

山东高速路桥集团股份有限公司

可转换公司债券

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3996号

联合资信评估股份有限公司通过对山东高速路桥集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“山路转债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

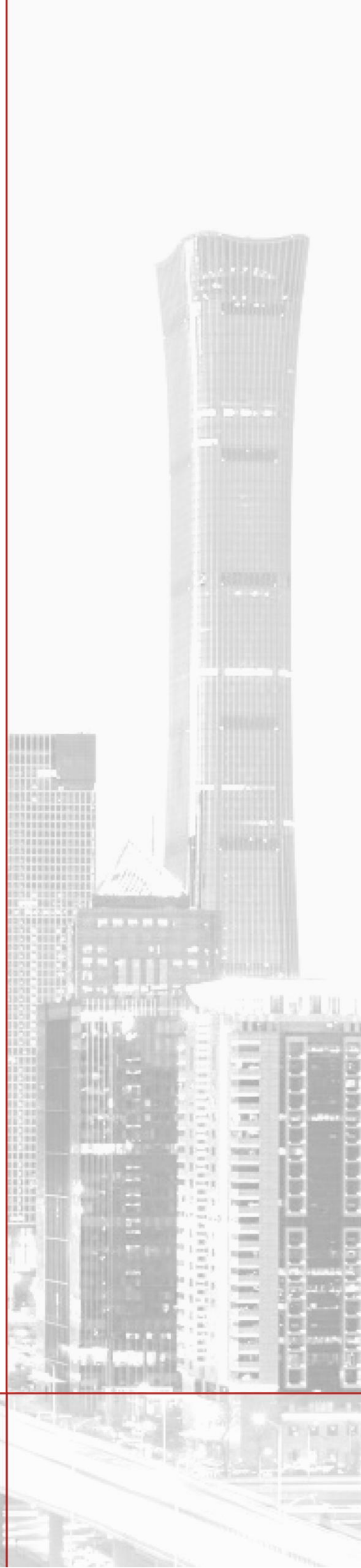
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



山东高速路桥集团股份有限公司

可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东高速路桥集团股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/06
山路转债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）下属从事路桥建设施工的核心上市子公司，在山东省路桥建设领域市场占有率仍高，公司资质齐全，施工经验丰富，综合竞争实力仍很强。经营方面，路桥工程施工业务仍是公司最主要的收入来源，2024 年公司新签合同数量同比增长但新签合同金额同比下降，期末在手合同仍较大，可为公司业务继续发展提供保证；但受部分区域地方财政承压影响，公司回款存在一定滞后，部分投资/入股-施工一体化项目、PPP 项目及海外项目的回款情况需保持关注。财务方面，随着公司经营规模的扩大，资产负债表仍保持增长；受行业经营特点影响，公司流动资产中应收账款及合同资产占比高，对公司资金形成较大占用；公司有息债务规模继续增长，但期限结构继续优化，短期借款占比下降。公司 2024 年盈利表现较上年同期基本持平。公司偿债能力指标表现有所下降，但债务的续接压力不大，综合考虑股东对公司业务承接和融资提供有力支持，公司实际偿债能力非常强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在项目获取和融资等方面持续获得外部支持。

评级展望

公司所处区域经济的发展以及固定资产投资保持增长将带动公司施工业务的获取，加之公司融资渠道保持畅通，公司经营和债务保障能力将维持稳定。公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：项目储备已无法支撑公司维持现有业务规模；财务杠杆水平大幅提升且偿债指标表现明显恶化；再融资能力大幅下降等。

优势

- **持续获得有力的外部支持。**2024 年，公司控股股东山东高速集团位列《工程新闻纪录 ENR》最大 250 家全球承包商第 65 位。公司作为山东高速集团下属从事路桥建设施工的核心上市子公司，持续获得股东有力支持。2022—2024 年，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的收入占比分别为 41.85%、43.86%和 41.74%。此外公司发行的可转换公司债券也获得股东山东高速集团的认购。
- **项目储备充足，业务持续性很强。**截至 2024 年四季度末，公司累计已签约订单未完工部分金额为 1182.31 亿元，规模仍较大，项目储备可为公司业务持续发展提供了保证。
- **公司债务期限结构继续优化，盈利指标表现强。**截至 2024 年底，公司短期债务占比继续下降，占比为 38.14%，债务期限结构继续优化。2024 年，公司盈利规模较上年同期基本持平，营业利润率同比有所提升，整体盈利指标表现强。

关注

- **流动资产中应收账款及合同资产占比高，对公司资金形成较大占用。**截至 2024 年底，公司流动资产中应收账款和合同资产合计占资产总额的 53.30%，对资金形成较大占用；公司存在较大规模的投资类资产，回收期限长，受部分区域地方财政承压影响，公司回款存在一定滞后。
- **债务负担较重。**截至 2024 年底，公司全部债务 395.79 亿元，较上年底增长 15.43%；同期末，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 78.35%、52.81%和 40.90%。考虑到公司其他权益工具中包含永续债，规模较大，公司实际债务负担较重。

- **外部融资需求较大。**2024 年，公司收入实现质量有所降低。考虑到公司债务滚续、在建项目规模较大以及投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长等因素，公司仍存在较大的外部融资需求。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	6
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：股东支持				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：由于公司偿债能力等因素有所趋弱，公司指示评级由上次评级的aa⁻变动为aa⁻；公司无个体调整因素。

外部支持变动说明：考虑到公司实际控制人和控股股东综合实力非常强。近年来，公司在项目承接、融资和政府补助等方面持续获得外部支持；公司外部支持由上次评级的上调1个个体调整为上调3个个体。公司外部支持评级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

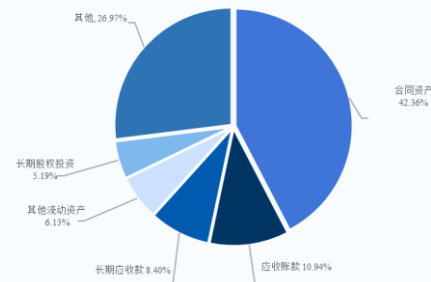
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	100.98	84.16	97.75
资产总额（亿元）	1395.39	1633.61	1632.39
所有者权益（亿元）	326.73	353.72	360.32
短期债务（亿元）	165.03	150.95	/
长期债务（亿元）	177.85	244.83	/
全部债务（亿元）	342.88	395.79	/
营业总收入（亿元）	730.24	713.48	97.64
利润总额（亿元）	37.17	36.57	3.71
EBITDA（亿元）	58.15	57.32	--
经营性净现金流（亿元）	-39.57	-51.39	-5.25
营业利润率（%）	12.69	12.97	11.07
净资产收益率（%）	9.40	8.54	--
资产负债率（%）	76.58	78.35	77.93
全部债务资本化比率（%）	51.21	52.81	/
流动比率（%）	113.60	113.50	117.26
经营现金流流动负债比（%）	-4.46	-4.98	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.56	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	3.63	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.90	6.91	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	309.58	329.31	345.20
所有者权益（亿元）	167.07	169.46	168.33
全部债务（亿元）	79.20	97.48	104.61
营业总收入（亿元）	0.46	0.42	0.07
利润总额（亿元）	14.67	10.41	-0.17
资产负债率（%）	46.04	48.54	51.24
全部债务资本化比率（%）	32.16	36.52	38.33
流动比率（%）	138.03	167.75	176.31
经营现金流流动负债比（%）	-39.16	-29.15	--

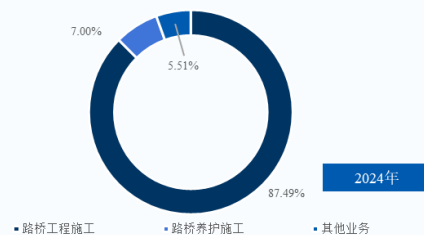
注：1. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2023 年公司财务数据采用 2024 年审计报告的期初数/上年数，2024 年公司财务数据为 2024 年审计报告的期末数/本年数；3. 本报告已将公司合并口径其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分计入长期债务核算；4. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化，以“--”表示；5. 由于未能获取 2025 年 3 月底公司有息债务调整项，故不对 2025 年 3 月底有息债务及相关债务指标进行计算，以“/”表示

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

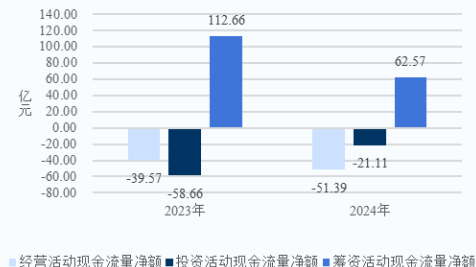
2024 年底公司资产构成



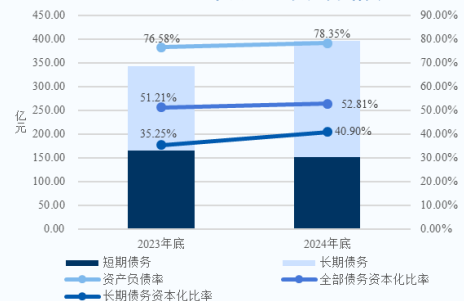
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
山路转债	48.36	48.3591	2029/03/24	赎回，回售

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的可转换公司债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
山路转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/07	王默璇 刘卓雅	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/26	王聪 王默璇	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/06/29	王默璇 高志杰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：朱一汀 zhuyt@lhratings.com

项目组成员：杨 哲 yangz@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为成立于 1993 年 6 月的丹东化学纤维股份有限公司（以下简称“丹东化纤”）¹，系由丹东化学纤维（集团）有限责任公司（现已注销）独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。2012 年 10 月，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 67943.91 万股购买其持有的山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）100.00%股权，并于当月完成股权过户登记。2012 年 11 月，公司完成工商变更登记，控股股东变更为山东高速集团。2012 年 12 月，公司名称变更为现名。公司证券简称“山东路桥”，证券代码“000498.SZ”。截至 2025 年 3 月底，公司合并口径股本为 21.53 亿元，山东高速集团为公司控股股东；公司实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。

作为山东高速集团下属从事路桥建设施工的核心上市子公司，公司主营业务包括路桥工程施工与路桥养护施工等业务，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部设置包括办公室、投资发展部、经营开发部和财务管理部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内的一级子公司共 25 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1633.61 亿元，所有者权益 353.72 亿元（含少数股东权益 110.79 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 713.48 亿元，利润总额 36.57 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1632.39 亿元，所有者权益 360.32 亿元（含少数股东权益 116.11 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 97.64 亿元，利润总额 3.71 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十路 14677 号；法定代表人：林存友。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，除“24 山路 02”尚未达到其第一个付息日外，其余债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
22 山路 01	5.00	5.00	2022/07/18	5 年（3+2）
22 山路 02	5.00	5.00	2022/10/31	5 年（3+2）
山路转债	48.36	48.3591	2023/03/24	6 年
24 高速路桥 MTN001	5.00	5.00	2024/03/22	5 年（3+2）
24 山路 01	10.00	10.00	2024/05/27	3 年
24 山路 02	5.00	5.00	2024/12/16	3 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2023 年 3 月 24 日，公司发行“山路转债”，发行金额 48.36 亿元，期限 6 年，实际转股期间为 2023 年 10 月 9 日至 2029 年 3 月 23 日，初始转股价格为 8.17 元/股，并于 2023 年 4 月 26 日上市；目前转股价格为 7.80 元/股。“山路转债”为累进利率，第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 0.60%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。按照募集资金用途规定，“山路转债”募集资金扣除发行费用后，6.00 亿元用于国道 212 线苍溪回水至阆中 PPP 项目，7.00 亿元用于石城县工业园建设 PPP 项目，5.00 亿元用于会东县绕城公路、城南新区规划区道路工程项目、老城区道路改造工程 PPP 项目，7.00 亿元用于 S242 临商线聊城绕城段改

¹丹东化学纤维股份有限公司于 1997 年 5 月 12 日经中国证券监督管理委员会批准，首次向社会公众发行人民币普通股 6000.00 万股，于 1997 年 6 月 9 日在深圳证券交易所上市。

建工程项目，5.00 亿元用于 S246 临邹线聊城绕城段改建工程项目，5.00 亿元用于莱阳市东部城区基础设施建设 PPP 项目。其余资金用于补充流动资金和偿还银行贷款。截至 2024 年底，“山路转债”尚未使用的募集资金余额为 6.44 亿元。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

2024 年，在狭义基建投资增速回落和房地产开发投资继续下降背景下，建筑行业需求增速继续放缓，新签合同继续下降，国内建筑行业景气度仍处下行阶段，头部建筑企业出海发展力度加大，国企特别是央企市占率进一步提高，民营企业继续出清。展望 2025 年，预计地产开发投资降幅会收窄，狭义基建投资增速同比或将小幅回升，预计建筑行业基本面变化不大，央企在市场份额上将进一步与地方国企和民营企业拉开差距；建筑行业在新基建和海外等领域仍有较大发展空间。

完整版行业分析详见[《2025 年建筑施工行业分析》](#)。

2 区域环境分析

2024 年，山东省经济仍保持增长且经济总量位居全国第三位。山东省作为全国首个部省共建交通强国省域示范区，交通投资规模大，十四五交通路网规划有望带动区域建筑施工业务的发展，公司经营发展的外部环境良好。

公司主营业务为路桥工程施工与路桥养护施工，在山东省路桥建设领域市场占有率高，山东省经济发展及交通规划对公司经营发展影响较大。

根据 2024 年山东省国民经济和社会发展统计公报，2024 年，山东省实现地区生产总值 98565.8 亿元，比上年增长 5.7%。其中，第一产业增加值 6616.9 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 39608.6 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 52340.3 亿元，增长 5.4%。三次产业结构为 6.7：40.2：53.1。2024 年，山东省经济总量仍维持全国第三位。

固定资产投资方面，2024 年山东省固定资产投资（不含农户）比上年增长 3.3%，三次产业投资构成为 1.8：42.4：55.8。重点投资领域中，制造业投资增长 15.1%，占全部投资的比重为 34.4%；基础设施投资增长 0.2%，占比重为 22.6%；高新技术产业投资增长 15.9%，占比重为 22.7%。

建筑业方面，截至 2024 年末，山东省建筑业具有总承包或专业承包资质的有工作量企业 13185 家，比上年末增加 615 家。全年完成建筑业总产值 19922.9 亿元，比上年增长 6.1%。

根据山东省交通运输工作会议数据，2022 年 5 月 20 日，中华人民共和国交通运输部与山东省人民政府联合出台加快建设交通强国山东示范区的实施意见，山东省成为全国首个部省共建交通强国省域示范区。2023 年 1—11 月，山东省累计完成交通运输投资 3147.0 亿元，完成年度投资任务的 101.5%，超额完成投资任务，为山东省经济提供有力支撑和保障。根据《山东省综合交通网中长期发展规划（2018—2035 年）》，十四五期间，山东省高速公路新增规划里程 700 公里，到 2035 年，全省路网总规模达到 9000

公里，覆盖全省所有县（市、区），与普通干线公路和城市主干道路高效衔接，形成“九纵五横一环七射多连”网络布局，力争实现通道内均有 2 条以上贯通的高速公路。到 2025 年，加快实施高速公路连接线项目，大力提升网络连接效能和通达水平，完善与普通干线公路和城市快速路、主干路的有效衔接，进一步优化主要通道内高速公路网络布局。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构均未发生变化。

2 企业规模和竞争力

公司作为山东高速集团下属从事路桥建设施工的核心上市子公司，在山东省路桥建设领域市场占有率高。2023 年资产收购事项进一步提升了公司整体竞争力。公司资质齐全、施工经验丰富，具有一定技术优势，综合竞争实力很强。

公司为控股股东山东高速集团下属核心上市子公司，主营业务为路桥工程施工与路桥养护施工。其中，公司主要通过子公司路桥集团开展路桥工程施工业务。2023 年，公司完成对山东高速交通建设集团有限公司（原名为山东高速交通建设集团股份有限公司，以下简称“交建集团”）的收购后，山东高速集团旗下路桥工程施工板块统一归集到公司，进一步提升公司整体市场竞争力。公司在山东省路桥建设领域市场占有率高，并在全国多个省、市、自治区及海外的公路建设市场均占有一定市场份额。2024 年，公司入选建筑业企业 200 强榜单，排名第 46 名。

公司资质主要涉及施工、设计、勘察、监理、养护和水利等方面，同时具有对外援助成套项目总承包企业资格。截至 2024 年底，公司各子公司拥有各项资质 453 项，施工类资质 282 项，业务竞标能力和工程承揽能力强。

图表 2 • 公司主要资质情况

资质序列	资质类别及等级
施工总承包资质	公路工程施工总承包特级
	市政公用工程施工总承包特级
	建筑工程施工总承包壹级
	公路工程施工总承包壹级
	市政公用工程施工总承包壹级
	电力工程施工总承包壹级资质
专业承包资质	桥梁工程专业承包壹级
	路面工程专业承包壹级
	路基工程专业承包壹级
	钢结构工程专业承包壹级
	公路交通工程（公路安全设施）专业承包壹级
	建筑装修装饰工程专业承包壹级
	建筑机电安装工程专业承包壹级
	地基基础工程专业承包壹级
	环保工程专业承包壹级
	城市及道路照明工程专业承包壹级
工程设计资质	公路行业甲级
	市政行业甲级
	公路行业（公路）专业甲级
	市政行业（轨道交通工程）专业甲级

工程勘察资质	勘察专业类（工程测量）甲级 工程勘察专业类岩土工程（勘察）甲级
工程监理资质	房屋建筑工程监理甲级资质 市政公用工程监理甲级资质
公路养护资质	隧道甲级资质 路基路面甲级资质 桥梁甲级资质 交通安全设施资质

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年，公司新签合同数量同比增长，公司业务仍集中于山东省内。

项目承揽方面，受新增项目差异的影响，2024 年公司新签合同数量同比保持增长。从新签合同来源来看，作为山东省内公路桥梁施工的龙头企业，公司中标项目仍以山东省内为主；省外新签项目集中在中南、西南、华北等区域；此外，公司围绕“一带一路”沿线国家，深耕非洲、东欧区域，重点跟踪中亚、中东、东南亚、南美重点市场。

图表 3 • 近年来公司路桥工程施工板块新签合同情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新签合同数量（个）	1304	1363	238
新签合同金额（亿元）	1127.16	961.62	223.54

资料来源：联合资信根据公司年报、公司提供资料整理及公开资料整理

截至 2024 年底，公司在手未完工合同金额仍较大，可支撑未来业务的发展。业主以国企和政府机构为主，但受部分区域地方财政承压影响，公司回款存在一定滞后。

受项目进度差异的影响，2024 年公司完工合同数量和完工合同金额均呈现不同程度的下降。截至 2024 年四季度末，公司累计已签约订单未完工部分金额仍较大，2024 年新签合同金额对上年施工收入的覆盖倍数尚可（为 1.41 倍），可支撑未来业务的发展。

图表 4 公司路桥工程施工板块建设情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
完工合同数量（个）	360	324	/
完工合同金额（亿元）	535.65	284.82	/
截至 2024 年四季度末累计已签约订单未完工部分数量（个）	432	540	498
截至 2024 年四季度末累计已签约订单未完工部分金额（亿元）	1359.68	1182.31	1163.43

注：“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司年报、公司提供资料整理及公开资料整理

从业主方情况来看，公司主要承接交通公路主管部门、大型国资平台和地方平台等项目，业主方以国企和政府机构为主。但受部分地方财政承压的影响，公司在回款方面产生一定滞后（2024 年底应收账款账龄有所拉长）。此外，公司海外项目受政治、经济环境不稳定等因素影响，回款情况亦需保持关注。

3 信用记录

公司本部及重要子公司本部债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：9137000012010586X8），截至 2025 年 5 月 21 日，公司本部已结清信贷中有 2 笔不良类和 35 笔关注类贷款、7 笔不良/违约类银行承兑汇票和 1 笔不良/违约类信用证；公司未结清信贷中有 115 笔不良类贷款，逾期本金 4.31 亿元，以上信息均为原借壳上市公司丹东化纤破产重组的遗留问题，目前尚未处理完毕。

根据公司重要子公司路桥集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司及重要子公司路桥集团存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 6 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部在国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，因公司第九届董事会和监事会均已届满，公司于 2024 年 8 月 30 日召开股东大会选举第十届公司董事及监事，公司部分董事、监事及高级管理人员发生变动，但对公司经营无重大影响。截至报告出具日，公司共 10 名董事、5 名监事、3 名非董事高级管理人员。此外，跟踪期内，公司在管理制度等方面无重大变化。

图表 5 • 跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员变化情况

姓名	担任的职务	变化类型	变动时间	变动原因
林存友	董事长	任免	2024/08/30	换届
万雨帆	董事	被选举	2024/08/30	换届
	总经理	聘任	2024/08/30	换届
彭学国	董事	任免	2024/08/30	换届
程佩宏	董事	被选举	2024/08/30	换届
李建军	独立董事	被选举	2024/08/30	换届
范焱先	监事会主席	被选举	2024/08/30	换届
李志勇	监事	被选举	2024/08/30	换届
王宇驰	副总经理	聘任	2024/08/30	换届
王可	副总经理	聘任	2024/08/30	换届
周新波	董事长	任期满离任	2024/08/30	换届
王林洲	监事会主席	任期满离任	2024/08/30	换届
张春林	董事	任期满离任	2024/08/30	换届
李丰收	独立董事	任期满离任	2024/08/30	换届

资料来源：联合资信根据公司年报及公告整理

（三）经营方面

1 业务经营分析

路桥工程施工业务收入为公司收入的主要来源，2024 年，公司营业总收入及综合毛利率较为稳定，同比变化不大。

2024 年，公司实现营业总收入 713.48 亿元，同比略有下降。其中，路桥工程施工业务收入仍为公司收入的主要来源，其收入占比保持在 87%以上。公司路桥养护施工及其他业务板块规模较小，对公司收入的贡献有限。从营业收入区域分布来看，2024 年，公司营业总收入仍主要来自华东地区（占营业总收入的 73.29%），存在一定区域集中度情况。

2024 年，公司综合毛利率同比微增。

图表 6 • 近年来公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工	638.54	87.44%	12.23%	624.21	87.49%	12.22%
路桥养护施工	44.70	6.12%	14.60%	49.97	7.00%	14.00%
其他	47.00	6.44%	20.84%	39.30	5.51%	27.79%
合计	730.24	100.00%	12.93%	713.48	100.00%	13.20%

注：公司其他板块主要包括商品混凝土加工销售、周转材料及设备租赁销售和工程设计咨询三类业务

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 97.64 亿元，综合毛利率为 11.45%，同比变化均不大。

（1）路桥工程施工

跟踪期内，公司部分投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期长，PPP 项目未来运营回款情况需保持关注。此外，公司有一定规模的海外项目，需关注海外项目相关风险。

跟踪期内，公司路桥工程施工业务仍主要由路桥集团负责，主要业务模式包括工程承包合同模式和融资合同模式。公司涉及的融资合同模式主要为 PPP 项目、投资-施工一体化项目和入股-施工一体化项目等。

工程回款方面，公司采用完工百分比法确认工程收入，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 10.00%），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。工程项目完工后，由业主和监理方验收合格交付使用，工程质保期一般为两年。质保期结束后，业主将暂扣的约 5.00%~10.00%的质保金返还给施工方。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建“投资-施工一体化”及“入股施工一体化”项目合同金额合计 265.57 亿元，累计确认收入 177.26 亿元，累计结算金额 119.99 亿元，累计收款金额 124.44 亿元。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建“投资-施工一体化”及“入股施工一体化”项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	业务模式	开工日期	工期	工程进度	确认收入	结算金额	收款金额	合同对手方
临沂至滕州公路工程施工合同（第三标段）	14.37	投资施工一体化	2022 年 6 月	36 个月	82.41%	10.98	10.56	10.57	山东高速临滕公路有限公司
临沂至滕州公路工程施工合同（第六标段）	20.76		2022 年 6 月	36 个月	99.94%	18.44	16.66	16.51	
临沂至滕州公路工程施工合同（第七标段）	7.58		2022 年 6 月	36 个月	96.64%	12.05	9.08	8.33	
临沂至滕州公路工程施工合同（第八标段）	8.15		2022 年 6 月	36 个月	97.07%	12.97	11.77	11.57	
高青至商河公路施工合同（第一合同段）	17.55		2022 年 7 月	48 个月	91.88%	14.25	11.83	8.76	山东高速高商公路有限公司
高青至商河公路施工合同（第二合同段）	14.22		2022 年 7 月	36 个月	88.01%	10.52	9.23	7.34	山东高速东绕城许港高速公路有限公司
济南绕城高速公路小许家至港沟段改扩建工程	23.78	入股施工一体化	2022 年 10 月	1080 日历天	83.15%	16.37	12.76	13.85	山东东青公路有限公司
东营至青州高速公路改扩建工程	36.29		2022 年 9 月	1080 日历天	94.75%	29.36	23.70	24.94	山东高速董梁沈新高速公路有限公司
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至新泰段工程施工项目（第一标段）	21.99		2023 年 8 月	1095 日历天	28.69%	6.31	2.78	3.78	山东高速董梁沈新高速公路有限公司
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至新泰段工程施工项目（第二标段）	26.42		2023 年 8 月	1095 日历天	58.58%	13.45	3.30	5.36	
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至新泰段工程施工项目（第四标段）	22.32		2023 年 8 月	1095 日历天	51.21%	10.18	2.01	3.07	
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至新泰段工程施工项目（第五标段）	26.93 ²		2023 年 8 月	1095 日历天	42.74%	9.90	3.11	5.18	
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至新泰段工程施工项目（第六标段）	25.20		2023 年 8 月	1095 日历天	57.73%	12.48	3.21	5.18	
合计	265.57	--	--	--	--	177.26	119.99	124.44	--

注：“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司 2025 年一季度经营情况的公告整理

截至 2024 年底，公司在建 PPP 项目共 12 个，已完工在运营项目 15 个（回报机制为政府付费）。考虑到公司 PPP 项目回款期限长，需持续关注 PPP 项目的运营及回款风险。

² 该合同金额为联合体承担的总金额，根据《联合体协议书》，公司子公司山东东方路桥建设有限公司承担本标段总工程量的 96%，折合预期中标价约为 25.85 亿元。

图表 8 • 截至 2024 年底公司主要 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	签约时间	预计完工时间	合同金额	完工进度	最终业主方
连城县市政基础设施 PPP 项目	2017 年 8 月	2022 年 6 月	5.58	100.00%	福建鲁高冠岩建设有限公司
武平县环城东路、环城北路 PPP 项目	2017 年 10 月	2020 年 6 月	5.60	100.00%	福建鲁高鑫源建设有限公司
临川区才都工业区东一环道路、工业大道东段道路建设工程和才子大桥新建工程 PPP 项目	2017 年 11 月	2020 年 7 月	2.89	100.00%	临川区交通运输局
会东县绕城公路工程、会东县城南新区规划道路（主干道除外）工程、会东县老城区道路改造工程（PPP）项目	2019 年 3 月	2023 年 10 月	7.95	100.00%	会东县交通运输局
兴山县古夫绕城、昭君绕城及 S287 百果园至水月寺公路改建工程 PPP 项目	2019 年 7 月	2022 年 10 月	10.71	100.00%	湖北泰高工程建设管理有限公司
高密市 2017-2018 年城建工程 PPP 项目	2018 年 3 月	2021 年 7 月	10.67	100.00%	高密市住房和城乡建设局
省道 103 线青神至五通桥段公路工程乐山段	2018 年 6 月	--	2.48	35.28%	乐山市交通运输委员会
蓬莱市滨海路蓬莱段公路工程 PPP 项目	2018 年 6 月	2020 年 6 月	0.96	100.00%	蓬莱市地方管理局
国道 212 线苍溪回水至阆中双龙段公路（阆中段）	2021 年 9 月	2024 年 4 月	14.00	82.90%	四川省回龙建设管理有限公司
石城县工业园建设 PPP 项目	2021 年 3 月	2023 年 12 月	10.26	74.44%	石城县工业园区管理委员会
烟台市城市快速路塔山北路（山海路-观海路）建设工程 PPP 项目	2022 年 10 月	2024 年 12 月	23.82	36.77%	烟台市公路事业发展中心
合计	--	--	94.92	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司早期的海外业务活动主要通过国家的援外建设项目展开。近年来，公司响应“一带一路”国家政策，在“一带一路”沿线国家持续进行市场开拓和项目建设。2024 年，公司境外新签合同金额同比大幅增长至 91.30 亿元，首次拓展摩洛哥、喀麦隆等市场；同期确认收入 46.67 亿元（占当期营业总收入的 6.54%）。考虑到海外市场的政治、经济环境存在不稳定性，需关注公司海外项目的施工进度和回款情况。

（2）路桥养护施工业务

公司路桥养护施工业务整体规模较小，2024 年，公司路桥养护施工板块收入同比保持增长，毛利率变化不大。

公司路桥养护施工业务内容包括日常维修保养、临时抢修项目和翻修改建。其中，日常维修保养工程主要签署常年合同，合同期限 1 年至数年不等；临时抢修项目、翻修改建项目主要通过单个项目竞标获得，工期根据具体养护维护内容确定。

2024 年，公司路桥养护施工业务收入同比保持增长，毛利率变化不大。

2 关联交易

公司与控股股东有一定关联交易。2024 年，公司营业总收入中来自关联方的占比仍较高。

公司与控股股东山东高速集团、山东高速股份有限公司（其他关联法人，以下简称“山东高速股份”）以及山东高速济泰城际公路有限公司（其他关联法人）等关联方的交易规模较大。2024 年，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的项目收入占比为 41.74%，占比仍较高。

2012 年 6 月，山东高速集团对与公司的关联交易做出承诺，山东高速集团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。

根据公司各年度审计报告，公司日常生产经营工程施工劳务、材料采购等关联交易除单独履行审议程序的项目外均按照股东大会等议案通过事项执行。2024 年，公司日常经营相关的关联交易规模为 369.46 亿元，同比有所下降。根据 2025 年 1 月 23 日公司披露的《关于预计 2025 年度日常关联交易的公告》，预计 2025 年公司日常关联交易总额为 296.90 亿元，公司关联交易规模有望有所下降。

3 未来发展

未来，公司将围绕主业及上下游产业链发展，提升综合竞争力及可持续发展能力，整体发展规划清晰可行。

公司将以提质增效为中心，以交通基础设施建设和城市片区综合开发为“双核引领”，发挥施工优势，带动产业链上下游业务发展，巩固公路、铁路等传统交通基础设施建设市场，积极开发市政工程、轨道交通、园区建设、地下管廊、海绵城市、智慧城市等城市基础设施建设市场，提升公司综合竞争实力和可持续发展能力。同时，公司也将以生产经营和资本运作为“双轮驱动”，促进产业布局、规模扩张和业绩提升，实现公司健康发展。在区域布局升级方面，公司在立足山东省的基础上，不断开拓发展省外核心区域，辐射全国和走向境外，加强整体抗风险能力。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。2023 年公司财务数据采用 2024 年审计报告的期初数/上年数，2024 年公司财务数据为 2024 年审计报告的期末数/本年数。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产规模保持增长，资产受限比例很低。受行业经营特点影响，流动资产中应收账款及合同资产占比较高，对公司资金形成较大占用；同时融资合同模式下项目投入规模增长较快，该类项目回款周期长。

在合同资产增长的带动下以及对带资项目的持续投资，截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 17.07%。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1008.03	72.24%	1171.00	71.68%	1157.42	70.90%
货币资金	81.73	5.86%	71.11	4.35%	83.54	5.12%
应收账款	141.21	10.12%	178.73	10.94%	179.49	11.00%
合同资产	550.86	39.48%	691.99	42.36%	660.92	40.49%
非流动资产	387.36	27.76%	462.60	28.32%	474.97	29.10%
债权投资	12.06	0.86%	17.44	1.07%	17.44	1.07%
其他非流动金融资产	58.70	4.21%	71.99	4.41%	75.06	4.60%
长期应收款	100.98	7.24%	137.22	8.40%	142.18	8.71%
长期股权投资	76.93	5.51%	84.84	5.19%	88.28	5.41%
无形资产	62.15	4.45%	72.63	4.45%	72.14	4.42%
资产总额	1395.39	100.00%	1633.61	100.00%	1632.39	100.00%

注：资产各科目占比为占资产总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司货币资金受收入减少、支付往来款以及对带资项目投资等因素影响，有所下降。公司应收账款（已完工结算的工程款）较上年底增长 26.57%，主要系部分业主回款周期拉长所致；公司应收对象以其他国企和政府机构为主，其中应收山东高速集团体系内关联方款项合计 28.99 亿元，回款较为有保障；应收账款账龄 1 年以内占 58.61%、1~2 年占 24.00%，账龄有所拉长；应收账款累计计提坏账准备 14.27 亿元，计提比例为 7.40%。公司合同资产（已完工未结算的工程款）较上年底保持增长，累计计提坏账准备 24.10 亿元，计提比例为 3.37%。公司应收账款和合同资产期末余额前五名集中度低。

图表 10 • 2024 年底公司应收账款和合同资产合计余额前五名情况

名称	应收账款期末余额（亿元）	合同资产期末余额（亿元）	应收账款和合同资产合计期末余额（亿元）	占应收账款和合同资产期末余额合计数的比例	坏账准备期末余额（亿元）
山东高速董梁沈新高速公路有限公司	1.24	35.10	36.33	4.00%	0.07
山东高速淄临高速公路有限公司	0.35	18.09	18.44	2.03%	0.21

山东高速济德公路有限公司	0.50	16.55	17.05	1.88%	0.03
山东高速烟蓬公路有限公司	0.11	15.41	15.52	1.71%	0.10
山东高速临滕公路有限公司	0.63	14.75	15.38	1.69%	0.03
合计	2.83	99.89	102.72	11.31%	0.45

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司将投资/入股-施工一体化项目列示于债权投资、其他非流动金融资产和长期股权投资，随着公司对项目的持续投资以及对合营企业追加投资，截至 2024 年底上述科目均有所增长。

公司将 PPP 项目完成工作量确认工程款列示于长期应收款，随着工程款的增加公司长期应收款较上年底保持增长；截至 2024 年底，公司累计计提坏账准备 1.02 亿元。公司无形资产主要为专利技术及 PPP 项目特许经营权（截至 2024 年底合计 65.29 亿元）。

截至 2024 年底，公司资产受限比例很低。

图表 11 • 截至 2024 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	6.92	0.42%	保证金、押金
固定资产	1.57	0.10%	银行借款质押
无形资产	0.56	0.03%	银行借款抵押
应收账款	0.31	0.02%	银行借款质押
长期应收款	46.29	2.83%	银行借款抵押、质押
在建工程	0.04	0.00%	银行借款质押
一年内到期的非流动资产	3.81	0.23%	银行借款抵押、质押
其他非流动资产	4.14	0.25%	银行借款抵押、质押
合计	63.63	3.89%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司所有者权益保持增长，但其他权益工具、未分配利润和少数股东权益合计占比高，所有者权益稳定性弱。

截至 2024 年底，公司所有者权益 353.72 亿元，较上年底增长 8.26%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 68.68%，少数股东权益占比为 31.32%。公司所有者权益中，其他权益工具³、未分配利润和少数股东权益（合计占比为 90.80%）占比高，所有者权益结构稳定性弱。

公司经营规模的扩大以及融资需求的增加带动负债继续增长，考虑永续债和可转债后公司实际债务负担较重。

截至 2024 年底，公司负债规模较上年底增长 19.77%，一方面系公司经营规模的扩大导致经营性债务包括应付账款（主要为应付材料采购款和工程分包款）和其他应付款（主要为各类押金保证金和单位往来款等）等规模保持增长所致，另一方面系公司融资需求扩大所致。此外，公司应付票据较上年底大幅减少，主要系公司 2024 年以来持续结清商票所致。

图表 12 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	887.35	83.03%	1031.76	80.61%	987.03	77.59%
短期借款	78.89	7.38%	88.79	6.94%	97.13	7.64%
应付票据	62.27	5.83%	29.80	2.33%	35.55	2.79%
应付账款	558.59	52.27%	714.17	55.80%	667.03	52.44%
其他应付款（合计）	62.46	5.84%	66.21	5.17%	70.62	5.55%

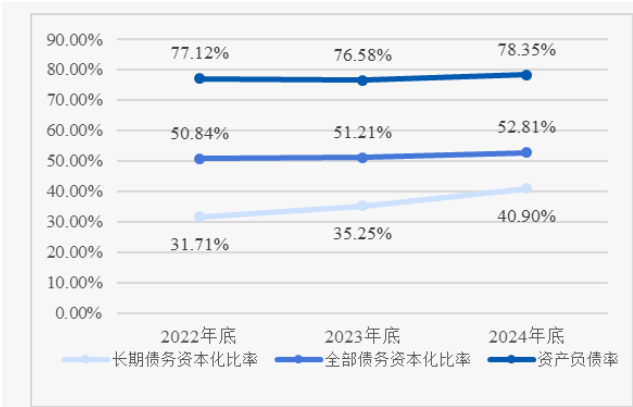
³2023 年 3 月 24 日，公司发行“山路转债”，发行金额 48.36 亿元。“山路转债”向原股东优先配售 39.18 亿元，占本次发行总额的 81.01%。其中，山东高速集团认购 24.06 亿元，占发行总额的 49.75%；高速投控认购 2.87 亿元，占发行总额的 5.93%；山东铁路发展基金有限公司（以下简称“山东铁路发展基金”）认购 3.33 亿元，占发行总额的 6.88%。根据公司发布的《山东高速路桥集团股份有限公司关于 2025 年第一季度可转债转股情况的公告》，自可转债转股期起始日（2023 年 10 月 9 日）至 2025 年 3 月 31 日，“山路转债”累计已转股金额为 85100.00 元，累计转股数为 10622 股，占转股前公司已发行股份总额的比例为 0.0007%。截至 2025 年 3 月 31 日，公司尚未转股的“山路转债”金额为 4835914900.00 元，占“山路转债”发行总量的比例为 99.9982%。

其他流动负债	79.44	7.43%	77.76	6.08%	65.36	5.14%
非流动负债	181.30	16.97%	248.13	19.39%	285.04	22.41%
长期借款	101.25	9.47%	140.52	10.98%	176.18	13.85%
应付债券	69.59	6.51%	98.18	7.67%	98.56	7.75%
负债总额	1068.66	100.00%	1279.88	100.00%	1272.07	100.00%

注：负债各科目占比为占负债总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

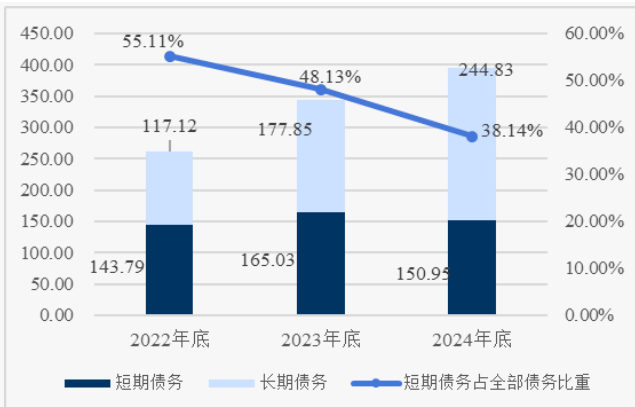
本报告分别将其他流动负债中的有息部分（计息贷款）纳入短期债务核算，将长期应付款（子公司发行的专项债和售后回租租赁款）纳入长期债务核算。截至 2024 年底，公司全部债务 395.79 亿元，较上年底增长 15.43%；其中短期债务占比继续下降（为 38.14%），公司债务期限结构有所优化。从债务指标看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.35%、52.81%和 40.90%，较上年底分别提高 1.76 个百分点、提高 1.60 个百分点和提高 5.66 个百分点。考虑到公司其他权益工具中包含永续债（85.00 亿元），规模较大；若将相关债务计入长期债务，2024 年底公司全部债务增至 480.79 亿元，考虑永续债后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.55%、64.15%和 55.10%，公司实际债务负担较重。

图表 13 • 公司债务杠杆水平



注：统计不含永续债
 资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



注：统计不含永续债
 资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

2024 年，公司营业总收入同比略有下降；本期公司计提信用减值损失同比大幅增加，但得益于投资收益的收回，公司利润总额同比微降，盈利指标表现强。

公司 2024 年营业总收入情况详见前文分析。2024 年公司期间费用同比小幅下降 3.73%，主要为管理费用、研发费用和财务费用（其中研发费用占比较高，主要系公司将科技创新作为可持续发展重点，材料消耗费用较大所致）。非经常性损益方面，公司资产减值损失、信用减值损失及投资收益对利润有一定影响。其中，2024 年公司继续计提资产减值损失，主要系合同资产计提坏账金额增加所致；公司信用减值损失同比大幅增加，主要系受部分地方财政承压，工程计量结算周期拉长、建设期结算比例降低影响，本期计提应收账款坏账损失增加所致；公司投资收益主要为带资施工项目收到的投资收益。综上影响，2024 年公司利润总额同比略有下降。盈利指标方面，2024 年，公司营业利润率同比有所提升；但受盈利规模下降的影响，总资本收益率和净资产收益率同比有所下降，整体盈利指标表现强。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	730.24	713.48	97.64
营业成本	635.82	619.27	86.46
期间费用	47.59	45.82	7.64
资产减值损失	-7.23	-7.78	0.03
信用减值损失	-3.02	-6.02	0.39
投资收益	1.97	3.13	0.11
利润总额	37.17	36.57	3.71

营业利润率	12.69%	12.97%	11.07
总资本收益率	6.44%	5.71%	--
净资产收益率	9.40%	8.54%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司回款滞后导致收入实现质量有所降低；投资活动现金流净流入规模同比收窄，公司筹资活动现金流保持净流入。考虑到公司债务滚续、在建项目规模较大以及投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长等因素，公司仍存在较大的外部融资需求。

2024 年，公司经营活动现金流入同比下降 7.00%，主要系部分回款滞后所致；同期，公司经营活动现金净流出同比增长 29.88%，主要系支付单位往来款同比增加所致。综上，公司经营活动现金流呈净流出，现金收入比同比下降，收入实现质量继续降低。

从投资活动来看，2024 年公司投资活动现金流入同比大幅增长 266.04%，主要系收到入股施工一体化项目回款所致；公司投资活动现金流出规模同比收窄，主要系按照合同约定带资项目投资支付同比减少所致；综上，公司投资活动现金流仍为净流出。

公司筹资活动前现金仍存在资金缺口，公司融资环境良好，2024 年公司筹资活动现金流仍保持净流入。考虑到公司债务滚续、在建项目规模较大以及投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长等因素，公司仍存在较大的外部融资需求。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入	612.96	570.08	175.91
经营活动现金流出	652.53	621.47	181.16
经营活动产生的现金流量净额	-39.57	-51.39	-5.25
投资活动现金流入	3.83	14.00	0.38
投资活动现金流出	62.49	35.12	11.77
投资活动产生的现金流量净额	-58.66	-21.11	-11.39
筹资活动前现金流量净额	-98.23	-72.51	-16.64
筹资活动现金流入	374.96	300.06	97.14
筹资活动现金流出	262.29	237.49	68.79
筹资活动产生的现金流量净额	112.66	62.57	28.35
现金收入比	65.69%	62.97%	137.97%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司在资产、所有者权益、负债等方面较上年底变化均不大。2025 年 1—3 月，公司营业总收入情况详见前文分析，利润总额同比变化不大。2025 年 1—3 月，公司经营及投资活动现金流仍呈净流出，筹资活动现金流保持净流入。

2 偿债指标变化

公司融资渠道保持畅通，债务的续接压力不大，短期偿债能力尚可。从长期偿债情况看，公司所有者权益规模较大，加之股东对公司业务承接提供有力支持，实际偿债能力非常强。此外，公司或有负债风险小。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	113.60	113.50	117.26
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.54	0.44	--
	现金短期债务比（倍）	0.61	0.56	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	58.15	57.32	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.90	6.91	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	3.63	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标来看，截至 2024 年底，公司短期债务规模虽有所下降，但现金短期债务比仍不足 1 倍，且 2024 年公司收入实现质量有所下降，销售商品提供劳务收到的现金对流动负债的覆盖程度较弱；考虑到公司在区域内竞争优势很强，融资渠道保持畅通，债务的续接压力不大，短期偿债能力尚可。

长期偿债情况方面，公司 2024 年盈利规模得以维持，但应收账款的账期有所拉长，受部分区域业主方因素影响回款存在滞后性。公司所有者权益规模较大，加之股东对公司业务承接提供有力支持，可对资产的减值形成覆盖，整体看公司实际偿债能力非常强。

截至 2024 年底，公司对外担保余额为 1081.24 万元，占当期末净资产的比例很低，或有负债风险小。

截至 2024 年底，公司不涉及金额超净资产 10%以上的诉讼事项。

截至 2024 年底，公司合并口径获得的银行授信额度为 1239.58 亿元，未使用授信余额 832.24 亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由下属子公司承担，利润总额主要来自投资收益，考虑永续债后整体债务负担较重。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 329.31 亿元，较上年底增长 6.37%，资产构成包括其他应收款（合计）（103.80 亿元）、其他非流动金融资产（11.69 亿元）和长期股权投资（199.96 亿元）。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 6.21 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 159.85 亿元，较上年底增长 12.16%，构成主要为应付账款（11.70 亿元）、其他应付款（合计）（50.40 亿元）、一年内到期的非流动负债（5.68 亿元）、长期借款（13.54 亿元）和应付债券（78.18 亿元）。同期末，公司本部资产负债率为 48.54%，全部债务 97.48 亿元，全部债务资本化比率 36.52%。考虑到公司本部所有者权益中其他权益工具（永续债）规模较大，公司本部实际债务规模及债务指标将高于前述值，公司本部债务负担较重。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 169.46 亿元，较上年底变化不大，但主要由其他权益工具占比高（为 54.81%），公司本部所有者权益稳定性弱。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.42 亿元，利润总额为 10.41 亿元，其中投资收益为 11.74 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-19.82 亿元，投资活动现金流净额 5.14 亿元，筹资活动现金流净额 6.25 亿元。

公司建立了对控股子公司控制的相关架构，确定控股子公司章程的主要条款，明确向控股子公司委派董事及重要管理人员的选任方式和职责权限等。根据公司制定的《山东高速路桥集团股份有限公司财务管理制度》，公司对下属子公司的资金调度具有充足的控制力。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，能够履行作为上市公司的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为建筑施工类企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司制定并落实多项环保制度，公司对在建工程项目、作业场所进行环境因素识别和评估，实行环境自行监测方案，不断提升施工技术，加强生产过程中生态环境污染风险源及污染物排放控制。公司建立突发环境事件应急预案，对施工生产活动对环境造成的风险和潜在风险进行预估，并加强应急响应培训力度。

社会责任方面，公司建立多层次、多渠道人才引进体系，并注重员工赋能，积极为人才搭建成长舞台，重视对员工的人文关怀，将保障员工安全与健康视为企业基本职责。2024 年，公司继续拓展“一带一路”沿线国家市场，主动响应国家号召，采取多种方式助力乡村振兴和农民脱贫，2024 年筹集并投入慈善捐赠金额 110.9 万元。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控力度很强，且建立了完善的法人治理结构，截至报告出具日联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人和控股股东综合实力非常强。近年来，公司在项目承接、融资和政府补助等方面持续获得外部支持。

1 支持能力

公司控股股东山东高速集团成立于 1997 年，山东省国资委通过直接和间接方式合计持有山东高速集团 90.00% 股权，为其实际控制人。山东高速集团是山东省最重要的交通运输投融资、建设、运营及管理主体，截至报告出具日，山东高速集团运营管理高速公路 9070 公里，在山东省交通运输领域的市场地位及竞争力显著。2024 年，山东高速集团位列《工程新闻纪录 ENR》最大 250 家全球承包商第 65 位。截至 2024 年底，山东高速集团资产规模和所有者权益规模分别为 16212.22 亿元和 4133.33 亿元。2024 年，山东高速集团实现营业总收入 2793.13 亿元，利润总额为 178.27 亿元。公司实际控制人和控股股东综合实力非常强。

2 支持可能性

公司作为山东高速集团下属从事路桥建设施工的核心上市子公司，在山东省路桥建设领域市场占有率高，股东的支持与重视体现在项目承接和可转债认购等方面。公司通过公开招投标方式获取山东高速集团内部一定体量的项目，山东高速集团内部为公司重要的项目获取来源。2022—2024 年，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的收入占比分别为 41.85%、43.86% 和 41.74%。

2020 年 9 月 18 日，公司向山东铁路发展基金发行 20055.18 万股股份、向光大金瓯资产管理有限公司发行 3008.28 万股股份购买资产，新增股份于 2020 年 10 月 19 日在深圳证券交易所上市；同时公司向山东高速集团、高速控股、四川交投创新投资发展有限公司、红塔证券股份有限公司、中国人寿资产管理有限公司（PIPE20）共发行股份 20618.57 万股，新增股份于 2020 年 11 月 24 日在深圳证券交易所上市。此次发行完成后，公司共新增股份 43682.01 万股，股本由 17.11 亿元增加至 21.48 亿元，公司资本实力进一步增强。

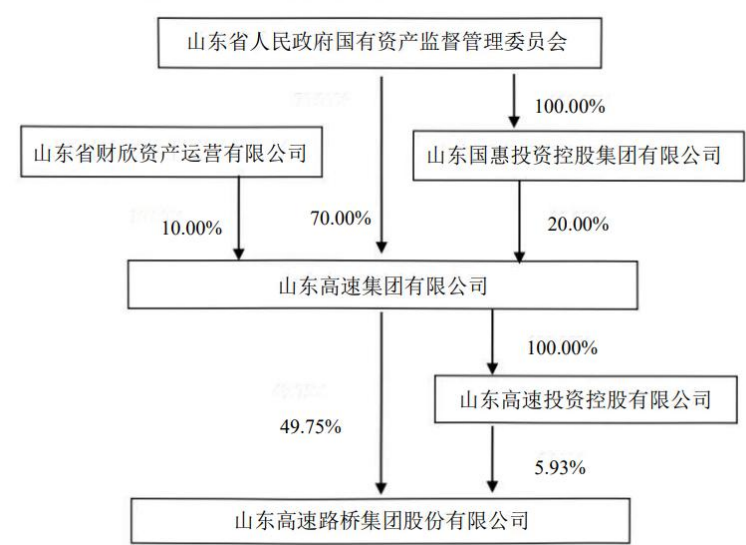
公司 2023 年发行可转换公司债券 48.36 亿元，公司股东山东高速集团、高速投控和山东铁路发展基金分别认购 24.06 亿元、2.87 亿元和 3.33 亿元。

2022—2024 年，公司确认其他收益分别为 0.27 亿元、0.40 亿元和 0.53 亿元，主要为企业扶持专项补助、企业发展专项资金、岗位补贴等政府补助。

八、跟踪评级结论

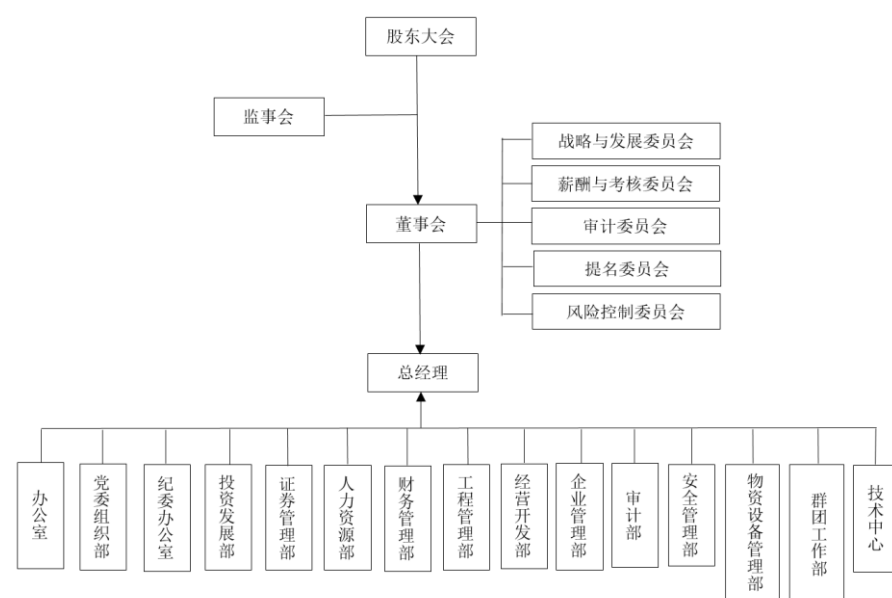
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“山路转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-3 公司合并口径主要一级子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金 (亿元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
山东省路桥集团有限公司	60.10	工程施工	100.00%	--	反向收购与发行股份购买资产
济南山高半岛投资合伙企业（有限合伙）	40.00	资本市场服务	15.00%	60.00%	投资设立
济南山高灵犀七号投资中心（有限合伙）	26.47	资本市场服务	88.89%	11.11%	投资设立
山东高速工程建设集团有限公司	21.00	工程施工	67.90%	--	投资设立
山东高速路桥投资管理有限公司	20.00	商务服务	100.00%	--	投资设立
中国山东对外经济技术合作集团有限公司	15.20	建筑业	100.00%	--	同一控制下企业合并
山东省公路桥梁建设集团有限公司	13.39	工程施工	76.77%	--	投资设立
山东省高速养护集团有限公司	12.95	工程施工	53.45%	--	投资设立
山东高速交通建设集团有限公司	12.06	土木工程建筑业	100.00%	--	同一控制下企业合并
山东高速湖北建设投资有限公司	10.00	商务服务业	51.00%	--	投资设立
滨州交通发展集团有限公司	9.00	工程施工	51.00%	--	收购

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	100.98	84.16	97.75
应收账款（亿元）	141.21	178.73	179.49
其他应收款（亿元）	52.98	43.84	51.61
存货（亿元）	30.16	28.39	31.37
长期股权投资（亿元）	76.93	84.84	88.28
固定资产（亿元）	42.92	42.65	43.81
在建工程（亿元）	2.88	1.02	1.39
资产总额（亿元）	1395.39	1633.61	1632.39
实收资本（亿元）	21.53	21.53	21.53
少数股东权益（亿元）	99.81	110.79	116.11
所有者权益（亿元）	326.73	353.72	360.32
短期债务（亿元）	165.03	150.95	/
长期债务（亿元）	177.85	244.83	/
全部债务（亿元）	342.88	395.79	/
营业总收入（亿元）	730.24	713.48	97.64
营业成本（亿元）	635.82	619.27	86.46
其他收益（亿元）	0.40	0.53	0.04
利润总额（亿元）	37.17	36.57	3.71
EBITDA（亿元）	58.15	57.32	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	479.68	449.29	134.72
经营活动现金流入小计（亿元）	612.96	570.08	175.91
经营活动现金流量净额（亿元）	-39.57	-51.39	-5.25
投资活动现金流量净额（亿元）	-58.66	-21.11	-11.39
筹资活动现金流量净额（亿元）	112.66	62.57	28.35
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.19	4.05	--
存货周转次数（次）	1.21	0.95	--
总资产周转次数（次）	0.58	0.47	--
现金收入比（%）	65.69	62.97	137.97
营业利润率（%）	12.69	12.97	11.07
总资本收益率（%）	6.44	5.71	--
净资产收益率（%）	9.40	8.54	--
长期债务资本化比率（%）	35.25	40.90	/
全部债务资本化比率（%）	51.21	52.81	/
资产负债率（%）	76.58	78.35	77.93
流动比率（%）	113.60	113.50	117.26
速动比率（%）	48.12	43.68	47.12
经营现金流动负债比（%）	-4.46	-4.98	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.56	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	3.63	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.90	6.91	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2023 年公司财务数据采用 2024 年审计报告的期初数/上年数，2024 年公司财务数据为 2024 年审计报告的期末数/本年数；3. 本报告已将公司合并口径其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分计入长期债务核算；4. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化，以“--”表示；5. 由于未能获取 2025 年 3 月底公司有息债务调整项，故不对 2025 年 3 月底有息债务及相关债务指标进行计算，以“/”表示

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.31	6.31	5.59
应收账款（亿元）	2.38	3.90	3.67
其他应收款（亿元）	52.61	75.36	90.83
存货（亿元）	0.06	0.01	0.02
长期股权投资（亿元）	203.00	199.96	201.46
固定资产（合计）（亿元）	0.04	0.03	0.03
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	309.58	329.31	345.20
实收资本（亿元）	15.61	15.61	15.61
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	167.07	169.46	168.33
短期债务（亿元）	0.74	5.68	0.65
长期债务（亿元）	78.46	91.80	103.95
全部债务（亿元）	79.20	97.48	104.61
营业总收入（亿元）	0.46	0.42	0.07
营业成本（亿元）	0.18	0.13	0.03
其他收益（亿元）	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	14.67	10.41	-0.17
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.72	1.56	0.38
经营活动现金流入小计（亿元）	510.43	399.18	159.85
经营活动现金流量净额（亿元）	-25.05	-19.82	-4.76
投资活动现金流量净额（亿元）	-64.80	5.14	-1.39
筹资活动现金流量净额（亿元）	94.10	6.25	5.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.27	0.12	--
存货周转次数（次）	3.06	3.99	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	158.86	370.85	534.02
营业利润率（%）	48.32	63.22	42.27
总资本收益率（%）	7.16	5.38	--
净资产收益率（%）	8.77	6.06	--
长期债务资本化比率（%）	31.96	35.14	38.18
全部债务资本化比率（%）	32.16	36.52	38.33
资产负债率（%）	46.04	48.54	51.24
流动比率（%）	138.03	167.75	176.31
速动比率（%）	137.94	167.73	176.29
经营现金流动负债比（%）	-39.16	-29.15	--
现金短期债务比（倍）	20.79	1.11	8.54
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算，以“/”表示；3. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持