



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪138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，维持贵公司本次债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年五月二十四日

山东高速股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	山东高速股份有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	5 年期：2014/7/11-2019/7/11		
上次评级时间	2016/5/19		
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	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	225.70	241.30	251.87	257.48
总资产（亿元）	441.29	450.67	454.31	456.20
总债务（亿元）	157.50	144.98	148.60	148.06
营业总收入（亿元）	64.17	69.74	84.61	15.94
营业毛利率（%）	64.66	64.80	51.83	58.47
EBITDA（亿元）	52.13	51.96	57.19	-
所有者权益收益率（%）	10.92	10.82	11.57	8.73
资产负债率（%）	48.86	46.46	44.56	43.56
总债务/EBITDA（X）	3.02	2.79	2.60	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.55	8.09	10.12	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、山东高速2017年一季度报所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

胡辉顺 huhu@ccxr.com.cn

季子通 ztji@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月24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。2016 年公司整体收入规模进一步扩大，加之良好的盈利能力及获现能力，为公司债务偿付提供了有力保障。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到济青高速公路改扩建工程对公司未来业务产生的影响以及公司房地产业务和股权投资活动的未来经营状况值得持续关注。

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

- 外部经营环境良好。2016 年我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，物流行业需求稳中有升，加之山东省良好的区域经济环境，均为高速公路行业发展及公司高速公路业务提供有效支撑。
- 收入规模持续增长，盈利能力良好。受益于公司房地产板块收入的大幅增长，公司整体收入规模持续增长。2016 年公司累计实现营业总收入 84.61 亿元，同比增长 21.32%；全年实现利润总额 40.33 亿元，同比增长 10.52%；实现净利润 29.15 亿元，同比增长 11.65%。
- 财务结构保持稳健。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 44.56% 和 37.11%。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 43.56% 和 36.51%，财务杠杆水平较为适中。

关 注

- 济青高速改扩建对公司未来业务的影响。2016年济青高速公路通行费收入为27.07亿元，占公司通行费收入的43.56%，目前该道路改扩建工程已全面展开，届时公路限速及路面扩建等因素将会影响到济青高速路段未来1-2年通行费收入。
- 房地产业务和股权投资业务未来发展有待关注。2016年公司转出多个房地产项目，并逐步退出房地产业务，并加大股权投资业务力度，公司业务的调整对收入及利润的影响有待关注。

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

2016年，我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，物流行业需求稳中渐升，加之山东省经济增长稳定，为区域内高速公路行业的发展提供了有效支撑

2016年，我国实现国内生产总值74.41万亿元，同比增长6.7%，增速较去年下降0.2个百分点，其中第一产业增长3.3%；第二产业增长6.1%；第三产业增长7.8%。财政收入方面，2016年全国一般公共预算收入15.96万亿元，同比增长4.5%，其中税收收入13.04万亿元，同比增长4.3%，增速较上年降低0.5个百分点。总体来看，我国经济增长和财政收入增速持续放缓，但整体仍维持稳定发展态势，为交通运输业的发展提供了良好的宏观环境。

图 1：2012~2016 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，2016年，受汽车行业加大供给侧改革、产品结构调整和更新步伐加快影响，我国汽车产销量较去年均有明显增长，其中产量2,811.9万辆，同比增长14.5%，销量达到2,802.08万辆，同比增长13.7%，增幅较上年均有明显上升。截至2016年末，全国机动车保有量达2.94亿辆；小型载客汽车（私家车）达到1.46亿辆，私家车增加2,208万辆，同比增长15.08%，汽车产销规模的增长以及汽车保有量的稳步提升为我国高速公路行业发展提供了最直接的动力。

从物流行业运行状况来看，2016年全国社会物流总额为229.7万亿元，按可比价格计算同比增长6.1%，增速较上年提高了0.3个百分点；2016年社会物流总费用为11.1万亿元，比上年增长2.9%，增速较上年增加0.1个百分点；2016年物流业总收

入为7.9万亿元，同比增长4.6%。总体来看，物流行业需求稳中渐升，现代物流业的稳定发展为高速公路车流量的增长夯实基础。

从山东省区域情况来看，2016年全省实现生产总值6.70万亿元，同比增长7.6%，经济运行总体保持平稳增长。其中第一产业增加值4,929.1亿元，增长3.9%；第二产业增加值30,410亿元，增长6.5%；第三产业增加值31,699亿元，增长9.3%。三次产业构成为7.3:45.4:47.3，第三产业比重比上年提高2.0个百分点，实现由“二三一”向“三二一”的结构转变，整体产业结构有所优化。

2016年山东省整体交通运输业平稳发展，铁路、公路、水路共完成客运量6.3亿人次，比上年增长5.2%；货运量28.2亿吨，增长8.9%；沿海港口货物吞吐量14.3亿吨，增长6.4%；2016年末公路通车里程26.6万公里，增加2,330公里。其中，高速公路通车里程5,710公里，增加362公里。截至2016年年末民用汽车拥有量1,754.3万辆，增长12.9%。其中，私人轿车1,020.7万辆，增长15.1%。

2017年，山东将加快高速公路建设，年底力争90公里高速公路项目建成通车，全省高速公路通车总里程突破5800公里；同时，山东省交通运输厅将抓好服务区提升改造，完成49对不涉及新征占地的服务区提升改造；健全完善科技创新体系，全面加强信息化工作，推进“互联网+交通运输”。

随着我国公路路网的不断完善，我国公路客货运的平均运输距离在不断延伸，高速公路的快速运输与相应的铁路运输相比，已在综合成本方面具备了一定竞争优势。同时，公路路网的不断完善将增强彼此间的协同效应，产生路网效应，提高道路使用率，增加整体车流量，有助于增加对公路运输的需求。以上因素都决定了未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间。

在我国铁路建设不断提速的背景下，山东省铁路投资力度明显加大，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作用。由于铁路在长途运输的成本上要远远低于公路，从而将对公路形成直接的竞争。2016年全国铁路行业固定资产投资完成 8,015 亿元，投产新线 3,281 公里，新开工项目 46 个，新增投资规模 5,500 亿元，到 2016 年底，全国铁路营业里程达 12.4 万公里，其中高速铁路 2.2 万公里以上。旅客运输方面，全国铁路旅客发送量完成 28.14 亿人次，比上年增长 2.79 亿人次，增长 11.0%。近年来我国铁路建设正在不断提速，未来将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成一定的替代效应。

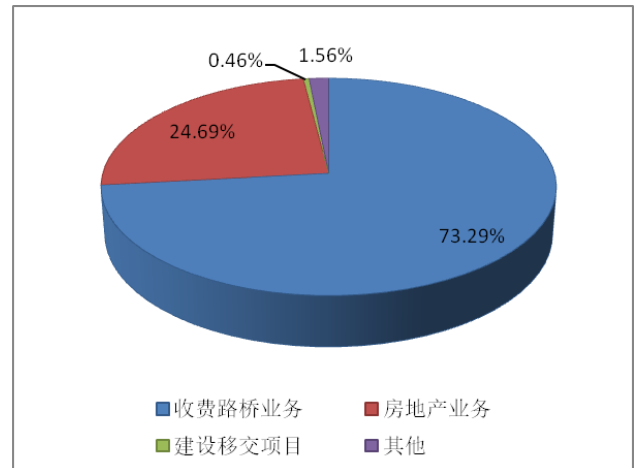
具体到山东省，2016 年山东铁路投资完成 280 亿元，较 2015 年同期增长 71%，投资规模迅猛增长，济青高铁、石济客专、青连铁路、黄大铁路等 7 条铁路同时开建，特别是济青高铁进程明显加快，累计完成投资超过 200 亿元。此外，“市市通高铁”前期规划工作已全面启动。随着山东省铁路规划的逐步实施，胶东半岛交通体系将日益完善，山东省内以济南、青岛为客运枢纽快速综合交通运输体系的主骨架逐步形成。城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点，具有较强的客流吸引力，或将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路造成一定分流影响。

业务运营

2016 年，受益于公司城市运营板块下房地产板块收入的大幅上升，公司实现业务规模的持续增长，实现主营业务收入 84.61 亿元，同比增长 21.32%；其中路桥通行费及托管费收入 62.01 亿元，同比下降 4.27%，主要系 2015 年公司根据省政府相关文件要求，移交代管济南城东绕城高速路段，导致收入略有下降；当年公司自有路段通行费收入实际较 2015 年略有增长；房地产业务实现营业收入 20.89 亿元，同比大幅增长 763.06%，主要为房地产土地转让收入增加所致。从业务结构看，高速

公路运营业务是公司收入的最主要来源，2016 年公司路桥通行费及托管费收入 62.01 亿元，占主营业务收入 73.29%；城市运营板块下房地产业务收入增长迅速，占主营业务收入比重的 24.69%；建设移交项目收入 0.39 亿元，占收入比重较小，为 0.46%。

图 2：2016 年公司主营业务收入构成情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司路桥资产质量优良，主要路段通行费收入较为稳定，高速公路运营业务保持良好

截至 2016 年末，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 1,875 公里，其中公司所辖自有路桥资产里程 1,067 公里，受托管理山东高速集团所属路桥资产里程 808 公里。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。2016 年公司高速公路业务运营情况良好，近年来通行费收入比较稳定，全年累计实现路桥通行费及托管费收入 62.01 亿元，同比减少 4.27%。

表 1：2015 年至 2017.Q1 公司主要路产经营情况

单位：亿元、万辆

路段名称	2015		2016		2017.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	26.53	3,345	27.07	3,670	5.51	821
京福高速相关路段	17.31	4,113	19.26	4,657	4.02	1,110
济莱高速	2.38	526	2.91	648	0.76	160
104 国道-泰曲段	0.25	146	0.17	97	0.05	30
许昌-禹州高速公路	1.23	265	1.22	262	0.36	75
威海-乳山高速公路	1.09	442	1.21	503	0.27	121
济南黄河大桥	0.23	200	0.17	135	0.04	25
济南黄河二桥	3.98	-	4.36	-	0.99	-
滨州黄河大桥	0.08	74	0.09	81	0.02	17
平阴黄河大桥	0.92	428	1.00	433	0.06	41
潍莱高速	2.70	496	2.83	553	0.63	127
衡邵高速	1.81	187	2.02	253	0.60	78
利津黄河公路大桥	0.67	526	1.00	624	0.27	158

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，2016 年公司所运营主要路段总体保持稳定。具体来看，京福高速相关路段通行量达到 4,657 万辆，同比增长 13.23%；济青高速通行量为 3,670 万辆，同比增长 9.72%；其余道路通行量基本稳定。通行费收入方面，2016 年公司所运营主要路段通行费收入保持平稳，其中，济青高速和京福高速相关路段分别实现通行费收入 27.07 亿元和 19.26 亿元，同比增长 2.04% 和 11.27%，分别占当期路桥通行费及托管费收入的 43.65% 和 31.06%；此外，济南黄河二桥和济莱高速通行费收入分别同比增长 9.55% 和 22.27%；其余路段的收入占比较小，通行费收入基本保持稳定。

济青高速公路改扩建工程线路全长 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，其中国内银行贷款占总投资的 75.00%，其余为自筹资金，截至 2016 年末，该项目已投资 57.25 亿元，2017 年计划投资 52.43 亿元。目前，尽管济青高速扩建工程 2016 年尚未对该路段的通行量及通行费收入产生明显影响，但随着扩建工程的全面开展，届时公路限速及路面扩建等因素将影响济青高速路段未来 1-2 年通行费收入，中诚信证评将对此予以关注。

公司战略调整房地产业务，当年转出多个土地项目并逐步退出房地产业务，未来公司将加大股权投资力度，强调“高速公路+股权投资”发展模式

2016 年，为了避免与母公司下属相关企业构成同业竞争，公司转变房地产业务模式，转出多个土地项目。2016 年公司房地产收入较上年大幅增长 763.06%，达到 20.89 亿元，主要系公司 2016 年土地及项目公司股权和债券转让收入增加所致。

2016 年以来公司转出的项目有：1、2016 年公司公开挂牌转让青岛绿城华景置业有限公司 60% 股权、山东财富纵横置业有限公司 51% 股权及山东高速绿城莱芜雪野湖开发有限公司 41% 股权，以及全部债权，实现转让收益 5.13 亿元；2、2016 年公司挂牌转让腊山河项目（畅和苑）B3、B6 住宅地块，实现转让收益 2.36 亿元；3、2016 年公司公开挂牌转让雪野湖酒店在建项目，资产评估价值 1.45 亿元，已于 2017 年 1 月转让；4、公司于 2017 年 4 月公开挂牌转让烟台合盛房地产开发有限公司 100% 股权，挂牌底价不低于 1.04 亿元。截至 2016 年末，公司各项目总投入金额为 75.99 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司累计经营土地项目 12 个，项

目类型分为商业和住宅，土地总面积 3,809.74 亩，除已转出项目外，目前尚有 3 处项目未开发，未开发土地面积为 1,804.97 亩，4 处项目仍持续经营。

建设移交项目方面，公司章丘市绣源河流域综合治理 BT 工程项目，由山东高速章丘发展有限公司（以下简称“章丘公司”）投资建设完成后，由章丘市政府出资回购。该项目于 2011 年初开工，2013 年完工，政府验收工作已完成，进入项目回购期，截至 2017 年 3 月末，章丘公司已收到回购款约 17.1 亿元。

2016 年，公司加大在股权投资方面的投入力度：发起设立首期 10 亿规模的畅赢基金作为公司资本运作平台，寻求高速公路及相关延伸产业如信息、新材料等行业的投资项目；此外，竞购东兴证券 1.2 亿股增发股份，投资金额 22.57 亿元，成为其第二大股东；投资 15 亿元认购信业基金优先级份额，年内增加利息收入 5,100 万元；完成利嘉财务投资项目，收回剩余本金及利息 2.96 亿元。

总体来看，2016 年公司城市运营板块收入大幅增加，保证了公司整体收入的增长，但房地产业务转型调整以及股权投资的未来收益值得持续关注。

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 2014~2015 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 年度审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

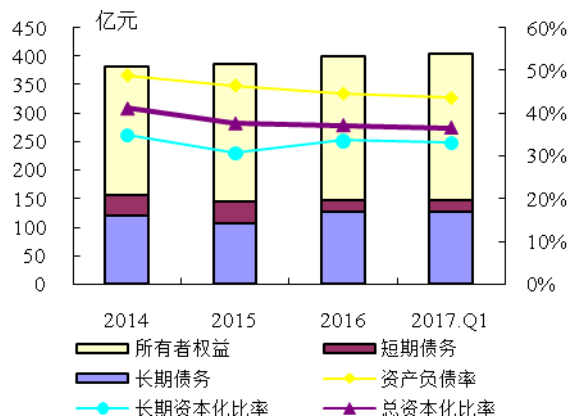
资本结构

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 454.31 亿元，同比增长 0.81%，总资产规模保持稳定。同时，由于超短期融资券到期偿还，公司负债总额有所下降，2016 年末为 202.44 亿元，同比减少 3.31%。所有者权益方面，由于公司经营稳定，盈利能力很好，所有者权益保持稳步增长，截至 2016 年 12 月 31 日，公司所有者权益合计 251.87 亿元，同比增长 4.38%。同期，公司的资产负债率为 44.45%，较上年下降 1.9 个百分点；总资本化比率为 37.11%，同比上升 3.9 个百分点，主要由于济

青高速改扩建导致长期借款有所上升。

另截至 2017 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 456.20 亿元和 198.72 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 43.56% 和 36.51%，财务杠杆水平较为适中。

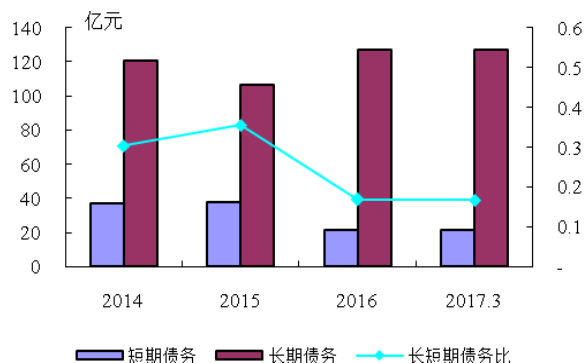
图 3：2014-2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，截至 2016 年末，公司总债务为 148.60 亿元，同比增长 2.50%，其中短期债务 21.42 亿元，同比减少 43.74%；长期债务 127.18 亿元，同比增长 18.96%。公司短期债务明显减少，主要系公司超短期融资券到期偿还所致；此外，由于济青高速公路改扩建融资需要，公司长期信用借款较去年明显上升。受上述因素影响，公司长短期债务比为 0.17 倍，较上年下降 0.19 倍，截至 2017 年 3 月末，公司长短期债务比仍为 0.17 倍。公司债务结构以长期债务为主，符合公司发展要求，短期偿债压力相对较小。

图 4：2014-2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来业务发展良好，自有资金实力稳步提升，财务杠杆水平较为适中，且其债

务以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

盈利能力

得益于房地产板块销售收入大幅上升，2016年公司总体收入规模较上年明显增长，全年累计实现营业收入84.61亿元，同比增长21.32%。其中房地产业务实现营业收入20.89亿元，同比大幅增长763.06%。毛利率方面，受公司房地产板块收入大幅增加，但毛利率较低影响，公司2016年毛利率为51.83%，较上年减少14.61个百分点；具体来看，2016年公司收费路桥业务毛利率为66.30%，同比增加0.83个百分点；受房地产业务板块结转成本影响，公司该业务毛利率为8.24%，同比减少6.08个百分点。总体来看，2016年公司营业毛利率有所下降，但仍处于行业较高水平，公司盈利能力良好。2017年1-3月，公司实现营业总收入15.94亿元，较上年同期增长16.59%。

表2：2016年主要高速公路上市公司盈利能力指标

单位：亿元、%		
名称	营业总收入	毛利率
山东高速	84.61	51.83
四川成渝	82.66	26.90
深高速	45.32	44.11
赣粤高速	45.55	37.62
楚天高速	12.73	65.04
皖通高速	24.99	57.49

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年公司销售费用和管理费用较上年持平。财务费用方面，由于2016年公司房地产工程项目减少，资本化利息下降，财务性利息支出上升，导致公司2016年财务费用明显增加。2016年，公司三费合计9.65亿元，同比增加73.25%，三费占比为11.41%，较上年上升3.42个百分点。2017年1-3月公司三费收入占比上升为12.78%。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。

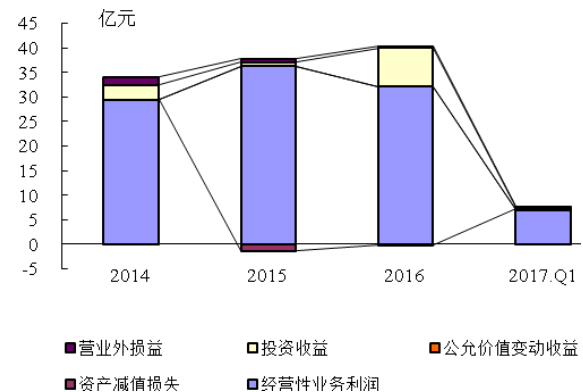
表3：2014~2017.Q1公司期间费用分析

单位：亿元				
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.47	0.36	0.26	0.02
管理费用	3.86	3.74	3.74	0.67
财务费用	4.75	1.46	5.65	1.34
三费合计	9.08	5.57	9.65	2.04
三费收入占比	14.15%	7.99%	11.41%	12.78%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，得益于公司较大规模的经营性业务利润和投资收益的大幅上升，2016年公司利润总额为40.33亿元，同比增长10.52%；实现净利润29.15亿元，同比增长11.65%。具体来看，2016年由于公司三费明显上升，公司经营性业务利润为32.25亿元，同比下降11.47%，但在利润构成中仍占比最大；同期，公司发生资产减值损失0.15亿元，同比减少88.15%；实现投资收益7.89亿元，较上年大幅增加913.64%，主要来源于处置长期股权投资产生的收益；营业外收益0.34亿元，同比减少38.62%，主要来自政府补助。

图5：2014-2017.Q1公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

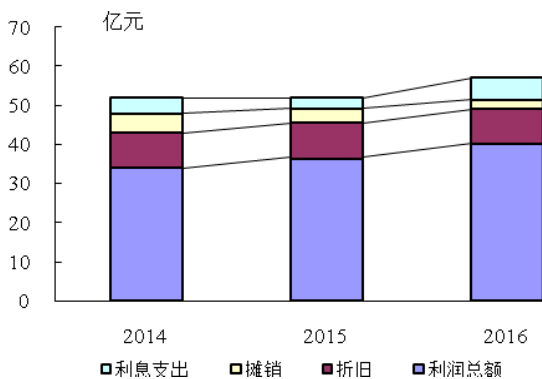
总体来看，在高速公路运营及房地产销售收入增长的推动下，公司收入规模保持增长，且毛利率水平处于行业较高水平，加之投资收益的增加，整体盈利能力良好。

偿债能力

2016年公司EBITDA规模为57.19亿元，较去年上升10.05%。从EBITDA对债务本息的保障程度来看，2016年公司总债务/EBITDA为2.60倍，EBITDA利息保障倍数为10.12倍。整体来看，公司经营路网协同效应良好，收入及利润规模保

持增长，EBITDA 能对债务本息形成有效覆盖，对债务本息的偿还形成有效保障。

图 6：2014~2016 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，2016 年公司经营活动净现金流为 66.93 亿元，同期公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.45 倍和 11.85 倍，覆盖程度高，公司经营活动净现金流能够对债务本息的偿付形成很强的保障。

表 4：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
长期债务 (亿元)	120.79	106.91	127.18	126.94
总债务 (亿元)	157.50	144.98	148.60	148.06
资产负债率 (%)	48.86	46.46	44.56	43.56
总资本化比率 (%)	41.10	37.53	37.11	36.51
EBITDA (亿元)	52.13	51.96	57.19	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.55	8.09	10.12	-
总债务/EBITDA (X)	3.02	2.79	2.60	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.38	4.54	11.85	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.17	0.20	0.45	0.13

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、中国银行、工商银行、中信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 2016 年末，公司获得的银行授信总额合计 598 亿元（其中济青改扩建项目授信 457 亿元），其中未使用 592.18 亿元，备用流动性充裕。

截至 2016 年末，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。

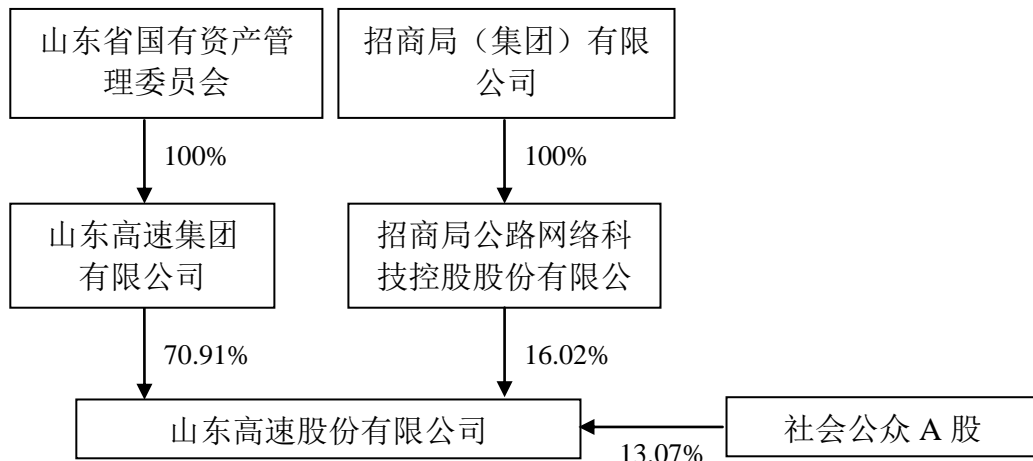
总体来看，公司收入规模持续增长，盈利能力良好，债务结构较为合理，经营所得及现金流均能够对其债务本息的偿付提供充分保障，公司整体偿

债能力极强。

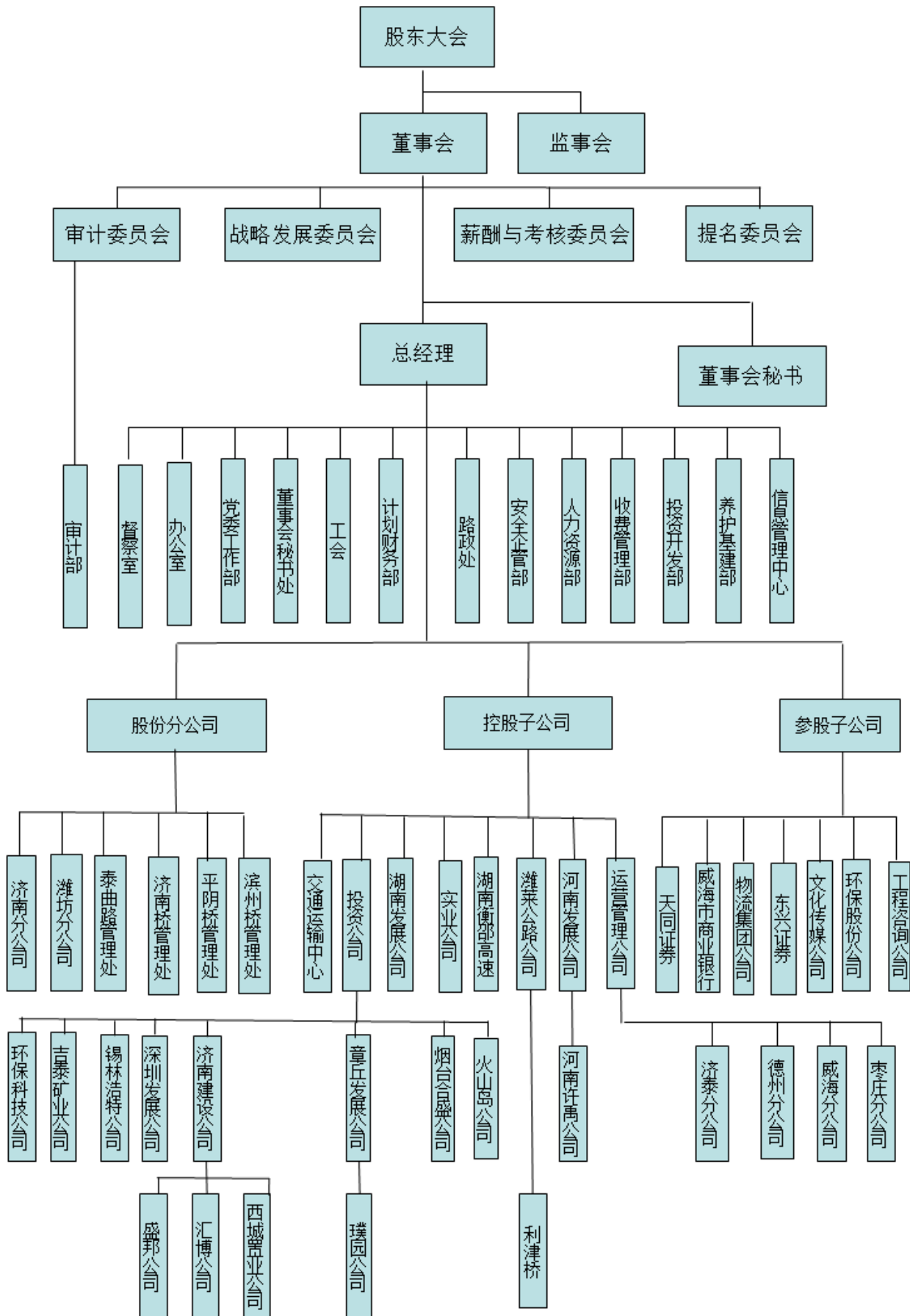
结论

综上，中诚信证评维持发行主体山东高速信用等级为 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 2017 年 3 月 31 日）



附二：山东高速股份有限公司组织结构图（截至 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	212,668.49	220,252.97	572,830.35	572,040.96
应收账款	612.63	1,726.68	736.90	1,197.61
存货	1,134,819.62	1,290,721.98	485,500.59	517,972.35
流动资产	1,855,612.18	1,908,759.22	1,370,145.69	1,417,847.18
长期投资	141,499.65	144,976.78	389,507.61	394,161.01
固定资产合计	842,810.73	818,159.15	726,079.14	704,842.17
总资产	4,412,925.58	4,506,656.73	4,543,051.26	4,562,027.09
短期债务	367,076.14	380,682.54	214,168.65	211,150.98
长期债务	1,207,881.73	1,069,144.51	1,271,843.34	1,269,400.22
总债务（短期债务+长期债务）	1,574,957.86	1,449,827.05	1,486,012.00	1,480,551.21
总负债	2,155,954.23	2,093,682.26	2,024,385.32	1,987,199.33
所有者权益（含少数股东权益）	2,256,971.34	2,412,974.47	2,518,665.94	2,574,827.75
营业总收入	641,664.64	697,419.82	846,056.19	159,422.71
三费前利润	385,867.95	419,986.26	418,989.33	91,447.80
投资收益	30,687.26	7,782.02	78,882.19	5,992.66
净利润	246,372.93	261,068.83	291,476.17	56,163.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	521,270.82	519,615.82	571,856.51	-
经营活动产生现金净流量	272,920.10	292,055.88	669,342.99	49,284.09
投资活动产生现金净流量	-282,124.22	-14,344.21	-334,336.10	-35,542.37
筹资活动产生现金净流量	110,114.65	-270,616.13	17,570.49	-14,531.10
现金及现金等价物净增加额	100,910.53	7,095.54	352,577.38	-789.38
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	64.66	64.80	51.83	58.47
所有者权益收益率（%）	10.92	10.82	11.57	6.54*
EBITDA/营业总收入（%）	81.24	74.51	67.59	-
速动比率（X）	0.90	0.74	1.24	1.32
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.20	0.45	0.13*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.74	0.77	3.13	0.93*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.38	4.54	11.85	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.55	8.09	10.12	-
总债务/EBITDA（X）	3.02	2.79	2.60	-
资产负债率（%）	48.86	46.46	44.56	43.56
总资本化比率（%）	41.10	37.53	37.11	36.51
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；公司“其他流动负债”和“长期应付款”中包含有息债务，故中诚信证评进行相关财务指标计算时将其调整计入“短期借款”或“长期借款”。

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。