



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪225号

山东高速股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“山东高速股份有限公司2013年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月二十九日

山东高速股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	山东高速股份有限公司		
债券名称	山东高速股份有限公司 2013 年公司债券		
债券简称	14 鲁高速		
债券代码	122305.SH		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2014/7/11-2019/7/11		
上次评级时间	2017/5/24		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

山东高速	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	241.30	251.87	270.70	275.41
总资产（亿元）	450.67	454.31	508.39	516.02
总债务（亿元）	144.98	148.60	202.26	207.26
营业总收入（亿元）	69.74	84.61	73.80	11.49
营业毛利率（%）	64.80	51.83	56.76	58.90
EBITDA（亿元）	51.96	58.12	59.09	7.31
所有者权益收益率（%）	10.82	11.57	11.01	-
资产负债率（%）	46.46	44.56	46.75	46.63
总债务/EBITDA（X）	2.79	2.60	3.42	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.09	8.06	8.85	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

付蓉 rfu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 29 日

基本观点

山东高速股份有限公司（以下简称“山东高速”或“公司”）是山东省收费公路行业唯一的股份制上市公司，其核心路产是山东省以及全国高速公路网的重要组成部分，整体路产质量优良。2017 年，受业务结构战略调整影响，公司逐步退出房地产业务，陆续处置在手的多个地产项目，加之济青高速改扩建造成货车通行量下降，通行费收入有所减少，公司收入规模有所下滑。但公司路产总体质量好、收费较为稳定，获现能力很强，整体仍保持了极强的盈利能力及信用水平。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持山东高速主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“山东高速股份有限公司 2013 年公司债券”的信用等级为 AAA。

正面

- 外部经营环境保持良好。2017 年，我国实现国内生产总值 827,122 亿元，较上年增长 6.9%；全国民用汽车保有量达到 21,743 万辆，较上年末增长 11.8%。国民经济的稳定发展，以及汽车保有量的继续提升为省内高速公路运营企业及公司收费路桥业务提供良好的外部环境。
- 公司路桥收费较为稳定，盈利能力较强。公司下属路产地理位置较好，交通需求较为旺盛，2017 年，公司实现通行费收入 60.76 亿元，毛利率 62.99%，处于行业较高水平。
- 获现能力很强。公司高速公路运营良好，业务具备很强的现金获取能力。2017 年实现经营活动净现金流 34.74 亿元，经营活动净现金/利息支出为 2.76 倍，经营性现金流对债务利息的保障程度很高。

关 注

- **济青高速货车通行量或将受改扩建工程影响继续下滑，影响通行费收入。**目前济青高速改扩建工程已全面展开，公路限速及路面扩建等因素或将继续影响该路段货车通行量，进而影响该路段整体通行费收入。2017 年及 2018 年 1-3 月，济青高速公路通行费收入分别为 24.01 亿元和 2.67 亿元，分别同比下降 11.30% 和 51.54%。
- **房地产业务的逐步退出对公司收入及利润的影响。**2017 年公司继续转出多个房地产项目，基本实现退出房地产业务。2017 年，公司实现房地产业务收入 11.09 亿元，同比下降 46.94%。目前房地产销售已进入尾声，2018 年 1-3 月该业务收入为 0.19 亿元。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

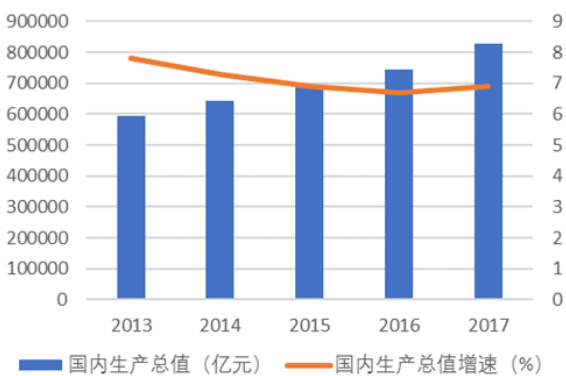
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2017年，我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，加之山东省区域经济与交通运输行业相互促进，为省内高速公路行业的发展提供了有效支撑

2017年，我国实现国内生产总值827,122亿元，比上年增长6.9%。其中，第一产业增加值65,468亿元，增长3.9%；第二产业增加值334,623亿元，增长6.1%；第三产业增加值427,032亿元，增长8.0%。从三大产业占比来看，第一产业增加值占国内生产总值的比重为7.9%，第二产业增加值比重为40.5%，第三产业增加值比重为51.6%。财政收入方面，全年全国一般公共预算收入172,567亿元，比上年增加13,015亿元，增长7.4%，其中税收收入144,360亿元，增加13,999亿元，增长10.7%。总体来看，目前我国经济运行稳中向好，为交通运输业的发展提供良好的外部环境。

图 1：2013~2017 年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从汽车行业运行状况来看，2017年汽车产销量均继续保持增长，全年实现产销量分别为2,902万辆和2,888万辆，同比分别增长3.19%和3.04%，产销增速较上年分别回落11.3和10.6个百分点，增速下滑。截至2017末，全国民用汽车保有量达到21,743万辆（包括三轮汽车和低速货车820万辆），比上年末增长11.8%，其中私人汽车保有量18,695万辆，增长12.9%。民用轿车保有量12,185万辆，增长12.0%。汽车产销规模的提升以及汽车保有量的显著提升均为我国高速公路行业发展提供最直接的动力。

国民经济平稳运行及汽车保有量增长等因素推动我国高速公路固定资产投资持续增长，2017年末全国交通固定资产投资完成2.27万亿元，其中公路建设固定资产投资完成2.12万亿元；新改建公路里程313,607.00公里，高速公路里程6,796.00公里。从下游需求角度来看，受高铁分流的影响，我国公路客运量持续下降；但公路货运量受益于经济运行稳中向好而快速增长。2017年，我国全年完成公路客运量146.00亿人，比上年减少5.4%，旅客周转量9,765.00亿人公里，比上年减少4.5%；完成公路货运量368亿吨，同比增长10.1%，货物周转量66,713.00亿吨公里，同比增长9.2%。

从山东省区域情况来看，2017年，全省实现地区生产总值(GDP)72,678.2亿元，同比增长7.4%；实现人均生产总值72,851元。其中，第一产业增加值4,876.7亿元，增长3.5%；第二产业增加值32,925.1亿元，增长6.3%；第三产业增加值34,876.3亿元，增长9.1%。三次产业构成为6.7:45.3:48.0，整体产业结构有所优化。2017年，山东全社会固定资产投资54,236.0亿元，同比增长7.3%。三次产业投资构成为1.9:49.6:48.5，服务业投资比重比上年提高2.7个百分点。重点领域中，工业技术改造投资增长14.1%，水利、环境和公共设施管理业投资增长28.9%。

从山东省高速公路建设情况看，山东省目前已成为全国重要的交通大省之一，其中公路交通贡献越来越突出。从各种运输方式完成的运输量和周转量来看，山东省综合交通运输体系中，公路运输基本占主导地位。旅客运输方面，2017年在各种运输方式中公路客运量所占份额达75.38%，公路旅客周转量占各种运输方式周转量的38.55%；货物运输方面，2017年公路货运量28.8亿吨，同比增长15.20%，占各种运输方式货运量的89.16%；公路周转量6,650.2亿吨公里，同比增长9.53%，占各种运输方式周转量的68.82%。

表 1: 2017 年山东省综合运输情况

运输方式	货物		旅客	
	周转量(亿吨公里)	货运量(亿吨)	周转量(亿人公里)	客运量(亿人)
公路	6,650.2	28.8	481.0	4.9
铁路	1,254.9	1.8	754.6	1.3
水路	1,758.4	1.7	12.1	0.2
总计	9,663.5	32.3	1,247.7	6.5

注: 表格中统计数或有尾差

资料来源: 山东省国民经济和社会发展统计公报, 中诚信证评整理

为了保证物流和客流的畅通, 适应经济的发展需要, 山东省 1990 年开始高速公路建设。2017 年, 山东交通运输累计完成投资 907 亿元, 同比增长 15.80%; 潍日高速公路滨海连接线、蓬莱至栖霞等 5 条、111.1 公里高速公路建成通车; 青岛新机场高速公路、青兰高速公路莱芜至泰安段等 9 条、425 公里高速公路开工建设, 全省高速公路在建里程达到 2,293 公里, 成为山东历史上在建高速公路规模最大时期。

通过 20 多年的发展, 截至 2017 年末, 山东省公路通车总里程达到 27.1 万公里, 较上年末增加 4,870 公里; 其中高速公路通车里程达 5,820 公里, 较 2016 年末新增 111 公里, 基本形成“五纵四横一环八连”高等级公路网, 通车里程位居全国前列。

总体来看, 近年来我国国民经济保持平稳发展态势, 汽车保有量持续增长, 加之山东省大力投入交通基建, 公路路网不断完善, 与区域经济互相促进, 为省内高速公路运营企业带来较好的发展机遇。

在我国铁路建设不断提速的背景下, 山东省积极落实城际轨道的建设工作, 省内高速公路受到一定分流影响

铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流影响。由于铁路在长途运输的成本上要远低于公路, 从而对公路形成直接的竞争。2017 年全国铁路行业固定资产投资完成 8,010 亿元, 投产新线 3,038 公里, 其中高速铁路 2,182 公里。截至 2017 年底, 全国铁路营业里程达 12.7 万公里, 其中高速铁路 2.5 万公里以上。旅客运输方面, 2017 年国家铁路旅客发送量 30.38 亿人, 增长 9.6%, 旅客周转量 13,396.96 亿人公里, 增长 6.9%。

具体到山东省, 2017 年山东高速铁路通车里程 1,240 公里, 石济客专山东段和龙烟铁路等重大项目建设使用。此外, 作为国家批复的第一条地方自主投资建设的高速铁路, 截至 2017 年末济青高铁累计投资 220 亿元。随着山东省铁路规划的逐步实施, 胶东半岛交通体系将日益完善, 山东省内以济南、青岛为客运枢纽快速综合交通运输体系的主骨架逐步形成。城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点, 具有较强的客流吸引力, 或将对省内公路客运产生较大影响, 对高速公路造成一定分流影响。

近年来, 我国铁路建设速度大幅加快, 在此背景下, 山东省亦不断推进区域内城市轨道交通及铁路建设, 且铁路运营长途运输成本低于公路, 或对省内高速公路造成一定分流影响。

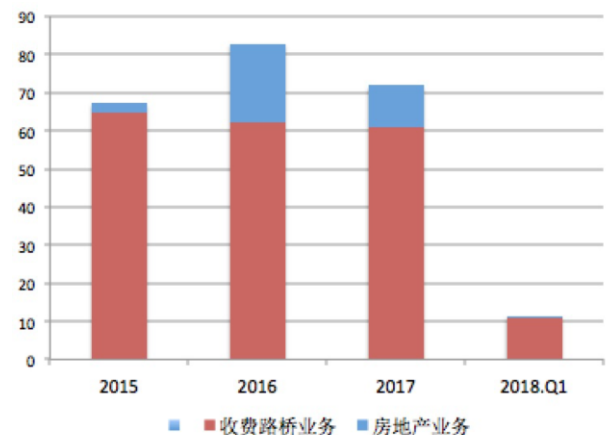
业务运营

公司 2016 年以前主要负责山东省内部分高速公路的投资建设和运营管理, 另外还从事区域内房地产项目的开发。从 2016 年开始, 公司逐步退出房地产业务, 主要从事交通基础设施的投资运营, 以及高速公路产业链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。

2017 年, 受房地产业务逐步退出, 及济青高速改扩建致使货车通行量下降影响, 公司主营业务收入较上年下降 13.35% 至 71.84 亿元, 其中收费路桥收入 60.76 亿元, 同比下降 2.03%; 房地产业务收入 11.09 亿元, 同比下降 46.94%。

图 2: 2015-2018.Q1 公司主营业务收入构成情况

单位: 亿元



数据来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

2017年公司主要路产济青高速进行改扩建，导致货车通行量减少，从而造成通行费有所下滑，但公司整体路桥资产质量优良，总体运营情况仍较稳定

截至2018年3月末，公司运营管理（包括托管公司运营）的收费公路（包括桥梁、一级公路和高速公路）总里程达2,137公里，同比增长13.97%。其中公司所辖自有路桥资产里程1,070公里，同比

增长0.28%；受托管理山东高速集团所属路桥资产里程1,067公里，同比增长32.05%。公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，系全国高速公路网的重要组成部分，路产质量优良，路网完善，协同效应逐步显现。近年来公司高速公路业务运营情况良好，通行费收入比较稳定，2017年累计实现路桥通行费及托管费收入60.76亿元，同比下滑2.03%。

表 2：2016~2018.Q1 公司主要路产经营情况

单位：亿元、万辆

路段名称	2016		2017		2018.Q1	
	通行费收入	通行量	通行费收入	通行量	通行费收入	通行量
济青高速	27.07	3,670	24.01	3,664	2.67	636
京台高速相关路段	19.26	4,657	19.08	5,012	4.14	1,100
济莱高速	2.91	648	4.28	212	0.99	191
104 国道-泰曲段	0.17	97	0.25	875	0.06	56
许昌-禹州高速公路	1.22	262	1.73	337	0.34	93
威海-乳山高速公路	1.21	503	1.30	564	0.20	125
济南黄河大桥	0.17	135	0.13	875	0.00	0.00
济南黄河二桥	4.36	-	4.78	-	1.05	-
滨州黄河大桥	0.09	81	0.06	572	0.00	0.00
平阴黄河大桥	1.00	433	0.78	48	0.00	0.00
潍莱高速	2.83	553	2.98	628	0.50	137
衡邵高速	2.02	253	2.04	246	2.04	246
利津黄河公路大桥	1.00	624	1.16	64	0.27	21
合计	63.31	11,916	62.58	13,097	12.26	2,605

注：1、2016年5月起，公司营业税改为增值税。因增值税为价内税，利润表中通行费收入为扣除增值税后的净额。2、上表中通行费收入为实际收到的金额，与利润表中的通行费收入有所差距。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从通行量情况来看，2017年公司所运营主要路段总体保持稳定。具体来看，京台高速（旧称“京福高速”）相关路段通行量达到5,012万辆，同比增长7.62%；济青高速通行量为3,664万辆，同比下滑0.16%；其余道路通行量基本稳定。

通行费收入方面，2017年山东省路桥通行收费标准未变，公司所运营主要路段整体通行费保持平稳。其中，济青高速实现通行费24.01亿元，同比下降11.30%，主要系当年随着改扩建工程的持续推进，收费相对较高的货车通行量减少，致使通行费规模下滑。京台高速相关路段实现通行费19.08亿元，同比下滑0.93%，相对较平稳。济青高速和京福高速相关路段收入分别占当期路桥通行费及托管费收入的38.37%和30.49%；此外，济南黄河

二桥和济莱高速通行费收入分别同比增长9.63%和47.08%；其余路段的收入占比较小，通行费基本保持稳定。

济青高速公路改扩建工程于2016年10月开工，预计建设周期4年，线路全长309.17公里，主要工程为公路扩宽（四车道改为八车道）。公司济青高速扩建计划总投资297.96亿元，其中25%系自有资金，其余均通过银行贷款解决。截至2018年3月末，该项目已投资101.00亿元，2018年4-12月~2020年计划分别投资44.96亿元、76.00亿元和76.00亿元。目前，济青高速扩建工程已对2017年该路段的通行费产生了一定的影响，随着扩建工程的继续开展，届时公路限速及路面扩建等因素仍将影响济青高速路段未来1-2年通行费收入，中

诚信证评将对此保持持续关注。

在逐步退出房地产市场的战略调整下，公司 2017 年起陆续处置在手的多个房产项目公司股权，导致相关收入下滑明显

受业务结构战略性调整，公司逐步退出房地产市场，2017 年转出了多个房地产项目，随着在手项目的销售及结转完毕，公司当年房地产收入较上年减少 9.80 亿元至 11.09 亿元。2018 年 1-3 月，公司房地产业务实现收入 0.19 亿元。

具体来看，2017 年以来，在集团的统一安排下，公司陆续将济南盛邦置业有限公司、济南汇博置业有限公司、山东高速滨州置业有限公司 3 家子公司 100% 股权交易出售予山东高速地产集团有限公司（该公司系山东高速集团有限公司的全资子公司，

主要负责山东省内房地产开发、物业管理及租赁等业务），交易额合计 8.58 亿元。截至 2018 年 3 月末，上述 3 个项目的转让款均已到账，且公司已于当年全部确认了投资收益。此外，公司 2017 年通过山东产权交易中心公开挂牌转让所持有的烟台合盛房地产开发有限公司 100% 的股权和济南璞园置业有限公司 50% 的股权，合计交易金额 37.74 亿元。截至 2018 年 3 月末，上述 2 个项目已顺利出让，但回款尚未到账，预计 2018 年将全部收到并确认投资收益。

另外，为配合公司房地产业务调整，2017 年公司将在建的雪野湖酒店对外出售，交易金额 1.45 亿元，当期已确认收入并全部实现资金回笼。

表 3：2017 年公司部分股权处置情况

单位：亿元

项目名称	交易额	实际到账	项目性质	交易对象
济南盛邦置业有限公司（宁华园林）	5.52	5.52	商业、住宅	山东高速地产集团有限公司
济南汇博置业有限公司（园博园）	2.79	2.79	住宅	山东高速地产集团有限公司
山东高速滨州置业有限公司（滨州项目）	0.27	0.27	商业、住宅	山东高速地产集团有限公司
合计	8.58	8.58	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着房地产业务的退出，公司该板块收入下滑明显，且目前公司已无在开发房产项目，未来业务的发展以及对公司收入的影响需持续关注。

为推进“路桥运营+资本运营”双轮驱动战略，2017 年公司大力开展资本运作，加大股权投资力度，发展效果初步显现

2017 年，公司大力开展资本运作，继续加大股权方面投资力度：1、发起设立济南畅赢金程股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“畅赢金程”），总规模不超过 50.1001 亿元，其中公司出资 50.10 亿元，山东高速畅赢股权投资管理有限公司（以下简称“畅赢股权”）出资 1.00 万元人民币；2017 年 11 月，畅赢金程完成对恒大地产项目投资，投资额 50.00 亿元。2、设立济南畅赢金安有限合伙企业和济南畅赢金海有限合伙企业，上述 2 家企业投资规模合计 20.062 亿元，公司作为有限合伙人拟出资 20.06 亿元，畅赢股权拟出资 20.00 万元。2017 年，

畅赢金安投资安信信托管理的账面价值合计 15.00 亿元的安信创赢 53 号、57 号与 58 号信托计划受益权。3、向山东高速齐鲁建设交通运输管理服务有限责任公司、济南璞园置业有限公司及潍莱公司分别增资 5.00 亿元、4.50 亿元和 1.00 亿元；4、竞购福建龙马环卫装备股份有限公司 0.15 亿股增发股份，投资金额 4.00 亿元，成为其第三大股东。

截至 2017 年末，公司长期股权投资余额 47.07 亿元，同比增长 21.01%，主要系如前所述，追投龙马环卫所致；可供出售金融资产余额 65.53 亿元，较上年末增长 65.18 亿元，主要系投资上述恒大项目股权和安信信托计划所致。总体来看，公司大力推进股权投资和资本输出，以“上市公司+股权投资”的资本运作模式，积极开展金融、环保等多领域股权投资，但由于尚处于投资前期，中诚信证评将持续关注未来的收益情况及投资回收情况。

整体来看，作为山东省重要的高速公路运营主体，公司路桥资产质量优良，区位优势显著，但受

济青高速改扩建影响，货车通行量锐减致使路桥收费规模下滑，加之房地产业务逐步退出，收入下滑，中诚信证评将对济青高速的通行情况及房地产业务的后续发展持续关注。

财务分析

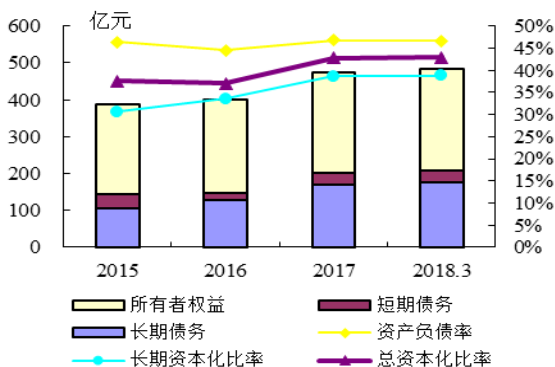
以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年财务报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2016~2017 年度审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

2017 年济青高速改扩建项目持续推进，公司规模进一步上升，同时资金需求的增加也推升了对外融资规模的上升。截至 2017 年末，公司资产总额增长 11.91% 至 508.39 亿元；负债总额增长 17.42% 至 237.70 亿元。另外，受益于经营利润的累积，公司自有资本实力持续增长。截至 2017 年末，公司所有者权益增长 7.48% 至 270.70 亿元。同期，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 46.75% 和 42.77%，分别较上年末上升 2.19 个百分点和 5.66 个百分点。

截至 2018 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 516.02 亿元和 240.61 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 46.63% 和 42.94%，财务杠杆水平保持稳定且较为适中。

图 3：2015~2017 年及 2018 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产方面，2017 年末公司资产仍然以非流动资产为主。期末公司非流动资产余额 399.92 亿元，较上年末增长 26.04%，在总资产中占比 78.66%，主要由在建工程、无形资产、可供出售金融资产、固

定资产等构成。其中，变化较大的主要为可供出售金融资产及在建工程。随着济青改扩建项目的进一步推进，公司在建工程规模持续上升。截至 2017 年末，公司在建工程由上年末的 65.18 亿元增至 105.95 亿元。同期，可供出售金融资产由上年末的 0.05 亿元增至 65.23 亿元，主要系公司投资了前述 50.00 亿元的恒大地产项目股权及 15.00 亿元的信托收益权所致。

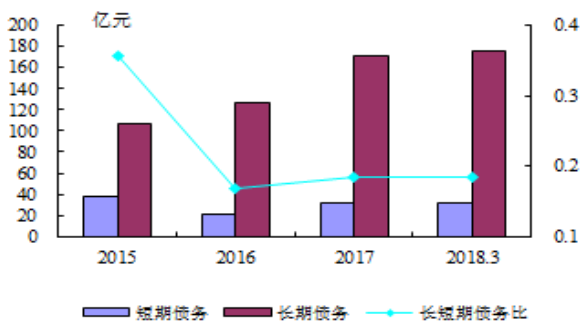
截至 2017 年末，公司流动资产余额 108.47 亿元，较上年末减少 20.83%，主要由其他应收款、存货等构成。其中存货余额 32.94 亿元，较上年末减少 32.15%，主要系公司当年出售了相关置业类子公司所致。同期，其他应收款余额 36.92 亿元，较上年末增长 23.51%，主要系应收山东省交通运输厅的高速公路拆账款及与济南盛邦置业有限公司和济南汇博置业有限公司等的拆借款等。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产和流动资产余额分别为 414.93 亿元和 101.08 亿元，在总资产中占比分别为 80.41% 和 19.59%。

负债方面，截至 2017 年末，公司负债以非流动负债为主。同期，公司非流动负债余额 175.02 亿元，较上年末增长 33.76%，占负债总额的 73.63%，主要为长期借款和应付债券。随着路桥建设的持续推进，公司长期借款进一步增长。截至 2017 年末，公司长期借款 150.75 亿元，较上年末增长 40.62%，占非流动负债的 86.13%，主要系质押借款和信用借款，利率区间集中在 1.20% ~ 5.84% 之间。同期，应付债券（债券简称“14 鲁高速”，债券代码为“122305.SH”，期限 5 年，到期日为 2019 年 7 月 11 日，额度 20 亿元，利率 5.84%）余额 19.99 亿元，较上年末持平。截至 2017 年末，公司流动负债 62.68 亿元，较上年末下降 12.46%，其中波动较大的主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和短期借款。截至 2017 年末，公司其他应付款余额 7.48 亿元，较上年末下降 68.01%，主要系当年公司退还了济青高速改扩建工程的履约保证金。受中期票据（12 鲁高速 MTN1）到期影响，公司一年内到期的非流动负债余额 7.02 亿元，较上年末下降 67.19%。随着融资需求的持续扩大，2017 年公司增加了 24.00 亿元的短期借款，主要系信用借款。

截至 2018 年 3 月末,公司非流动负债 181.93 亿元,流动负债 58.77 亿元,在负债总额中占比分别为 75.57%和 24.43%。

有息债务方面,随着路产建设的持续推进,公司融资需求增大,有息债务规模持续扩大。截至 2017 年末,公司总债务为 202.26 亿元,同比增长 36.11%,其中短期债务 31.53 亿元,同比增长 47.20%;长期债务 170.74 亿元,同比增长 34.24%。截至 2017 年末,公司长短期债务比从上年末的 0.17 倍上升至 0.18 倍。整体而言,公司以长期债务为主的债务结构符合其发展需求,短期刚性债务压力可控。

图 4: 2015~2017 年及 2018 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

表 4: 2015 年~2017 年及 2018 年 1-3 月公司营业收入及毛利率构成情况

项目	2015		2016		2017		2018.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
收费路桥业务	64.78	66.44	62.02	66.30	60.76	62.99	11.06	59.43
房地产业务	2.42	14.32	20.89	8.24	11.09	19.70	0.19	32.98
合计	67.20	64.56	82.91	51.67	71.84	56.44	11.24	58.98

注: 统计数据或有尾差。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

毛利率方面,2017 年公司收费路桥业务毛利率为 62.99%,较上年减少 3.31 个百分点,主要系受济青高速改扩建影响,业务成本不断上升所致。受益于房产市场持续升温,房价上升,当期房地产业务毛利率 19.70%,较上年末增长 11.46 个百分点。综合来看,2017 年公司主营业务毛利率为 56.44%,较上年增长 4.77%,仍处于行业较高水平。

总体来看,随着项目建设的持续推进,公司近年来资产和负债规模逐年增长,自有资本实力稳步提升,财务杠杆水平较为适中,其以长期债务为主的债务期限结构较为合理,资本结构较为稳健。

盈利能力

如前所述,公司营业收入主要来源于车辆通行费及房地产销售收入。2017 年,受转出多个房产项目影响,公司房地产业务收入大幅缩减且短期仍进一步下滑,加之济青高速改扩建致使货车通行量锐减,造成车辆通行费收入下滑,公司当年主营业务收入有所下降。2017 年,公司实现主营业务收入 71.84 亿元,较上年下降 13.35%。2018 年 1-3 月,公司实现主营业务收入 11.24 亿元。

表 5: 2017 年主要高速公路上市公司盈利能力指标

名称	营业总收入	营业毛利率
山东高速	73.80	56.76
四川成渝	79.84	27.28
深高速	48.37	48.34
赣粤高速	43.28	41.44
皖通高速	28.61	58.60
楚天高速	26.88	38.05

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

期间费用方面,2017 年公司期间费用均较上年有所下降,其中受出售置业类子公司影响,2017 年公司销售费用较上年下滑 52.67%至 0.12 亿元。

2017年,公司三费合计9.07亿元,同比下滑6.02%;三费占比为12.29%,较上年上升0.88个百分点。2018年1-3月,公司三费合计1.51亿元,三费收入占比上升至13.17%。整体来看,近年公司期间费用占营业总收入的比重呈上升趋势,期间费用控制能力有待加强。

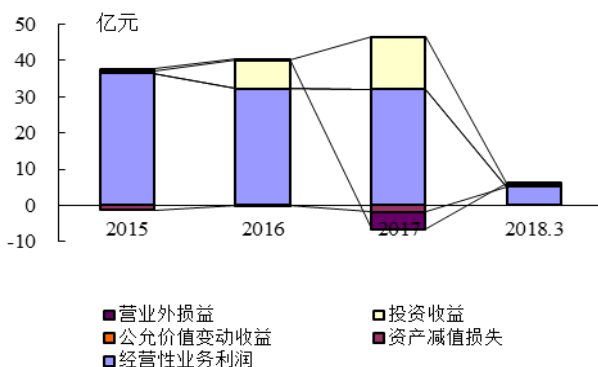
表6: 2015~2017年及2018年1-3月公司期间费用分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.36	0.26	0.12	0.00
管理费用	3.74	3.74	3.65	0.40
财务费用	1.46	5.65	5.30	1.12
三费合计	5.57	9.65	9.07	1.51
三费收入占比	7.99	11.41	12.29	13.17

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2017年公司利润总额为40.01亿元, 同比下滑0.78%; 实现净利润28.77亿元, 同比下降1.30%。其中, 经营性业务利润为32.01亿元, 同比下滑0.73%; 实现投资收益14.51亿元, 较上年大幅增加83.90%, 主要来源于处置多个房地产项目股权产生的收益; 营业外损益由上年的0.34亿元降至-4.77亿元, 主要系济青高速改扩建造造成路基路面资产损失增加所致。2018年1-3月, 公司实现利润总额6.19亿元, 其中经营性业务利润5.16亿元, 同比下降27.40%。

图5: 2015~2017年及2018年1-3月公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

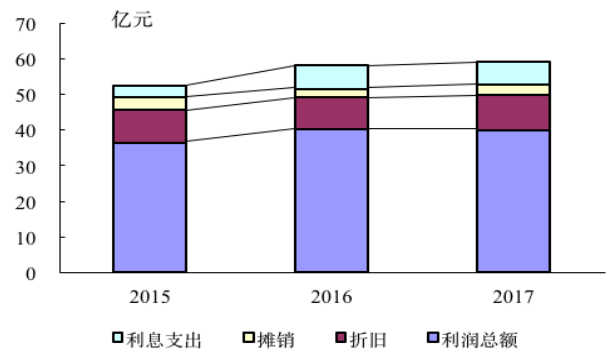
总体来看, 受业务结构调整影响, 公司收入规模有所下滑, 但公司毛利率水平仍处于行业较高水平, 加之投资收益对公司利润的有力补充, 公司盈利能力有望继续保持稳定。

偿债能力

从获现能力来看, 公司EBITDA主要系由利润

总额、折旧和利息支出等构成。受益于路产折旧规模的持续上升, 2017年公司EBITDA为59.09亿元, 同比增长3.32%。从EBITDA对债务本息的保障程度来看, 受对外融资需求持续上升影响, 2017年公司总债务/EBITDA为3.42倍, 较上年增加了0.87倍; EBITDA利息保障倍数为8.85倍, 较上年末增加了0.79倍。整体来看, 公司经营路产路网协同效应良好, 收入及利润规模较为稳定, EBITDA对债务利息保障能力较强。

图6: 2015~2017年公司EBITDA构成分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 高速公路具有较强的现金回笼能力, 但如前所述, 受济青高速改扩建项目持续推进的影响, 2017年公司经营活动净现金流为34.74亿元, 较上年下降了48.10%。另外随着债务规模的持续扩大, 同期公司经营活动净现金/总债务为0.17倍, 较上年末下降了0.28倍; 经营活动净现金/利息支出为5.20倍, 较上年末下降4.08倍, 但公司经营活动净现金流仍能够对债务利息的偿付提供保障。

表7: 2015~2017年及2018年1-3月公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
长期债务(亿元)	106.91	127.18	170.74	175.03
总债务(亿元)	144.98	148.60	202.26	207.26
资产负债率(%)	46.46	44.56	46.75	46.63
总资本化比率(%)	37.53	37.11	42.77	42.94
EBITDA(亿元)	51.96	58.12	59.09	-
EBITDA利息倍数(X)	8.09	8.06	8.85	-
总债务/EBITDA(X)	2.79	2.56	3.42	-
经营活动净现金/利息支出(X)	4.54	9.28	5.20	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.20	0.45	0.17	0.08*

注: 带“*”财务指标已经年化处理

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与农业银行、中信银行、工商银行、招商银行和邮储银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司获得的银行授信总额合计 175.81 亿元，其中未使用 130.23 亿元，备用流动性充裕。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产主要系无形资产及固定资产，受限资产账面价值合计 74.27 亿元，受限比例（受限资产/总资产）为 14.39%；其中受限无形资产账面价值 72.11 亿元，占全部无形资产比重为 97.09%，主要系济青高速和衡邵高速部分路段的收费权；受限固定资产账面价值 2.16 亿元，占全部固定资产比重为 2.91%。

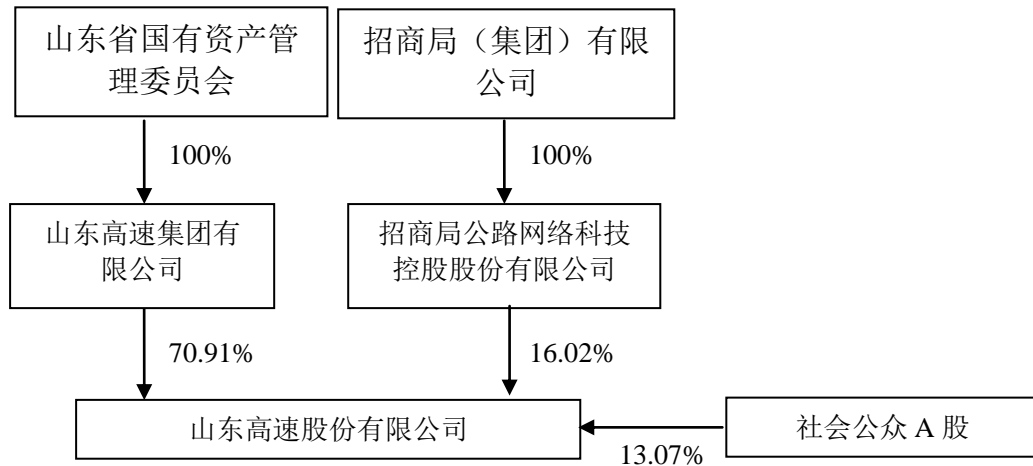
截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保所形成的或有负债风险；公司无重大诉讼、仲裁事项。

总体来看，公司下属路产区位优势显著，运营情况良好，盈利能力较强，债务结构较为合理，经营所得及现金流均能够对其债务本息的偿付提供较为充分的保障，公司整体偿债能力极强。

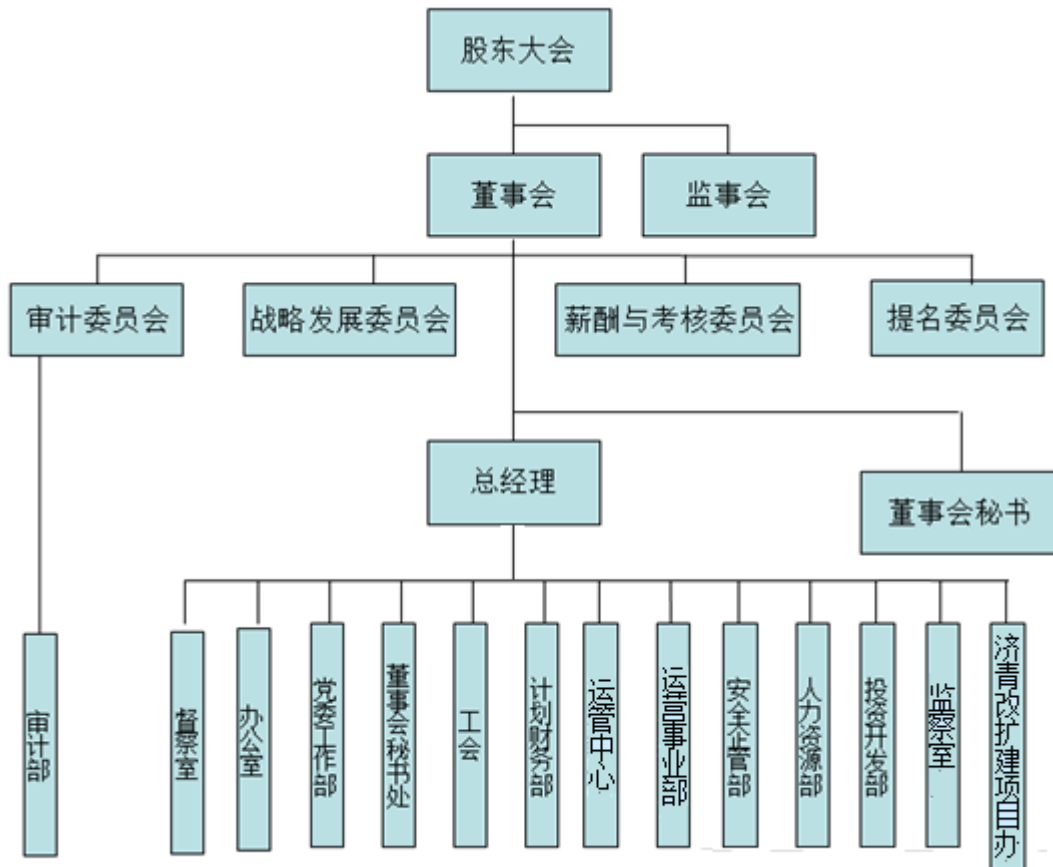
结 论

综上，中诚信证评维持山东高速主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“山东高速股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：山东高速股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：山东高速股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附三：山东高速股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	220,252.97	572,830.35	290,656.91	276,166.52
应收账款	1,726.68	736.90	1,850.30	2,151.54
存货	1,290,721.98	485,500.59	329,431.81	328,445.84
其他应收款	380,369.69	298,937.29	369,221.55	386,559.01
长期投资	144,976.78	389,507.61	1,122,965.92	1,240,304.98
固定资产合计	818,159.15	726,079.14	572,704.48	553,623.94
总资产	4,506,656.73	4,543,051.26	5,083,921.65	5,160,187.38
短期债务	380,682.54	214,168.65	315,256.49	322,248.53
长期债务	1,069,144.51	1,271,843.34	1,707,370.19	1,750,338.42
总债务（短期债务+长期债务）	1,449,827.05	1,486,012.00	2,022,626.68	2,072,586.95
总负债	2,093,682.26	2,024,385.32	2,376,963.87	2,406,060.94
所有者权益（含少数股东权益）	2,412,974.47	2,518,665.94	2,706,957.78	2,754,126.44
营业总收入	697,419.82	846,056.19	737,953.14	114,876.36
三费前利润	419,986.26	418,989.33	410,814.96	66,699.26
投资收益	7,782.02	78,882.19	145,060.46	8,934.81
净利润	261,068.83	291,476.17	287,684.82	47,181.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	519,615.82	581,211.41	590,855.41	73,118.65
经营活动产生现金净流量	292,055.88	669,342.99	347,377.59	39,829.11
投资活动产生现金净流量	-14,344.21	-334,336.10	-993,446.19	-80,357.34
筹资活动产生现金净流量	-270,616.13	17,570.49	363,895.16	26,037.84
现金及现金等价物净增加额	7,095.54	352,577.38	-282,173.44	-14,490.40
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	64.80	51.83	56.76	58.90
所有者权益收益率（%）	10.82	11.57	11.01	13.71
EBITDA/营业总收入（%）	74.51	68.70	80.07	63.65
速动比率（X）	0.74	1.24	1.20	1.16
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	0.45	0.17	0.08*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.77	3.13	1.10	0.49*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.54	9.28	5.20	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.09	8.06	8.85	-
总债务/EBITDA（X）	2.79	2.60	3.42	-
资产负债率（%）	46.46	44.56	46.75	46.63
总资本化比率（%）	37.53	37.11	42.77	42.94
长期资本化比率（%）	34.86	30.70	33.55	33.02

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。