



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪446号

山东高速集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“山东高速集团有限公司2016年公司债券（第一期）”、“山东高速集团有限公司2017年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月十三日

山东高速集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）、 2017 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	山东高速集团有限公司		
债券名称	山东高速集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）		
债券简称	16 鲁高 01		
债券代码	136518.SH		
发行规模	人民币 25 亿元		
存续期限	2016/7/6~2021/7/6		
上次评级时间	2018/6/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

发行主体	山东高速集团有限公司		
债券名称	山东高速集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）		
债券简称	17 鲁高 01、17 鲁高 02		
债券代码	143070.SH、143071.SH		
发行规模	品种一：9.70 亿元	品种二：5.30 亿元	
存续期限	品种一：2017/4/18-2020/4/18	品种二：2017/4/18-2022/4/18	
上次评级时间	2018/6/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

山高集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	1,122.03	1,555.21	1,777.70	1,823.59
总资产(亿元)	4,581.83	5,541.76	6,145.86	6,376.57
总债务(亿元)	1,470.92	1,984.62	2,379.97	2,435.69
营业总收入(亿元)	589.36	666.34	706.27	152.41
营业毛利率(%)	18.19	22.55	20.04	22.20
EBITDA(亿元)	153.85	177.91	193.90	-
总资产收益率(%)	2.64	2.56	2.47	1.86*
资产负债率(%)	75.51	71.94	71.07	71.40
总债务/EBITDA(X)	9.56	11.16	12.27	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.39	2.35	2.20	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。2019 年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

基本观点

2018 年，受益于良好的经济发展环境，山东高速集团有限公司（以下简称“山高集团”或“公司”）各业务板块不断发展，收入规模保持稳定增长，良好的盈利及多元化的业务格局为公司债务偿付提供了有利的保障。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司有息债务规模持续扩大以及在建项目较多、资本支出压力较大等因素对公司整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持山高集团主体信用等级为 AAA；评级展望为稳定；维持“山东高速集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）”、“山东高速集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正面

- **区域经济持续增强，交通运输业稳定发展。** 2018 年山东省 GDP 总量同比增长 6.4%；省内铁路、公路、水路共完成客运量 6.5 亿人次，同比增长 3.2%。良好的区域经济和交通运输环境为公司业务发展提供了有力保障。
- **收入规模持续增长，盈利能力很强。** 2018 年，受益于各业务板块的良好运营，公司实现营业收入 706.27 亿元，同比增长 5.99%。全年实现利润总额 70.87 亿元，同比增长 6.49%；实现净利润 58.74 亿元，同比增长 20.98%。
- **多元化业务发展良好。** 近年来公司多元化经营成果显著，围绕“大交通”战略开展的铁路、商品销售、工程施工等业务均保持不同程度的增长，多元化板块已成为公司交通业务的有益补充和未来业务发展的重要支撑。

分析师

李龙泉 lqli@ccxr.com.cn

付蓉 rfu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月13日

关注

- 公司有息债务规模大，偿债压力加大。近年来公司融资需求持续扩大，债务规模随之增长。公司2018年及2019年一季度末总债务分别为2,379.97亿元和2,435.69亿元。
- 在建及拟建项目较多，资本支出压力较大。截至2019年3月末，公司在建及拟建高速公路1,055.05公里，概算总投资1,141.86亿元，已累计完成投资474.18亿元，存在较大的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

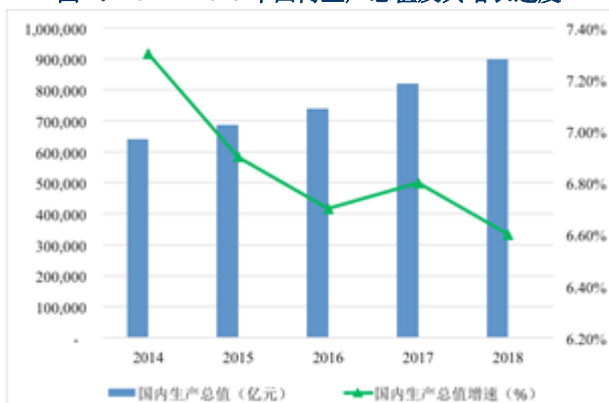
6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018年，我国国民经济维持稳定发展，山东省区域经济与交通运输行业相互促进，有力地推动省内高速公路行业的发展

2018年，我国实现国内生产总值900,309亿元，比上年增长6.6%。其中，第一产业增加值64,734亿元，增长3.5%；第二产业增加值366,001亿元，增长5.8%；第三产业增加值469,575亿元，增长7.6%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为7.2%，第二产业增加值比重为40.7%，第三产业增加值比重为52.2%。财政收入方面，全年全国一般公共预算收入183,352亿元，比上年增长6.2%，其中税收收入156,401亿元，增长8.3%。总体来看，目前我国经济运行稳中向好，为交通运输业的发展提供良好的外部环境。

图 1：2014~2018 年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

国民经济平稳运行，推动我国高速公路固定资产投资持续增长，2018年全国共完成公路建设投资21,335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9,972亿元，增长7.7%；普通国道建设完成投资6,378亿元，下降12.2%；农村公路建设完成投资4,986亿元，增长5.4%。从下游需求角度来看，受高铁分流的影响，我国公路客运量持续下降；但公路货运量受益于经济运行稳中向好而快速增长。完成营业性客运量136.72亿人，比上年下降6.2%，旅客周转量9,279.68亿人公里，下降5.0%。完成货运量395.69亿吨，增长7.3%，货物周转量71,249.21亿吨公里，增长6.7%。

从山东省区域情况来看，2018年，全省实现生

产总值（GDP）76,469.7亿元，按可比价格计算，比上年增长6.4%。其中，第一产业增加值4,950.5亿元，增长2.6%；第二产业增加值33,641.7亿元，增长5.1%；第三产业增加值37,877.4亿元，增长8.3%。三次产业结构为6.5:44.0:49.5，整体产业结构有所优化。2018年，山东全社会固定资产投资（不含农户）比上年增长4.1%。三次产业投资构成为1.7:39.5:58.8，服务业投资比重比上年提高10.3个百分点。民间投资增长4.1%。重点领域中，工业技术改造投资增长9.6%，高技术制造业投资增长17.6%，装备制造业投资增长7.6%，新一代信息技术产业投资增长18.4%。

从山东省高速公路建设情况看，山东省目前已成为全国重要的交通大省之一，其中公路交通贡献越来越突出。从各种运输方式完成的运输量和周转量来看，山东省综合交通运输体系中，公路运输基本占主导地位。铁路、公路、水路共完成旅客运量6.7亿人次，比上年增长3.2%；货运量34.9亿吨，增长8.3%。

表 1：2018 年山东省综合运输情况

运输方式	货物		旅客	
	周转量 (亿吨公里)	货运量 (亿吨)	周转量 (亿人公里)	客运量 (亿人)
公路	6,859.7	31.3	493.6	5.0
铁路	1,288.4	1.9	784.6	1.5
水路	1,835.5	1.8	12.8	0.2
总计	9,983.6	34.9	1,290.9	6.7

资料来源：山东省国民经济和社会发展统计公报，中诚信证评整理

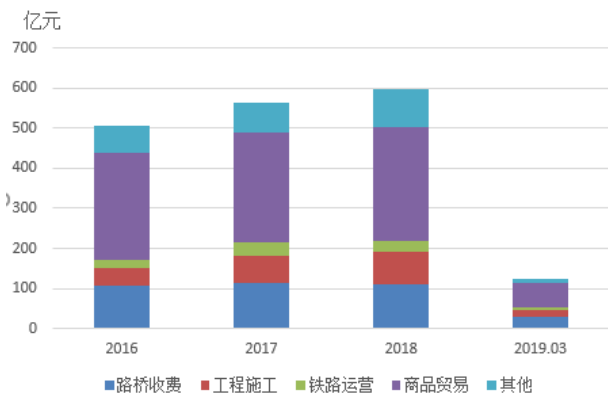
为了保证物流和客流的畅通，适应经济的发展需要，山东省1990年开始高速公路建设。2018年，山东综合交通运输完成固定资产投资超过1,600亿元，其中公路水路固定资产投资达到1,158亿元，同比增长28%。通过20多年的发展，截至2018年末，山东省公路通车总里程达到27.6万公里，较上年末增加5,051公里；其中高速公路通车里程达6,057.4公里，较上年末新增236.5公里，通车里程位居全国前列。

总体来看，近年来我国国民经济保持平稳发展态势，加之山东省大力投入交通基建，公路路网不断完善，与区域经济互相促进，为省内高速公路运营企业带来较好的发展机遇。

业务运营

2018年，受益于各业务的良好运营，公司实现主营业务收入597.68亿元，较上年增长5.71%。其中，路桥收费收入为111.74亿元，较上年下滑3.14%；路桥施工业务实现收入79.20亿元，同比增长20.97%；铁路运输收入28.60亿元，同比下滑13.75%；商品销售收入为284.94亿元，较上年增长3.83%。

图2：公司2016~2019.Q1主营业务收入构成情况



注：其他收入主要系海洋运输收入和房地产收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年，济青高速改扩建工程持续推进，公司整体路桥收费收入有所下滑；目前在建路产较多、资金支出压力较大

公司作为山东省主要的交通建设和运营主体，截至2019年3月末公司拥有收费公路（包括桥梁、一级公路和高速公路）共计2,876.36公里。路桥收费为公司重要收入来源，公司旗下路产地理位置优越，随着区域经济和路网协同效应的增强，公司通行费收入稳定增长。受济青高速改扩建持续推进影响，2018年公司实现路桥收费收入111.74亿元，较上年下滑3.24%。

表2：2016~2018年及2019年3月末公司主要路段收费情况

单位：公里、亿元

路段名称	收费里程	经营期限	通行费收入			
			2016	2017	2018	2019.3
京福高速路山东段	388.08	德齐段 1997年~2022年； 齐济、济泰段 1999年~2024年	29.01	29.16	37.28	9.27
菏泽-关庄高速路	61.55	2007年~2032年	2.69	2.75	3.15	0.74
青银高速齐河至夏津段	87.60	2005年~2020年	5.14	5.14	6.51	1.26
济南绕城北线（含黄河三桥）	62.68	2008年~2033年	4.99	5.82	6.79	1.51
济莱高速	76.05	2004年~2034年	2.91	4.19	5.23	1.06
潍莱高速	140.64	1999年~2024年	2.84	2.90	2.66	0.58
济青高速	318.30	1999年~2029年	31.42	27.88	12.30	2.95
济南黄河二桥	5.75	2002年~2032年				
威海-乳山高速路	70.55	2007年~2032年	1.21	1.26	1.36	0.29
胶州湾高速	50.43	2011年~2036年	2.24	2.19	2.56	0.58
胶州湾大桥	28.88	2011年~2035年	3.24	3.50	4.40	0.94
四川乐宜高速	137.78	2010年~2035年	4.79	5.61	4.08	1.15
四川乐自高速	113.20	2014年~2044年			3.43	0.85
许禹高速	39.07	2007年~2037年	1.22	1.63	2.08	0.46
泰安-曲阜一级公路	64.17	1999年~2025年				
滨州黄河大桥	2.93	1999年~2017年	1.43	1.17	0.26	0.07
平阴黄河大桥	0.96	1999年~2017年				
济南黄河大桥	2.02	1999年~2017年				
河南许亳高速	117.66	2007年~2037年	2.04	2.30	3.13	0.81
烟台-海阳高速公路	80.61	2012年~2037年	0.42	0.42	0.47	0.11

路段名称	建设里程 (公里)	总投资 (亿元)	资本金比例	已完成投资 (亿元)	建设期	未来投资计划 (亿元)	2019.4~12	2020	2021
临沂-枣庄高速公路	88.63	2012年~2037年	1.47	1.84	2.01	0.52			
云南锁蒙高速	78.76	2013年~2043年	3.99	4.09	1.75	0.45			
云南鸡石通建高速	158.16	2004年~2024年			2.52	0.59			
北莱路	68.15	2007年~2032年	0.31	0.21	0.39	0.10			
利津大桥	1.35	2001年~2029年	1.00	1.11	1.24	0.20			
湖南衡邵路	130.58	2010年~2040年	2.02	2.04	2.18	0.66			
湖北武荆路	185.34	2010年~2040年	6.17	7.29	8.79	2.71			
云南羊鸡高速	17.78	2016年~2046年	0.05	0.13	0.13	0.03			
云南机场高速	14.89	2012年~2032年	3.12	3.07	2.92	0.67			
鄂荷高速	44.65	2010年~2040年	0.83	1.35	2.22	0.55			
济晋高速	20.56	2018年~2038年	-	-	1.09	0.68			
龙青高速	66.73	2018年~2043年	-	-	0.10	0.10			
潍日高速	151.87	2018年~2043年	-	-	0.46	0.76			
合计	2,876.36	-	114.55	117.05	121.49	30.65			

注：此表为运营公司通行费收入数据，与财务报表存在差异，主要系拆分方法不同所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

通行费收入方面，2018年山东省路桥通行收费标准未变，公司所运营主要路段整体通行费保持平稳。其中，济青高速（含黄河二桥）实现通行费由上年的27.88亿元降至12.30亿元，主要系当年随着改扩建工程的持续推进，收费相对较多的货车通行量减少，致使通行费规模下滑。京台高速山东段实现通行费37.28亿元，同比增长27.85%。主要路段中济青高速（含黄河二桥）和京台高速山东段收入占比较大，其余路段收入占比较小，通行费基本保持稳定。

通行量方面，2018年公司经营主要路段车流量为27,513.26万辆，同比下滑4.57%。其中济青高速、京福高速山东段、云南机场高速和胶州湾高速车流量较大，2018年出口通行量分别为2,567.62万辆、4,691.73万辆、3,402.24万辆和4,154.39万辆，其余路段车流通行量相对较小。

济青高速公路改扩建工程于2016年6月开工，预计建设周期42个月，线路全长309.17公里，主

要工程为公路扩宽（四车道改为八车道）。公司济青高速扩建计划总投资297.96亿元，其中25%系自有资金，其余均通过银行贷款解决。截至2019年3月末，该项目已投资181.48亿元。目前，济青高速扩建工程已对2018年该路段的通行量及通行费收入产生一定的影响，随着扩建工程的继续开展，届时公路限速及路面扩建等因素仍将继续影响济青高速路段未来1年通行费收入，中诚信证评将对此予以持续关注。

在建项目方面，截至2019年3月末，公司在建高速公路1,055.05公里，概算总投资1,141.86亿元，已累计完成投资474.18亿元，2019年4月~2021年分别计划投资176.74亿元、110.00亿元和100.00亿元。资金来源方面，公司在建项目的资本金占比为20%~25%，剩余资金通过银行借款等来筹措。由于在建及拟建项目规模较大，公司面临一定资本支出压力。

表3：截至2019年3月底公司在建高速公路项目

路段名称	建设里程 (公里)	总投资 (亿元)	资本金比例	已完成投资 (亿元)	建设期	未来投资计划 (亿元)		
						2019.4~12	2020	2021
枣木东延	24.35	25.25	20%	14.51	3年	6.00	-	-
泰东高速	75.34	91.87	25%	64.70	4年	5.87	-	-
济青高速改扩建工程	309.17	297.96	25%	181.48	3.5年	41.54	-	-
高青至广饶	54.38	45.92	25%	23.87	3年	10.02	-	-
京台高速德州至齐河段改扩建	93.14	119.04	25%	2.60	3.5年	21.09	35.00	30.00
京台高速泰安至枣庄段改扩建	189.50	263.86	25%	5.54	3.5年	50.68	75.00	70.00
济青高速改扩建工程	309.17	297.96	25%	181.48	3.5年	41.54	-	-
合计	1,055.05	1,141.86	-	474.18	-	176.74	110.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，公司计划建设济南绕城高速二环线西环段、京台高速济南至泰安段改扩建、济南至微山山路济宁新机场至枣菏高速段和潍日高速公路潍坊连接线项目，建设总里程为 255.79 公里，概算总投资为 335.54 亿元，计划建设工期分别为 4 年、3.5 年、3 年和 2 年，其中 2019 年 4 月~2021 年分别计划投资 7.50 亿元、22.50 亿元和 30.00 亿元。

总体看，公司运营路产较多、路桥资产优良，通行量稳步增长，为公司路桥收费收入提供了有力保障。但公司在建及拟建项目规模较大，存在较大资本支出压力，加之济青高速改扩建工程致使该路段收入下滑，中诚信证评将对此保持持续关注。

公司路桥施工业务有序发展，2018 年收入稳步增长，未来仍有较大发展空间

公司路桥施工业务主要由一级子公司山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“路桥集团”）负责。路桥集团经营范围包括等级公路、公路桥梁以及大型船闸、码头施工，公路、公路桥梁设备租赁。2018 年，公司路桥施工业务实现营业收入 79.20 亿元，较上年增长 20.97%。2018 年，路桥集团中标项目 244 个，中标金额为 232.68 亿元，和上年持平。

具体来看，2018 年省内中标额 151.15 亿元，省外中标额 72.95 亿元，国外中标额 8.58 亿元。公司省内项目总额占比较大，省外项目量价增长明显。2019 年 1-3 月，公司路桥施工业务实现收入 16.15 亿元。同期，路桥集团中标项目 22 个，中标金额 45.33 亿元。

表 4：近年路桥集团工程承包业务新签合同情况

新签合同情况	2016	2017	2018	2019.3
当期新签订合同个数（个）	308	271	244	22
其中：亿元以上合同个数（个）	29	39	29	7
合同金额合计（亿元）	216.07	238.53	232.68	45.33
其中：省内项目	163.17	156.04	151.15	23.15
省外项目	42.80	63.72	72.95	21.83
海外项目	10.10	18.77	8.58	0.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着展业范围的扩张，尤其是省外

项目数量的增加，2018 年路桥施工业务收入持续上升，预计未来几年，公司施工业务仍有较大的发展空间。

受益于贸易渠道通畅，2018 年公司贸易板块收入持续上升，发展态势良好

公司的商品贸易种类较多，主要包括油料及商品销售收入。公司的油料销售既有高速公路服务区内的加油站商品油销售，又有子公司山东高速物流集团总公司的成品油销售。公司油品主要由中石化提供，同时由于中石化参股，因此公司的成品油采购成本能保持与市场零售价一定的价差空间。受益于贸易渠道的通畅及运营的有序进行，2018 年，公司实现商品销售收入 284.94 亿元，同比增长 3.83%。

总体来看，公司商品贸易业务收入呈稳步增长态势，未来随着高速公路车流量的稳步增长，商品销售收入有望继续保持良好发展态势。

2018 年公司铁路运输业务发展良好，运量及收入规模均有明显增长；但受政策及区域行情影响，房地产收入规模有所下滑

公司铁路运营业务的运营主体为山东高速轨道交通集团有限公司（以下简称“山东轨道”）和山东铁路建设投资有限公司（以下简称“山东铁投”）。目前，山东轨道经营管理青大铁路、宅羊铁路、坪岚铁路和大莱龙铁路等多条地方铁路，总里程 553.50 公里，公司 2018 年运量 6,385.50 万吨，实现铁路运营收入 33.16 亿元；2019 年 1~3 月运量为 2,135.00 万吨，实现铁路运营收入 8.09 亿元。

铁路项目方面，目前公司已参与京沪高铁、黄大、龙烟、青荣城际、石济客专、德大铁路、龙烟铁路、青日连和山西中南部铁路等 10 个项目。在建铁路项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司共有在建铁路项目 2 个，分别为济青高铁和鲁南高铁，总建设里程为 801.80 公里，总投资 1,349.80 亿元，计划配置资本金 675.00 亿元，其中公司需承担资本金出资 329.00 亿元。截至 2019 年 3 月末，上述三个项目已完成投资 741.60 亿元，2019 年 4~12 月计划投入 132.50 亿元。拟建铁路项目方面，截至 2018 年末，公司拟建项目为临沂临港物流铁路专用线工程，建设里程 20.07 公里，总投资为 65.19 亿元，

计划配置资本金 32.60 亿元。

物流园建设方面，公司目前正在进行青岛北部信息货运交易中心和潍坊滨海物流园区的建设。青岛北部信息货运交易中心项目由一个标准化综合物流园区和一个物流信息系统平台组成，总规划占地 398 亩，一期用地约 156 亩已于 2012 年支付土地出让金，二期用地约 242 亩于 2014 年 7 月摘牌，工程于 2015 年 7 月开工，项目总投资 5.14 亿元，截至 2019 年 3 月末，已完成投资 3.87 亿元。潍坊滨海物流园区项目一期用地 2,160 亩已办理土地出让手续，一期总投资 21.70 亿元，建成后将以潍坊港为依托，形成“区港联动”，提升区域物流集约化水平。

除“大交通”产业外，公司产业链不断延伸，金融业务和城市运营业务成为公司新的利润增长点。金融业务方面，公司控股威海市商业银行（以下简称“威海银行”），威海银行作为公司金融业务的经营主体，其前身为威海城市合作银行。

城市运营业务方面，公司通过省内外合作获取当地的土地资源，培育新的利润增长点以弥补主业投资回收期长的不足。公司先后在济南、青岛、潍坊等地开展房地产开发业务。近年公司的房地产项目开发正常推进，但销售及结算情况受房地产行业政策的影响较大。2018 年公司实现房地产收入 21.78 亿元，同比增长 7.98%。截至 2019 年 3 月末，公司共有 8 个在建房地产项目，计划总投资 288.15 亿元，累计完成投资 161.59 亿元，2019 年 4 月~2020 年分别计划投资 21.82 亿元和 22.35 亿元。

综上，2018 年公司路桥收费、商品贸易、铁路运营等多个业务板块稳定发展，多元化的业务格局为公司收入规模的提升提供了有力保证。但公司目前在建及拟建项目建设任务较重，资金支出压力较大，中诚信证评将对此保持持续关注。

财务分析

以下分析基于由公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2016 年财务报告，经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2018 年财务报告，以及未经审计的 2019

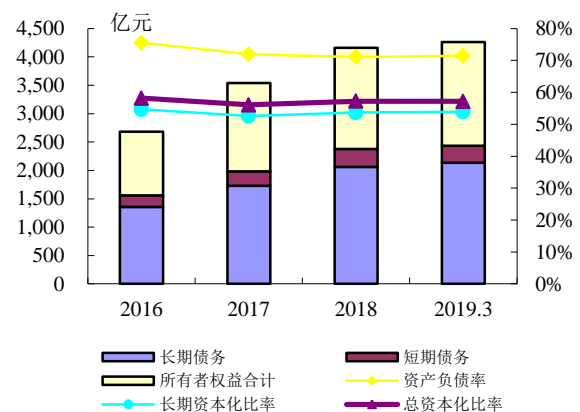
年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制。

资本结构

随着各业务的不断发展和在建项目的持续推进，2018 年公司资产规模进一步上升，同时资金需求的增加也推升了对外融资规模的上涨。截至 2018 年末，公司资产总额增长 10.90% 至 6,145.86 亿元。负债总额增长 9.57% 至 4,368.16 亿元。另外，受益于政府土地资产的注入、利润的累积及少数股东权益的增长，公司自有资本实力持续增长。截至 2018 年末，公司所有者权益增长 14.31% 至 1,777.70 亿元。同期公司资产负债率为 71.07%，较上年末减少 0.87%；总资本化比率为 57.24%，较上年末增加 1.17%。

截至 2019 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 6,376.57 亿元和 4,552.98 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 71.40% 和 57.19%，财务杠杆水平较高。

图 3：2016~2019 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产方面，2018 年末公司资产仍以非流动资产为主。期末公司非流动资产总额为 4,991.06 亿元，较上年末增长 19.81%，在总资产中占比 81.21%，主要由无形资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、在建工程和固定资产等构成。其中变动较大的主要系可供出售金融资产、在建工程和固定资产等。可供出售金融资产主要为公司对华夏基金管理有限公司 10.0%、京沪高速铁路股份有限公司 2.0% 和晋豫鲁铁路通道股份有限公司 8.5% 的股权投资以及子公司威海银行等持有的可供出售债务工具。

2018年，由于子公司威海银行持有可供出售债务工具大规模上涨，公司可供出售金融资产增长 27.03% 至 885.48 亿元。受济青高铁建成通车由在建工程转入固定资产影响，截至 2018 年末，公司在建工程下降 28.22% 至 522.27 亿元；固定资产增长 102.02% 至 849.40 亿元。

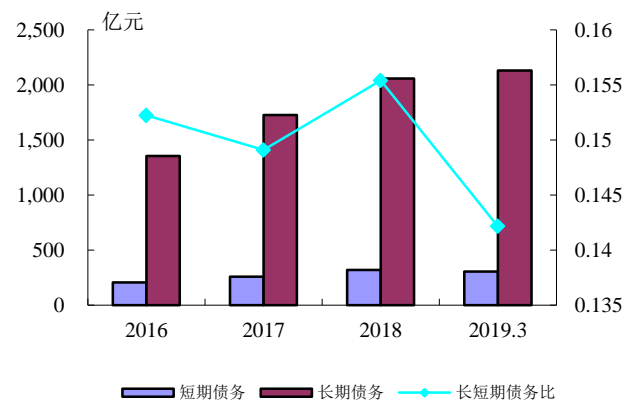
截至 2018 年末，公司流动资产余额 1,154.80 亿元，较上年末下滑 16.07%，主要由货币资金、存货、买入返售金融资产、其他流动资产等构成。其中变动较大的主要系买入返售金融资产、其他流动资产及一年内到期的非流动资产。2018 年公司买入返售金融资产余额 16.11 亿元，较上年末下降 89.30%，主要系子公司威海银行收缩债券投资所致。同期，公司其他流动资产为 153.13 亿元，较上年末下滑 37.00%，主要系威海市商业银行一年内到期的应收款项类投资减少所致。截至 2018 年末，一年内到期的非流动资产余额 1.93 亿元，较上年末下滑 83.95%，主要系山东高速股份认购的恒大基金投资款收回本息所致。

负债方面，截至 2018 年末，公司负债仍以流动负债为主。同期，公司流动负债余额 2,252.51 亿元，较上年末增长 1.80%，在负债总额中占比 51.57%，主要系由吸收存款及同业存放、卖出回购金融资产款、其他应付款、应付账款和短期借款等构成。其中变动较大的主要系卖出回购金融资产款、预收款项和短期借款。截至 2018 年末，公司卖出回购金融资产款余额 57.58 亿元，较上年末下滑 73.85%，主要系子公司威海银行出售回购债券和央行票据减少所致。受融资需求变动影响，截至 2018 年末，公司短期借款余额 97.01 亿元，较上年末下滑 11.74%。同期，公司预收款项余额 73.85 亿元，较上年末增长 46.00%，主要系随着项目建设的持续推进，预收工程款及房款不断增长所致。

有息债券方面，随着路产及铁路等项目建设的持续推进，公司融资需求增大，有息债务规模持续扩大。截至 2018 年末，公司总债务 2,379.97 亿元，其中短期债务 320.12 亿元，同比增长 24.32%；长期债务 2,059.85 亿元，同比增长 19.26%。截至 2018 年末，公司长短期债务比从上年末的 0.15 倍增至

0.16 倍。整体而言，公司以长期债务为主的债务结构符合其发展需求，短期偿债压力有所增大。

图 4：2016~2019 年一季度末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着项目建设的持续推进，近年来公司资产和负债规模逐年增长，自有资本实力大幅上升，资产负债率处于较高水平，预计未来随着公司对在建项目投资支出的增加，资产负债水平或将持续增长。

盈利能力

如前所述，公司营业收入主要来源于路桥收费、商品贸易、工程施工及铁路运营等。2018 年，受益于公司商品销售及工程施工等板块收入的持续增加，2018 年公司收入规模实现进一步增长。当期公司主营业务收入 597.68 亿元，同比增长 5.71%。2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 123.12 亿元。

表 5: 2016~2018 年及 2019 年一季度公司主营业务收入及毛利率情况

	2016		2017		2018		2019.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
路桥收费	107.68	57.75	115.36	54.06	111.74	49.18	29.95	25.54
工程施工	43.47	24.69	65.47	14.59	79.20	11.65	16.15	23.28
铁路运营	19.53	5.99	33.16	13.72	28.60	6.78	8.09	5.93
商品贸易	267.51	2.49	274.43	2.74	284.94	3.69	59.60	3.96
其他	67.18	16.63	76.97	29.52	93.20	24.80	9.33	81.67
合计	505.37	18.19	565.39	18.87	597.68	16.69	123.12	17.77

注: 1、运营公司路桥收费与财务报表有所差异主要系因为公司路桥收费拆分方法与会计不同所致。

2、其他收入主要系海洋收入和房地产收入。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

毛利率方面, 2018 年路桥收费毛利率为 49.18%, 较上年下降 4.88 个百分点, 主要系受济青高速改扩建影响, 相关通行费收入下滑所致; 施工板块的毛利率为 11.65%, 较上年下降 2.94 个百分点, 主要系受国家环保政策影响, 材料成本上涨所致; 商品贸易毛利率为 3.69%, 较上年增长 0.95 个百分点, 波动较小; 铁路运输的毛利率为 6.78%, 较上年下滑 6.94 个百分点, 主要系铁路货运收入下滑所致。受收入占比较高的路桥收费、工程施工等业务毛利率下滑影响, 公司 2018 年综合毛利率较上年略有改善。综合来看, 2018 年公司实现主营业务毛利率 16.69%, 较上年下滑 2.18 个百分点。

期间费用方面, 近年来随着业务的稳步发展和债务规模的扩大, 公司期间费用呈逐年上升趋势。2018 年公司期间费用为 113.19 亿元, 较上年增长 11.01%。具体来看, 2018 年公司销售费用为 24.11 亿元, 同比增长 0.40%; 管理费用为 29.51 亿元, 同比增长 13.00%; 财务费用为 59.56 亿元, 同比增长 14.92%。从期间收入占比来看, 受债务规模上升, 利息支出增长影响, 2018 年公司三费收入占比为 16.03%, 较上年增加 0.73 个百分点。整体来看, 随着公司债务规模的不断扩大, 公司财务费用维持在较高水平, 未来或将面临上升压力, 对利润水平造成一定的侵蚀。

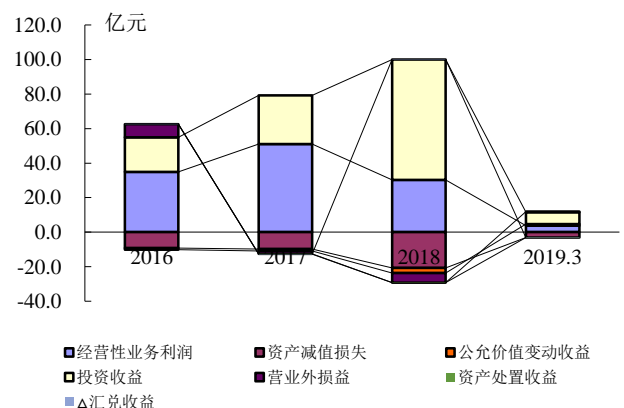
表 6: 2016~2018 年及 2019 年一季度公司期间费用情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用 (亿元)	20.70	24.02	24.11	6.66
管理费用 (亿元)	23.46	26.11	29.51	6.07
财务费用 (亿元)	47.13	51.83	59.56	17.14
费用合计 (亿元)	91.30	101.96	113.19	29.87
营业总收入 (亿元)	589.36	666.34	706.27	152.41
费用收入占比 (%)	15.49	15.30	16.03	19.60

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2018 年公司利润总额为 70.87 亿元, 同比增长 6.49%。公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益。2018 年公司实现经营性业务利润 30.26 亿元, 同比下滑 40.64%, 占利润总额比重为 42.70%。同期公司实现投资收益 69.70 亿元, 较上年增长 146.34%, 主要为公司处置可供出售金融资产及交易性金融资产取得的收益。2019 年一季度公司实现利润总额 8.78 亿元, 其中经营性业务利润 3.68 亿元, 投资收益 7.04 亿元。

图 5: 2016~2019 年一季度公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看，近年来随着公司“大交通”战略的实施和产业链延伸，公司各板块业务稳定发展，收入规模不断增加，整体营业毛利率水平保持稳定，加之可观的投资收益作为补充，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要系由利润总额、折旧和利息支出等构成。受益于路产折旧规模的持续上升，2018 年公司 EBITDA 规模为 193.90 亿元，同比增长 8.99%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，受对外融资需求持续上升影响，2018 年公司总债务/EBITDA 为 12.27 倍，较上年增加了 1.11 倍；EBITDA 利息保障倍数为 2.20 倍，较上年减少了 0.15 倍。整体来看，公司收入和利润规模保持增长，EBITDA 对债务本息保障能力较强。

从现金流来看，2018 年，因子公司威海银行客户存款和同业存放款项净增加额持续下降，使得当年经营活动净现金流进一步下降。当期公司经营活动净现金流为 78.86 亿元，较上年下滑 44.15%。另外随着债务规模的持续扩大，2018 年公司经营活动净现金/总债务为 0.03 倍，较上年减少 0.04 倍；经营活动净现金/利息支出为 0.89 倍，较上年减少 0.97 倍，经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度有所弱化。

表 7：2016~2019 年一季度公司偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	116.22	257.49	320.12	303.15
长期债务（亿元）	1,354.70	1,727.14	2,059.85	2,132.54
总债务（亿元）	1,470.92	1,984.62	2,379.97	2,435.69
经营活动净现金流（亿元）	303.97	141.21	78.86	27.71
EBITDA（亿元）	153.85	177.91	193.90	-
总债务/EBITDA (X)	9.56	11.16	12.27	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.21	0.07	0.03	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.39	2.35	2.20	-
经营净现金流/利息支出 (X)	4.72	1.86	0.89	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与银行保持良好关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得主要银行授信

4,329.18 亿元，尚未使用授信额度 3,480.22 亿元，公司较高的授信额度及畅通的银行融资渠道是公司偿付债务及满足资金需求的有力保障。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额 40.00 亿元，占公司净资产比重的 2.19%；公司提供的反担保余额为 10.00 亿元，被担保企业经营状况良好；公司或有负债风险较小。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司对外担保及反担保情况表

被担保对象名称	担保余额（万元）	到期日	备注
对外担保			
兖矿集团有限公司	400,000.00	2019/11/29	平安银行流动资金贷款
合计	400,000.00	-	-
反担保			
中国农业银行山东省分行	100,000.00	2026/4/7	企业债券担保提供的反担保
合计	100,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司抵押、质押等受限资产合计 981.50 亿元，占公司总资产的比例为 15.39%，其中受限的货币资金为 149.27 亿元、无形资产为 518.37 亿元、持有至到期投资为 69.43 亿元。货币资金主要为保证金及存放央行保证金，无形资产主要为质押的高速公路收费权质押及抵押的土地使用权。较大的受限资产规模将影响公司未来以资产抵质押的方式进行债务融资的能力，且若未来公司未能按时、足额偿付债务本息导致公司资产被冻结和处置，将对公司正常生产经营活动造成不利影响，进而影响公司的偿债能力。

未决诉讼方面，涉及子公司山东高速物流集团有限公司、子公司泰山财产保险股份有限公司，对公司正常生产经营活动影响较小。

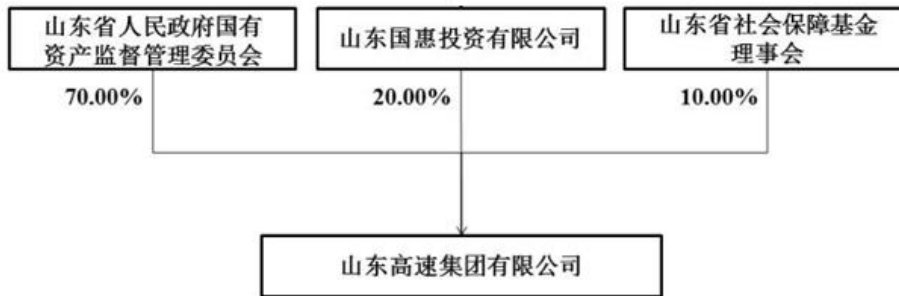
总体而言，得益于公司各业务板块的稳步发展，公司保持了很强的盈利能力，债务结构较为合理，经营所得能对其债务本息的偿付提供充分的保障，公司整体偿债能力极强。

结论

综上，中诚信证评维持山东高速集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“山东高速集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）”、

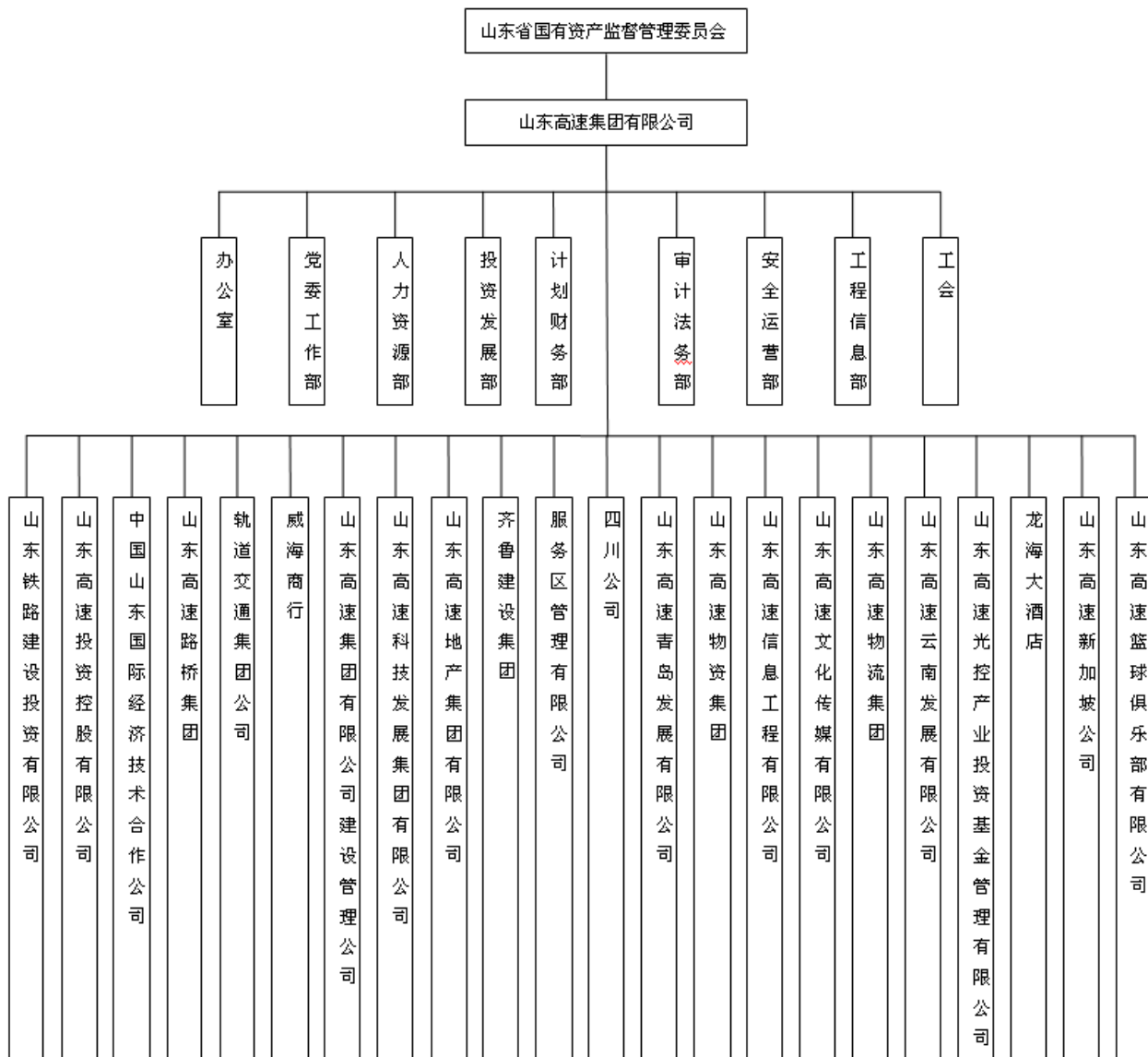
“山东高速集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

附一：山东高速集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：山东高速集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：山东高速集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	4,534,288.34	4,007,037.68	3,862,985.33	3,602,028.72
应收账款净额	393,940.08	489,520.74	507,951.75	533,668.48
存货净额	2,116,358.05	2,251,176.00	2,133,204.31	2,272,761.55
其他应收款	876,379.42	1,388,513.74	1,704,184.46	1,495,592.06
长期投资	9,428,349.65	1,248,144.94	1,747,043.82	1,760,222.63
在建工程	4,794,040.86	7,276,609.19	5,222,744.77	5,557,392.13
总资产	45,818,260.33	55,417,622.27	61,458,649.50	63,765,696.40
短期债务	1,162,218.01	2,574,890.55	3,201,208.39	3,031,458.39
长期债务	13,547,005.65	17,271,355.45	20,598,467.44	21,325,439.85
总债务（短期债务+长期债务）	14,709,223.66	19,846,246.01	23,799,675.84	24,356,898.24
总负债	34,598,007.61	39,865,498.71	43,681,603.79	45,529,765.74
所有者权益（含少数股东权益）	11,220,252.72	15,552,123.56	17,777,045.71	18,235,930.66
营业总收入	5,893,622.08	6,663,351.90	7,062,684.46	1,524,132.23
经营性业务利润	349,739.98	509,769.69	302,615.23	36,761.87
投资收益	198,687.99	282,980.16	697,104.37	70,360.15
净利润	338,044.92	485,503.19	587,370.39	51,065.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,538,499.07	1,779,075.53	1,939,027.13	-
经营活动产生现金净流量	3,039,723.58	1,412,052.81	788,593.54	277,067.39
投资活动产生现金净流量	-7,216,805.37	-9,102,628.62	-5,085,407.35	-1,180,344.83
筹资活动产生现金净流量	4,980,324.01	6,313,585.68	4,121,655.30	530,404.58
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	18.19	22.55	16.69	17.77
总资产收益率（%）	2.64	2.56	2.47	1.86*
流动比率（X）	0.63	0.62	0.51	0.49
速动比率（X）	0.52	0.52	0.42	0.39
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.07	0.03	0.05*
经营活动净现金/短期债务（X）	2.62	0.55	0.25	0.37*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.72	1.86	0.89	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.39	2.35	2.20	-
总债务/EBITDA（X）	9.56	11.16	12.27	-
资产负债率（%）	75.51	71.94	71.07	71.40
总资本化比率（%）	56.73	56.07	57.24	57.19
长短期债务比（X）	0.15	0.15	0.16	0.14

注：1、2019 年一季度财务指标中带“*”的为年化指标；

2、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：债券信用等级符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。