

信用等级公告

联合[2017]146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拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

山东高速路桥集团股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一七年二月二十四日

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 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：本次发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），其中本期发行规模为 5 亿元

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）；其中本期期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 2 月 24 日

主要财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额（亿元）	94.20	100.26	104.16	127.76
所有者权益（亿元）	23.06	26.56	30.40	32.79
长期债务（亿元）	7.77	6.17	0.00	10.66
全部债务（亿元）	26.36	26.65	19.83	41.18
营业收入（亿元）	71.61	68.42	74.19	42.07
净利润（亿元）	2.62	3.12	3.78	2.49
EBITDA（亿元）	6.62	6.91	7.23	--
经营性净现金流（亿元）	7.36	3.15	8.33	0.79
营业利润率（%）	11.21	12.80	13.91	16.54
净资产收益率（%）	12.09	12.57	13.26	7.87
资产负债率（%）	75.52	73.51	70.82	74.33
全部债务资本化比率（%）	53.33	50.08	39.48	55.67
流动比率（倍）	1.28	1.35	1.29	1.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.26	0.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.03	4.75	5.91	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.66	0.69	0.72	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.32	1.38	1.45	--

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在尾数上与引用资料存在微小差异；3、公司长期债务含长期应付款的融资租赁款。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为山东省内主要的路桥建设集团，资产质量较好，收入利润规模较大，在行业内具有一定技术、质量和品牌优势。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，公司债务规模较大、债务负担较重以及经营性现金流波动较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

目前公司在手建造合同规模较大，同时公司逐步加大全国业务布局并进入国际市场，未来公司收入利润规模有望保持稳健增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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. 公司所在的山东省经济发达、基础设施建设需求稳定增加，为公司提供良好的发展环境。

3. 公司技术水平先进、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. 公司逐步扩大山东省外业务规模，有利于增强公司经营的稳定性。

5. 公司近三年新签合同金额不断上升，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. 公司在手合同金额较大，存在一定的资金支出压力。

4. 公司业务主要来自控股股东及关联公司，客户集中度较高。

5. 公司流动负债占比很高，负债结构有待优化。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

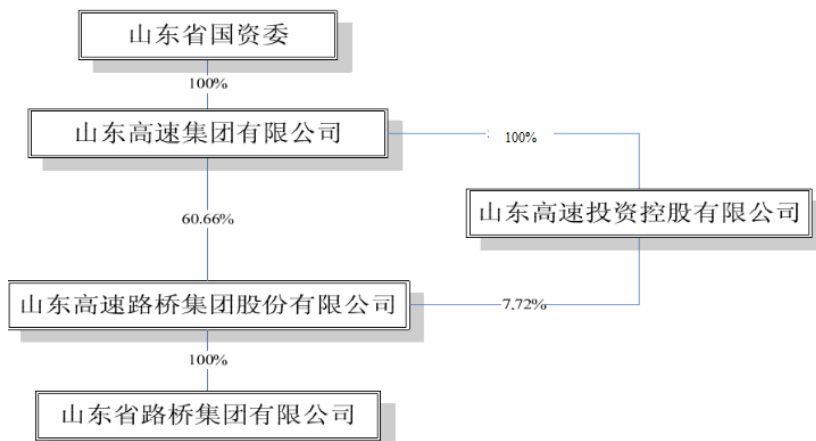
一、主体概况

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“山东路桥”或“公司”）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，股票简称“丹东化纤”，股票代码“000498”，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 679,439,063 股股份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 440,700,000 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“山东高速路桥集团股份有限公司”，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 9 月底，公司注册资本 112,013.91 万元，实收资本为 17.12 亿元，公司控股股东为山东高速集团有限公司，公司实际控制人为山东省人民政府国有资产管理委员会（以下简称“山东省国资委”），共间接持有公司 68.38%的股份，具体情况如下图所示。

图 1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为公路、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、铁路工程、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等，属于基础设施建设行业中的交通基础设施建设行业。

目前公司设有办公室、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（详见附件1）。截至2015年底，公司拥有在职员工6,753人。

截至2015年底，公司合并资产总额104.16亿元，负债合计73.76亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.40亿元，其中归属于母公司的所有者权益为30.37亿元。2015年公司实现营业收入74.19亿元，净利润（含少数股东损益）3.78亿元，其中归属于母公司的净利润为3.77亿元；经营活动产生的现金流量净额8.33亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额127.76亿元，负债合计94.96亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.79亿元，其中归属于母公司的所有者权益为32.76亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入42.07亿元，净利润（含少数股东损益）2.49亿元，其中归属于母公司的净利润为2.48亿元；经营活动产生的现金流量净额0.79亿元，现金及现金等价物净增加额1.56亿元。

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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“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）”（以下简称“本期债券”）。本次公开发行公司债券规模为不超过10亿元，存续期限不超过5年（含5年）；其中，本期债券发行规模为5亿元，期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充营运资金。

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。

1. 公路建设行业

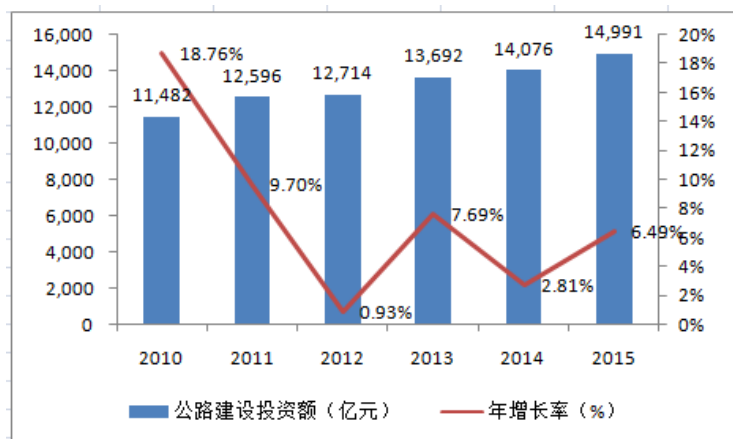
（1）行业概况

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。由于交通运输尤其是公路运输在国民经济中的重要作用，为了满足不断增长的旅客运输量和货物运输量的需求，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。

从公路建设投资来看，2008年以来，受“四万亿”投资的刺激，国内公路建设进入高速发展期；2011年后，随着国内经济逐渐放缓，公路建设增速逐渐下滑；2012年，我国公路建设投资为1.27万亿元，同比增长0.93%。在宏观经济疲软之下，国家加大基建投资力度，公路建设投资也

从 2012 年下半年开始扭转颓势，2012 年三季度后单月投资均维持在 10% 以上的增幅；2013 年，我国公路建设投资保持稳定增长，共完成公路建设固定资产投资 1.37 万亿元，同比增长 7.7%；2014 年完成公路建设投资 1.55 万亿元，同比增长 12.9%。其中，高速公路建设完成投资 7,818.12 亿元，增长 7.1%。普通国省道建设完成投资 4,611.82 亿元，增长 18.9%。农村公路建设完成投资 3,030.99 亿元，增长 20.4%，新改建农村公路 23.21 万公里。纳入《集中连片特困地区交通建设扶贫规划纲要（2011-2020）》的 505 个贫困县完成公路建设投资 3,442.92 亿元，同比增长 8.1%，占全国公路建设投资 22.3%。截至 2015 年底，我国完成公路建设固定资产投资 1.50 万亿元，较 2014 年增长 6.49%，增长速度保持平稳，具体情况如下图所示。

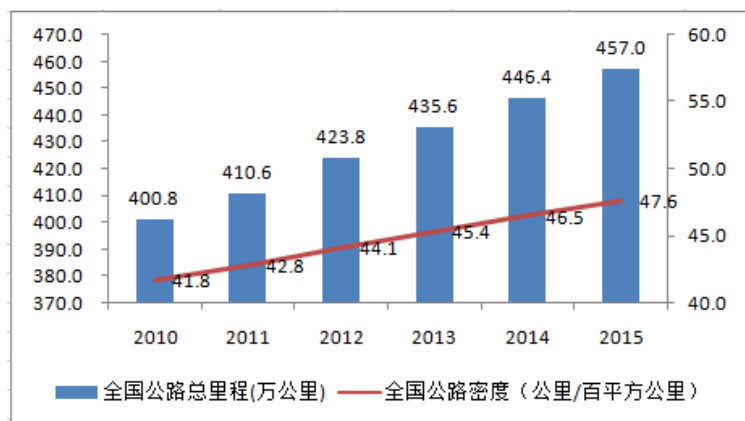
图 2 2010~2015 年国内公路建设固定资产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

从我国公路里程来看，随着公路建设投资规模提升，近年来我国公路里程数稳步增加。截至 2015 年末，我国公路总里程 457 万公里，比 2010 年年末增加 56.2 万公里。我国公路密度逐年增加，2015 年末为 47.6 公里/百平方公里，较 2010 年末提升 5.8 公里/百平方公里，具体情况如下图所示。

图 3 全国公路总里程及路网密度（单位：万公里，公里/百平方公里）



资料来源：交通运输部

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，为公司提供了较大的市场空间和良好的外部环境。

（2）行业竞争

目前，国内从事路桥工程施工的企业，按照所有制性质和规模划分，主要可分为以下三类。

①特大型、全国性建筑企业：包括中国交通建设股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国水利水电建设股份有限公司、中国建筑工程总公司在内的五大集团及旗下从事公路工程施工的企业。②各省、市、自治区国有或股份制从事公路工程施工的企业：包括山东高速路桥集团股份有限公司、四川路桥建设股份有限公司、龙建路桥股份有限公司、湖南路桥建设集团公司等，该类企业具有良好的地方公共关系，同时兼具有较强的规模优势、明显的技术优势和丰富的业务经验。③以民营企业为代表的公路工程施工企业：包括成都市路桥工程股份有限公司等，此类企业往往以中小型规模居多。

根据中国公路建设行业协会统计，我国拥有公路工程施工一级以上资质企业 1,000 家左右，其中大多数企业同时拥有多项一级资质。

我国公路建设市场参与者高度分散，竞争比较激烈，市场化程度较高。目前，全国各地区还存在着发展不平衡现象，各地区不同技术等级公路的建设进度差别较大，为全国性或地区性路桥工程施工企业进入市场提供了机会。技术水平较高、业务经验丰富和资金实力雄厚的路桥工程施工企业将在竞争中获得更大的优势。

总体看，我国公路建设行业竞争激烈，市场化水平较高，但具有规模优势的企业大多为国有性质，并且各地区存在发展不均衡的情况。

（3）行业关注

行业波动风险

公路建设行业作为建筑行业的子行业，行业发展和增长速度与宏观经济周期的变化、固定资产投资增速紧密相关。在国民经济发展的不同时期，国家的宏观经济调控政策也在不断调整，该类调整也将直接影响建筑行业，并可能对行业内公司的收入规模和利润水平造成显著的影响。

市场竞争风险

国内路桥工程施工市场较为分散，竞争日趋激烈，除了特大型、全国性建筑企业和各省、市、自治区国有或股份制从事公路工程施工的企业以外，民营企业为代表的公路工程施工企业不断加入。路桥施工产业正处于向规模化、品牌化、规范运作的转型，特别是在宏观经济增速放缓的背景下，市场竞争将日趋激烈，优胜劣汰的趋势正逐步显现。

原材料价格波动风险

路桥建设中使用的大宗材料主要包括沥青和钢材等，在企业总体成本中占比较大，容易受到我国经济刺激政策和宏观调控政策等多方面的影响。由于路桥工程施工周期较长，该等大宗材料的价格波动将直接导致施工成本的增加明显变化，使实际施工成本与工程预算出现差异，增加了行业内企业的经营管理的难度及盈利能力的不确定性。

资金压力较大的风险

垫资、带资已成了公路建设市场工程投标中一个公开、必备的条件，但是也使得公路建设行业的企业常常面临经营活动现金流紧张的局面，因此单个金额较大项目就可能对公司经营产生较大的冲击，对公司的资金链管理提出了严峻考验。

总体看，我国公路建设行业受宏观经济环境和原材料价格变动影响较大，优胜劣汰的趋势愈发明显。

（4）行业政策

从行业政策来看，2011 年 4 月，交通运输部引发了《交通运输“十二五”发展规划》，对我国道路在十二五期间的发展提出总体要求。其中，规划到十二五末，我国公路网规模进一步扩大，技术质量明显提升。公路总里程达到 450 万公里，国家高速公路网基本建成，高速公路总里程达

到 10.8 万公里，覆盖 90%以上的 20 万以上城镇人口城市，二级及以上公路里程达到 65 万公里，国道总体技术状况达到良等水平，农村公路总里程达到 390 万公里，具体情况见下表。

表 1 交通运输“十二五”规划中公路运输相关指标

指标	2010 年	2015 年
公路网总里程（万公里）	398.4	450
高速公路总里程（万公里）	7.4	10.8
高速公路覆盖 20 万以上城镇人口城市比例（%）	80	≥90
二级及以上公路总里程（万公里）	44.5	65
国道总体技术状况（MQI，%）	72	>80
农村公路总里程（万公里）	345.5	390

资料来源：交通运输部

长期来看，我国城市化和工业化刚刚进入中等水平，未来较长时间都将驱动固定资产投资持续增长。城镇化方面，根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对交通基础设施建设的大量需求。工业化方面，目前中国基础设施水平依旧不高，尤其以区域不平衡更为明显。2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为交通基础设施建设企业带来较大的市场需求。

总体看，随着我国经济不断发展，道路交通需求稳步提升，国家和行业政策为公路建设行业提供了稳定良好的政策环境。

2. 公路养护行业

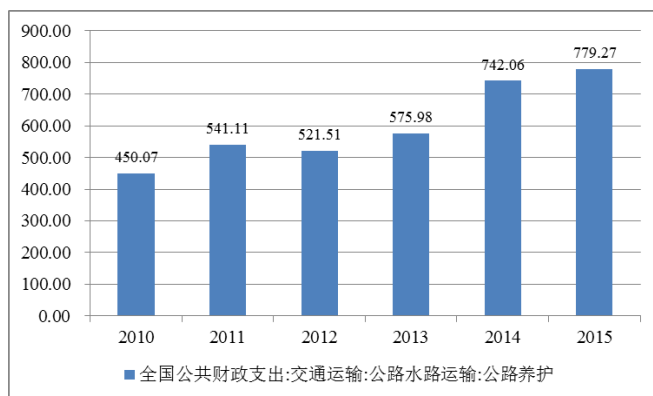
（1）行业概况

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 2015 年底，我国公路总里程数为 457.00 万公里，其中高速公路总里程数为 12.00 万公里。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。

从近几年公路养护的投资规模看，2010 至 2015 年公路养护投资额复合增长率为 11.60%，保持了较快的增长速度；2015 年全国公路养护投资合计 779.27 亿元，较上年增加 5.01%，增速有所放缓，具体情况如下图所示。预计到“十三五”末，全国公路列入养护的里程将历史性地接近 500 万公里，上世纪 90 年代大规模建设的公路，以及 2005 年前后大规模修建的农村公路都将进入周期性的养护高峰期，需要集中进行大中修改造。

图 4 2010~2015 年公路养护投资（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

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，为行业内企业提供路较好的市场空间和发展前景。

（2）行业政策

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，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）行业关注

养护资金缺口较大

随着我国公路里程的不断增长、交通流量的快速增加以及公众需求的日益提高，公路养护管理任务越来越艰巨、资金需求越来越大。目前的公路养护费用主要有燃油附加税、公路收费和地方政府预算等三个来源，其中燃油附加费主要用于国省干线等高等级公路，公路收费主要用于高速公路养护，县乡一级道路的资金来源主要是当地辖区政府的预算。燃油税费改革后，普通公路建设、养护面临巨大的资金压力，农村公路养护资金严重短缺。

公路养护管理的基础支撑仍然薄弱

地方公路管理体制不适应公路网络化运行管理与应急处置需要的矛盾日益突出，公路养护管理标准规范体系有待完善，公路养护技术力量薄弱，特别是高速公路养护施工技术和工艺难以满足快速、安全、环保的要求。预防性养护技术体系和科学决策体系尚待完善。公路网运行监测与应急处置缺乏有效的技术手段，部分公路安全技术难题尚未得到彻底解决。

行业竞争激烈

公路养护行业进入门槛较低，参与主体较多，市场集中度低，导致市场竞争较为激烈，利润率较低。另一方面，由于公路养护项目的业主多为道路运营企业，其资金到位情况受运营企业经营状况制约，导致公路养护企业现金周转较慢，行业内企业整体上盈利情况一般。

总体看，随着我国建成通车的公路里程不断增加，道路养护行业市场规模持续提升，行业发展前景良好；但同时也面临着进入壁垒较低、竞争激烈等不利因素。

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。2015 年，全省实现生产总值（GDP）63,002.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。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%。全省经济呈现出稳中有进、稳中向好的发展态势。

山东省经济发达，公路通车里程较长。截至 2015 年末，全省公路通车总里程达 26.34 万公里，其中高速公路达 5,348 公里。从公路里程的变化看，近年来山东省公路总里程增长平稳，但山东省高等级公路增长速度较快，其中等级公路占比从 2006 年的 97.15% 上升至 2014 年末的 99.59%，高速公路里程也增长明显，2006~2015 年年均复合增长 5.58%，高速里程占比也从 2006 年末的 1.60% 提升至 2015 年末的 2.03%。整体上，山东省道路通车里程稳步提升，道路结构持续优化，具体情况如下表所示。

表 2 山东省公路情况（单位：公里）

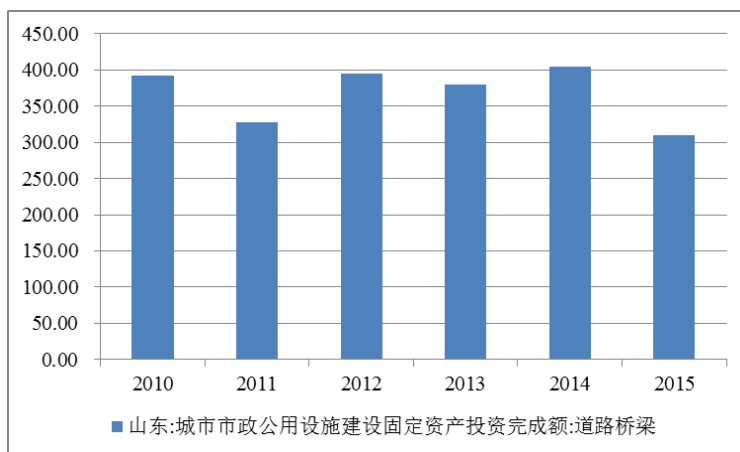
时间	公路里程	等级公路里程	等级公路占比	高速公路里程	高速公路占比
2006	204,913.00	199,075.00	97.15%	3,281.00	1.60%
2007	212,237.00	207,719.00	97.87%	4,033.00	1.90%
2008	220,688.00	217,101.00	98.37%	4,285.00	1.94%
2009	226,693.00	223,992.00	98.81%	4,285.00	1.89%
2010	229,859.00	227,719.00	99.07%	4,285.00	1.86%
2011	233,190.00	231,428.00	99.24%	4,350.00	1.87%
2012	244,586.00	243,037.00	99.37%	4,975.00	2.03%
2013	252,786.00	251,425.00	99.46%	4,994.00	1.98%
2014	259,515.00	258,442.00	99.59%	5,108.00	1.97%
2015	263,448.00	--	--	5,348.00	2.03%

资料来源：Wind 资讯

注：2015 年山东省等级公路里程尚未公布

从山东省道路建设投资来看，山东省交通固定资产投资规模较大，特别是 2009 年后，受“四万亿”刺激政策影响，相关投资规模明显增加，近年来均保持较高水平，具体情况如下图所示。

图 5 山东省道路桥梁固定资产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

随着省内以高速公路为骨架的干线公路网络基本形成，主要干道逐步进入养护期，现有的大规模公路里程开始释放养护需求。公路养护市场加速增长，以公路升级改造和日常保养维护为主的路桥养护施工市场空间扩大。

“十三五”时期，山东省将努力实现，到 2020 年，全省高速公路通车里程达 7,200 公里，基本形成“九纵五横一环七连”高速公路网主骨架，实现“县县通高速”；一体化的城乡客运体系基本形成，具备条件的建制村通班车率达到 100%；城际客运与高铁实现差异化、互补性发展；100 万以上人口城市公共交通占机动化出行比例达到 50%以上；现代信息技术在交通运输各领域全过程深度应用，全面提升可持续发展能力。

总体看，山东省经济发达，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。

4. 未来发展

改革开放以来，中国城镇化率快速提升，从 1978 年的 17.92%增长到 2013 年的 53.7%，城镇化率以每年约 1 个百分点的速度增长。在宏观背景支持下，全社会固定资产投资也保持较高增速。目前，我国正处于城镇化高速发展时期，全社会固定资产投资额及建筑业增加值稳步提升，随着新型城镇化的深入推进，将持续带动路桥基建行业的发展。

中国公路建设经历了数十年的持续大规模投入，目前国家公路网络已基本形成。按照交通部《公路沥青路面设计规范 JTGD50—2006》设计规划，我国各级公路沥青路面设计年限分别为：高速公路、一级公路 15 年，二级公路 12 年，三级公路 8 年，四级公路 6 年。过去十年投资建设的公路将逐步进入大修期。全国公路养护里程从 2001 年的 159.90 万公里增加到 2013 年的 425.14 万公里，年复合增长率为 8.49%。考虑到我国“九五”、“十五”、“十一五”期间是整体公路尤其是高等级公路建设的高峰期，大批高速公路、一级、二级公路在此期间集中投入使用，因此，“十二五”期间，公路养护的需求呈现集中释放。

“十三五”时期是全面建成小康社会最后冲刺的五年，也是全面深化改革要取得决定性成果的五年，交通运输将进入全面提高综合交通运输运行效率和质量、切实提升综合运输服务水平的新阶段。“十三五”是公路建设的机遇期，“十三五”时期高速公路建设仍然要保持较高水平，国省干线建设任务及农村公路仍然任务艰巨。

总体看，随着我国对交通运输需求的不断增加、交通固定资产投资的不断增长和国家对路桥

建设的政策支持，路桥工程施工行业前景依然十分广阔。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

山东路桥主营业务为路桥工程施工与路桥养护施工，控股股东山东高速集团是山东省交通建设的主要投融资主体，实际控制人为山东省国资委，公司是山东高速集团施工业务的经营主体。公司主要通过一级子公司路桥集团开展路桥工程施工业务，路桥养护施工则主要由二级子公司山东省高速路桥养护有限公司（以下简称“路桥养护”）进行。

公司是全国首批获得公路工程施工总承包特级资质的企业之一，规模与实力在全国省级同行业企业中名列前茅，也是山东省最大的路桥施工企业。公司修建的各级公路分布于全国二十多个省市自治区，并参加了安哥拉、阿尔及利亚、越南等国的公路援建项目。公司先后参与了南京长江二、三、四桥、青岛海湾大桥、苏通长江大桥、阿尔及利亚东西高速公路、京沪高速公路山东段、京福高速公路山东段等一大批高难度的重点工程建设，在高难度项目上具有显著技术优势、建设经验和竞争力。

公司先后五次获国家建筑工程最高奖鲁班奖，一次获詹天佑奖，八次获国家优质工程金质奖和银质奖、两次获国家科技进步奖等奖项，其承建的青岛海湾大桥先后获国际桥梁大会乔治·理查德森奖及山东省建筑工程质量泰山杯奖，在行业内较高的社会信誉和社会影响力。

公司各级资质齐全，属于大型基础设施施工企业，在同行业企业中具有竞争优势。公司拥有具备一级建造师资格的项目经理 200 余名，以及一批经验丰富的中、高级职称的工程专业技术管理人员；在项目进程管理、项目风险控制、工程质量管理、项目施工与责任成本管理、安全管理与安全考核等方面拥有比较完善的项目管理机制；拥有各种施工机械和检测仪器 9,000 余台（套），在综合施工能力上具有较强优势。

总体看，公司具有较强的影响力和竞争力，资质齐全，项目施工经验丰富。

2. 技术水平

施工技术方面，公司拥有两家省级技术中心，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能力和技术均达到国际领先水平，实现了对国内传统的现场和场拌沥青冷再生技术的突破，在全国率先达到高速公路路面大修零排放，占领了高速公路沥青路面大修技术制高点；大跨径现代桥梁施工技术已处于国内领先水平；桥梁施工中的滑移模架、挂篮、液压自爬模等先进施工技术已得到广泛应用并做了大量的创新。其中，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，共获得国家发明专利三项，实用新型专利六项。该项研究成果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。该机组自投入使用以来，共计完成路面养护施工 47 万平方米，施工效率是原来的 2 倍，单车道施工，每施工 1 公里，可节约燃油费近万元。

公司现已荣获国家科学技术奖及省部级科学技术奖共计 8 项，国家级工法及省部级工法共计 40 项，专利授权共计 57 项，其中发明专利 21 项，荣获各级优质工程奖 8 项。公司参与编制了交通运输部公路行业标准修订《公路沥青路面再生技术规范》，承担了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》课题研究，其子公司路桥集团以国内外领先技术水平先后二十二次入选《中国企业新纪录》。

总体看，公司重视技术创新与先进技术应用，其核心技术成果在国内处于领先地位，拥有较明显的技术优势。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司共有董事、监事及高管人员 18 名。公司高管人员大多在公司从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长江成先生，1965 年出生，本科学历，2002 年 12 月~2003 年 1 月，先后任曲阜市委副书记、政府副市长、曲阜市委副书记和代市长；2003 年 1 月，任曲阜市委副书记、市政府市长、党组书记；2007 年 1 月，任兖州市委书记、市人大常委会主任；2007 年 12 月，任济宁市政府副市长、党组成员兼任兖州市委书记；2009 年 5 月，任济宁市政府副市长、党组成员；2010 年 1 月，任山东省交通运输厅道路运输局局长；2014 年 1 月，任山东省交通运输厅副厅长、党组成员；2015 年 10 月至 2016 年 3 月，任山东高速路桥集团有限公司董事、总经理和党委副书记。2016 年 3 月 24 日起担任公司董事长。

公司总经理周新波先生，1967 年出生，本科学历，高级工程师。曾任山东高速路桥集团有限公司党委书记、山东高速四川产业发展有限公司总经理、党委副书记。现任公司副董事长和总经理。

截至 2015 年底，公司共有员工 6,753 人。按照岗位构成划分，生产工人占比 66.92%，技术人员占比 27.57%，财务人员占比 3.12%，行政人员占比 1.95%，后勤人员占比 0.43%；按照教育程度划分，硕士及以上学历占比 0.64%，本科学历占比 22.12%，大专学历占比 8.23%，大专以下学历占比 69.01%。公司作为工程建设类企业，以生产人员为主的员工占比较大。

总体看，公司高层管理人员都具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高；公司员工构成合理，能够满足目前经营管理需要。

4. 股东支持

公司控股股东山东高速集团，是经山东省人民政府批准成立的、由山东省国资委履行出资人职责的国有独资特大型企业集团，主营业务为高速公路、铁路、机场、港口等交通基础设施投资、建设、经营与管护，成立于 1997 年 7 月，注册资本 200.56 亿元。山东高速集团资产规模居国内同类企业和省管企业第一位，经营效益位居前列，曾多次入选“中国企业 500 强”。

山东高速集团是山东省内最大的高速公路和桥梁建设承包商，在山东省路桥建设市场上占重要地位，公司承接了大量的山东高速集团的路桥工程施工业务，且承担了省内外所有山东高速集团所管辖高速公路的日常维修养护工作。

总体看，公司股东背景实力强、资产规模大，且作为公司主要的服务对象，是公司的重要客户。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》和中国证监会有关法律法规的要求，公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了以《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。股东大会是公司权力机构，董事会是公司的常设决

策机构，董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。公司董事会现有 9 名董事，其中独立董事 3 名，设董事长 1 名，由董事会半数以上董事选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满可连选连任，但独立董事连任时间不得超过六年，董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司董事会职责清晰，能够依照公司《董事会议事规则》等相关内部规则，保证公司董事会的依法运作和对公司的控制；监事会现有 5 名监事，其中职工监事 2 名，设 1 名监事会主席。股东监事由股东大会选举或更换，职工监事由职工代表大会选举，任期 3 年，任期届满可连选连任，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司监事会能够按照《监事会议事规则》勤勉尽责，依法行使其监督职责；公司经理层能够勤勉尽责，对公司日常生产经营实施有效控制并能够依据相关法规和公司章程履行职责，保证公司的经营运作独立于控股股东。

公司董事会内部按照功能分别设立了战略与发展委员会、风险控制委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会，并制定相应制度，各专业委员会各司其职，为完善公司治理和提高公司决策的科学性发挥了重要作用。公司规范了董事会各专业委员会的工作流程，并在各专业委员会的工作中得以遵照执行，以进一步完善治理结构。公司证券部负责协调相关事务并从事上市公司的信息披露、投资者关系管理工作。审计部作为审计委员会常设机构，直接对董事会负责并报告工作，保证了审计工作的独立性、客观性。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，有利于公司规范经营和长期发展。

2. 管理体制

目前公司设有办公室、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。公司通过成立项目部从事路桥建设项目和大型养护项目。

对子公司的管理方面，公司制定了《山东高速路桥集团股份有限公司对子公司管控制度》，规定公司对子公司享有重大事项决策的权利，设置综合管理部对子公司的主要经营活动进行指导和监督管理，并向各子公司派出董事、监事及经营管理人员，内部审计部门对子公司进行定期和不定期审计检查，子公司必须遵守公司的相关规定，配合母公司行使管理职能。

内控管理方面，公司根据《企业内部控制基本规范》等相关要求，结合实际情况，将内部控制、风险管理和业务流程融为一体，编制了《内部控制手册》，涵盖了从生产管理、财务管理、风险评估到企业发展战略等一整套完整的企业管理制度，并成立了内控自我评价工作组，对内部控制制度的安全性、有效性进行评估并提出实施意见，定期和不定期对下属公司进行全面审计和专项审计，保证公司在经营过程中及时发现风险，有效化解风险，有效防范经营决策和管理风险，确保公司的规范运作和健康发展。

财务管理方面，公司按照《企业会计准则》、《会计法》等国家有关会计法律法规的规定，建立了完善的财务管理制度，并严格执行。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。项目依具体情况进行劳务分包，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。

对外担保方面，公司对外担保由公司总部统一授权。未经公司总部书面批准，不得进行对外担保业务。

关联交易管理方面，公司制定了完善的《关联交易管理流程》，设定了关联交易审议权限和程序，逐级授权审批，按交易额分别交由独立董事、董事会、股东大会审议，严禁越权审批。

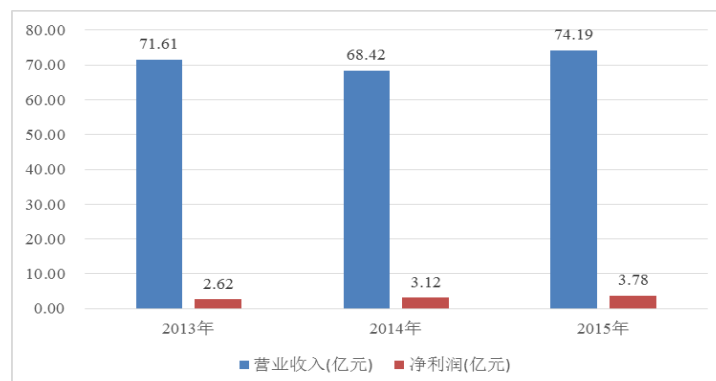
总体看，公司组织结构合理、分工明确，已建立健全了一整套管理制度和良好的管理机制，管理运作情况良好，整体管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为路桥工程施工和路桥养护施工。近三年，公司营业收入分别为 71.61 亿元、68.42 亿元和 74.19 亿元，呈现波动变化的态势。其中，2014 年较 2013 年减少 4.46%，主要系乐自高速乐山城区连接线和金水路打通工程项目实际开工时间晚于预计时间、蓬莱项目和淮南项目工作面未全面展开造成营业收入确认延后、安哥拉和越南等海外项目受自然环境和社会环境的影响较大施工进度受到影响所致；2015 年较 2014 年增加 8.42%，主要系乐自高速乐山城区连接线和金水路打通工程项目开工，蓬莱项目和淮南项目工作全面展开所致。近三年，公司净利润分别为 2.62 亿元、3.12 亿元和 3.78 亿元，呈现持续增长的趋势。其中，公司在 2014 年营业收入下降的情况下净利润仍然保持上涨主要系以沥青为主的原材料价格大幅下降和税金的抵扣所致，具体情况如下图所示。

图 6 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报

从业务构成来看，公司的主营业务为路桥工程施工和路桥养护施工，商品混凝土加工销

售业务、周转材料及设备租赁销售业务和工程设计咨询业务均为公司路桥施工和道路养护业务开展过程中附属产生的经营项目，近三年占营业收入的比重均较低。近三年，路桥工程施工收入分别为 60.78 亿元、55.03 亿元和 59.52 亿元，在营业收入中占比分别为 84.87%、80.43%和 80.23%。其中，2014 年该项业务实现收入较上年下降，主要系外部环境变化导致相关项目施工进度延后和新中标项目减少所致。路桥养护施工业务主要集中于山东省境内，近三年实现收入分别为 8.80 亿元、11.47 亿元和 12.91 亿元，在营业收入中占比分别为 12.29%、16.77%和 17.40%，呈现逐年上升的态势，主要系公路养护需求增加所致。

毛利率方面，近三年公司综合毛利率分别为14.36%、15.67%和16.21%，总体呈持续增长的趋势。近三年，公司路桥施工毛利率分别为13.06%、15.26%和15.27%，呈现稳中有升的趋势，主要系自2014年开始钢材等主要原材料价格下降所致；近三年养护工程施工毛利率分别为23.00%、18.72%和21.63%，呈现波动变化的趋势，主要系2014年公司承接毛利率较低的小项目所致，具体情况如下表所示。

表 3 近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工	60.78	84.87	13.06	55.03	80.43	15.26	59.52	80.23	15.27
养护工程施工	8.80	12.29	23.00	11.47	16.77	18.72	12.91	17.40	21.63
商品混凝土加工销售	1.24	1.73	14.27	1.37	2.01	14.82	1.38	1.86	12.72
周转材料及设备租赁销售	0.68	0.95	15.64	0.43	0.62	-13.30	0.26	0.35	-18.73
工程设计咨询	0.11	0.16	33.16	0.12	0.18	23.76	0.12	0.16	10.91
合计	71.61	100.00	14.36	68.42	100.00	15.67	74.19	100.00	16.21

资料来源：公司提供

从主营业务区域分布情况来看，近几年，随着山东省交通体系逐步完善，省内路桥工程需求随之降温，但华东地区仍然占比最高。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 2014 年和 2015 年在海外地区分别实现主营业务收入 4.94 亿元和 4.11 亿元。其中，海外业务较少且较为分散，存在一定的政治风险和经济风险，收入波动性较大。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 42.07 亿元，较上年同比增长 4.30%；实现净利润 2.49 亿元，较上年同期增长 21.04%，主要系受营改增税收政策的影响，使得营业税金及附加大幅减少所致。

从在手的重大订单来看，业主多为控股股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 4 截至 2016 年 9 月底已经签署但仍在履行中的重大在建项目（单位：万元、%）

序号	项目名称	合同价	完成进度
1	S704 威海市滨海旅游景观公路香水河大桥	20,480.13	103
2	云南蒙自绕城高速	15,608.00	100
3	乐山至自贡高速公路自流井连接线项目	19,056.00	89
4	呼和浩特市 2012 年中心区道路改造工程第一标段	6,445.00	92
5	呼和浩特市 2013 年市政工程施工招标（三）中心区道路改造工程（四标段）	15,395.00	40
6	宜昌三峡保税物流中心（B 型）项目	15,520.00	100
7	呼和浩特市科尔沁南路及跨大黑河桥（世纪大街-杀虎口）工程	42,339.00	100

8	蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区岸线修复工程（注1）	68,168.00	89
9	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2）	247,601.12	77
10	河南省新开铁路竖开段改建工程一合同	12,929.00	88
11	黄大铁路站前工程第5标段	16,348.04	47
12	G105 东平改建项目一期工程路桥施工一合同	12,310.00	41
13	越南岬港-广义高速公路 A2 标段	49,512.00	43
14	阿尔及利亚 RELIZAHE-TIQRET-TISSEMSSILT 185KM 铁路单向新干线项目	31,930.00	57
15	阿尔及利亚马斯卡拉至东西高速公路连接线工程 1 标段	47,066.00	28
16	淮南淮上淮河公路大桥工程	40,899.00	93
17	大岳高速公路第七合同	23,706.47	100
18	乐自高速(乐山城区连接线) LZL-LJ2 合同段	41,017.30	42
19	济齐黄河公路大桥第四合同	16,224.00	58
20	安丘市青云大街 青龙湖路汶河大桥项目	16,576.00	9
21	乐山至自贡高速公路乐山城区连接线路基一合同	34,812.00	27
22	滕州凤凰隧道及引道工程	52,180.00	4
23	济南绕城高速济南连接线工程	24,284.00	36
24	青岛市金水路打通环湾立交工程	27,197.00	100
25	菏泽中南世纪锦城项目	11,000.00	91
26	滕州高速 香舍水郡小区开发项目	19,000.00	56
27	青岛临港创业工场房建项目	61,602.00	41
28	菏泽中南花城项目	12,500.00	29
29	龙口至青岛公路龙口至莱西（沈海高速）段工程	246,896.00	9
30	国高青兰线泰安-东阿界黄河大桥项目	97,865.00	11
31	济青高速公路改扩建工程项目主体工程第二标段	205,237.00	6
32	济青高速公路改扩建工程项目主体工程第六标段	341,033.00	2
33	国高青兰线泰安至东阿界（含黄河大桥）段项目第一标段	314,688.00	3
34	荣乌高速公路潍坊至日照联络线潍城至日照段项目第三标段	289,884.00	11
35	蒙自绕城高速公路（羊鸡段）工程	33,485.00	99
36	山东省潍日高速滨海连接线工程	182,517.15	49
37	济南绕城高速济南连接线项目	187,379.00	28

资料来源：公司提供

总体看，公司主营业务突出，近三年主营业务收入受经济环境和投资增速影响出现波动，毛利率呈现上升趋势。

2. 路桥工程施工

公司近三年路桥工程施工业务收入分别为 60.78 亿元、55.03 亿元和 59.52 亿元，是公司的核心业务。

业务模式

公司路桥工程项目主要通过公开招标方式获取，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。

业务开展

公司近三年路桥工程施工业务新签合同金额呈上升趋势。2014 年，公司新签合同 133 单，且新签合同金额大幅增长，主要系承接蓬莱西海岸海洋文化旅游产业聚集区和山东高速养护维修工程等较大项目所致；2015 年新签合同 181 单，且新签合同金额继续增长，主要系公司联合中标项目增加所致。其中，2015 年新增联合中标项目为阿尔及利亚马斯卡拉至东西高速公路连接线工程 1 标段，该合同为路桥集团与 EPE-S.N.T.P SPA-ALGER、EPE-SEROR-TLEMCEN 和 SNC MEZOUGH I & FILS-MASCARA 组成联合体中标，合同价款为路桥集团合同价。2016 年 1~9 月，公司新签合同金额 162.83 亿元，已超过 2015 年全年新签合同金额。

表 5 近三年公司路桥工程业务合同签订情况（单位：个、亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
当期新签合同数量	81	133	181	65
当期新签合同金额	64.91	82.59	95.18	162.83
当期完工合同数量	110	114	170	73
当期完工合同金额	45.65	51.70	85.03	72.67
期末在手合同数量	24	47	58	39
期末在手合同金额	112.16	148.48	158.63	246.46

资料来源：公司提供

注：“完工”指已交工项目

公司路桥工程施工业务前 5 大客户情况如下表所示，目前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。此外，公司承接的大项目对集中度影响较大，需关注大客户的经营稳定性，公司路桥施工业务面临客户集中度较高的风险。

表 6 近三年公司路桥工程业务前 5 大客户（单位：万元、%）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入比
2013 年	1.山东高速集团及其子公司	233,419.62	38.41
	2.中信国华国际工程承包有限责任公司	79,976.47	13.16
	3.青岛市公路管理局	31,471.17	5.18
	4.呼和浩特市市政工程管理局	25,634.17	4.22
	5.济宁市新城发展投资有限责任公司	23,287.85	3.83
合计		393,789.28	64.79
2014 年	1.山东高速集团及其子公司	252,626.39	45.91
	2.呼和浩特市市政工程管理局	45,787.48	8.32
	3.青岛临港经济开发区管理委员会	35,020.7	6.36
	4.中信国华国际工程承包有限责任公司	32,557.54	5.92
	5.广州大广高速公路有限公司	31,188.35	5.67
合计		397,180.46	72.17
2015 年	1.山东高速集团有限公司及其子公司	304,424.31	41.03
	2.广州大广高速公路有限公司	40,002.92	5.39
	3.包头市城乡建设发展集团有限公司	16,452.20	2.22
	4.青岛市市政建设发展有限公司	15,500.79	2.09
	5.青岛临港经济开发区管理委员会	18,060.85	2.43
合计		394,441.07	53.17

资料来源：公司提供

注：由于拆分困难，且建筑施工、市政工程及设备制造金额较小，此处路桥施工前五大客户统计金额包括上述三项。

物资及劳务采购

公司营业成本主要包括材料成本、机械使用费以及劳务费用，其中 2015 年的材料成本占营业成本比重为 32.76%，机械使用费占 6.56%，劳务费用占 52.22%。

物资采购方面，公司对 500 万元以上的采购合同采取招标模式集中购买，低于 500 万元的则由分公司自行购买。另外，施工设备中 5 万元/台以上的由公司审批后，与子/分公司一同组织招标采购，5 万元/台以下的由子/分公司自行采购。

原材料采购方面，公司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。公司日常施工建设所需的大宗原材料主要为钢材、混凝土和沥青。由于全国钢材价格差异不大，公司采取集中管理，统一招投标询价购买，有效降低了钢材采购成本。混凝土采购方面，公司对靠近市区的项目采取当地采购方式，较偏远项目则改为采购水泥、石子后，在工地自制混凝土，减少运输成本。公司目前沥青采购以进口产品为主。

由于路桥工程施工周期较长，公司存在原材料价格波动风险，导致实际施工成本与预算出现差异，影响利润。为减少原材料涨价带来的损失，公司一般会与业主在合同中单独约定原材料价格波动条款，包括若上涨超过一定幅度，则协商变更施工材料、提高合同金额等方式，灵活处理；同时，公司还通过在项目部之间内部调拨原材料来减少浪费、降低成本。

从原材料供应看，由于公司施工区域分散且多采取当地采购模式，供应商集中度较低。2015 年，公司向前五大供应商采购额达 5.26 亿元，占营业成本的 8.60%。同时，公司每年的关联采购占比持续居于首位，需关注关联采购的公允性，具体情况如下表所示。

表 7 公司路桥工程施工业务的前 5 大供应商情况（单位：万元、%）

	供应商	采购产品	采购金额	占路桥工程采购总额比例
2013 年	1.山东高速集团有限公司及其子公司	工程材料	30,100.93	5.70
	2.沙钢物资贸易有限公司	钢材	3,884.33	0.70
	3.深圳恒立投资有限公司	钢材	3,101.95	0.58
	4.日照钢铁轧钢有限公司	钢材	2,588.09	0.49
	5.天津磐城工程管理有限公司	钢材	2,000.23	0.38
合计		--	41,675.53	7.89
2014 年	1.山东高速集团有限公司及其子公司	工程物质	23,427.65	5.02
	2.青岛泰华集团有限公司	劳务	5,495.22	1.18
	3.江苏东珠景观股份有限公司	劳务	5,451.48	1.17
	4.青岛龙泰建设集团有限公司	劳务	3,213.27	0.69
	5.青岛展鹏建筑劳务承包有限公司	劳务	3,164.99	0.68
合计		--	40,752.61	8.73
2015 年	1.山东高速集团有限公司及其子公司	工程材料	20,859.86	3.41
	2.青岛远达路桥工程有限公司	劳务	10,369.40	1.70
	3.包头城建集团股份有限公司	劳务	8,026.30	1.31
	4.山东宇青建筑劳务有限公司	劳务	7,556.49	1.24
	5.青岛市李沧园林绿化工程有限公司	劳务	5,778.69	0.95
合计		--	52,590.74	8.60

资料来源：公司提供

注：由于拆分困难，且建筑施工、市政工程及设备制造金额较小，此处路桥施工前五大供应商统计金额包括上述三项。

机械设备方面，公司采取自购与租赁结合的方式控制成本。自购部分采取严格的《非招标采购管理办法》进行竞争性谈判，未来计划建立供应商库以更好的控制采购成本与质量。设备采购合同

中, 100 万元以下的合同由项目部自行决定, 100~300 万元的合同由分公司决定并将合同报公司备案, 300 万元以上的合同需经公司企业管理部审核后方能签订。公司现有施工设备 9,000 余台(套), 基本满足施工需求, 但仍有个别设备, 如装载机、罐车等, 因施工高峰或运输不便, 需要租赁。对于在施工项目当地供应充足、价格合理的机器设备, 公司采取经营性租赁方式, 便于管理和降低成本。

劳务外包方面, 路桥工程施工为劳动密集型业务, 人工成本占营业成本比与公司工程施工量正相关。具体施工中, 公司采取自主施工与劳务分包相结合的方式, 其中高难度工程与核心技术施工由公司人员自主完成。公司拥有一批长期固定合作的劳务分包队, 也会根据项目情况雇佣临时劳务分包队。

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。根据公司当前资金状况等因素, 控制原材料库存对资金的占用。根据公司当前资金状况等因素, 各采购合同订金额不同, 后续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按计量完工量计算人工费, 报工程管理部审核后支付, 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。

工程施工管理

公司在工程质量、成本和安全方面形成了较为完善的管理体系和方法。

施工前期公司针对道路施工的特点以及自然条件进行设计施工方案。施工过程中公司安排技术、经验丰富的工程管理人员进场指导工作, 严格按照施工图纸与规范施工, 并按期执行项目部自检、监理检查、公司工程管理部每年对重大项目进行抽查的施工质量管理流程。项目依施工完成情况向监理、业主汇报, 接受并通过检测单位对施工材料及技术指标检测, 保证施工质量。

施工安全方面, 由公司安全部对各项目部垂直管理, 每个项目部设有安全员, 日常排查建材与施工设备摆放、高空作业安全等重点施工隐患, 并对施工人员进行安全教育, 配备并维护安全设施齐全, 保证安全专款合理充分的使用等。

工程验收方面, 公司按月向业主汇报工程进度与工程量, 并计算工程项目收入; 项目交工后, 由业主、监理、设计院共同组织验收, 形成验收报告, 并办理交接手续。交工后进入质保期, 一般为 2 年, 公司在期间负责进一步完善项目质量, 维护维修。质保期满进行竣工验收, 一般由政府交通部门、土地管理部门、档案管理部门等共同组织验收, 形成竣工验收报告, 正式完成项目收尾。

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。

收入确认方面, 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(动员预付款及材料预付款比例一般为 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, 工程交工验收后一般还剩余 5~10%的质保金, 质保期结束进行竣工验收, 业主支付剩余款项。由于工程项目的周期和效率可能受工程设计变更、工程款拖欠、交通水电供应限制、征地拆迁以及气候等因素影响, 存在不能按期建成交付的风险, 影响企业收入。

2010~2012 年, 公司承接了一批 BT 项目, 2013 年已全部进入回购期。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。其中, 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。BT 项目的回购风险因素主要有回购周期长, 当地政府主要负责人变动快及受当地财政影响比较大, 但是 BT 项目回购款都纳入财政预算, 回款有保障, 违约可能性小。公司针对 BT 项目主要防范措施有:

(1) 针对回购周期长, 责令成立项目维护小组, 对因人为破坏、超载超限情况做好详细记录, 及时与当地相关部门联系, 分清责任, 减少回购风险; (2) 成立回购款跟踪小组, 密切关注当地政府动态, 保持与当地政府部门的主要联系, 主动沟通交流, 做好承上启下工作; (3) 考察当地的优质资源及资产, 做好抵押或置换准备; (4) 公司未来不再承接 BT 类项目。

表 8 公司目前 BT 项目回购情况 (单位: 万元)

BT 项目名称	合同金额	回购起始	回购结束	回购金额				
				2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月	余额
济宁北湖 BT 项目	79,129	2012.5	2016.12	47,532.00	19,361.60	13,900.50	13,314	15,400
乐山港进港大道	118,705	2012.11	2016.11	42,965.32	19,500.00	36,966.00	0.00	0.00
无棣蔡河路	30,000	2011.12	2015.12	18,270.25	5,000.00	5,000.00	5,000	9,127
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	2012.5	2014.5	6,856.00	1,000.00	0.00	100	1,893
济南宁二环跨运河桥 BT 项目	54,234	2012.10	2016.4	8,459.00	16,741.00	12,344.00	14,693	14,807

资料来源: 公司提供

总体看, 公司路桥工程施工项目日常所需原材料采购量大, 价格波动对企业有一定影响, 但公司对原材料质量和价格管控较为严格, 供应基本稳定, 并且对劳务成本支出能有效管控; 期末在手合同额较大, 可以为未来收入提供有效支撑; 公司在工程施工、质量把控和验收方面管理比较严格, 工程质量较好; 公司主要客户都具有良好的信誉度, 不能支付的风险较低; 目前公司的 BT 项目已全部进入回购期, 未来现金流状况将会持续好转, 但需关注 BT 项目的回款情况。

3. 路桥养护施工

公司近三年路桥养护施工业务收入为 8.80 亿元、11.47 亿元和 12.91 亿元, 是公司的第二大收入来源。

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、日常坑洼修补等。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。

公司路桥养护项目一般通过公开招标、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。公司近三年路桥养护业务略有波动, 但基本保持稳定, 具体情况如下表所示。

表 9 公司路桥养护业务合同签订情况 (单位: 个、亿元)

时间	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
当期新签合同数量	71	57	60	23
当期新签合同金额	13.81	10.79	12.47	5.28
当期完工合同数量	66	51	60	25
当期完工合同金额	4.91	11.86	13.02	5.56

期末在手合同数量	9	11	11	9
期末在手合同金额	9.38	2.88	2.33	2.05

资料来源：公司提供

注：“完工”指已完工项目

目前公司路桥养护业务以山东省内为主，主要服务对象高速集团、山东省公路局、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。路桥养护业务前 5 大客户情况如下表，客户集中较高。

表 10 近三年公司路桥养护业务前 5 大客户（单位：万元、%）

年份	客户名称	销售金额	占该项营业收入比
2013 年	1.山东高速集团有限公司	20,880.00	24.57
	2.山东高速股份有限公司	20,040.66	23.59
	3.青岛市公路管理局	5,493.00	6.46
	4.济南市历城区交通运输局	1,558.20	1.83
	5.山东高速集团四川乐宜公路有限公司	6,220.73	7.32
合计		54,192.59	63.78
2014 年	1.山东高速集团有限公司	24,192.8	21.08
	2.山东高速青岛公路有限公司	19,609.4	17.09
	3.山东高速公路运营管理有限公司	9,293.28	8.10
	4.山东高速股份有限公司	8,473.98	7.38
	5.山东高速潍莱公路有限公司	5,696.95	4.96
合计		67,266.41	58.63
2015 年	1.山东高速集团有限公司	37,813.93	29.29
	2.山东高速股份有限公司	33,541.83	25.98
	3.河南省交通运输厅京珠高速公路新乡至郑州管理处	6,829.56	5.29
	4.山东高速青岛公路有限公司	21,011.15	16.28
	5.山东高速集团四川乐宜公路有限公司	2,630.85	2.04
合计		101,827.32	78.88

资料来源：公司提供

公司在路桥养护方面具有多个国内专利技术，其中沥青路面再生技术可以有效的将工程废料的再利用率提高 40%~50%，大大降低了业务成本。为防止技术外泄，公司路桥养护业务主要通过自有人力、设备实施完成，仅在日常路面保洁、大修后施工现场清理等需要大量人力且技术含量较低的业务中采取劳务分包制，并且拥有固定的合作对象。公司对养护业务管理严格，技术先进，业务质量较高。

公司近三年路桥养护业务营业成本主要包括材料成本、机械使用费以及劳务费用，2015 年公司该业务营业成本中，材料成本 45.41%、劳务费用 35.57%、机械使用费 6.43%。

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（见下表）。其中，钢材价格连续 3 年下跌，且跌幅明显；砂石料价格呈波动上涨的态势，主要系市场行情的变动所致；公司采购沥青以进口产品为主，价格受市场需求影响较大。由于该业务工作周期短，一般承接后一年内即完工，原材料价格波动对项目盈利水平影响风险可控。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 11 公司近三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		2013 年	2014 年	2015 年
沥青	采购量	18,540.25	25,981.30	24,708.86
	采购均价	4,495.24	4,678.89	3,278.13
砂石料	采购量	452,651.63	491,836.74	813,053.422
	采购均价	55.76	94.27	81.03
钢材	采购量	15,350.40	5,849.09	144,948.02
	采购均价	4,816.87	3,743.03	3,348.00
燃料油	采购量	1,824.98	3,281.79	4,250.00
	采购均价	4,066.28	2,983.30	2,400.00

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。公司近三年前 5 大供应商情况如下表：

表 12 近三年公司路桥养护施工业务的前 5 大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购产品	采购金额	占营业成本比
2013 年	1. 山东路通道路材料技术有限公司	沥青	2,239.29	3.40
	2. 山东高速集团四川乐宜公路有限公司	护栏板、护栏立柱	1,768.39	2.69
	3. 山东临沂新亚交通设施有限公司	护栏板、护栏立柱	1,392.44	2.12
	4. 山东高速建设材料有限公司	沥青	1,208.18	1.84
	5. 颜涛	石灰岩	731.09	1.11
合计		--	7,339.39	11.15
2014 年	1. 山东高速建设材料有限公司莱芜分公司	沥青	4,450.00	4.77
	2. 青岛日石吉通沥青有限公司	沥青	2,567.84	2.75
	3. 日照市公路管理局材料处	沥青	2,230.95	2.39
	4. 青岛日石吉通沥青有限公司	沥青砼	1,915.47	2.05
	5. 山东华瑞道路材料技术有限公司	沥青	1,261.00	1.35
合计		--	12,425.26	13.32
2015 年	1. 山东省沥青路面再生工程技术研究中心	沥青	1,182.33	12.28
	2. 山东华瑞道路材料技术有限公司	沥青	1,009.70	9.67
	3. 杨同东	苗木	980.89	9.39
	4. 鞍山森远路桥股份有限公司	钢材	970.29	9.29
	5. 泰安市公路局工程二处	沥青成品料	891.44	8.54
合计		--	5,034.65	49.17

资料来源：公司提供

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，公司路桥养护业务主要集中在山东省内，该业务近几年稳步提升，预计未来随着公

路通车里程数与使用年限的增长，市场需求将会扩大；公司对原材料质量和价格管控严格，供应基本充足，劳务合作关系稳定，营业成本控制良好；公司在路面养护方面具有先进的管理技术与管理经验，经营状况良好，但联合评级也注意到，该业务区域集中度高，经营状况易受区域财政政策影响，且竞争激烈，业务量容易出现波动。

4. 重大事项

非公开发行股票预案

2016年4月底，公司发布了《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546,448,087股），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有限公司、齐鲁交通投资有限公司、云南通达资本管理有限公司（山东高速集团有限公司二级子公司）、山东省社会保障基金理事会、山东铁路建设投资有限公司（山东高速集团有限公司控股子公司）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将用于以下项目，具体情况如下表所示。

表13 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

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。

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。但是本次非公开发行方案尚需取中国证监会核准，具有一定的不确定性。

5. 经营效率

2013~2015年，公司应收账款周转次数分别为3.30次、2.64次和2.23次；存货周转次数为2.05次、1.66次和1.78次；总资产周转次数为0.78次、0.70次和0.73次。其中，公司应收账款周转率持续下降主要系公司项目结算增加但款项尚未收回所致；公司存货周转率下滑，尤其是2014年为波谷，主要系2014年公司主要原材料价格下跌导致营业成本快速下降，公司在建项目和未完成在手订单较多施工进度有所放缓导致存货增加导致；公司总资产周转率水平2014年为波谷，主要系市场环境的影响导致公司2014年营业收入有所下降所致。

从同行业上市公司比较情况来看，公司总资产周转率处于行业较高水平；存货周转率与应收

账款周转率水平处于行业平均水平，整体经营效率较高。

表 14 同类上市 2015 公司营运能力比较（单位：次）

公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
中国交建	2.80	6.53	0.59
四川路桥	1.89	28.25	1.89
成都路桥	1.46	1.78	0.24
北新路桥	1.80	2.79	0.45
龙建股份	2.24	4.46	0.92
山东路桥	1.78	2.33	0.73

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率较高。

6. 关联交易

公司控股股东山东高速集团系山东省最大的高速公路和桥梁建设的发包商，在山东省路桥建设市场上占有重要地位，公司全资子公司路桥集团系山东省最大的高速公路和桥梁施工单位，基于路桥建设区域化配套的历史原因，路桥集团自从成为高速集团全资子公司以来后，关联交易比例一直较高。2015 年，公司向关联方合计销售商品及提供劳务金额 39.94 亿元，占同类交易金额比例的 53.84%，合计向关联方购买商品及接受劳务金额 2.25 亿元，占同类交易金额比例为 3.62%。

虽然公司与高速集团及其控制的企业之间的关联交易比重较高，但公司在经营管理和业务上均具有独立性。路桥集团与高速集团及其子公司之间的重大关联交易均严格遵循《工程建设施工招标投标管理办法》和《山东省建设工程施工招标投标管理暂行办法》的相关规定，履行了招投标程序，关联交易定价公允。

总体看，公司与关联方的交易金额较大，考虑到该等交易定价公允，联合评级认为对公司的正常生产经营影响不大，但仍需关注较大规模的关联交易对公司经营带来的不确定性。

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。公路桥梁建设是国家大力支持的基础产业，且公司遍及全国，涉足海外，抗风险能力较强。公司工程承接与管理体系成熟，技术领先，资质齐全，业内竞争力水平高，未来发展前景较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2013~2015年的审计报告，审计报告均经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙），并出具了标准无保留意见的审计报告。2013年公司执行财政部2006年2月15日编订的《企业会计准则》，2014年公司开始执行2014年7月23日财政部新颁布的企业会计准则，上述会计政策变更，仅对报表项目金额产生影响，对公司2013年度资产总额、负债总额、净资产及净利润未产生影响。近三年，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性很强。

截至2015年底，公司合并资产总额104.16亿元，负债合计73.76亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.40亿元，其中归属于母公司的所有者权益为30.37亿元。2015年公司实现营业收入74.19亿元，净利润（含少数股东损益）3.78亿元，其中归属于母公司的净利润为3.77亿元；经营活动产生的现金流量净额8.33亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额127.76亿元，负债合计94.96亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.79亿元，其中归属于母公司的所有者权益为32.76亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入42.07亿元，净利润（含少数股东损益）2.49亿元，其中归属于母公司的净利润为2.48亿元；经营活动产生的现金流量净额0.79亿元，现金及现金等价物净增加额1.56亿元。

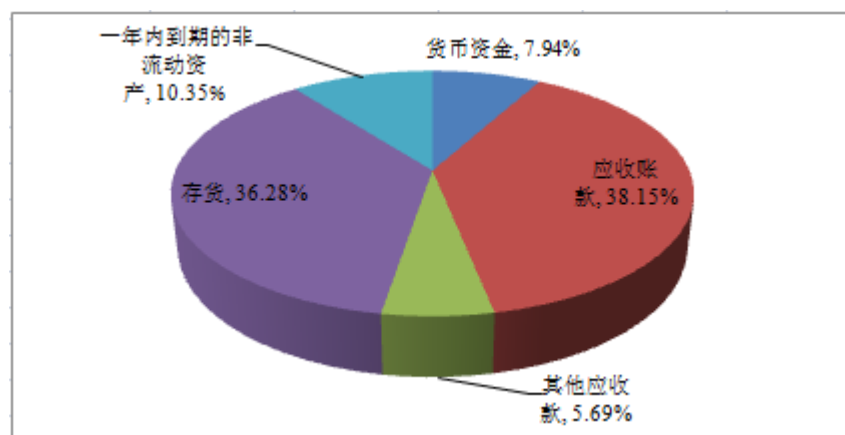
2. 资产质量

近三年公司经营稳健，资产规模稳步提升，三年复合增长率为5.15%。截至2015年底，公司资产总额为104.16亿元，较上年末增加3.89%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产合计占90.69%，非流动资产合计占9.31%，流动资产占比较高，符合公司工程建设类企业特征。

流动资产

近三年公司流动资产三年复合增长率为8.22%，主要系应收账款的大幅增加所致。截至2015年底，公司流动资产合计94.46亿元，较上年末增长4.59%，以货币资金（占比7.94%）、存货（占比36.28%）、应收账款（占比38.15%）、其他应收款（占比5.69%）和一年内到期的非流动资产（占比10.35%）为主，具体情况见下图。

图 7 截至 2015 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司货币资金基本保持稳定，三年复合增长率为 0.59%。截至 2015 年底，公司货币资金为 7.50 亿元，其中银行存款和现金占比 90.93%，其他货币资金占比 9.07%。其他货币资金主要由银行保函和承兑汇票保证金构成，全部为受限资金，公司受限资金在货币资金中占比较低。

近三年公司应收账款三年复合增长率为 29.61%，呈现持续增长的态势，主要系项目结算增加但款项尚未收回所致。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 36.03 亿元，其中与关联方业务产生的应收账款合计 19.13 亿元，占 53.09%，占比较高，未提坏账准备；其余为采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款，占 46.91%，其中账龄在 1 年以内的占比为 83.84%，计提比例为 5.00%；1~2 年的占比 9.57%，计提比例为 10.00%；2~3 年的占比 5.52%，计提比例为 30.00%；3~4 年的占比 0.34%，计提比例为 50.00%；4~5 年的占比 0.25%，计提比例为 80.00%；5 年以上的占比 0.48%，计提比例为 100.00%。结合账龄结构及主要客户的历史回款情况来看，公司应收账款发生坏账的风险较小，坏账准备计提较为合理，但集中度较高，有一定的集中度风险，具体情况如下表所示。

表 15 截至 2015 年底公司应收账款前五明细（单位：亿元、%）

单位名称	与本公司关系	账面余额	计提的坏账准备金额	比例
山东高速集团有限公司	关联方	7.30	--	19.53
呼和浩特市市政工程管理局	非关联方	2.53	0.16	6.78
青岛临港经济开发区管理委员会	非关联方	1.93	0.10	5.17
山东高速集团四川乐宜公路有限公司	关联方	1.61	--	4.31
山东高速青岛发展有限公司	关联方	1.57	--	4.20
合计		14.94	--	39.99

数据来源：公司年报

近三年公司存货三年复合增长率达到 0.55%，基本保持稳定。截至 2015 年底，公司存货账面价值 34.27 亿元，较上年末减少 4.01%，主要由建造合同形成的已完工未结算资产（占比 92.14%）和原材料（占比 3.90%）构成。其中，原材料计提坏账准备 6.61 万元，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，公司计提坏账准备较为合理。

表 16 截至 2015 年底公司建造合同形成的已完工未结算资产情况（单位：亿元）

项 目	金额
累计已发生成本	316.52
累计已确认毛利	42.58

已办理结算的金额	327.52
建造合同形成的已完工未结算资产	31.57

数据来源：公司年报

近三年公司其他应收款三年复合增长率为 40.16%，呈现持续增长的态势，主要系随着投标工程规模的扩大，工程履约押金、保证金的增加所致。截至 2015 年底，公司其他应收款为 5.37 亿元，较上年末增长 5.01%，主要由关联方往来款（占比 4.84%）和工程押金及保证金（占比 91.27%）构成。其中，公司单项金额重大并单独计提坏账准备的应收款项账面金额为 0.20 亿元，占比 3.59%，计提坏账准备 616.55 万元；按组合计提坏账准备的其他应收款账面金额 5.36 亿元，占比 96.41%，计提坏账准备 1,295.52 万元；单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收款项账面金额为 7,934.35 元，计提坏账准备 5,596.34 元，公司其他应收款坏账准备计提较为合理。从其他应收款前五大明细来看，主要为一年以内的履约保证金，回收风险较小，具体情况如下表所示。

表 17 截至 2015 年底公司其他应收款前五大明细（单位：亿元、%）

单位名称	与本公司关系	账面余额	账龄	内容	占比
山东高速集团有限公司建设管理公司	关联方	0.67	1 年以内	履约保证金	12.02
青岛海高城市开发集团有限公司	非关联方	0.62	1 年以内	履约保证金	11.07
山东高速红河交通投资有限公司	关联方	0.50	1 年以内	履约保证金	9.08
山东文莱高速公路有限公司	非关联方	0.39	1 年以内	履约保证金	6.98
山东高速云南发展有限公司	关联方	0.38	1 年以内	履约保证金	6.91
合计		2.56	--	--	46.06

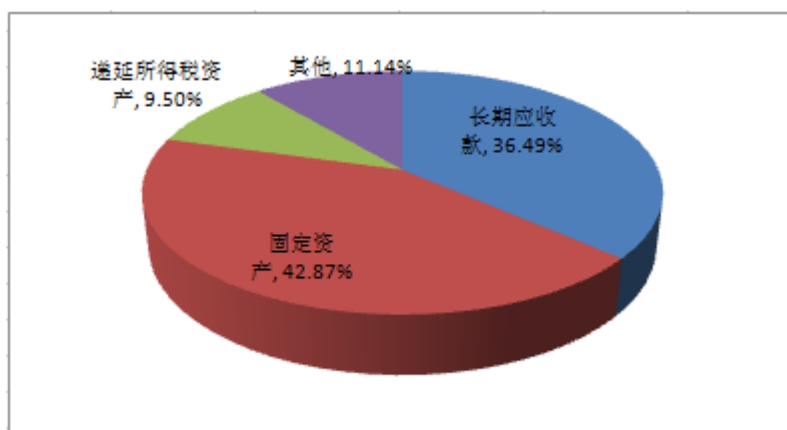
数据来源：公司年报

近三年公司一年内到期的非流动资产三年复合增长率为-16.32%，呈现持续下降的态势。截至 2015 年底，一年内到期的非流动资产合计 9.77 亿元，均为 BT 项目及垫资项目的长期应收款一年内到期部分。

非流动资产

近三年公司非流动资产三年复合下降 15.37%，主要系长期应收款的下降所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 9.70 亿元，较上年末减少 2.49%，以长期应收款（占比 36.49%）、固定资产（占比 42.87%）和递延所得税资产（占比 9.50%）为主，具体情况如下图所示。

图 8 截至 2015 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司长期应收款三年复合下降 30.39%，呈现持续下降的态势，主要系公司建设的 BT 项目逐渐进入回购阶段的末期并且部分调整至一年内到期的非流动资产所致。截至 2015 年底，公司长期应收款余额 3.54 亿元，主要由 BT 项目工程款（占 75.02%）和收款期超过一年的工程款（占 24.98%）组成，合计计提坏账准备 367.34 万元，考虑到公司 BT 项目均为政府回购，发生坏账的可能性较小，坏账计提充分。

近三年公司固定资产三年复合下降 5.35%，基本保持稳定。截至 2014 年底，公司固定资产 4.18 亿元，较上年末下降 9.90%，主要系淘汰机械设备及运输设备等老旧设备所致；截至 2015 年底，公司固定资产 4.16 亿元，较上年末下降 0.57%，主要系累计折旧增加所致。截至 2015 年底，公司固定资产由房屋及建筑物（占比 21.83%）、机器设备（占比 59.95%）、电子设备（占比 3.89%）、运输工具（占比 12.84%）和其他设备（占比 1.48%）构成，公司固定资产结构符合行业特点。截至 2015 年底，公司固定资产账面原值为 13.31 亿元，累计折旧 9.16 亿元，固定资产成新率为 31.18%，成新率低。

近三年公司递延所得税资产三年复合下降 2.33%，基本保持稳定。截至 2015 年底，公司递延所得税资产为 0.92 亿元，主要系资产减值准备和可抵扣亏损造成的可抵扣暂时性差异所致。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 127.76 亿元，较年初增长 22.66%，主要系可供出售金融资产的增加所致，非流动资产占比较年初增加 12.06 个百分点。流动资产中，其它应收款较年初增长 81.83%，主要系支付投标保证金和履约保证金增加所致；存货较年初增长 14.76%，主要系已完工未结算的项目增加所致。非流动资产中，新增可供出售金融资产 18.45 亿元，主要系公司新增信托类金融资产（通过信托计划投资于高速集团的公路项目获取投资收益）所致。

总体看，近年来公司随着经营规模的扩大，资产规模稳步提升，以流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比较高，应收账款回收前景良好，存货跌价可能性较低，公司流动资产质量较好；非流动资产以长期应收款和固定资产为主，长期应收款主要是 BT 工程款，不能收回的可能性较小，但公司固定资产成新率低。公司整体资产质量较高。

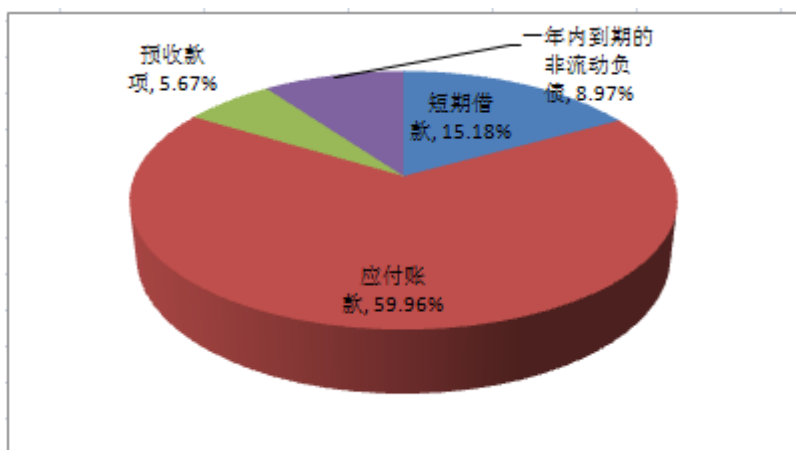
3. 负债及所有者权益

负债

近三年公司负债三年复合增长 1.82%，基本保持稳定。截至 2015 年底，公司负债总额为 73.76 亿元，较上年增长 0.08%，基本保持稳定。其中，流动负债占比 99.33%，非流动负债占比 0.67%，负债结构以流动负债为主。

近三年公司流动负债三年复合增长 8.02%，呈现持续增长的态势。截至 2015 年底，公司流动负债为 73.27 亿元，较上年末增长 9.37%，主要系应付账款与一年内到期的非流动负债增加所致，主要由短期借款（占比 15.18%）、应付账款（占比 59.96%）、预收款项（占比 5.67%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.97%）构成，具体情况如下图所示。

图 9 截至 2015 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

近三年公司短期借款三年复合增长 0.73%，呈现波动增长的态势。截至 2014 年底，公司短期借款为 16.99 亿元，较上年末增长了 55.02%，主要系公司 2013 年新签署的路桥工程与养路工程合同金额增长较快，为了补充营运资金而增加短期借款所致；截至 2015 年底，公司短期借款为 11.12 亿元，较上年末下降了 34.55%，主要系公司 2015 年收回较多长期应收款，偿还部分短期借款所致。其中，短期借款主要由保证借款（占比 41.55%）和信用借款（占比 58.45%）构成。

近三年公司应付账款三年复合增长 18.13%，呈现持续增长的态势，主要系公司在建工程规模不断扩大，公司增加了供应商欠款并且延长应付账款账期所致。截至 2015 年，公司应付账款为 43.93 亿元，较上年末增长 27.17%。从账龄来看，1 年以内（含 1 年）占比 72.16%，1~2 年（含 2 年）占比 19.58%，2~3 年（含 3 年）占比 6.13%，3 年以上占比 2.13%，主要以一年内为主。从账龄超过 1 年的重大

表 18 截至 2015 年底公司账龄超过一年的大额应付账款情况（单位：万元）

单位名称	期末余额	未结算原因
内蒙古鲁桥置业有限公司	2,329.79	对方未催收
福建东枋建筑工程劳务有限公司	2,205.71	工程推迟，对方未催收
云南阳光道桥股份有限公司	2,199.87	未到合同付款期
江阴市交通工程建设总公司	1,965.71	未到期
江苏东珠景观股份有限公司	1,927.98	未到支付期限

数据来源：公司年报

近三年公司预收账款三年复合下降 13.39%，呈现波动下降的态势。截至 2014 年底，公司预收账款为 5.91 亿元，较上年末增长了 6.58%，主要系 2014 年开工项目增加所致。截至 2015 年底，公司预收账款为 4.16 亿元，较上年末减少了 29.61%，主要系 2015 年开工项目增速放缓所致。

近三年公司应交税费三年复合下降 7.08%，呈现波动下降的态势，主要系公司营业税与企业所得税减少所致。截至 2015 年底，公司应交税费为 2.77 亿元，较上年末减少 19.83%。

近三年公司一年内到期的非流动负债三年复合增长 4.12%，呈现波动增长态势。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债余额为 6.57 亿元，较上年末增长 274.35%，主要是一年内到期的应付债券（13 鲁路桥 MTN1 和 13 鲁路桥 MTN002，其中第一期 3 亿元将于 2016 年 2 月 25 日到期，第二期 3.2 亿元将于 2016 年 8 月 8 日到期）的大幅增加所致。

近三年公司非流动负债三年复合下降 75.74%，主要系应付债券调整至一年内到期的非流动负

债所致。截至 2015 年底，公司非流动负债为 0.49 亿元，主要由长期应付职工薪酬（占比 99.77%）构成。

近三年公司长期应付职工薪酬三年复合下降 8.53%，基本保持稳定。截至 2015 年底，公司长期应付职工薪酬为 0.49 亿元，较上年下降了 8.24%，全部由辞退福利构成。

近三年公司有息债务规模三年复合下降 13.26%，呈现波动下降的态势。截至 2015 年底，公司全部债务为 19.83 亿元，全部由短期债务组成，但考虑到公司的业务类型和资产结构，公司长期债务的占比有待提高。近三年，公司资产负债率分别为 75.52%、73.51%和 70.82%；长期债务资本化比率分别为 25.19%、18.86%和 0.00%；全部债务资本化比率分别为 53.33%、50.08%和 39.48%。公司整体短期债务负担尚可，但期限结构有待改善。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 94.96 亿元，较年初增长 28.74%，主要系公司中标工程大幅增加使得融资需求增加所致。截至 2016 年 9 月底，公司流动负债占比减少至 88.32%，负债结构有所调整，主要系融资需求增加使得长期借款增加所致；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 74.33%、55.67%和 24.54%，与年初相比，总负债水平有所上升，期限结构仍然有待改善。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，偿债负担适中，短期负债规模占比很大，债务结构有待改善。

所有者权益

近三年公司所有者权益年均复合增长 14.81%，主要系未分配利润的增加所致。截至 2015 年底公司所有者权益合计 30.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 30.37 亿元，占比 99.90%，归属于母公司的所有者权益占比较高；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 56.37%、资本公积占 18.33%、盈余公积占 5.22%、未分配利润占 53.00%。其中，资本公积为负数主要系 2012 年模拟增发股份 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的占比较高，所有者权益的稳定性一般。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益为 32.79 亿元，较年初增长 7.88%，主要系未分配利润增加所致。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年公司营业收入分别为 71.61 亿元、68.42 亿元和 74.19 亿元，年均复合增长 1.78%，呈现波动增长态势。其中，公司 2014 年营业收入较上年下降 4.46%，主要系乐自高速乐山城区连接线和金水路打通工程项目实际开工时间晚于预计时间，蓬莱项目和淮南项目工作面未全面展开，因此造成营业收入确认延后所致；公司 2015 年营业收入较上年增加 8.42%，主要系完工量增加所致。近三年公司实现利润总额分别为 3.64 亿元、4.45 亿元和 5.33 亿元，三年复合增长 20.88%；净利润分别为 2.62 亿元、3.12 亿元和 3.78 亿元，年复合增长 20.12%；归属母公司的净利润分别为 1.03 亿元、3.11 亿元和 3.77 亿元，主要系部分逾期的长期应收款及时收回使得资产减值损失大幅减少所致。公司盈利规模尚可，增长速度较快，主要系近年来钢铁、水泥和沥青等大宗商品价格下降较快，同时公司加强内部管理，完善大宗材料和设备租赁招投标制度，降低了成本费用导致公司营业利润率增加所致。

从期间费用方面来看，近三年公司期间费用分别为 3.60 亿元、4.10 亿元和 5.18 亿元，期间费用

整体呈增长态势，主要系管理费用中职工薪酬、安全生产费用和研究与开发费用增加所致。近三年，公司财务费用分别为-3,839.70万元、1,002.51万元和5,697.37元，呈现上升趋势，主要系于随着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。近三年期间费用占营业收入的比重分别为5.02%、5.99%和6.99%，虽然略有上升但仍属较低水平，公司费用控制能力较强。

从各项盈利指标来看，近三年公司营业利润率分别为 11.21%、12.80%和 13.91%；总资本收益率分别为 8.62%、8.92%和 9.67%；总资产报酬率分别为 5.79%、6.08%和 6.41%；净资产收益率分别为 12.09%、12.57%和 13.26%，均呈现持续增长的趋势。

从同行业比较情况看，公司盈利规模在路桥建设行业上市公司中属于较好水平，除总资产报酬率外，其他主要盈利指标均处于较高水平，具体情况见下图。

表 19 2015 年同行业上市公司盈利能力指标比较（单位：%）

公司简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
中国交建	11.88	3.65	15.20
四川路桥	12.74	4.49	12.34
成都路桥	0.71	1.07	12.07
北新路桥	2.43	1.17	11.03
龙建股份	2.50	2.16	7.73
山东路桥	13.25	5.84	16.21

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016年1~9月，公司实现营业收入42.07亿元，同比增长4.30%，主要系完工决算项目略有增加所致；实现净利润2.49亿元，同比增加21.04%，主要系营改增影响所致。

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，近三年公司经营活动现金流入分别为 62.35 亿元、62.64 亿元和 65.89 亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金分别为 56.50 亿元、59.94 亿元和 61.12 亿元，主要系公司工程项目规模扩大，回款良好所致；近三年公司经营活动现金流出分别为 54.98 亿元、59.49 亿元和 57.57 亿元，其中公司购买商品接受劳务支付的现金分别为 42.76 亿元、46.32 亿元和 43.30 亿元，主要系公司工程规模扩大导致公司采购原材料增加所致。近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.36 亿元、3.15 亿元和 8.33 亿元。公司现金收入比率的波动变化主要受应收账款回收时点影响，近三年公司现金收入比分别为 78.90%、87.60%和 82.39%，收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，近三年公司投资活动现金流入分别为 217.02 万元、1,852.82 万元和 288.09 万元，三年复合增长 15.22%，主要由处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额构成；近三年公司投资活动现金流出分别为 11,602.64 万元、4,559.04 万元和 5,524.99 万元，三年复合下降 30.99%，主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.14 亿元、-0.27 亿元和-0.52 亿元。

从筹资活动情况来看，近三年公司筹资活动现金流入分别为 25.82 亿元、18.89 亿元和 19.32 亿元，年均复合下降 13.49%，主要系 2013 年公司发行中期票据所致；近三年公司筹资活动现金流出分别为 30.18 亿元、20.56 亿元和 27.94 亿元，三年复合下降 3.78%，基本保持稳定，主要是

偿还银行贷款和分配股利。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.36 亿元、-1.67 亿元和-8.62 亿元。

2016年1~9月，公司经营活动现金流净额为0.79亿元，较去年同期相比由负转正，主要系BT项目回款和新项目集中开工收到业主支付的开工预付款增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-18.93亿元，较去年同期相比大幅流出，主要系新增可供出售金融资产，对应的支付资金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为19.63亿元，较去年同期相比由负转正，主要系融资需求增加所致。

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，投资活动现金流主要用于购建固定资产，筹资活动现金流呈现净流出状态，公司现金流情况较好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年公司流动比率分别为 1.28 倍、1.35 倍和 1.29 倍，速动比率分别为 0.74 倍、0.82 倍和 0.82 倍，均呈现上升趋势，主要系公司应收账款余额逐年增加所致。2015 年末公司现金短期债务比为 0.40 倍，公司现金对短期债务的覆盖尚可；经营现金流流动负债比为 11.36%，经营现金流对流动负债的覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，受公司承揽工程规模扩大，上游原材料价格下降较快导致营业利润率提高的影响，公司 EBITDA 呈稳步增长趋势，年均增长 4.49%，分别为 6.62 亿元、6.91 亿元和 7.23 亿元，2015 年公司 EBITDA 由折旧（占比 8.13%）、摊销（占比 1.27%）、计入财务费用的利息支出（占比 16.92%）和利润总额（占比 73.68%）构成。近三年，公司 EBITDA 增速高于债务增速，公司长期偿债能力指标呈增长态势，2015 年，EBITDA 全部债务比为 0.36 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较好；EBITDA 利息倍数为 5.91 倍，EBITDA 对利息的保障程度较好。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2016 年 9 月底，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项。

截至 2016 年 9 月底，公司获得银行综合授信额度合计 164.9 亿元，已使用的综合授信额度 65.1 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 9 月底，公司无重大影响的行政处罚。

截至2016年9月底，公司共有4项重大诉讼、仲裁事项，其中金额在1,000万元以上的包括：（1）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；（2）公司全资子公司作为原告起诉济宁市人民政府未按期支付“济宁市南二环跨京杭大运河桥梁工程”工程回购款，2015年双方达成还款协议，公司撤诉，截至2016年9月底已收到回购款5.46亿元；（3）公司全资子公司作为原告起诉济宁市人民政府未按期支付“济宁北湖省级旅游度假区路网桥梁城市基础设施融资建设项目（BT）第A段合同”工程回购款，2015年双方达成还款协议，公司撤诉，截至2016年9月底已收到回购款9.51亿元。

总体看，公司整体偿债能力强，间接融资渠道顺畅。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2016 年 9 月底，公司债务总额为 41.18 亿元，本次拟发行公司债规模不超过 10 亿元，本期拟发行公司债规模为 5 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度影响尚可。本次债券发行后，虽然公司债务负担将显著加重，但考虑到公司本次发行债券部分用于偿还银行贷款，尚处于合理水平。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 38.65%、60.95%和 76.19%，债务负担有所加重，但有助于调整公司债务结构。考虑到本次发行债券部分用于偿还银行贷款，公司实际债务负担将低于上述预测值。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 5 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 32.32%、58.47%和 75.30%，债务负担有所加重，但有助于调整公司债务结构。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 7.23 亿元，为本次公司债券发行额度（10 亿元）的 0.72 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 65.89 亿元，为本次公司债券发行额度（10 亿元）的 6.59 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度较高。

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 7.23 亿元，为本期债券发行额度（5 亿元）的 1.45 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 65.89 亿元，为本期债券发行额度（5 亿元）的 13.18 亿元，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

未来，随着公司业务范围拓展、BT 项目逐步实现回购，公司盈利水平和现金流规模有望继续提升，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、盈利能力、股东支持等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

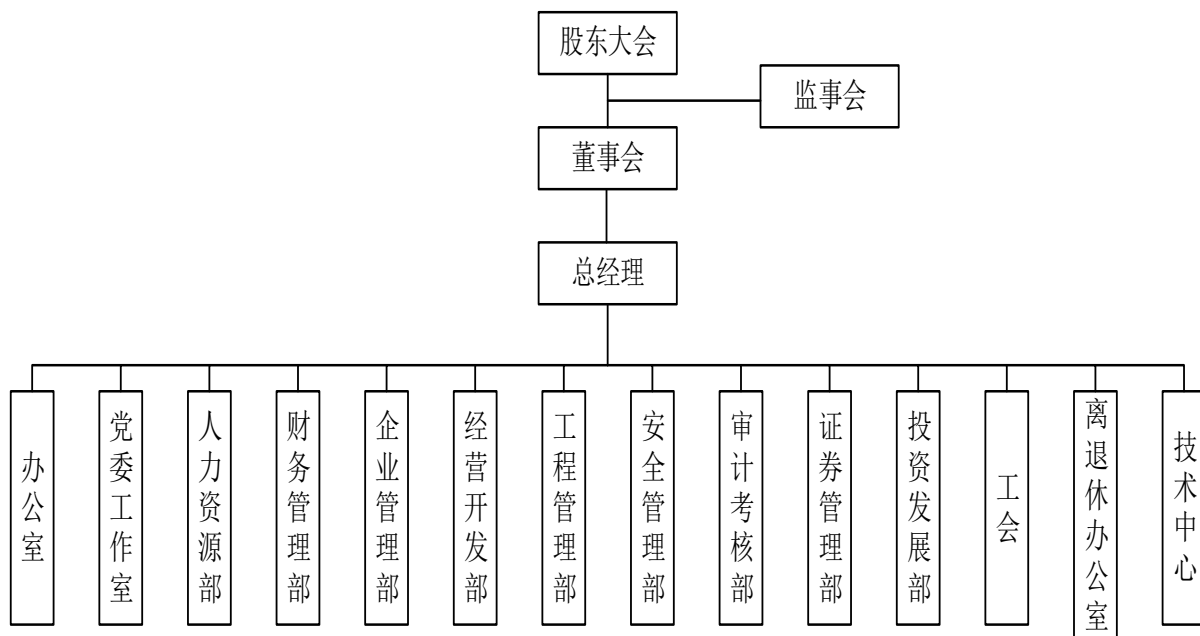
九、综合评价

公司作为山东省内主要的路桥建设集团，资产质量较好，收入利润规模较大。近年来随着承建的 BT 项目逐渐进入回购期，公司经营现金流状况不断改善。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，公司债务规模较大，债务负担较重等因素对其盈利能力及信用水平的不利影响。

未来几年，公司 BT 项目逐渐完成回购，公司现金流状况有望保持较好状态。同时公司逐步加大全国业务布局并进入国际市场，未来公司收入利润规模有望保持稳健增长，联合评级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公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
资产总额（亿元）	94.20	100.26	104.16	127.76
所有者权益（亿元）	23.06	26.56	30.40	32.79
短期债务（亿元）	18.59	20.47	19.83	30.52
长期债务（亿元）	7.77	6.17	0.00	10.66
全部债务（亿元）	26.36	26.65	19.83	41.18
营业收入（亿元）	71.61	68.42	74.19	42.06
净利润（亿元）	2.62	3.12	3.78	2.49
EBITDA（亿元）	6.62	6.91	7.23	--
经营性净现金流（亿元）	7.36	3.15	8.33	0.79
应收账款周转次数（次）	3.30	2.64	2.23	--
存货周转次数（次）	2.05	1.66	1.78	--
总资产周转次数（次）	0.78	0.70	0.73	--
现金收入比率（%）	78.90	87.60	82.39	112.55
总资产收益率（%）	8.62	8.92	9.67	--
总资产报酬率（%）	5.79	6.08	6.41	--
净资产收益率（%）	12.09	12.57	13.26	--
营业利润率（%）	11.21	12.80	13.91	16.54
费用收入比（%）	5.02	5.99	6.99	8.47
资产负债率（%）	75.52	73.51	70.82	74.33
全部债务资本化比率（%）	53.33	50.08	39.48	55.67
长期债务资本化比率（%）	25.19	18.86	0.00	24.54
EBITDA 利息倍数（倍）	4.03	4.75	5.91	--
流动比率（倍）	1.28	1.35	1.29	1.20
速动比率（倍）	0.74	0.82	0.82	0.73
现金短期债务比（倍）	0.42	0.41	0.40	0.33
经营现金流动负债比率（%）	11.73	4.70	11.36	0.95
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.66	0.69	0.72	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.32	1.38	1.45	--

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。

2、公司长期债务含长期应付款的融资租赁款

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。

联合信用评级有限公司关于 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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东高速路桥集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东高速路桥集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东高速路桥集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东高速路桥集团股份有限公司的相关状况，如发现山东高速路桥集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东高速路桥集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山东高速路桥集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东高速路桥集团股份有限公司、监管部门等。

