

信用等级公告

联合[2019]637 号

山东高速路桥集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

山东高速路桥集团股份有限公司公开发行的“17 山路 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月十日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东高速路桥集团股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+

评级展望: 稳定

上次评级结果: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 山路 01	5.00 亿元	AA	AA+	2018 年 6 月 20 日

跟踪评级时间: 2019 年 5 月 10 日

主要财务数据:

项 目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	176.27	238.92	238.23
所有者权益 (亿元)	40.65	63.60	70.00
长期债务 (亿元)	25.56	24.44	23.56
全部债务 (亿元)	45.83	71.42	66.58
营业收入 (亿元)	123.85	147.68	46.61
净利润 (亿元)	5.78	6.77	1.15
EBITDA (亿元)	10.61	13.06	--
经营性净现金流 (亿元)	2.32	8.30	-9.11
营业利润率 (%)	12.38	10.48	6.59
净资产收益率 (%)	15.34	12.99	--
资产负债率 (%)	76.94	73.38	70.62
全部债务资本化比率 (%)	52.99	52.90	48.75
流动比率 (倍)	1.33	1.18	1.21
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.23	0.18	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.77	4.64	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.12	2.61	--

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能存在微小差异; 3、公司 2019 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化; 4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 5、长期应付款中带息债务已纳入长期债务核算。

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”) 的跟踪评级反映了公司收入和利润规模进一步扩大, 盈利能力较强; 所有者权益较快增长, 债务负担合理; 公司路桥工程施工业务项目储备较多, 未来收入可持续性较好。同时, 联合评级也关注到公司项目资金支出压力较高, 应收类款项对资金占用较高以及短期债务增长较快等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司作为山东高速集团有限公司 (以下简称“山东高速集团”) 的子公司, 公司项目充足, 未来随着项目的逐步推进, 公司经营规模和盈利能力, 有望进一步提升。

综上, 联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”, 评级展望为“稳定”; 同时上调“17 山路 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司作为山东高速集团的子公司, 施工实力较强, 并持续获得了山东高速在项目承接上的大力支持。

2. 截至 2018 年末, 公司路桥工程施工业务期末在手合同充足, 公司收入可持续性较好。

3. 公司营业收入及净利润在 2018 年均有所较快增长, 与同行业上市公司相比, 公司盈利能力较强。

4. 公司 EBITDA 和经营现金流入对“17 山路 01”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内, 公司未完工工程施工项目较多, 且未来所需资金投入较多, 公司存在较高的资金支出压力。

2. 公司应收账款与长期应收款规模较大，且存货中已完工未结算资产较多，对公司资金占用较高。

3. 2018 年，公司短期债务规模有所增长，债务结构有待改善。

4. “17 山路 01”设置加速清偿条款，如果《债券受托管理协议》项下的违约事件发生且一直持续 15 个连续工作日仍未解除，将导致“17 山路 01”提前到期。

分析师

王金磊

电话：010-85172818

邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

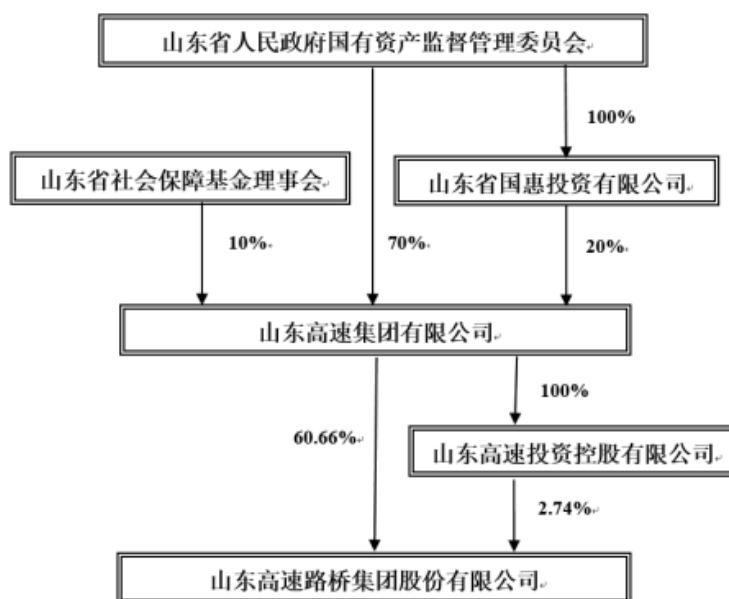


张婧蕊

一、主体概况

2018 年，山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”或“山东路桥”）股权结构以及注册资本均未发生变化，截至 2019 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 11.20 亿元，公司控股股东仍为山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”），实际控制人仍为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。截至 2019 年 3 月末，山东高速集团持有的公司股份不存在质押或冻结的情况。

图 1 截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2018 年末，公司部室设置较上年无调整，目前设置办公室、人力资源部、工程管理部、财务管理部、投资发展部、安全管理部、证券管理部、综合管理部共 8 个职能部门，并下设战略与发展委员会、薪酬与考核委员会、风险控制委员会、审计委员会和提名委员会；公司拥有在职员工 8,703 人。2018 年，公司合并范围新增子公司 8 家，公司下属一级子公司共 9 家。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 238.92 亿元，负债合计 175.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）63.60 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 50.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 147.68 亿元，净利润（含少数股东损益）6.77 亿元，其中归属于母公司的净利润为 6.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.09 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 238.23 亿元，负债合计 168.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 51.23 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.61 亿元，净利润（含少数股东损益）1.15 亿元，其中归属于母公司的净利润为 1.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.11 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.11 亿元。

公司注册地址：山东省济南市经五路 330 号；法定代表人：周新波。

二、债券发行及募集资金使用情况

经“中国证监会许可[2016]651号文”文件核准，公司于2017年3月10日发行了5亿元的“山东高速路桥集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，期限为5年，发行时票面利率为5.05%，投资者有权选择在本期债券第3个计息年度的付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值（含当期利息）回售给公司；公司有权决定是否在本期债券存续期的第3年末调整本期债券后2年的票面利率。本期债券已于2017年4月在深圳交易所上市交易，债券代码：112500.SZ，债券简称“17山路01”。债券起息日为2017年3月10日，行权日为2020年3月10日，到期日为2022年3月10日。

“17山路01”设置加速清偿条款，如果《债券受托管理协议》项下的违约事件发生且一直持续15个连续工作日仍未解除，债券持有人可通过债券持有人会议决议同意，以书面方式通知公司，宣布所有本期未偿还债券的本金和相应利息，立即到期应付。

根据“17山路01”募集说明书约定，公司将“17山路01”募集资金扣除发行费用后已全额用于补充子公司流动资金，截至2018年末，公司募集资金专项账户余额为3.61万元，系账户结息。公司已于2019年3月11日（因2019年3月10日为节假日，付息日顺延至2019年3月11日）支付第二期利息。

三、行业分析

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

近年来，我国公路总里程数不断上升。我国公路建设自2009年开始呈现出爆发式增长，2011年后交通固定资产投资增速持续放缓，逐渐趋向正常增长水平。根据交通运输部和国家统计局统计数据，截至2018年末，全国四级及以上等级公路里程446.59万公里，较上年增加12.73万公里，其中高速公路车道里程63.33万公里，增加2.90万公里；国家高速公路里程10.55万公里，增加0.33万公里。

我国公路建设投资额不断增长。随着公路总里程和高等级公路里程的快速增长，我国路网结构进一步改善。交通固定资产投资作为拉动内需的重要手段，呈逐年增长趋势，根据《2018年交通运输行业发展统计公报》全国全年完公路建设投资2.13万亿元，较上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9,972亿元，较上年增长7.7%；普通国省道建设完成投资6,378亿元，较上年下降12.2%；农村公路建设完成投资4,986亿元，较上年增长5.4%。2018年，全国完成营业性客运量136.72亿人，较上年下降6.2%，旅客周转量9,279.68亿人公里，较上年下降5.0%；完成货运量395.69亿吨，较上年增长7.3%，货物周转量71,249.21亿吨公里，较上年增长6.7%，公路客运以及货物仍然是我国交通运输重要的组成部分，货运量仍有较快增长。随着国民经济的增长、汽车工业的不断进步和公路网络的建成，公路运输成为适应经济发展和人民生活需要的骨干运输方式，在运输体系中占主导地位。

“十三五”时期作为我国交通基础设施连线成网的关键期，交通基础设施建设的主要任务是围绕国家“一带一路”、“京津冀一体化”和“长江经济带”三大战略，加快建设六大走廊交通

基础设施主通道,完善境内段交通基础设施建设。从全国市场看,根据《国家公路网规划(2013~2030年)》,国家公路网总规模约 580 万公里。2017 年全国交通运输会议,指出“十三五”期间全国公路建设投资额 7.8 万亿。“十三五”期间国家重点支持西部地区交通基础设施建设,相对于东部地区,西部地区交通投资大规模增加,给路桥施工行业带来机遇。

2018 年 5 月,国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》,要求优化调整货物运输结构,大幅提升铁路货运比例,计划通过三年集中攻坚实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨(增长 30%)、水路货运量较 2017 年增加 5 亿吨(增长 7.5%)、沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨的目标。

2018 年 10 月,国务院办公厅发布《推进运输结构调整三年行动计划(2018-2020 年)》的通知,要求以深化交通运输供给侧结构性改革为主线,以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场,以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向,不断完善综合运输网络,切实提高运输组织水平,减少公路运输量,增加铁路运输量,加快建设现代综合交通运输体系。

总体看,2018 年我国公路建设投资规模较大且保持稳定增长,公路运输需求逐年增加,但“公转铁”等政策或对公路建设行业的需求产生一定不利影响。

四、管理分析

2018 年以来,公司董事、监事和高级管理人员有如下变化:2018 年 1 月,公司董事长江成因工作原因辞职;2019 年 1 月,公司董事长艾贻忠因工作原因辞职;2018 年 8 月,监事会主席吕思忠因工作原因辞职。公司任命原总经理周新波为董事长、原副总经理张保同为总经理、赵亚文为监事会主席。除上述人员变动外,公司 3 名董事、3 名监事和 1 名副总经理离任。新任董事长、总经理介绍如下:

公司董事长周新波先生,1967 年 12 月出生,本科学历,工程技术应用研究员。曾任山东高速路桥集团有限公司(以下简称“路桥集团”)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,公司副董事长、总经理。现任高速集团党委委员、总工程师,公司董事长、党委书记(已通过会议审议,工商变更备案手续正在办理)。

公司总经理张保同先生,1967 年 6 月出生,本科学历,工程技术应用研究员。曾任路桥集团总经理助理,鲁桥建设总经理,公司副总经理。现任公司董事、总经理、党委副书记。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年,公司仍以路桥工程施工和路桥养护施工为主业,公司营业收入为 147.68 亿元,较上年增长 19.25%,其中公司路桥工程施工收入为 129.95 亿元,较上年增长 17.93%,主要系当年验收结算工程增加所致。路桥养护施工业务主要集中于山东省,2018 年实现收入 13.85 亿元,较上年增长 28.50%,主要系养护业务施工量增长所致。

表 1 2017~2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工	110.19	97.67	12.80	129.95	90.37	10.59
养护工程施工	10.78	2.33	12.61	13.85	9.63	9.40
合计	120.97	100.00	12.69	143.79	100.00	10.47

资料来源：公司提供

毛利率方面，2018 年，受材料成本和劳务费用上涨影响，公司路桥工程施工业务毛利率和养护工程施工毛利率均较上年小幅下降，分别较上年下降 2.21 个百分点和 3.21 个百分点至 10.59% 和 9.40%。受上述业务变动影响，公司主营业务毛利率为 10.47%，较上年下降 2.22 个百分点。

从主营业务区域分布情况来看，近几年，公司在华东地区业务收入规模仍然最高，2018 年为 123.15 亿元，较上年增长 22.02%。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，2018 年公司在海外地区实现主营业务收入合计为 4.56 亿元，较上年增长 7.99%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.61 亿元，较上年同期增长 135.34%，主要系公司本期项目完工工作量增长，按照工程进度确认较多收入所致；公司实现净利润 1.15 亿元，较上年增长 256.13%。

总体看，公司收入规模增长较快，但毛利率受材料成本和劳务费用增长的影响有所下降。目前公司在华东地区收入占比很高且增速较快，且公司在海外业务逐步拓展，未来海外收入将持续增长。

2. 路桥工程施工

公司路桥工程项目经营模式在 2018 年未发生变化，仍主要通过公开招标方式获取。公司业务除传统的工程总承包模式外，还包括 PPP、入股施工投资一体化项目和投资施工一体化等，其中公司 PPP 项目系公司作为社会资本方和其他各方出资组成项目公司，项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等，合作期满后将项目移交给实施机构或政府制定机构，PPP 项目期限较长，公司将控制的项目公司纳入合并范围，对合营项目公司的投入计入长期股权投资。

成本方面，公司路桥工程施工业务的营业成本主要包括材料成本、机械使用费以及劳务费用，2018 年占比分别为 43.00%、7.01% 和 40.97%，分别较上年变动 0.84 个百分点、-0.24 个百分点和 0.04 个百分点，材料成本的占比有所上升，但整体变动不大。

原材料采购方面，公司道桥工程施工业务采购的大宗原材料主要有钢材、混凝土和沥青；集中度方面，受公司施工区域分散且多采取当地采购模式的影响，公司供应商集中度较低。2018 年，公司前五名供应商合计采购金额为 20.10 亿元，在采购总额中占 15.24%，其中前五名供应商合计采购金额中关联方采购额（山东高速集团及其子公司）占比为 9.16%，较上年增加 5.85 个百分点，关联采购比重有所增长。结算方面，公司在与原材料供应商签订合同时，确立付款时间、百分比以及支付方式（现金或汇票）等条款，公司按照市场价格进行采购，一般采用现货后款方式，到货后支付部分现金货款，余款在 3~6 个月内支付。

公司作为山东高速集团的主要负责工程施工的子公司，获得的在项目承接方面的支持力度较大，2018 年，公司路桥工程施工新签施工合同 244 个，合同金额为 232.68 亿元，较上年新签合同金额略有下降。截至 2018 年末，公司在手施工合同数量为 80 个，合同金额为 201.71 亿元，公司在手合同规模较大，项目储备充足。

表 2 2017~2018 年公司路桥工程业务合同签订情况（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年
当期新签合同数量	271	244
当期新签合同金额	238.53	232.68
期末在手合同数量	81	80
期末在手合同金额	216.85	201.71

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2018 年，公司路桥工程施工业务前五大客户集中度仍然较高，主要为山东高速集团及其子公司等，关联方销售额占公司年度销售额的 55.11%，前五大客户销售金额占路桥工程施工业务总收入的 67.22%，客户集中度较高，对关联方有一定依赖。

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

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目共 83 个，公司在建项目合计投资额达到 344.25 亿元，尚需投资 185.07 亿元，公司未来资金支出规模很大。在建项目中，采用入股施工一体化模式的项目共 4 个，主要为山东高速集团、齐鲁交通等内部项目为主，项目总投资金额为 73.16 亿元；PPP 项目共 10 个，总投资额合计为 28.49 亿元；投资施工一体化项目共 4 个，总投资额合计为 28.01 亿元。

总体看，2018 年，公司路桥工程施工业务平稳发展，公司客户主要为山东高速集团及其子公司，在手订单量充足，未来收入较有保障；公司目前在建项目规模很大，未来存在较高的资金支出压力。

3. 路桥养护施工

公司路桥养护业务仍主要分为日常维护和路桥大修工程两类。

公司路桥养护业务营业成本主要包括材料成本、劳务费用、人工成本及机械使用费，2018 年，公司该业务营业成本中上述成本分别占 46.36%、38.34%、3.15%和 4.44%，材料成本和劳务费用占比较上年有所上升。

2018 年，公司路桥养护施工业务新签合同金额为 13.69 亿元，较上年下降 38.11%；截至 2018 年末，公司期末在手合同金额为 1.59 亿元，较上年末大幅下降，主要系当期公司完工项目较多且公司新签项目较少所致。

表 3 公司路桥养护业务合同签订情况（单位：个、亿元）

时间	2017 年	2018 年
当期新签合同数量	68	44
当期新签合同金额	22.12	13.69
期末在手合同数量	20	18
期末在手合同金额	15.65	1.59

资料来源：公司提供

目前公司路桥养护业务以山东省内为主，主要服务对象山东高速集团、齐鲁交通发展集团有限公司、烟台市公路管理局、公路运营主体等。2018 年，公司路桥养护业务前 5 大客户收入合计占路桥养护业务收入比例仍然较高，为 80.86%，客户集中度较高。工程回款方面，路桥养护项目

客户实力较强、资质较好，主要根据项目进度，按季度进行结算，根据施工期限不同，账期通常为 1~2 年。

总体看，2018 年，公司公路养护业务收入有所增长，但由于当期公司完工合同额较高，期末公司在手合同金额大幅下降，但考虑到公司作为山东高速集团的子公司，公司每年可获得的项目充足。

4. 重大事项

公司为满足经营发展需要，子公司路桥集团拟向失信被执行人山东润阳置业有限公司（以下简称“润阳置业”）购买位于济南市经十路东首北侧（燕山立交桥西 500 米路北）晶石中心 A 栋作为新的办公场所，房产总价 5.70 亿元，但晶石中心 A 栋存在查封、抵押及销售等权利限制问题，上交所于 2018 年 8 月 13 日出具《关于对山东高速路桥集团股份有限公司的关注函》，对相关问题进行了关注，公司已在 2018 年 8 月 17 日《山东高速路桥集团股份有限公司关于恢复深圳证券交易所关注函的公告》进行回复，目前，润阳置业已取得三家原购房人同意解除原购房合同的书面文件，尚未取得东银公司同意转让债权及其在建工程抵押权的书面文件，尚未取得相关查封申请人明确同意解除查封的书面意见，该等限制情形均尚未解除。根据拟签订的《买卖框架协议》约定，如标的资产权利限制未能及时解除，路桥集团有权取消本次交易，并追究润阳置业违约责任，此事项对公司整体影响不大。

5. 关联交易

公司与关联方存在关联交易。公司与山东高速集团（控股股东）、山东高速股份有限公司（其他关联法人）以及山东高速济泰城际公路有限公司（其他关联法人）等公司关联交易规模较大，2018 年关联交易金额为 104.23 亿元，较上年的 88.80 亿元大幅增长，关联交易主要为向关联方提供劳务的关联交易金额为 81.38 亿元，向关联方采购材料的关联交易金额为 12.08 亿元。2012 年 6 月，山东高速集团对与公司的关联交易作出承诺，山东高速及其控制的其他企业与公司发生必要之关联交易，将严格遵循市场原则和公平、公正、公开的原则，按照公司《公司章程》和《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规范性文件规定，遵循审议程序、履行信息披露义务，从制度上保证公司的利益不受损害，保证不发生通过关联交易损害公司及广大中小股东权益的情况。

总体看，2018 年，公司存在关联交易且交易规模较大，主要系向关联方提供劳务，但相关关联交易均遵循相关文件规定，履行了信息披露义务。

6. 未来发展

“十三五”时期，公司发展围绕“转型升级、创新发展”这一中心，通过对业务和管理进行结构性变革，建立竞争优势，提升发展潜力。公司未来主要聚焦“交通基建、城市升级、工程技术、股权投资”四大业务板块。首先，路桥工程、养护业务公司已具备一定技术和经验优势，需进一步扩大市场和竞争优势，铁路工程、港航工程同属大交通基建领域，利用资源优势优先拓展；其次，重点发展在城市升级改造中潜力极大的综合管廊、海绵城市、城市轨道交通等市政工程业务，以及与交通、市政工程相配套的设计咨询业务；再次，城市升级中的旧城改造、保障房建设、节能环保业务，以及服务于施工、养护的工程机械、建材等业务，作为培育业务进行布局。配合“投资带动建设”模式，围绕主业及上下游产业链，发展股权投资等业务。

总体看，公司未来发展主要围绕现有主业，并进行扩展，战略符合公司发展需要，有利于提高公司竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度审计报告已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整法，本报告 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告年初或上年数据。公司于 2019 年 1 月 1 日正式开始执行“新金融工具准则”，将可供出售金融资产重分类至交易性金融资产 742.00 万元，其他债权投资 10.19 亿元，其他权益工具投资 0.88 亿元；同时受重分类至交易性金融资产项目影响，调增其他综合收益项目 178.50 万元，调减未分配利润 178.50 万元。

合并范围方面，2018 年公司新设立 8 家子公司，公司新增纳入合并范围子公司整体规模不大，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额为 238.92 亿元，较年初增长 35.54%，公司流动资产及非流动资产均有较大增长；其中流动资产合计占 73.62%，非流动资产合计占 26.38%，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产合计 175.88 亿元，较年初增长 21.27%，以货币资金（占 20.23%）、应收账款（占 26.52%）和存货（占 41.00%）为主。

截至 2018 年末，公司货币资金为 35.58 亿元，较年初增长 84.39%，主要系融资规模扩大所致；银行存款占比为 83.60%，其他货币资金占比为 16.17%，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、履约保障金、农民工工资保证金以及保函保证金，为受限资金，受限比例较低。公司应收账款账面价值为 46.65 亿元，较年初下降 3.61%，变动不大；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 48.28 亿元，其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 22.37 亿元，其中 1 年以内（含 1 年）的占比为 61.60%，1~2 年（含）的占比为 23.34%，2~3 年（含）的占比为 10.36%，1 年以上的占比较高；其他为无风险组合，账面余额为 25.91 亿元，全部为关联方欠款；公司应收账款计提坏账准备 3.19 亿元，计提比例不高；公司应收账款前五大欠款金额 20.02 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 40.17%，集中度较高，欠款单位主要系地方国企。公司存货账面价值 72.12 亿元，较年初增长 16.52%，主要系原材料增长较多所致；存货中，建造合同形成的已完工未结算资产账面余额占存货账面余额的 76.34%，累计计提跌价准备 0.61 亿元，计提比例很低。

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产合计 63.03 亿元，较年初大幅增长 101.84%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和其他非流动资产大幅增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 17.68%）、长期应收款（占 17.22%）、固定资产（占 10.28%）和其他非流动资产（占 44.76%）构成。

截至 2018 年末，公司可供出售金融资产为 11.15 亿元，较年初增加 11.05 亿元，主要系公司参股济南临莱公路工程合伙企业（有限合伙）、济南岚罗公路工程合伙企业（有限合伙）和济南泰庄公路工程合伙企业（有限合伙）所致，系公司投资施工一体化项目。公司长期应收款为 10.86

亿元，较年初增加 9.13 亿元，主要系 PPP 项目产生的应收款项。公司固定资产账面价值为 6.48 亿元，较年初增长 0.69%，基本维持稳定，公司固定资产仍主要由房屋及建筑物（占 19.04%）和机器设备（占 66.90%）构成；固定资产账面累计折旧 9.47 亿元，固定资产成新率为 40.62%，成新率较低。公司其他非流动资产为 28.22 亿元，较年初增长 47.99%，主要系公司预付新办公楼首期购房款以及对国泰元鑫资产管理有限公司、山东省国际信托股份有限公司等的借款增长所致。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产规模为 5.75 亿元，全部为受到限制的货币资金，除货币资金外，公司无其他受限资产，受限比例很低。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 238.23 亿元，较年初小幅下降 0.29%，维持稳定；公司资产结构仍以流动资产为主，流动资产占资产总额比重为 72.27%。

总体看，2018 年，随着经营规模的扩大，公司资产规模快速增加，仍以流动资产为主；公司货币资金储备较多，但应收账款以及长期应收款规模较大，且存货中已完工未结算资产较多，对公司资金占用较高。整体来看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债总额为 175.31 亿元，较年初增长 29.27%，主要系流动负债增长所致。从负债结构来看，公司流动负债占比由年初的 80.12%提高至 84.68%，公司负债仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2018 年末，公司流动负债 148.45 亿元，较年初增长 36.62%，主要系应付票据和预收账款大幅增长所致；公司流动负债主要以短期借款（占 12.13%）、应付票据（占 12.79%）、应付账款（占 41.81%）、预收款项（占 16.00%）和一年内到期的非流动负债（占 6.73%）为主。

截至 2018 年末，公司短期借款为 18.00 亿元，较年初增长 25.87%，短期借款主要由保证借款（占 10.00%）和信用借款（占 90.00%）构成。公司应付票据为 18.98 亿元，较年初增长 239.70%，主要系受经营规模扩大以及公司鼓励使用票据付款，带动票据使用量较上年增长所致。公司应付账款为 62.06 亿元，较年初小幅下降 3.44%，应付账款账龄主要在 1 年以内，占比为 79.72%。公司预收账款为 23.75 亿元，较年初增长 71.42%，主要系公司新开工项目较多使得收到的开工预付款大幅增长所致。公司一年内到期的非流动负债为 10.00 亿元，较年初大幅增加 9.62 亿元，主要系 2019 年即将到期的长期借款大量增长所致。

非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债 26.86 亿元，较年初小幅下降 0.35%；非流动负债主要以长期借款（占 48.85%）和应付债券（占 41.69%）为主。

截至 2018 年末，公司长期借款为 13.12 亿元，较年初下降 23.04%，主要系部分于 2019 年到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致，公司长期借款主要以信用借款（占 83.48%）为主；从长期借款期限分布看，公司长期借款 2020 年到期 2.46 亿元、2021 年到期 6.40 亿元、2024 年及以后到期 4.27 亿元，公司在 2021 年有较大规模的长期借款到期。公司应付债券余额为 11.20 亿元，较年初增长 36.59%，主要系公司新发行“18 高速路桥 MTN001”所致，债券发行金额为 3.00 亿元，期限为 3 年；期限分布方面，公司应付债券将于 2021 年到期 3 亿元，2022 年到期 8 亿元，但其中“17 路桥 01”将于 2020 年 3 月进入回售期，目前余额为 5 亿元。

截至 2018 年末，公司全部债务 71.42 亿元，较年初增长 55.84%，主要系公司银行短期借款以及票据使用量增长所致；其中短期债务占 65.78%，长期债务占 34.22%，短期债务占比较上年大

幅增加 21.55 个百分点，债务结构有待改善；公司短期债务为 46.98 亿元，较年初增长 131.79%；长期债务为 24.44 亿元，较年初下降 4.39%。从债务指标看，截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.38%、52.90%和 27.76%，较年初分别下降 3.56 个百分点、0.10 个百分点和 10.84 个百分点。在将永续债调整至债务后，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 75.47%、56.60%和 33.44%，较调整前分别增加 2.09 个百分点、3.70 个百分点和 5.68 个百分点，公司债务负担有所上升。

截至 2019 年 3 月末，公司负债为 168.23 亿元，较年初下降 4.04%，变动幅度不大；公司负债仍以流动负债为主，流动负债占负债的比重为 84.48%。截至 2019 年 3 月末，公司全部债务 66.58 亿元，较年初下降 6.78%，其中短期债务占 64.61%、长期债务占 35.39%，公司债务结构仍以短期债务为主。从债务指标看，截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.62%、48.75%和 25.18%，较年初分别下降 2.76 个百分点、4.15 个百分点和 2.58 个百分点。在将永续债调整至债务后，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 74.82%、56.07%和 35.87%，较调整前分别增加 4.20 个百分点、7.32 个百分点和 10.69 个百分点。

总体看，公司债务负担合理，负债结构仍以流动负债为主，但公司短期债务增长较快，公司债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益 63.60 亿元，较年初增长 56.45%，主要系未分配利润积累以及少数股东权益增长所致。公司归属于母公司所有者权益为 50.01 亿元中，占所有者权益的比重为 78.63%，少数股东权益占比为 21.37%；归属于母公司所有者权益中，股本占 34.23%、资本公积占-3.57%、未分配利润占 61.06%、盈余公积占 6.33%。公司未分配利润占比很高，公司权益结构的稳定性一般。

截至 2018 年末，公司资本公积为-1.78 亿元，资本公积为负数主要系 2012 年公司模拟增发股份约 6.73 亿股，与取得的法律上母公司在重组基准日即 2011 年 12 月 31 日的净资产差额约 6.63 亿元调减资本公积所致；资本公积较上年增加 3.78 亿元，主要系子公司路桥集团的少数股东注资产生溢价所致。公司少数股东权益为 13.59 亿元，较上年增加 13.09 亿元，主要为子公司路桥集团少数股东的注资款以及子公司取得与银行签订的可延期偿还的 5.00 亿元债权投资产品所致。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 70.00 亿元，较年初增长 10.05%，主要系公司取得 5.00 亿元可延期的债权投资产品所致；公司归属于母公司所有者权益为 51.23 亿元，占所有者权益的比重为 73.19%，少数股东权益占比为 26.81%；归属于母公司所有者权益中，股本占 33.41%、资本公积占-3.48%、盈余公积占 6.18%、未分配利润占 61.59%。

总体看，2018 年，受路桥集团少数股东注资以及未分配利润积累影响，公司所有者权益快速增长，但未分配利润占比较高，权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，随着公司路桥工程施工项目结算量增长，公司营业收入以及营业成本均有较快增长，公司实现营业收入 147.68 亿元，较上年增长 19.25%；营业成本 131.84 亿元，较上年增长 21.92%，营业成本增速略高于营业收入增速，导致公司营业利润率较上年小幅下降 1.91 个百分点至 10.48%。

从期间费用看，2018 年公司期间费用总额为 6.56 亿元，较上年增长 27.91%，各类费用较均

上年有所增长；公司管理费用为 3.98 亿元，较上年增长 15.86%，主要系职工薪酬增长所致；公司财务费用为 1.17 亿元，较上年增长 47.93%，主要系随着债务规模扩大，利息支出增长所致；公司研发费用为 1.41 亿元，较上年增长 56.30%，主要系研发人员薪酬和劳务费增长所致。2018 年，公司费用收入比为 4.44%，较上年上升 0.30 个百分点，公司费用控制能力很强。

2018 年，公司营业利润为 9.06 亿元，较上年增长 17.54%，公司净利润为 6.77 亿元，较上年增长 17.17%。

从盈利指标看，2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 8.65% 和 12.99%，较上年分别下降 0.54 个百分点和 2.35 个百分点；总资产报酬率为 5.70%，较上年增加 0.02 个百分点。从 2018 年同行业上市公司盈利指标看，公司处于行业较高水平，整体盈利能力较强。

表 4 2018 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	10.40	3.40	13.49
四川路桥	8.65	3.86	10.69
成都路桥	0.79	0.76	1.52
北新路桥	2.83	1.50	10.25
龙建股份	9.50	2.40	7.45
山东路桥	14.72	4.79	10.73

资料来源：Wind，联合评级整理。

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为保证数据可比性，本表数据统一采用 Wind 数据。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.61 亿元，较上年同期增长 135.34%，主要系公司本期项目完工工作量增长，按照工程进度确认较多收入所致；公司实现净利润 1.15 亿元，较上年增长 256.13%。

总体看，公司收入保持稳定增长，费用控制能力很强，公司净利润规模较上年增长较快，与同行业上市公司相比，公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 185.72 亿元，较上年增长 39.64%，主要系公司项目集中开工，收到较多业主的支付的项目进度款所致；公司经营活动现金流出 177.42 亿元，较上年增长 35.77%，主要系采购等支出增加所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额 8.30 亿元，较上年增长 257.13%；受本期收到的进度款较多影响，公司现金收入比为 111.82%，较上年增加 22.85 个百分点。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入 2.23 亿元，较上年增长 151.29%，主要系公司收回投资款 1.50 亿元所致；公司投资活动现金流出 23.85 亿元，较上年增长 118.21%，主要系公司系对山东高速通汇富尊基金有限公司和国泰元鑫资产管理有限公司投资 5.50 亿元所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为净流出 21.62 亿元，较上年净流出规模增加 11.57 亿元。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 56.95 亿元，较上年增长 97.09%，主要系子公司路桥集团收到少数股东的投资款以及公司融资规模扩大所致；公司筹资活动现金流出 31.63 亿元，较上年增长 21.59%，主要系偿还债务规模增长所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 25.33 亿元，较上年大幅增加 22.44 亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.11亿元，净流出规模较大，当期施工项目资金投入较多所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-1.66亿元，筹资活动产生的现金流量净额为1.64亿元。

总体看，2018年，受公司与采购方结算使用票据较多影响，公司经营活动现金流情况有所改善，但公司参与的公路合伙企业较多，导致公司投资活动现金流呈大规模流出状态，公司对外部融资依赖程度仍然较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年末，公司流动比率和速动比率分别由年初的1.33倍和0.77倍下降到1.18倍和0.70倍；公司现金短期债务比由年初的0.97倍下降至0.80倍。截至2019年3月末，公司现金短期债务比为0.66倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA为13.06亿元，较上年增长23.05%，主要系利润总额以及利息支出增加所致；公司EBITDA由折旧（占6.70%）、摊销（占2.69%）、计入财务费用的利息支出（占21.53%）和利润总额（占69.07%）构成；EBITDA利息倍数为4.64倍，较上年6.77倍下降较大，但保障程度仍然较高；公司EBITDA全部债务比为0.18倍，较上年0.23倍有所下降，EBITDA对全部债务的保障能力尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年末，公司无对外担保事项。

截至2018年末，公司本部获得银行综合授信额度合计205.50亿元，未使用的综合授信额度133.25亿元，公司间接融资渠道顺畅。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10210603000000402），截至2019年4月17日，公司已结清信贷中有27笔不良/违约类和34笔关注类贷款，7笔不良/违约类银行承兑汇票，1笔不良/违约类信用证；公司未结清信贷中有45笔不良/违约类贷款，1笔欠息余额0.34亿元，以上信息为原借壳上市公司丹东化纤破产重组的遗留问题。

截至2018年末，公司共有3项重大诉讼、仲裁事项，涉案金额合计2.46亿元，公司子公司路桥集团分别于2014年和2016年起诉山东博格达置业有限公司，涉案金额共计0.35亿元，且均已胜诉，目前在执行中，山东博格达置业有限公司已进入破产清算程序；路桥集团起诉广州大广高速公路有限公司未按照合同约定付款，要求其支付工程款、履约保证金、逾期付款违约金合计2.11亿元，目前因进行工程造价评估鉴定，一审尚在审理中。

总体看，公司短期偿债能力与长期偿债能力指标表现均尚可，公司授信额度充足，且作为上市公司，公司融资渠道多元化。综合来看，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为37.55亿元，为“17山路01”待偿本金（5.00亿元）的7.51倍；净资产为63.60亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的12.72倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“17山路01”的按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为13.06亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的2.61倍，公司EBITDA对“17山路01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入185.72亿元，约为待偿本金（5.00亿元）的37.14倍，公司经营活动现金流入量对“17山路01”的覆盖程度很高。

综合以上分析，联合评级认为，公司对“17山路01”的偿还能力很强。

八、综合评价

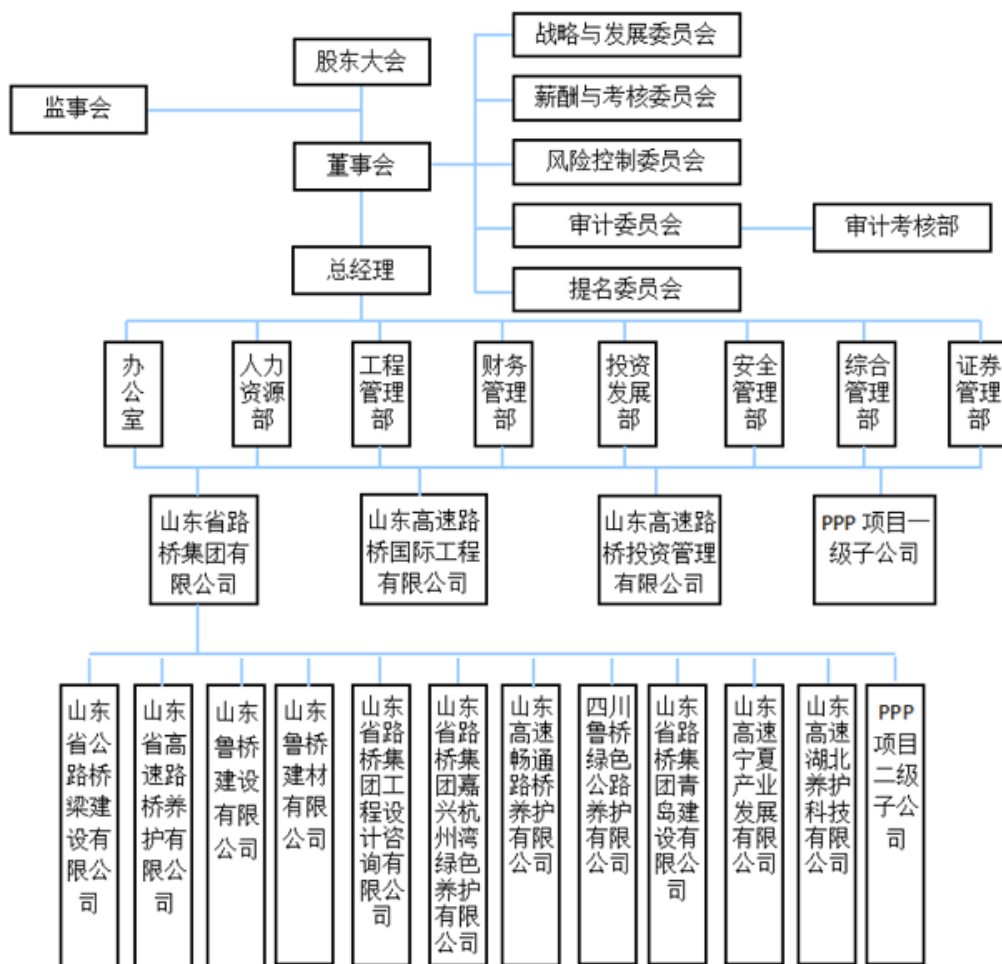
跟踪期内，公司收入和利润规模进一步扩大，盈利能力较强；公司路桥工程施工业务项目储备较多，未来收入可持续性较好。同时，联合评级也关注到公司项目资金支出压力较高，应收类款项对资金占用较高以及短期债务增长较快等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司作为山东高速集团的子公司，公司项目充足，未来随着项目的逐步推进，公司经营规模和盈利能力，有望进一步提升。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“17山路01”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 山东高速路桥集团股份有限公司

组织结构图



附件 2 山东高速路桥集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	176.27	238.92	238.23
所有者权益（亿元）	40.65	63.60	70.00
短期债务（亿元）	20.27	46.98	43.02
长期债务（亿元）	25.56	24.44	23.56
全部债务（亿元）	45.83	71.42	66.58
营业收入（亿元）	123.85	147.68	46.61
净利润（亿元）	5.78	6.77	1.15
EBITDA（亿元）	10.61	13.06	--
经营性净现金流（亿元）	2.32	8.30	-9.11
应收账款周转次数（次）	2.75	2.90	--
存货周转次数（次）	1.88	1.97	--
总资产周转次数（次）	0.76	0.71	--
现金收入比率（%）	88.97	111.82	86.78
总资本收益率（%）	9.19	8.65	--
总资产报酬率（%）	5.68	5.70	--
净资产收益率（%）	15.34	12.99	--
营业利润率（%）	12.38	10.48	6.59
费用收入比（%）	4.14	4.44	3.51
资产负债率（%）	76.94	73.38	70.62
全部债务资本化比率（%）	52.99	52.90	48.75
长期债务资本化比率（%）	38.60	27.76	25.18
EBITDA 利息倍数（倍）	6.77	4.64	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.18	0.02
流动比率（倍）	1.33	1.18	1.21
速动比率（倍）	0.77	0.70	0.66
现金短期债务比（倍）	0.97	0.80	0.66
经营现金流动负债比率（%）	2.14	5.59	-6.41
EBITDA/待偿本金额度（倍）	2.12	2.61	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能存在微小差异；3、公司 2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、长期应付款中带息债务已纳入长期债务核算。

附件 3 山东高速路桥集团股份有限公司 下属一级子公司情况

子公司全称	业务性质	持股比例	
		直接（%）	间接（%）
山东省路桥集团有限公司	施工	82.89	--
山东高速路桥国际工程有限公司	施工	66.67	--
山东高速路桥投资管理有限公司	商务服务	100.00	--
四川鲁桥乐夹大道建设管理有限公司	建设项目管理	90.00	10.00
四川鲁桥石棉渡建设管理有限公司	建设项目管理	39.00	10.00
四川鲁桥夹木路建设管理有限公司	建设项目管理	90.00	10.00
四川鲁桥千佛岩隧道建设管理有限公司	建设项目管理	90.00	10.00
攀枝花市鲁桥炳东线建设管理有限公司	施工	90.00	--
青岛西海岸森林公园管理有限公司	公共设施管理	58.50	31.50

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 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。