跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]464 号

山东高速路桥集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，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，评级展望为“稳定”

山东高速路桥集团股份有限公司公开发行的“17 山路 01”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 七 月 二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

山东高速路桥集团股份有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 山路 01	5.00 亿元	AA	AA	2017 年 2 月 24 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 25 日

主要财务数据：

项　目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	104.16	150.43	146.37
所有者权益（亿元）	30.40	34.71	35.02
长期债务（亿元）	0.00	13.00	18.66
全部债务（亿元）	19.83	38.61	39.09
营业收入（亿元）	74.19	81.48	13.01
净利润（亿元）	3.78	4.31	0.27
EBITDA（亿元）	7.23	8.83	--
经营性净现金流（亿元）	8.33	8.14	-0.55
营业利润率（%）	12.52	13.90	10.25
净资产收益率（%）	13.26	13.24	0.78
资产负债率（%）	70.82	76.93	76.08
全部债务资本化比率（%）	39.48	52.66	52.75
流动比率（倍）	1.29	1.30	1.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.91	6.06	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.45	1.77	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2017 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

2016 年，山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”或“山东路桥”）所在的山东省经济保持较快增长，基础设施建设需求稳定增加，公司外部发展环境良好；作为山东省内主要的路桥建设公司，公司继续保持较强的区域竞争力，在行业内具有一定技术、质量和品牌优势；公司资产质量较好，收入利润规模较大，盈利能力较强；公司在手合同较多，未来收入有保障。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所在的路桥建设行业和道路养护行业竞争较为激烈，公司资产负债率较高、短期债务规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司在手合同规模较大，随着项目的逐步建设完工，未来收入较有保证，公司的盈利规模有望进一步提升，公司整体信用状况稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“17 山路 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．我国正处于城镇化快速发展阶段，道路、桥梁等市政交通设施建设投资增速较快，为路桥建设企业提供了广阔的市场；同时随着我国公路通车里程不断增加，道路养护市场需求不断扩大，市场前景良好。

2．2016 年，山东省经济保持快速增长、基础设施建设需求稳定增加，公司外部发展环境良好。

3．公司资质齐全、施工经验丰富，有开展路桥建设和养护业务的良好基础。

4．2016 年，公司新签合同金额明显增加，目前公司在手建造合同规模较大，对公司未来收入形成一定程度的保障。

关注

1．公司所在路桥建设和道路养护行业受基建投资增速波动影响较大，且行业竞争较为激烈。

2．路桥工程项目具有建设期和竣工验收期较长、施工情况受地质条件和天气情况等因素影响的特点，存在工期延长和安全隐患等不确定因素，导致存货周转期长、项目垫资规模大、质保金难以回收等问题。

3．公司业务主要来自控股股东及关联公司，客户集中度较高。

4. 截至 2016 年末，公司资产负债率较高，债务负担较重，且以短期债务为主。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：liuyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

网址：Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

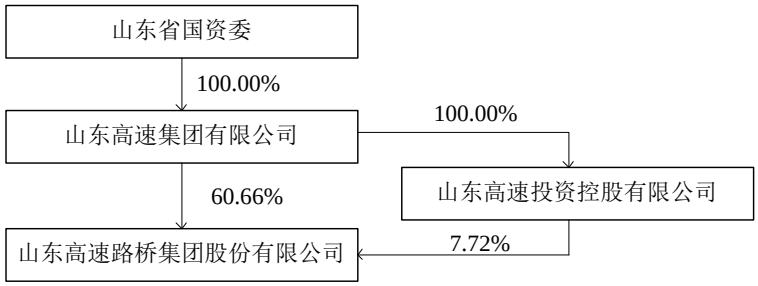
一、主体概况

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”或“山东路桥”）前身为丹东化学纤维股份有限公司（以下简称“丹东化纤”），系于 1993 年 6 月经辽宁省经济体制改革委员会批准，由原丹东化学纤维工业（集团）总公司（该公司于 1996 年 11 月改制为丹东化学纤维（集团）有限责任公司）独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。公司设立时总股本 13,500 万股。1997 年 5 月经中国证券监督管理委员会批准，丹东化纤向社会公开发行 6,000 万股普通股，并于同年 6 月 9 日在深圳证券交易所上市挂牌交易（000498.SZ），总股本增至 19,500 万股。

2012 年 10 月 17 日，中国证券监督管理委员会核准了丹东化纤的重大资产重组方案，即丹东化纤向山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）发行 67,943.91 万股购买其持有的山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）100%股权。2012 年 10 月 22 日，路桥集团完成股权过户登记，股东正式变更为丹东化纤，公司主营业务变更为路桥工程施工和养护施工业务。2012 年 11 月 4 日，公司就上述新增股份发行而导致其注册资本增加办理完毕工商变更登记，并取得了丹东市工商行政管理局换发的《企业法人营业执照》。公司总股本由 44,070.00 万股增至 1,120,139,063 股，控股股东变更为山东高速集团，持股数占公司股本总额的 60.66%。2012 年 12 月 17 日，公司名称正式变更为现名，注册地址变更为山东省济南市，并取得了山东省工商局换发的《企业法人营业执照》。

截至 2016 年末，公司注册资本 11.20 亿元，实收资本为 17.12 亿元，公司控股股东为山东高速集团，公司实际控制人为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”），共间接持有公司 68.38%的股份。

图 1　截至 2016 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年，公司经营范围较上年无重大变化，仍以工程施工和养护施工为主。截至2016年末，公司设有办公室、党委工作室、人力资源部、财务管理部、企业管理部、经营开发部、工程管理部、安全管理部、审计考核部、证券管理部、投资发展部、工会、离退休办公室和技术中心共计14个职能部室，拥有一级子公司1家，二级子公司5家。截至2016年末，公司拥有在职员工7,953人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 150.43 亿元，负债合计 115.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.71 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 34.67 亿元。2016 年，公司实现营业收入 81.48 亿元，净利润（含少数股东损益）4.31 亿元，其中归属于母公司的净利润为 4.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.44 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 146.37 亿元，负债合计 111.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）35.02 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 34.81 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.01 亿元，净利润（含少数股东损益）0.27 亿元，其中归属于母公司的净利润为

0.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.55 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.94 亿元。

公司注册地址：山东省济南市经五路 330 号；法定代表人：江成。

二、债券发行及募集资金使用情况

经“中国证监许可[2016]651 号文”文件核准，公司于 2017 年 3 月 10 日发行了 5 亿元的“山东高速路桥集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，期限为 5 年，发行时票面利率为 5.05%，投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度的付息日将其持有的本次债券全部或部分按面值（含当期利息）回售给公司；发行人有权决定是否在本次债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率。本次债券已于 2017 年 4 月上市交易，上市代码：112500.SZ，债券简称“17 山路 01”。债券起息日为 2017 年 3 月 10 日，到期日为 2022 年 3 月 10 日。

根据“17 山路 01”募集说明书约定，公司拟将“17 山路 01”募集资金扣除发行费用后全部补充流动资金。由于“17 山路 01”的发行首日为 2017 年 3 月 10 日，截至 2017 年 5 月 24 日，公司募集资金已全部补充子公司路桥集团流动资金。截至本报告出具日，由于未到付息日，公司尚未支付本次债券利息。

三、行业分析

公司主要从事路桥工程建设和公路养护业务，属于建筑业中的交通基础设施建设行业。因此，公司的经营发展与交通基础设施建设行业情况紧密相关。

1．公路建设行业

公路建设行业是建筑业的重要组成部分，对维持社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转、保障国民经济持续快速健康发展、改善人民生活水平和促进国防现代化建设都具有十分重要的作用。随着国民经济的增长、汽车工业的不断进步和公路网络的建成，交通运输成为适应经济发展和人民生活需要的骨干运输方式，在综合运输结构体系中所占的主导地位不断加强，交通固定资产投资作为拉动内需的重要手段，公路、桥梁等基础设施投资呈逐年增长趋势。

近年来，我国公路总里程数不断上升。我国公路建设自 2009 年开始呈现出爆发式增长，2011 年后交通固定资产投资增速持续放缓，逐渐趋向正常增长水平。2016 年，城市交通基础设施建设力度加大，“一带一路”带来的基础设施建设任务增加，全国公路里程数不断上升。根据交通运输部和国家统计局统计数据，2016 年全国新改建公路里程 324,898 公里，其中高速公路 6,745 公里。2016 年全国新增高速公路 6,000 多公里，总里程突破 13 万公里。

我国公路建设投资额不断增长。随着公路总里程和高等级公路里程的快速增长，我国路网结构进一步改善。交通固定资产投资作为拉动内需的重要手段，呈逐年增长趋势，根据《2016 年交通运输行业发展统计公报》，2016 年，全年完成公路建设投资 17,975.81 亿元，同比增长 8.9%。其中，高速公路建设完成投资 8,235.32 亿元，同比增长 3.6%；普通国省道建设完成投资 6,081.28 亿元，同比增长 14.0%；农村公路建设完成投资 3,659.20 亿元，同比增长 13.4%，新改建农村公路 29.90 万公里。

我国公路运输量不断上升。《2016 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2016 年全年旅客运输总量 192 亿人次，其中公路完成旅客运输量 156.3 亿人次，占运输总量的 81.41%；2016 年全

年货物运输总量 440 亿吨，其中公路运输量达到 336.3 亿吨，占运输总量的 76.43%。2016 年，客运和货运仍以公路作为主要运输方式。同时，公路运输的需求也在逐年增加，2016 年公路旅客周转量 10,294.80 亿人公里，公路货物运输周转量 61,211.0 亿吨公里。随着国民经济的增长、汽车工业的不断进步和公路网络的建成，公路运输成为适应经济发展和人民生活需要的骨干运输方式，在运输体系中占主导地位。

“十三五”时期作为我国交通基础设施连线成网的关键期，交通基础设施建设的主要任务是围绕国家“一带一路”、“京津冀一体化”和“长江经济带”三大战略，加快建设六大走廊交通基础设施主通道，完善境内段交通基础设施建设。从全国市场看，根据《国家公路网规划（2013~3030 年）》，国家公路网总规模约 580 万公里。根据 2017 年全国交通运输工作会议安排，2017 年公路、水运完成固定资产投资 1.8 万亿元，新增高速公路 5,000 公里，新改建农村公路 20 万公里；2017 年国家有序推进公路建设，推进国家高速公路联网畅通，加快区际省际待贯通路段建设和交通繁忙路段扩容改造。提高三四线城市和特大城市间基础设施的互联互通，加强国道待贯通路段建设和低等级路段升级改造，推进国省道城镇过境段、城市出入口路段改造。

总体看，近年来我国公路建设投资规模较大且保持稳定增长，公路运输需求逐年增加，根据全国规划，未来路桥工程施工行业仍将保持稳定、较快增长，提供了较大的市场空间和良好的外部环境。

2．公路养护行业

公路养护是指通过日常维护、定期养护、特别养护和改善工程等方式，将公路保持在完整状态的业务，通常包括对公路路面的日常清理、路面维护以及大修等。公路养护市场的规模与道路通车里程数以及车流量密切相关，随着我国经济发展，公路里程数和汽车保有量逐年递增、公路运营时间不断增加，道路养护需求和养护市场规模不断扩大。

截至 2016 年末，全国公路总里程 469.63 万公里，比上年增加 11.90 万公里。公路密度 48.92 公里百平方公里，增加 1.24 公里百平方公里。公路养护里程 459.00 万公里，占公路总里程 97.7%。经历了二十年左右的持续大规模公路建设，我国公路网络已基本形成，大规模建设后的养护任务繁重，公路养护逐步由传统的“抢修时代”过渡到“全面养护时代”。在“全面养护时代”，公路养护将更加注重日常性、周期性养护，以延长公路的使用寿命，节约养护成本和重建成本。

但与国外发达经济体相比，我国高等级公路占比较低，公路铺装率远不能满足交通运输需求，旧路升级改造成为必然。当前，交通运输部积极推广废旧路面材料的循环利用技术，“绿色养护”成为公路事业的基本原则之一，但受地域等影响，路桥养护市场地方保护主义较重，加大了不同地域间企业的竞争难度。

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 l00%、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）大干 92 等。

总体看，随着我国道路通车里程增加，道路养护行业规模逐步提升，为行业内企业提供较好

的市场空间和发展前景。我国道路养护有明确的产业规划和目标，政策支持力度较大，为行业发展提供了较好的环境。

3．山东省公路建设及养护情况

山东位于中国东部沿海，黄河下游，陆地总面积 15.71 万平方公里，近海域面积 17 万平方公里。总人口 9,417.23 万人，辖 17 个市 140 个县（市、区）。山东省农业发达，工业体系完备，国民经济位于全国前列，有良好的投资环境。2016 年，全省实现生产总值（GDP）67,008.2 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.6%。其中，第一产业增加值 4,929.1 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 30,410.0 亿元，同比增长 6.5%；第三产业增加值 31,669.0 亿元，同比增长 9.3%。全省经济呈现出稳中有进、稳中向好的发展态势。

里程方面，2016 年，山东省交通基础设施建设强力推进，全年完成固定资产投资 783 亿元，同比增长 21%，创历史新高，其中，公路建设完成投资 629.4 亿元。全省公路通车总里程达到 26.58 万公里，公路密度达到每百平方公里 169.6 公里。运输方面，2016 年，山东省公路水路运输完成客运量 5.08 亿人次、货运量 26.48 亿吨，同比分别增长 3.8%和 9.1%，继续保持较快增长。整体上，山东省道路通车里程稳步提升，运输能力保持快速增长。

从区域市场看，按照 2017 年山东省交通运输工作会部署，2017 年全社会交通建设计划投资 721 亿元，其中公路建设 563 亿元。到 2017 年末，全省公路通车里程达到 26.80 万公里，其中高速公路通车里程达到 5,800 公里。根据《山东省高速公路网中长期规划（2014-2030）》，全省高速公路网布局为“八纵四横一环八连”（简称“8418 网”），总里程约 7,900 公里。2030 年主要实现以下目标：通车里程 7,600 公里以上，车道里程约 4.1 万公里。其中，六车道及以上约占规划里程的 50%左右。

总体看，2016 年，山东省经济继续保持快速发展，道路建设投资规模较大，未来道路建设规模有望持续增加，行业发展前景良好，为公司提供了较好的外部发展环境。

四、管理分析

2016年以来，公司董事、监事和高级管理人员有如下变化。2016年3月，公司董事长徐春福、董事会秘书赵晓玲因工作变动离任；公司副总经理李振方因工作原因解聘。2016年3月，江成先生任公司董事长，管士广先生任公司董事会秘书；2016年8月，张仰进任公司董事。

总体看，公司高级管理人员虽有变动，但核心技术人员稳定，主要管理制度规范及连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2016 年，公司仍以路桥工程施工和路桥养护施工为主业，公司营业收入为 81.48 亿元，同比增长 9.83%，主要系蓬莱项目、青龙路、泰东路等项目工作全面开展以及新中标项目全面开工所致；公司净利润为 4.31 亿元，同比增长 14.10%，主要系营业收入增长导致的经营性利润增加所致。

从业务构成来情况看，2016 年公司主营业务构成无变化。2016 年，公司路桥工程施工收入为 69.32 亿元，在营业收入中占比为 85.07%；该项业务收入较上年上升 16.45%，主要系当年验收结算工程增加所致。路桥养护施工业务主要集中于山东省，2016 年实现收入 8.83 亿元，较上年下降

31.61%，主要系养护中标项目减少，以及部分 2016 年完工项目已于 2015 年结转收入综合所致。

表 1　2015~2016 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工	59.52	80.23	13.54	69.32	85.07	12.71
养护工程施工	12.91	17.40	21.63	8.83	10.84	24.78
其他	1.76	2.37	33.72	3.33	4.09	19.53
合计	**74.19**	**100.00**	**14.81**	**81.48**	**100.00**	**14.30**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016年，公司路桥工程施工业务毛利率为12.71%，较为稳定；公司养护工程施工业务毛利率为24.78%，较上年提升3.15个百分点，主要系采购成本下降所致；公司其他业务毛利率为19.53%，较上年减少14.19个百分点，主要系周转材料及设备租赁等业务材料成本及劳务费用增长所致。受上述业务变动影响，公司综合毛利率为14.30%，维持在上年同期水平。

从主营业务区域分布情况来看，近几年，公司业务华东地区仍然占比最高，2016 年占比为 76.70%，较上年的 59.27%进一步增加。目前，公司业务已经立足全国，并逐步向安哥拉、阿尔及利亚、越南等海外市场扩张，公司 2016 年在海外地区实现主营业务收入 4.99 亿元，较上年增长 21.29%，海外区域收入占比 6.12%。但是海外业务较少且较为分散，存在一定政治和经济风险。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.01 亿元，较上年同比增长 108.20%，主要为当期施工工程量增加所致；净利润 2,734.73 万元，较上年同期-206.01 万元大幅增长。

总体看，2016 年，公司主营业务仍较为突出。2016 年，公司新签订订单金额较大，工程施工量增加，公司路桥施工业务收入大幅增长，毛利率略有下降；受公司养护项目中标数减少影响，公司路桥养护收入有所减少，但毛利率略有升高。整体看，公司主营业务盈利能力稳定增长。

2．路桥工程施工

2016 年，公司路桥工程施工业务收入为 69.32 亿元，同比增长 16.45%，主要系公司大力开拓国内外市场，特别是以山东高速集团作为依靠，中标项目增多所致。公司路桥工程施工业务在营业收入中占 85.07%，仍是公司的核心业务。

经营模式方面，公司路桥工程项目主要通过公开投标方式获取，投资发展部负责标书制作，根据招标清单制定标前预算，提出工程报价申请，经总经理确认后进行投标。项目中标后，投资发展部负责签订合同，由财务管理部进行标后预算，由工程管理部根据项目特征，在项目所在分公司成立项目部，聘用项目经理并对项目经理提出经营、管理、安全、质量等项目要求。工程具体施工中，涉及核心技术及高难度部分由公司自有人员完成，其他部分一般由劳务分包公司完成。工程完成后进行交工验收，通过 2 年后进行竣工验收，由财务管理部门负责工程结算。

2016 年，公司新签合同 161 单，较上年减少 12 单，新签合同金额为 193.98 亿元，较上年增加 98.80 亿元。整体看，2016 年，公司新增订单数量有所下降，但总金额增长明显。

表 2　2015~2016 年公司路桥工程业务合同签订情况

项目	2015 年	2016 年
当期新签合同数量（个）	181	169
当期新签合同金额（亿元）	95.18	193.98
当期完工合同数量（个）	170	125

当期完工合同金额（亿元）	85.03	85.26
期末在手合同数量（个）	58	102
期末在手合同金额（亿元）	158.63	267.35

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2016 年，公司路桥工程施工业务前五大客户集中度仍然较高，前五大客户销售金额占路桥工程施工业务总收入的 65.84%，考虑到该业务受控股股东支持力度较大，关联方占比一直处于较高水平，需要重点关注该业务集中度较高及关联交易规模较大的风险。

（1）物资及劳务采购

公司路桥工程施工业务的营业成本主要包括材料成本、机械使用费以及劳务费用，2016 年分别占比 32.07%、6.14%和 53.22%，较上年的 32.10%、6.43%和 53.18%变化不大。

原材料采购方面，公司道桥工程施工业务采购的大宗原材料主要有钢材、混凝土和沥青，具体采用招投标程序询价，并对投标方的资质、供货能力、诚信、价格、质量等进行调查。对于价差不大的钢材，公司采取集中管理、统一招投标询价购买；混凝土采购方面，公司对市区项目采取就近采购，偏远项目则采购水泥、石子，在工地自制混凝土，以减少成本；沥青采购则以进口产品为主。

采购集中度方面，受公司施工区域分散且多采取当地采购模式的影响，公司供应商集中度较低。2016 年，公司前五名供应商合计采购金额为 5.25 亿元，在采购总额中占比 7.52%，其中前五名供应商合计采购金额中关联方采购额占比 3.31%，关联采购的公允性值得关注。

结算方面，公司在与原材料供应商签订合同时，确立付款时间、百分比以及支付方式（现金或汇票）等条款。公司根据资金状况等因素，根据不同采购合同金额，付款比例按实际使用量或按期按百分比计。劳务费用则由项目部按月计量，将完工量计入人工费，报工程管理部审核后进行支付，支付进度基本与工程施工的收入结算保持一致，便于进行成本控制与工程管理。

（2）工程验收与结算

路桥工程的验收过程一般包括交工验收和竣工验收。工程完工后，由业主组织，监理与设计院共同参与，对项目进行交工验收并开始通车；质保期过后，由政府组织竣工验收，参与主体一般包括省交通厅或国家交通部、土地管理部门、档案管理部门、施工方以及监理等。

公司采用按完工百分比确认收入。工程回款方面，一般在合同签订后业主方预付合同约定比例的开工动员款和材料预付款（两项一般为 10%），正式开工后业主按月计量工程完工量并按比例支付工程款，交工验收后剩余 5~10%的质保金，质保期结束后支付剩余款项。

公司于 2010~2012 年承接的 BT 项目已于 2013 年进入回购期，公司 BT 项目采用完工量百分比法计算收入，但业主实际支付则按回购合同执行。BT 项目的业主方多为各省市的工程管理局、建设办公室等下属的具有政府背景、从事基础设施建设的大型国有企业，公司出于谨慎性近年不再承接 BT 项目。2016 年，公司 BT 项目总回款 3.38 亿元，尚余回款金额 4.97 亿元。

表 3　公司目前 BT 项目回购情况（单位：万元）

BT 项目名称	合同金额	2016 年回购金额	剩余回购额
济宁北湖 BT 项目	79,129	13,000	16,555
乐山港进港大道	118,705	--	--
无棣蔡河路	30,000	5,000	13,275
山东省路桥集团有限公司 S104 微山北环至鲍楼南改建工程项目	10,195	1,097	1,243
济宁南二环跨运河桥 BT 项目	54,234	14,693	18,634

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司路桥工程施工业务平稳发展，在手合同金额较大，未来收入较有保障；未来随着 BT 项目的回购，对公司现金流形成一定的补充；但公司材料采购供应商集中度较高。

3．路桥养护施工

公司路桥养护施工主要包括日常维修保养、预防性养护、专项及大中修、应急抢险等。目前，公司主要通过二级子公司开展路桥养护施工业务。路桥养护公司具有公路工程施工总承包壹级、桥梁工程专业承包壹级、云南省交通厅颁发的养护一类、二类甲级、三类甲级等施工资质。

公司路桥养护业务主要分为日常维护和路桥大修工程两类。日常维护主要包括公路保洁、绿化、日常坑洼修护等；公路大修项目主要为路面基层、面层的挖出与重铺，行业标准间隔期为 5~7 年，受公路车流量和运输车辆超载情况影响，实际需求更加频繁。随着建成通车的公路里程数上升和公路已使用年限的增长，该项业务需求正在逐步扩大。2016 年，公司路桥养护施工业务收入为 8.83 亿元，较上年大幅下降 31.61%，主要系中标项目减少，以及部分 2016 年完工项目已于 2015 年结转收入综合所致，但仍是第二大收入来源。

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。

公司路桥养护项目一般通过公开投标、邀请招标、议标和竞争性谈判等方式获取，项目承接、预算、内部审批等流程以及管理制度与路桥施工项目基本一致。2016 年，公司路桥养护当期完工合同金额为 12.41 亿元，较上年的 13.02 亿元略有下降，公司期末在手合同金额为 3.72 亿元，较上年末有所增长。

表 4　公司路桥养护业务合同签订情况

时间	2015 年	2016 年
当期新签合同数量（个）	60	118
当期新签合同金额（亿元）	12.47	13.80
当期完工合同数量（个）	60	109
当期完工合同金额（亿元）	13.02	12.41
期末在手合同数量（个）	11	20
期末在手合同金额（亿元）	2.33	3.72

资料来源：公司提供

目前公司路桥养护业务以山东省内为主，主要服务对象山东高速集团、烟台市公路管理局、公路运营主体等，市场集中度较高，存在一定客户集中度风险。2016 年，公司路桥养护业务前 5 大客户收入合计占路桥养护业务收入比例仍然较高，为 57.53%，客户集中度较高。

公司路桥养护业务营业成本主要包括材料成本、劳务费用、人工成本及机械使用费，2016 年，公司该业务营业成本中上述成本分别占比 38.43%、43.15%、7.09%和 6.39%，较上年的 45.41%、35.57%、5.56%和 6.43%，有一定的变化。

物资采购方面，公司目前路桥养护业务所需机械设备总体充足，个别项目出现需求高峰时，可通过企业管理部从其他项目部调配满足。该业务所需原材料一般通过竞争性谈判或询价进行采购，管理办法与路桥工程施工业务相同。另外，公司在多个工地之间设集中拌料站，为一定区域内的项目部集中加工沥青等材料，节省成本。

公司路桥养护业务核心原材料采购价格变化与相关大宗商品价格变动基本一致，2016 年，公司原材料采购价格均较上年呈下滑态势，其中沥青、燃料油降幅较大。由于短期价格波动需由公

司自行承担，公司在签订合同后会对成本进行进一步核算，估算利润率，按月核对调整，并设成本超额预警机制，对项目进度与成本进行严格管理。

表 5　公司近两年路桥养护业务生产原料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料采购		2015 年	2016 年
沥青	采购量	24,708.86	24,758.62
	采购均价	3,278.13	1,730.92
砂石料	采购量	813,053.42	467,028.14
	采购均价	81.03	58.57
钢材	采购量	144,948.02	7,531.66
	采购均价	3,348.00	2,663.40
燃料油	采购量	4,250.00	2,201.50
	采购均价	2,400.00	1,132.35

资料来源：公司提供

从原材料供应看，由于路桥养护项目规模小而分散，且项目周期内原材料市场价格波动幅度有限，议价空间较小，公司一般在项目所在地按需购买，供应商集中度较低。2016 年，路桥业务前 5 大供应商合计采购金额占总采购金额的 49.17%，较上年增长 35.85 个百分点。

结算方面，该业务所需原材料一般是按用量或按月进行结算，多采用先验后付模式规避质量风险。如遇价格不稳定时期，公司一般根据资金情况进行分批分次采购，减少原材料价格波动风险；相关劳务费用结算管理方式与路桥工程施工业务基本相同。公司路桥养护业务的项目施工管理、验收、结算的制度与流程与路桥工程施工业务基本相同。

总体看，2016 年，公司公路养护业务收入有所下降，但是在手合同金额有所增长，为之后的收入提供了一定的支撑。

4．在手合同

截至 2016 年末，公司已签订的重大合同仍在履约项目共计 23 个，合同总金额 277.76 亿元，其中除蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区岸线修复工程、淮南淮上淮河公路大桥工程、潍坊至日照高速公路滨海连接线、蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区人工岛围填海工程（二期）和 2016 年山东高速养护维修工程等 5 个项目完成进度超过 70%以外，其他项目尚需投资规模较大，未来收入有保证。

从在手的重大订单来看，业主多为控股股东山东高速集团及其子公司、各省市的工程管理局、建设办公室等下属的具有政府背景的大型国有企业，客户集中度较高，且主要分布于山东省境内。

表 6　截至 2016 年末已经签署但仍在履行中的重大在建项目（单位：万元、%）

项目名称	合同价	完成进度
蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区岸线修复工程（注 1）	68,169	94.40
乐自高速（乐山城区连接线）LZL—LJ2 合同段	41,017	50.00
淮南淮上淮河公路大桥工程	40,899	98.00
潍坊至日照高速公路滨海连接线	133,425	83.60
乐自高速公路乐山城区连接线路基土建一合同	34,812	47.80
阿尔及利亚 RELIZANE-TIARET-TISSEMSILT185KM 铁路单向新干线	31,930	64.50
越南岘港-广义高速公路项目 A2 标段	49,512	58.70
蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区人工岛围填海工程（二期）（注 1）	247,601	85.30

阿尔及利亚马斯卡拉至东西高速公路连接线工程 1 标段（注 2）	47,067	31.80
青岛临港创业工场孵化器建设工程	61,602	43.00
济南绕城高速济南连接线项目第一标段	187,379	51.50
国高青兰线泰安-东阿界第三标段（黄河大桥项目）	97,865	30.10
国高青兰线泰安-东阿界第一标段	314,688	8.40
龙口至青岛公路龙口至莱西（沈海高速）段工程施工	246,896	26.50
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	289,884	23.90
济青高速公路改扩建工程第六标段	341,034	9.40
济青高速公路改扩建工程第二标段	205,237	12.10
国道 234 焦作至荥阳黄河大桥及连接线工程 JZDQTJ-4 标段	98,691	3.00
岚山至菏泽公路临枣高速至枣木高速段工程施工	123,599	0.00
G2016 莱州段路面维修工程（注 3）	26,645	0.00
2016 年山东高速养护维修工程	42,398	73.00
六盘水市“十三五”普通国省干线公路第 LPSSJYYT1 标段建养一体化服务（注 4）	47,200	4.30

资料来源：公司提供
注 1：合同为路桥集团与中建筑港集团有限公司作为联合体中标，合同价款为联合体共同中标价款；
注 2：合同为公司与 EPE-S.N.T.PSPA-ALGER、EPE-SEROR-TLEMCEN 和 SNC MEZOUGHI&FILS-MASCARA 组成联合体中标，合同价款为公司合同价；
注 3：该项目于合同签订后进场，完成了前期准备工作。由于原设计方案不能满足预期维修效果，需设计单位进行优化，公司将待优化设计完成后施工作业。
注 4：合同金额为公司份额，其中建设工程费取费费率 98.40%，该项目实际投资金额为 46,444.80 万元。

总体看，公司在手订单金额较大，为公司未来营业收入的增长提供了一定的支撑，但关联方合同金额占比较大。

5．重大事项

非公开发行股票预案

2016 年 4 月，公司发布《2016 年度非公开发行股票 A 股预案》，拟非公开发行股票数量为不超过 546,448,087 股（含），具体发行数量将提请股东大会授权公司董事会与保荐机构（主承销商）协商确定。本次非公开发行的发行对象包括山东高速集团、齐鲁交通投资有限公司、云南通达资本管理有限公司（山东高速集团二级子公司）、山东省社会保障基金理事会、山东铁路建设投资有限公司（山东高速集团控股子公司）在内的不超过十名特定投资者，包括境内注册的证券投资基金、证券公司、财务公司、资产管理公司、保险机构、信托投资公司（以其自有资金）、QFII 以及其他合格的投资者等。证券投资基金管理公司以多个投资账户持有股份的，视为一个发行对象，信托投资公司作为发行对象的，只能以自有资金认购。

本次非公开发行股票募集资金总额不超过 30.00 亿元，扣除发行费用后净额用途如下表所示。募投施工项目采取入股施工一体化模式，即项目采取“合资建设+项目管理+施工总承包”的类 PPP 模式。公司通过购买国泰元鑫资产管理计划入股项目公司，与项目公司签订施工总承包协议，开展工程施工，赚取施工利润；同时按照《投资合作合同》及《投资合作合同补充协议书》约定，募投项目资金作为优先级性质资金，在相应标段交工验收之日起满一年之日，或通车之日起满一年之日（以二者先到时间为准），由高速集团回购，获得投资回报。

表 7　募集资金拟使用情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	使用募集资金投资金额
1	泰东路项目	170,000.00	160,000.00
2	龙青路项目	120,000.00	110,000.00

3	补充流动资金	--	30,000.00
合计		**290,000.00**	**300,000.00**

资料来源：公司公告

本次非公开发行 A 股股票方案业经公司第七届董事会会议审议通过，并获得了山东省国资委批准。截至 2017 年 3 月末，但是本次非公开发行方案尚需取中国证监会核准，具有一定的不确定。

6．经营效率

2016 年，公司应收账款周转率为 2.17 次，存货周转次数为 1.59 次，总资产周转次数为 0.64，较上年分别下降 0.06 次，0.22 次和 0.09 次。其中，公司应收账款周转率较上年基本持平；公司存货周转率下滑，主要系公司当年工程施工量增加导致存货大幅增加所致。公司总资产周转率水平较上年变动不大。

总体看，公司经营效率较高。

7．经营风险

宏观经济政策风险与业内竞争压力较大

公司所在路桥建设和道路养护行业，业内竞争较为激烈，且受国家宏观经济波动与各级财政政策等因素影响显著，行业内其他企业的规模增长与国家固定资产投资规模的波动会给公司现有业务经营带来风险。

客户集中度高，市场拓展力需强化

公司与控股股东及关联公司交易规模较大，客户集中度较高，增加了公司经营的不确定性。随着山东省内公路里程数的提高，股东支持对公司路桥工程施工业务的直接作用将逐步减少，公司自身的市场开拓能力将受到考验。

项目垫资较多，资金支出压力大

路桥工程项目具有建设期和竣工验收期较长、施工情况受地质条件和天气情况等因素影响的特点，存在工期延长和安全隐患等不确定因素，导致存货周转期长、项目垫资规模大、质保金难以回收等问题，公司资金支出压力较大，需持续关注公司资金压力及融资情况。

8．未来发展

公司未来将持续采取以路桥工程施工与养护施工为核心，坚持“做大做强主业，沿相关多元化发展”的发展策略，打造路桥工程施工、路桥养护施工、建筑施工、市政工程、设备制造和资本运作六大板块协调发展的多元化经营主体。

在经营方面，公司将通过区域拓展、科技创新、业务增值等举措，在立足主业的基础上，积极开拓市政、房建、铁路、土地整理、设备制造和租赁等市场，实现多元化全面发展，分散风险，增收创收。未来 3 年，公司将根据国家投资趋向，倾斜性突破中西部新兴市场；同时加大海外市场开发力度，逐步深入非洲、欧洲市场。公司还将充分调研、合理规划，逐步将经营目标部分转向 EPC 等高利润服务，以扩大公司生产规模，创造丰厚的利润。在资本运作方面，公司将通过定增和收购的方式为围绕公司的主营业务进行资本运作，来壮大公司的经营发展。

总体看，公司路桥业务收入稳定，能够为公司带来稳定的收入与现金。公司工程承接与管理体系成熟，资质齐全，未来发展前景较好。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2016 年度审计报告已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的合并报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》和最新的经修订和新发布的企业会计准则编制。

会计政策变更方面，2016 年公司根据《企业会计准则解释第 3 号》规定：“高危行业企业按照国家规定提取的安全生产费，应当计入相关产品的成本或当期损益，同时记入‘4301 专项储备’科目”，将计提的安全生产经费在当期损益核算和列报。为使收入成本更好的配比，计提安全生产费时计入工程施工并随完工进度结转营业成本更合理，因此需对管理费用和营业成本进行重分类调整列报并对以前年度报表追溯调整。合并范围方面，2016 年公司新设立 7 家子公司，公司新增纳入合并范围子公司整体规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 150.43 亿元，负债合计 115.73 元，所有者权益（含少数股东权益）34.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 34.67 亿元。2016 年，公司实现营业收入 81.48 亿元，净利润（含少数股东损益）4.31 亿元，其中归属于母公司的净利润为 4.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.44 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 146.37 亿元，负债合计 111.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）35.02 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 34.81 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.01 亿元，净利润（含少数股东损益）0.27 亿元，其中归属于母公司的净利润为 0.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.55 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.94 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年末，公司资产总额为 150.43 亿元，较年初增加 44.43%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产合计占 87.43%，非流动资产合计占 12.57%，流动资产占比较高，较年初变化不大。

流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产合计 131.52 亿元，较年初增长 39.24%，以货币资金（占比 17.78%）、应收账款（占比 27.20%）、其他应收款（占比 6.41%）、存货（占比 40.60%）和一年内到期的非流动资产（占比 5.10%）为主。

截至 2016 年末，公司货币资金为 23.38 亿元，较年初增长 211.92%，主要系公司取得借款大幅增长所致；银行存款和现金占比 96.17%，其他货币资金为受限资金，占比 3.83%，受限比例一般。公司应收账款账面价值为 35.78 亿元，与年初基本持平；其中采用账龄分析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汇总金额 11.88 亿元，占比 31.44%，集中度较高，有一定的集中度风险。公司其他应收款为 8.43 亿元，较年初增长 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；公司其他应收款账面余额主要由关联方往来款（占比 7.79%）和工程押金及保证金（占比 91.62%）构成；计提坏账准备 1,641.81 万元；前五名其他应收款账面余额合计 4.67 亿元，占比 54.26%。公司存货账面价值 53.40 亿元，较年初增长 55.84%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产和原材料大幅增长所致；鉴于公司拥有完善的价格核算和成本预算体系，公司项目发生大规模亏损的可能性较低，故公司未计提坏

账准备。一年内到期的非流动资产合计 6.71 亿元，较年初下降 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。公司其他流动资产为 2.17 亿元，均为新增加的应交增值税和留抵增值税。

非流动资产

截至 2016 年末，公司非流动资产合计 18.91 亿元，较年初增长 94.92%，主要系固定资产和其他非流动资产增长所致。公司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。

截至 2016 年末，公司长期应收款账面价值为 0.81 亿元，较年初减少 2.73 亿元，主要系 BT 项目陆续进入回款期，公司收到项目回款所致；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。公司固定资产账面价值为 5.49 亿元，较年初增长 32.14%，主要公司路桥施工业务规模增长使房屋及建筑物和机器设备增加所致；公司固定资产仍主要由房屋及建筑物（占比 21.07%）、机器设备（占比 65.92%）、电子设备（占比 4.12%）和运输工具（占比 7.12%）构成，结构变化不大；固定资产账面原值为 15.31 亿元，累计折旧 9.82 亿元，固定资产成新率为 35.86%，成新率较低。公司其他非流动资产为 10.58 亿元，较上年增加 10.57 亿元，主要系公司新增对外的借款及应得的借款利息 9.17 亿元和财政结算凭证 0.50 亿元和代垫款项 0.90 亿元所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 146.37 亿元，较年初下降 2.70%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 82.54%和 17.46%，较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司随着经营规模的扩大，资产规模快速增加，以流动资产增长为主；流动资产中货币资金、应收账款和存货占比较高，公司关联方应收款规模较大，回款风险不大，存货跌价可能性较低。公司整体资产质量较高。

3．负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债总额为 115.73 亿元，较年初增长 56.89%，主要系短期借款、应付账款和长期借款增长所致。从负债结构来看，受长期借款大幅增长的影响，公司非流动负债占比由年初的 0.67%提高至 12.69%，公司负债仍以流动负债为主。

流动负债

流动负债方面，截至 2016 年底，公司流动负债 101.04 亿元，较年初增长 37.90%，主要系短期借款和应付账款大幅增长所致；公司流动负债主要以短期借款（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，较年初增长 100.99%，主要系公司信用借款规模有所扩大所致。其中，短期借款主要由保证借款（占比 27.07%）和信用借款（占比 72.93%）构成。公司应付账款为 56.21 亿元，较年初增长 27.94%，主要系新开工项目增加所致。公司预收账款为 12.40 亿元，较年初增长 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。公司其他应付款为 3.02 亿元，较年初增长 50.80%，主要系押金及保证金大幅增长所致。公司一年内到期的非流动负债 3,566.44 万元，较年初大幅减少 94.57%，主要系公司将于一年内到期的应付债券大幅减少所致。

非流动负债

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 14.69 亿元，较年初大幅增长 28.88 倍，主要系长期借款大幅增长所致；公司非流动负债主要以长期借款（占比 88.50%）为主。

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。公司长期借款均为 3 年期的信用借款，均于 2019 年到期，长期借款期限较为集中，届时资金压力较大。公司长期应付职工薪酬 5,340.85 万元，较年初增长 8.89%，主要系公司新增内退人员使得辞退福利增长所致。

截至 2016 年底，公司债务总额 38.61 亿元，较年初增长 94.73%，主要系长期借款规模扩大所致；其中短期债务占 66.33%，长期债务占 33.67%，公司债务仍以短期债务为主。从债务指标看，截至 2016 年底，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%，较年初分别上升 6.11 个百分点、13.19 个百分点和 27.25 个百分点。总体看，公司债务以短期债务为主，随着债务规模的扩大，债务负担明显提高。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 111.35 亿元，较年初下降 3.78%，其中流动负债和非流动负债分别占比为 87.31%和 12.69%，流动负债占比减少 12.03 个百分点。公司债务总额为 39.09 亿元，较年初增长 1.24%。短期债务和长期债务占比分别为 52.27%和 47.73%。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 76.08%、52.75%和 34.76%，分别较年初减少 0.85 个百分点、提升 0.09 个百分点和提升 7.51 个百分点。公司长期债务负担增长明显，债务负债较重。

总体看，公司负债结构仍以流动负债为主，债务负担较重；公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 34.71 亿元，较年初增长 14.17%，主要系未分配利润积累所致。归属于母公司所有者权益中，股本占 49.37%、资本公积占-16.06%、未分配利润占 57.52%、盈余公积占 5.87%，其中资本公积为负数主要系 2012 年公司模拟增发股份 673,426,406.50 股，与取得的法律上母公司在重组基准日即 2011 年 12 月 31 日的净资产差额 663,146,429.08 元调减资本公积所致。考虑到公司未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 35.02 亿元，较年初维持同一水平。所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 81.48 亿元，较上年增长 9.83%，主要系路桥工程施工收入增长所致。受公司主营业务收入上升影响，公司营业利润和净利润均较上年有所增长。2016 年，公司营业利润为 6.01 亿元，同比增长 13.67%；净利润为 4.31 亿元，同比增长 14.10%。

从期间费用看，2016 年公司期间费用总额 4.57 亿元，较上年增长 10.12%，主要系管理费用和财务费用均有所增长所致。公司期间费用由管理费用和财务费用构成，其中管理费用占比较高（占 85.33%）。2016 年，公司管理费用为 3.90 亿元，较上年增长 8.92%，主要系职工薪酬增加所致。同期，公司财务费用为 0.67 亿元，较上年增长 17.65%，主要系随着 BT 项目回购款的收回，客户占用资金余额减少，计算融资收益的基数减少所致。2016 年，公司费用收入比为 5.61%，与上年基本持平，公司费用控制能力仍有待加强。

2016 年，公司取得投资收益 0.22 亿元，为处置资产所得，在公司营业利润中占比 3.64%；同期，公司取得营业外收入 625.44 万元，同比增长 4.40%，公司营业外收入主要为固定资产处置利得和政府补贴收入，在利润总额中占比 1.04%。总体看，投资收益和营业外收入是公司经营利润的有效补充。

从盈利指标看，2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.34%、5.89%和 13.24%，较上年分别下降 0.33 个百分点、0.52 个百分点和 0.02 个百分点，公司盈利能力有所下降。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.01 亿元，较上年同比增长 108.20%，主要为当期施工工程量增加所致；净利润 2,734.73 万元，较上年同期-206.01 万元大幅增长。

总体看，公司盈利能力较强，随着公司拓展经营范围以及 BT 项目逐渐完成回购，公司盈利能力有望保持良好水平。

5．现金流

从经营活动情况来看，2016 年，公司经营活动现金流入 89.47 亿元，同比增长 35.78%，主要系工程业务收入增长，同时收取保证金或收到退还的保证金 9.98 亿元、收代付款 2.91 亿元综合所致；公司经营活动现金流出 81.33 亿元，同比增长 41.28%，主要系采购等支出增加，同时退还或支付保证金 16.43 亿元所致。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额 8.14 亿元，同比下降 2.21%。2016 年，公司现金收入比 92.33%，较上年提升 9.95 个百分点，公司收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2016 年，公司投资活动现金流入 13.23 亿元，同比增加 13.20 亿元，主要系收回投资款 13.00 亿元所致；公司投资活动现金流出 22.87 亿元，同比增加 22.31 亿元，主要系支付投资款 22.05 亿元所致。公司投资活动产生的现金流量净流出 9.64 亿元，规模较上年大幅增长。

从筹资活动情况来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 49.71 亿元，同比增加 30.39 亿元，主要系短期借款大幅增长所致；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。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 16.80 亿元，较上年的净流出转净流入，公司外部融资需求较大。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.55 亿元，投资活动现金流量净额为-5.74 亿元，筹资活动现金流量净额为-0.67 亿元。

总体看，公司现金流规模较大，经营活动现金流状况逐步改善，投资活动现金流波动较大，筹资活动现金流由净流出转入净流入，公司外部融资需求较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年末，公司流动比率为 1.30 倍，较上年末的 1.29 倍略有增长；公司速动比率为 0.77 倍，较上年的 0.82 倍有所下降，主要系存货增长所致。2016 年，公司现金短期债务比为 0.92 倍，较上年的 0.40 倍大幅增长，主要系货币资金大幅增长使得现金类资产大幅增长所致，公司现金对短期债务的覆盖尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 8.83 亿元，同比增长 22.16%，主要系利润和折旧增加所致；公司 EBITDA 由折旧（占比 12.36%）、摊销（占比 2.73%）、计入财务费用的利息支出（占比 16.50%）和利润总额（占比 68.41%）构成。2016 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.23 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强；EBITDA 利息倍数为 6.06 倍，EBITDA 对利息的保障程度较好。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年末，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项。

截至 2016 年末，公司获得银行综合授信额度合计 167.03 亿元，已使用的综合授信额度 66.35 亿元，公司间接融资渠道顺畅。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10210603000000402），截至 2017 年 1 月 5 日，公司已结清信贷中有 27 笔不良/违约类和 33 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；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。

截至 2016 年末，公司无重大影响的行政处罚。

截至2016年末，公司共有3项重大诉讼、仲裁事项，其中金额在500万元以上的有：2014年公司全资子公司作为原告起诉山东博格达置业有限公司，审理终结，公司胜诉，目前正在判决执行中，涉案金额3,281.25万元。北京创飞公路养护工程技术有限公司诉公司全资子公司合同纠纷案，审理终结，公司胜诉，目前判决执行终结，涉案金额813.95万元。

总体看，公司负债水平较高、债务负担较重，但公司主营业务突出，受项目完工较多，收入规模增长，盈利能力尚可；作为上市公司，公司融资渠道通畅，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为23.64亿元，为“17山路01”待偿本金（5.00亿元）的4.73倍；净资产为34.71亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的6.94倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“17山路01”的按期偿付的保障作用很强。从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为8.83亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的1.77倍，公司EBITDA对“17山路01”的覆盖程度较高。从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入89.47亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的17.89倍，公司经营活动现金流入量对“17山路01”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、盈利能力、股东支持、融资渠道通畅等因素，联合评级认为，公司对“17山路01”的偿还能力很强。

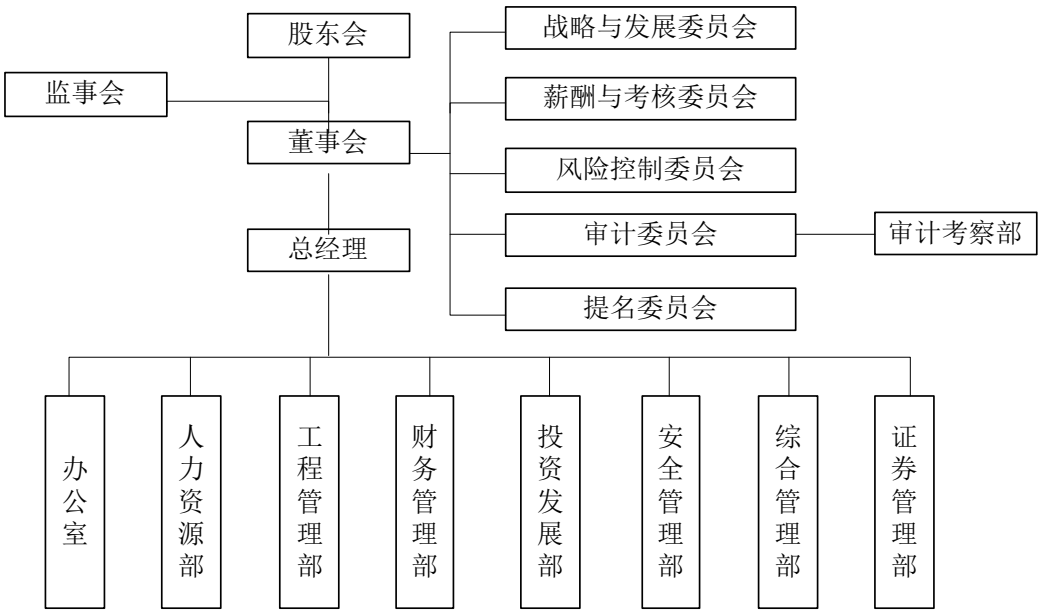
八、综合评价

2016年，山东省经济保持较快增长，基础设施建设需求稳定增加，公司外部发展环境良好；作为山东省内主要的路桥建设公司，公司继续保持较强的区域竞争力，在行业内具有一定技术、质量和品牌优势；公司资产质量较好，收入利润规模较大，盈利能力较强；公司在手合同较多，未来收入有保障。同时，联合评级也关注到公司所在的路桥建设行业和道路养护行业竞争较为激烈，公司短期债务规模较大、资产负债率较高等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司在手合同规模较大，随着项目的逐步建设完工，未来收入较有保证，公司的盈利规模有望进一步提升，公司整体信用状况稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“17山路01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　山东高速路桥集团股份有限公司
组织结构图



附件 2　山东高速路桥集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	104.16	150.43	146.37
所有者权益（亿元）	30.40	34.71	35.02
短期债务（亿元）	19.83	25.61	20.43
长期债务（亿元）	0.00	13.00	18.66
全部债务（亿元）	19.83	38.61	39.09
营业收入（亿元）	74.19	81.48	13.01
净利润（亿元）	3.78	4.31	0.27
EBITDA（亿元）	7.23	8.83	--
经营性净现金流（亿元）	8.33	8.14	-0.55
应收账款周转次数（次）	2.23	2.17	--
存货周转次数（次）	1.78	1.59	--
总资产周转次数（次）	0.73	0.64	--
现金收入比率（%）	82.39	92.33	215.44
总资本收益率（%）	9.67	9.34	0.37
总资产报酬率（%）	6.41	5.89	0.23
净资产收益率（%）	13.26	13.24	0.78
营业利润率（%）	12.52	13.90	10.25
费用收入比（%）	5.59	5.61	7.78
资产负债率（%）	70.82	76.93	76.08
全部债务资本化比率（%）	39.48	52.66	52.75
长期债务资本化比率（%）	0.00	27.25	34.76
EBITDA 利息倍数（倍）	5.91	6.06	--
流动比率（倍）	1.29	1.30	1.33
速动比率（倍）	0.82	0.77	0.75
现金短期债务比（倍）	0.40	0.92	0.85
经营现金流动负债比率（%）	11.36	8.06	-0.60
EBITDA/待偿本金额度（倍）	1.45	1.77	--

注：1、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。