西城投 MTN001”覆盖程度良好。

关注

1. 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，资金需求压力大。
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。
5. 公司其他应收款增长快，对资金形成一定占用。
6. 公司对外担保规模较大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与济南西城投资开发集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与济南西城投资开发集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因济南西城投资开发集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由济南西城投资开发集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本次跟踪结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于济南西城投资开发集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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

公司与济南市西区投融资管理中心为“两块牌子、一套班子”，济南市西区投融资管理中心是济南市政府直属全额预算管理正局级事业单位。公司主要工作职责包括：按照市政府批准的投融资计划，管理西部新城政府项目

的投融资业务；编制年度计划，统一对外融资、偿还借款；根据批准的融资方案，拨付资金、监督运行；根据市政府批准的建设项目，进行项目和房产、地产投资、合作、开发经营；受济南市国土资源局的委托，负责西部新城建设用地的一级开发和前期土地熟化；从事政府授权范围内的国有资产运营、管理，承担保值增值责任；代表政府行使国有资产出资人收益权；办理市政府交办的其它事项等。

截至2015年3月底，公司本部设办公室、人力资源部、政工部、企业管理部、财务部、审计法务部、规划发展部、土地开发部、工程部和投融资部等10个职能部门；拥有在职职工184人。

截至2014年底，公司合并资产总额599.40亿元，所有者权益合计265.26亿元（含少数股东权益34.96亿元）；2014年公司实现营业收入71.65亿元，利润总额7.60亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额600.31亿元，所有者权益合计267.22亿元（含少数股东权益34.95亿元）；2015年1季度公司实现营业收入26.36亿元，利润总额1.70亿元。

公司注册地址：济南市长清区大学科技园大学路4366号；法定代表人：张伟。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈

进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平台稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币

贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业和区域环境分析

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、

隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平

衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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

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

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济分析

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

（1）济南市概况

济南市是山东省省会，位于山东省的中西部，全市总面积8177平方公里，市区面积3257平方公里，现辖历下、市中、槐荫、天桥、历城、长清六区和平阴、商河、济阳三县及章丘市，2014年底全市户籍总人口621.6万人。济南市地理位置优越，是山东省铁路、公路、航空的交通枢纽。京沪、胶济铁路在市区交汇，北连北京、天津，南接南京、上海、福州，东达港口城市青岛、烟台；“济青高速”、“济聊高速”与“京福高速”在济南交汇，从而形成了辐射全省、连接全国的高速公路网络；济南机场是经国家批准的国际空港，有通往香港、北京、哈尔滨、上海、广州、深圳、福州、厦门、西安、武汉、珠海、海口等城市的几十余条空中航线，通航城市达到53个，并开通了济南至俄罗斯的国际货运包机。

总体看，济南市地理位置优越，市域立体交通网架构基本形成，区位优势明显。

（2）济南市经济发展及财政概况

近年来济南市经济总量持续增长，2012~2014年，济南全市生产总值分别达到4812.68亿元、5230.20亿元和5770.60亿元。分产业看，第一产业增加值299.10亿元，增长4.2%；第二产业增加值2215.20亿元，增长8.8%；第三产业增加值3256.30亿元，增长9.1%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的5.4：39.3：55.3调整为5.2：38.4：56.4。

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，2014年全年固定资产投资3063.4亿元，比上年增长16.1%。分产业看，第一产业投资116.3亿元，增长18.4%；第二产业投资1098.5亿元，增长21.0%；第三产业投资1848.6亿元，增长13.3%。三次产业投资比重为3.8：35.9：60.3。2014年末，年末全市固定资产投资项目3360个，增加114个。其中亿元及以上投资项目930个，增加64个。基础设施投资快速增长。全年基础设施投资391.7亿元，增长40.3%。其中电力、热力生产和供应

业投资62.7亿元，增长96.8%；燃气生产和供应业投资7.1亿元，下降18.7%；铁路运输业投资7.4亿元，增长53.9%；道路运输业投资105.4亿元，增长62.4%。

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，2012~2014年，济南市地方公共财政预算收入分别达到380.8亿元、482.1亿元和543.1亿元，其中2014年较上年同比增长12.7%，增速较上年有所放缓。

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，地方可支配财力稳步增强，用于基础设施建设和偿付借款本息的可支配财力有所提高。

（3）济南市城市规划

根据《济南市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》（以下简称“济南市十二五发展规划”），十二五期间，济南市将加快城市规模扩张和功能提升，统筹城乡区域协调发展，着力构建“一城三区”中心城发展格局，进一步增强区域带动能力。“一城三区”包括老城区以及东部新城、西部新城和滨河新区。

优化提升老城区

以释放发展空间、重塑功能形象为重点，统筹地上、地下空间利用，提高立体化发展水平，打造功能布局合理、空间利用高效、服务经济发达的现代化中心城区；突出总部经济功能，重点发展信息服务、金融商务、文化旅游和现代商贸等产业，优化空间布局，推进老城区内12个重点片区规划建设；加快泉城路等市区主要道路两侧片区的开发建设和改造，提升集聚发展水平和综合服务功能；集中力量抓好宝华街官扎营等棚户区、城中村和危旧简易楼改造；推进污染环境、能耗较高、发展空间受限的工业企业搬迁改造，盘活闲置存量土地，开辟新的城市发展空间。

加快建设三大新区

西部新城：依托京沪高铁枢纽、文化教育

资源和生态湿地优势，重点发展高端商务金融、商业会展、文化创意和旅游休闲业，加快建设西部新城核心区，打造经十西路城市发展轴，推进西部新城、济西湿地和长清三大片区开发，形成“一心、一轴、三片”空间发展格局，建设功能布局合理、综合配套完善的开放、高效、绿色的现代化新城区；东部新区：以高新技术产业、高端制造业、战略性新兴产业和现代服务业为主导，打造全国重要的高新技术产业示范区和全省高新技术产业领军地区，形成产业特色鲜明、配套设施完善的现代化新城区；滨河新区：结合小清河综合治理工程，构建小清河生态发展轴，推进北湖城市副中心和济泺路、华山、新东站、美里湖四大片区开发建设，形成“一轴、一心、四区”开发格局，打造新的城市发展带、景观旅游带、生活休闲带。

积极推进北跨发展

加快基础设施和公共服务设施建设推动中心城基础设施和公共服务设施北跨黄河延伸。大力发展跨河公共交通，新建长清黄河大桥、济齐黄河大桥、石济客专黄河公铁特大桥、泺口黄河隧道等交通设施，基本形成“九桥一隧”的过河通道体系，强化中心城市与黄河北地区的联系。推进黄河北地区交通、电力、供水、燃气、热力和污水、垃圾处理设施建设，加强公共绿地和生态隔离带建设，逐步完善文化教育、医疗卫生、商业服务、环境保护等服务设施，进一步强化北跨发展支撑条件。

依托黄河北地区区位优势、能源条件和现有产业基础，规划建设产业拓展区，打造产业发展新平台。在黄河沿岸地区规划建设北跨起步区，积极发展环境友好型生态工业，完善商贸、物流、生活居住等配套功能，构筑北跨发展的桥头堡。推进济北开发区、商河经济开发区及城区产业园建设发展，进一步完善基础设施，打造全市重要的传统产业基地。

加快推进城市综合体规划建设

坚持“高起点规划、高标准建设”，结合城市空间布局和功能提升，进一步完善城市综合

体规划、功能定位和推进机制。结合中心城市发展定位，加快建设泉城路商业中心区、奥体文博中心区、西部新城核心区等16个城市综合体，为提升城市功能、优化空间形态、繁荣城区经济提供强大载体。

（4）西部新城规划

济南市西部新城区是济南市规划建设中的三大新城区之一。西部新区由京沪高铁济南西客站片区、大学科技园和济西国家级湿地公园三大功能板块组成。依据济南市“十二五”发展规划，西部新城区将建设成为总部经济、金融服务、文化创意、商务会展、旅游休闲等服务经济集聚区，开放、高效、绿色的现代化新城区以及全市重要的生态功能区。2014年，政府进一步明晰了西部新城“一带三区”（玉符河生态景观带、大学科技园区、西客站片区、田园生态城区）的发展框架。

玉符河是济南市市级管辖的流域面积最大的一条河道，总流域面积827平方公里。玉符河综合治理工程估算投资约30亿元，将重点建设防洪、交通、治污、景观、配套五大工程。工程完工后将形成四个景观带：自卧虎山水库至寨而头段，通过子槽扩挖，绿道布设，建成“山水相依、渔耕井然”的郊野自然景观；自寨而头至104国道段，通过边坡修复，河槽整理，拦蓄补源；自104国道至220国道段，通过生态护岸，营造水面，打造景观，构建水生态景观长廊；自220国道至入黄口段，充分利用河缓、滩宽、多源的特点，打造“林草丰茂、鱼翔浅底”的生态湿地景观。计划2015年底前全面完成各项工程建设任务，将玉符河打造成绿色安全屏障、生态景观长廊和新型城乡协调发展示范区。

京沪高铁济南西客站片区（以下简称“西客站片区”）东至二环西路，南至津浦铁路，西至济西编组站，北至小清河，总面积约55平方公里，总建设规模约5000万平方米。依据规划，西客站片区定位为“齐鲁新门户、泉城新商埠、城市新中心”，是未来西部新城的发展

核心区域。未来西客站片区将依托京沪高铁五大始发站之一的济南西站作为交通枢纽中心，自西向东形成站前商务区、文化会展商务区和商业商务区三大功能区，构建西部新城城市综合体。

大学科技园东起京福、京沪高速公路，西、北至济荷高速公路，南至崮山镇以南一带山体，总规划面积43平方公里，其中城市建设用地29平方公里。依据规划，大学科技园将形成“一轴、两心、多组团”的城市发展结构，一轴即沿大沙河的生态景观轴，两心即依托园博园形成的现代产业核心和依托文化创意形成的综合功能中心，多组团即高校、居住、研发产业、生态旅游、休闲度假等多个功能组团。目前，园区配套设施日趋完善，并已吸引山东大学、山东艺术学院、山东中医药大学等10所高校、近18万师生入住。园区文化创意、旅游休闲、教育培训及会议会展等产业日趋成熟，14万平方米的数娱大厦和8万平方米的学生商业街已建成投入使用，园博园已开园纳客，四星级名仕学府酒店、园博园度假酒店、国际会展中心相继运营，世博山东馆重建暨文化创意产业区项目已基本完工、奥特莱斯综合体、龙湖睿城综合体、银座商业中心等项目即将开工建设，城市配套功能将不断完善。

济西湿地公园东到南水北调东线引水渠，西到高怀路，北到玉符河南河岸线，南到冯庄村与老李村间道路，总面积约33.4平方公里，其中一期工程11.3平方公里，分为保育区、恢复重建区、宣教展示区、合理利用区和管理服务区等功能分区。在立足保护湿地生态的基础上，湿地公园将发展休闲旅游、科普教育、生态环保，打造生态文化教育休闲区，提升城市品质。2011年济西湿地公园被批准为国家级湿地公园，建成后将成为长江以北独具特色的湿地公园。

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

城区，未来济南市将进一步加大西部新城基础设施建设的投资力度。公司外部发展环境良好。

五、基础素质

1. 产权状况

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

2. 政府支持

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

资金支持

2014年，济南市财政局下发《关于对济南西城投资开发集团有限公司增加注册资本金的批复》（济投融资办【2014】第70号文件及修改后章程规定，以资本公积400000.00万元转增资本。

2014年，公司资本公积增加322511.54万元，主要是财政局返还的土地出让净收益。

另外，2013年与2014年，公司分别获得政府补助392万元和198万元，计入营业外收入。

土地整治和一级开发

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

公司进行一级开发的土地主要分布在西客站片区和大学科技园片区。截至2014年12月底，公司可用于开发整治的土地累计达到75000亩，其中大学科技园片区47300亩，西客站片区28700亩。目前，两大片区已开发整治

完成土地13628.89亩，参照近年来济南市土地市场行情，公司2015~2019年土地一级开发收入累计可达625.98亿元。

土地出让金收益返还

2015年5月8日，济南市下发《济南市人民政府办公厅关于进一步完善市级国有土地出让收支管理政策的通知》（济政办发【2015】8号），通知对土地整理收益分配进行调整，“未来市级与各投资融资平台按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成”，未来公司土地整理的收益将有所增加。

配套建设费返还

根据济南市财政局和济南市建设委员会《关于明确西区大学科技园城市建设综合配套费征收使用管理程序的通知》（济财建【2008】7号）文件，大学科技园规划建设范围内形成的城市建设综合配套费以每平米92元标准返还给公司，以促进大学科技园建设。2010和2011年，公司分别获得返还款3280万元和2566万元。2014年收到返还款1亿元。

2015年，根据《济南市人民政府关于济南四季村宾馆移交管理工作专题会会议纪要》（（2014）14号），济南政府将济南四季村宾馆划入公司增加实收资本50万元。

整体而言，公司在发展过程中得到政府多方面的大力支持；由于公司的特殊性质，这些

支持今后仍将得以继续，为公司可持续发展提供了有力保障。

六、管理分析

跟踪期内公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

公司作为济南市西部新城区基础设施建设的核心主体，主要业务包括市政重点项目的投资和建设、土地整理熟化等。

跟踪期内，公司实现主营业务收入71.59亿元，同比下降29.94%。其中，土地整理熟化收入66.93亿元，同比下降33.18%；售房收入等其他主营业务收入均有所增长；其他业务收入大幅增长356.10%。土地整理熟化收入、售房收入、油品收入为公司三大主要收入来源，占比营业收入分别为93.44%、3.21%、1.68%。

毛利率方面，2014年，公司整体毛利率下滑至11.58%，主要由于土地整理熟化与租赁板块毛利率下降幅度较大所致。公司最大收入板块土地整理熟化毛利率下滑主要由于房地产行情下滑带来的土地市场不景气，土地出让价格下降所致。

表1 2012~2015年1季度公司营业收入情况

项目	营业收入（亿元）				营业成本（亿元）				营业毛利率（%）			
	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
土地整理熟化收入	84.11	100.17	66.93	25.96	69.54	82.24	59.53	23.61	17.33	17.90	11.06	9.05
售房收入	4.54	0.76	2.30	-	4.20	0.67	1.89	-	7.65	11.60	17.64	-
油品收入	-	0.88	1.19	0.22	-	0.84	1.06	0.18	-	4.65	10.94	16.68
租赁及物业费收入	-	0.19	0.34	0.08	-	0.10	0.21	0.06	-	45.89	38.05	25.23
其他收入	0.67	0.18	0.83	0.10	0.11	0.09	0.61	0.30	82.91	50.04	26.80	-197.79
合计	89.32	102.19	71.59	26.36	73.85	83.95	63.30	24.16	17.32	17.85	11.58	8.36

资料来源：公司审计报告

1. 土地整理熟化

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

受2014年土地市场行情影响，公司土地出让收益下滑，2014年，公司确认土地出让金返66.93亿元，同比下滑33.18%。

目前，公司土地整理熟化业务经营模式为：根据《济南市人民政府关于调整国有土地使用权出让净收益分配办法的通知》（济政发【2012】11号）文件规定，公司将西部新城区重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由济南市国土资源局通过济南市土地储备交易中心公开招、拍、挂等方式出让，所得收入上缴济南市财政局；公司向济南市国土资源局上报已出让地块的成本测算，济南市财政局将土地出让金纯收益的50%连同经济南市国土资源局审核的征收、熟化土地成本拨付给公司，收益部分用于西部新城区基础设施开发建设。2015年5月8日，济南市下发《济南市人民政府办公厅关于进一步完善市级国有土地出让收支管理政策的通知》（济政办发【2015】8号），“未来市级与各投资融资平台按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成”。

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

公司测算的土地成本包括研究、策划、设计等前期费用，拆迁补偿款和过渡安置费等土

地征收费用，道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、土地平整等配套工程费用，资金成本和其他费用。土地熟化阶段，配套工程费用和资金成本计入“在建工程”科目，其他成本计入“存货—土地熟化成本”。

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土地成本（剔除配套工程费用）加之土地出让净收益分成确认土地整理熟化收入，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”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。

2012-2014年，公司累计开发整治土地8989.06亩。其中，2012年，公司出让土地13宗，合计3097.87亩，主要集中在西客站片区；2013年，公司出让土地57宗，合计4099.56亩，主要集中在西客站片区、大学科技园和大庙屯片区。2014年，公司出让土地18宗，合计1791.63亩，主要集中在西客站片区；2015年1~3月，公司出让土地14宗，合计426.5亩，主要集中在西客站片区。

截至2014年12月底，公司可用于开发整治的土地累计达到75000亩，其中大学科技园片区47300亩，西客站片区28700亩。随着片区开发不断推进，可用于开发整治的土地将不断增加。目前，两大片区已开发整治完成土地13628.89亩，其中大学科技园片区5908.15亩，西客站片区7720.74亩。目前，大学科技园片区土地成交价格160万元/亩、西客站片区450万元/亩，参照近年来济南市土地市场行情，按照审慎原则，土地价格按10%增长，公司2015~2019年土地一级开发收入累计可达625.98亿元。

表2 2013~2015年3月公司土地出让明细情况（单位：亩/万元）

时间	地块名称	面积	转让金额	公司收益	公司回款
2013年	西客站片区潍坊路东侧、威海路北侧4个地块	214.60	91185.00	8477.00	72868.00
	西客站片区齐鲁大道西侧2个地块	106.98	40563.00	2979.00	32410.00

时间	地块名称	面积	转让金额	公司收益	公司回款
	西客站片区腊山河东路东侧 2 个地块	131.00	84000.00	21016.00	41896.00
	西客站片区党杨路东侧、克朗山北路南侧地块	89.33	25013.00	279.00	19990.00
	西客站片区清源路南侧、腊山河西路东侧 5 个地块	343.00	134133.00	884.00	68652.00
	西客站片区清源路南侧、腊山河东侧 5 个地块	204.00	86935.00	-	17800.00
	西客站片区青岛路南侧、福寺路北侧、淄博路东侧 12 个地块	826.00	379904.00	-	80000.00
	西客站片区横支 6 号路南侧、齐州路东侧 8 个地块	611.00	292050.00	-	152250.50
	西客站片区青岛路南侧、腊山河东路东侧 2 个地块	126.80	58150.00	2376.00	35996.50
	西客站片区烟台路南侧、腊山河东路西侧 4 个地块	343.30	157663.00		80977.00
	西客站片区清源路南侧、腊山河东路东侧 2 个地块	210.20	120084.00	-	-
	大庙屯片区市中区二环南路北侧 5 个地块	230.00	54002.19	9263.00	32400.65
	大庙屯片区二环南路延长线以南地块	141.46	28292.00	-	5980.00
	大学科技园片区丁香路东首、紫薇路东侧地块	71.70	11834.46	-	5910.23
	大学科技园核心区 2 个地块	349.10	69822.60	-	17960.00
	大学科技园片区芙蓉路以南、海棠路以东地块	100.70	5233.00	-	-
	小计	4099.56	1638824.65	45274.00	665090.88
2014 年	西客站片区腊山河东路东侧、威海路北侧 5 个地块	452.40	209521.00	7736.00	201141.35
	西客站片区青岛路北侧、高铁西侧 5 个地块	985.10	443239.00	12338.00	429619.55
	大学科技园常春藤小区东北角插花地块	47.00	8460.00	754.00	7663.67
	西八北居市中区二环南路北侧地块	10.65	4115.00		3464.85
	市中区二环南路延长线北侧 4 个地块	181.06	42511.38		22753.28
	海棠路东侧、紫薇路南侧	42.32	7617.78		5480.00
	槐荫区二环西路东侧、森林公园北侧	73.1	35088.00		11740.00
	小计	1791.63	750552.16	20828.00	681862.70
2015 年 1-3 月	长清区大学路南侧、海棠路东侧	148.57	26748.00		10699.20
	济宁路东侧、腊山河西侧	37.46	21842.00		8736.8
	槐荫区经十路南侧、规划淄博路东侧	28.4	17701.00		7080.40
	青岛路南侧、齐鲁大道西侧 3 个地块	229.04	107365.00		50091.70
	槐荫区烟台路南侧、济宁路东侧	54.2	29268.00		11707.20
	槐荫区日照路南侧、潍坊路西侧 4 个地块	217.87	112200.00		44880.00
	济荷高速以西、长清大道以北	92.78	12989.2		10391.36
	大学科技园文汇路以南、博雅路以西	55.34	7747.74		6198.19
	济南市历城区柳埠镇省道 248 线以北、柳埠林场以西	9.75	295.00		
	小计	724.84	336155.94	0	149784.9

资料来源：公司提供

注：“公司回款”是指公司从财政部门收到的返还款，包括土地整理成本及与财政的分成收益；“公司收益”为公司核算的分成收益，即按照规定与财政 5:5 分成收益中归属于公司的部分收益。

2. 其他业务 售房业务

公司售房业务的经营主体主要为公司的全资子公司济南西城置业有限公司。2013 年，公

司完成房地产开发投资 1.86 亿元，完成房屋施工面积 39 万平方米，当年实现房屋销售面积 3.65 万平方米，实现销售额 7608.47 万元。2014 年，公司通过西元大厦项目实现售房收入 22962.05 万元。2015 年 1 季度，公司未实现售房收入。

公司目前在建和拟建房地产项目主要有西元大厦项目、济水上苑项目、长清湖项目和总部基地项目，这些项目将在未来 3-5 年内持续产生收入。

表 3 2013~2015 年 3 月公司土地出让明细情况

项目名称	总开发面积	已完工面积	销售面积	未销售面积	合规情况
西元大厦项目	5.5	5.5	3.49	2.01	五证齐全
济水上苑项目	86.0	27.00	10.21	16.79	五证齐全
长清湖项目	119.0	-	13.97	105.03	五证齐全
总部基地项目	70.0	-	0		项目还未开工，五证在办理过程中

资料来源：公司提供

油品业务

公司与中国石油化工股份有限公司投资成立济南西城石化有限公司（以下简称“石化公司”）负责公司的油品业务，公司出资 1530 万元，占 51% 的股份。截至 2013 年底石化公司账面资产总额 3459 万元，净资产 3076 万元，在营加油站 8 座（其中自投 1 座，投资额 200 万元），在建 3 座，投资额 597 万元。2013 年公司完成油品销售总量 12161.33 吨，实现营业收入 8900 万元，实现利润 105.6 万元。

截至 2014 年底，石化公司账面资产总额 3940.67 万元，净资产 3015.51 万元。2014 年公司完成油品销售总量 14914 吨，实现营业收入 11885.40 万元，实现毛利润 1300.61 万元。

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 2015 年 3 月，公司运营资产主要包括西城大厦、西客站安置区、数娱广场、原长清检察院办公楼、原长清规划四处办公楼、数娱广场、紫薇阁、大剧院、三馆、停车场等 25 个项目，资产面积 120 万平方米。其中，可经营资产面积 62.9 万平方米（委托经营面积 30.74 万平方米，出租 11.15 万平方米，自用出借 3.1 万平方米，闲置 17.9 万平方米，资产利用率 70.05%）；未移交完成资产面积 19.2 万平方米；非可经营面积 38 万平方米。

2014 年，公司实现租赁及物业管理收入合计为 3382.69 万元，同比增加 78.04%。2015 年 1 季度，公司实现租赁及物业管理收入 802.69 万元。

其他业务

公司其他收入主要包括济南园博园度假酒店、济南名仕学府酒店和清泽园酒店的客房、餐饮收入等。公司其他收入规模较小。2012-2015 年 1 季度，该项收入占主营业务收入的比例分别为 0.74%、0.19%、1.16% 和 0.38%。

济南园博园度假酒店由公司投资兴建，委托山东大厦经营。自 2010 年 4 月份营业以来，济南园博园度假酒店先后荣获“山东省饭店行业最佳休闲度假酒店”、“山东省饭店行业节能减排先进单位”等多项荣誉。2012 年 1 月 18 日，济南园博园度假酒店顺利通过四星级旅游饭店的评定。

3. 城市基础设施建设

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

公司在建及拟建项目包括西客站片区道路及绿化工程、大学园片区道路及绿化工程、刘长山路延长线、公租房、安置房、玉符河项目等。上述项目计划总投资 250.53 亿元，其中财

政专项承担9.20亿元（目前财政承担的公租房7.20亿元已经全部到位）。

截至2014年底，上述项目已完成投入134.36亿元，未来仍需投入116.17亿元，公司未来资本支出压力较大。

公司承担的市政建设项目资金来源主要包括西部新城区土地出让返还款，银行贷款以及财政资金等。从投入产出平衡来看，近年来公司对西部新城区的投资支出基本可以通过土地

出让成本返还平衡。会计处理上，由财政资金专项拨付的项目，资金拨付时，借记银行存款，贷记资本公积；随项目资金投入进度，借记在建工程，贷记银行存款。由公司通过土地资源筹融资，将城市基础设施建设与土地资源开发结合的项目，项目建设资金计入土地开发成本，在建项目计入在建工程，随工程建设进度结转计入相关科目。

表4 截至2014年底公司主要在建项目及未来拟建项目情况（单位：万元）

在建项目	项目批文	总投资金额	截至2014年底已投入金额	资金来源
安置房（西客站片区安置一区、安置三区 and 大学科技园安置三区）	济发改投资[2011]327号；济环字[2011]105号；济发改投资[2011]89号，济环字[2011]117号等	705497	570098	自有资金
公租房（乐天居公租房、服务外包产业园公租房、高铁西侧公租房）	济发改投资[2011]260号；济长环报告表（2011）005号，济发改投资[2011]616号，济发改投资[2011]470号，地字第370112201100114号等	285102	282777	财政投资7.2亿元
市政道路（西客站片区市政道路、刘长山西延长线市政工程）	鲁发改投资[2010]75号；济发改投资[2012]228号等	874910	385005	自有资金
玉符河项目	济发改农经[2014]622号；济环报告书[2014]61号，	300000	37300	自有资金
济西湿地公园（小清河源头综合治理工程）	鲁发改农经【2014】224号；济规管函【2014】88号	139800	67300	自有资金、财政投资2亿元
西部新城会展中心		200000	1100	自有资金
合计	--	2505309	1343580	--

资料来源：公司提供。

4. 未来发展

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

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

等途径，做大做强房地产业务。

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

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

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

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

八、财务分析

公司提供的2014年度财务数据已经由中天运会计事务所有限公司（系由原中天运会计师事务所有限公司和山东天恒信有限责任会计师事务所于2013年5月合并）连审并出具了编号为中天运【2015】审字第90353号的标准无保留意见审计报告。2014年，公司纳入合并范围的企业共24家，较2013年新增7家，分别为公司2014年新成立的二级子公司济南玉符河建设管理有限公司、济南西城投资发展有限公司、济南西城健康产业投资发展有限公司、济南西投城镇

化建设投资有限公司和三级子公司济南新城文化传媒有限公司，以及通过合并收购的二级子公司济南西客站交通运输有限公司和三级子公司济南西城世中置业有限公司，七家公司资产、收入规模相对小，对公司近两年财务数据可比性影响很小。公司2015年1~3月纳入合并范围的企业共22家，较2014年减少2家，为公司在2015年1季度注销的三级子公司济南清泽园商务酒店有限公司和二级子公司济南西区大学科技园发展有限公司。公司2015年1季度财务报表未经审计。

截至2014年底，公司（合并）资产总额599.40亿元，所有者权益合计265.26亿元（其中少数股东权益为34.96亿元）；2014年公司实现营业收入71.65亿元，利润总额7.60亿元。

截至2015年1季度末，公司（合并）资产总额600.31亿元，所有者权益合计267.22亿元（含少数股东权益34.95亿元）；2015年1季度公司实现营业收入26.36亿元，利润总额1.70亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入71.65亿元，同比下降37.35%，主要由于主营业务中土地整理熟化收入大幅减少所致。公司同期营业成本相应下降33.02%，为63.30亿元。

跟踪期内，公司期间费用控制能力较以往年份有所减弱，期间费用与营业收入比上升至3.10%，主要由于公司2014年销售费用和管理费用增加较多，而营业收入下降所致。公司投资收益同比上年增加2.11亿元，来自权益法核算的子公司长期股权投资收益增长。

从盈利指标看，跟踪期内，公司盈利水平出现下滑，公司营业利润下降57.29%至7.56亿元；净利润下降57.34%至7.58亿元；营业利润率由2013年16.9%下降至11.08%；总资产收益率与净资产收益率较2013年也出现较大幅度下降，由2013年的3.91%与9.57%下降至2014年的3.73%与2.86%。

2015年1季度，公司营业收入26.36亿元，

同比下降50.96%，营业利润1.70亿元，同比下滑90.53%，主要系公司营业成本占比过高所致。同期，公司各项盈利指标继续下滑，营业利润率、总资本收益率与净资产收益率分别为8.33%、1.01%与0.64%。

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

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年，公司经营活动现金流入量为185.86亿元，同比大幅增长105.10%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金148.40亿元，较上年增加98.16%，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37.46亿元，同比增加138.30%，主要为回收参股房地产公司借款。2014年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为76.04亿元，同比增加16.69亿元，主要为土地一级开发成本增多所致；支付其他与经营活动有关的现金同比上年增加75.28亿元，达90.68亿元，主要由借给下属子公司房地产开发资金与济南市东信置业（市棚改平台）借款组成。2014年公司经营活动产生的现金流净额为15.41亿元，同比增长18.98%。从收入实现质量指标看，公司现金收入比受济南市财政局土地相关返还款及时性和土地招拍挂时点的影响，继续以往起伏较大的特点，2014年，达207.13%，较上一年65.48%有较大幅度上升。

2015年1~3月，公司经营现金流的现金流净额由正转负，共计-16.25亿元，主要系经营活动收入减少幅度较大所致。同期，现金收入比为57.95%，较上一年同期下滑64.19%。

综合考虑土地返还款的周期，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流入和流出均出现增长。投资活动现金流入来自投资收益以及收到其他与投资活动有关的现金，较上年增加471.09万元（收购济南西

客站交通运输有限公司带来的货币资金），达0.25亿元。受开发周期的影响，2014年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅增加140.08%，达46.96亿元；投资支付的现金经历2013年下滑之后在2014年大幅上升294.27%至23.88亿元，主要系城建项目投资力度加大所致；2014年，公司投资现金净流出增加至70.80亿元。

2015年1~3月，公司投资活动现金流净额为-22.69亿元，资金缺口同比减少30.61%，系投资规模减小所致。

总体看，公司经营性活动产生的现金对公司投资所需资金覆盖率进一步下降，公司对外部融资有较强依赖性。

筹资活动方面，2014年，公司新增吸收投资这一筹资来源，筹资金额为73.06亿元，主要为来自建信资本管理有限责任公司（30亿元计入长期应付款）、上海星景股权投资管理有限公司（30亿元计入资本公积28亿元，实收资本2亿元）、齐鲁银行（6亿元计入实收资本）、华融信托（5亿元永续债计入其他权益工具）等金融机构的债务；取得借款收到的现金同比增加74亿元达134.88亿元，来自项目贷款与债券发行。2014年，公司筹资活动现金流出主要以偿还债务支付现金为主，共计144.61亿元；同期，公司筹资活动现金流量净额为66.44亿元，较上一年增加39.71亿元。

2015年1~3月，公司筹资规模同比迅速提升，筹资现金流量净额为9.56亿元。

综上所述，受公司经营规模的影响，公司经营现金流入波动起伏较大；由于公司对外投资需要公司先行垫付较大数额的工程款，且土地出让实现收入具有一定的滞后性，公司对外部融资依赖性较大。

3. 资本及债务结构 资产

截至2014年底，公司资产总额599.40亿元，较上年增长17.45%。主要来自预付账款、其他

应收款、长期股权投资及在建工程增长。资产构成中，流动资产与非流动资产占比分别为59.62%与40.38%，仍以流动资产为主。

2014年，公司流动资产合计357.35亿元，同比增加1.73%；主要由货币资金（占比13.95%）、预付账款（占比6.14%）、其他应收款（占比25.55%）和存货（占比53.49%，主要包括开发成本、土地熟化成本及库存商品）。

2014年，公司货币资金增长19.54%，达到49.86亿元。应收账款大幅减少97.34%，主要为济南市财政局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12.15%，3年以上的占44.55%，综合账龄较上年有所增长。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80.23%。

2014年，公司存货规模继续上涨趋势，为191.15亿元，因公司对西客站片区、大学科技园等基础设施建设项目的开发投入逐年增多所致。存货主要由库存商品（占比4.21%）、开发成本（占比61.10%）、土地熟化成本（占比34.68%）构成。截至2015年3月底，公司存货中用于抵押的土地使用权账面价值62.11亿元，占当期资产总值比例为8.42%。2014年公司未计提跌价准备。开发成本和土地熟化成本占比仍较大，公司存货的变现能力较弱。

2014年，公司其他应收款余额为91.29亿元，同比增加152.21%，主要为对下属参股公司的项目往来借款增加所致。从账龄看，1年以内的占78.81%，1~2年的占4.88%，2~3年的占16.30%，3年以上的占0.01%，整体账龄较短。其中，前五名单位欠款金额合计为71.17亿元，占公司其他应收款总额的77.96%，集中度较高。公司应收欠款金额前两名客户中，济南正信置业实际系公司子公司（2015年4月并表），该公司所欠借款全部用途购买土地及房地产开发业务；公司作为棚改项目统借统还平台，棚改资金统一划入公司账户再转发其他企业，济南东信开发建设有限公司棚改资金18亿借款来源为上级棚改资金。

同期，公司预付账款增加121.39%，达21.94亿元，主要为预付项目投资的工程款项增加所致。

截至2014年底，公司非流动资产继续大幅增长态势，同比增长52.21%，合计242.05亿元；构成主要以长期股权投资、固定资产和在建工程为主，占比分别为15.96%、6.40%和76.63%。

截至2014年底，公司长期股权投资38.64亿元，同比增加195.19%，主要由公司对济南财金投资有限公司、济南恒大西进投资咨询合伙企业、济南农村商业银行股份有限公司、济南西进投资管理中心、济南西进文化产业投资管理中心追加投资所致。

截至2014年底，公司固定资产15.50亿元，与2013年基本持平。其中，位于济南市长清区大学路3366号的园博园主展馆（济房权证长字第021636号）已用于抵押借款。

截至2014年底，公司在建工程185.48亿元，同比增加45.04%；新增加了西客站片区安置一、二区，玉符河综合整治工程，济南西客站综合客运枢纽项目等15个工程项目，同时，增加对西客站片区市政道路、西客站片区安置三区、大学科技园安置房三期等19个项目的投入。2014年底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。

2015年1~3月，公司资产总额600.31亿元，同比增加14.32%，其中，流动资产占比56.38%，非流动资产占比43.62%，流动资产占比进一步减小。其中，流动资产规模338.46亿元，较2014年底减少5.29%；其中，随着主营业务的开展，公司货币资金较2014年底减少41.08%至20.48亿元，应收账款、预付账款、应收利息、其他应收款等科目均有不同程度增长。

总体看，跟踪期内，公司资产呈平稳增长态势，构成仍以流动资产为主。流动资产中，货币资金充足性有所提升，其他应收款回收具

有一定的不确定性，以开发成本和熟化土地为主的存货规模在流动资产中占比较高，流动性较弱；非流动资产中，在建工程占比高。公司整体资产质量一般。

负债及所有者权益

2014年，公司所有者权益保持增长，达到265.26亿元。主要来自实收资本，其他权益工具（永续债），未分配利润的增加。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。经山东中诚信会计师事务所有限公司审验并出具了“鲁中诚信验资字（2014）第017号”验资报告。2014年资本公积增加322511.54万元，主要是财政局返还的土地出让净收益。

2013年，公司向华融信托发行永续债券，金额为5.002亿元人民币，该永续债无到期日，本金偿还及收入分配可由公司选择递延支付，该永续债计入公司所有者权益。

2014年，公司所有者权益组成情况：实收资本占比18.85%，资本公积占比40.81%，未分配利润占比24.13%，少数股东权益占比13.18%。

2015年3月底，公司所有者权益合计267.22亿元，较2014年底增长1.96亿元，主要来自未分配利润的增加，此外，公司吸收合并四季村宾馆增加实收资本50万元。从构成来看，与2014年底相比变化不大，其中，实收资本占比18.71%，资本公积占比40.61%，未分配利润占比24.59%，少数股东权益占比13.08%。

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

负债

截至2014年底，公司负债合计334.15亿元，同比增长2.95%，主要系非流动负债大幅增加所致。负债结构方面，公司仍以非流动负债为主，占比为77.06%，高于上一年的61.57%；流动负债占比下降至22.94%。

截至2014年底，公司流动负债合计76.67亿元，同比下降38.53%，主要由于应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。主要组成应付账款（占比42.82%）、其他应付款（占比9.12%）、一年内到期的非流动负债（占比38.15%）。

截至2014年底，公司应付账款32.83亿元，同比下降13.38%，主要为西客站片区开发项目款；其他应付款6.99亿元，继续同比下降，幅度为52.77%，主要原因是随着土地的不断拍卖，列入其他应付款科目的土地熟化保证金逐步转变为土地拍卖收入；一年内到期的非流动负债29.25亿元，同比大幅减少56.96%，主要是2014年末公司提前偿还了部分长期借款所致。

2014年，公司非流动负债增长28.84%，达到257.48亿元，主要系应付债券、长期应付款、专项应付款增加所致。构成中主要为长期借款（占34.64%）、长期应付款（占40.78%）及新增的应付债券（占比20.30%）。

2014年，公司发行私募债14.7亿元，“14济西投债”20亿元，“14济西城投MTN001”15亿元，“14济西城投MTN002”3亿，共计52.7亿元，账面余额52.28亿元。

同期，长期应付款105.00亿元，同比增加41.17%，系公司向金融租赁公司等金融机构通过融资租赁借入资金等，其中，浦银金融租赁公司融资款成本6.4%，期限5年（2014年11月至2019年8月）；信达金融租赁有限公司融资成本6.8775%，期限6年（2014年6月至2020年7月）；建信资本管理有限责任公司借入39.82亿元，成本6.58%。

2013年与2014年，公司专项应付款分别为100万元和11亿元。2014年末，公司专项应付款主要是太平洋保险资金，该资金由济南市城市建设投资集团有限公司统一进行融资，其中11亿元分配给公司承建的公租房使用。

公司2014年有息债务规模增长6.73%，合计为287.04亿元；其中短期债务29.56亿元（占

10.30%)，同比下降57.23%，主要来自一年内到期的非流动负债的减少；长期债务257.48亿元（占89.70%），同比增长28.88%。债务结构符合公司业务特点。

受益于财政局资本金注入、未分配利润增加以及永续债的发行，公司净资产增速高于有息债务规模增长速度，相关负债指标继续回落，2014年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为55.75%、51.97%、49.26%。

2015年3月底，公司负债总额为333.08亿元，与2014年底水平基本持平。负债结构方面，流动负债与非流动负债分别占比16.45%与83.55%，非流动负债占比较2014年提升6.40%。截至2015年3月末，公司流动负债余额54.80亿元，较2014年底下降28.52%，主要是由于应付账款与一年内到期的非流动负债减少所致。公司非流动负债为278.28亿元，较上一年底增加8.08%，主要是公司长期应付款有所增加所致。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为55.49%、52.63%、51.01%。

公司于2014年发行永续债券5.002亿元，并计入所有者权益-其他权益工具科目中。考虑到永续债券的性质及特点，分别通过将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响，2014年与2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均高于两期剔除前上述指标值；若将永续债券认定为普通债券，2014年和2015年3月底上述指标值均高于剔除前及剔除后的测算值。

表5 永续债调整测算表（单位：%）

	调整前	剔除后	调整至债务
资产负债率			
2014年	55.75	56.22	56.58
2015年3月底	55.49	55.95	56.32
全部债务资本化比率			

2014年	51.97	52.45	52.88
2015年3月底	52.63	53.10	53.52
长期债务资本化比率			
2014年	49.26	49.73	50.21
2015年3月底	51.01	51.49	51.93

资料来源：审计报告，联合资信整理

总体看，公司的负债以非流动负债为主，永续债的成功发行表明公司融资渠道得到进一步拓宽；随着公司工程投资规模的增长，公司债务规模持续增长，未来资金需求压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债同比减少及流动资产增加影响，公司2014年流动比率和速动比率均有较大幅度提升，分别由2013年的281.63%和129.66%上升至466.12%和216.79%。公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看，2014年，公司利润总额的下滑导致EBITDA下降54.91%，为8.17亿元；公司全部债务/EBITDA经历三年连续下降之后，上升至35.14倍。考虑到公司发行的永续债券总额（5.002亿元）存在偿付可能，若将其认定为长期债务，公司2014年全部债务/EBITDA将小幅上升至35.75倍。

综合来看，考虑到公司存量土地规模较大且存在一定升值空间，另一方面，济南市政府财政实力较强，对公司支持力度较大，公司整体偿债能力正常。

截至2015年3月末，公司共获得国内各家银行授信额度176.02亿元人民币，已全部使用完毕，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2014年底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

截至2015年3月末，公司对外担保金额为102.38亿元，占同期公司净资产的38.31%；分别为对济南市旧城改造投资运营有限公司、济南市土地储备交易中心、济南市城市建设投资有限公司和济南滨河新区建设投资集团有限公司等提供保证担保。被担保单位大多为政府融资平台、事业单位等，目前经营正常。总体看，

公司对外担保总额较大，担保比率较高，未来存在一定的或有负债风险。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：NO.B201506040082031552），截至2015年6月4日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

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

总体看，公司整体抗风险能力强。

九、募集资金使用情况

公司于2015年注册中期票据额度20亿元；于2015年6月12日发行第一期中期票据（15济西城投MTN001）2亿元，期限3年，所募集的资金将用于补充日常营运资金。

截至目前，募集资金已全部使用完毕。

十、存续期债券偿还保障能力分析

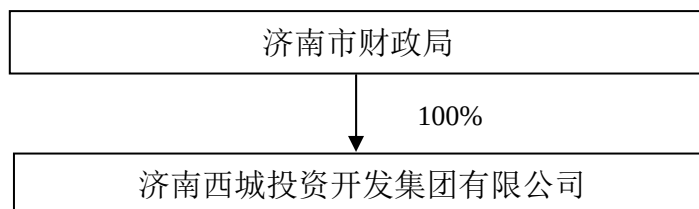
截止目前，公司存续期内的中期票据还包括“14济西城投MTN001”（15亿元）、“14济西城投MTN002”（3亿元），公司EBITDA为8.17亿元，为存续期债券本金（共计20亿元）的0.41倍，为“15济西城投MTN001”待还本金的4.09倍。2012~2014年公司经营活动现金流入量是三期待偿还中票本金的12.19倍、4.53倍和9.29倍，

为“15济西城投MTN001”的121.88倍、45.31倍和92.93倍。公司EBITDA对存续期中票保障能力较弱，经营活动现金流入对存续期中票保障能力较强；EBITDA和经营现金流对“15济西城投MTN001”覆盖程度良好。

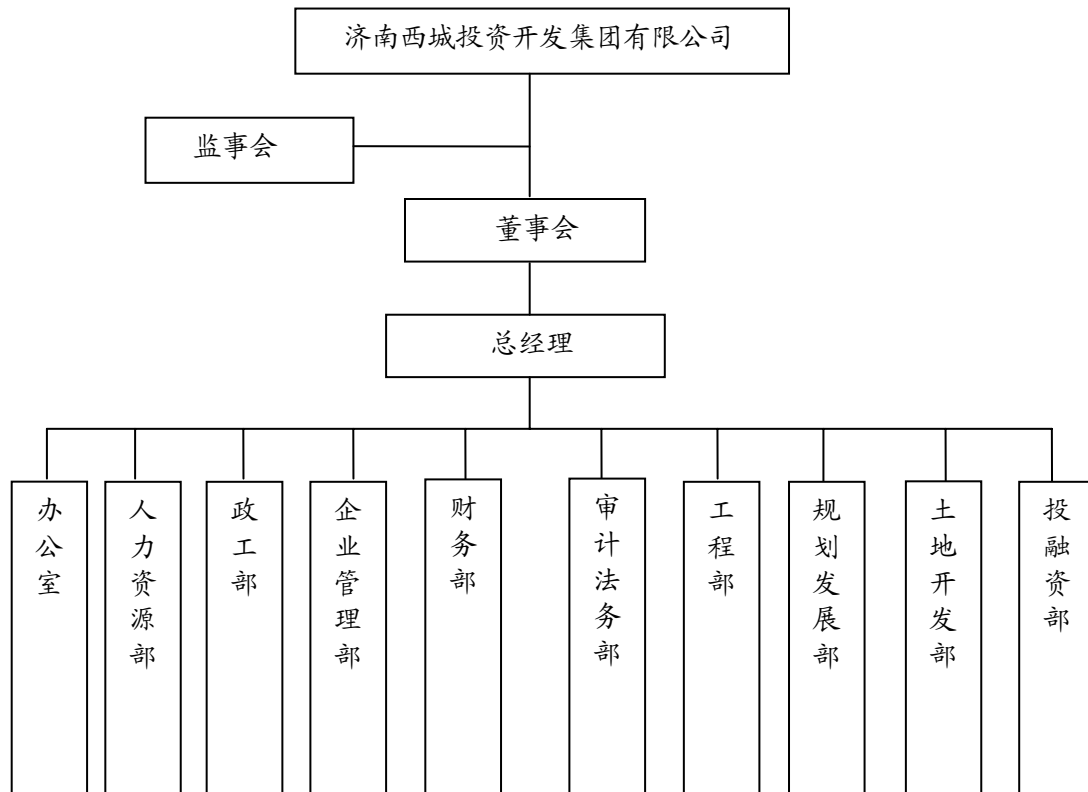
十一、结论

综合考虑，联合资信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AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15济西城投MTN001”的信用等级为AA⁺。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 公司主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.01	41.71	49.86	20.48
资产总额(亿元)	404.02	510.31	599.40	600.31
所有者权益(亿元)	122.91	185.72	265.26	267.22
短期债务(亿元)	44.43	69.12	29.56	18.66
长期债务(亿元)	207.27	199.82	257.48	278.28
全部债务(亿元)	251.70	268.94	287.04	296.94
营业收入(亿元)	89.47	114.37	71.65	26.36
利润总额(亿元)	14.29	17.78	7.60	1.70
EBITDA(亿元)	14.50	18.14	8.17	--
经营性净现金流(亿元)	50.25	12.96	15.42	-16.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.23	2.75	1.95	3.94
存货周转次数(次)	0.46	0.53	0.33	0.28
总资产周转次数(次)	0.24	0.25	0.13	0.09
现金收入比(%)	179.60	65.48	207.13	57.95
营业利润率(%)	17.03	16.90	11.08	8.33
总资本收益率(%)	3.81	3.91	3.73	--
净资产收益率(%)	11.54	9.57	2.86	--
长期债务资本化比率(%)	62.76	51.83	48.17	50.01
全部债务资本化比率(%)	67.19	59.15	51.97	52.63
资产负债率(%)	69.58	63.61	55.75	55.49
流动比率(%)	349.15	281.63	466.12	617.62
速动比率(%)	118.64	129.66	216.79	307.86
经营现金流动负债比(%)	68.20	10.39	20.11	-29.65
全部债务/EBITDA(倍)	17.35	14.83	35.14	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计；专项应付款以及长期应付款中的长期借款在指标计算中计入长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。