跟踪评级公告

联合[2017] 922 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的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持“14济西投债/14济西投”、“14济西城投MTN001”、“14济西城投MTN002”、“15济西城投MTN001”和“17济西城投MTN001”的债项信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
14 济西城投 MTN001	15 亿元	2014/10/30	5 年	AAA	AAA
14 济西城投 MTN002	3 亿元	2014/10/30	3 年	AAA	AAA
14 济西投债/14 济西投	20 亿元	2014/09/15	7 年	AAA	AAA
15 济西城投 MTN001	2 亿元	2015/06/15	3 年	AAA	AAA
17 济西城投 MTN001	8 亿元	2017/06/14	5+N[1]	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 20 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
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
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
调整后全部债务资本化比率(%)	51.00	61.20	65.83	64.95
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	--
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、其他应付款中的有息债务计入调整后全部债务核算；2017 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

闫 蓉　朱 煜

网址：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）

邮箱：www.lhratings.com

[1] N 为续期数

评级观点

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）作为济南西部新城区（以下简称“西部新城”）城市基础设施建设的主体，在外部环境、政府支持等方面具备显著优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司营业收入有所下滑、其他应收款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的不利影响。

跟踪期内，济南市政府财政实力稳步增强，在土地出让金返还、财政补贴等方面继续给予公司支持。随着西部新城区域经济的发展，公司负责一级开发的存量土地存在较大升值空间。未来公司将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。

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14济西城投MTN001”、“14济西城投MTN002”、“15济西城投MTN001”、“14济西投债/14济西投”和“17济西城投MTN001”的信用等级为AAA。

优势

1. 跟踪期内，济南市经济及财政收入保持增长，为公司经营发展提供良好外部环境。
2. 跟踪期内，公司在土地出让金返还、财政补助等方面继续获得政府支持。
3. 公司可用于开发整治的存量土地未来可产生较大规模的土地出让金返还收入。
4. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对 2017 年待偿还债券本金合计保障能力较强。

关注

1. 公司基础设施建设投资规模大，债务负担

加重，外部融资压力大。

2. 公司营业收入易受土地市场波动影响，盈利水平具有一定不确定性。
3. 公司其他应收款及存货对资金形成一定占用。
4. 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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

济南西城投资开发集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于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”）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

跟踪期内，西城集团股东及实际控制人未发生变化，仍为济南市财政局。

跟踪期内，公司职能定位与营业范围未发生变化。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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续期内相关债券余额48亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，既往付息情况良好。截至报告出具日，除“17济西城投MTN001”募集资金尚未使用外，公司存续期内其余相关债券募集资金均已全部使用完毕；“14济西投债/14济西投”募投项目已投资42.07亿元，按计划正常进行。

表 1　截至 2017 年 3 月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
14 济西城投 MTN001	15	2014/10/30	5 年	15	按年付息，到期一次还本
14 济西城投 MTN002	3	2014/10/30	3 年	3	按年付息，到期一次还本
15 济西城投 MTN001	2	2015/06/15	3 年	2	按年付息，到期一次还本
14 济西投债/14 济西投	20	2014/09/15	7 年	20	按年付息，自第 3 年起至第 7 年分期等额偿还本金
17 济西城投 MTN001	8	2017/06/14	5+N	8	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
合计	**48**	--	--	**48**	--

资料来源：联合资信整理

四、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，固定资产投资缓中趋稳，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。

固定资产投资缓中趋稳，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。

五、行业和区域环境分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。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。

六、基础素质

1. 股东状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为济南市财政局。截至2017年3月底，公司注册资本及实收资本均为50亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

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。

3. 政府支持

作为济南市财政局出资的国有独资企业，公司近年来在资金支持、土地出让收益返还方面得到了济南市政府的大力支持。

资金支持

2015~2016年，公司分别获得政府补助209.94万元和364.68万元，计入营业外收入。

此外，2016年，公司收到上级拨入的置换债券规模130亿元，计入长期应付款。

土地整治和一级开发

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。

2016年，公司获得土地出让金返还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；考虑到公司的发展定位，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。

4. 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：G9937011300585450E），截至 2017 年 5 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。

七、管理分析

跟踪期内公司管理制度、治理结构等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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，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，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，主营业务毛利率45.24%。

表 2　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．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2016年土地市场行情影响，公司土地出让收益受出让速度放缓而下滑，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”。对于公司自摘地，用于开发的土地统一转计入“存货-开发成本”中，尚未开发的土地计入“存货-库存商品”。

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”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。

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（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。

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。

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。2016年公司实现油品销售收入1.23亿元，实现毛利润0.31亿元，盈利能力有所增强；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%。

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）。

2016 年，公司实现租赁及物业管理收入合计为 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）。2016 年，公司通过济水上苑项目实现售房额 16.75 亿元（2016 年确认售房收入 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工作，主要包括园博园、省会文化艺术中心、济南市三馆（图书馆、美术馆和群众艺术馆）、

刘长山路延长线、二环西路高架地面工程等项目。

按照资金来源的性质区分，公司承担的城市基础设施项目可分为两类：一类是全部由财政投入资金，公司按照资金划拨进度进行项目建设，如公租房、省会文化艺术中心、济南市三馆等；另外一类是由公司利用土地资源开发产生的收入进行项目建设，如园博园、刘长山路延长线、二环西路高架地面工程等。

公司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

金融板块及其他

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。

九、财务分析

公司提供了2016年度财务报表，中天运会计事务所（特殊普通合伙）已对上述财务报表进行审计并出具了标准无保留意见的审计报告；2017年1季度财务报表未经审计。

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，且考虑到上述公司净资产规模相对小，公司近两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，二级并表子公司26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

资产

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%。

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。

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。同期，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。

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数比例
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

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的开发投入增多所致。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。

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。

同期，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。

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%。

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。

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。

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。

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，跟踪期内，公司资产快速增长。

流动资产中，货币资金较为充足，其他应收款回收具有一定的不确定性，以开发成本和熟化土地为主的存货规模在流动资产中占比高，流动性较弱；非流动资产中，在建工程占比较高。公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

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，跟踪期内，公司所有者权益实现增长，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

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%。

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。主要组成为应付账款（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%）。

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%。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%。

跟踪期内，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%。同期，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。

2016年底，公司非流动负债同比增长48.07%达542.41亿元，主要系长期借款、应付债券、长期应付款增加所致。构成中主要为长期借款（占27.73%）、应付债券（占23.00%）、长期应付款（占48.20%）。

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。

2016年底，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%。

同期，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。

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。

公司2016年调整后有息债务规模同比增长28.23%至540.04亿元；其中调整后短期债务22.98亿元（占4.26%），同比减少70.50%；调整后长期债务517.05亿元（占95.74%），同比增长50.64%。债务结构符合公司业务特点。

随着债务规模的迅速扩张，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均有所上升，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，跟踪期内，公司债务规模进一步扩大；随着公司工程投资规模的增长，公司债务规模或将持续增长，未来资金需求压力较大。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入41.10亿元，同比减少13.98%，主要由于主营业务中土地出让进度缓慢导致土地整理熟化收入大幅减少。公司同期营业成本相应下降10.41%至37.84亿元。

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

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入量 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。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。2016 年公司经营活动产生的现金流净流出增至 58.52 亿元。从收入实现质量指标看，公司现金收入比受济南市财政局土地相关返还款及时性和土地招拍挂时点的影响，仍呈现起伏较大的特点，2015~2016 年分别为 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%。综合考虑土地返还款的周期，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动现金流入和流出均出现较大幅度增长。投资活动现金流入来自收回投资收到的现金以及收到其他与投资活动有关的现金，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，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）；2016 年，公司投资现金净流出增加至 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，公司经营活动产生的现金对公司投资所需资金不再具备覆盖能力，公司对外部融资有较强依赖性。

筹资活动方面，2016年，公司融资规模有所扩大，筹资活动现金流入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。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，共计163.19亿元，同比增加102.79%；同期，公司筹资活动现金流量净额为199.87亿元，同比增长46.28%。

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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，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%。公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司利润总额的下滑导致EBITDA同比下降42.21%至3.88亿元；公司调整后全部债务/EBITDA由2015年的62.70倍上升至139.11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。

表6 截至2017年3月底公司对外担保明细

（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保期限
济南旧城开发投资集团有限公司	28500	2016.5-2018.5
济南市城市建设投资有限公司	3000	2015.12-2020.12
	89400	2015.10-2023.10
济南滨河新区建设投资集团有限公司	28500	2014.7-2019.7
	31886	2014.12-2019.12
	80000	2015.12-2018.12
	42500	2015.6-2017.6
	258000	2014.12-2024.12
	34000	2016.4-2021.4
	4500	2016.5-2019.5
	108728	2015.9-2020.9
	10000	2016.12-2017.12
	30000	2016.12-2019.12
合计	**749014**	--

资料来源：公司提供

十、存续期债券偿债能力

截至报告出具日，公司存续期内债券共募集资金48亿元，待偿还债券本金合计48亿元。2016年公司经营活动现金流入量为待偿还债券本金合计的2.42倍；经营活动现金流量净额为负值，对存续期债券无覆盖能力；公司EBITDA为待偿还债券本金合计的0.08倍。

2017年，公司尚需偿还“14济西城投MTN002”本金3.00亿元和“14济西投债/14济西投”分期本金4.00亿元，合计待偿还本金7.00

亿元。2016年公司经营活动现金流入量为2017年待偿还本金合计的16.60倍。截至2017年3月底，公司现金类资产72.93亿元，为2017年待偿还本金合计的10.42倍。总体看，公司经营活动现金流入量及现金类资产对2017年待偿还本金合计保障能力较强。

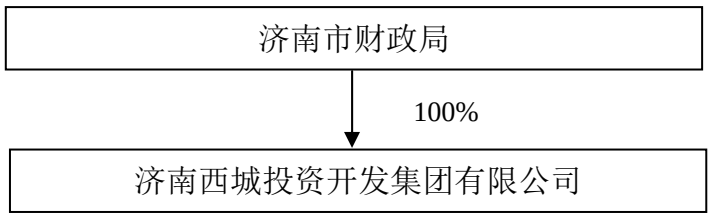
公司可能于2019年集中偿付上述存续债券合计本金峰值19.00亿元（其中“14济西投债/14济西投”分期本金4.00亿元和“14济西城投MTN001”15.00亿元）。2016年公司经营活动现金流入量为偿付债券合计本金峰值的6.12倍，公司EBITDA为偿付债券合计本金峰值的0.20倍。考虑到济南市政府对公司持续的支持，公司对上述存续债券本金偿还的保障能力尚可。

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

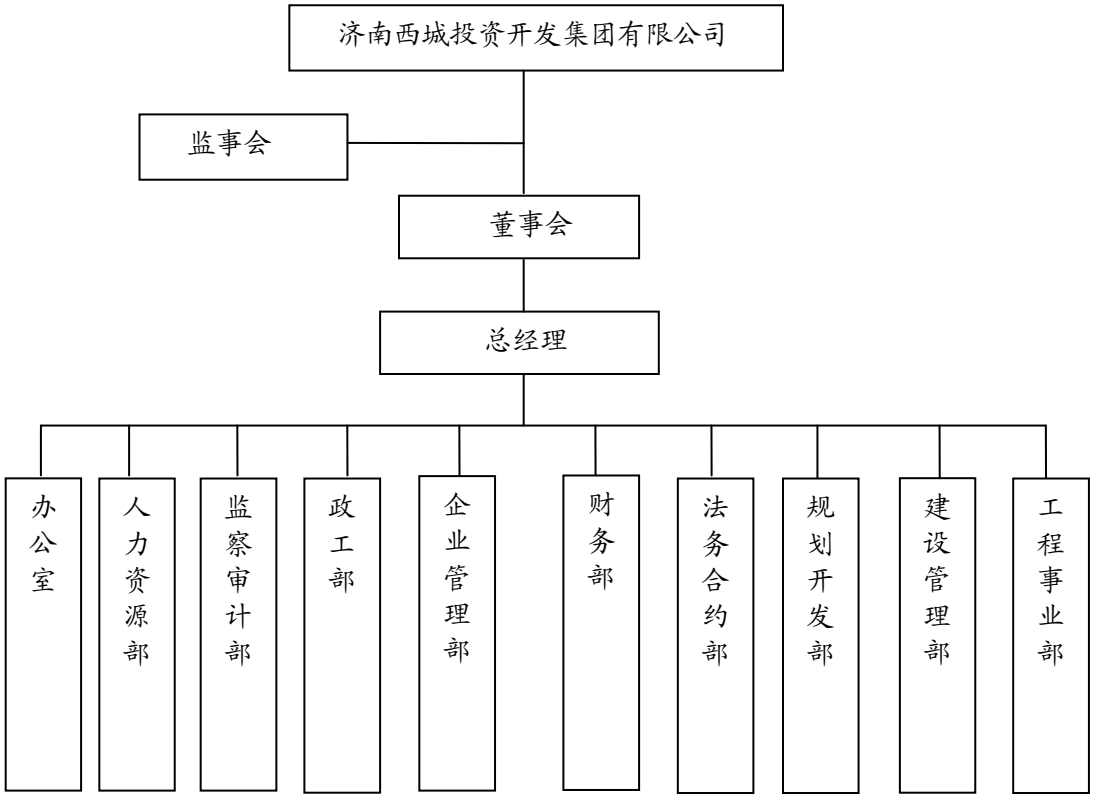
十一、 结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14济西城投MTN001”、“14济西城投MTN002”、“15济西城投MTN001”、“14济西投债/14济西投”和“17济西城投MTN001”的信用等级为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　公司主要财务数据及指标

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
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	--
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

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/(n1)）1】×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入营业成本营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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