山东高速集团有限公司
2016 年度第一期短期融资券信用评级报告

大公报 D【2015】1192 号（债）

信用等级：A-1

发债主体：山东高速集团有限公司
注册总额：20 亿元
本期发债额度：20 亿元
本期债券期限：366 天
偿还方式：到期一次还本付息
发行目的：偿还银行贷款

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2015.6	2014	2013	2012
货币资金	388.41	349.86	349.41	280.62
总资产	3,349	3,117	2,736	2,105
所有者权益	801.78	699.58	616.52	497.97
营业总收入	167.27	435.03	418.44	302.12
利润总额	12.37	30.03	30.24	29.42
经营性净现金流	17.59	87.41	99.37	60.31
资产负债率（%）	76.06	77.56	77.47	76.34
速动比率（倍）	0.56	0.56	0.57	0.52
毛利率（%）	24.98	21.44	20.70	25.33
净资产收益率（%）	0.47	1.93	2.82	3.70
应收账款周转天数（天）	56.54	44.62	46.23	44.38
存货周转天数（天）	455.72	285.34	236.59	201.85
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	1.55	2.23	1.76
经营性净现金流/流动负债（%）	1.06	5.78	7.69	6.09

注：2015 年 6 月财务数据未经审计。

评级观点

山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”或“公司”）主要从事山东省高速公路的建设投融资及运营管理业务。评级结果反映了山东省较好的经济环境为公司发展奠定良好基础，高速路段的区位优势是公司车辆通行量稳定增长的支撑，主营业务收入保持增长，金融业务对公司营业利润的贡献度提高等有利因素；同时也反映了公司在建、拟建项目规模较大，未来存在一定资本支出压力，公司负债规模保持较快增长，资产负债率维持在较高水平，短期偿债压力较大等不利因素。综合分析，公司能够对本期融资券的偿还提供很强的保障。

有利因素

- 近年来，山东省经济保持快速增长，客货运输量居全国前列，为公司的发展奠定良好基础；
- 公司运营的主要高速公路路段地理位置优越，为车辆通行量的稳定增长提供支撑；
- 受路桥收费业务、路桥施工业务和油料销售业务收入增加的影响，公司营业收入保持增长；
- 近年来，金融业务对公司营业利润贡献度不断提高。

不利因素

- 公司在建、拟建项目投资规模较大，未来存在一定资本支出压力；
- 近年来，公司负债规模增长较快，资产负债率维持在较高水平；
- 随着公司有息负债的大幅增长，财务费用大幅增加，利息支出负担较重。

评级小组负责人：任海燕
评级小组成员：徐 律 李爱斯
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年十一月十三日

大公保留对本期融资券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债情况

本期融资券概况

本期融资券是山东高速拟面向银行间债券市场发行的短期融资券，注册金额为 20 亿元人民币，发行金额为 20 亿元人民币，发行期限为 366 天。融资券面值 100 元，采取发行方式，到期日一次还本付息。本期短期融资券无担保。

募集资金用途

本期短期融资券募集资金 20 亿元，全部用于偿还银行贷款。

发债主体信用

山东高速的前身是山东省高速公路有限公司，成立于 1997 年 2 月，由济青高速公路管理局、山东省济德高速公路工程建设办公室、山东省公路管理局和山东省交通开发投资公司共同出资 1.80 亿元设立。1999 年，山东省政府以鲁政字【1999】136 号文批准，同时经由山东省高速公路有限公司股东大会同意，将公司企业性质变更为国有独资公司，并更名为“山东省高速公路有限责任公司”；2008 年，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）以鲁国资企改函【2008】11 号文批准，公司更名为“山东高速集团有限公司”，注册资本为 63.63 亿元；2010 年，省国资委以鲁国资产权函【2010】18 号文批准，将资本公积 81.12 亿元和未分配利润 5.25 亿元转增为实收资本，转增后公司实收资本为 150.00 亿元。省国资委是公司的出资人和实际控制人，持股比例为 100.00%。截至 2015 年 6 月末，公司注册资本为 200.56 亿元人民币。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 9 月 22 日，公司未曾发生信贷违约事件。截至 2015 年 6 月末，公司在资本市场发行的各类债务融资工具本息均按期兑付。

公司经营范围主要包括高速公路经营与管理、路桥施工建设、油料销售和建筑商品销售等路域经济，以及经营银行、保险等金融业务。截至 2014 年末，公司运营管理收费路桥里程 2,412.09 公里，新增高速公路主要是武汉至荆门高速公路（以下简称“武荆高速”），全长 183.21 公里。截至 2015 年 6 月末，公司共有 32 家二级子公司，其中二级全资子公司 18 家、二级控股子公司 14 家。其中公司持有山东高速股份有限公司（股票代码：600350，以下简称“山高股份”）71.21%的股份和山东高速路桥集团股份有限公司（股票代码：000498，以下简称“路桥集团”）68.38%的股份。

山东省位于胶东半岛，得天独厚的地理位置使山东省成为沿黄河经济带与环渤海经济区的交汇点，目前山东省已成为全国重要的交通

大省之一。截至 2014 年末，山东省高速公路总里程为 5,108 公里，山东省高速公路通车总里程保持增长。在山东省综合交通运输体系中，公路运输所占比重居于绝对地位。2014 年，全省铁路、公路、水路共完成旅客运量 7.4 亿人次，同比下降 1.0%；完成货运量 26.1 亿吨，同比增长 0.2%，同比增速略有放缓；其中公路完成旅客运输量占全省旅客运输总量的 83.78%；公路完成货运量仍稳定增长，占全省货物运输总量的 88.12%；同期，公路旅客周转量为较上年同期下降 1.7%，占各种运输方式周转量总和的 44.84%，公路货物运输周转量较上年同期增长 3.9%，占各种运输方式周转量的 69.85%。公路运输仍在各种交通运输方式中占据绝对主导地位。

2012～2014 年，山东省生产总值分别为 50,013.2 亿元、54,684.3 亿元和 59,426.6 亿元，经济实力很强。2014 年，山东省地区生产总值及公共财政预算收入均在全国省市中排名第三；同期全社会固定资产投资和社会消费品零售总额等国民经济与社会发展主要指标保持增长，但增速同比稍有放缓。

近年来，公司作为山东省主要的交通建设和运营主体，营业总收入保持增长态势，2012～2014 年，公司营业总收入分别为 302.12 亿元、418.44 亿元和 435.03 亿元；同期，公司毛利率分别为 25.33%、20.70%和 21.44%。公司营业收入主要以路桥收费、施工、铁路运输服务和商品销售业务为主，2012～2014 年，上述四项总收入分别为 189.24 亿元、225.30 亿元和 325.07 亿元，在营业总收入的占比分别为 62.63%、53.84%和 74.72%。此外，公司开展银行和保险等金融类业务，收入主要来自利息收入、已赚保费和手续费及佣金收入，其中以利息收入为主。2012～2014 年，利息收入在金融类收入中的占比分别为 91.80%、81.43%和 80.44%。

路桥收费业务是公司营业收入的重要来源之一，公司旗下路产地理位置优越，近年来随着区域经济的发展和路网协同效益的增强，公司路桥收费业务收入稳定增长，但在主营业务中的占比有所波动。

公司施工业务主要由路桥集团负责。路桥集团主营业务以等级公路、公路桥梁以及大型船闸、码头施工为主，在路桥施工领域的资质和经营较为丰富。2013 年，因宏观经济增速放缓影响，公司实现施工收入同比有所减少；同期，受原材料成本上涨影响，施工业务毛利率下降明显。

铁路运输业务主要由子公司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”）负责，其中山东轨道以地方铁路货运为主。近年来，铁路运输服务业务收入保持稳定，但在总收入的占比中较小。

公司商品销售业务以山东高速物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）的燃料油销售为主，还包括服务区的商超零售、山东高速交通物流投资有限公司（以下简称“物资集团”）的沥青等建材销售。近

年来，随着公司业务规模的不断扩大，商品销售业务收入规模大幅增长，是公司营业收入的重要组成部分，但因商品销售业务以贸易为主，毛利率水平较低，对公司利润的贡献较小，对综合毛利率水平拉低作用明显。

2012～2014 年，公司金融类业务发展较快，金融类业务收入主要来自于威海商行的利息收入以及投资收益，金融类业务收入的年复合增长率为 52.45%。金融类业务成本主要包括利息支出、手续费及佣金支出、分保费用和赔付支出净额等，其中以利息支出为主。2012～2014 年，利息支出在金融类业务总成本中的占比分别为 90.73%、80.01%和 81.28%。

其他业务主要为海洋运输业务、房地产销售业务、出租等业务，在营业总收入中的占比较小。

综合分析，大公对山东高速集团有限公司 2015 年度企业信用等级评定为 AAA。

预计未来 1～2 年，公司在山东省和全国高速路网中占有重要地位。因此，大公对山东高速的评级展望为稳定。

注：发债主体的信用状况是评价短期融资券发行信用风险的基础，本部分观点详见《山东高速集团有限公司 2015 年度企业信用评级报告》。

资本结构

随着威海商行吸收存款规模和公司建设规模的扩大，公司负债总额快速增加；公司流动负债比重不断提高，短期偿债压力较大

公司交通基础设施项目建设所需资金主要依靠债务融资来筹集。随着公司建设项目规模的增加和威海商行吸收存款业务规模的扩大，公司负债总额快速增长，资产负债率不断提高。截至 2012～2014 年末及 2015 年 6 月末，公司资产负债率分别为 76.34%、77.47%、77.56%和 76.06%。

受威海商行吸收存款的影响，公司负债以流动负债为主，流动负债中的向中央银行借款、吸收存款及同业存放资金、拆入资金、卖出回购金融资产款和应付手续费及佣金为威海商行的负债，2012～2014 年末及 2015 年 6 月末五项之和占流动负债的 57.15%、63.36%、64.06%和 66.38%。剔除威海商行等金融机构的流动负债，公司的流动负债占比近年来增加较快。

公司的非金融机构流动负债主要为短期借款、其他应付款和应付账款。2012～2014 年末及 2015 年 6 月末，三者之和分别占流动负债的 35.42%、26.13%、18.00%和 18.37%。近年来，短期借款逐年递减，以信用借款和保证借款为主。 应付账款主要是公司对施工单位的应付工程款，2012～2014 年末及 2015 年 6 月末，公司应付账款分别为 80.61 亿元、104.90 亿元、82.93 亿元和 66.92 亿元；2014 年末，应付账款

中一年以内应付账款的占比为57.22%。同期，其他应付款分别为127.41亿元、127.76亿元、137.79亿元和172.82亿元，主要为对山东省交通厅的应付款项，账龄在三年以上。

表1　2012～2014年末及2015年6月末公司有息负债情况（单位：亿元、%）

科　目	2015年6月末		2014年末		2013年末		2012年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**1,732.65**	**68.02**	**1,573.78**	**65.09**	**1,453.05**	**68.54**	**1,129.83**	**70.31**
非流动负债	**814.75**	**31.98**	**843.91**	**34.91**	**666.82**	**31.46**	**477.01**	**29.69**
负债总计	**2,547.40**	**100.00**	**2,417.69**	**100.00**	**2,119.87**	**100.00**	**1,606.85**	**100.00**
短期借款	78.58	3.08	62.64	2.59	147.02	6.94	192.20	11.96
应付票据	10.20	0.40	12.25	0.51	10.83	0.51	21.26	1.32
一年内到期的非流动负债	19.41	0.76	21.12	0.87	14.44	0.68	7.84	0.49
短期融资券[1]	125.00	4.91	123.00	5.09	30.00	1.42	10.00	0.62
短期有息负债合计	**233.19**	**9.15**	**219.01**	**9.06**	**202.29**	**9.54**	**231.30**	**14.39**
长期借款	491.84	19.31	489.27	20.24	409.74	19.33	263.52	16.40
应付债券	270.68	10.63	268.47[2]	11.10	201.20	9.49	167.17	10.40
长期应付款（付息项）[3]	-	-	-	0.00	19.79	0.93	15.57	0.97
长期有息负债合计	**762.52**	**29.93**	**757.74**	**31.34**	**630.73**	**29.75**	**446.26**	**27.77**
有息负债[4]合计	**995.71**	**39.09**	**976.75**	**40.40**	**833.02**	**39.30**	**677.56**	**42.17**

随着公司投资规模的扩大，2012～2014年公司非流动负债持续增长。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，2012～2014年末公司长期借款分别占非流动负债的55.24%、61.45%和57.98亿元。同期，应付债券分别占非流动负债的35.04%、30.17%和35.36%，应付债券规模增长较快，主要是公司为了进行基建工程发行的高速债和中期票据所致。

2015年6月末，公司有息负债[5]占总负债的39.09%，有息负债规模保持增长，其中长期有息负债规模及占比增大，以长期债务为主的债务结构符合公司现阶段发展的需求和该行业的发展特征。

近年来，公司所有者权益增长较快，2012～2014年末，所有者权益分别为497.97亿元、616.52亿元和699.58亿元。2013年末所有者权益较2012年末同比增加118.55亿元，主要因公司新增注册资本50.56亿元和未分配利润及少数股东权益的增加所致；截至2015年6月末，公司所有者权益为801.78亿元，较2014年末同比增加102.20亿元，主要因公司发行50亿元永续债，其他权益工具增加50亿元。

截至2015年6月末，公司对外担保余额为73.00亿元，担保比率

[1] 公司审计报告将短期融资券计入其他流动负债，短期融资券属于短期有息负债，因此将其单独列示。
[2] 此有息负债合计不包括威海商行，故在此处分析中，应付债券金额减去了威海商行的金融债。
[3] 长期应付款付息项为公司融资租赁，公司未提供2014年末及2015年6月末长期应付款付息项。
[4] 不包括威海商行。
[5] 有息负债不包括威海商行。

为 9.10%，分别为公司对中国农业银行山东省分行对其发行的 20 年期 10 亿元企业债券的担保提供反担保、对山东省商业集团总公司的 7 年期 7 亿元企业债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保、对山东兖州矿业集团有限公司提供的51亿元的反担保以及对中国工商银行青岛分行出具的履约保函提供的 5 亿元反担保。被担保方均是国有银行或山东省大型国企，且被担保单位运行状况良好，公司代为偿债的可能性较小。

总体来看，近年来，公司负债总额快速增加，受金融业务影响，公司负债结构以流动负债为主；有息负债规模保持增长，其中长期有息负债规模及其占比持续增大。

内部流动性

近以来，随着业务规模的扩大，公司资产规模增长较快，资产结构以非流动资产为主

2012～2014 年末，公司资产总额逐年增长，资产结构方面以非流动资产为主，非流动资产在资产总额中的占比保持在 60%以上。

公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和买入返售金融资产。2012～2014 年末，公司货币资金总量呈现逐年增长趋势。2014 年末，货币资金为 349.86 亿元，其中包括受限货币资金 133.22 亿元，主要是威海商行存放中央银行存款准备金。2014 年末，其他应收款为 99.24 亿元，在总资产中的占比很小。公司存货仍主要由库存商品，工程施工(已完工未结算款)以及开发成本构成，2012～2014 年末，随着公司业务规模的扩大，公司存货呈现逐年增长趋势。买入返售金融资产为子公司威海商业银行在银行间市场买入的证券和票据；其中，2013 年末较 2012 年末买入返售金融资产同比大幅增加，主要因子公司威海商行购买信托产品 184.36 亿元;2014 年末买入返售金融资产同比大幅增长，主要因子公司威海商业银行购买票据 21.09 亿元和增加 70.21 亿元的债权资产。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产和发放贷款及垫款。2012～2014 年末，公司非流动资产逐年增加。可供出售金融资产以可供出售权益工具为主，2012～2014 年末，公司可供出售金融资产分别为 17.64 亿元、22.13 亿元和 261.23 亿元；其中，2014 年末公司可供出售金融资产同比大幅增加，主要因会计准则变更[6]，长期股权投资科目下的 123.77 亿元划入可供出售金融资产科目下所致。近年来，固定资产以土地资产和房屋及建筑物为主；其中，2013 年末固定资产同比增加较多，主要因公司路产资产和运输工具增加所致。2012～2014 年末，在建工程分别为 168.68 亿元、

[6] 公司在 2014 年审计报告中根据新修订的《长期股权投资准则》，将原成本法核算的对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响的权益性投资纳入可供出售金融资产核算。

171.79 亿元和 146.67 亿元，规模略有波动，主要包括乐自高速公路、大莱龙铁路、青岛海湾大桥等项目。无形资产在总资产中的占比最高，是非流动资产的重要组成部分，主要包括土地使用权、收费经营权和路产，近年来，无形资产迅速增长主要源自土地使用权和特许权的较快增长。发放贷款及垫款为子公司威海商业银行持有的个人和企业贷款和垫资，2012～2014 年末，发放贷款及垫款分别为 339.64 亿元、395.18 亿元和 430.19 亿元，规模保持增长。

表 2　2012～2014 年末及 2015 年 6 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年 6 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	388.41	11.60	349.86	11.22	349.41	12.77	280.62	13.33
其他应收款	92.41	2.76	99.24	3.18	129.94	4.75	116.63	5.54
存货	258.35	7.71	243.14	7.80	219.86	8.03	173.12	8.22
买入返售金融资产	327.58	9.78	275.80	8.85	214.28	7.83	103.60	4.92
流动资产合计	**1,231.54**	**36.77**	**1,129.65**	**36.24**	**1,051.11**	**38.41**	**764.44**	**36.32**
可供出售金融资产	317.93	9.49	261.23	8.38	22.13	0.81	17.64	0.84
长期股权投资	7.30	0.22	6.84	0.22	128.80	4.71	116.48	5.53
固定资产净额	304.30	9.09	301.13	9.66	291.46	10.65	219.80	10.44
在建工程	155.25	4.64	146.67	4.70	171.79	6.28	168.68	8.01
无形资产	581.87	17.37	592.87	19.02	459.91	16.81	323.77	15.38
发放贷款及垫款	475.58	14.20	430.19	13.80	395.18	14.44	339.64	16.14
非流动资产合计	**2,117.64**	**63.23**	**1,987.63**	**63.76**	**1,685.28**	**61.59**	**1,340.37**	**63.68**
资产总计	**3,349.18**	**100.00**	**3,117.27**	**100.00**	**2,736.39**	**100.00**	**2,104.81**	**100.00**

截至 2015 年 6 月末，公司受限资产总计为 756.25 亿元，占公司总资产的 24.26%，净资产的 94.32%，主要为作为质押物被用于质押借款的高速公路收费权及土地使用权，其他还包括持有至到期投资 92.95 亿元和威海商行的法定存款准备金。

综合来看，随着公司业务规模的扩大，近年来公司资产规模继续保持增长，资产结构以非流动资产为主。

近年来，公司营业收入逐年增加；随着公司有息负债的大幅增长，财务费用大幅增加，利息支出负担较重；净资产收益率逐年下滑

2012～2014 年，公司营业总收入逐年增加，主要来自于路桥收费、施工结算和商品销售业务收入，2014 年上述三项收入分别为 100.16 亿元、47.73 亿元和 158.16 亿元。此外，2012～2014 年，公司来自威海银行的利息收入分别为 24.98 亿元、33.71 亿元和 50.87 亿元，在营业总收入的占比分别为 8.27%、8.06%和 11.69%，是公司收入的重要补充。同期，公司毛利率分别为 25.33%、20.70%和 21.44%，与其他省属

高速公路集团相比，公司毛利率水平偏低，主要因公司贸易业务占比较大所致。

表3 2012～2014年及2015年1～6月公司收入、期间费用和利润情况（单位：亿元）

项目	2015年1～6月	2014年	2013年	2012年
营业总收入[7]	167.27	435.03	418.44	302.12
营业总成本	170.38	433.99	405.76	285.67
毛利率	24.98	21.44	20.70	25.33
期间费用	40.86	83.68	68.89	54.56
其中：销售费用	3.26	17.37	13.54	9.97
管理费用	14.20	21.81	21.72	19.37
财务费用	23.39	44.50	33.62	25.23
投资收益	15.02	23.05	11.79	9.17
营业利润	11.27	25.26	24.53	25.74
营业外收支净额	1.10	4.77	5.71	3.68
利润总额	12.37	30.03	30.24	29.42
净利润	3.73	13.47	17.40	18.40
净资产收益率	0.47	1.93	2.82	3.70
总资产收益率	0.37	2.65	2.57	2.64

期间费用方面，近年来公司期间费用呈逐年上升趋势，主要因公司业务的发展和债务规模的扩大，三费支出随之较快增长。2012～2014年，公司期间费用/营业收入分别为18.06%、16.46%和19.24%。同期，公司有息债务增加较多，利息支出随之增加，导致财务费用的增长幅度较大。公司销售费用和管理费用皆以职工薪酬为主。

利润总额方面，公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益。近年来，受营业成本和期间费用增长影响，公司经营性业务利润规模逐渐缩小，但同时受益于公司所持有的交易性金融资产、持有至到期投资等投资收益的增加，公司利润总额基本保持稳定。

2015 年 1～6 月公司实现营业总收入 167.27 亿元，同比下降10.53%，毛利率为24.98%，公司重要业务板块路桥收费和施工结算业务收入依然保持增长，但受经济下行、油价下跌等影响，公司铁路运输收入和商品销售收入有所下滑。

2012～2014年及2015年6月，公司总资产报酬率分别为2.64%、2.57%、2.65%和0.37%，有所波动；净资产收益率分别为3.70%、2.82%、1.93%和0.47%，逐年下滑。

预计未来1～2年，随着公司“大交通”战略的实施和产业链延伸，公司收入规模将持续保持增长。

[7] 包含金融类子公司营业收入

近年来，受到威海商行业务影响，公司经营性净现金流波动性较大；随着公司在建项目的推进和对铁路投资的加大，公司投资性现金净流出将保持较大规模

2012～2014 年，公司经营性净现金流波动性较大，主要是子公司威海商行的存贷款业务以及资金拆借业务波动较大所致。随着经营性净现金流规模的波动，公司经营性净现金流对负债的保障程度波动性也较大，同期经营性净现金流利息保障倍数分别为 1.76 倍、2.23 倍和 1.55 倍。公司具有较高的现金回笼率，2012～2014 年，公司现金回笼率分别为 85.05%、101.45%和 105.10%。

表 4　2012～2014 年及 2015 年 1～6 月公司现金流及部分偿债指标概况（单位：亿元）

项目	2015年1～6月	2014年	2013年	2012年
经营性净现金流	17.59	87.41	99.37	60.31
投资性净现金流	-58.59	-124.31	-205.96	-142.99
筹资性净现金流	70.63	100.39	83.57	184.26
现金回笼率（%）	105.39	105.10	101.45	85.05
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	1.55	2.23	1.76
经营性净现金流/流动负债（%）	1.06	5.78	7.69	6.09
经营性净现金流/总负债（%）	0.71	3.85	5.33	4.28

投资活动方面，随着子公司威海商行业务的拓展、公司对高速公路、铁路等交通基础设施较大规模的投资和公司购买理财产品，公司投资活动现金流流入、流入规模均保持较高水平。近年来，公司投资性净现金流持续表现为净流出，公司未来仍有较多在建及拟建项目，投资压力呈上升趋势。

为满足公司较大的投资需求以及偿还到期债务，公司筹资活动现金流入规模持续保持较高水平，未来随着建设项目的不断推进和偿债需求，筹资规模将保持较高水平。

预计未来 1～2 年，公司金融类业务将继续影响经营性净现金流的稳定性，随着公司对在建高速公路的继续投入和未来对铁路投入的加大，公司投资性现金流净流出仍将维持较大规模。

外部流动性

公司是山东省交通建设的主要投融资主体,依托于公司优越的地理位置路产，近年来经营稳定，发展趋势较好，具有良好的发展前景。同时，随着威海商行资产规模的持续增长以及业务的迅速发展，为公司收入和利润的增长提供了一定的补充。。公司与多家商业银行建立长期稳固的合作关系，信用记录良好，截至 2015 年 6 月末，公司共获得银行授信 1,300 亿元，未使用授信额度 1,086 亿元。公司外部融资渠道畅通。

短期偿债能力

公司主要从事路桥收费、施工业务、商品销售和铁路运输服务业务。2012～2014 年末及 2015 年 6 月末，公司流动比率分别为 0.68 倍、0.72 倍、0.72 倍和 0.71 倍，速动比率分别 0.52 倍、0.57 倍、0.56 倍和 0.56 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度一般。受威海商行吸收存款的影响，公司负债以流动负债为主，流动负债中的向中央银行借款、吸收存款及同业存放资金、拆入资金、卖出回购金融资产款和应付手续费及佣金为威海商行的负债，2012～2014 年末，上述五项之和占流动负债的 57.15%、63.36%、64.06%和 66.38%。得益于路产优越的地理位置情况，公司整体盈利水平较高；受威海商行业务影响，公司经营性净现金流波动性较大，持续表现为净流入，对债务具有一定保障能力，提高了对本期融资券的保障程度。

结论

综合分析，公司能够对本期融资券的到期偿付提供很强的保障。

跟踪评级安排

山东高速集团有限公司（以下简称“发债主体”）拟发行 20 亿元人民币的 2016 年度第一期短期融资券。在本期短期融资券的存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体本期融资券的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

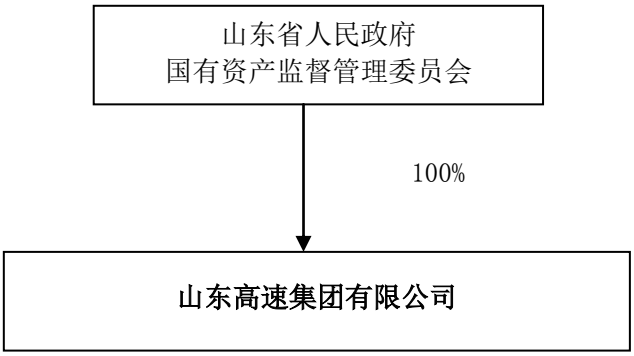
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

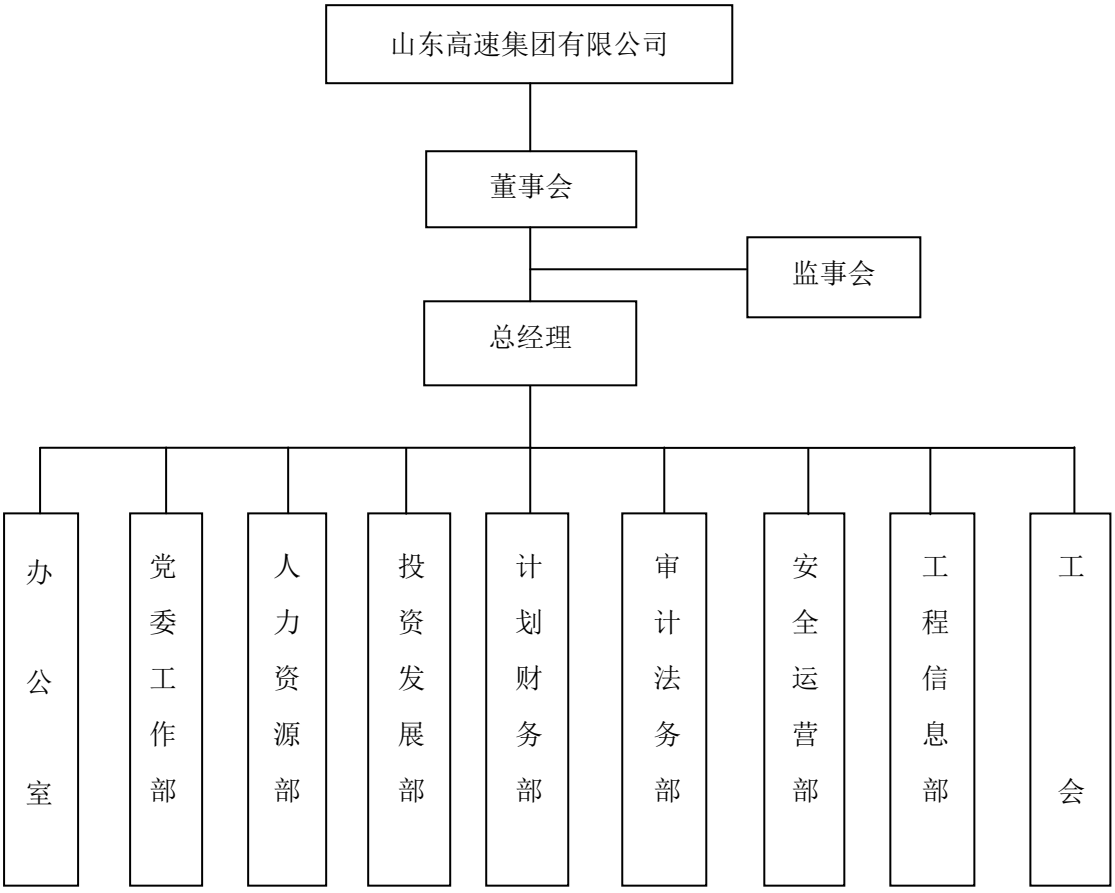
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2015 年 6 月末山东高速集团有限公司股权结构图



附件 2　截至 2015 年 6 月末山东高速集团有限公司组织结构图



附件 3　截至 2014 年末山东高速集团有限公司二级子公司情况

单位：万元、%

公司名称	注册资本	所占权益
山东海洋投资有限公司	320,000.00	31.25
山东高速物资集团总公司	103,000.00	100.00
山东高速轨道交通集团有限公司	126,176.00	100.00
青岛华天大酒店	1,500.00	100.00
山东高速服务区管理有限公司	44,904.49	100.00
山东高速集团河南许亳公路有限公司	20,000.00	100.00
山东高速信息工程有限公司	1,500.00	95.00
山东铁路建设投资有限公司	2,643,235.57	48.47
中国山东国际经济技术合作公司	50,070.00	100.00
山东高速投资控股有限公司	109,791.03	54.46
山东省农村经济开发投资公司	134,544.92	100.00
泰山财产保险股份有限公司	203,000.00	19.70
山东高速文化传媒有限公司	7,533.65	100.00
山东高速青岛发展有限公司	306,862.00	100.00
烟台龙海大酒店	2,465.61	100.00
山东高速四川产业发展有限公司	300,000.00	100.00
山东高速路桥集团股份有限公司	112,013.91	68.38
山东高速物流集团有限公司	200,000.00	75.00
山东高速交通物流投资有限公司	110,000.00	70.00
山东高速建设集团有限公司	15,000.00	100.00
威海市商业银行股份有限公司	417,119.73	58.55
山东高速齐鲁建设集团公司	51,338.30	100.00
山东高速股份有限公司	342,587.55	71.21
山东高速云南发展有限公司	177,851.26	100.00
山东高速光控产业投资基金管理有限公司	20,000.00	49.00
山东高速信联支付有限公司	36,000.00	100.00
山东高速篮球俱乐部有限公司	2,000.00	100.00
山东高速（新加坡）有限公司	1,230.12	100.00
山东高速湖南发展有限公司	25,000.00	100.00
湖北武荆高速公路发展有限公司	80,800.00	60.00
海晟国际融资租赁有限公司	21,500.00	46.98
山东海洋工程装备有限公司	4,000.00	80.00

附件 4　　山东高速集团有限公司路产通行费情况

单位：亿元

	2015 年 1～3 月	2014 年	2013 年	2012 年
京福高速路山东段	14.45	26.99	27.31	25.50
潍坊-莱阳高速路	1.21	2.60	2.51	2.24
菏泽-关庄高速路	1.19	2.47	2.48	2.27
威海-乳山高速路	0.48	1.05	1.00	0.95
济南绕城北线(含黄河三桥)	2.38	4.97	4.78	4.29
许亳高速	0.72	1.42	1.25	0.98
济青高速(含黄河二桥)	12.68	29.62	28.85	26.68
烟台-海阳高速公路	0.16	0.30	0.21	0.01
临沂-枣庄高速公路	0.55	0.97	0.70	0.02
济莱高速	1.11	2.25	2.01	1.81
河南许禹高速	0.63	1.29	1.14	0.95
胶州湾高速	0.91	1.74	2.51	2.31
胶州湾大桥	1.63	3.25	2.50	2.13
泰安-曲阜一级公路	0.70	1.12	1.31	1.64
平阴黄河大桥				
济南黄河大桥				
滨州黄河大桥				
四川公司	2.06	4.00	2.75	2.81
青银高速齐河至夏津段	1.97	4.63	4.83	4.82
云南公司	1.95	3.84	-	-
北莱路	0.11	0.33	-	-
利津大桥	0.30	0.62	-	-
湖南衡邵路	0.93	1.61	-	-
湖北武荆路	2.71	-	-	-
合计	**48.85**	**95.07**	**86.14**	**79.41**

附件 5　　山东高速集团有限公司路产通行量情况

单位：万辆

	2015 年 1～6 月	2014 年	2013 年	2012 年
京福高速路山东段	1,989.14	3,673.21	3,413.83	3,038.18
潍坊-莱阳高速路	2,34.19	427.57	403.38	329.46
菏泽-关庄高速路	187.08	351.45	333.66	295.39
威海-乳山高速路	199.49	395.63	362.69	308.82
济南绕城北线(含黄河三桥)	125.23	245.20	190.90	150.47
河南许亳高速	170.61	274.88	219.37	169.75
济青高速(含黄河二桥)	2,071.42	4006.15	3,666.13	3,220.65
烟台-海阳高速公路	106.02	214.26	121.54	2.51
临沂-枣庄高速公路	131.27	205.96	117.81	2.29
济莱高速	244.63	487.01	429.68	352.35
许禹高速	124.89	240.96	260.86	281.72
胶州湾高速	675.99	1,271.93	2,818.14	1,343.58
胶州湾大桥	252.80	462.59	702.01	281.22
泰安-曲阜一级公路	64.98	151.78	132.42	134.28
平阴黄河大桥	206.60	394.60	387.72	542.78
济南黄河大桥	-	1,356.40	1,296.13	421.76
滨州黄河大桥	34.26	659.75	489.14	1,163.35
四川乐宜高速	238.47	466.30	422.44	388.23
四川乐自高速	146.17	230.39	0.00	0.00
青银高速齐河至夏津段	175.38	355.42	343.36	409.32
云南锁蒙高速	168.43	264.82	0.00	0.00
云南鸡石通建高速	403.80	695.09	0.00	0.00
北莱路	102.57	303.43	0.00	0.00
利津大桥	256.53	550.93	0.00	0.00
湖南衡邵路	76.92	135.44	0.00	0.00
湖北武荆路	297.89	0.00	0.00	0.00
合计	8,788.39	17,821.15	16,111.18	12,836.11

附件 6　　山东高速集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	3,884,109	3,498,609	3,494,148	2,806,169
买入返售金融资产	3,275,818	2,758,004	2,142,820	1,036,040
应收账款	432,958	396,327	525,348	442,924
其他应收款	924,052	992,405	1,299,432	1,166,252
存货	2,583,477	2,431,372	2,198,599	1,731,205
流动资产合计	12,315,367	11,296,453	10,511,063	7,644,447
可供出售金融资产	3,179,270	2,612,257	221,281	176,407
持有至到期投资	1,291,010	1,273,563	1,271,037	793,180
发放贷款及垫款	4,755,781	4,301,856	3,951,793	3,396,438
长期股权投资	73,039	68,378	1,288,042	1,164,778
固定资产净额	3,042,966	3,011,346	2,914,595	2,198,001
在建工程	1,552,496	1,466,654	1,717,937	1,686,823
无形资产	5,818,681	5,928,727	4,599,149	3,237,684
非流动资产合计	21,176,384	19,876,291	16,852,792	13,403,657
总资产	33,491,751	31,172,744	27,363,855	21,048,104
占资产总额比（%）				
货币资金	11.60	11.22	12.77	13.33
买入返售金融资产	9.78	8.85	7.83	4.92
应收账款	1.29	1.27	1.92	2.10
其他应收款	2.76	3.18	4.75	5.54
存货	7.71	7.80	8.03	8.22
流动资产合计	36.77	36.24	38.41	36.32
可供出售金融资产	9.49	8.38	0.81	0.84
持有至到期投资	3.85	4.09	4.64	3.77
发放贷款及垫款	14.20	13.80	14.44	16.14
长期股权投资	0.22	0.22	4.71	5.53
固定资产净额	9.09	9.66	10.65	10.44
在建工程	4.64	4.70	6.28	8.01
无形资产	17.37	19.02	16.81	15.38
非流动资产合计	63.23	63.76	61.59	63.68
负债类				
短期借款	785,754	626,354	1,470,229	1,921,974
应付账款	669,189	829,322	1,049,044	806,148
应付票据	785,754	626,354	108,315	212,634

附件 6　　山东高速集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
其他应付款	1,728,160	1,377,893	1,277,558	1,274,050
其他流动负债	1,333,593	1,317,019	366,726	42,886
向中央银行借款	106,268	26,937	29,027	31,180
吸收存款及同业存放	9,617,271	9,168,989	8,301,431	5,942,505
拆入资金	18,341	8,567	12,803	22,188
卖出回购金融资产款	1,758,553	875,180	862,025	460,060
流动负债合计	17,326,515	15,737,784	14,530,455	11,298,322
长期借款	4,918,413	4,892,679	4,097,431	2,635,196
应付债券	2,706,803	2,983,885	2,011,963	1,671,670
长期应付款	393,873	387,753	361,608	344,984
非流动负债合计	8,147,457	8,439,135	6,668,215	4,770,128
负债合计	25,473,972	24,176,919	21,198,669	16,068,450
占负债总额比（%）				
短期借款	3.08	2.59	6.94	11.96
应付账款	2.63	3.43	4.95	5.02
应付票据	0.40	0.51	0.51	1.32
其他应付款	6.78	5.70	6.03	7.93
其他流动负债	5.24	5.45	1.73	0.27
向中央银行借款	0.42	0.11	0.14	0.19
吸收存款及同业存放	37.75	37.92	39.16	36.98
拆入资金	0.07	0.04	0.06	0.14
卖出回购金融资产款	6.90	3.62	4.07	2.86
流动负债合计	68.02	65.09	68.54	70.31
长期借款	19.31	20.24	19.33	16.40
应付债券	10.63	12.34	9.49	10.40
长期应付款	1.55	1.60	1.71	2.15
非流动负债合计	31.98	34.91	31.46	29.69
权益类				
少数股东权益	4,154,957	3,616,006	3,021,003	2,356,122
实收资本（股本）	2,005,642	2,005,642	2,005,642	1,500,000
资本公积	303,973	299,226	342,509	368,842
盈余公积	100,646	100,646	100,646	100,646
未分配利润	586,689	634,449	646,937	607,054
其他权益工具	750,000	250,000	0	0
归属于母公司所有者权益合计	3,862,822	3,379,820	3,144,183	2,623,531

附件 6　　山东高速集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
所有者权益合计	8,017,779	6,995,825	6,165,186	4,979,653
损益类				
营业总收入	1,672,654	4,350,349	4,184,385	3,021,196
营业收入	1,320,132	3,717,924	3,770,399	2,749,147
营业成本	990,389	2,920,672	2,989,839	2,052,812
销售费用	32,626	173,670	135,423	99,660
管理费用	142,000	218,138	217,192	193,691
财务费用	233,925	445,011	336,248	252,274
投资收益	150,209	230,473	117,859	91,658
营业利润	112,652	252,627	245,290	257,366
利润总额	123,686	300,279	302,406	294,161
净利润	37,297	134,723	173,980	184,017
归属于母公司所有者的净利润	-17,268	13,207	50,532	100,794
占营业总收入比（%）				
营业收入	78.92	85.46	90.11	91.00
营业成本	59.21	67.14	71.45	67.95
销售费用	1.95	3.99	3.24	3.30
管理费用	8.49	5.01	5.19	6.41
财务费用	13.99	10.23	8.04	8.35
投资收益	8.98	5.30	2.82	3.03
营业利润	6.73	5.81	5.86	8.52
利润总额	7.39	6.90	7.23	9.74
净利润	2.23	3.10	4.16	6.09
归属于母公司所有者的净利润	-1.03	0.30	1.21	3.34
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	175,863	874,099	993,689	603,117
投资活动产生的现金流量净额	-585,903	-1,243,105	-2,059,583	-1,429,860
筹资活动产生的现金流量金额	706,303	1,003,869	835,712	1,842,601
财务指标				
EBIT	123,686	826,060	702,918	556,246
EBITDA	-	1,286,005	1,082,451	888,487
总有息负债	10,207,104	10,066,662	8,330,209	6,775,594
毛利率（%）	24.98	21.44	20.70	25.33

附件 6　　山东高速集团有限公司主要财务指标（续表 3）

单位：万元

年　份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
营业利润率（%）	8.53	6.79	6.51	9.36
总资产报酬率（%）	0.37	2.65	2.57	2.64
净资产收益率（%）	0.47	1.93	2.82	3.70
资产负债率（%）	76.06	77.56	77.47	76.34
债务资本比率（%）	56.01	58.81	57.47	57.64
长期资产适合率（%）	76.34	77.66	76.15	72.74
流动比率（倍）	0.71	0.72	0.72	0.68
速动比率（倍）	0.56	0.56	0.57	0.52
保守速动比率（倍）	0.23	0.22	0.25	0.26
存货周转天数（天）	227.86	285.34	236.59	201.85
应收账款周转天数（天）	28.27	44.62	46.23	44.38
经营性现金净流/流动负债（%）	1.06	5.78	7.69	6.09
经营性现金净流/总负债（%）	0.71	3.85	5.33	4.28
经营现金流利息保障倍数（倍）	-	1.55	2.23	1.76
EBIT 利息保障倍数（倍）	-	1.46	1.58	1.62
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.27	2.43	2.59
现金比率（%）	22.42	22.23	24.90	25.56
现金回笼率（%）	105.39	105.10	101.45	85.05
担保比率（%）	9.10	9.72	13.46	16.67

附件 7　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[8] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[9] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[8] 半年取 180 天。
[9] 半年取 180 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 8　　企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

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，有较高违约风险。

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。

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，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。