信 用 等 级 公 告

联合[2018]1071 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贵公司主体长期信用状况和贵公司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”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月十一日

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 2018 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	债券余额	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 5 月 25 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	150.43	176.27	181.83
所有者权益（亿元）	34.71	40.65	40.97
长期债务（亿元）	13.36	25.56	27.92
全部债务（亿元）	38.97	45.83	60.29
营业收入（亿元）	81.48	123.85	19.80
净利润（亿元）	4.31	5.78	0.32
EBITDA（亿元）	8.65	10.61	--
经营性净现金流（亿元）	8.14	2.32	-3.36
营业利润率（%）	13.90	12.38	7.93
净资产收益率（%）	13.24	15.34	--
资产负债率（%）	76.93	76.94	77.47
全部债务资本化比率（%）	52.89	52.99	59.54
流动比率（倍）	1.30	1.33	1.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.76	6.77	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.73	2.12	--

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、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5、长期应付款中带息部分债务已纳入长期债务核算。

评级观点

2017 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，公司资产质量较好，收入利润规模进一步扩大，盈利能力较强；公司新签合同较多，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、即期债务规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司新签合同规模较大，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“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

1．2017 年，山东省经济保持快速增长、道路建设需求稳定增加，公司外部发展环境良好。

2．2017 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的支撑。

3．2017 年，公司资产、营业收入及净利润均有较大幅度的增长，盈利能力有所增强。

关注

1．2017 年，路桥工程项目仍存在工期延长和安全隐患等不确定因素，导致公司存货周转期长、项目垫资规模大、回款效率偏低等问题。

2．2017 年，公司业务仍主要来自控股股东及关联公司，客户集中度较高；且公司存在关联交易，且关联交易规模较大，存在一定经营风险。

3. 截至 2017 年末，公司资产负债率较高，债务负担进一步加重，即期债务规模较大。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

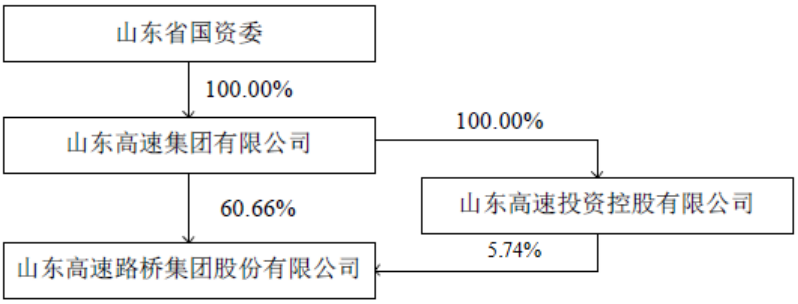
联合信用评级有限公司

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。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 2017 年末，公司注册资本及实收资本均为 11.20 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 66.40%的股份。

图 1　截至 2017 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围较上年无重大变化。截至2017年末，公司设有办公室、人力资源部、工程管理部、财务管理部、投资发展部、安全管理部、综合管理部和证券管理部共8个职能部门。截至2017年末，公司拥有在职员工8,445人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 176.27 亿元，负债合计 135.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.65 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 40.14 亿元。2017 年，公司实现营业收入 123.85 亿元，净利润（含少数股东损益）5.78 亿元，其中归属于母公司的净利润为 5.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.32 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.75 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 181.83 亿元，负债合计 140.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.97 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 40.43 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.80 亿元，净利润（含少数股东损益）0.32 亿元，其中归属于母公司的净利润为 0.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.44 亿元。

公司注册地址：山东省济南市经五路 330 号；法定代表人：艾贻忠。

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期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期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率。本期债券已于 2017 年 4 月上市交易，债券代码：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，公司将“17 山路 01”募集资金扣除发行费用后已全额用于补充子公司流动资金。本期债券已到首个付息日，已于 2018 年 3 月 12 日（因 2018 年 3 月 10 日为节假日，付息日顺延至 2018 年 3 月 12 日）付息。

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。根据交通运输部和国家统计局统计数据 2017 年全国新改建公路里程 313,607 公里，其中高速公路 136,796 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《2017 年交通运输行业发展统计公报》全国全年完成公路建设投资 21,253.33 亿元，比上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9,257.86 亿元，增长 12.4%；普通国省道建设完成投资 7,264.14 亿元，增长 19.5%；农村公路建设完成投资 4,731.33 亿元，增长 29.3%，新改建农村公路 28.97 万公里。我国公路运输量不断上升。《2017 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017 年全年旅客运输总量 185 亿人次，其中公路完成旅客运输量 145.9 亿人次，占运输总量的 78.82%；2017 年全年货物运输总量 479 亿吨，其中公路运输量达到 368 亿吨，占运输总量的 76.76%。2017 年，无论是客运还是货运，公路仍是主要运输方式。同时，我国对公路运输的需求也在逐年增加，2017 年公路旅客运输周转量 9,765.1 亿人公里，公路货物运输周转量 66,712.5 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。2017年全国交通运输会议，指出“十三五”期间全国公路建设投资额7.8万亿。“十三五”期间国家重点支持西部地区交通基础设施建设，相对于东部地区，西部地区交通投资大规模增加，给路桥施工行业带来机遇。

2017年3月，国务院发布《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，强调“到2020年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化”，“完善基础设施网络化布局、构建高品质的快速交通网、强化高效率的普通干线网、拓展广覆盖的基础服务网。”

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。

2017年，全国公路总里程数与养护里程数不断上升，公路建设投资额不断增长，公路运输量与桥梁建设不断提升，养护行业受益于政策支持，路桥建设与养护行业持续快速发展。截至2017年末，全国公路通车总里程达到477万公里，比上年末增加7.82万公里。公路密度49.72公里/百平方公里，增加0.81公里/百平方公里。公路养护里程467.46万公里，占公路总里程97.9%。高速公路达到13.6万公里，覆盖全国97%的20万以上人口城市及地级行政中心。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。

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，常住人口规模过亿，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。全省实现生产总值（GDP）72,678.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。其中，第一产业增加值4,876.7亿元，增长3.5%；第二产业增加值32,925.1亿元，增长6.3%；第三产业增加值34,876.3亿元，增长9.1%。三次产业构成为6.7：45.3：48.0。全省经济呈现出稳中有进、稳中向好的发展态势。

里程方面，2017年，公路通车里程27.1万公里，比上年增加4,813公里。其中，高速公路通车里程5,821公里，增加111公里。高速铁路通车里程1,240公里，石济客专山东段和龙烟铁路等重大项目建成使用。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，2018年山东省交通运输工作会启动实施交通强省战略。2018年全社会交通建

设计划投资 944 亿元，比上年增长 4.1%，其中公路建设 799 亿元。到 2018 年末，全省公路通车里程达到 27.3 万公里，其中高速公路突破 6,000 公里，交通运输供给侧结构性改革和新旧动能转换、法治政府部门建设取得积极成效。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 4.6 万公里。其中，六车道及以上约占规划里程的 50%左右。

总体看，2017 年，山东省经济继续保持快速发展，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

2017年以来，公司董事、监事和高级管理人员有如下变化。2018年1月，公司董事长江成因工作变动辞职；2018年3月，独立董事朱玲因个人原因辞职；2018年4月，董事张仰进因工作原因辞职。2018年1月，艾贻忠先生任公司董事长。

艾贻忠先生，1963年6月出生，大学文化，工程技术应用研究员。曾任路桥集团董事长（法定代表人）、党委书记，山东高速集团总经理助理、总工程师、副总经理、党委委员、兼任泰山财产保险股份有限公司董事、监事及济青高速铁路有限公司董事、兼任山东高速篮球俱乐部有限公司董事长（法定代表人）、党委书记。现任山东高速集团副总经理、党委委员，公司董事长、法定代表人，兼任泰山财产保险股份有限公司监事会主席及济青高速铁路有限公司董事。

总体看，公司高级管理人员虽有变动，但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

2017 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 123.85 亿元，较上年增长 52.00%，主要系 2017 年新中标项目较多，且项目已全面开工，完成工作量较上年增加所致；公司净利润为 5.78 亿元，较上年增长 34.09%，主要系营业收入增长带动的经营性利润增加所致。

从业务构成来情况看，2017 年公司主营业务构成无变化，主营业务占比较上年上升 1.76 个百分点至 97.67%，主营业务仍较为突出。2017 年，公司路桥工程施工收入为 110.19 亿元，在营业收入中占比为 88.97%；该项业务收入较上年上升 58.96%，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，2017 年实现收入 10.78 亿元，较上年增长 22.08%，主要系莱州路面工程确认收入较多所致。公司其他业务主要系租赁业务、销售商品混凝土加工销售和设计咨询业务，在营业收入中占比为 2.33%，占比仍较小。

表 1　2016~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工	69.32	85.07	12.71	110.19	88.97	12.80
养护工程施工	8.83	10.84	24.78	10.78	8.70	12.61
其他	3.33	4.09	19.53	2.88	2.33	8.61
合计	**81.48**	**100.00**	**14.30**	**123.85**	**100.00**	**12.69**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2017年，公司路桥工程施工业务毛利率为12.80%，较为稳定；公司养护工程施工业务毛利率为12.61%，较上年下降12.17百分点，主要系材料成本及人工成本较上年大幅增长所致；公司其他业务毛利率为8.61%，较上年减少10.92个百分点，主要系周转材料及设备租赁等业务材料成本增长所致。受上述业务变动影响，公司综合毛利率为12.69%，较上年略有下降。

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，2017 年占比为81.50%，较上年的 76.70%进一步提升。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 2017 年在海外地区实现主营业务收入约 7.00 亿元，较上年增长 40.28%，海外区域收入占比为 5.65%。但是海外业务较少且较为分散，存在一定政治和经济风险。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.80 亿元，较上年同比增长 52.18%，主要为当期施工工程量增加所致；净利润 0.32 元，较上年同期增长 18.08%。

总体看，2017 年，公司主营业务仍较为突出。2017 年，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增加影响，公司路桥养护收入有所增长，但毛利率受周转材料及设备租赁等业务材料成本增长的影响大幅下降。整体看，公司主营业务收入稳定增长。

2. 路桥工程施工

2017 年，公司路桥工程施工业务收入为 110.19 亿元，较上年增长 58.96%，主要系公司大力开拓华东市场，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 88.97%，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。

2017 年，公司新签合同 270 单，较上年增加 101 单，新签合同金额为 238.53 亿元，较上年增加 44.55 亿元。整体看，2017 年，公司新增订单数量大幅增长，总金额增长明显。

表 2　2016~2017 年公司路桥工程业务合同签订情况

项目	2016 年	2017 年
当期新签合同数量（个）	169	270
当期新签合同金额（亿元）	193.98	238.53
当期完工合同数量（个）	125	134
当期完工合同金额（亿元）	85.26	129.87
期末在手合同数量（个）	102	238
期末在手合同金额（亿元）	267.35	376.01

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2017 年，公司路桥工程施工业务前五大客户集中度仍然较高，主要为山东高速集团有限公司及其子公司等，前五大客户销售金额占路桥工程施工业务总收入的 71.63%，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，2017 年分别占比 42.16%、7.25%和 40.93%，较上年的 32.07%、6.14%和 53.22%来看，材料成本占比上升较快。

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。2017 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（山东高速集团及其子公司）占比为 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。

2017 年，工程施工业务确认收入 110.19 亿元，收到回款 84.00 亿元。截至 2017 年底，公司在手合同 376.01 亿元，其中已确认收入的 35.00 亿元。

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。2017 年，公司 BT 项目总回款 3.36 亿元，尚余回款金额 6.18 亿元，回款效率偏低。

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	2017 年回购金额	剩余回购额
济宁北湖 BT 项目	79,129	182	15,023
无棣蔡河路	30,000	16,416	--
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	--	15,900
济宁南二环跨运河桥 BT 项目	54,234	17,005	30,923
总计	**173,558**	**33,603**	**61,846**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司路桥工程施工业务平稳发展，新签合同金额较大，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；但公司客户集中度较高。

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。2017 年，公司路桥养护施工业务收入为 10.78 亿元，较上年大幅增长 22.08%，主要系莱州路面工程确认收入较多所致，仍是第二大收入来源，路桥养护施工板块回款 6.90 亿元。

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。2017 年，公司路桥养护当期完工合同金额为 10.19 亿元，较上年的 12.41 亿元略有下降，公司期末在手合同金额为 15.65 亿元，较上年末大幅增长。

表 4　公司路桥养护业务合同签订情况

时间	2016 年	2017 年
当期新签合同数量（个）	118	68
当期新签合同金额（亿元）	13.80	22.12
当期完工合同数量（个）	109	68
当期完工合同金额（亿元）	12.41	10.19
期末在手合同数量（个）	20	20
期末在手合同金额（亿元）	3.72	15.65

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。2017 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 68%，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，2017 年，公司该业务营业成本中上述成本分别占比 41.53%、32.79%、12.07%和 5.61%，材料成本和人工成本同比占比有所上升。

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，2017 年，公司原材料采购价格均较上年呈增长态势，且涨幅均较大。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，但原材料价格涨幅均较大，仍对公司利润形成了较大侵蚀。

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		2016 年	2017 年
沥青	采购量	24,758.62	47,519.00
	采购均价	1,730.92	2,587.48
砂石料	采购量	467,028.14	1,218,610.65
	采购均价	58.57	143.07
钢材	采购量	7,531.66	16,701.61
	采购均价	2,663.40	3,136.25
燃料油	采购量	2,201.50	2,950.20
	采购均价	1,132.35	5,775.86

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。2017 年，路桥业务前 5 大供应商合计采购金额占总采购金额的 18.64%，较上年下降 30.53 个百分点，主要系供应商单位增多，大额采购减少所致。

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，2017 年，公司公路养护业务收入有所增长，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 2017 年末，公司已签订的重大合同仍在履约项目共计 24 个，合同总金额 298.84 亿元，其中有 11 个项目完成进度超过 70%，其他项目尚需投资规模较大。同时，充裕的订单为公司未来营业收入的增长提供了一定的支撑。

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，公司工程款回收风险较小。

表 6　截至 2017 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	96
乐自高速（乐山城区连接线）LZL—LJ2 合同段	41,017	100
淮南淮上淮河公路大桥工程	40,899	99
潍坊至日照高速公路滨海连接线	133,425	100
乐自高速公路乐山城区连接线路基土建一合同	34,812	100
阿尔及利亚 RELIZANE-TIARET-TISSEMSILT185KM 铁路单向新干线	31,930	47
越南岘港-广义高速公路项目 A2 标段	49,512	74
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	88

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	53
青岛临港创业工场孵化器建设工程	61,602	66
济南绕城高速济南连接线项目第一标段	187,379	100
国高青兰线泰安-东阿界第三标段（黄河大桥项目）	97,865	56
国高青兰线泰安-东阿界第一标段	314,688	51
龙口至青岛公路龙口至莱西（沈海高速）段工程施工	246,896	70
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	85
济青高速公路改扩建工程第六标段	341,034	18
济青高速公路改扩建工程第二标段	205,237	43
国道 234 焦作至荥阳黄河大桥及连接线工程 JZDQTJ-4 标段	98,691	53
岚山至菏泽公路临枣高速至枣木高速段工程施工	123,599	11
G2016 莱州段路面维修工程（注 3）	26,645	85
2016 年山东高速养护维修工程	42,398	100
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	9
济南至泰安高速公路工程	99,790	4
德上高速巨野至单县段项目	111,061	6
合计	**2,988,401**	--

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；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；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；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。

5. 关联交易

公司与关联方存在关联交易。公司与山东高速集团（控股股东）、山东高速股份有限公司（其他关联法人）以及山东高速济泰城际公路有限公司（其他关联法人）等公司关联交易规模较大，2017 年关联交易金额为 88.80 亿元，较上年 53.19 亿元大幅增长，公司对关联方的依赖程度有所加重，其中占同类交易金额比例超过 5%的关联交易情况如下表所示。

表7　2016~2017年公司关联交易情况（单位：亿元）

关联方	关联关系	关联交易内容	2016 年发生额		2017 年发生额	
			金额	占同类交易金额的比例（%）	金额	占同类交易金额的比例（%）
山东高速集团有限公司	控股股东	工程施工	11.91	14.61	4.57	3.69
山东高速股份有限公司	其他关联法人	工程施工	5.91	7.25	14.37	11.60
山东高速济泰城际公路有限公司	关联法人	工程施工	7.17	8.80	10.19	8.23
山东高速潍日公路有限公司	其他关联法人	工程施工	5.31	6.52	9.33	7.54
山东高速龙青公路有限公司	其他关联法人	工程施工	4.64	5.70	7.04	5.68
山东高速泰东公路有限公司	其他关联法人	工程施工	4.56	5.60	11.13	9.14
山东高速集团四川乐自公路有限公司	其他关联法人	工程施工	2.36	2.89	7.01	5.66
山东高速建设材料有限公司	其他关联法人	材料采购	0.75	1.08	2.82	5.61
合计	--	--	**42.61**	--	**66.46**	**57.15**

资料来源：公司提供
注：以上所列为占同类交易金额比例超过5%的关联交易情况

总体看，2017 年，公司存在关联交易且交易规模较大，对关联方的依赖程度有所加重。

6. 经营关注

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。

7. 未来发展

“十三五”时期，公司坚持“围绕一个中心、推进两种模式、聚焦四大板块、强化八项保障、实现一个目标”的发展战略。

2018 年，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”，坚守安全、质量、环保底线，进一步提升经营质量和区域经营水平，强化科技创新驱动，强化集团化管控和标准化管理，加快推进新旧动能转换，积极作为，全面提质增效，建设具有核心竞争力的百年企业。

强化集团化管控和标准化管理。进一步提升管控能力，强化战略管控、业务管控、履约管控和重大风险管控。开展项目标准化管理，重点强化项目标准化管理，不断总结提高，形成可复制的模式加以推广。强化科技创新驱动。以“人才、平台、机制”三要素为抓手，构建具备一流科技研发能力和创新氛围的现代化企业集团。加大传统技术持续改进和核心技术能力研发创新，重点在就地热再生机组升级改造、厂拌热再生附楼完善提高、钢箱梁制作、钢桥面铺装和维修、旧桥加固设计与施工等，形成整套施工技术，支撑引领公司科技发展。注重新技术、新工艺、新材料、新设备引进、吸收与利用，取长补短，快速形成创新生产力。

强化风险管控能力。重点做好在建项目尤其是大项目部、PPP 项目和股权合作项目的风险防控，加强过程跟踪和后期管理。针对重大风险制定全流程控制措施，建立预警方案。进一步加强海外项目风险管控，从信誉、施工环境、国际因素等方面慎重考察筛选优质项目，使海外市场风险降到最低。

提升经营质量和区域经营能力。紧跟国家战略，积极融入“一带一路”建设，提升国际化经营能力，突出抓好海外在建地区的经营开发。提升区域经营能力，建立市场相对稳定、经营相关多元的区域化，及时掌握市场动态，突出抓好在建地区的二次经营开发。

总体看，公司战略符合公司发展需要，有利于全面提质增效，从而提高公司核心竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 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，2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，该准则修订自 2017 年 6 月 12 日起施行，同时要求企业对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至该准则施行日之间新增的政府补助根据修订后的准则进行调整。2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置和终止经营》，对于 2017 年 5 月 28 日之后持有待售的非流动资产或处置组的分类、计量和列报，以及终止经营的列报等进行了规定，并采用未来适用法进行处理；修改了财务报表的列报，在合并利润表和利润表中分别列示持续经营损益和终止经营损益等。对比较报表的列报进行了相应调整：对于当期列报的终止经营，原来作为持续经营损益列报的信息重新在比较报表中作为终止经营损益列报。《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（以下简称“《通知》”）对一般企业财务报表格式进行了修订，适用于 2017 年度及以后期间的财务报表。对于利润表新增的“资产处置收益”行项目，对可比期间的比较数据按照《通知》进行调整。对合并财务报表损益项目的影响为，2016 年减少“营业外收入”359.74 万元，减少“营业外支出”53.37 万元，增加“资产处置收益”306.36 万元。

合并范围方面，2017 年公司新设立 6 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。

总体看，2017年公司，公司新增纳入合并范围子公司整体规模不大，会计变更对财务报表数字产生的影响较小。公司财务数据较上年的可比性较强。

2. 资产质量

截至 2017 年末，公司资产总额为 176.27 亿元，较年初增加 17.17%，主要系流动资产及非流动资产均增加所致。其中流动资产合计占 82.28%，非流动资产合计占 17.72%，流动资产占比较高，较年初变化不大。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产合计 145.04 亿元，较年初增长 10.28%，以货币资金（占 13.30%）、应收账款（占 33.36%）和存货（占 42.67%）为主。

截至 2017 年末，公司货币资金为 19.29 亿元，较年初下降 17.48%，主要系融资规模下降所致；银行存款和现金占比为 91.90%，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、履约保障金、农民工工资保证金以及保函保证金，为受限资金，占比为 8.10%，受限比例一般。公司应收账款账面价值为 48.39 亿元，较年初增长 35.26%，主要系 2017 年已完工未结算项目较同期增加所致；其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款，占 49.51%，1 年以内（含 1 年）的占比为 54.68%，1~2 年（含）的占比为 24.70%；2~3 年（含）的占比为 17.39%，1 年以上的占比较高；公司应收账款计提坏账准备 3.24 亿元，较上年有所增长，主要系为账龄 2~3 年的应收账款规模较上年有所增长；公司前五名应收账款汇总金额 21.84 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 41.89%，集中度较高，欠款单位主要系地方国企，回收风险较小。公司存货账面价值 61.89 亿元，较年初增长

15.90%，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；存货中，建造合同形成的已完工未结算资产 55.57 亿元，占 87.56%，计提跌价准备 1.57 亿元，计提比例为 2.83%。

非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产合计 31.23 亿元，较年初增长 65.16%，主要系其他非流动资产大幅增长所致。公司非流动资产主要由长期应收款（占 5.52%）、固定资产（占 20.60%）、递延所得税资产（占 5.11%）和其他非流动资产（占 61.05%）构成。

截至 2017 年末，公司长期应收款账面价值为 1.73 亿元，较年初增长 113.78%，主要系 PPP 项目公司新增长期应收款所致；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 52.59 万元。公司固定资产账面价值为 6.43 亿元，较年初增长 17.07%，主要系公司业务需要购置机器设备和运输设备所致；公司固定资产仍主要由房屋及建筑物（占 17.96%）、机器设备（占 68.32%）、电子设备（占 4.58%）和运输工具（占 7.45%）构成，结构变化不大；固定资产账面原值为 16.34 亿元，累计折旧 9.91 亿元，固定资产成新率为 37.67%，成新率较低。公司递延所得税资产为 1.59 亿元，较上年增长 58.02%，主要系本年计提存货跌价准备较多，同比例计入递延所得税资产增加所致。公司其他非流动资产为 19.07 亿元，较上年增长 80.28%，主要系本年期入股投资一体化项目新增投资及垫付的征地拆迁费增加所致。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司货币资金受限金额为 1.56 亿元，受限原因系保证金，占公司 2017 年末资产总额的 0.86%，受限比例较低，公司除货币资金外，无其他受限资产。

截至 2018 年 3 月末，公司资产合计 181.83 亿元，较年初增长 3.15%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 79.54%和 20.46%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司随着经营规模的扩大，资产规模快速增加，以流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比较高，形成一定的资金占用，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债总额为 135.62 亿元，较年初增长 17.19%，主要系非流动负债增长所致。从负债结构来看，受长期借款及应付债券大幅增长的影响，公司非流动负债占比由年初的 12.69%提高至 19.88%，公司负债仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2017 年末，公司流动负债 108.66 亿元，较年初增长 7.54%，主要系应付票据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 13.16%）、应付票据（占 5.14%）、应付账款（占 59.15）和预收款项（占 12.75%）为主。

截至 2017 年末，公司短期借款为 14.30 亿元，较年初下降 36.02%，主要系公司本年主要利用发行债券、长期借款及票据融资所致。其中，短期借款主要由保证借款（占 11.19%）和信用借款（占 88.81%）构成。公司应付票据为 5.59 亿元，较年初增长 92.44%，主要系受经营规模扩大影响，2017 年票据使用量较上年增长所致所致。公司应付账款为 64.27 亿元，较年初增长 14.35%，主要系新开工项目增加所致。公司预收账款为 13.86 亿元，较年初增长 11.78%，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。

非流动负债方面，截至 2017 年末，公司非流动负债 26.96 亿元，较年初大幅增长 83.52%，主要系长期借款及应付债券大幅增长所致；公司非流动负债主要以长期借款（占 63.25%）和应付债券（占 30.42%）为主。

截至 2017 年末，公司长期借款为 17.05 亿元，较年初增长 31.16%，主要系公司融资规模扩大

所致，公司长期借款主要以信用借款（占 95.50%）为主，从到期期限分布情况看，2019 年到期的占 82.04%，2020 年到期的占 8.77%，2023 年及以后到期的占 9.19%，主要集中于 2019 年到期，长期借款期限较为集中，届时资金压力较大。公司应付债券余额为 8.20 亿元，主要系公司于 2017 年发行 5.00 亿元、5 年期的“17 山路 01”及 3.20 亿元、5 年期的“17 高速路桥 MTN001”所致。

截至 2017 年末，公司债务总额 45.83 亿元，较年初增长 17.61%，主要系长期借款规模扩大及应付债券增加所致；其中短期债务占 44.23%，长期债务占 55.77%，公司债务以长期债务为主。从债务指标看，截至 2017 年末，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 76.94%、52.99%和 38.60%，较年初分别上升 0.01 个百分点、0.10 个百分点和 10.81 个百分点。总体看，公司债务以长期债务为主，随着债务规模的扩大，债务负担明显提高。

截至 2018 年 3 月末，公司负债合计 140.85 亿元，较年初增长 3.86%，其中流动负债和非流动负债分别占比为 78.93%和 21.07%，较年初变动不大。公司债务总额为 60.29 亿元，较年初增长 31.55%，主要系短期借款较年初大幅增长所致。短期债务和长期债务占比分别为 53.69%和 46.31%。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 77.47%、59.54%和 40.53%，分别较年初提升 0.53 个百分点、6.54 个百分点和 1.92 个百分点。公司短期债务增长明显，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；短期债务规模较大，且长期借款大部分于 2019 年到期，存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益 40.65 亿元，较年初增长 17.13%，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 42.64%、资本公积占-13.87%、未分配利润占 62.53%、盈余公积占 6.56%，其中资本公积为负数主要系 2012 年公司模拟增发股份约 6.73 亿股，与取得的法律上母公司在重组基准日即 2011 年 12 月 31 日的净资产差额约 6.63 亿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 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 40.97 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

2017 年，公司实现营业收入 123.85 亿元，较上年增长 52.00%，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。2017 年，公司营业利润为 7.70 亿元，较上年增长 27.47%；净利润为 5.78 亿元，较上年增长 34.09%。

从期间费用看，2017 年公司期间费用总额 5.13 亿元，较上年增长 12.25%，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 84.55%）。2017 年，公司管理费用为 4.34 亿元，较上年增长 11.22%，主要系研究与开发费增加所致。2017 年，公司财务费用为 0.79 亿元，较上年增长 18.23%，主要系随着债务规模扩大，利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 4.14%，与上年有所下降，公司费用控制能力有所增强。

2017 年，公司取得投资收益-0.01 亿元，为权益法合算的长期股权投资收益，在公司营业利润中占比为-0.17%；2017 年，公司取得营业外收入 690.33 万元，较上年增长 159.81%，公司营业外收入主要为保险公司赔款和无法支付的款项，在利润总额中占比为 0.89%。总体看，投资收益和

营业外收入对公司利润的贡献较小。2017 年，公司资产减值损失 2.45 亿元，较上年增长 153.14%，主要系本期计提存货跌价准备和坏账准备增加，对公司利润总额形成一定削减。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 9.17%和 15.34%，较上年分别提升 0.15 个百分点和 2.10 个百分点；总资产报酬率为 5.68%，较上年下降 0.07 个百分点，公司盈利能力较强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.80 亿元，较上年同比增长 52.18%，主要为当期施工工程量增加所致；净利润 0.32 元，较上年同期增长 18.08%。

总体看，公司盈利能力较强，随着公司新签项目金额增长以及 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，2017 年，公司经营活动现金流入 133.00 亿元，较上年增长 48.65%，主要系工程业务收入增长所致；公司经营活动现金流出 130.67 亿元，较上年增长 60.68%，主要系采购等支出增加所致。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额 2.32 亿元，较上年下降 71.45%，主要系公司 2017 年度完成工作量较大，且新开工工程较多，工程前期采购原材料等较上年增加所致。2017 年，公司现金收入比 88.97%，较上年下降 3.36 个百分点，公司收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动现金流入 0.89 亿元，较上年减少 12.34 亿元，主要系 2016 年公司收回济青改扩建投资款退回 13.00 亿元所致；公司投资活动现金流出 10.93 亿元，较上年下降 52.20%，主要系 2016 年支付投资施工一体化项目投资款 22.05 亿元所致。公司投资活动产生的现金流量净流出 10.04 亿元，较上年变动较小。

从筹资活动情况来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 28.90 亿元，较上年下降 41.87%，主要系融资规模较上年有所下降所致；公司筹资活动现金流出 26.01 亿元，较上年下降 20.97%，主要系偿还债务规模下降所致。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 2.89 亿元，较上年大幅下降 82.81%，主要系按经营需求筹资所致。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-3.36 亿元，投资活动现金流量净额为-5.71 亿元，筹资活动现金流量净额为 10.50 亿元。

总体看，公司现金流规模较大，受2017年新开工工程较多，前期采购原材料等较去年增加影响，经营活动产生的现金流净额较上年大幅下降，投资活动现金流仍呈净流出状态，筹资活动产生的现金流净额较上年大幅下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年末，公司流动比率为 1.33 倍，较上年末的 1.30 倍略有增长；公司速动比率为 0.77 倍，与上年持平。截至 2017 年末，公司现金短期债务比为 0.97 倍，较上年末 0.92 倍小幅增长，公司现金对短期债务的覆盖较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 10.61 亿元，较上年增长 22.61%，主要系利润总额增加所致；公司 EBITDA 由折旧（占 8.61%）、摊销（占 3.91%）、计入财务费用的利息支出（占 14.78%）和利润总额（占 72.71%）构成。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.23 倍，较上年 0.22 倍略有增长，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；EBITDA 利息倍数为 6.77 倍，较上年 6.76 倍略有增长，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 2017 年末，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项。

截至 2017 年末，公司获得银行综合授信额度合计 206.40 亿元，未使用的综合授信额度 127.78 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2018年3月8日，公司已结清信贷中有27笔不良/违约类和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；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，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2017年末，公司共有3项重大诉讼、仲裁事项。（1）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3,450.47万元。路桥集团在两起诉讼中均胜诉，目前处于判决执行阶段。因山东博格达置业有限公司向法院申请破产清算，7月21日路桥集团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，因被告股东间纠纷极大，其中的一方股东向法院提出博格达公司不应进入破产程序，2017年9月份左右（因未向债权人送达），济南市历下区人民法院一审裁定，驳回博格达破产的申请；另一方股东不服，提出上诉，济南中院2017年11月17日开庭审理了该上诉，目前尚无具体结果；（2）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21,148.47万元，在审理过程中因双方提交证据较多，虽经两次开庭，但质证阶段尚未完成。因广州大广对路桥集团提交的涉案工程资料不予认可，审理法院于2017年12月26日再次开庭，本次开庭确定了工程造价评估鉴定机构和鉴定范围，本案进入工程造价评估鉴定阶段。联合评级将持续关注公司或有事项的进展情况。

总体看，公司长期偿债能力指标表现尚可，但作为上市公司，公司融资渠道较为通畅，综合来看，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2017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19.70亿元，为“17山路01”待偿本金（5.00亿元）的3.94倍；净资产为40.65亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的8.13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，2017年，公司EBITDA为10.61亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的2.12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2017年经营活动产生的现金流入133.00亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的26.60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

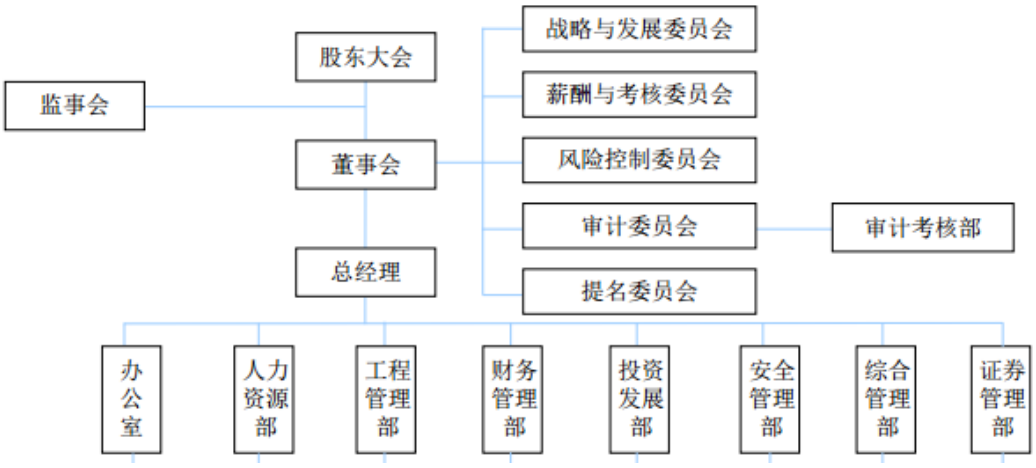
2017 年，山东省经济保持较快增长，基础设施建设需求稳定增加，公司外部发展环境良好；作为山东省内主要的路桥建设公司，公司继续保持较强的区域竞争力，公司资产质量较好，收入利润规模进一步扩大，盈利能力较强；公司新签合同较多，未来收入有保障。同时，联合评级也关注到公司所在的路桥建设行业和道路养护行业竞争较为激烈，公司资产负债率较高、即期债务规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司新签合同规模较大，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“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”。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	150.43	176.27	181.83
所有者权益（亿元）	34.71	40.65	40.97
短期债务（亿元）	25.61	20.27	32.37
长期债务（亿元）	13.36	25.56	27.92
全部债务（亿元）	38.97	45.83	60.29
营业收入（亿元）	81.48	123.85	19.80
净利润（亿元）	4.31	5.78	0.32
EBITDA（亿元）	8.65	10.61	--
经营性净现金流（亿元）	8.14	2.32	-3.36
应收账款周转次数（次）	2.17	2.75	--
存货周转次数（次）	1.59	1.88	--
总资产周转次数（次）	0.64	0.76	--
现金收入比率（%）	92.33	88.97	168.31
总资本收益率（%）	9.34	9.17	--
总资产报酬率（%）	5.89	5.68	--
净资产收益率（%）	13.24	15.34	--
营业利润率（%）	13.90	12.38	7.93
费用收入比（%）	5.61	4.14	5.95
资产负债率（%）	76.93	76.94	77.47
全部债务资本化比率（%）	52.66	52.99	59.54
长期债务资本化比率（%）	27.25	38.60	40.53
EBITDA 利息倍数（倍）	6.76	6.77	--
流动比率（倍）	1.30	1.33	1.30
速动比率（倍）	0.77	0.77	0.74
现金短期债务比（倍）	0.92	0.97	0.66
经营现金流动负债比率（%）	8.06	2.14	-3.02
EBITDA/待偿本金额度（倍）	1.77	2.12	--

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、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5、长期应付款中带息部分债务已纳入长期债务核算。

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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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。