



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 101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
二零一六年五月十九日

山东高速股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/5/22		
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	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	207.55	225.70	241.88	247.03
总资产（亿元）	390.67	441.29	444.29	460.61
总债务（亿元）	124.47	157.50	141.53	149.65
营业总收入（亿元）	58.31	64.17	69.55	13.67
营业毛利率（%）	66.37	64.66	65.15	70.19
EBITDA（亿元）	46.15	52.13	52.57	-
所有者权益收益率（%）	10.79	10.92	11.11	8.21
资产负债率（%）	46.87	48.86	45.56	46.37
总债务/EBITDA（X）	2.70	3.02	2.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.94	4.55	8.18	-

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2016年一季度报所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

张晨奕 cyzhang@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfciao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 19 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。2015 年公司通行费收入的稳步提升及房地产销售收入的增长，带动整体业务规模进一步扩大，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”）也关注到铁路建设提速所造成的分流压力以及公司房地产业务面临不确定性等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

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。2015 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。受益于高速公路运营及房地产销售收入的增长，公司整体业务规模持续增长。2015 年公司累计实现营业总收入 69.55 亿元，同比增长 8.38%。
- 盈利能力良好。随着运营路段路网协同效应的显现，公司高速公路运营业务毛利率小幅上升，使得整体毛利率水平保持相对稳定。2015 年公司营业毛利率为 65.15%，同比增长 0.49 个百分点。
- 财务结构保持稳健。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 46.37% 和 37.72%，财务杠杆水平较为适中。

关 注

- 铁路建设不断提速造成分流。2015 年全国铁路固定资产投资完成 8,238 亿元，投产新线 9,531 公里，全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，比上年增长 8.2%，近年来我国铁路建设进程加快，对公路运输造成一定分流影响。
- 房地产业务面临不确定性。截至 2015 年末，公司在建房地产项目预计总投资达 193.95 亿元，尚未投资规模为 47.83 亿元，在建房地产项目累计实现预销售额 19.07 亿元。当前房地产行业去库存形势依然严峻，公司房地产业务发展面临不确定性。

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对象构成委托关系外，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 and 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评级对象提供，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。

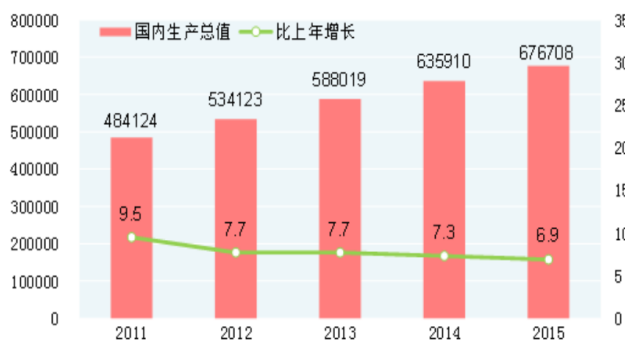
行业关注

2015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，加之整体保持平稳的山东省区域经济均为区域内高速公路行业发展提供有效支撑

2015年，我国实现国内生产总值676,708亿元，比上年增长6.9%。其中，第一产业增加值60,863亿元，增长3.9%；第二产业增加值274,278亿元，增长6.0%；第三产业增加值341,567亿元，增长8.3%。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9.0%，第二产业增加值比重为40.5%，第三产业增加值比重为50.5%，首次突破50%。财政收入方面，全年全国一般公共预算收入152,217亿元，比上年增加8,324亿元，增长5.8%，其中税收收入124,892亿元，增加5,717亿元，增长4.8%。总体来看，目前我国经济增速持续放缓，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1：2011~2015年国内生产总值及其增长速度

单位：亿元、%



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，2015年全年汽车产销量均继续保持增长，全年实现产销量分别为2,450.33万辆和2,459.76万辆，同比分别增长3.3%和4.7%，产销增速较上年分别回落4.0和2.2个百分点，总体呈现平稳增长态势，但增速下滑。截至2015年末，全国民用汽车保有量达到17,228万辆（包括三轮汽车和低速货车955万辆），比上年末增长11.5%，其中私人汽车保有量14,399万辆，增长14.4%。民用轿车保有量9,508万辆，增长14.6%，其中私人轿车8,793万辆，增长15.8%。汽车产销

规模的增长以及汽车保有量的稳步提升均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，2015年1~11月，全国社会物流总额为202.4万亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%，增速较1~10月回升0.1个百分点，但比上年同期回落2.5个百分点。1~11月，社会物流总费用规模为9.3万亿元，同比增长4.0%，增速与1~10月持平。根据中国物流业景气指数中的物流服务价格指数显示，11月为49.5%，环比回落2个百分点。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，2015年全省实现生产总值63,002.3亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%，经济运行总体保持平稳。其中，第一产业增加值4,979.1亿元，增长4.1%；第二产业增加值29,485.9亿元，增长7.4%；第三产业增加值28,537.4亿元，增长9.6%。从结构看，第一产业附加值占GDP比重为7.9%，比上年下降0.2个百分点；第二产业为46.8%，下降1.6个百分点；第三产业为45.3%，提高1.8个百分点，三次产业比例由上年的8.1:48.4:43.5调整为7.9:46.8:45.3，整体产业结构得以调整优化。

2015年山东省整体交通运输业平稳发展。铁路、公路、水路共完成旅客运量7.1亿人次，货运量27.3亿吨。沿海港口货物吞吐量13.4亿吨，比上年增长4.4%。2015年末公路通车里程26.3万公里，比上年增加3,933公里。其中，高速公路通车里程5,348公里，增加240公里。年末民用汽车拥有量1,553.6万辆，增长10.4%。其中，私人轿车886.4万辆，增长16.1%，占轿车拥有量的94.2%。

国家出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费等多项收费公路相关政策，行业面临一定的政策风险

2009年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建

设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用

者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱，在自然增长的拉动下，全国收费公路通行费收入仍保持了持续增长态势，2014 年全年为 7.2%，略低于全国 GDP 增速。

表 1：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	2015.07	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中

的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、

管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

此次《条例》修订稿明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

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。2015 年全国铁路固定资产投资完成 8,238 亿元，投产新线 9,531 公里，其中高速铁路 3,306 公里。全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，比上年增长 8.2%，其中高铁营业里程超过 1.9 万公里。旅客运输方面，全国铁路旅客发送量完成 25.35 亿人，比上年增加 2.30 亿人，增长 10.0%。其中，国家铁路 24.96 亿人，增长 9.9%。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。

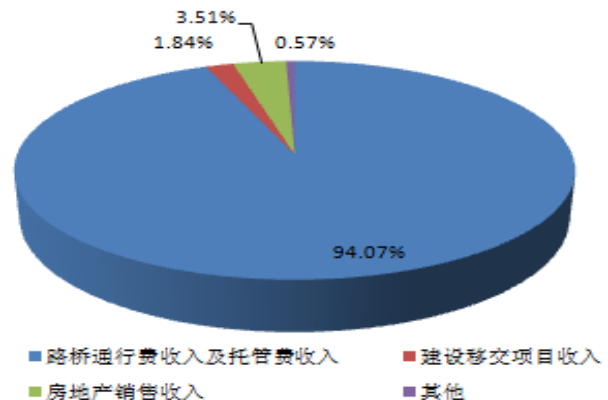
2014 年 4 月 28 日，国家发改委正式批复了《环渤海地区山东省城际轨道交通网规划（调整）》（以下简称“规划”），着眼于构建以客运为主的“三纵三横”快速铁路网。“三纵三横”城际轨道交通网涵盖山东省 17 个市，总里程达 3,753 公里。其中，利用京沪高铁、青荣城际、石济客专等既有和在建快速铁路 1,368 公里，新建 2,385 公里。按照规划，山东共获批济青高铁、青荣城铁等 21 个城际铁路项目。建成后，山东省将实现省内贯通并连接北京、上海方向。作为“三纵三横”之一的首条城际客运高铁，青荣城际铁路 2014 年 12 月 28 日正式通车，交通滞后的胶东地区与内陆往来频繁，区域经济逐渐发生深刻变化。随着济青高铁的建成通车和城际轨道交通网的逐步实施，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。但是，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

公司目前主要从事收费公路的投资、建设、收费和管理业务，同时也开展了城市运营（包括房地产销售及建设移交项目运营）、矿业投资、金融股权投资等业务。2015 年，受益于高速公路运营及房地产销售收入的上升，公司实现业务规模的持续增长，当年主营业务收入为 68.86 亿元，同比增长 8.84%；其中路桥通行费及托管费收入 64.78 亿元，同比增长 6.30%；房地产销售收入 2.42 亿元，同比增长 3883.29%。

图 2：2015 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

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，2015 年公司路桥通行费及托管费收入 64.78 亿元，占主营业务收入的比重达 94.07%；城市运营板块下房地产销售收入及建设移交项目收入分别为 2.42 亿元和 1.27 亿元，占主营业务收入的比重分别为 3.51% 和 1.84%。

公司路桥资产质量优良，车流量和通行费收入均实现稳步增长，高速公路运营业务保持良好发展态势

截至 2015 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。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。2015 年公司高速公路业务运营情况良好，车流量和通行费收入稳步增长，全年累计实

现路桥通行费及托管费收入 64.78 亿元，同比增长 6.30%。

表 2：2015 年和 2016.Q1 公司主要路产经营情况

单位：亿元、万辆

路段名称	2015				2016.Q1			
	通行费收入	同比	通行量	同比	通行费收入	同比	通行量	同比
济青高速	26.53	3.31%	4,278	6.79%	5.78	2.30%	792	15.92%
京福高速相关路段	17.31	-2.31%	4,113	11.98%	4.09	4.34%	1,043	10.60%
济莱高速	2.38	5.78%	526	8.01%	0.55	14.58%	130	12.07%
104 国道-泰曲段	0.25	400%	146	342.42%	0.04	-	24	-7.69%
许昌-禹州高速公路	1.23	-4.65%	265	6.00%	0.26	-3.70%	62	8.77%
威海-乳山高速公路	1.09	3.81%	442	11.62%	0.24	9.09%	109	19.78%
济南黄河大桥	0.23	-17.86%	200	14.53%	0.04	-33.33%	38	-25.49%
济南黄河二桥	3.98	0.76%	-	-	0.96	10.34%	-	-
滨州黄河大桥	0.08	11.11%	74	-12.94%	0.02	-	20	17.65%
平阴黄河大桥	0.92	29.58%	428	25.51%	0.23	15.00%	106	10.42%
潍莱高速	2.70	3.85%	496	15.89%	0.54	-1.85%	120	15.38%
衡邵高速	1.81	12.42%	187	38.52%	0.51	8.51%	65	20.37%
利津黄河公路大桥	0.67	-	526	-	0.24	71.43%	149	28.44%

注：通行量统计口径为出口通行量

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从通行量情况来看，2015 年公司所运营主要路段车流通行量基本实现增长，其中，济青高速和京福高速相关路段车流量较大，2015 年车流通行量分别为 4,278 万辆和 4,113 万辆，同比分别增长 6.79% 和 11.98%，其余路段车流通行量相对较小。在车流量增加的推动下，公司运营的主要路段通行费收入相应增长。具体来看，济青高速和京福高速相关路段仍是公司通行费收入的主要来源，2015 年济青高速和京福高速相关路段分别实现通行费收入 26.53 亿元和 17.31 亿元，分别占当期路桥通行费及托管费收入的 40.95% 和 26.72%，其中济青高速路段通行费收入同比增长 3.31%，京福高速相关路段通行费收入同比减少 2.31%。2015 年公司下属全资子公司收购山东利津黄河公路大桥有限公司 65% 股权，新增利津黄河公路大桥路段，形成一定的通行费收入补充。此外，公司 104 国道-泰曲段、滨州黄河大桥、平阴黄河大桥和衡邵高速路段通行费收入均较上年出现明显增长。

但值得关注的是，公司济青高速将于 2016 年至 2019 年进行全面扩建，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 3 月末已投资 3.30 亿元。目前，公司济青高速扩建工程尚未全面实施，2016 年一季度该路段通行费收入无明显波动，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直接影响到公司济青高速路段通行费收入状况，中诚信证评将对此予以关注。

公司房地产项目投资较大，2015 年以来房地产行业供过于求基本面未变，短期内去库存仍是房地产市场的主基调，公司城市运营板块发展面临不确定性

2015 年公司城市运营板块实现收入 3.69 亿元，其中房地产销售收入 2.42 亿元，建设移交项目收入为 1.27 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司共获得 11 宗项目用地，总面积 3,604.93 亩，土地出让金总计 107.5 亿元，均已缴纳，其中，尚未开发的土地 3 宗，总面积 1,793.15 亩。

房地产销售方面，2015 年公司雪野湖一期项目已竣工验收，当年实现销售收入的项目包括雪野湖一期、雪野湖二期、章丘玉兰花园项目、青岛深蓝

中心项目。2015年9月公司将除子公司山东高速滨州置业有限公司外的其他房地产公司交由山东高速地产集团有限公司（以下简称“地产集团”）委托管理。业务模式上，公司房地产项目运营由地产集团负责，公司享有项目的投资收益，并按照约定支付地产集团委托管理费用。公司通过委托管理、存量盘活等方式加快房地产项目开发和资金回收进度，并获有一定的业务成效。截至2015年末，公司房地产项目累计预售面积近16万平方米，预售额19.07亿元。值得关注的是，目前房地产行业仍处于深度调整之中，行业景气度恢复尚待时日，公司房地产销售面临的不确定性仍较大。

表 3：2015 年公司主要房地产项目在建情况

单位：亿元

项目名称	预计总投资	截至 2015 年末已完成投资	2016 年计划投资	预计销售收入
雪野湖二期项目	20.00	7.74	3.50	24.77
青岛深蓝中心项目	113.70	97.60	14.10	8.23
济南中心项目	21.02	9.29	5.20	13.90
山东高速广场项目	39.23	31.49	4.96	15.89
合计	193.95	146.12	27.76	62.79

注：部分物业公司将自己持有，故预计销售收入小于预计总投资
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

建设移交项目方面，公司积极与地方政府等开展合作，通过自建或委托代建（与知名建设企业签署委托代建协议，由公司获取项目并提供项目启动资金或代建方垫资，代建方按照协议约定的开发进度、销售、利润、营业收入等目标，负责项目开发管理工作，并以代建费保证山东高速保底收益）的方式进行工程建设。目前公司章丘市绣源河流域综合治理 BT 工程项目（按照协议约定，当地政府将在项目验收并正式移交后开始回购，约定回购期 2 年）已收回两期回购款共计 80,985 万元。

总体来看，公司城市运营板块收入规模有限，对整体收入的贡献较小，且当前房地产行业去库存形势依然严峻，房地产行业系统风险对公司业务开展的影响仍将存在，中诚信证评将持续关注公司城市运营板块未来经营情况。

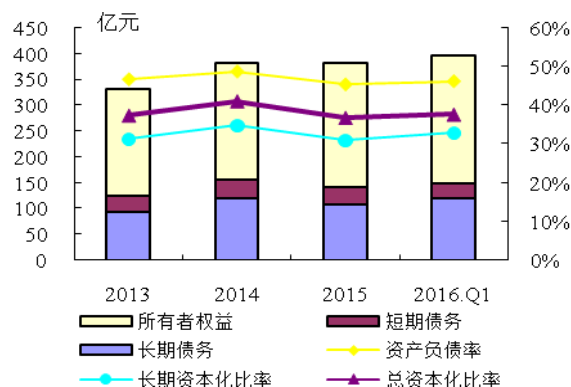
财务分析

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 2013~2015 年财务报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

2015 年，公司未进行大规模的投资，总资产规模保持稳定，当年末资产总额为 444.29 亿元，同比增长 0.68%。同时，长、短期借款的偿还使得公司负债规模下降，2015 年末负债总额为 202.42 亿元，同比减少 6.11%。所有者权益方面，得益于留存收益的积累，公司自有资本实力得以提升，截至 2015 年末所有者权益合计 241.88 亿元，较上年增长 7.17%。同期，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 45.56% 和 36.91%，分别较上年下降 3.30 个百分点和 4.19 个百分点。另截至 2016 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 460.61 亿元和 213.58 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 46.37% 和 37.72%，财务杠杆水平较为适中。

图 3：2013~2016.Q1 公司资本结构分析

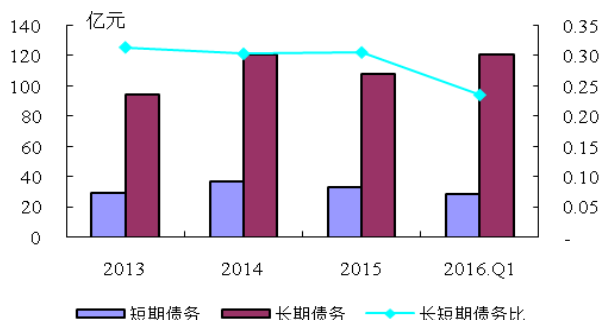


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，截至 2015 年末，公司总债务为 141.53 亿元，其中长期债务为 108.38 亿元。公司于 2015 年 4 月 23 日发行面值金额为 15 亿元的 2015 年度第一期短期融资券，期限为 270 天，该短期融资券已于 2016 年 1 月到期偿还；公司于 2015 年 7 月 13 日发行面值金额为 10 亿元的 2015 年度第二期短期融资券，期限为 270 天，预计于 2016 年 4 月到期偿还。2015 年末及 2016 年 3 月末，公司长短期债务比分别为

0.31 倍和 0.24 倍，债务期限结构较为合理。

图 4：2013~2016.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，受益于留存收益的积累，公司自有资本实力稳步提升，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

得益于高速公路运营及房地产销售收入的上升，2015 年公司总体业务规模继续保持稳定增长，全年公司累计实现营业总收入 69.55 亿元，同比增长 8.38%。2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 13.67 亿元，较上年同期增长 2.66%。营业毛利率方面，随着运营路段路网效应的显现，公司高速公路业务毛利率呈上升趋势，2015 年毛利率为 66.44%，较上年增长 2.85 个百分点；房地产销售方面，受收入与成本结转匹配程度较低影响，2015 年公司该业务毛利率为 14.32%，较上年下降 14.68 个百分点。但由于房地产销售收入占公司营业总收入的比重仅为 3.48%，该业务毛利率的大幅下降对公司营业毛利率的影响较小。2015 年公司营业毛利率为 65.15%，基本较上年持平。总体来看，2015 年公司营业毛利率小幅上升，目前处于行业较高水平，保有良好的盈利能力。

表 4：2015 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	69.55	65.15
四川成渝	96.08	23.60
深高速	34.21	50.92
赣粤高速	55.02	30.22
楚天高速	12.31	63.75
皖通高速	24.27	60.01

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年 9 月公司将大部分房地产项目交于地产集团委托管理，当年房地产营销费用减少，公司销售费用规模下降；随着业务的发展，公司管理费用支出增加；2015 年公司收到较多资金占用费，加之债务规模下降使得利息支出减少，当期财务费用大幅减少。2015 年，公司三费合计 4.94 亿元，同比减少 45.58%，同期三费收入占比为 7.11%，较上年下降 7.04 个百分点，但 2016 年 1~3 月三费收入占比上升至 15.52%。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提升。

表 5：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

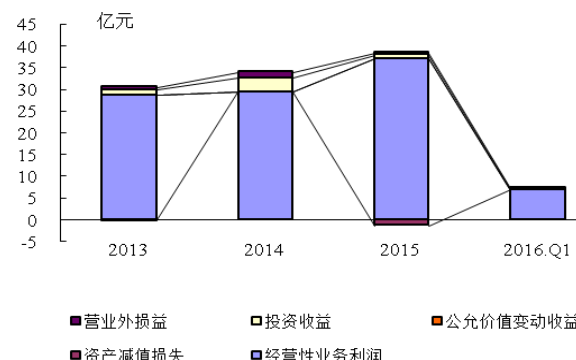
单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	0.34	0.47	0.36	0.04
管理费用	3.62	3.86	4.07	0.71
财务费用	3.73	4.75	0.50	1.38
三费合计	7.70	9.08	4.94	2.12
三费收入占比	13.20%	14.15%	7.11%	15.52%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，得益于主营业务收入规模的增长及毛利率水平的上升，2015 年公司经营性业务利润为 37.20 亿元，同比增长 26.08%。同期，公司发生资产减值损失 1.29 亿元，实现投资收益 0.79 亿元和营业外损益 0.55 亿元，其中投资收益主要来源于委贷项目产生的收益，营业外损益主要为路产赔偿收入和政府补贴。2015 年公司累计实现利润总额 37.24 亿元，同比增长 9.41%，全年实现净利润 26.86 亿元，同比增长 9.04%。

图 5：2013~2016.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

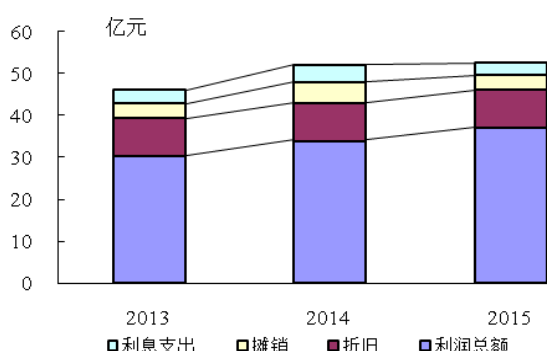
总体来看，在高速公路运营及房地产销售收入增长的推动下，公司业务规模保持增长，且毛利率

水平处于行业较高水平，整体盈利能力良好。

偿债能力

2015 年公司 EBITDA 规模为 52.57 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015 年公司总债务/EBITDA 为 2.69 倍，EBITDA 利息保障倍数为 8.18 倍。整体来看，公司经营路产路网协同效应显现，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 6：2013~2015 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，2015 年公司经营活动净现金流为 33.06 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 0.23 倍和 5.15 倍，覆盖程度较高，公司经营活动净现金流能够对债务本息的偿付形成较强的保障。

表 6：2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
长期债务（亿元）	94.69	120.79	108.36	121.10
总债务（亿元）	124.47	157.50	141.53	149.65
资产负债率（%）	46.87	48.86	45.56	46.37
总资本化比率（%）	37.49	41.10	36.91	37.72
EBITDA（亿元）	46.15	52.13	52.57	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.94	4.55	8.18	-
总债务/EBITDA（X）	2.70	3.02	2.69	-
经营活动净现金/利息支出（X）	2.36	2.38	5.15	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.17	0.23	0.33

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 2015 年末，公司获得的银行授信总额合计 134.40 亿元，其中未使用

120.95 亿元，备用流动性充裕。

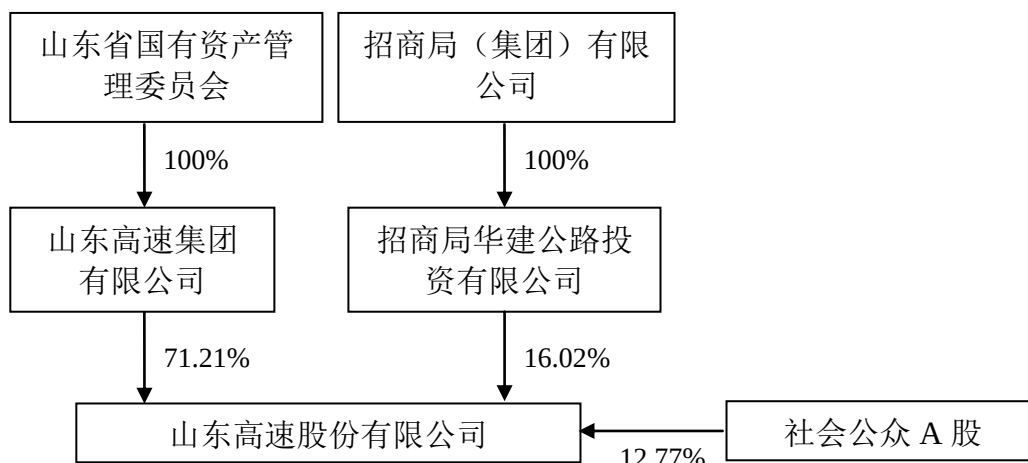
截至 2015 年末，公司无对外担保所形成的或有负债风险；公司无重大诉讼、仲裁事项。

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。

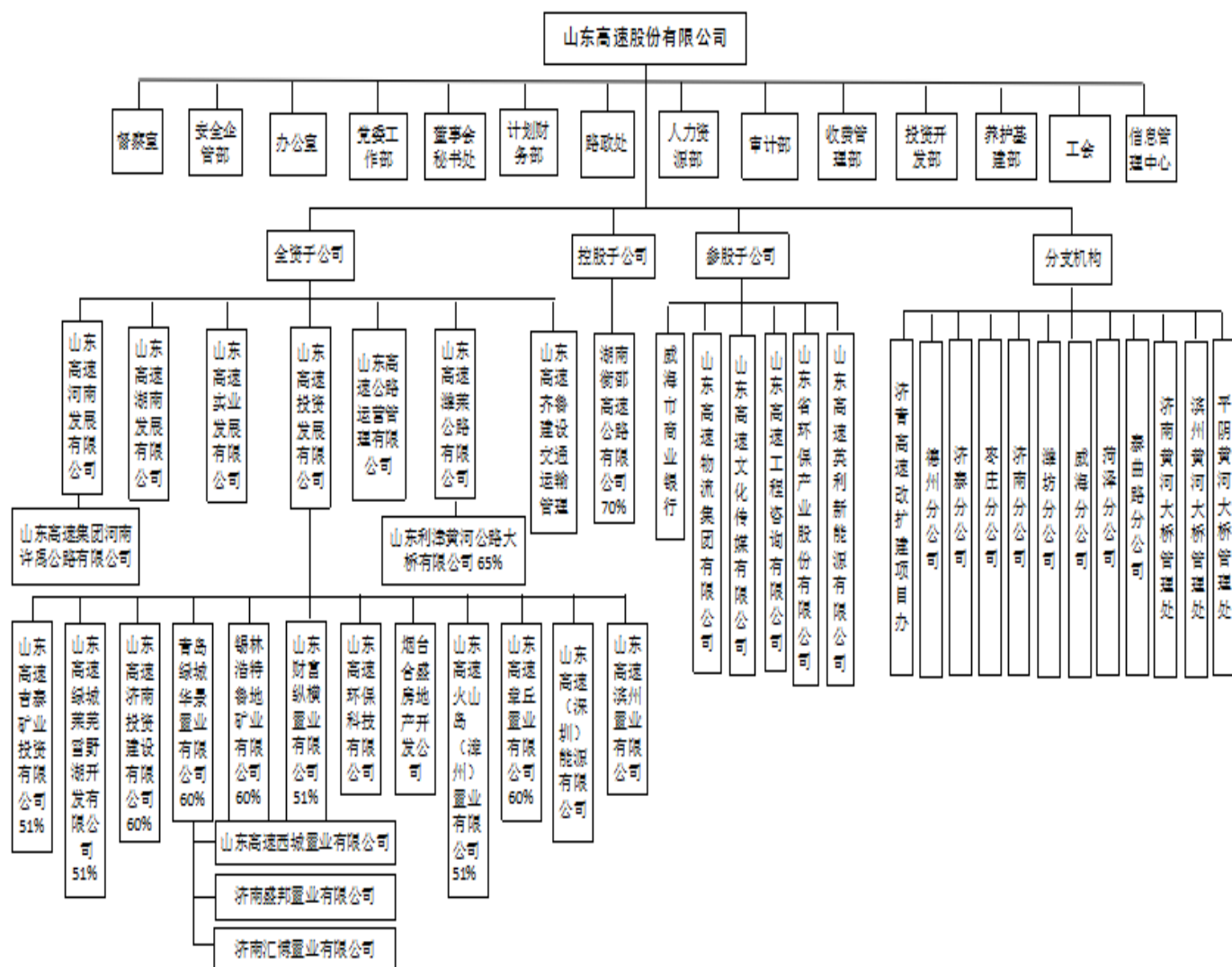
结论

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 2015 年 12 月 31 日）



附二：山东高速股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	109,997.30	212,668.49	219,299.50	429,578.68
应收账款	726.43	612.63	160.90	245.30
存货	937,707.02	1,134,819.62	1,290,721.84	1,313,904.59
流动资产	1,346,845.25	1,855,612.18	1,888,132.29	2,068,559.38
长期投资	59,154.25	141,499.65	144,976.78	147,805.33
固定资产合计	1,258,161.56	1,246,030.22	1,257,847.43	1,249,242.83
总资产	3,906,667.91	4,412,925.58	4,442,948.82	4,606,126.31
短期债务	297,744.43	367,076.14	331,682.54	285,472.64
长期债务	946,943.45	1,207,881.73	1,083,618.08	1,211,000.78
总债务（短期债务+长期债务）	1,244,687.88	1,574,957.86	1,415,300.62	1,496,473.42
总负债	1,831,213.73	2,155,954.23	2,024,173.77	2,135,804.67
所有者权益（含少数股东权益）	2,075,454.18	2,256,971.34	2,418,775.05	2,470,321.64
营业总收入	583,146.32	641,664.64	695,460.85	136,700.28
三费前利润	363,345.39	385,867.95	421,425.13	89,877.69
投资收益	13,599.51	30,687.26	7,782.02	2,543.99
净利润	223,980.09	246,372.93	268,638.07	50,701.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	461,508.85	521,270.82	525,736.83	-
经营活动产生现金净流量	183,248.71	272,920.10	330,626.75	123,281.26
投资活动产生现金净流量	-90,345.36	-282,124.22	-4,654.51	2,883.34
筹资活动产生现金净流量	-79,542.03	110,114.65	-319,341.24	84,114.57
现金及现金等价物净增加额	13,361.33	100,910.53	6,631.00	210,279.18
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	66.37	64.66	65.15	70.19
所有者权益收益率（%）	10.79	10.92	11.11	8.21*
EBITDA/营业总收入（%）	79.14	81.24	75.60	-
速动比率（X）	0.60	0.90	0.78	1.03
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.17	0.23	0.33*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.62	0.74	1.00	1.73*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.36	2.38	5.15	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.94	4.55	8.18	-
总债务/EBITDA（X）	2.70	3.02	2.69	-
资产负债率（%）	46.87	48.86	45.56	46.37
总资本化比率（%）	37.49	41.10	36.91	37.72
长期资本化比率（%）	31.33	34.86	30.94	32.90

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。