

# 信用等级公告

联合[2017] 2321 号

联合资信评估有限公司通过对山东高速路桥集团股份有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

山东高速路桥集团股份有限公司  
主体长期信用等级为

AA

山东高速路桥集团股份有限公司  
2017 年度第一期中期票据的信用等级为  
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年九月十九日



# 山东高速路桥集团股份有限公司

## 2017 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA  
本期中期票据信用等级：AA  
评级展望：稳定

本期中期票据发行规模：3.2 亿元  
本期中期票据期限：5 年  
偿还方式：按年付息，到期一次还本  
募集资金用途：偿还银行贷款

评级时间：2017 年 9 月 19 日  
财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
现金类资产(亿元)	8.30	7.93	23.64	15.39
资产总额(亿元)	100.26	104.16	150.43	160.80
所有者权益(亿元)	26.56	30.40	34.71	37.25
短期债务(亿元)	20.47	19.83	25.61	19.35
长期债务(亿元)	6.17	0.00	13.00	22.00
全部债务(亿元)	26.65	19.83	38.61	41.36
营业收入(亿元)	68.42	74.19	81.48	42.39
利润总额(亿元)	4.45	5.33	6.04	3.40
EBITDA(亿元)	6.91	7.23	8.65	--
经营性净现金流(亿元)	3.15	8.33	8.14	1.90
营业利润率(%)	12.80	12.52	13.90	13.87
净资产收益率(%)	11.75	12.42	12.42	--
资产负债率(%)	73.51	70.82	76.93	76.83
全部债务资本化比率(%)	50.09	39.48	52.66	52.61
流动比率(%)	134.81	128.92	130.17	133.03
经营现金流动负债比(%)	4.70	11.36	8.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.85	2.74	4.46	--

注：2017 年上半年财务数据未经审计。

### 分析师

闫蓉 朱煜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）是山东高速集团有限公司（以下简称“高速集团”）下属从事路桥施工及养护业务的企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了近年来公司业务经营稳健，新签合同量持续较快增长，盈利能力较好。同时，联合资信也关注到应收账款和存货占比较高对营运资金周转形成一定压力、债务结构有待进一步改善等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

目前，中国公路建设需求仍较为突出，公路路网的完善和路桥养护需求的逐步释放对公司主营业务形成良好支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司是山东省内重要的路桥施工企业，行业地位突出，山东省近年经济平稳增长，交通基础设施投资保持较大规模，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 公司在路桥领域施工水平高且资质齐全，工程品质和技术研发等方面具有较强竞争力。
3. 公司行业经验丰富，新签订单充足，盈利能力较强。

### 关注

1. 公司施工项目和养护任务承揽对股东依赖性较高，业务存在一定局限性。
2. 公司流动资产中应收账款和存货占比高，部分项目结算及回款不及时，对公司营运

资金周转形成一定压力。

3. 公司短期债务规模较大，债务结构有待进一步改善。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 山东高速路桥集团股份有限公司

## 2017 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为“丹东化学纤维股份有限公司”，系于 1993 年由原丹东化学纤维工业（集团）总公司（以下简称“丹东化纤”）独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司，设立时总股本 13500 万股。公司于 1997 年 6 月在深圳证券交易所上市（股票代码 000498.SZ）。公司自成立以来历经多次股权变更及资产重组事项。2012 年，公司与山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）实施重大资产重组，公司向山东高速集团发行 679439063 股股份购买其持有的山东省路桥集团有限公司（以下简称“山东路桥集团”）100% 股权，山东高速集团下属全资子公司山东高速投资控股有限公司收购公司 86539867 股股份，重组后公司总股本 112013.91 万股。截至 2017 年 6 月底，公司注册资本和实收资本 11.20 亿元。山东高速集团为公司控股股东，直接持股比例为 60.66%，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）持有山东高速集团 100% 股权，公司实际控制人为山东省国资委（见附件 1-1）。

公司经营范围：公路、桥梁工程、隧道工程、市政工程、建筑工程、交通工程、港口与航道工程、铁路公路、城市轨道交通工程施工；资格证书范围内承包境外公路、桥梁、隧道工程、港口与航道工程、铁路工程、城市轨道交通工程及境内国际招标工程及上述境外工程所需的设备、材料出口，工程机械及配件生产、修理、技术开发、产品销售、租赁；筑路工程技术咨询、培训；起重机械销售及租赁；交通附属设施、高新技术的投资、开发；能源环保基础设施项目的开发、建设、投资和经营。

截至 2017 年 6 月底，公司下设投资发展部、审计考核部、工程管理部、证券管理部、财务管理部、企业管理部等 14 个职能部门，公司纳入合并范围子公司共 14 家。截至 2016 年底，公司员工总数 7953 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 150.43 亿元，所有者权益合计 34.71 亿元（其中少数股东权益 0.04 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 81.48 亿元，利润总额 6.04 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 160.80 亿元，所有者权益 37.25 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2017 年 1~6 月份实现营业收入 42.39 亿元，利润总额 3.40 亿元。

公司住所：山东省济南市经五路 330 号；法定代表人：江成。

### 二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据总额度 6.20 亿元，2017 年度第一期中期票据拟发行金额 3.20 亿元（以下简称“本期中期票据”），期限 5 年。本期中期票据募集资金将用于偿还银行贷款。

### 三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增

速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年上半年，我国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017年1-6月，全国一般公共预算收入和支出分别为9.43万亿元和10.35万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字9177亿元，为近年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017年1-6月，我国GDP同比实际增长6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI温和上涨，PPI和PPIRM涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017年1-6月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017年1-6月，我国固定资产投资28.1万亿元，同比增长8.6%（实际增长

3.8%），增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自5月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017年1-6月，我国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1-6月，网络消费同比增长33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1-6月，我国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使我国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效

应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将有所放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，我国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

#### 四、行业及区域经济环境

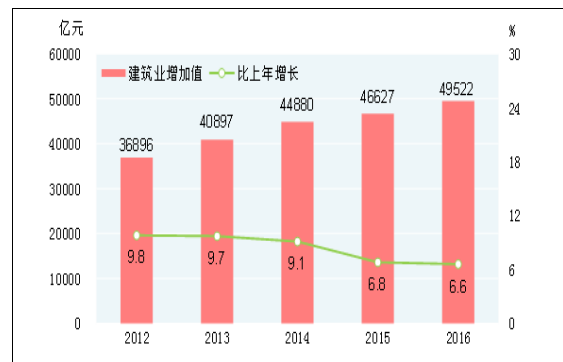
公司属于以路桥施工养护为主的建筑施工行业。

##### 1. 建筑行业分析

###### (1) 建筑行业发展概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2016 年，全社会建筑业增加值 49522 亿元，比上年增长 6.6%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6745 亿元，同比增长 4.6%，其中有及国有控股企业 1879 亿元，同比增长 6.8%。

图 1 2012~2016 年中国建筑业增加值及其增长速度  
(单位: 亿元、%)



资料来源：国家统计局

2013 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2016 年全社会固定资产投资 596501 亿元，比上年增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 8.8%，固定资产投资仍保持较快增长。分产业看，第一产业投资 18838 亿元，比上年增长 21.1%；第二产业投资 231826 亿元，增长 3.5%；第三产业投资 345837 亿元，增长 10.9%。

2016 年，全国基础设施总投资 118878 亿元，较上年增长 17.4%，占全部固定资产投资（不含农户）的 19.9%。基础设施投资仍保持高位运行，但增速略有放缓。

2016 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，比上年名义增长 6.9%，其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

考虑到基础设施投资规模持续增长、房地产行业有所回暖等因素，建筑业仍面临良好的发展前景。

###### (2) 建筑行业政策及竞争格局

###### 企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业

资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

### 竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业工程

管控及成本控制方面是其较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

### (3) 建筑行业风险关注

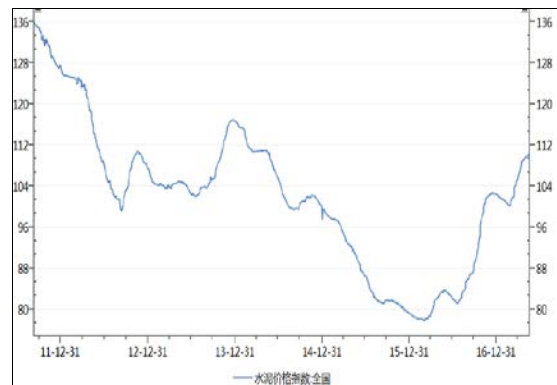
#### 行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

#### 原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年之前，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制；2016 年后，钢材和水泥价格呈大幅上涨趋势，对建筑企业成本控制造成一定影响。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2014 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016 年全国钢材价格受基建和工业需求有所回升而出现大幅度上涨，整体价格累计同比涨幅已经超过



30%。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013年以来水泥价格快速下行，2016年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。2017年1~3月，受煤炭价格止跌反弹影响，水泥价格整体继续推涨。截至2017年3月底，全国水泥价格指数105.22，同比增长33.71%。

#### 流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

#### (4) 建筑行业发展趋势

联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

## 2. 公路建设行业概况

公路交通一直是国家优先鼓励发展和重点支持的行业。近年来，受经济增长、汽车保有量增加以及政策支持等多重因素影响，中国公路建设发展迅速。截至2016年底，全国公路总里程469.63万公里，同比增长2.60%；公路密度48.92公里百平方公里，同比增长2.60%；公路养护里程459.00万公里，占公路总里程97.7%。

根据国家发改委于2013年6月17日正式印发的《国家公路网规划(2013-2030年)》，到2030

年中国将建成总规模40.1万公里的国家公路网，由普通国道和国家高速公路网两个路网构成，其中国家高速公路将由8.5万公里增加到11.8万公里，国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成；规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

2016年7月，交通运输部印发《“十三五”公路养护管理发展纲要》，提出围绕“改革攻坚、养护转型、管理升级、服务提质”四个方面精准发力，争取到2020年，实现公路养护管理“1+2”总体目标，即“一张网络”：安全畅通的公路网络；“两个体系”：公众满意的服务体系和高效可靠的保障体系。具体来看，主要目标包括：国省道养护技术状况检测和路面自动化采集覆盖率达100%；科学决策技术运用普及率达80%；高速公路、普通国省道废旧路面材料回收率分别达到100%、98%；循环利用率分别达到95%、80%以上；高速公路预防性养护（单车道里程）平均每年实施里程比重不少于8%；高速公路MQI优等路率达到90%以上；平均路面使用性能指数（PQI）大于92等。

总体看，中国目前对公路的需求仍然较为突出。

## 3. 区域经济环境

公司业务范围以山东省为核心。根据《山东省2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，山东全省实现生产总值（GDP）67008.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%；其中，第一产业增加值4929.1亿元，增长3.9%；第二产业增加值30410.0亿元，增长6.5%；第三产业增加值31669.0亿元，增长9.3%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的7.9:46.8:45.3调整为7.3:45.4:47.3。2016年，山东省财政收支平稳增长：公共财政预算收入5860.2亿元，比上年增长8.5%，其中税收收入4212.6亿元，增长4.6%；公共财政预算支出8749.6亿元，增长6.1%。地区财政稳

步发展，为高速公路的建设发展提供了保障。

2016年，山东省固定资产投资较快增长。固定资产投资（不含农户）52364.5亿元，比上年增长10.5%，增速持续放缓，其中房地产开发投资6323.4亿元，比上年增长7.3%；基础设施投资7842.8亿元，比上年增长25.8%。建筑业平稳发展，具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业6171家，比上年增加97家，其中特级和一级建筑企业580家，比上年增加23家。建筑业总产值10087.4亿元，增长7.5%，增速上涨6.8个百分点，其中国有及国有控股企业产值2557.5亿元，增长10.6%；非国有建筑企业产值7529.9亿元，增长6.5%。

2016年山东省交通运输业平稳发展。铁路、公路、水路共完成旅客运量6.3亿人次，比上年增长5.2%；货运量27.3亿吨，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%；年末公路通车里程26.6万公里，增加2330公里，其中，高速公路通车里程5710公里，增加362公里；年末民用汽车拥有量1754.3万辆，增长12.9%，其中私人轿车1020.7万辆，增长15.1%。2016年山东省经济稳定增长，但固定资产投资增速持续放缓，建筑业总产值增速大幅回升。山东省高速公路路网较完善，为公司路桥工程和养护施工业务提供良好的外部发展环境。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

公司为深交所上市公司，截至2017年6月底，公司注册资本和实收资本11.20亿元，控股股东山东高速集团直接持有公司60.66%的股权，通过山东高速投资控股有限公司（以下简称“山东高速投资”）间接持有公司7.72%的股权，山东省国资委为公司的最终实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

路桥工程施工业务作为公司的传统经营

项目与主要收入来源，资质齐全，施工水平高。公司路桥施工业务的经营主体为全资子公司山东省路桥集团有限公司（以下简称“山东路桥集团”）、二级子公司山东鲁桥建设有限公司（以下简称“鲁桥建设”），及山东省公路桥梁建设有限公司（以下简称“公路桥梁”）。山东路桥集团具有公路工程施工总承包特级资质、公路行业工程设计甲级资质，房屋建筑工程施工和市政公用工程施工总承包壹级资质，钢结构工程、桥梁工程、公路路面工程、公路路基工程、隧道工程和公路交通工程专业承包壹级资质，另外还拥有对外承包工程资格证书、对外援助成套项目总承包企业资格等；鲁桥建设公司、公路桥梁公司具有公路工程施工总承包壹级资质和桥梁工程专业承包壹级资质等。

### 3. 人员素质

截至2017年6月底，公司高级管理人员包括董事长1人、总经理兼任副董事长1人、副总经理4人、总会计师1人、董事会秘书（兼任副总经理）1人、总经济师1人等19人。

江成先生，1965年生，大学学历，曾任山东省交通运输厅道路运输局局长、山东省交通运输厅副厅长、党组成员。现任山东高速集团董事、总经理、党委副书记，2016年3月至今任公司董事长、法定代表人。

管士广先生，1966年生，工商管理硕士，高级会计师。曾任山东路桥集团企业管理部经理、总经理助理、总经济师、董事。现任公司董事会秘书、副总经理、党委委员，兼任鲁桥建材公司法定代表人。

张仰进先生，1974年生，管理学硕士，高级经济师。曾任山东高速集团鲁东分公司企管处副处长、山东高速集团精细化管理办公室副主任（主持工作）、企业管理部副部长（主持工作）、投资发展部（产权管理部）副部长（主持工作），现任山东高速集团投资发展部（产权管理部）部长、兼任山东高速篮球俱乐部有限公司董事，公司董事。

傅柏先先生，1970年生，大学学历，工程技术应用研究员。曾任山东省交通工程总公司第二分公司副经理，山东路桥集团第九分公司副经理（主持工作）、经理，鲁桥建设公司常务副总经理、总经理、法定代表人、党委委员、董事长，公司总经理助理。现任公司副总经理、党委委员。

从员工结构看，截至2016年底，公司共有在职职工7953人。从专业构成看，生产人员占67.14%、技术人员占28.38%、财务人员占2.85%、行政人员占1.62%；从学历构成看，硕士及以上学历的占1.18%、本科学历的占22.36%、大专学历的占7.86%、其他学历的占68.60%。

总体看，公司高级管理人员具有丰富的交通或建筑行业管理经验；员工以生产人员和技术人员为主，基本满足公司日常经营需要。

#### 4. 技术水平

公司较为重视技术研发创新，以试验和施工工艺研究为龙头，以沥青再生设备研发、制造及推广为切入点，以施工推进研发，以研发提高施工质量和效率。

全资子公司山东路桥集团拥有山东省路桥集团有限公司技术中心与山东省沥青路面再生工程技术研究中心两家省级技术中心，负责公司科研技术支持。山东路桥集团拥有公路和桥梁施工领域的一系列具有独立知识产权的核心技术，其中环氧沥青钢桥面铺装施工技术、钢箱梁棘块式多点顶推施工技术、沥青路面再生养护施工技术均达到国际领先水平；参与编制交通运输部公路行业标准修订项目《公路沥青路面再生技术规范》；承担交通运输部西部交通建设科技项目管理中心《沥青路面现场热再生技术及设备的推广应用》课题；大跨径现代桥梁施工技术已处于国内领先水平；对桥梁施工中的滑移模架、挂篮、液压自升爬模等先进施工技术做了大量创新，并得到广泛应用。截至目前，公司获国家科学技术奖及省部级

科学技术奖 35 项，国家级工法及省部级工法 111 项，专利授权 68 项，其中发明专利 23 项。2014~2016 年，公司的研发投入分别 450.31 万元、4548.56 万元和 1883 万元。

总体看，公司研发力量较强，技术水平先进。

#### 5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G10210603000000402），截至2017年9月6日，公司已结清信贷中有27笔不良/违约类贷款和34笔关注类贷款，7笔不良/违约类银行承兑汇票，1笔不良/违约类信用证，1笔关注类票据贴现，7笔欠息，5笔垫款；公司未结清信贷中有45笔不良/违约类贷款，1笔欠息余额0.34亿元。但根据公司2016年4月20日出具的说明函，以上信息为原借壳上市公司丹东化纤破产重组的遗留问题。

### 六、管理分析

#### 1. 法人治理结构

公司严格按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》和各其他相关规定，制订了《公司章程》等各项制度，不断完善公司治理水平。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司设董事会，对股东大会负责；董事会由9名董事组成，董事由股东大会选举或更换，任期3年，可连选连任；董事会设董事长1人，董事长和副董事长，由董事会以全体董事的过半数选举产生；董事会下设战略与发展委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会协助董事会开展工作。公司设监事会，监事每届任期3年，连选可连任。监事会设主席1人；监事会由5名监事组成，其中职工代表的比例不低于三分之一；监事会行使检查公司财务等职权。公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期3年，

连聘可以连任，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，协助总经理工作。

## 2. 管理水平

公司建立了一整套内部管理和控制体系，包括财务管理、投资管理、工程管理、担保等多项规章制度和办法。

财务管理方面，公司采取“收支两条线”管理模式，由公司财务管理部对其他各部门以及下属各子公司、分公司的财务部门进行统一管理。财务管理部对公司财务预算与经营计划、项目预算与核算等进行严格的内部审批；对预算执行情况进行跟踪分析；对项目开展情况进行定期检查，不定期抽查，根据实际情况调整预算、调配资金，及时整改；按季对公司成本费用、利润、资产流动性、负债等各个方面进行分析，提出合理化建议。

投资管理方面，公司制定了完善的《投资管理业务流程》和《对外投资制度》，对投资项目进行考察和审批。由项目主张部门选取投资项目并编写《项目立项建议书》，内容需包含投资额、市场前景、预期收益等，并报投资发展部。投资发展部负责从资金安排、投资风险、法律框架等角度初步考察，提出是否同意立项建议后上报公司审批，并编写《投资可行性报告》上报总经理办公会审议，涉及重大金额的还需依交易额上报股东大会或董事会审批。

工程管理方面，公司设置了投资发展部负责工程项目的前期预算、投标与承接，承接后转入工程管理部，并由工程管理部在项目所处分公司组建项目部，其中项目经理采用竞争上岗制度，需具备建造师一级资质。项目依具体情况劳务分包，但核心技术工作由公司自有人员实施。工程项目部、财务管理部、内控自我评价工作组分别从不同角度依据《工程质量管理办法》、《工程项目成本管理办法》、《内

部控制手册》等制度，对工程的技术、质量、安全、预算和成本控制进行管理。

担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》，未经公司董事会或股东大会批准，公司及公司下属子公司、分公司不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为子公司提供担保，并详细规定了担保的条件、程序及相关风险管理。

总体看，公司治理结构较为完善，制定了一系列的管理制度，能够满足日常经营管理工作的需要。

## 七、重大事项

2016年4月28日，经公司第七届董事会第三十一次会议审议通过，公司拟向不超过十名特定对象非公开发行股票数量不超过546448087股（含），募集资金总额不超过300000万元，扣除发行费用后净额将用于泰东路项目、龙青路项目和补充流动资金。2017年8月15日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会对公司2016年度非公开发行A股股票的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行股票的申请未获通过。公司将在收到中国证监会不予核准的书面文件后另行公告。目前，公司泰东路和龙青路项目资金尚未落实，联合资信将持续关注项目资金落实情况以及此次非公开发行取消对公司可能带来的影响。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为山东高速集团下属的山东省重要路桥施工企业，主要收入来自路桥施工和路桥养护。

2014~2016年，公司营业收入保持增长，分别为68.42亿元、74.19亿元和81.48亿元，其中路桥施工业务收入逐年上涨，占比一直保持

在80.00%以上；路桥养护业务收入呈波动下降趋势，主要受当年验收结算工程量影响。公司其他业务主要包括周转材料及设备租赁销售、商品混凝土加工销售和工程设计咨询，规模较小。

从毛利率水平看，2014~2016年公司路桥施工业务毛利率分别为15.26%、15.27%和12.71%，主要受原材料价格波动影响。公司路桥养护业务毛利率近三年持续上升，主要系材料成本下降所致。受上述因素综合影响，2014~2016年，公司综合毛利率分别为15.67%、16.21%和14.30%，呈波动下降态势。

2017年1~6月，公司实现营业收入42.39亿

元，相当于2016年底的52.03%，其中，路桥养护业务收入比上年同期上涨140.46%，主要系2016年度中标的大项目在2017年度已全部展开施工，完成的工程量增大，收入增多；路桥养护业务收入比去年同期下降34.03%，系养护项目完工结算合同额减少所致。2017年1~6月，公司综合毛利率为14.19%，较去年变动不大。

总体看，公司近年营业总收入逐年增长，毛利率波动下降，仍保持较高水平；受项目完工结算进度影响，路桥施工业务收入增长较快；路桥养护业务收入有所下降，但占比较小，对公司利润水平影响较小。

表2 近三年及一期公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2014年			2015年			2016年			2017年1~6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥施工	55.03	80.43	15.26	59.52	80.23	15.27	69.32	85.07	12.71	39.15	92.35	13.76
路桥养护	11.47	16.76	18.74	12.91	17.40	21.63	8.83	10.84	24.78	1.75	4.14	13.38
其他	1.92	2.81	8.85	1.76	2.37	7.96	3.33	4.09	19.53	1.49	3.51	26.51
合计	68.42	100.00	15.67	74.19	100.00	16.21	81.48	100.00	14.30	42.39	100.00	14.19

资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 路桥施工业务

#### 项目承揽

作为山东省内重要的路桥施工企业，公司以山东省为中心，已在全国二十几个省市开展了路桥施工建设业务，并开拓了越南、安哥拉以及阿尔及利亚海外市场。

2014~2016年，公司完工合同金额和期末在手合同金额逐年增长。2016年底，公司完工合同金额85.26亿元，期末在手合同金额267.35亿元。截至2017年6月底，公司重大在建项目主要为山东高速集团内部项目，合同金额合计190.47亿元，确认收入49.26亿元，收款金额20.00亿元。

表3 截至2017年6月底公司重大在建项目进展情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	合同金额	开工日期	工程进度	确认收入	收款金额	合同对手方
1	蓬莱西海岸海洋文化旅游产业集聚区人工岛围填海工程(二期)	24.76	2014/9/11	87.5	15.94	8.97	高速集团
2	国高青兰线泰安-东阿界第一标段	31.47	2016/2/6	25.7	6.71	1.46	山东高速泰东公路有限公司
3	龙口至青岛公路龙口至莱西(沈海高速)段工程施工	24.69	2016/1/22	42.9	6.62	2.74	高速集团
4	荣乌国家高速公路潍坊至日照联络线潍城至日照段第三标段	28.99	2016/4/16	42.2	9.92	4.96	山东高速潍日公路有限公司
5	济南至青岛高速公路改扩建工程第六标段	34.10	2016/6/1	16.3	4.87	0.18	山东高速股份有限公司
6	济南至青岛高速公路改扩建工程第二标段	20.52	2016/6/1	23	3.97	1.40	山东高速股份有限公司

7	长深高速高青至广饶段工程一标段	25.94	2017/4/5	7	1.23	0.29	山东高速高广公路有限公司
合计		190.47			49.26	20.00	

资料来源：公司提供

表4 公司路桥施工业务合同签订情况  
(单位：个、亿元)

类别	2014年	2015年	2016年	2017年1-6月
当期新签合同数量	133	181	169	67
当期新签合同金额	82.59	95.18	193.98	137.91
当期完工合同数量	114	170	125	25
当期完工合同金额	51.70	85.03	85.26	24.89
期末在手合同数量	47	58	102	144
期末在手合同金额	148.48	158.63	267.35	380.37

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司新签合同金额快速增长，分别为82.59亿元、95.18亿元和193.98亿元。2017年1~6月，公司新签合同金额137.91亿元，相当于2016年底的71.09%，其中金额较大的有长深高速高青至广饶段工程一标段（合同金额25.94亿元）和鲁南高速铁路临沂至曲阜段LQTJ-3标（合同金额24.11亿元）。总体看，公司近年来业务量显著增加。

从区域收入贡献来看，公司收入主要来自华东地区（含山东省内），2016年华东地区收入占比增至62.49%，主要为高速集团内部订单；西南、中南和华北地区收入呈下降趋势。

表5 近三年及一期各地区对公司收入贡献  
(单位：%)

施工项目	2014年	2015年	2016年	2017年6月
华东	42.57	59.27	62.49	34.19
西南	24.59	11.83	8.00	1.69
中南	7.84	11.33	2.15	2.13
华北	8.75	8.15	1.50	0.12
东北	4.50	3.62	--	--
西北	1.53	0.26	2.34	0.84
海外	10.22	5.55	4.99	1.93

资料来源：公司提供

近年来，公司储备订单充足，为未来发展提供较好保障，区域上仍以省内项目为重心，订单承揽对山东高速集团依赖性较大。

### 经营模式和结算模式

公司目前以工程总承包为主，即公司参与项目的招投标，中标后进行工程建设，公司采用以项目经理负责为前提，实行从工程项目开工到竣工验收交付施工的一次性全过程的施工承包经营管理。在各工程项目的结算方面，项目业主单位一般会有5%~10%的预付款；在施工过程中，工程款按月进行结算。业主方进度款的支付比例一般为70%~85%（含预付款，预付款按完工比例进行折算）；工程完工后，公司一般可收到工程款的85%；工程结算完成后，公司可收到工程款的90%~95%。剩余5%~10%作为工程保证金，回收期一般在2年左右，目前公司总承包模式工程款违约比例约为5%~10%。会计处理上，公司按照建造合同、成本完工百分比法确认收入与成本。

公司国内项目业主单位主要为山东高速集团及其子公司、政府部门及政府平台类企业，民营企业较少，工程款回款风险较小，部分回款支付存在不及时情况，账期一般在1~2个月。

公司目前有5个海外项目，其中安哥拉和阿尔及利亚海外项目主要与中国中信集团公司（以下简称“中信集团”）子公司合作，由中信集团与项目当地政府签订协议，公司与中信集团签订工程承包协议，回款较有保障；越南项目公司与当地政府签订总承包协议，协议中对政府和自然环境风险因素进行了充分考虑，预付款比例较高，同时严格约定进度款支付时间和未按时支付的违约成本，目前回款质量尚可。

公司除传统建筑施工合同外，在2013年以前还签订了一些BT合同，项目工程由公司

负责投融资、建设和管理，项目建成后经业主组织竣工验收合格后移交给业主，根据回购协议在项目建设后按约定分期支付回购款。会计处理上，BT 项目施工期间按业主方签认的金额确认“长期应收款”，按应收取对价的公允价值计量确认施工收入；回款期内长期应收款采用摊余成本计量并按期确认利息收入。截至 2017 年 6 月底，公司 BT 项目均已建设完毕。

BT 项目较普通施工总承包模式收益率更高，但是垫资规模大，回购周期较长，且政府性业主资金支付存在滞后情况。截至 2017 年 6 月底，公司 BT 项目应回购款 33.74 亿元，已回购额 29.44 亿元，剩余回购额 4.30 亿元。公司已强化回款管理，如成立催收小组、加强与政府高层沟通，全部金额将在 2018 年完成回购。

表 6 公司处于回购期内的 BT 项目（单位：万元）

项目名称	合同金额	应回购金额	回购起始日	回购金额		
				已回购	其中2017年回款	剩余回购额
济宁北湖 BT 项目	79129	110349	2012.5	95137	--	15212
乐山港进港大道	118705	99431	2012.11	99431	--	0
无棣县蔡河公路	30000	46545	2011.12	36070	2800	10475
山东省路桥集团有限公司 S104 徽山北环至鲍楼南改建工程项目	10195	10196	2012.5	9200	--	996
济宁南二环跨运河桥 BT 项目	54234	70871	2012.1	54564	--	16307
<b>合计</b>	<b>292263</b>	<b>337392</b>	--	<b>294402</b>	<b>2800</b>	<b>42990</b>

资料来源：公司提供

另外，公司已签订的国高青兰线泰安-东阿界第三标段（合同价为 9.79 亿元）和第一标段（合同价为 31.47 亿元）采取“施工入股一体化”模式，通过股权信托模式入股项目公司，提供项目建设资金，山东高速集团在项目建成通车满一年后开始分期回购，公司在收回投资的同时按投资额计固定利率获得投资回报。公司于 2016 年 3 月 4 日签署了上述标段的施工总承包合同。目前，山东路桥集团、公路桥梁已按照招标文件的规定签署了《国高青兰线泰安至东阿界（含黄河大桥）段项目投资合作合同》及相关补充协议，股东分阶段投入资本金，并公布了项目资金使用情况。

龙口至青岛公路龙口至莱西（沈海高速）段工程项目（合同价为 24.69 亿元）同样采取股权信托模式，目前，中标企业鲁桥建设已按照规定与高速集团签署了《龙口至青岛公路龙口至莱西（沈海高速）段项目投资合作合同》及相关补充协议，股东分阶段投入资本金，并公布了项目资金使用情况。

#### 物资采购

公司对主要消耗材料实施招标采购，并且

通过集中采购降低采购费用，避免了项目资金占压和材料零星采购、赊销采购造成的高价格。沥青、钢材、水泥等价格波动较大且采购量也较大的原材料一般由业主单位规定原料的质量标准或指定原材料供应商，由公司以市场价格采购。而沙子、碎石、木材等受市场价格影响不大的原材料则由公司各项目部以就近原则，自行在项目地进行实地采购，以方便施工运输。一般采取先货后款结算方式，到货后支付部分现金货款，余款 3~6 个月内付清，或使用商业汇票、银行承兑汇票结算。

整体看，公司项目承揽数量保持增长，以承接高速集团内部项目为主；经营模式以传统建筑施工为主，BT 项目回款质量较差但无新开工的 BT 项目；公司在手订单充足，对未来收入增长形成支撑。

#### （2）公路养护业务

公司路桥养护业务的经营主体为下属全资子公司山东省高速路桥养护有限公司（以下简称“养护公司”）。养护公司成立于 2007 年，公司积极研发和生产具有自主知识产权、适用

于国内路面养护的热再生和冷再生专用设备，在路面养护升级方面具有较强的技术优势。公司基于国外进口再生设备的升级改造，所研制的沥青路面现场热再生机组施工时只需半封闭车道，路面修复两小时后即可开放交通，可以有效缩短施工工期，降低施工成本。

收入确认方面，公司于资产负债表日按照完工百分比法确认合同收入和费用，完工进度按累计发生的合同成本占合同预计总成本的比例确定，按照合同总收入乘以完成进度并扣除以前会计期间累计已确认收入后的金额，确认为当期合同收入。2014~2016年，公司路桥养护收入波动下降，分别为11.47亿元、12.91亿元和8.83亿元，主要受当年完工结算数量影响。2017年1~6月，公司实现路桥养护业务收入1.75亿元，相当于2016年的19.87%。

2014~2016年，公司路桥养护工程当年完工合同金额有所波动，期末在手合同金额增长较快。2014~2016年，公司新签合同额逐年增长，2017年1~6月新签合同额相当于2016年底的75.29%。总体看，公司未来养护业务合同储备充足。

表7 公司路桥养护业务合同签订情况

(单位: 个、亿元)

类别	2014年	2015年	2016年	2017年 1~6月
当期新签合同数量	57	60	118	39
当期新签合同金额	10.79	12.47	13.80	10.39
当期完工合同数量	51	60	109	17
当期完工合同金额	11.86	13.02	12.41	5.84
期末在手合同数量	11	11	20	42
期末在手合同金额	2.88	2.33	3.72	8.27

资料来源: 公司提供

整体看，公司路桥养护业务收入有所下降，但长远来看，随着中国公路路网的完善，过去投资建设的公路将逐步进入大修期，公路养护需求将不断释放，养护业务有望对公司收

入利润形成补充。

### 3. 未来发展

公司坚持生产经营和资本运作“双轮驱动”，发展质量和效益增长“两翼齐飞”。以专业化、区域化、规范化、科技化和信息化为抓手，路桥工程施工和养护施工业务沿着“做大做强主业，相关多元化发展”这一战略方向，打造路桥工程施工、路桥养护施工、建筑施工、市政工程、设备制造、铁路施工等板块。同时，公司将以公路养护行业兴起和“中国制造2025”为契机，大力进入公路再生养护行业，培育利润率高的新兴产业。积极参与PPP项目、EPC项目、施工总承包项目等，壮大生产规模的同时进一步提升公司的利润增长水平。

总体来看，公司战略发展目标明确，注重业务升级，有助于提高公司综合实力和未来长远发展。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2014~2015年度合并财务报告，北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供了2016年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2017年上半年财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2017年6月底，公司纳入合并范围的子公司共14家，近三年及一期公司新设控股子公司规模较小，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司合并资产总额150.43亿元，所有者权益合计34.71亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2016年，公司实现营业收入81.48亿元，利润总额6.04亿元。

截至2017年6月底，公司合并资产总额160.80亿元，所有者权益37.25亿元（含少数



股东权益 0.20 亿元); 2017 年 1~6 月实现营业收入 42.39 亿元, 利润总额 3.40 亿元。

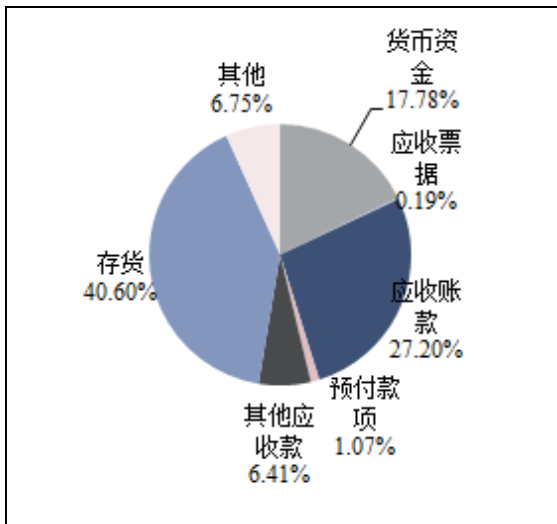
## 2. 资产质量

2014~2016年, 公司资产规模不断增长, 年均复合增长22.49%。截至2016年底, 公司资产总额150.43亿元, 同比增长44.43%, 其中流动资产占87.43%, 非流动资产占12.57%, 公司资产以流动资产为主。

### 流动资产

2014~2016年, 公司流动资产保持快速增长, 年均复合增长20.68%, 主要系存货和货币资金增长所致。2016年底, 流动资产总额131.52亿元, 同比增长39.24%, 主要为应收账款(占27.20%)、存货(占40.60%)、其他应收款(占6.41%)和货币资金(占17.78%)。

图3 2016年底公司流动资产构成情况



资料来源: 公司审计报告

截至2016年底, 公司货币资金23.38亿元, 同比增长211.92%, 主要系公司取得借款增加所致, 其中银行存款和库存现金占比96.17%; 货币资金中0.90亿元为保函保证金、承兑汇票保证金、履约保证金和农民工工资保证金, 使用受限。

2014~2016年, 公司应收账款波动增长, 年均复合增长13.98%, 主要是部分项目结算款回收较慢所致。截至2016年底, 公司应收账款

35.78亿元, 与去年基本持平, 其中采用账龄法计提坏账准备的应收账款占59.56%, 1年以内(含1年)的占比为65.13%, 1~2年(含)的占比28.82%。公司应收账款计提坏账准备2.02亿元。公司前五名应收账款总额11.88亿元, 占比31.44%。总体看, 公司应收账款前五名集中度较高, 公司应收账款规模较大, 账龄较短, 关联方占比高, 对公司资金形成一定占用。

2014~2016年, 公司其他应收款快速增长, 年均复合增长28.39%。截至2016年底, 公司其他应收款为8.43亿元, 同比增长56.99%, 主要系随着公司新签订单金额的增加, 公司缴纳的工程保证金、押金增加所致。从构成上看, 其他应收款主要包括往来款(占比7.79%)和工程押金及保证金(占比91.62%); 从欠款集中度看, 欠款前五名的公司合计占其他应收款的54.26%。截至2016年底, 公司计提坏账准备0.16亿元, 其他应收账款发生核销480.11万元, 为法院判决无法收回的与北京创飞公路养护工程技术有限公司往来款。

表8 2016年底其他应收款前五名概况

(单位: 万元)

单位名称	金额	款项性质
山东高速股份有限公司	27640.74	押金保证金
山东高速集团有限公司	6743.24	履约保证金
山东高速红河交通投资有限公司	5549.41	履约保证金
山东文莱高速公路有限公司	3944.30	履约保证金
广州大广高速公路有限公司	2775.18	履约保证金
合计	46652.87	--

资料来源: 公司审计报告

2014~2016年, 公司存货波动增长, 年均复合增长22.31%。截至2016年底, 公司存货53.40亿元, 同比增长55.84%, 主要系建造合同形成的已完工未结算资产(占比92.19%)和原材料(占比3.90%)大幅增长所致。整体看, 由于公司所属行业固有特征, 存货占流动资产比重较大, 以已完工未结算工程款为主, 此部分存货未计提跌价准备。

2014~2016年, 公司一年内到期的非流动资产规模逐年下降, 年均复合下降27.59%。截

至2016年底，公司一年内到期的非流动资产6.71亿元，同比下降31.39%，主要系BT项目及垫资项目的年内到期的长期应收款到期结算所致。

#### 非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长37.87%，主要是由于其他非流动资产的增长所致。截至2016年底，公司非流动资产为18.91亿元，同比增长94.92%，主要系固定资产和其他非流动资产增长所致。非流动资产主要由长期应收款（占比4.27%）、固定资产（占比29.06%）和其他非流动资产（占比55.93%）构成。

2014~2016年，公司长期应收款快速下降，年均复合下降54.70%。公司长期应收款快速减少的原因是公司自2012年后未再承接BT项目，前期承接BT项目回购款逐步到账。截至2016年底，长期应收款0.81亿元，同比下降77.20%，主要系公司收到BT项目回款所致；公司长期应收账款全部为收款期超过一年的工程款，合计计提坏账准备507.64万元。

2014~2016年，公司固定资产波动增长，年均复合增长14.63%，公司固定资产主要由机器设备、运输设备、房屋及建筑物构成。截至2016年底，公司固定资产5.49亿元，同比增长32.14%，主要系购买机器设备和在建工程转入所致，公司累计计提固定资产折旧9.82亿元。

截至2016年底，公司其他非流动资产为10.58亿元，同比增加10.57亿元，主要系公司新增对外借款及应得的借款利息9.17亿元、财政结算凭证0.50亿元及代垫款项0.90亿元所致。

截至2017年6月底，公司资产总额160.80亿元，较2016年底增长6.90%，增长主要来自存货和其他非流动资产的增加。2017年6月底，公司资产中流动资产占83.62%，流动资产占比较去年底有所下降。截至2017年6月底，公司货币资金15.17亿元，较2016年底下降8.21亿元；存货62.92亿元，较2016年底增长

17.83%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产增加；其他非流动资产17.05亿元，较2016年底增长61.22%，主要系入股施工一体化项目支付投资款增加所致。

总体看，公司资产以流动资产为主，且流动资产比例不断增长；公司应收款项和存货占比大，应收款项中部分款项回款不及时，关联方款项占比高，对公司营运资金周转形成一定压力；公司整体资产质量一般。

### 3. 所有者权益及负债

#### 所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益增长较快，年均复合增长率14.34%；截至2016年底，公司所有者权益34.71亿元，同比增长14.17%，主要系未分配利润积累所致，少数股权权益0.04亿元。公司所有者权益中实收资本占49.32%，盈余公积占5.87%，未分配利润占57.45%，少数股东权益占0.11%。

截至2016年底，公司股本17.12亿元。2012年，公司向山东高速集团发行股份购买其所拥有的山东路桥集团100%股权。此次重大资产重组构成反向购买，公司按照会计准则规定以山东路桥集团作为会计上的母公司编制合并财务报表，模拟增发股本6.73亿元，与合并前山东路桥集团实收资本10.38元合计17.12元，作为合并财务报表的股本金额列报。截至2016年底，公司资本公积-5.57亿元，资本公积为负主要系模拟发行股份调整-6.63亿元所致。

截至2017年6月底，公司所有者权益总额为37.25亿元，较2016年底增长7.33%，主要系未分配利润增长所致，所有者权益结构变动不大。

整体看，公司所有者权益稳定性较弱。

#### 负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长25.31%；截至2016年底，公司负债总额115.73亿元，同比增长56.89%，主要系短期借款、应付账款和长期借款增长所

致。

2014~2016年，公司流动负债规模快速增长，年均复合增长22.81%，截至2016年底，公司流动负债总额为101.04亿元，同比增长37.90亿元，主要系短期借款和应付账款大幅增长所致。公司流动负债以短期借款（占比22.12%）、应付账款（占比55.63%）和预收款项（占比12.27%）为主。

截至2016年底，公司短期借款为22.35亿元，同比增长100.99%，主要系公司信用借款规模有所扩大所致。公司短期借款中保证借款占27.07%、信用借款占72.93%。

2014~2016年，公司应付账款快速增长，年均复合增长27.56%。截至2016年底，公司应付账款56.21亿元，同比增长27.94%，账龄以1年以内为主，系应付工程款。截至2016年底，公司预收款项12.40亿元，同比增长198.15%，主要系公司新开工项目较多使得收到的开工预付款大幅增长所致。截至2016年底，公司其他应付款3.02亿元，同比增长50.80%，主要系押金及保证金（占比56.68）增加所致；公司其他流动负债1.77亿元，全部为2016年新增待结转增值税。

2014~2016年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长47.97%。截至2016年底，公司非流动负债总额为14.69亿元，同比大幅增长14.20亿元，主要系长期借款大幅增长所致。截至2016年底非流动负债主要由长期借款（占比88.50%）构成。

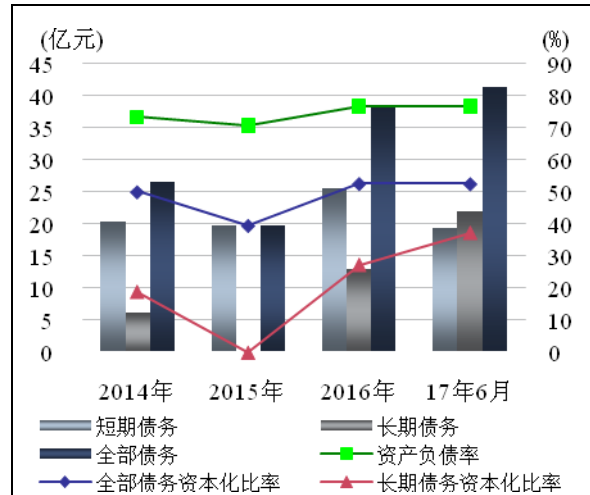
截至2016年底，公司长期借款为13.00亿元，全部为2016年新增信用借款，期限3年，期限较为集中，存在一定集中偿付压力。

有息债务方面，2014~2016年，公司全部债务规模呈波动增长。截至2016年底，公司全部债务38.61亿元，同比增长94.73%，主要系长期借款增长所致，其中短期债务和长期债务分别占66.33%和33.67%。整体看，公司债务结构以短期债务为主。

2014~2016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波动增长。截至2016年底，上述指标分别为76.93%、52.66%和27.25%，与2015年相比分别增长6.11个百分点、13.19个百分点和27.25个百分点。

图4 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2017年6月底，公司负债总额123.55亿元，较2016年底增长6.76%，主要系公司预收款项和应付债券的增长，应付债券系2017年公司发行的公司债券。截至2017年6月底，公司全部债务为41.36亿元，较2016年底增长7.11%，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76.83%、52.61%和37.13%，除长期债务资本化率增加较快外，均略有下降。公司债务负担尚可。

总体看，随着业务的不断发展，公司负债规模快速增长，整体债务负担尚可；债务结构中短期债务占比持续提升，债务结构有待进一步改善。

#### 4. 盈利能力

2014~2016年公司营业收入保持增长，年均复合增长率9.12%，2016年为81.48亿元，同比增长9.83%。2014~2016年，公司营业成本与营业收入变动趋势一致，年均复合增长10.01%，2016年，公司营业成本69.83亿元，同比增长10.49%。

从期间费用看，近三年公司期间费用逐年

增长，年均复合增长5.57%。2016年，公司期间费用为4.57亿元，同比上升10.12%，主要为管理费用3.90亿元。2014~2016年，公司财务费用分别为0.10亿元、0.57亿元和0.67亿元，其中BT项目融资收益分别为1.35亿元、0.53亿元和0.24亿元，由于2016年BT项目回购款收回增多减少了客户资金占用，从而导致融资收益下降，财务费用同比增长17.65%。2016年，公司期间费用占营业收入比重为5.61%，公司对期间费用控制能力较好。

2014~2016年，公司营业外收入呈下降趋势，年均复合下降40.81%，2016年，公司实现营业外收入625.44万元，同比增长4.40%，主要系固定资产处置利得增长所致。2014~2016年公司利润总额不断增长，年均复合增长率16.49%，2016年公司实现利润总额6.04亿元，同比增长13.43%。

2014~2016年，公司营业利润率有所波动，三年分别为12.80%、12.52%和13.90%。公司总资产收益率波动下降，2016年底为7.62%，净资产收益率保持增长，2016年底为12.42%。

2017年1~6月，公司实现营业收入42.39亿元，相当于2016年底的52.03%，主要系2017年上半年公司完工合同额较高所致；2017年1~6月，公司营业利润率为13.87%，较2016年底基本保持稳定；公司营业利润为3.40亿元，营业外收入72.65万元（主要为处置非流动资产收益处），利润总额为3.40亿元，相当于2016年底的56.34%。

总体看，近年公司收入不断增长，主业盈利能力保持较高水平，公司整体盈利能力较好。

## 5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016年公司经营活动现金流入量呈稳定增长状态，三年分别为62.64亿元、65.89亿元和89.47亿元，年均复合增长19.51%。近三年公司销售商品提供劳务收到的现金年均复合增长12.03%，2016年为

75.23亿元。2014~2016年公司收到其他与经营活动有关的现金分别为2.70亿元、4.77亿元和14.20亿元，组成主要为收取保证金或收到退还的保证金。2014~2016年公司经营活动现金流出分别为59.49亿元、57.57亿元和81.33亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要为退还或支付的保证金。2014~2016年经营活动产生的现金流量净额分别为3.15亿元、8.33亿元和8.14亿元。

从现金收入比来看，2014~2016年，公司现金收入比波动增长，分别为87.60%、82.39%和92.33%，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，2014~2016年，公司投资活动现金流入快速增长，2016年底为13.23亿元，同比增长13.20亿元，主要系收回投资款13.00亿元。2014~2016年，公司投资活动现金流出快速增长，2016年底为22.87亿元，同比增加22.32亿元，主要系支付施工入股一体化投资款22.05亿元所致。公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-0.27亿元、-0.52亿元和-9.64亿元。

从筹资活动来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入量快速增长，2016年，公司筹资活动现金流入49.71亿元，同比增长157.29%，主要系短期借款大幅增长所致。2014~2016年，公司筹资活动现金流出量快速增长，2016年底公司筹资活动现金流出32.91亿元，同比增长17.80%，主要系偿还债务所致。2014~2016年，公司筹资活动现金流量净额分别为-1.67亿元、-8.62亿元和16.80亿元。

2017年1~6月，公司经营活动现金流入55.95亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金47.82亿元，经营活动现金流量净额为1.90亿元；投资活动现金流出为6.57亿元，主要系支付投资款5.20亿元，产生的现金流量净额为-6.25亿元；同期，公司取得借款收到的现金10.90亿元，偿还债务支付的现金19.74亿元，筹资活动产生的现金流量净额-4.36亿元。

总体看,公司近年经营性现金流入量稳定增长,收现质量一般,经营性净现金流波动增长;公司外部融资主要以银行借款为主;未来随着公司项目体量和投资的增多,公司外部融资需求将增长。

#### 6. 偿债能力

短期偿债能力方面,2014~2016年,公司流动比率和速动比率都呈波动下降趋势,2016年底分别为130.17%和77.32%,2017年6月底分别为133.03%和70.78%;2014~2016年公司经营现金流动负债比分别为4.70%、11.36%和8.06%,公司短期债务规模较大,短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面,2014~2016年公司EBITDA规模稳步上升,分别为6.91亿元、7.23亿元和8.65亿元;同期,随着公司债务的增长,公司全部债务/EBITDA分别为3.85倍、2.74倍和4.46倍。总体看,公司整体偿债能力较好。

截至2017年6月底,公司合并口径共获各家银行授信总额181.33亿元,已使用授信额度59.23亿元,尚未使用额度122.10亿元公司间接融资渠道通畅。公司为深圳证券交易所A股上市公司(股票代码:000498.SZ),具备直接融资渠道。

#### 7. 对外担保

截至2016年底,公司无对外担保事项。

#### 8. 法律诉讼

截至2017年6月底,公司或有事项下存在3起诉讼:

公司全资子公司山东路桥集团分别于2014年和2016年起诉山东博格达置业有限公司,涉案金额共计3450.47万元。山东路桥集团在两起诉讼中均胜诉,目前处于判决执行阶段。因2017年3月22日,山东博格达置业有限公司向法院申请破产清算,2017年6月21日,山东路桥集团将本案所涉及债权申报材料报送法院,7月21日参加法院首次组织的债权人

会议,并明确提出优先受偿的权利。

山东路桥集团起诉广州大广高速公路有限公司未按照合同约定付款,要求其支付工程款、履约保证金、逾期付款违约金合计21148.47万元,目前尚未开庭审理,对公司本期及期后利润的影响尚无法判断。联合资信将持续关注案件进展情况。

### 十、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行金额为3.20亿元,相当于2016底公司全部债务的8.29%,对公司现有债务规模和债务结构有一定影响。

2016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76.93%、52.66%和27.25%,以公司2016底财务数据为基础,预计本期中期票据发行后,不考虑其他因素,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将分别上升至77.41%、54.64%和31.82%,公司债务指标将略有上升。考虑到本期中期票据资金将用于偿还银行借款,上述指标将低于预测值。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年,公司经营活动现金流入量分别为62.64亿元、65.89亿元和89.47亿元,分别为本期中期票据发行金额的19.57倍、20.59倍和27.96倍;2014~2016年,公司经营活动的现金净流量分别为3.15亿元、8.33亿元和8.14亿元,分别为本期中期票据发行金额的0.98倍、2.60倍和2.54倍;公司EBITDA分别为6.91亿元、7.23亿元和8.65亿元,分别为本期中期票据发行金额的2.16倍、2.26倍和2.70倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力强,EBITDA对本期中期票据的保障能力较好。

## 十一、结论

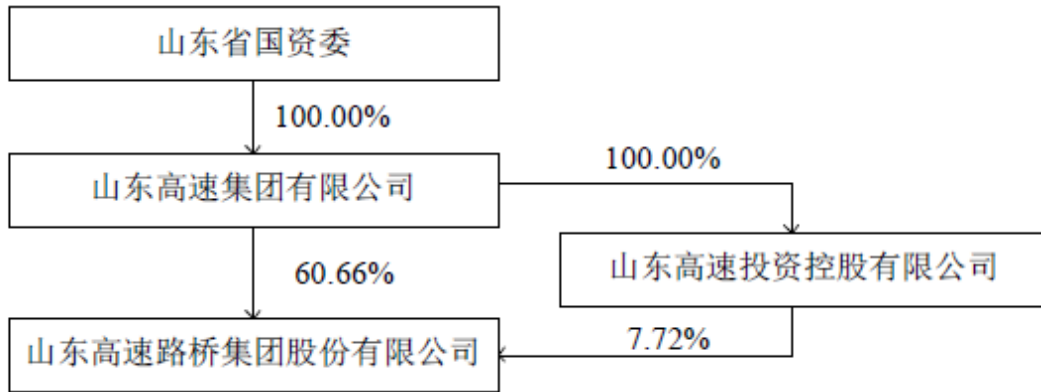
建筑业作为国家的支柱产业之一，在国民经济中占有重要地位。基于建筑行业与宏观经济和投资增速的相关性高，虽近期受宏观经济放缓影响，建筑行业增速有所放缓，但从长期看，随着中国城市化进程的加快，中国建筑业仍面临较好的发展环境，未来有望继续实现稳定增长。公司以路桥施工养护为主业，中国对公路建设养护需求仍突出，未来具有较好的发展前景。

公司作为山东省重要的路桥施工企业，在行业地位及品牌、专业资质、科技研发等方面具有显著优势。近年来，公司业务发展势头良好，工程承接量及新签合同量持续增长。

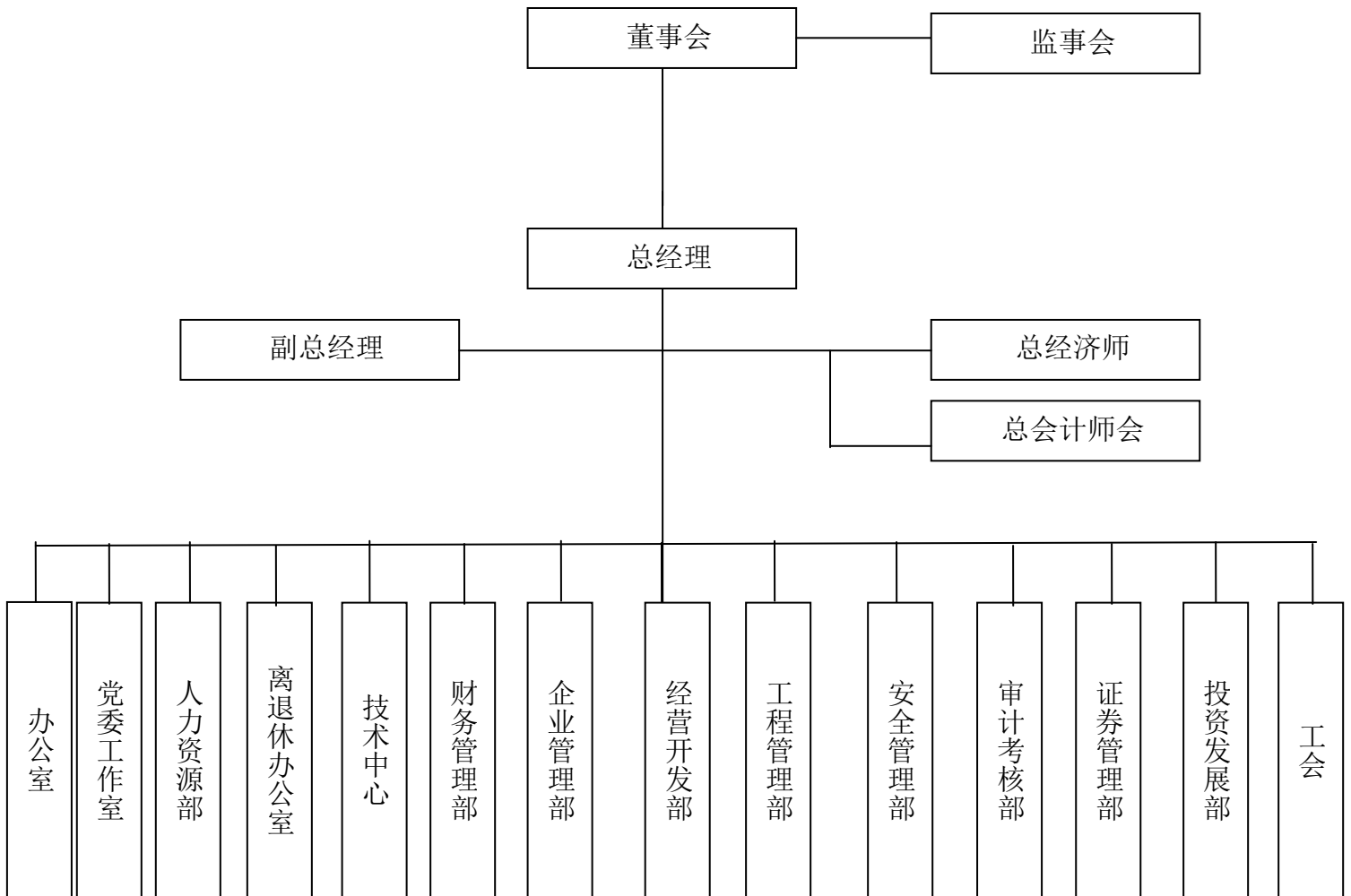
公司近年收入逐年增长，盈利能力较好；资产中应收账款和存货占比大，对资金形成一定占用；债务负担尚可，但债务结构有待进一步改善。本期中期票据的发行对公司现有债务规模和债务结构有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖能力强，EBITDA对本期中票据的保障能力较好。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图





## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	8.30	7.93	23.64	15.39
资产总额(亿元)	100.26	104.16	150.43	160.80
所有者权益(亿元)	26.56	30.40	34.71	37.25
短期债务(亿元)	20.47	19.83	25.61	19.35
长期债务(亿元)	6.17	0.00	13.00	22.00
全部债务(亿元)	26.65	19.83	38.61	41.36
营业收入(亿元)	68.42	74.19	81.48	42.39
利润总额(亿元)	4.45	5.33	6.04	3.40
EBITDA(亿元)	6.91	7.23	8.65	--
经营性净现金流(亿元)	3.15	8.33	8.14	1.90
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.75	2.31	2.25	--
存货周转次数(次)	1.66	1.78	1.59	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.73	0.64	--
现金收入比(%)	87.60	82.39	92.33	112.81
营业利润率(%)	12.80	12.52	13.90	13.87
总资本收益率(%)	8.60	9.95	7.62	--
净资产收益率(%)	11.75	12.42	12.42	--
长期债务资本化比率(%)	18.87	0.00	27.25	37.13
全部债务资本化比率(%)	50.09	39.48	52.66	52.61
资产负债率(%)	73.51	70.82	76.93	76.83
流动比率(%)	134.81	128.92	130.17	133.03
速动比率(%)	81.52	82.15	77.32	70.78
经营现金流动负债比(%)	4.70	11.36	8.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.85	2.74	4.46	--

注：2017 年上半年财务数据未经审计。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 山东高速路桥集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东高速路桥集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山东高速路桥集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东高速路桥集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山东高速路桥集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山东高速路桥集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山东高速路桥集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。