



信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪244号

山东高速集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“06鲁高速债”、“07鲁高速债”、“12鲁高集MTN1”、“13鲁高速CP001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持公司债券AAA的债项信用等级和中期票据AAA的债项信用等级，维持短期融资券A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年六月二十六日

山东高速集团有限公司 2014 年度跟踪评级报告

发行主体	山东高速集团有限公司		
本次主体信用等级	AAA	评级展望	稳定
上次主体信用等级	AAA	评级展望	稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
06 鲁高速债	10	2006/04/07-2026/04/07	AAA	AAA
07 鲁高速债	15	2007/11/19-2022/11/19	AAA	AAA
12 鲁高集 MTN1	10	2012/10/19-2017/10/19	AAA	AAA
13 鲁高速 CP001	30	2013/10/23-2014/10/23	A-1	A-1
14 鲁高速 CP001	20	2014/05/16-2015/05/16	A-1	A-1

概况数据

山东高速	2011	2012	2013	2014.3
总资产 (亿元)	1653.09	2104.81	2736.39	2804.94
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	441.01	497.97	616.52	617.32
总负债 (亿元)	1212.08	1606.85	2119.87	2187.62
总债务 (亿元)	475.55	667.56	833.02	864.15
营业总收入 (亿元)	230.83	302.12	418.44	94.36
EBIT (亿元)	46.74	55.62	70.29	-
EBITDA (亿元)	76.71	88.85	108.25	-
经营活动净现金流 (亿元)	87.33	60.31	99.37	-23.04
营业毛利率 (%)	30.01	25.33	20.70	18.23
EBITDA/营业总收入 (%)	33.23	29.41	25.87	-
总资产收益率 (%)	3.07	2.96	2.90	-
资产负债率 (%)	73.32	76.34	77.47	77.99
总资本化比率 (%)	51.88	57.28	57.47	58.33
总债务/EBITDA (X)	6.20	7.51	7.70	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.82	2.97	2.43	-

注：1、公司财务报表按照新会计准则编制，2014 年一季报未经审计；2、将 2011、2013 年财务报表“其他流动负债-短期融资券”调整至交易性金融负债科目，将 2012 年财务报表“应付债券-短期融资券”调整至交易性金融负债科目；3、将 2011~2013 年财务报表“长期应付款-应付融资租赁费用”调整至长期借款科目。

中国农业银行	2011	2012	2013
资产总额 (亿元)	116,776	132,443	145,621
净营业收入 (亿元)	3,777	4,217	4,612
净利润 (亿元)	1,220	1,451	1,662
平均资本回报率 (%)	20.46	20.74	20.89
不良贷款率 (%)	1.55	1.33	1.22
资本充足率 (%)	11.94	12.61	11.86

分析师

项目负责人：关飞 fguan@ccxi.com.cn
项目组成员：尹玉洁 yjyin@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 6 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“06 鲁高速债”债项信用等级为 AAA；维持“07 鲁高速债”债项信用等级为 AAA；维持“12 鲁高集 MTN1”债项信用等级为 AAA；维持“13 鲁高速 CP001”债项信用等级为 A-1；维持“14 鲁高速 CP001”债项信用等级为 A-1。

中诚信国际肯定了稳定增长的通行费收入、多元化业务格局形成、不断增长的营业总收入、很强的获现能力和山东省持续增强的经济财政实力等因素对公司信用水平的支撑；同时，中诚信国际也关注到公司面临一定挑战以及政策性风险等因素对公司整体信用状况的影响。此外，中诚信国际充分考虑了中国农业银行为“06 鲁高速债”和“07 鲁高速债”提供了无条件不可撤销连带责任保证担保的保障作用。

优势

- **区域经济、财政实力持续增强。**山东省经济、财政持续增长，2013 年山东省 GDP 和公共财政预算收入同比分别增长 9.6% 和 12.3%，较好的经济环境和持续增长的财政收入为山东省交通基础设施投资奠定坚实经济基础。
- **公司高速公路地理位置优越，路网效应增强，通行费收入稳定增长。**路桥收费为公司重要收入来源，公司旗下路产地理位置优越，随着区域经济和路网协同效应的增强，公司通行费收入稳定增长，2013 年全年公司实现路桥通行费收入 86.14 亿元，同比增长 8.48%。
- **多元化业务板块已成为公司交通业务的有益补充和未来业务的重要支撑。**近年来公司多元化经营成效显著，围绕“大交通”战略开展的铁路、港航、物流等均有不同程度增长，金融业务和城市运营业务也稳定发展，多元化业务格局提升公司的竞争及抗风险能力。
- **营业总收入不断增长，获现能力很强。**2013 年公司实现营业总收入 418.44 亿元，同比增长 38.50%；2013 年公司实现经营活动净现金流 99.37 亿元，获现能力很强。

关注

- **多元化业务格局给公司带来一定挑战。**多元化的业务格局使公司在投资策略、管理模式以及对市场的把握能力等方面面临一定挑战。
- **政策性风险。**公司运营路产收费年限和收费标准的确定以及调整由山东省政府决定，公司自主权较小；国家出台房地产调控政策，山东省也出台了多项房地产调控实施细则，因此，公司路桥收费和城市运营业务面临一定的政策性风险。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

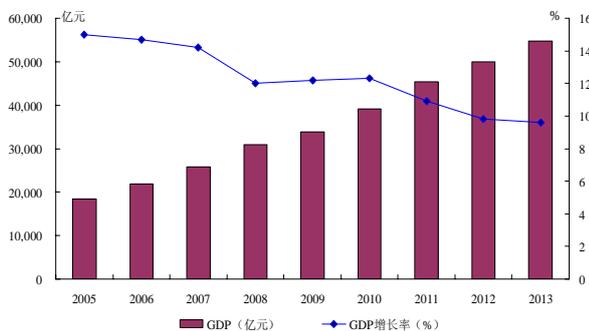
根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际在债券的存续期内进行定期跟踪评级。

近期关注

山东省经济快速发展以及区域发达的交通运输业为公司的发展奠定良好基础

作为沿黄河经济带与环渤海经济区的交汇点、华北地区和华东地区的结合部，近年来山东省经济实现较快发展，经济总量仅次于广东和江苏，但人均则处于中游。2013年，山东省GDP、人均GDP分别同比增长9.6%和9.0%，达到54,684.3亿元和56,323元，分别居全国各省（自治区、直辖市）第3位和第10位；全社会固定资产投资35,875.9亿元，同比增长19.6%；另外，全省社会消费品零售总额和规模以上工业实现主营业务收入等指标也居全国前列。

图 1：2005 年~2013 年山东省 GDP 及其增速情况



资料来源：山东省统计公报

近年来，山东省的高新技术产业和海洋经济发展较快，但对外贸易呈现低速增长。山东省在高端电子信息、新材料、半导体照明、生物医药等新兴产业领域，共建立多个产业基地和产业集群。2013年山东省规模以上高新技术产业预计实现产值4.0万亿元，同比增长14.72%。以青岛作为山东半岛蓝色经济区核心区龙头城市，2013年山东半岛蓝色经济区实现生产总值25,728.8亿元，对全省经济增长

的贡献率为46.4%。但作为沿海省份，相比之下，山东省对外贸易落后于其他沿海省份，2013年进出口总额为2,671.6亿美元，比上年增长8.8%，全省对外贸易依存度为30.0%，低于北京市、上海市、广东省、江苏省、浙江省、天津市、福建省及海南省。

国有及国有控股工业企业在全省经济中占有重要地位，企业数量、总资产规模、主营业务收入等均居全国首位。县域经济实力不断壮大，目前，山东省县域生产总值占全省经济比重超过90%，公共财政预算收入过10亿元的县（市、区）达到112个。

在经济发展的推动下，山东省财政收入持续增长。2011~2013年，公共财政预算收入分别为3,455.9亿元、4,059.4亿元和4,560.0亿元。其中，税收收入约占75%，公共财政预算收入主要依赖于稳定的税收收入。从公共财政预算收入总量看，2013年山东省公共财政预算收入居全国第3位，仅次于广东省和江苏省。但受宏观经济趋缓和结构性减税等因素影响，2013年公共预算财政收入增速由上年的17.5%降为12.3%。从区域财力来看，受益于县域经济的发展，2013年公共财政预算收入过10亿元的县（市、区）达到112个，比上年增加18个。其中，过50亿元、80亿元、100亿元的县（市、区）分别达到20个、5个和2个。

2011~2013年，山东省公共预算支出分别为5,002.1亿元、5,904.5亿元和6,692.9亿元，公共财政预算平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为69.1%、68.8%和68.1%，自身财力能满足大部分财政支出，保持相对稳定水平。

2011~2013年，山东省本级公共财政预算收入约占全省公共财政预算收入的11%，山东省财力集中在省本级以下，省本级的分成比例不高，这为基层政府的支出提供了有利的保障。

表 1：2011 年~2013 年山东省财政收支情况（亿元）

	2011	2012	2013
公共财政预算收入合计	5,711.1	6,767.3	7,418.8
公共财政预算收入	3,455.9	4,059.4	4,560.0

地方政府债券收入、中央税收返还和转移支付补助、上年结转收入等	2,255.2	2,707.9	2,858.8
公共财政预算支出合计	5,705.6	6,761.3	7,418.8
公共财政预算支出	5,002.1	5,904.5	6,692.9
上解中央支出及结转下年支出等	703.5	856.8	725.9
公共财政预算收支净结余	5.5	6.0	6.0
政府性基金收入	2,970.7	2,797.1	-
政府性基金支出	2,926.1	2,887.6	-

资料来源：山东省财政厅

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，公路运输占绝对主导地位。旅客运输方面，2013年在各种运输方式中公路客运量所占份额达95.91%，公路旅客周转量所占份额为70.34%；货物运输方面，2013年公路货运量占各种运输方式货运量的90.70%，公路货物周转量占各种运输方式周转量的73.08%。相关数据表明，山东省公路交通在短距离运输方面占据绝对主导地位，但在远距离运输方面竞争能力还有待提高，需要进一步发展交通运输网络。

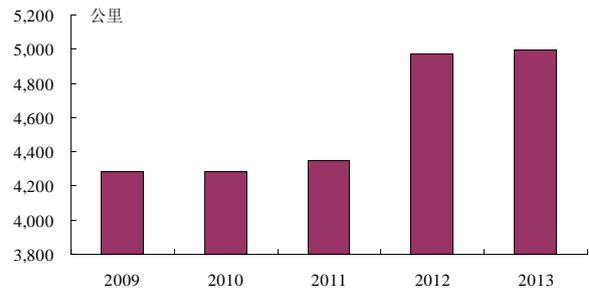
表 2：2013 年山东省综合运输情况

运输方式	货物周转量 (亿吨公里)	货运量 (亿吨)	旅客周转量 (亿人公里)	客运量 (亿人)
公路	7,498.9	31.2	1,331.4	25.8
铁路	1,389.1	1.9	549.9	0.8
水运	1,372.9	1.4	11.5	0.3
总计	10,260.9	34.4	1,892.8	26.9

资料来源：山东省国民经济和社会发展统计公报

为了保证物流和客流的畅通，适应经济的发展需要，山东省于1990年开始高速公路建设，1993年12月，全长318公里的济青高速公路建成通车，实现了山东省高速公路零的突破。通过20多年的发展，山东省高速公路建设取得了前所未有的成就，截至2013年末，山东省高速公路通车里程达到4,994.0公里，较2011年新增643.9公里，通车里程位居全国前列。

图 2：近年来山东省高速公路通车里程情况



资料来源：根据山东省统计公报整理

公路建设方面，“十二五”期间，山东省公路总里程计划达到90,000公里，其中高速公路5,000公里，一级公路6,000公里，路网密度达每百平方公里57.7公里。2013年，全省交通固定资产投资累计完成539亿元，其中公路、港航、场站建设分别完成投资352.5亿元、116亿元和67.5亿元，山东省的交通基建投资继续保持高增长态势。

铁路投资方面，根据《山东省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要（2011-2015年）》和《山东省2008-2015年铁路建设规划》，“十二五”期间，山东省将进一步完善主干线铁路运输网络，积极推进客货线路分离，尽快形成“四纵四横”的铁路运输格局，基本实现全省铁路现代化，满足全省经济社会发展需要。随着全国高速铁路网的快速发展，民众对快速出行提出了更高要求。2013年，山东省政府制定了《山东省快速铁路网规划方案》（以下简称“《方案》”），根据《方案》，山东省将利用既有铁路以及新建快速铁路，形成覆盖全省17市的快速铁路网，并与周边省市快速铁路形成衔接，规划的项目包括高速铁路（客运专线）、城际铁路以及市郊城际铁路。至2020年，山东省将建成以省会济南为中心的1、2、3小时快速铁路交通圈，其中“1小时圈”将实现济南至周边城市通达、青岛至周边

城市通达、济南至青岛1小时通达；“2小时圈”将实现济南与省内地级市通达、济南与周边省会城市通达；“3小时圈”将实现省内地级市之间通达。根据山东省的城市空间分布，在山东省快速铁路网规划实施后，在全省范围内，将形成“三纵三横”的快速铁路网构架。根据《方案》，山东省将在目前既有及在建项目1,368公里的基础上，近期规划线路增加约2,122公里，远期规划线路563公里，总里程达到4,053公里，其中客运专线里程达到1,641公里。投融资方面，快速铁路网将按照“投资-建设-运营-管理”四位一体模式，发挥市场化融资作用，为加快铁路网建设提供投资保障。

总体来看，山东省经济快速发展以及区域发达的交通运输业为公司的发展奠定良好基础。公司作为省内最重要的高速公路和铁路建设的主体，围绕山东省交通运输厅确立的交通路网规划进行投资，承担大量交通基础设施投资建设任务，具有较大的发展空间。

作为山东省主要的交通建设和运营主体，公司以路桥收费、路桥施工等为主业，路桥收

费及相关产业仍是公司营业收入的主要来源

作为山东省主要的交通建设和运营主体，截至2013年末公司拥有收费公路（包括桥梁、一级公路和高速公路）共计1,875公里，其中省内收费路桥里程约1,500公里，占全省高速公路通车里程的30%。路桥收费为公司重要收入来源，公司旗下路产地理位置优越，随着区域经济的发展和路网协同效应的增强，公司通行费收入稳定增长，2013年全年公司实现路桥通行费收入86.14亿元，同比增长8.48%；2014年1~3月，公司实现通行费收入19.28亿元，同比增长9.60%。随着区域经济的增长和路网的进一步完善，未来几年公司路桥收费收入将继续呈增长态势。

公司主要管辖的路产包括京福高速公路山东段、菏泽-关庄高速公路、济南绕城北线和齐河-夏津高速公路；由山东高速股份有限公司负责经营济南至青岛高速公路、济莱高速、许禹高速、104国道泰曲段、济南黄河大桥、济南黄河二桥、平阴黄河大桥、滨州黄河大桥等。

表 3：公司主要收费路桥情况表

路段名称	收费里程 (公里)	经营期限	2012年 通行费收入 (亿元)	2013年 通行费收入 (亿元)	2014年1-3月 通行费收入 (亿元)
京福高速路山东段	388.08	德齐段 1997年~2022年；齐济、济泰段 1999年~2024年	25.50	27.31	6.16
菏泽-关庄高速路	61.55	2007年~2032年	2.27	2.48	0.55
青银高速齐河至夏津段	87.60	2005年~2020年	4.82	4.83	0.99
济南绕城北线（含黄河三桥）	62.68	2008年~2033年	4.29	4.78	1.03
济莱高速	76.05	2004年~2034年	1.81	2.01	0.47
潍莱高速	140.64	1999年~2024年	2.24	2.51	0.57
济青高速	318.30	1999年~2029年	26.68	28.85	6.42
济南黄河二桥	5.75	2002年~2032年			
威海-乳山高速路	70.55	2007年~2032年	0.95	1.00	0.22
胶州湾高速	50.43	2011年~2036年	2.31	2.51	0.46
胶州湾大桥	28.88	2011年~2035年	2.13	2.50	0.58
四川乐宜高速	137.78	2010年~2035年	2.81	2.75	0.65
河南许禹高速	39.07	2007年~2037年	0.95	1.14	0.28
泰安-曲阜一级公路	64.17	1999年~2025年	1.64	1.31	

滨州黄河大桥	2.93	1999年~2017年			
平阴黄河大桥	0.96	1999年~2017年			
济南黄河大桥	2.02	1999年~2017年			
河南许亳高速	117.66	2007年~2037年	0.98	1.25	0.34
烟海路	80.61	2012年~2037年	0.01	0.21	0.06
临枣路	88.63	2012年~2037年	0.02	0.70	0.20

注：公司各收费路段车辆通行量为出口通行量

资料来源：公司提供

表 4：公司主要路产通行量（万辆）

路段名称	2012年	2013年	2014年 1~3月
京福高速路山东段	3,038.18	3,413.83	828.94
菏泽-关庄高速路	295.39	333.66	80.22
青银高速齐河至夏津段	409.32	343.36	78.66
济南绕城北线	150.47	190.90	53.38
济莱高速	352.35	429.68	100.60
潍莱高速	329.46	403.38	100.94
济青高速	3,220.65	3,666.13	881.88
威海-乳山高速路	308.82	362.69	85.36

资料来源：公司提供

公司经营的路段中济青高速和京福高速山东段对通行费收入的贡献最大，2013年济青高速（含黄河二桥）和京福高速山东段分别实现收入 28.85 亿元和 27.31 亿元，两者合计占 2013 年公司通行费收入总额 65.20%。济青高速是山东省最繁忙的高速公路之一，该路西起济南市，途经淄博、潍坊，东至沿海开放城市青岛，横贯山东半岛，连接 5 条国道。济青高速将铁路、水路、航空等几种运输方式衔接起来，形成了横贯山东省东西的综合性运输大通道。京福高速山东段是重要的国道主干线，其中德州—泰安段是京福高速和京沪高速两条重要国道主干线在山东的重合路段，车流量大，货车比例较高，通行费来源充足。

通行量方面，公司所运营路段中，济青高速和京福高速山东段车流量较大，2013 年出口通行量分别为 3,666.13 万辆和 3,413.83 万辆，其余路段车流通行量相对较小。总体来看，公司主要高速公路交通流量稳步增长，车流密度波动不大，运营环境较好。未来随着经济的稳定发展及车辆保有量的持续增加，公司车流量增长潜力依然强劲。

从车型结构来看，随着国内和山东省地方经济的复苏，货车在总通行量中的占比有上升的趋势，

因此货车通行量对公司通行费收入的影响较大。

从公司在建和拟建工程来看，截至 2014 年 3 月底，公司在建及拟建高速公路 494.34 公里，概算总投资 302.47 亿元，截至 2014 年 3 月末已累计完成投资 65.11 亿元，未来仍需投入 237.36 亿元。公司拟建高速公路包括青兰高速公路泰安至东阿段、荣成至文登高速公路和潍日高速，目前上述拟建高速公路项目还没有取得全部批复手续，计划开工时间待上述项目批复手续完善后才能确定。由于在建及拟建项目规模较大，公司存在一定资本支出压力。资金来源方面，公司在建及拟建项目的资本金占比为 25%~35%，剩余资金通过银行借款等来平衡。

表 5：截至 2014 年 3 月底公司在建及拟建项目

项目名称	所属路网	建设里程 (公里)	总投资 (亿元)	资本金 占比	累计投资 (亿元)
在建项目					
乐山-自贡高速*	省高网	113.18	69.81	25%	65.11
锁龙寺-蒙自高速	国道主干线	78.76	41.69	35%	-
小计	-	191.94	111.50	-	-
拟建项目					
青兰高速泰安至东阿段	国高网	77.00	78.00	35%	-
荣成至文登高速	国高网	40.40	21.97	35%	-
潍日高速	国高网	185.00	91.00	25%	-
小计	-	302.40	190.97	-	-
合计	-	494.34	302.47	-	65.11

注：乐山-自贡高速已于2014年1月通车试运营；

资料来源：公司提供

公司路桥施工业务主要由一级子公司山东省路桥集团股份有限公司（以下简称“路桥集团”）负责。路桥集团在公路工程施工方面具有较完备的资

质体系和丰富的施工经验，是山东省内两家具有公路工程施工总承包特级资质的企业之一，在综合施工能力上具有较强的优势。

近年来，路桥集团在经营中积极立足省内市场，巩固省外市场，开拓海外市场，海外投资建设基础设施项目主要分布于尼泊尔、巴基斯坦、东帝汶、阿尔及利亚、安哥拉、越南等发展中国家。

2013 年路桥集团全年中标项目达 152 个，实际中标额达 78.72 亿元，其中省内中标额 38.38 亿元，省外中标额 36.88 亿元，海外中标额 3.46 亿元。2013 年，受宏观经济增速放缓影响，公司实现路桥施工收入 45.33 亿元，同比减少 13.12%。公司在路桥施工领域的资质和经验较为丰富，随着省内外及海外市场的逐渐开拓，预计未来几年，公司施工业务仍有较大的发展空间。

公司高速公路的配套服务主要包括油料及商品销售收入。2013 年公司实现商品销售收入 163.64 亿元，同比增长 66.26%，增长较快的主要原因是公司油料销售、沥青等建材销售以及高速服务区内商品零售收入大幅增长。公司的油料销售既有高速公路服务区内的加油站商品油销售，又有子公司山东高速物流集团总公司的成品油销售。公司油品主要由中石化提供，同时由于中石化参股，因此公司的成品油采购成本能保持与市场零售价一定的价差空间。随着公司运营管理的山东省内高速路段通行

量的增长，公司商品销售收入将保持增长趋势，但受油品销售毛利率偏低影响，公司商品销售业务的毛利率整体较低。

总体来看，路桥收费及相关产业仍为公司主要收入来源，且主业发展稳定，中诚信国际同时关注到由于路桥收费标准、收费经营期限均由山东省政府或授权部门批准确定，公司自主权较小，在物价水平和运营管理各种成本不断上升的情况下，如果收费标准未能随经营成本及时调整，将有可能影响路桥收费业务的经营表现。

公司围绕“大交通”开展多元化业务，未来向铁路、港口、物流等加大投资力度，进一步巩固公司在山东省乃至全国交通运输行业中的地位

铁路运输业务的运营主体为山东高速轨道交通集团有限公司（以下简称“山东轨道”）和山东铁路建设投资有限公司（以下简称“山东铁投”）。山东轨道主要运营山东省地方铁路。在建拟建工程方面，截至 2014 年 3 月底，山东轨道在建铁路项目包括寿平铁路和河南新密至开封铁路，总投资分别为 35.36 亿元和 15.80 亿元。此外，山东轨道还拟改扩建坪上至岚山铁路，该项目全长 35 公里，概算总投资 9.80 亿元。

表 6：截至 2014 年 3 月末山东轨道在建及拟建铁路项目（亿元）

项目名称	里程(公里)	总投资	资本金		已到位资本金	已完成投资	未来三年投资计划
			自有资金	其他			
寿平铁路（新建）	110	35.36	11.16	6.84	8.36	13.00	22.36
新开铁路（改建）	133	15.80	3.03	1.30	4.33	3.47	12.33
坪岚铁路（改建）	35	9.80	3.50	-	0.00	0.00	9.80
合计	278	60.96	17.69	8.14	12.69	16.47	44.49

资料来源：公司提供

山东铁投作为山东省政府的出资人代表，对合资铁路建设进行投融资管理。截至 2014 年 5 月底，山东铁投已完成胶新铁路电气化改造项目，已建成京沪高铁项目，在建铁路项目达 5 个，拟建铁路项目 2 个。在建项目资本金到位情况较好，工程进展顺利，未来投资压力适中。除黄大铁路（山东段）、青日连铁路（山东段）拟建项目外，山东铁投还拟建设济青高速铁路，该项目投资概算 540 亿元，资本金占比 50%，中国铁路总公司与公司按照 2:8 比

例出资，预计 2015 年底动工，工期 5 年。但值得关注的是，山东铁投将承担山东省快速铁路网的投资、建设任务，未来仍将面对一定的投资压力。

表 7：截至 2014 年 5 月底山东铁投参与投资的合资铁路项目（公里、亿元、%）

项目名称	里程	总投资	山东段总投资	建设工期	资本金比例	公司承担省内资本金		
						出资比例	拟出资金额	已到位资本金
已建成								
京沪高铁	1,318.00	1,982.98	500.00	2008~2011	50.00	承担省内征地拆迁费用	18.57	67.78
在建								
德大铁路	266.00	99.70	99.70	2009~2014	50.00	30.00	14.96	0.15
青荣城际铁路	299.50	371.29	371.29	2010~2014	50.00	30.00	55.69	0.60
山西中南部铁路通道	1,260.00	998.00	294.00	2009~2015	50.00	30.00	44.10	37.73
石济客专	319.00	454.73	218.27	2014~2017	50.00	承担省内征地拆迁费用	11.37	2.85
龙烟铁路	126.00	63.12	63.12	2013~2016	50.00	40.00	12.62	1.00
拟建								
黄大铁路	223.70	111.44	111.44	2014~2017	50.00	25.00	13.93	-
青日连铁路	194.40	237.70	232.40	2014~2018	50.00	50.00	58.10	-
合计	4,016.6	4,318.96	1,890.22	--	--	--	229.34	110.10

注 1：由于拆迁成本上升，公司对京沪高铁资本金实际出资额大于公司应承担资本金；

注 2：部分线路到位资本金规模较小主要是由于公司已经投入到在建项目的资金未进行工程结算所致。

资料来源：公司提供

港口航运业务方面，公司先后参股日照港和山东渤海轮渡有限公司，投资开发潍坊港并与青岛港开展战略合作，不断构筑公司港航业务发展平台，实现“路港”对接，推动公司“大交通”产业链一体化经营。目前正在进行的潍坊港开发项目包括潍坊港中港区港池南侧 2,402 米码头岸线以及后方配套陆域（总面积 212.6 公顷），该项目总投资 30.3 亿元。为确保港口项目顺利获得航道使用权，公司计划出资 2.5 亿元（占比 25%），同潍坊港有限公司、潍坊森达美港有限公司三方合资设立潍坊港务有限公司，开展潍坊港中港区航道、锚地等港口公共基础设施的建设、管理、养护等业务。截至 2014 年 3 月末，潍坊港开发项目已完成建设规划方案、项目投资可行性研究报告、风险评估等。

物流园建设方面，公司目前正在进行青岛北部信息货运交易中心和潍坊滨海物流园区的建设。青岛北部信息货运交易中心项目由一个标准化综合物流园区和一个物流信息系统平台组成，总规划占地 398 亩，一期用地约 156 亩已于 2012 年支付土地出让金，二期用地约 242 亩预计将于今年 7 月摘牌，工程计划于 2015 年 7 月动工，2017 年初投入

运营，项目计划总投资 4.09 亿元。潍坊滨海物流园区项目一期用地 2,160 亩已办理土地出让手续，一期总投资 21.70 亿元，建成后将以潍坊港为依托，形成“区港联动”，提升区域物流集约化水平。此外，公司还计划建设济南物流港，该项目由零点物流园区、济南临港物流园区和长清物流园区组成，占地面积 2,161 亩，规划建筑面积 148.5 万平方米，截至 2014 年 3 月末，该项目投资金额以及投资计划尚未明确。

表 8：截至 2014 年 3 月末公司物流园区建设情况（亿元）

项目	总投资	资本金	已到位资本金	已完成投资	未来三年投资
青岛北部信息货运中心	4.09	0.89	0.00	0.38	3.71
潍坊滨海物流园区	21.70	6.51	1.07	0.30	12.77
合计	25.79	7.40	1.07	0.68	16.48

资料来源：公司提供

总体来看，立足于“大交通”发展战略，公司逐渐由有收费期限的高速公路向无收费期限的铁路运输、港口航运和物流开发等方面转变，并加大铁路、港航和物流业务的投资力度，这将进一步巩

固公司在山东省乃至全国交通运输行业中的地位。中诚信国际将持续关注多元化业务发展对公司在投资策略、管理模式以及对市场的把握能力等方面的挑战。

公司产业链不断延伸，金融业务和城市运营业务稳步发展

除“大交通”产业外，公司产业链不断延伸，金融业务和城市运营业务成为公司新的利润增长点。金融业务方面，公司控股威海市商业银行（以下简称“威海银行”），为公司金融业务的经营主体，其前身为威海城市合作银行。威海银行是一家股份制商业银行，截至 2013 年末，威海银行共有 1 个营业部、7 个分行和 56 个支行。

2013 年以来，威海银行的总资产、存款、贷款、营业利润等主要经营指标持续增长。截至 2013 年

底，威海银行资产总额为 1,017.32 亿元，存款总额 708.44 亿元，贷款总额 405.26 亿元，资本充足率为 10.55%，不良贷款率为 0.46%，较上年降低 0.11 个百分点；2013 年，实现营业收入 23.16 亿元，同比增长 19.18%，实现营业利润 11.62 亿元，同比增长 37.08%。随着金融业务的发展，威海银行对公司营业利润的贡献度增强。

城市运营业务方面，公司通过省内、省外合作，获取当地的土地等资源，弥补主业投资回收期长的不足来培育新的利润增长点。公司先后在济南、青岛、潍坊等地开展房地产开发业务。截至 2014 年 3 月末，公司已建成潍坊·盛庭一期和高速花园项目，分别实现销售收入 2.29 亿元和 13.45 亿元，公司在建房地产项目累计实现预售收入 9.44 亿元。

表 9：截至 2014 年 3 月末公司房地产投资情况（亿元）

项目名称	总投资	已预销售收入	已完成投资	未来投资计划		
				2014	2015	2016
潍坊·盛庭二期	6.29	-	5.34	2.39	-	-
东营文化公园	197.00	5.79	38.44	19.25	28.50	30
海阳蔚蓝海岸项目	7.00	-	2.26	1.94	2.67	-
滕州高速·香舍水郡一期	5.90	-	2.16	2.68	-	-
滕州高速·香舍水郡二期	6.94	-	1.69	-	3.50	3.44
雪野湖二期住宅项目*	20.00	0.94	3.93	5.79	3.13	-
济南中心*	21.00	-	6.76	3.10	3.01	-
深蓝广场中心*	113.00	1.28	62.02	17.93	10.17	-
山东高速广场*	47.00	-	19.53	16.45	12.34	-
玉兰花园*	13.50	1.43	4.87	3.50	4.20	-
合计	437.63	9.44	147.00	73.03	67.52	33.44

注：部分城市运营项目由子公司山东高速股份有限公司负责，2016 年投资计划尚未确定；资料来源：公司提供

公司房地产开发业务稳步进行，同时，中诚信国际也关注到，国家出台房地产调控政策，山东省也出台了多项房地产调控实施细则，公司城市运营业务将面临一定的政策性风险。

整体来看，作为山东省主要的交通建设和运营主体，公司立足于“大交通”的发展战略。凭借在高速公路行业积累的经验，公司不断拓展产业链，逐渐形成了以路桥收费、路桥施工及相关产业为基础，重点发展铁路运输、港口航运和物流等行业，以金融业务和城市运营业务带动利润增长的多元化业务格局。多元化业务板块成为公司交通业务的有益补充和未来业务的重要支撑，同时，中诚信国

际将持续关注公司在多元化业务发展中面临的挑战。

财务分析

以下分析基于由公司提供的经中磊会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2012 年财务报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年财务报告以及未经审计的 2014 年一季度报表。

公司总资产规模持续扩大，资本结构稳定

受公司持续投资、威海银行资产规模不断扩大

影响，公司资产规模快速增长，2013 年末资产总额增长至 2,736.39 亿元，2014 年 3 月末进一步增长至 2,804.94 亿元。从资产构成来看，同其他省属高速公路企业一样，公司资产结构以非流动资产为主，截至 2014 年 3 月末，非流动资产占总资产的 60.83%，占比小幅下降。

流动资产主要包括货币资金、买入返售金融资产、其他应收款和存货，截至 2013 年末，上述四项分别为 349.41 亿元、214.28 亿元、129.94 亿元和 219.86 亿元。其中，货币资金主要为银行存款；买入返售金融资产主要为信托产品和信用债；其他应收款主要为应收青荣铁路办各地市办和呼和浩特市土地收购储备拍卖中心的欠款，账期多为一年以内，收回风险较小；公司存货主要为开发成本、工程施工和库存商品，随着公司城市运营业务和路桥施工业务的不断发展，公司存货随之增长。截至 2014 年 3 月末，货币资金、买入返售金融资产、其他应收款和存货分别为 330.90 亿元、213.68 亿元、145.27 亿元和 238.17 亿元。

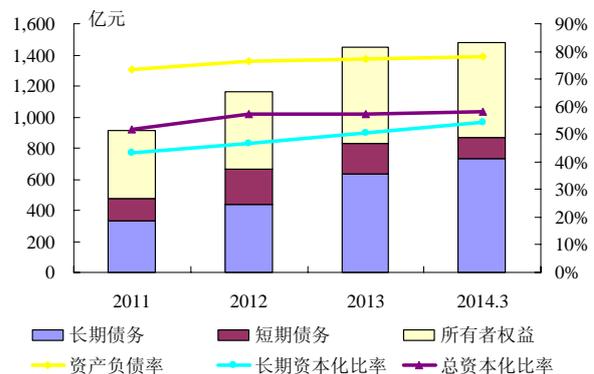
非流动资产主要包括固定资产、在建工程、持有至到期投资、长期股权投资和无形资产，截至 2013 年末，上述五项分别为 291.46 亿元、171.79 亿元、127.10 亿元、128.80 亿元和 459.91 亿元。其中，持有至到期投资主要是公司持有的债券；长期股权投资主要公司对华夏基金管理有限公司 10%、京沪高速铁路股份有限公司 2%和晋豫鲁铁路通道股份有限公司 8.5%的股权投资；此外，无形资产也是非流动资产的重要组成部分，主要包括土地使用权和收费经营权等。截至 2014 年 3 月末，固定资产、在建工程、持有至到期投资、长期股权投资和无形资产分别为 289.86 亿元、122.61 亿元、122.15 亿元、135.26 亿元和 514.74 亿元。

所有者权益方面，2013 年末，公司所有者权益（含少数股东权益，下同）同比增长 23.81%至 616.52 亿元。所有者权益的持续增长，一方面受益于山东省政府对公司的土地增资（2013 年，山东省政府以 157 宗国有土地使用权作价增加公司资本金 50.56 亿元，公司当年转增实收资本 50.56 亿元），另一方面受益于未分配利润的积累。2014 年 3 月末，所有者权益进一步增长至 617.32 亿元。

负债方面，随着公司在建项目的推进和威海银行业务的增长，公司负债规模快速增长，截至 2013 年末，公司总负债增长至 2,119.87 亿元，2014 年 3 月末进一步增长至 2,187.62 亿元。预计未来随着公司对在建项目投资支出和威海银行存款的增加，总负债仍将继续增长。2013 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 77.47%和 57.47%，若扣除威海银行影响，截至 2013 年末，公司资产负债率约为 67.12%，公司财务结构比较稳健。

具体构成上，其他应付款和有息债务是公司负债的重要组成部分。其他应付款主要为应付基建工程款，截至 2013 年末，公司其他应付款为 127.76 亿元，占总负债的 6.03%，其中，应付山东省交通厅、京福路省建行营业部和京福路建行委贷（投资公司）的基建工程款分别为 54.13 亿元、7.94 亿元和 3.15 亿元。

图 3：2011~2014 年 3 月公司资本结构分析

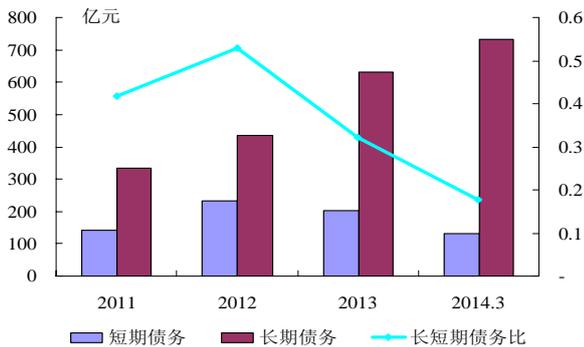


资料来源：根据公司财务报表整理

有息债务方面，随着公司对在建项目投入的不断增长，公司债务规模快速增长，2014 年 3 月末总债务增长至 864.15 亿元。

从债务期限结构来看，2013 年末以及 2014 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.32 倍和 0.18 倍，短期债务呈下降趋势。以长期债务为主的债务结构符合公司现阶段发展的需求和高速公路行业的发展特征。

图 4：2011~2014 年 3 月公司债务结构分析



资料来源：根据公司财务报表整理

总体来看，近年来通过政府支持、盈利积累和银行借款等途径，公司总资产规模持续扩大，资本结构稳定，财务政策稳健。

收入水平大幅度提高，但毛利率水平有所下降

考虑威海银行的利息净收入，公司收入规模逐年增长，2013 年公司实现营业总收入 418.44 亿元，较上年增长 38.50%，增长的原因主要是公司收费里程的增加、商品销售、铁路运输和房地产销售收入的不断增长。公司主营业务收入来源主要包括路桥收费、施工结算、商品销售、铁路货运和利息收入等，其中路桥收费、施工结算和油料收入是公司收入的主要来源，2013 年上述三项收入合计占主营业务收入的 76.80%。此外，公司还有来自威海银行的利息净收入，2013 年为 13.68 亿元。2014 年一季度，公司实现营业总收入 94.36 亿元，同比增长 30.16%。

表 10：2012~2013 年公司主营业务收入及毛利率情况

	收入 (亿元)		毛利率 (%)	
	2012	2013	2012	2013
路桥收费	75.20	82.38	57.76	55.61
施工结算	52.17	45.33	5.97	11.80
商品销售	98.42	163.64	7.85	2.85
铁路货运运输	14.36	19.96	8.91	8.69
海洋运输	3.90	7.55	15.72	14.70
利息收入	25.11	33.78	43.44	39.03
房地产销售	0.59	19.40	20.50	30.44
其他	3.87	7.35	57.51	35.94

资料来源：根据公司财务报表整理

从毛利率指标来看，近年来公司营业毛利率呈

下降趋势，2013 年以及 2014 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 20.70% 和 18.23%，主要由于毛利率相对较低的商品销售业务板块占比提高所致。与其他省属高速公路集团相比，公司毛利率水平偏低。

期间费用方面，近年来公司期间费用呈逐年上升趋势，主要由于随着公司业务的发展和债务规模的扩大，公司的三费支出随之快速增长。随着债务规模的不断扩大，2013 年公司的财务费用增幅较大，未来仍将继续面临上升压力。从三费收入占比来看，营业总收入的大幅增长使公司三费收入占比有所下降，2013 年为 16.46%；2014 年 1~3 月增长至 20.54%，主要由于公司期间费用增速超过营业总收入的增速。

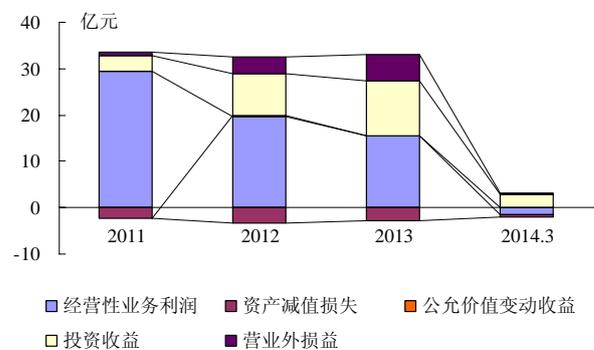
表 11：2011~2014 年 3 月公司三费情况 (亿元)

项目名称	2011	2012	2013	2014.3
销售费用	7.52	9.97	13.54	1.29
管理费用	15.24	19.37	21.72	7.57
财务费用	15.93	25.23	33.62	10.52
三费合计	38.69	54.56	68.89	19.38
营业总收入	230.83	302.12	418.44	94.36
三费收入占比	16.76%	18.06%	16.46%	20.54%

资料来源：根据公司财务报表整理

利润总额方面，受益于公司持有的债券投资收益增加，公司的投资收益有所增长，进而推动利润总额的小幅增长，2013 年公司利润总额增长至 30.24 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.01 亿元。

图 5：公司利润总额构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体来看，近年来随着公司“大交通”战略的实施和产业链延伸，公司收入规模不断增加，但由于毛利率相对较低的商品销售业务板块占比提高，

拉低了公司整体营业毛利率水平。

公司获现能力很强，部分偿债指标改善

经营活动现金流方面，2013 年公司实现经营活动净现金流 99.37 亿元，较上年大幅增长，2014 年 1~3 月为-23.04 亿元，经营活动净现金流波动较大，主要由于威海银行的存贷款业务以及资金拆借业务波动较大。投资活动方面，随着对乐自高速和大莱龙铁路等投资规模的增加，2013 年公司继续保持较高的投资规模，公司未来仍有在建及拟建项目，投资压力将有上升趋势。为满足公司日益增长的投资需求以及偿还到期债务，公司筹资活动现金流入规模一直保持在较高水平，2013 年公司偿还到期债务，当年筹资活动净现金流为 83.57 亿元。未来随着建设项目的不断推进，筹资规模仍将保持较高水平。

表 12：2011~2014 年 3 月公司现金流情况（亿元）

	2011	2012	2013	2014.3
经营活动产生现金流入	347.17	445.70	680.10	158.04
经营活动产生现金流出	259.85	385.38	580.73	181.08
经营活动净现金流	87.33	60.31	99.37	-23.04
投资活动产生现金流入	1,003.71	2,689.80	1,858.52	124.60
投资活动产生现金流出	1,200.90	2,832.79	2,064.48	168.96
投资活动净现金流	-197.20	-142.99	-205.96	-44.36
筹资活动产生现金流入	288.56	469.52	472.42	141.27
其中：吸收投资所收到的现金	17.40	39.25	45.33	2.27
借款所收到的现金	240.76	342.14	343.14	99.04
筹资活动产生现金流出	159.07	285.26	388.85	94.74
其中：偿还债务所支付的现金	135.22	243.72	336.59	83.28
筹资活动净现金流	129.49	184.26	83.57	46.53
现金及现金等价物净增加额	19.53	101.60	-23.14	-20.19

资料来源：根据公司财务报表整理

偿债能力方面，随着公司获现能力的提高，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所提高，2013 年，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息倍数分别提高至 0.12 倍和 2.23 倍；但随着债务规模的增加和利息支出的增加，EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力略有弱化，2013 年，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.70 倍和 2.43 倍；此外，公司短期偿债指标有所增强。整体来说，公司经营性现金流和 EBITDA 对利息支出的保障能力较好，对总债务的覆盖能力不足。

表 13：2011~2014 年 3 月公司偿债能力指标

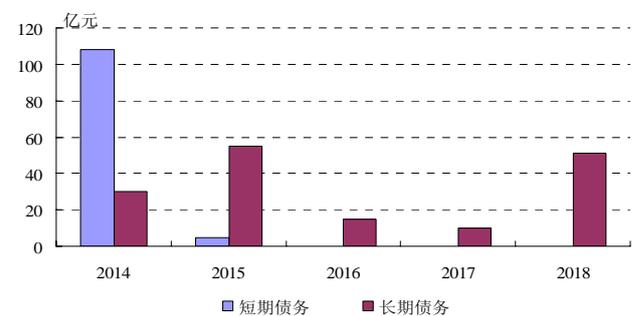
指标	2011	2012	2013	2014.3
长期债务（亿元）	335.43	436.26	630.73	733.29
总债务（亿元）	475.55	667.56	833.02	864.15

EBITDA（亿元）	76.71	88.85	108.25	-
经营活动净现金流利息倍数（X）	4.35	2.01	2.23	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.09	0.12	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.82	2.97	2.43	-
总债务/EBITDA(X)	6.20	7.51	7.70	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.62	0.26	0.49	-
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.38	0.54	-
FFO/总债务(X)	0.22	0.22	0.15	-
FFO/利息支出(X)	5.32	4.99	2.81	-
RCF/资本支出(X)	1.66	2.27	1.56	-

资料来源：根据公司财务报表整理

从债务到期分布情况来看，2014~2018 年公司预计有 113 亿元短期债务和 161 亿元长期债务到期。其中，2014 年有 108 亿元短期债务和 30 亿元长期债务到期，当年集中偿付压力较大。

图 6：公司债务到期分布情况（亿元）



资料来源：根据公司财务报表整理

银行授信方面，公司与银行保持良好的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信 1,300 亿元，未使用授信额度 1,086 亿元，较高的授信额度增强了公司的财务弹性。

或有负债方面，截至 2014 年 3 月底，公司对外担保余额 17.00 亿元，被担保方为山东黄金集团有限公司和山东省商业集团总公司；公司提供的反担保余额为 15.00 亿元，反担保方均是国有银行，且反担保单位运行状况良好，公司对外担保风险较小。受限资产方面，截至 2013 年末，公司通过担保、质押以及保证金等所有权受到限制的资产账面价值为 508.52 亿元。

表 14: 截至 2014 年 3 月末公司或有负债情况 (万元)

被担保对象	担保余额	期限	备注
对外担保			
山东黄金集团有限公司	100,000	5 年	企业债券担保
山东省商业集团总公司	70,000	7 年	企业债券担保
反担保			
中国工商银行青岛分行	50,000	6 年	对其出具的履约保函提供的反担保
中国农业银行山东省分行	100,000	20 年	企业债券担保提供的反担保
合计	320,000	-	-

资料来源：公司提供

担保实力

中国农业银行股份有限公司（以下称“农行”），是国内第三大银行，仅次于中国工商银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司，在国内金融体系和农村金融市场上具有十分重要的地位。同时，农行是目前国内涉农贷款投放规模最大、服务面最宽、服务客户最多、拥有农业信贷专业化经营管理体的商业银行。截至 2013 年末，农行共有境内分支机构 23,547 个，并设立了 13 家海外机构。截至 2013 年末，该行各项存款余额为 118,114 亿元，贷款余额 72,247 亿元，资产总额 145,621 亿元，所有者权益 8,445 亿元。

2008 年 10 月，国务院批准了农业银行股份有限公司改革实施总体方案。根据改革方案，农行实施了财务重组，汇金公司向农行注入与 1,300 亿元人民币等值的外汇资产，并以 2007 年 12 月 31 日为基准日，按账面值剥离处置不良资产 8,156.95 亿元。中国农业银行于 2009 年 1 月整体改制为股份有限公司，中国农业银行股份有限公司由财政部、汇金公司发起设立，完整承继原中国农业银行的资产、负债和所有业务，股份有限公司注册资本 2,600 亿元，由财政部和汇金公司各持有 50% 的股份。2010 年 7 月农行实现 A+H 股公开上市，截至 2013 年末，汇金公司和财政部代表中央政府合计持有该行 79.49% 的股权。财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，2013 年末，农行核心一级资本充足率为 9.25%，资本充足率为 11.86%¹，不良贷款率为

1.22%，拨备覆盖率为 367.04%。2013 年，农行实现净利润 1,662 亿元。

总体来看，农行的财务状况获得全面改善，并且近年来为股份制改革所进行的内部管理改革也使农行组织架构逐步完善，风险管理水平逐步提高，商业化运营意识和竞争力持续增强。农行公开上市标志着该行将向公众持股公司转变。考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位，中诚信国际认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。因此，基于对农行在中国金融体系中的重要地位以及由此获得的政府支持的考虑，中诚信国际认为农行拥有极强的综合财务实力，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

过往债务履约情况

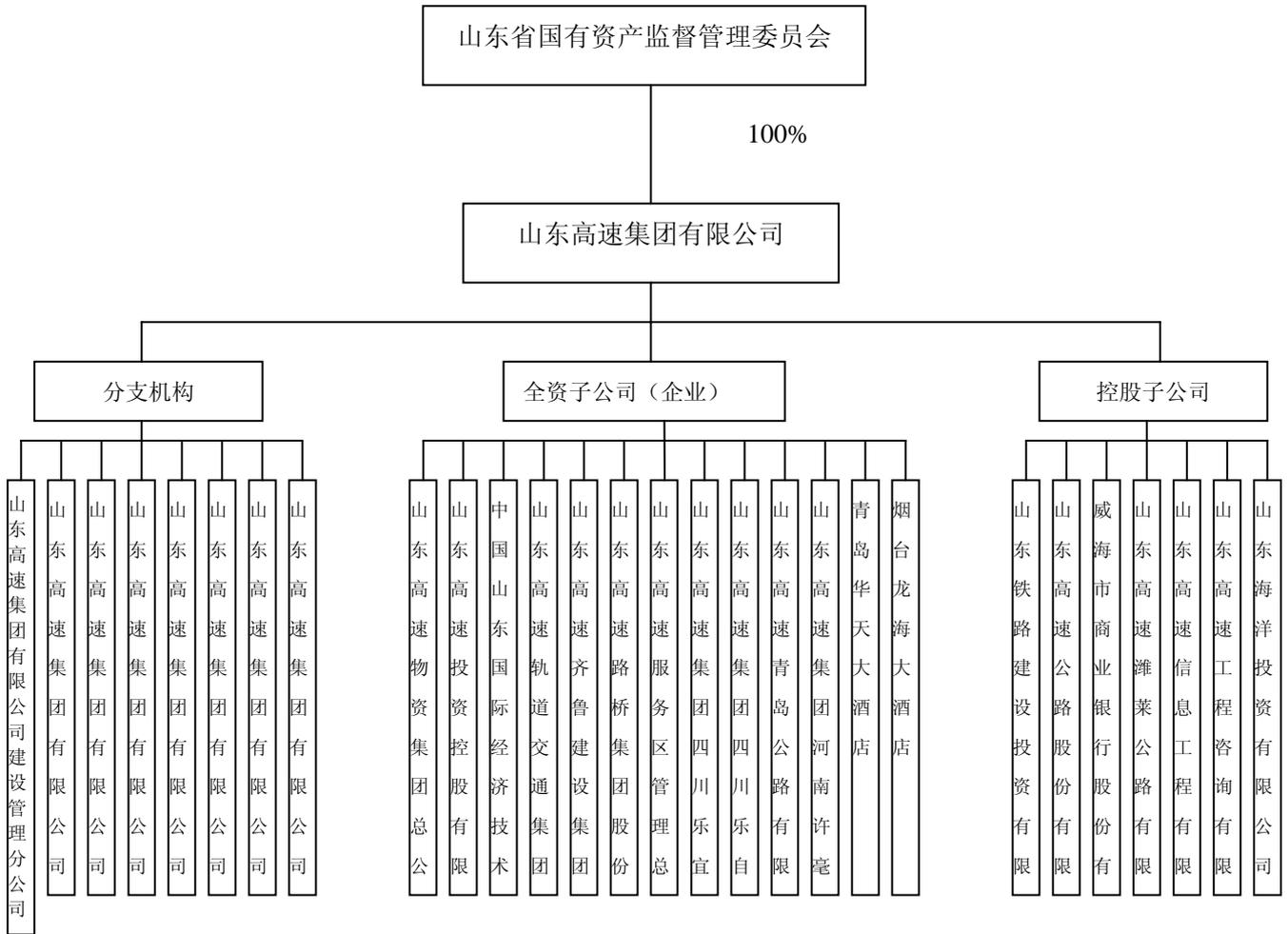
公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括银行贷款、企业债券、公司债券、短期融资券和中期票据等。截至评级报告出具日，公司未出现过已发行债务融资工具到期未偿付情形。

结论

综上，中诚信国际维持山东高速集团有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“06 鲁高速债”债项信用等级为 AAA；维持“07 鲁高速债”债项信用等级为 AAA；维持“12 鲁高集 MTN1”债项信用等级为 AAA；维持“13 鲁高速 CP001”债项信用等级为 A-1；维持“14 鲁高速 CP001”债项信用等级为 A-1。

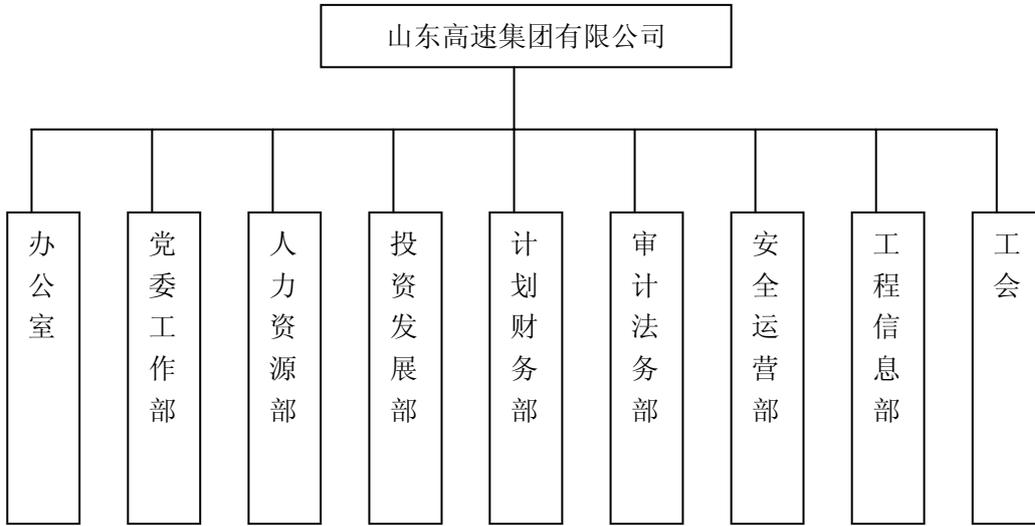
¹ 此处核心一级资本充足率和资本充足率均根据《商业银行资本管理办法（试行）》计算。

附一：山东高速集团有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附二：山东高速集团有限公司组织结构图（截至 2014 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：山东高速集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	1,833,215.83	2,806,168.57	3,494,147.93	3,308,999.61
短期投资(交易性金融资产)	39,064.33	81,932.62	124,437.35	207,173.05
应收账款净额	234,940.43	442,924.44	525,348.34	464,562.72
存货净额	570,806.06	1,731,204.87	2,198,599.01	2,381,699.22
其他应收款	712,671.73	1,166,251.73	1,299,431.93	1,452,709.39
长期投资	1,823,766.67	2,134,364.64	2,780,360.15	2,791,940.19
固定资产(合计)	3,301,415.96	3,934,505.01	4,681,299.22	4,228,874.67
总资产	16,530,925.01	21,048,103.82	27,363,855.48	28,049,378.10
其他应付款	1,087,120.63	1,274,050.26	1,277,558.15	1,405,696.92
短期债务	1,401,252.71	2,312,999.28	2,022,906.93	1,308,620.55
长期债务	3,354,288.67	4,362,595.50	6,307,302.57	7,332,925.49
总债务	4,755,541.38	6,675,594.78	8,330,209.50	8,641,546.03
净债务	2,922,325.55	3,869,426.21	4,836,061.57	5,332,546.42
总负债	12,120,797.59	16,068,450.47	21,198,669.34	21,876,205.38
财务性利息支出	156,411.00	262,084.87	400,511.84	-
资本化利息支出	44,400.21	37,408.50	44,485.36	-
所有者权益(含少数股东权益)	4,410,127.42	4,979,653.35	6,165,186.14	6,173,172.73
营业总收入	2,308,267.12	3,021,195.68	4,184,385.38	943,576.27
三费前利润	680,962.01	743,129.79	843,547.40	177,688.33
投资收益	33,913.65	91,658.47	117,858.63	29,753.13
EBIT	467,392.41	556,245.88	702,917.95	-
EBITDA	767,119.63	888,486.37	1,082,450.74	-
经营活动产生现金净流量	873,265.74	603,117.09	993,688.84	-230,411.45
投资活动产生现金净流量	-1,971,951.28	-1,429,860.23	-2,059,583.03	-443,593.72
筹资活动产生现金净流量	1,294,927.58	1,842,600.51	835,711.95	465,276.09
现金及现金等价物净增加额	195,274.21	1,015,964.57	-231,437.23	-209,001.41
资本支出	763,582.52	790,167.64	800,836.97	251,924.61

财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	30.01	25.33	20.70	18.23
三费收入比(%)	16.76	18.06	16.46	20.54
EBITDA/营业总收入(%)	33.23	29.41	25.87	-
总资产收益率(%)	3.07	2.96	2.90	-
流动比率(X)	0.56	0.67	0.72	0.78
速动比率(X)	0.49	0.52	0.57	0.61
存货周转率(X)	3.28	1.89	1.65	-
应收账款周转率(X)	12.17	9.03	8.66	-
资产负债率(%)	73.32	76.34	77.47	77.99
总资本化比率(%)	51.88	57.28	57.47	58.33
短期债务/总债务(%)	29.47	34.65	24.28	15.14
经营活动净现金/总债务(X)	0.18	0.09	0.12	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.62	0.26	0.49	-
经营活动净现金/利息支出(X)	4.35	2.01	2.23	-
总债务/EBITDA(X)	6.20	7.51	7.70	-
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.38	0.54	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.82	2.97	2.43	-

注：1、公司财务报表按照新会计准则编制，2014年一季报未经审计；

2、将2011、2013年财务报表“其他流动负债-短期融资券”调整至交易性金融负债科目，将2012年财务报表“应付债券-短期融资券”调整至交易性金融负债科目；

3、将2011~2013年财务报表“长期应付款-应付融资租赁费用”调整至长期借款科目。

附四：中国农业银行主要财务数据及指标

财务数据：百万元	2011	2012	2013
贷款及垫款总额	5,639,928	6,433,399	7,224,713
减：贷款损失准备	(229,842)	(279,988)	(322,191)
关注贷款	314,657	295,451	276,343
不良贷款（五级分类）	87,358	85,848	87,781
总资产	11,677,577	13,244,342	14,562,102
风险加权资产	6,388,375	7,216,178	9,065,631
存款总额	9,622,026	10,862,935	11,811,411
总负债	11,027,789	12,492,988	13,717,565
股东权益	649,788	751,354	844,537
净利息收入	307,199	341,879	376,202
手续费及佣金净收入	68,750	74,844	83,171
汇兑净损益	2,686	1,483	312
公允价值变动收益	409	2,802	(2,084)
投资净收益	(2,139)	(48)	3,769
其他净收入	826	750	(202)
非利息净收入	70,532	79,831	84,966
净营业收入合计	377,731	421,710	461,168
业务及管理费用（含折旧）	(135,561)	(155,130)	(167,940)
拨备前利润	218,838	241,599	264,733
贷款损失准备支出	(62,100)	(54,628)	(51,721)
税前利润	158,201	187,927	214,174
净利润	121,956	145,131	166,211
财务指标（%）	2011	2012	2013
核心（一级）资本充足率	9.50	9.67	9.25
资本充足率	11.94	12.61	11.86
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.55	1.33	1.22
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	7.13	5.93	5.04
贷款损失准备/(不良贷款+关注贷款)	57.17	73.43	88.48
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	9.93	8.32	7.52
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.85	2.81	2.79
拨备前利润/平均总资产	1.99	1.94	1.90
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	20.46	20.74	20.89
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.11	1.16	1.20
非利息净收入占比（非利息净收入/净营业收入）	18.67	18.93	18.42
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	35.89	36.76	36.30
总贷款/总存款	58.61	59.22	61.17

附五：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=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（新）=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（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=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

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(新)=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

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

三费收入比(旧)=(财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

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））

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

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附七：短期融资券信用等级的符号及定义

等 级	含 义
A-1	为最高级短期融资券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附八：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附九：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。