

信用等级公告

联合[2018]2191 号

济南西城投资开发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2018 年济南西城投资开发集团有限公司公司债券进行了主动评级，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_{pi}，评级展望为“稳定”

济南西城投资开发集团有限公司拟发行的 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_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月二十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018 年济南西城投资开发集团有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AAA_{pr}
公司主体信用等级：AAA_{pr}
评级展望：稳定
发行规模：33 亿元
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。

还本付息方式：按年付息，一次还本。

评级时间：2018 年 12 月 21 日

主要财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
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
长期债务（亿元）	343.23	517.05	506.11
全部债务（亿元）	421.15	540.04	560.18
营业收入（亿元）	47.78	41.10	33.51
净利润（亿元）	3.15	1.18	16.41
EBITDA（亿元）	6.72	3.88	21.73
经营性净现金流（亿元）	-54.13	-58.52	-14.82
经营活动流入量（亿元）	111.88	116.22	27.57
营业利润率（%）	10.62	5.56	40.98
净资产收益率（%）	1.18	0.43	5.55
资产负债率（%）	65.12	68.79	66.64
全部债务资本化比率（%）	61.20	65.83	64.31
流动比率（倍）	2.93	6.07	4.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.01	0.04
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.20	0.12	0.66

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3、公司长期应付款中的有息债务已计入长期债务，其他流动负债及其他应付款中的有息债务已计入短期债务。

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，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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。联合评级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次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

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。公司在建工程及应收款项对资金形成一定占用。

3. 本次债券发行金额较大，且到期一次性偿还本金，公司面临一定集中偿付压力。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由济南西城投资开发集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对济南西城投资开发集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

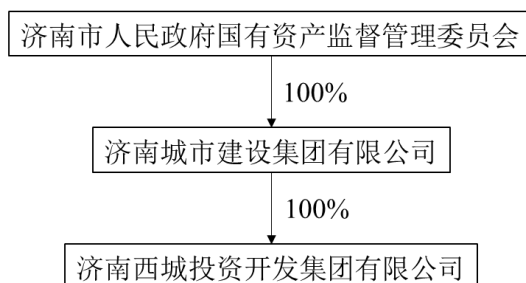
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“济南西城”或“公司”）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。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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。

截至 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；截至 2018 年 6 月底，公司拥有在职职工 578 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 931.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 310.87 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 277.66 亿元。2017 年，公司实现营业收入 33.51 亿元，净利润（含少数股东损益）16.41 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 16.48 亿元；经营活动现金流量净额-14.82 亿元，现金及现金等价物增加额-36.24 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、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划于 2018 年注册并发行公司债券 33 亿元（以下简称“本次债券”），期限为 10 年，按年付息，一次还本，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。本次债券票面利率在前 5 年固定不变；在本次债券存续期的第 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，将持有的本次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。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金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. 本次债券投资项目概况

项目概况

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%，共享大厅主体钢结构完成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。

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（济发改能审书[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项目初步设计的批复（鲁建设审[2016]54号）	省住建厅	2016年11月
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、行业分析

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、加强区域交流与合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国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，建立以一般债券和土储专项债、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	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

	府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	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：联合评级整理

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。

综上所述，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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形成，田园生态城区规划建设工作已经启动，初步形成了“一带三区”（玉符河生态景观带、西客站片区、大学科技园片区和田园生态城区）的新城格局。

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：除由公司与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。

总体看，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。

2. 人员素质

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。

总体看，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。

3. 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。

股东背景

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%¹，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 400,000.00 万元转增资本。同期，公司资本公积增加 322,511.54 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5,510亩，其中大学科技园片区3,369亩，西客站片区2,141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1,000万元/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。

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，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 8,177 平方公里，市区面积 3,257 平方

¹ 数据来源于济南市统计局，同比增速按照可比口径计算。

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 6,100.23 亿元、6,536.12 亿元和 7,201.96 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 3.3%；第二产业增加值 2,569.22 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 4,315.34 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 4,363.6 亿元，同比增长 13.5%。分产业看，第一产业投资 97.5 亿元，同比增长 6.4%；第二产业投资 1,441.8 亿元，同比增长 16.4%；第三产业投资 2,824.2 亿元，同比增长 12.6%。房地产投资低速增长。全年房地产开发完成投资 1,232.6 亿元，同比增长 5.9%。

2017 年，济南市全年社会消费品零售总额 4,146.1 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，同比增长 10.5%；进口 257.1 亿元，同比增长 10.5%。

2018 年 1~6 月，济南市生产总值 3,916.60 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；固定资产投资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 5,000 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、管理分析

1. 公司治理

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. 管理水平

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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为济南市西部新城城市基础设施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，公司分别实现营业收入47.78亿元、41.10亿元和33.51亿元，呈逐年下降态势，主要系土地整理熟化收入下滑所致。其中，2015~2017年，公司实现主营业务收入分别为47.27亿元、40.43亿元和32.62亿元，在营业收入中占比均在97%以上，主营业务突出。从收入构成看，土地整理熟化收入为公司营业收入的主要来源，近三年占营业收入比重呈波动下降态势，分别为87.84%、63.81%和70.12%，2017年，公司土地整理熟化收入22.88亿元，同比下降11.32%，主要系2017年土地出让主要集中于四季度，土地整理熟化业务收入于2018年确认所致；2015~2017年，售房收入波动较大，分别为3.58亿元、11.03亿元和6.23亿元，2016年售房收入大幅增长主要来自济水上苑项目以及已完工的印象济南项目。公司油品、租赁及物业费等业务收入整体规模不大。

从毛利率看，2015~2017年，公司主营业务毛利率波动较大，主要系收入占比较大的土地整理熟化业务毛利率大幅波动所致。近三年，公司土地整理熟化业务毛利率分别为10.44%、0和52.73%，2016年业务毛利率为0，主要系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，2017年业务毛利率大幅上升至52.73%，主要系土地出让价格较高所致；2015~2017年，公司售房业务毛利率呈逐年上涨态势，2017年，该业务毛利率19.84%，较上年增长8.50个百分点，主要系确认收入项目售价上升所致。

表4 2015~2017年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理熟化收入	41.53	87.84	10.44	25.80	63.81	0.00	22.88	70.12	52.73
售房收入	3.58	7.57	10.60	11.03	27.28	11.33	6.23	19.09	19.84
油品收入	1.08	2.28	15.55	1.23	3.04	25.2	1.22	3.74	25.99
租赁及物业费收入	0.57	1.21	31.26	0.48	1.19	31.25	0.51	1.56	44.17
其他收入	0.52	1.10	18.02	1.89	4.67	49.21	1.79	5.49	2.31
合计	47.27	100.00	10.90	40.43	100.00	6.50	32.62	100.00	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

总体看，2015~2017年，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；主营业务毛利率波动上升。

2. 业务经营分析

(1) 土地整理熟化业务

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。

根据《济南市人民政府关于调整国有土地使用权出让净收益分配办法的通知》（济政发【2012】11号）文件以及《济南市人民政府办公厅关于进一步完善市级国有土地出让收支管理政策的通知》（济政办发【2015】8号）规定，公司目前土地整理熟化业务经营模式为：公司将西部新城区重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由济南市国土资源局通过济南市土地储备交易中心公开招、拍、挂等方式出让，所得收入上缴济南市财政局，市级与公司按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成。

从土地回款周期来看，土地竞得人与济南市土地储备中心签订购地合同时，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（截至本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5,869亩，其中大学科技园片区3,369亩，西客站片区2,500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、亿元）

年份	出让面积	政府出让收入	公司回款
2015年	1,253.18	39.59	31.67
2016年	1,369.61	33.25	34.29
2017年	300.36	28.48	1.31
合计	2,923.15	110.71	67.27

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

(2) 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、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 1,530 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 6,240.77 万元，净资产 4,471.65 万元，在营加油站 10 座（其中自投 3 座，投资额 1,365.69 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。

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，经营面积约 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，较上年增长 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。

(3) 房地产开发业务

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，预估投资总额 88.75 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 5,460 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。

（4）市政基础设施建设

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

按照资金来源的性质区分，公司承担的城市基础设施项目可分为两类：一类是全部由财政投入资金，公司按照资金划拨进度进行项目建设；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（包含本次债券募投项目）	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

金融业务

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。其他业务主要为酒店收入、委托合作经营收入、大宗贸易收入等，收入规模较小。

总体看，公司土地整理熟化业务收入受土地市场行情及政府规划出让进度影响波动大，业务规模及收入在不确定性；资产经营业务经营较为稳健，业务整体规模小；房地产开发业务规模逐步扩大，较大规模的在建项目有望对未来收入形成支撑；公司作为济南西部新城区基础设施项目的建设主体，未来较大的投资规模给公司带来一定筹资压力；金融板块收入对公司收益形成补充，投资收益规模较为稳定。

3. 经营效率

2015~2017 年，公司存货周转率分别为 0.21 次、0.15 次和 0.06 次，应收账款周转率分别为 7.80 次、6.53 次和 2.50 次；总资产周转率分别为 0.07 次、0.05 次和 0.04 次，公司经营效率较低。

整体看，公司经营效率处于较低水平。

4. 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。

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。

总体看，公司继续多元化经营，发展规划明确，有利于企业公司未来健康发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年财务报告经中天运会计事务所（特殊普通合伙）对审计，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（含少数股东权益）合计310.87亿元，其中归属母公司所有者权益合计277.66亿元。2017年，公司实现营业收入33.51亿元，净利润（含少数股东损益）16.41亿元，其中归属母公司所有者的净利润16.48亿元；经营活动现金流量净额-14.82亿元，现金及现金等价物增加额-36.24亿元。

2. 资产质量

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。公司资产构成与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%。

流动资产

2015~2017年，公司的流动资产保持增长趋势，年均复合增长10.51%。截至2017年底，公司流动资产合计473.50亿元，较年初3.58%；流动资产主要由货币资金（占比11.43%）、应收账款（占比5.19%）、其他应收款（占比8.32%）和存货（占比70.42%）构成。

2015~2017年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长12.29%。截至2017年底，公司货币资金54.14亿元，较年初下降25.76%，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，公司应收账款呈波动增长态势，年均复合增长54.13%；截至2017年底，公司应收账款24.59亿元，较年初大幅增长998.39%，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。应收账款前五名欠款单位欠款金额占应收账款总额93.82%，应收账款集中度较高。公司未计提坏账准备。

表8 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	217,600.00	88.47
山东中铁紫荆置业有限公司	5,892.22	2.40
济南市南郊热电厂	3,037.50	1.24
山东大尧置业有限公司	2,088.70	0.85
济南市公共交通总公司	2,072.25	0.84
合计	230,690.67	93.80

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司其他应收款呈波动下降态势，年均复合下降36.43%。截至2016年底，公司其他应收款33.43亿元，较年初下降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。截至2017年底，公司其他应收款39.38亿元，较年初增长17.79%，主要系

非关联公司往来款增加所致。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，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长25.76%；截至2017年底，公司存货333.46亿元，较年初增长12.28%，主要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，占当期存货总额比例为10.64%，公司存货的整体变现能力一般。

非流动资产

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458.28亿元，较年初增长3.95%，主要由长期股权投资（占比14.84%）、固定资产（占比22.79%）、在建工程（占比45.63%）和其他非流动资产（占比8.48%）构成。

2015~2017年，公司长期股权投资呈波动增长态势，年均复合增长15.65%；截至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），较年初减少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，公司固定资产呈快速增长态势，年均复合增长145.34%，主要系在建工程转入所致；截至2017年底，公司固定资产104.44亿元，较年初增长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，公司在建工程呈逐年下降态势，年均复合下降6.24%；截至2017年底，公司在建工程209.13亿元，较年初下降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，公司其他非流动资产呈波动下降态势，年均复合下降16.13%；截至2017年底，公司其他非流动资产38.86亿元，较年初增加128.62%，主要系部分预付账款资产重分类计入该科目所致。

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；其他应收款规模大，对公司资金形成一定占用，且存在一定回收风险；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. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，随着公司资金需求增大，公司负债呈逐年增长态势，年均复合增长11.60%。截至2017年底，公司负债620.91亿元，较年初小幅增长0.52%，其中，流动资产占15.60%，非流动负债占84.40%。

2015~2017年，公司流动负债呈波动下降态势，年均复合下降14.39%；截至2017年底，公司流动负债96.88亿元，较年初增长28.67%，主要系预收账款和一年内到期的非流动负债增加所致。

公司流动负债主要由应付账款（占比 11.69%）、预收款项（占比 18.90%）、其他应付款（占比 10.13%）、一年内到期的非流动负债（占比 46.88%）和其他流动负债（占比 7.21%）组成。

2015~2017 年，公司应付账款呈快速下降态势，年均复合下降 38.16%；截至 2017 年底，公司应付账款 11.32 亿元，较年初下降 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%。

2015~2017 年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长 97.76%；截至 2017 年底，公司预收账款 18.31 亿元，较年初增长 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，公司其他应付款呈波动下降态势，年均复合下降 39.07%；截至 2017 年底，公司其他应付款 9.82 亿元，较年初下降 63.35%，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%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 12.24%；截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.42 亿元，较年初增长 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，公司其他流动负债呈逐年快速增长态势，年均复合增长 2,172.65%；截至 2017 年底，公司其他流动负债 6.99 亿元，较年初增长 40.64%，主要为短期融资券。

2015~2017 年，公司非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 19.60%；截至 2017 年底，公司非流动负债 524.02 亿元，较年初下降 3.39%，主要系长期应付款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 30.83%）、应付债券（占比 25.19%）和长期应付款（42.73%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 9.82%；截至 2017 年底，公司长期借款 161.55 亿元，较年初增长 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，公司应付债券呈快速增长态势，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，截至 2017 年底，公司应付债券 131.98 亿元，较年初增长 5.82%。

2015~2017 年，公司长期应付款呈波动增长态势，年均复合增长 31.26%；截至 2017 年底，公司长期应付款 223.89 亿元，较年初下降 14.36%，主要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。

全部债务方面，2015~2017 年，公司全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 15.33%；截至 2017 年底，公司全部债务 560.18 亿元，较年初增长 3.73%，其中短期债务 54.07 亿元（占 9.65%），长期债务 506.11 亿元（占 90.35%），公司债务以长期债务为主。公司债务结构符合公司业务特点。

从债务指标看，2015~2017 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呈波动上升态势；截至 2017 年底，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长，未来资金需求压力较大。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 7.89%。截至 2017 年底，公司所有者权益 310.87 亿元，较年初增长 10.90%，主要来自其他权益工具和未分配利润的增长；归属母公司所有者权益 277.66 亿元（占所有者权益 89.32%），其中，股本占 18.01%，资本公积占 46.00%，

未分配利润占 29.39%，公司资本公积与未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。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。

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

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自土地整理熟化收入、售房收入、油品收入、租赁及物业费收入和其他收入。受土地整理熟化收入减少的影响，2015~2017 年，公司营业收入年均复合下降 16.25%；2017 年，公司实现营业收入 33.51 亿元，较上年下降 18.46%；营业成本 19.03 亿元，较上年下降 49.71%。

从期间费用看，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，费用收入比上升至 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。

从利润构成看，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毛利率增长影响由 2016 年的 5.56% 上升至 40.98%；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，分别由 2016 年的 0.41% 与 0.43% 上升至 2.39% 与 5.55%。

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

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入呈波动下降态势，年均复合下降 50.36%；2017 年为 27.57 亿元，较上年下降 76.28%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 19.54 亿元，较上年下降 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，较上年减少 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，较上年减少 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 1.64 亿元，较上年减少 97.70%，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 67.43 亿元，较上年减少 90.85%。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；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 88.68 亿元，较上年下降 89.33%。其中，投资支付的现金 56.35 亿元，较上年减少 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 15.52 亿元，较上年减少 61.88%，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。

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下降 27.42%；2017 年为 114.36 亿元，较上年减少 68.50%。其中，取得借款收到的现金 61.43 亿元，较上年下降 80.54%；发行债券收到的现金 36.92 亿元，较上年下降 17.40%，主要来自私募债、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，年均增长 19.57%；2017 年共计 115.06 亿元，较上年下降 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。

综上所述，受土地市场行情的影响，公司经营活动产生的现金流入波动起伏较大；由于公司对外投资需要公司先行垫付较大数额的工程款，且土地出让实现收入具有一定的滞后性，公司对外部融资依赖性较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，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分别为 4.89 倍和 1.45 倍，较 2016 年有所下降。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比率分别为 -40.95%、-77.72% 和 -15.29%。截至 2017 年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产 75.54 亿元，相当于短期债务的 1.40 倍，公司短期偿债能力一般。

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 EBITDA 全部债务比呈波动增长态势，三年分别为 0.02 倍、0.01 倍和 0.04 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，占净资产的 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。

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。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强；公司间接融资渠道有待拓宽；公司对外担保规模大，担保对象为济南市主要平台公司，或有负债风险相对可控。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券拟发行规模 33 亿元，分别相当于 2017 年底公司长期债务和全部债务的 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、全部债务资本化比率和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，假设本次债券募集资金净额为 33 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至 67.78%、65.61% 和 63.43%。本次债券发行后，公司债务负担将进一步加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 6.72 亿元、3.88 亿元和 21.73 亿元，分别为本次债券发行金额的 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，分别为本次债券发行金额的 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，对本次债券无保障能力。

总体看，公司 EBITDA 对本次债券保障能力弱，经营活动现金流入量对本次债券保障能力一般。

3. 募投项目偿债能力分析

本次债券募集资金为 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 9 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

假设本次债券于 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。本次债券存续期内募投项目的经营情况具体测算如下：

表 10 本次债券募投项目收入测算（单位：万元）

项目	本次债券存续期										合计
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
营业收入	--	11,962.50	21,641.62	31,817.68	33,513.62	36,954.91	38,883.17	40,916.24	45,016.35	47,325.57	308,031.7
室内展览收入	--	9,855.00	10,761.66	11,734.35	12,777.40	13,895.42	15,093.31	16,376.24	17,749.73	19,219.63	127,462.7
室外展览收入	--	1,020.00	1,124.55	1,237.01	1,357.89	1,487.78	1,627.26	1,776.97	1,937.58	2,109.81	13,678.85
展馆配套服务收入	--	1,087.50	1,188.62	1,297.14	1,413.53	1,538.32	1,672.06	1,815.32	1,968.73	2,132.94	14,114.16
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	3,627.07
酒店收入	--	--	6,846.89	14,091.44	14,489.10	16,375.43	16,812.86	17,250.29	19,456.48	19,937.65	125,260.1
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	1,850.55	1,850.55	1,850.55	1,850.55	1,850.55	1,850.55	1,850.55	13,879.13

写字楼出租收入	--	--	570.31	1,140.63	1,140.63	1,254.69	1,254.69	1,254.69	1,380.16	1,380.16	9,375.96
营业成本	--	3,063.72	5,747.94	8,808.29	9,183.31	9,662.98	10,350.22	10,781.42	11,336.08	11,806.39	80,740.35
外购燃料及动力费	--	621.50	1,607.86	2,623.03	2,676.69	2,730.36	3,062.42	3,121.46	3,180.49	3,239.52	22,863.33
工资及福利费	--	1,644.00	2,759.94	4,142.82	4,343.49	4,552.48	4,770.09	4,996.66	5,232.53	5,478.05	37,920.06
修理费	--	358.88	780.00	1,272.71	1,340.54	1,478.20	1,555.33	1,636.65	1,800.65	1,893.02	12,115.98
经营管理及推广费用	--	439.35	600.14	769.73	822.57	901.95	962.38	1,026.66	1,122.41	1,195.79	7,840.98
税金及附加	--	789.53	1,428.35	2,099.97	2,211.90	2,439.02	2,566.29	2,700.47	2,971.08	3,123.49	2,0330.1
会展中心（展馆出租及展馆配套服务）	--	789.53	862.94	941.72	1,026.22	1,116.82	1,213.91	1,317.92	1,429.30	1,548.52	10,246.88
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	1,080.78	1,109.65	1,138.52	1,284.13	1,315.89	8,267.17
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	--	8,109.25	14,465.34	20,909.42	22,118.41	24,852.91	25,966.66	27,434.35	30,709.19	32,395.70	20,6961.2

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，本次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。

本次债券募集资金在本次债券发行完成后 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次债券募集资金的接收、存储、划转与本息偿付。

在本次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。

九、综合评价

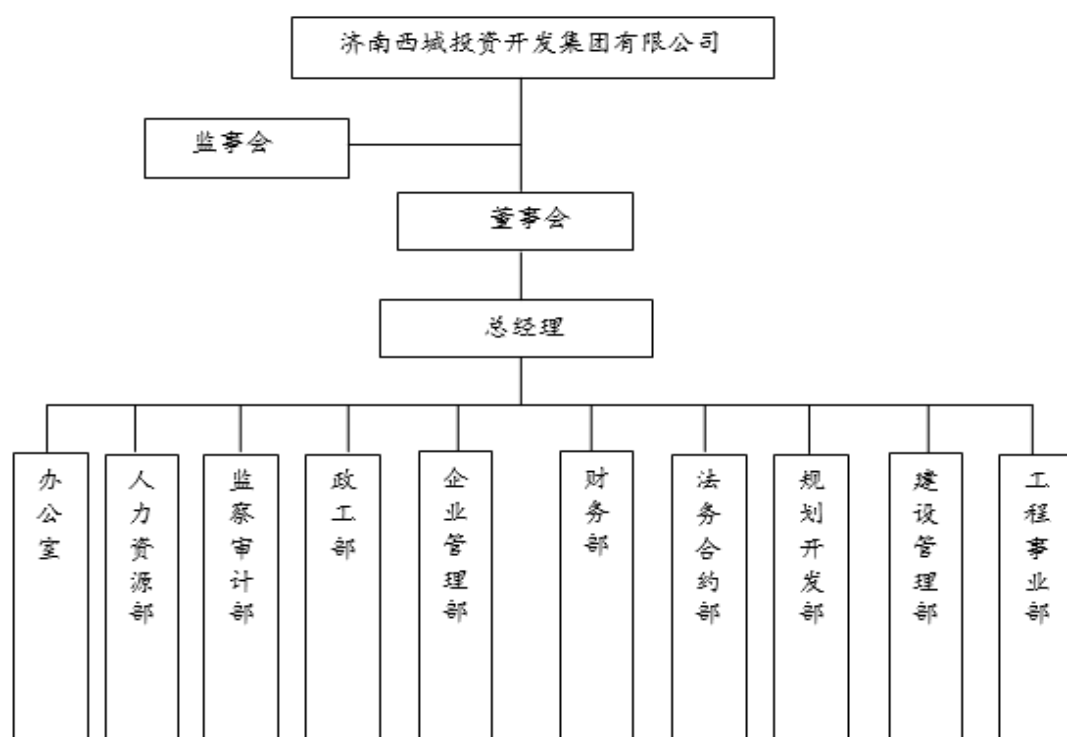
公司是济南西部新城城市基础设施建设的主体。随着公司与济南滨河新区建设投资集团合并组建建设集团，公司在保留原有职能的前提下，被赋予了济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路及桥隧建设的职能。公司在经营环境、业务专营性、股东支持等方面具备显著优势。同时，联合评级也关注到，近三年公司营业收入持续下滑、其他应收款及在建工程对资金形成占用、有息债务规模扩大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为稳定。

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

附件 1 公司组织架构图



附件 2 济南西城投资开发集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
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）	77.93	22.98	54.07
长期债务（亿元）	343.23	517.05	506.11
全部债务(亿元)	421.15	540.04	560.18
营业收入（亿元）	47.78	41.10	33.51
净利润（亿元）	3.15	1.18	16.41
EBITDA（亿元）	6.72	3.88	21.73
经营性净现金流（亿元）	-54.13	-58.52	-14.82
应收账款周转次数（次）	7.80	6.53	2.50
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
现金收入比率（%）	79.74	131.38	58.31
总资本收益率（%）	0.98	0.41	2.39
净资产收益率（%）	1.18	0.43	5.55
营业利润率（%）	10.62	5.56	40.98
费用收入比（%）	10.02	13.69	18.81
资产负债率（%）	65.12	68.79	66.64
全部债务资本化比率(%)	61.20	65.83	64.31
长期债务资本化比率(%)	56.24	64.85	61.95
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.01	0.04
流动比率（倍）	2.93	6.07	4.89
速动比率（倍）	1.34	2.13	1.45
现金短期债务比（倍）	0.55	3.17	1.00
经营现金流动负债比率（%）	-40.95	-77.72	-15.29
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.20	0.12	0.66

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径。3、公司长期应付款中的有息债务已计入长期债务，其他流动负债及其他应付款中的有息债务已计入短期债务。

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
+ 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。