

山东高速路桥集团股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行 公司债券（第一期）信用评级报告

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〔2024〕2825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拟发行的 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东高速路桥集团股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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：

二〇二四年五月十七日

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。联合资信同时为该公司提供了 ESG 报告非评级服务。由于联合资信评级业务与 ESG 报告非评级业务在管理上进行了隔离，在人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述非评级业务的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

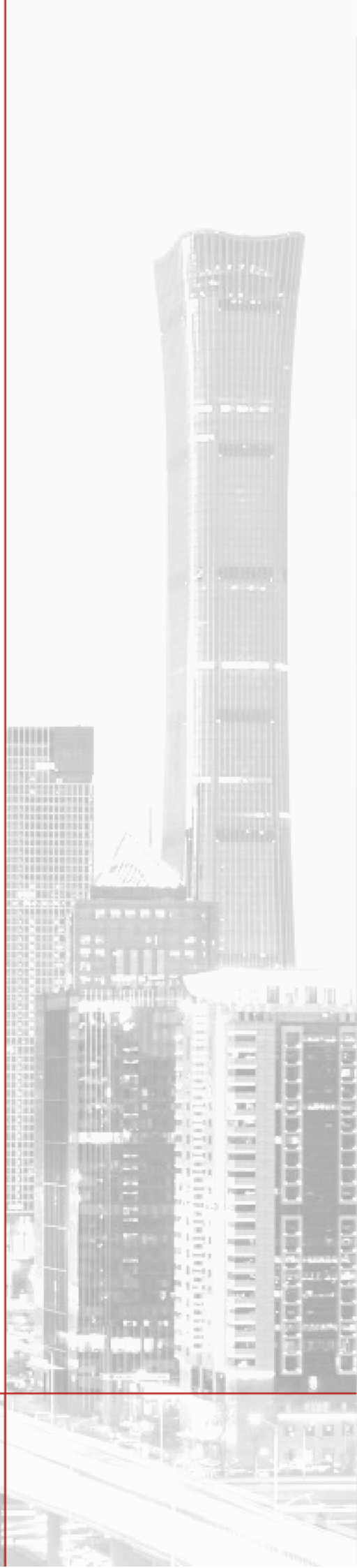
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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

2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/17

债项概况 本期债项发行规模不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元）；期限为 3 年；每年付息一次，到期一次还本；本期债项的募集资金在扣除发行费用后拟全部用于偿还公司有息债务。

评级观点 山东高速路桥集团股份有限公司（简称“公司”）是山东高速集团有限公司（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，公司资质齐全，施工经验丰富，在山东省路桥建设领域市场占有率高，综合竞争实力很强，2023 年资产收购事项协同效应的显现有望进一步提升公司市场竞争力。公司建立了较为完善的法人治理结构和较为健全的内部管理制度，主要高级管理人员从业经历和管理经验丰富。路桥工程施工业务是公司最主要的收入来源，公司新签合同额保持较大规模，充足的施工项目储备为公司业务持续发展提供了保证；公司投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期长，且在建项目规模较大，存在较大资金支出压力，需持续关注 PPP 项目的运营及回款情况。受行业经营特点影响，公司流动资产中应收账款、合同资产和存货占比高，对公司资金形成较大占用；所有者权益中其他权益工具、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；有息债务规模持续快速增长，整体债务负担较重；经营规模保持增长，盈利指标表现非常好；短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现很强，融资渠道畅通。

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 未来，随着公司储备项目的持续推进，公司经营规模和盈利能力有望进一步增长。

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；面临重大未决诉讼对公司经营稳定性产生较大影响；再融资能力大幅下降。

优势

- **持续获得有力的外部支持。**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，持续获得股东在项目承接和融资等方面的有力支持。2023 年，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 64 位。2021—2023 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 44.53%、41.85%和 43.86%。2023 年，公司发行可转换公司债券 48.36 亿元，其中，山东高速集团认购 24.06 亿元。
- **项目储备充足，业务持续性很强。**2021—2023 年，公司新签合同额保持较大规模，2023 年为 1186.90 亿元。截至 2023 年底，公司未完成合同额 1359.68 亿元，较上年底增长 37.87%，项目储备充足，为公司业务持续发展提供了保证。
- **经营规模保持增长，资产收购事项协同效应的显现有望进一步提升公司市场竞争力。**2021—2023 年，公司营业总收入年均复合增长 12.67%，公司经营规模保持增长。2023 年，公司收购了山东高速交通建设集团有限公司（简称“交建集团”），交建集团施工经验丰富，其资质和技术优势有望与公司路桥施工和养护业务形成协同，进一步提升公司整体市场竞争力。
- **盈利指标表现非常好。**2023 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.44%和 9.40%。公司盈利指标表现非常好。

关注

- **流动资产中应收账款、合同资产及存货占比高，对公司资金形成较大占用。**截至 2023 年底，公司流动资产中应收账款、合同资产和存货合计占总资产的 51.76%，对公司资金形成较大占用，此外公司存在较大规模的投资类资产，回收期限长。公司资产流动性较弱。

- **债务规模大且持续增长，整体债务负担较重。**2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 34.23%。截至 2023 年底，公司全部债务增长至 342.88 亿元。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 76.58%、51.21%和 35.25%。考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模较大，公司实际债务负担和指标高于上述测算值，公司整体债务负担较重。
- **外部融资需求较大。**2021—2023 年，公司经营活动现金流量净额波动较大，2023 年表现为净流出；同期，现金收入比分别为 61.61%、62.63%和 65.69%，收入实现质量差；公司投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期长，且在建项目规模较大，存在较大资金支出压力；为平衡项目资金需求，公司筹资活动力度持续加大，对外融资需求较大。

本次评级使用的评级方法、模型

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	1
			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	F2	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	2	
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				+1
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

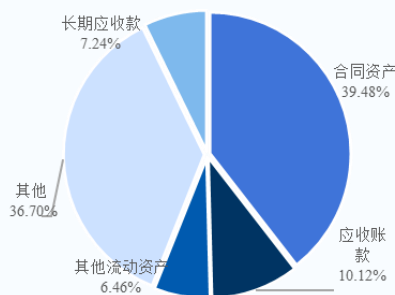
合并口径			
项目	2021 年	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	86.64	79.38	100.98
资产总额（亿元）	833.87	1030.50	1395.39
所有者权益（亿元）	200.13	229.52	326.73
短期债务（亿元）	114.88	132.59	165.03
长期债务（亿元）	75.43	116.95	177.85
全部债务（亿元）	190.30	249.54	342.88
营业总收入（亿元）	575.22	650.19	730.24
利润总额（亿元）	33.92	38.89	37.17
EBITDA（亿元）	47.97	58.38	58.15
经营性净现金流（亿元）	-23.56	1.52	-39.57
营业利润率（%）	11.54	11.96	12.69
净资产收益率（%）	13.75	13.82	9.40
资产负债率（%）	76.00	77.73	76.58
全部债务资本化比率（%）	48.74	52.09	51.21
流动比率（%）	111.04	107.71	113.60
经营现金流动负债比（%）	-4.24	0.22	-4.46
现金短期债务比（倍）	0.75	0.60	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	6.39	6.22	4.20
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.27	5.90

公司本部口径			
项目	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	178.32	189.14	309.58
所有者权益（亿元）	97.47	104.57	167.07
全部债务（亿元）	35.66	36.83	79.20
营业总收入（亿元）	0.10	0.28	0.46
利润总额（亿元）	6.98	10.38	14.67
资产负债率（%）	45.34	44.71	46.04
全部债务资本化比率（%）	26.79	26.04	32.16
流动比率（%）	127.69	100.11	138.03
经营现金流动负债比（%）	11.35	-3.54	-39.16

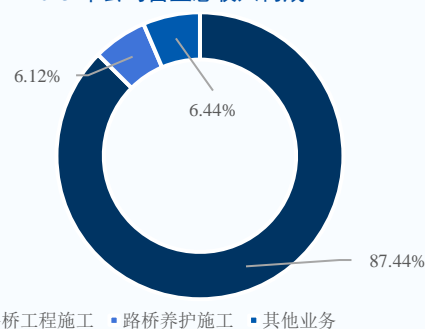
注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 本报告合并口径将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分计入长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

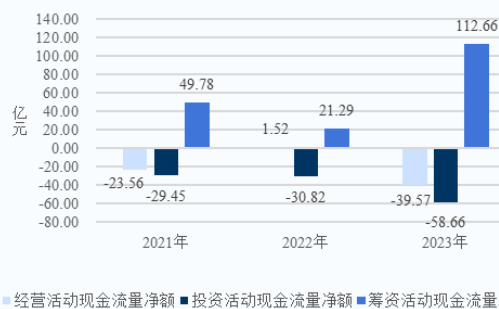
2023 年底公司资产构成



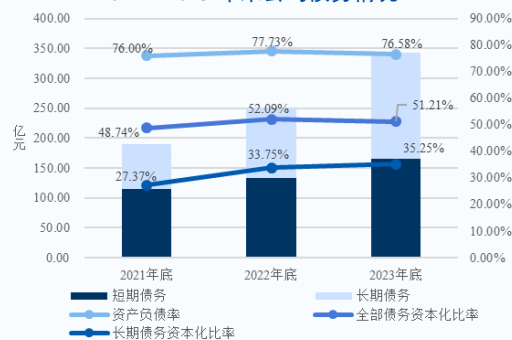
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年末公司债务情况



同业比较（截至 2022 年底/2022 年）

主要指标	信用等级	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	营业利润率 (%)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资 本化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)	存货周转次 数(次)	销售债 权周转 次数 (次)	总资产周 转次数 (次)
公司	AAA	1030.50	229.52	650.19	11.96	38.89	77.73	52.09	4.27	6.22	1.46	6.14	0.70
甘肃公投	AAA	1607.17	742.78	267.19	14.19	11.95	53.78	45.32	20.35	1.03	2.12	3.55	0.17
北京住总	AAA	1119.19	261.53	455.33	7.99	11.50	76.63	65.04	22.74	0.85	0.87	7.36	0.41
中交一航局	AAA	809.17	203.12	550.02	6.99	7.14	74.90	43.17	7.68	2.94	3.64	6.37	0.67

注：甘肃公投全称为甘肃省公路交通建设集团有限公司，北京住总全称为北京住总集团有限责任公司，中交一航局全称为中交第一航务工程局有限公司
资料来源：联合资信根据公司提供资料和公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/03/13	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
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	2019/05/10	王金磊 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
AA/稳定	2017/02/24	周 旭 刘晓亮	建筑行业企业信用分析要点（2013年）	阅读全文

注：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王默璇 wangmx@lhratings.com

项目组成员：王聪 wangcong@lhratings.com | 刘卓雅 liuzy@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、主体概况

山东高速路桥集团股份有限公司（简称“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（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（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（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2024年3月底，公司注册资本为15.61亿元，股本为21.53亿元，控股股东山东高速集团直接持有公司股权49.75%，并通过下属子公司山东高速投资控股有限公司（简称“高速控股”）间接持有公司5.93%的股权，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（简称“山东省国资委”）。

公司主营业务为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2023年底，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24家。

截至2023年底，公司合并资产总额1395.39亿元，所有者权益326.73亿元（含少数股东权益99.81亿元）；2023年，公司实现营业收入730.24亿元，利润总额37.17亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额1366.07亿元，所有者权益327.70亿元（含少数股东权益99.77亿元）；2024年1—3月，公司实现营业收入95.66亿元，利润总额3.62亿元。

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：周新波。

二、本期债项概况

公司于2024年2月4日获得中国证券监督管理委员会证监许可（2024）253号文，同意面向专业投资者发行面值不超过人民币（含）20.00亿元公司债券的注册。上述公司债券采用分期发行方式，其中，首期发行自证监会同意注册之日起12个月内完成；其余各期债券发行，自证监会同意注册之日起24个月内完成。公司本期计划2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“本期债项”），发行规模不超过10.00亿元（含10.00亿元），期限为3年；每年付息一次，到期一次还本；本期债项的募集资金在扣除发行费用后拟全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

2023年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023年，中国经济回升向好。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面，2023年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023年年报）》。

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。

四、行业分析

1 行业分析

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势高度相关。2023 年建筑业总产值同比增速略低于 2022 年，但仍高于 GDP 增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；2023 年，受下游市场需求持续疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体震荡下行。建筑业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资，2023 年，房地产行业投资和销售规模同比继续下降，基础设施建设投资增速有所下降，建筑行业需求有所放缓。在经济增长承压的背景下，2023 年，建筑业新签合同额自 2016 年以来首次出现同比下降，行业集中度进一步提升，市场份额继续向中央企业集中。

2024 年，在国家“稳中求进”的发展基调下，房地产行业利好政策有望对冲房地产行业下行压力，但市场信心修复仍需观察；在“稳增长”政策调控下，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基础设施建设投资潜力或将得到逐步释放，投资有望保持一定增长；在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基础设施建设投资或将受限，建筑业增长面临较大压力。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，行业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版行业分析详见《2024 年建筑施工行业分析》。

2 区域环境分析

山东省经济实力非常强，2021—2023 年，山东省经济持续增长，且经济总量稳居全国第 3 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。

根据山东省国民经济和社会发展统计公报，2021—2023 年，山东省地区生产总值持续增长，增速波动下降，经济总量稳居全国第 3 位。产业结构方面，2023 年，山东省第一产业增加值 6506.2 亿元，同比增长 4.5%；第二产业增加值 35987.9 亿元，同比增长 6.5%；第三产业增加值 49574.6 亿元，同比增长 5.8%。2023 年三次产业结构为 7.1:39.1:53.8。

固定资产投资方面，2021—2023 年，山东省固定资产投资增速分别为 6.0%、6.1%和 5.2%。2023 年，三次产业投资构成为 1.6:38.1:60.3。2023 年，山东省重点投资领域中，制造业投资增长 11.5%，占全部投资的比重为 30.9%；基础设施投资增长 22.9%，占全部投资的比重为 23.4%；高新技术产业投资增长 22.8%，占全部投资的比重为 20.3%。

2023 年，山东省建筑业总产值 18686.6 亿元，同比增长 6.4%。具有总承包或专业承包资质的有工作量建筑业企业 12483 家，比上年增加 1840 家。

房地产市场低位运行。2023 年，山东省房地产开发投资 8168.9 亿元，同比下降 10.2%，其中住宅投资 6562.3 亿元，同比下降 8.1%。商品房施工面积 71308.2 万平方米，同比下降 5.8%，其中住宅施工面积 52050.7 万平方米，同比下降 5.8%。商品房销售面积 11286.8 万平方米，同比下降 3.4%，其中住宅销售面积 9443.7 万平方米，同比下降 3.8%。商品房销售额 9541.5 亿元，同比下降 2.7%，其中住宅销售额 8174.2 亿元，同比下降 3.6%。

图表 1• 山东省主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	83095.9	87435.1	92068.7
GDP 增速（%）	8.3	3.9	6.0
固定资产投资增速（%）	6.0	6.1	5.2
三产结构	7.3:39.9:52.8	7.2:40.0:52.8	7.1:39.1:53.8
人均 GDP（万元）	8.2	8.6	/

注：“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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。公司有一定技术优势且资质齐全、施工经验丰富，综合竞争实力很强。

公司控股股东山东高速集团主要负责山东省交通基础设施领域的投资、建设、运营和管理，公司作为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，在山东省路桥建设领域市场占有率高，同时在全国多个省、市、自治区及海外的公路建设市场均占有一定市场份额。2023 年，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 64 位，公司和子公司路桥集团位列中国建筑业企业 200 强榜单第 47 名和第 70 名。公司主要通过子公司路桥集团开展路桥工程施工业务，路桥养护施工则主要由二级子公司山东省高速路桥养护集团有限公司（简称“养护集团”）进行。

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 2023 年底，公司和各子公司拥有各项资质 429 项，其中施工类资质 278 项。路桥集团拥有公路工程施工总承包特级以及市政公用工程施工总承包特级资质，工程设计公路行业、市政行业甲级资质，建筑工程施工总承包壹级、电力工程施工总承包壹级、桥梁工程专业承包壹级等资质。截至 2023 年底，养护集团成为山东省内获得公路养护全序列最高等级资质的单位，提升了公司在路桥施工及养护领域的竞争优势。

施工经验方面，公司修建的各级公路分布于全国二十多个省市自治区，并参加了安哥拉、阿尔及利亚、越南和苏丹等国的公路援建项目。公司在路桥综合、市政工程、产业园区、轨道交通、钢结构、水环境综合治理等领域拥有施工管理经验。公司承建山东省“十四五”重点工程项目、山东省“九纵五横一环七射多连”高速公路网重要组成部分济南至潍坊高速公路、临淄至临沂高速公路、济南至天津高速公路、庆云至章丘高速公路等；修建淄博快速路、临沂快速路、烟台快速路等地级市重点交通规划项目；修建济南地铁 4 号线、青岛地铁 6 号线、宁波至慈溪等轨道交通项目；承建济潍零碳高速光伏项目，实施了全国首个光伏与边坡一体化试验路段，实现了边坡防护、排水和发电的有机融合；采用钢结构技术修建潍坊市第一座数字信息化钢结构档案馆潍坊市档案中心项目等钢结构项目；承建薛城经济开发区奚仲产业园、临沧工业园区综合配送产业园、内江市东兴经济开发区等产业园项目；承建济南高新区杨家河西小龙堂段河道治理工程、鄂州严家湖、西叉湖湖泊岸线整改工程、成都西江河流域等水环境综合治理项目。

截至 2023 年底，公司累计获得国家优质工程金奖 6 项，鲁班奖 10 项，交通优质工程奖 28 项，詹天佑奖 5 项。同期末，公司共拥有 13 家高新技术企业；各级研发平台 41 家，其中，1 家国家级、21 家省级科研平台，覆盖桥梁工程、隧道工程、道路工程、轨道交通工程、市政工程、养护工程、工程信息数字化、境外项目管理等重点研发领域。同期末，公司累计获得各级科学技术奖 164 项，拥有国家级工法及省部级工法 243 项，专利授权 2158 项，其中，国际专利 3 项，发明专利 341 项。公司拥有公路和桥梁施工领域具有知识产权的核心技术。

2023 年 6 月，公司收购了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，简称“交建集团”），交建集团在路桥新改建和养护方面施工经验丰富，其资质优势和技术优势有望与公司路桥施工和养护业务形成协同，进一步提升公司整体市场竞争力。

经公司第九届董事会第五十一次会议、2023 年第二次临时股东大会审议通过，公司以自有或自筹资金收购关联方山东高速集团、山东省交通规划设计院集团有限公司、山东高速材料技术开发集团有限公司所持有的交建集团合计 86.73% 的股份（简称“本次收购”）。2023 年 6 月 30 日，本次收购的股份已全部完成过户登记。

交建集团在路桥新改建、路桥养护施工方面经验丰富。路桥施工方面，交建集团先后参与山东第一条高速公路济青公路、新疆第一条高等级公路“吐鲁番-乌鲁木齐-大黄山公园”、国家重点工程“北京-上海高速公路”等项目建设。路桥养护方面，交建集团先后建成 5 处绿色养护基地，开展山东高速集团养护大中修工程、临沂路网大中修 G205 和 S229 项目。山东高速公路养护史上首次采用“集中养护”作业模式，用 22 天时间完成 G1511 日兰高速日照段和临沂段项目；首次将无人化智慧施工应用到养护领域。

交建集团具有资质优势和技术优势。交建集团及其权属单位具备公路工程施工总承包一级、公路路基工程专业承包一级、公路路面工程专业承包一级、桥梁工程专业承包一级、公路交通工程（公路安全设施）专业承包一级，以及市政公用工程施工总承包、建筑工程施工总承包、隧道工程专业承包等 20 余项建筑业企业资质。3 家权属单位拥有公路养护作业单位资质，其中 1 家具备各路基路面养护、桥梁养

护、隧道养护、交通安全设施养护全序列养护资质。交建集团已获得山东省技术发明奖一等奖，中国公路协会科学技术奖二等奖，中国技术市场协会金桥奖优秀项目奖，中国公路建设行业协会科学技术奖二等奖，山东公路学会科学技术奖等奖励累计 24 项。累计授权专利 69 项（发明专利 12 项、实用新型 56 项、外观设计 1 项），软件著作权 8 项，颁布团体标准 7 项、省部级工法 2 项。累计转化合同金额 3.49 亿元，转化科研成果 19 项。

2021—2023 年末，交建集团经营规模快速增长，资产总额、所有者权益、营业总收入和利润总额均持续增长。2023 年（末），交建集团资产总额、所有者权益、营业总收入和利润总额占同期（末）公司合并口径的比重分别为 7.01%、9.02%、8.95%和 11.19%，交建集团的并入对公司规模有一定影响。交建集团路桥新改建和养护方面施工经验丰富，其资质优势和技术优势有望与公司路桥施工和养护业务形成协同。本次收购完成后，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。

图表 2·交建集团重点财务数据

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	年均复合增长
资产总额（亿元）	62.33	78.59	97.80	25.26%
负债总额（亿元）	48.49	53.72	68.33	18.71%
所有者权益（亿元）	13.83	24.86	29.47	45.98%
营业总收入（亿元）	47.59	57.83	65.36	17.19%
利润总额（亿元）	3.01	3.73	4.16	17.56%
资产负债率	77.80%	68.35%	69.86%	--

注：“--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 人员素质

公司主要高级管理人员从业经历和管理经验丰富，员工构成能够满足公司日常经营需要。

截至 2023 年底，公司拥有董事长和高级管理人员共 4 人。

周新波先生，1967 年 12 月生，本科学历，工程技术应用研究员；曾任路桥集团党委书记，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，公司董事长、党委书记；现任山东高速集团总工程师，公司董事长（法定代表人）。

林存友先生，1969 年 10 月生，博士研究生学历，工程技术应用研究员；曾任中铁十四局集团第四工程有限公司副总经理，中铁十四局集团有限公司（简称“中铁十四局”）沪昆客专湖南段项目经理，中铁十四局黔张常铁路项目经理，公司副总经理；现任公司董事、总经理、路桥集团董事长（法定代表人）。

裴仁海先生，1972 年 9 月生，硕士研究生学历，正高级会计师、注册会计师；曾任公司财务管理部副经理、经理，山东高速集团计划财务部副部长，山东高速光控产业投资基金管理有限公司董事、财务总监、财务部经理；现任公司总会计师。

截至 2023 年底，公司拥有在职员工 29889 名。从学历构成看，硕士及以上人员占 3.16%、本科人员占 37.43%、专科及以下人员占 59.41%。

3 信用记录

2021 年以来，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。

根据中国建设银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9137000012010586X8），截至 2024 年 5 月 7 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 4.30 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。

根据中国建设银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000163048885W），截至 2024 年 5 月 7 日，重要子公司路桥集团本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录；存在一条强制执行记录，案件已结，立案日期 2010 年 8 月 25 日。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》和其他有关法律、法规，制定了《山东高速路桥集团股份有限公司章程》。

公司设股东大会，股东大会系公司的权力机构，主要行使决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表出任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会和监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设董事会，董事会由 11 名董事组成，设董事长 1 人，对股东大会负责。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。董事会主要行使执行股东大会的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司年度财务预算方案、决算方案及制订公司增加或者减少注册资本的方案等职权。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 人。监事会中职工代表监事的比例不低于三分之一，职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会主要行使检查公司的财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督以及向股东大会提出提案等职权。

公司设总经理 1 名，总理由董事会聘任或解聘。公司可以设副总经理，副总经理、财务负责人（总会计师）由总经理提名，董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，主要行使负责公司的经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案以及拟定公司内部管理机构设置方案等。

截至 2023 年底，公司董事 9 名；监事和高级管理人员到岗情况与公司章程规定保持一致；联合资信将对公司董事到岗情况保持关注。

2 管理水平

公司建立了较为健全的内部管理制度。

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定，结合公司实际情况，在财务、投资、工程、子公司、对外担保和关联交易等方面制定了管理制度。

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

财务管理方面，公司按照《企业会计准则》《会计法》等国家有关会计法律法规的规定，制定《山东高速路桥集团股份有限公司财务管理制度》，并严格执行。公司采取“收支两条线”管理模式，由公司财务管理部对其他各部门以及下属各子公司、分公司的财务部门进行统一管理。

投资管理方面，公司制定了《山东高速路桥集团股份有限公司对外投资制度》，对投资项目进行考察和审批。

工程管理方面，公司安全质量环保监督部、财务管理部、内控自我评价工作组分别从不同角度依据《工程质量管理办法》《工程项目成本管理办法》《内部控制手册》等制度，对工程的技术、质量、安全、预算和成本控制进行管理。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，明确了担保内控决策程序及相关要求，细化了担保的标准，加强对被担保公司的贷款资格、财务状况、贷款用途和资金运用等方面的审查力度。

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

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023年，公司营业总收入和综合毛利率均持续增长，收入主要来自路桥工程施工业务；新签合同额保持较大规模，在手项目储备充足，为公司业务持续发展提供了保证。

2021—2023年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长12.67%，主要来自路桥工程施工板块，其收入占比保持在87.00%以上。2023年，随着公司经营规模持续推进，营业总收入同比增长12.31%，主要系路桥工程施工板块收入增长所致。从区域分布来看，2021—2023年，公司营业总收入主要来自于境内华东地区，华东地区业务收入占营业总收入的比例约为75.00%。毛利率方面，2021—2023年，公司综合毛利率持续增长。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，为公司提供一定收入补充。

图表3·公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工板块	518.66	90.17%	11.22%	592.47	91.12%	11.69%	638.54	87.44%	12.23%
路桥养护施工板块	31.60	5.49%	13.75%	32.82	5.05%	16.60%	44.70	6.12%	14.60%
其他板块	24.96	4.34%	20.74%	24.90	3.83%	18.29%	47.00	6.44%	20.84%
合计	575.22	100.00%	11.77%	650.19	100.00%	12.19%	730.24	100.00%	12.93%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

新签合同方面，公司中标项目涵盖路桥综合、市政工程、产业园区、养护维修等14个业务领域。2021—2023年，受益于山东高速集团在项目承接方面给予公司的有力支持，公司新签合同额波动增长且保持较大规模，分别为1010.40亿元、876.20亿元和1186.90亿元（不含交建集团新签合同额），2023年同比增长35.46%。2021—2023年末，公司在手合同额持续增长；截至2023年底，公司未完成合同额1359.68亿元，较上年底增长37.87%。公司在手项目储备充足，可保障未来业务持续发展。

图表4·公司新签合同额情况

项目	2021年	2022年	2023年
新签施工建设合同数量（个）	450	1090	1304
新签合同金额（亿元）	1010.41	876.17	1186.90
新签合同来源：山东省内合同额（亿元）	746.89	472.52	865.91
其中：山东高速集团内部合同额（亿元）	442.84	100.97	399.06
新签合同来源：山东省外合同额（亿元）	217.63	339.32	278.96
新签合同来源：海外合同额（亿元）	45.89	64.33	42.03
期末在手合同数量（个）	258	519	432
期末在手合同金额（亿元）	968.70	986.20	1359.68

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

（1）路桥工程施工板块

路桥工程施工业务是公司最主要的收入来源，2021—2023年，公司路桥工程施工业务快速发展，收入规模持续扩大，项目在手未完工合同额充足；投资/入股-施工一体化项目和PPP项目回款周期长，在建项目规模较大，存在较大资金支出压力，同时需关注PPP项目未来运营回款情况。此外，公司有一定规模的海外项目，需关注海外项目回款及地缘政治等相关风险。

公司路桥工程施工业务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。工程承包合同模式指通过投标或其他方式承揽施工业务，与发包人签订工程承包合同，负责合同内工程的全部施工任务，向发包人提供施工服务，包括向项目业主提供施工总承包服务和向其他工程施工总承包方提供工程专业分包服务等。融资合同模式是指公司向发包人提供工程施工和融资服务，公司负责

工程建设施工，同时为发包人提供项目融资，通过项目运营收入或业主回购收回投资。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。

公司 PPP 项目系公司作为社会资本方与当地政府合作成立项目公司（公司一般为控股股东），公司按照所持项目股份出资。项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等。运营期内，政府方根据事先签订的政府购买协议分期向项目公司支付项目运营分红。特许经营期满后项目移交给政府或政府指定机构运营。PPP 项目周期较长，公司将控股的 PPP 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”或“其他非流动金融资产”，将进入运营期的 PPP 项目收入计入“营业收入”。

入股-施工一体化项目和投资-施工一体化项目是指施工单位参与投资并承担施工任务的项目，公司作为施工单位通过投标承揽基础设施项目施工任务，同时需自行或指定合作方出资入股项目公司或认购基金份额等，按照合同约定的方式和时间获取投资收益。公司采用一体化的项目主要集中在山东省，业主方为山东高速集团。公司在中标后与招标人山东高速集团签署投资合作协议和工程施工总承包协议。公司以委托信托机构或发起设立基金方式与山东高速集团成立项目公司，由公司或公司指定的机构将资金通过信托机构的专项资管计划或发行的基金产品投入到项目公司，获得投资回报；同时签订工程施工合同，赚取施工利润。公司对项目公司的出资一般分为两期到位，第一期为施工合同签署且项目公司完成注册起 5 个工作日内，金额为投标人投资额的 50.00%，第二期为开工之日起 1 年内，拨付剩余的 50.00%。公司参与入股-施工一体化项目，普遍采用“2+3”或“3+3”模式，即前 2 年或 3 年为项目建设期，待项目完成后 3 年完成前期出资的退出。由于此类出资公司享有固定收益，且在项目公司无表决权，故公司将此类资产计入“债权投资”“其他权益工具投资”“长期股权投资”及“其他非流动金融资产”科目核算。盈利来源主要为路桥施工业务利润及项目投资收益。

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，工程质量保质期一般为两年。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。2023 年，公司部分在建项目受政策和合同变更等影响，建设期回款比例降低，工程计量结算周期拉长。

2021—2023 年，公司路桥工程施工业务收入持续增长。同期，该板块毛利率持续增长，主要系公司投资/入股-施工一体化项目增多且该项目类型收益较高所致。

项目承揽方面，公司新签合同中主要为路桥工程施工项目。2023 年，公司在山东省市场内中标额占年度中标额的 72.96%（山东高速集团内部中标额占年度中标额的 33.62%）；省外新签项目主要集中在云南、四川、湖北、江苏、福建等地，占年度中标额的 23.50%；同期，公司围绕“一带一路”沿线国家，开拓东欧市场，重点跟踪中亚、东南亚市场，海外中标额占年度中标额的 3.54%。

在建项目方面，截至 2023 年底，公司在建路桥工程施工项目未完成合同金额 1315.50 亿元，共计 413 个（路桥综合工程 135 个、市政工程 93 个、高铁与铁路工程 5 个、建筑工程 111 个、水利水电工程 7 个、养护工程 44 个、轨道交通工程 7 个、材料销售 1 个、其他工程 10 个），其中，国内项目 391 个，分布在全国 101 个省市；国外项目 22 个，分布在孟加拉、越南、哈萨克斯坦和南苏丹等 14 个国家。公司期末在手未完工合同额充足。截至 2023 年底，公司主要在建工程施工总承包项目（设计施工总承包）合同金额合计 125.52 亿元，累计确认收入 107.31 亿元，累计收到回款 101.85 亿元。

图表 5 • 截至 2023 年底公司工程总承包模式重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	开工日期	工期	工程进度	确认收入	结算金额	收款金额
济南绕城高速公路二环线西环段工程设计施工总承包项目一标段	125.52	2020/10	42 个月	98.25%	107.31	105.61	101.85

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2023 年底，公司主要“投资-施工一体化”路桥工程项目合同金额合计 402.95 亿元，其中，公司资本金投资额合计 63.25 亿元，已投资本金金额 53.05 亿元；累计确认收入 292.15 亿元，累计结算金额 227.86 亿元，累计收到回款 235.34 亿元。

图表 6 • 截至 2023 年底公司投资-施工一体化重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	开工日期	工期	工程进度	公司总资本金出资额	已投资本金金额	确认收入	结算金额	收款金额
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-6）	31.07	2020/11	1095 天	97.35%	2.74	2.74	26.84	25.83	25.83
临淄至临沂高速公路工程（LMSG-1）	23.59	2021/03	1095 天	85.30%	3.38	3.38	17.96	15.02	15.65
临淄至临沂高速公路工程（LMSG-2）	25.91	2021/03	1095 天	95.50%	2.53	2.53	23.40	20.11	19.96
临淄至临沂高速公路工程（LMSG-3）	24.38	2021/01	1095 天	99.70%	3.49	3.49	21.42	17.57	17.85
临淄至临沂高速公路工程（LMSG-4）	19.22	2021/03	1095 天	98.00%	2.75	2.75	17.68	15.80	15.69

明村至董家口公路工程施工（第二合同段）	18.17	2021/05	36个月	92.89%	3.63	3.63	14.97	13.96	13.96
明村至董家口公路工程施工（第三合同段）	10.97	2021/05	36个月	99.55%	2.19	2.19	9.69	8.96	8.94
明村至董家口公路工程施工（第四合同段）	26.38	2021/03	36个月	92.82%	5.28	5.28	25.01	21.53	21.50
济南绕城高速公路二环线北环段工程施工（第一标段）	19.58	2021/05	1460天	94.70%	3.92	3.92	16.20	11.23	9.94
济南绕城高速公路二环线北环段工程施工（第四标段）	18.98	2021/05	1460天	78.57%	3.80	3.80	13.50	10.85	11.68
临沂至滕州公路工程施工合同（第三标段）	14.37	2022/06	36个月	51.32%	1.23	0.62	6.77	6.36	7.17
临沂至滕州公路工程施工合同（第六标段）	20.76	2022/06	36个月	55.15%	2.97	1.48	10.24	8.01	7.25
临沂至滕州公路工程施工合同（第七标段）	7.58	2022/06	36个月	52.80%	2.21	1.11	4.55	3.71	3.43
临沂至滕州公路工程施工合同（第八标段）	8.15	2022/06	36个月	78.21%	0.85	0.43	11.13	4.64	5.84
济南绕城高速东线小许家枢纽至遥墙机场段改扩建工程	13.46	2022/07	1080日历天	86.55%	1.93	1.93	10.18	6.85	5.82
济广高速公路济南至菏泽段改扩建工程项目主体工程施工合同（第一标段）	7.77	2022/05	916日历天	66.19%	3.05	3.05	8.80	4.69	6.23
济广高速公路济南至菏泽段改扩建工程项目主体工程施工合同（第二标段）	11.91	2022/05	916日历天	51.92%	2.38	2.38	5.40	5.44	6.24
济广高速公路济南至菏泽段改扩建工程项目主体工程施工合同（第五标段）	8.86	2022/05	916日历天	58.71%	1.77	1.77	4.35	1.86	2.78
高青至商河公路施工合同（第一合同段）	17.55	2022/07	48个月	70.37%	2.51	1.25	10.97	6.57	5.57
高青至商河公路施工合同（第二合同段）	14.22	2022/07	36个月	58.82%	2.03	1.02	7.03	5.90	5.77
济南绕城高速公路小许家至港沟段改扩建工程	23.78	2022/01	1080日历天	54.38%	3.41	1.70	11.86	3.59	5.18
东营至青州高速公路改扩建工程	36.29	2022/09	1080日历天	46.61%	5.20	2.60	14.20	9.38	13.06
合计	402.95	--	--	--	63.25	53.05	292.15	227.86	235.34

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2023 年底，公司在建 PPP 项目总投资 128.88 亿元。其中，公司资本金投资额 36.73 亿元，已投资本金金额 18.71 亿元，已投资本金全部用于项目施工建设。截至 2023 年底，公司共参与 33 个 PPP 项目。其中，已完工运营的 PPP 项目有 13 个，其总投资额合计 37.89 亿元，累计实现营业收入 35.64 亿元，净利润 2.61 亿元。公司 PPP 项目回款期限长，且需持续关注 PPP 项目的运营回款风险。整体看，公司在建项目规模较大，资金支出压力较大。

图表 7 • 截至 2023 年底公司在建 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目业主方	建设期+运营期（年）	项目总投资 ²	公司总资本金金额	已投资本金金额	公司签订施工合同额	施工已投入金额	累计确认收入	累计结算	是否并表	持股比例
四川省广元市黑石坡至曾家山公路工程 PPP 项目	广元市交通运输局	3+12	32.27	5.83	1.60	23.06	1.60	4.35	0.38	是	90.00%
国道 212 线苍溪回水至阆中双龙段公路（阆中段）PPP 项目	阆中市交通运输局	3+15	13.60	3.10	2.38	10.41	2.38	8.89	1.00	是	89.00%
兴山县古夫绕城、昭君绕城及 S287 公路 PPP 项目	兴山县交通运输局	3+12	10.71	1.93	1.93	7.43	1.93	7.60	-0.02	是	90.00%
石城县工业园建设 PPP 项目	石城县工业园区管理委员会	3+12	10.26	2.43	1.65	6.62	1.65	4.67	0.37	是	95.00%
山东省济南市商河县商河经济开发区配套基础设施提升改造 PPP 项目	山东商河经济开发区管理委员会	3+12	8.52	1.62	0.50	5.57	0.50	0.73	0.03	是	95.00%
会东县绕城公路、城南新区规划区、老城区道路改造 PPP 项目	会东县交通运输局	2+10	7.95	1.51	1.05	6.28	1.05	3.49	0.18	是	95.00%
莱阳市东部城区基础设施建设 PPP 项目	莱阳市住房和城乡建设局	3+17	6.49	1.17	0.91	4.53	0.91	2.03	0.25	是	90.00%
成武县基础设施提升改造 PPP 项目	成武县住房和城乡建设局	3+15	6.18	1.23	1.00	4.34	1.00	0.56	0.05	是	99.00%
漳浦县公路建设改造工程	漳浦县交通运输局	2+10	5.47	1.35	1.35	3.44	1.35	1.43	0.04	是	90.00%
G518 日定线临沂日照界至长深高速临沂东互通立交段改建工程 PPP 项目	临沂市公路事业发展中心	2.5+18	5.25	5.25	2.40	35.59	2.40	0.62	-0.01	否	50.00%

² 项目总投资包括项目资本金和银行借款（若有）。

山东省潍坊市诸城市（明董高速公路）诸城连接线建设工程 PPP 项目	诸城市交通运输局	1+15	4.95	0.90	0.90	4.06	0.90	2.90	0.36	是	90.00%
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	烟台市公路事业发展中心	3+17	2.37	2.37	1.24	10.14	1.24	3.42	0.54	否	50.00%
龙泉驿区西江河流域水环境综合整治项目二期 PPP 项目	成都市龙泉驿区水务局	2+15	2.18	2.18	0.78	4.02	0.78	1.95	0.18	否	34.00%
聊城市大外环路 PPP 项目	聊城市公路事业发展中心	1+15	0.96	0.96	0.00	3.60	0.00	3.37	0.12	否	16.03%
莱山区部分市政道路建设 PPP 项目	烟台市莱山区住房和城乡建设局	3+13	0.66	0.66	0.33	2.07	0.33	0.02	0.00	否	50.00%
郫都区太清路南沿线 PPP 项目	成都市郫都区住房和城乡建设局	2+10	0.42	0.42	0.42	3.16	0.42	3.65	0.36	否	49.00%
新疆阿克苏地区柯坪县改善人居环境及配套附属设施建设 PPP 项目	柯坪县住房和城乡建设局	2+22	0.22	0.22	0.07	1.94	0.07	0.48	0.03	否	44.00%
云南楚雄至大理高速公路扩容工程 PPP 项目	云南省交通运输厅	4+30	0.20	0.20	0.20	22.05	0.20	20.58	-0.23	否	1.00%
甘肃省西和至宕昌高速公路政府和社会资本合作（PPP）项目	陇南市交通运输局	4+30	1.67	1.67	0.00	合同暂未签订	0.00	0.19	0.02	否	4.39%
郯城县“四好农村路”提质增效工程 PPP 项目	郯城县交通运输局	3+12	8.55	1.73	0.00	合同暂未签订	0.00	未开工	未开工	是	100.00%
合计	--	--	128.88	36.73	18.71	158.31	18.71	70.93	3.65	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 8 • 截至 2023 年底公司已完工运营 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	公司持股比例	公司实际出资	项目总投资额	最终业主方	回报机制	运营（年）	是否并表
连城县市政基础设施 PPP 项目	95.00%	1.30	5.58	连城县住房和城乡建设局	政府付费	10	是
高密市 2017-2018 年城建工程 PPP 项目	95.00%	2.25	10.67	高密市住房和城乡建设局	政府付费	10	是
武平县环城东路、环城北路 PPP 项目	80.00%	1.17	5.04	武平县交通运输局	政府付费	10	是
蚂蝗河综合整治及山下内涝区海绵城市建设 PPP 项目	55.00%	0.98	0.98	萍乡市海绵城市试点建设工作领导小组办公室	政府付费	8	是
成武县城区道路提升改造 PPP 项目	95.00%	0.60	2.67	成武县住房和城乡建设局	政府付费	15	是
遂宁至蓬溪快捷通道 PPP 工程项目	100.00%	0.40	1.80	遂宁市船山区公路管理所	政府付费	8	是
临川区才都工业区东一环路、工业大道和才子大桥 PPP 项目	90.00%	0.45	2.89	抚州市临川区交通运输局	政府付费	10	是
滨海路蓬莱段公路工程项目	38.50%	0.96	0.96	蓬莱市地方公路管理局	政府付费	15	否
省道 103 线青神至五通桥段公路工程（乐山段）PPP 项目	6.00%	2.48	2.48	乐山市交通运输局	政府付费	12	否
峨眉至夹江联网畅通工程乐夹大道 PPP 项目	100.00%	0.91	3.01	夹江县交通运输局	政府付费	8	是
夹江县石棉渡改公路桥工程 PPP 项目	100.00%	0.10	0.10	夹江县交通运输局	政府付费	8	是
S307 线夹江至木城段工程 PPP 项目	100.00%	0.25	0.25	夹江县交通运输局	政府付费	8	是
夹江县 S307 线千佛岩隧道工程 PPP 项目	100.00%	0.29	1.46	夹江县交通运输局	政府付费	8	是
合计	--	12.14	37.89	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司早期的海外业务活动主要与中国政府的援外建设项目有关。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。2021—2023 年，公司境外新签合同分别为 47.41 亿元、64.30 亿元和 42.03 亿元；同期，境外业务实现收入持续增长，分别为 30.43 亿元、32.09 亿元和 44.17 亿元，分别占当期营业总收入的 5.29%、4.93%和 6.05%。海外市场的政治、经济环境存在一定的不稳定性，需关注公司海外项目的施工进度和回款情况。

(2) 路桥养护施工板块

2021—2023 年，公司路桥养护施工板块收入持续增长，毛利率波动增长，路桥养护施工业务整体规模较小。

公司路桥养护施工业务主要由养护集团负责。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，是养护集团收入的主要来源；临时抢修项目、返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。

2021—2023 年，公司路桥养护施工业务收入持续增长，毛利率波动增长。2023 年，公司路桥养护施工业务收入 44.70 亿元，同比增长 36.20%；毛利率 14.60%，同比下降 2.00 个百分点。

3 关联交易

公司营业总收入中来自关联方的占比较高但呈波动下降趋势，日常经营相关的关联交易规模持续增长。公司关联交易遵循相关文件规定，履行了信息披露义务。

公司与山东高速集团（公司控股股东）、山东高速股份有限公司（其他关联法人，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。2021—2023 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分别为 44.53%、41.85%和 43.86%。公司来自关联方的收入占比较高，但呈波动下降趋势。

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。2021—2023 年，公司日常经营相关的关联交易规模持续增长，分别为 336.60 亿元、398.32 亿元和 437.85 亿元。2024 年 2 月 3 日，公司发布了《关于预计 2024 年度日常关联交易的公告》，预计 2024 年度公司日常关联交易总金额 291.97 亿元，关联交易规模有望有所下降。

4 经营效率

公司经营效率指标均处于行业中等偏上水平，整体经营效率较高。

从经营效率指标看，与所选公司比较，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均处于中位偏上水平，整体经营效率较高。

图表 9 • 2022 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	甘肃公投	北京住总	中交一航局
存货周转次数（次）	1.46	2.12	0.87	3.64
销售债权周转次数（次）	6.14	3.55	7.36	6.37
总资产周转次数（次）	0.70	0.17	0.41	0.67

注：甘肃公投全称为甘肃省公路交通建设集团有限公司，北京住总全称为北京住总集团有限责任公司，中交一航局全称为中交第一航务工程局有限公司
资料来源：联合资信根据公司提供资料和公开资料整理

5 未来发展

未来，公司围绕主业及上下游产业链发展，并促进公司业务多元化发展，持续增强竞争实力。

未来，公司将继续以路桥工程施工与养护为主营业务，优化业务结构，开发市政、产业园区、铁路、轨道交通、装配式建筑、钢结构、清洁能源、环境治理等业务；其次，发展在城市升级改造中潜力大的综合管廊、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，发展城市升级中的片区开发、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，增强可持续发展的能力。区域布局升级方面，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。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年财务报告进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年及 2023 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变动方面，2021 年，公司合并范围内新增 4 家一级子公司，均为投资设立所得。2022 年，公司合并范围内主要通过新设增加子公司 11 家。2023 年，公司合并范围内主要通过同一控制下企业合并新增一级子公司交建集团，2023 年，交建集团利润总额占公司利润总额的 11.19%；截至 2023 年底，公司纳入合并范围内的一级子公司共 24 家。整体看，公司财务数据可比性尚可。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，以流动资产为主；受行业经营特点影响，公司流动资产中应收账款、合同资产和存货占比高，对公司资金形成较大占用，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；整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，主要系对项目的持续投入导致应收账款、合同资产、长期应收款和其他非流动金融资产增长所致。公司资产结构以流动资产为主。

图表 10 • 公司资产主要情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	616.68	73.95%	732.94	71.12%	1008.03	72.24%
货币资金	73.05	8.76%	67.01	6.50%	81.73	5.86%
应收账款	86.28	10.35%	99.78	9.68%	141.21	10.12%
其他应收款（合计）	24.71	2.96%	30.52	2.96%	53.86	3.86%
存货	24.98	3.00%	25.71	2.49%	30.16	2.16%
合同资产	319.54	38.32%	412.46	40.03%	550.86	39.48%
其他流动资产	56.09	6.73%	67.35	6.54%	90.18	6.46%
非流动资产	217.19	26.05%	297.56	28.88%	387.36	27.76%
债权投资	19.90	2.39%	13.08	1.27%	12.06	0.86%
其他非流动金融资产	10.44	1.25%	28.28	2.74%	58.70	4.21%
长期应收款	48.18	5.78%	85.64	8.31%	100.98	7.24%
长期股权投资	48.98	5.87%	57.78	5.61%	76.93	5.51%
固定资产	32.37	3.88%	35.43	3.44%	42.92	3.08%
在建工程	29.30	3.51%	46.67	4.53%	2.88	0.21%
资产总额	833.87	100.00%	1030.50	100.00%	1395.39	100.00%

注：其他应收款包含应收股利
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至 2023 年底，公司货币资金较上年底增长 21.96%，主要系公司加强资金支付筹措及净筹资规模较大所致；货币资金由银行存款 73.83 亿元、其他货币资金 7.64 亿元和少量现金构成，其中受限资金 7.64 亿元，主要为抵押、质押、冻结等对使用有限制的款项。

公司将完工结算的工程款列示于应收账款，已完工未结算的工程款项列示于合同资产。截至 2023 年底，公司应收账款较上年底增长 41.53%，主要系业主方³回款规模降低所致；公司应收账款中 1 年以内的占比为 70.59%、1~2 年占比为 15.92%，账龄较短；应收账款累计计提坏账准备 9.63 亿元。同期末，合同资产较上年底增长 33.56%，累计计提坏账准备 16.38 亿元。截至 2023 年底，公司应收账款和合同资产余额前五名集中度低。

³ 主要指非关联业主方。

图表 11 • 2023 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)
山东高速淄临高速公路有限公司	0.18	23.62	23.80	3.31%	0.07
山东高速集团	3.97	15.49	19.46	2.71%	0.20
山东高速股份	2.05	13.32	15.37	2.14%	0.22
山东高速济南绕城西线公路有限公司	0.49	13.83	14.32	1.99%	0.03
山东高速明董公路有限公司	0.56	13.66	14.22	1.98%	0.03
合计	7.26	79.92	87.18	12.13%	0.55

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司其他应收款较上年底增长 55.34%，主要由押金保证金、单位往来款等构成。

截至 2023 年底，公司存货主要由原材料 12.33 亿元、周转材料 13.95 亿元和库存商品 1.86 亿元构成；累计计提存货跌价准备 22.06 万元。

截至 2023 年底，公司其他流动资产主要为留抵、预交、应收增值税。

(2) 非流动资产

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，将 PPP 项目完成工作量确认工程款列示于长期应收款。截至 2023 年底，其他非流动金融资产较上年底增长 107.55%，主要为对山东高速京台投资合伙企业（有限合伙）和济南弘嘉投资合伙企业（有限合伙）的投资；债权投资较上年底下降 7.80%。

截至 2022 年底，公司长期应收款较上年底增长 77.74%，主要因为 PPP 项目确认的收入款项中包含公司垫付的拆迁费等；截至 2023 年底，公司长期应收款较上年底增长 17.91%，累计计提坏账准备 0.95 亿元。

截至 2023 年底，公司长期股权投资较上年底增长 33.13%，主要为对合营及联营企业的投资和投资/入股-施工一体化项目公司的投资。

截至 2023 年底，公司固定资产较上年底增长 21.12%，主要由施工设备、运输设备和房屋及建筑物构成，累计计提折旧 29.46 亿元，计提减值准备 0.19 亿元。

截至 2023 年底，公司在建工程较上年底下降 93.82%，主要系达卡高架路项目完工转至无形资产所致。公司在建工程未计提减值准备。同期，公司无形资产较上年底大幅增加 58.10 亿元，主要为达卡高架路项目的特许经营权；无形资产主要由专利技术及特许经营权 57.10 亿元和土地使用权 4.69 亿元构成。

截至 2023 年底，公司其他非流动资产主要为预付设备款、代垫款项和临时设施等。

资产受限方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例较低。

图表 12 • 截至 2023 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	7.64	0.55%	保证金、押金
应收票据	0.10	0.01%	银行借款质押
应收账款	15.37	1.10%	银行借款质押
长期应收款	22.90	1.64%	银行借款抵押、质押
固定资产	1.07	0.08%	银行借款抵押
在建工程	0.07	0.01%	银行借款抵押
无形资产	0.43	0.03%	银行借款抵押
长期股权投资	8.30	0.59%	银行借款质押
合计	55.88	4.00%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，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。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，主要系发行永续债、可转债及利润积累和融资合同模式项目吸收少数股东投资增加所致。截至 2023 年底，公司所有者权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益合计占比为 90.52%，占比高，所有者权益稳定性弱。

图表 13 • 公司所有者权益主要情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股本	21.50	10.74%	21.52	9.38%	21.53	6.59%
其他权益工具	29.00	14.49%	29.00	12.63%	92.89	28.43%
资本公积	12.72	6.35%	12.89	5.62%	2.07	0.63%
未分配利润	63.62	31.79%	84.30	36.73%	103.06	31.54%
归属于母公司权益	135.25	67.58%	157.10	68.44%	226.92	69.45%
少数股东权益	64.88	32.42%	72.43	31.56%	99.81	30.55%
所有者权益合计	200.13	100.00%	229.52	100.00%	326.73	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司股本较上年底变化不大；资本公积较上年底下降 83.97%，主要因为同一控制下企业合并交建集团和收购少数股东股权导致股本溢价减少所致。

2023 年 3 月 24 日，公司发行 2023 年山东高速路桥集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（简称“山路转债”），发行金额 48.36 亿元，转股期为 2023 年 9 月 30 日起至 2029 年 3 月 23 日。“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（简称“山东铁路发展基金”）认购 3.33 亿元，占发行总额的 6.88%。截至 2023 年底，公司其他权益工具较上年底大幅增长，主要系发行“山路转债”所致；公司其他权益工具主要为公司发行的永续债和可转债。

根据公司发布的《山东高速路桥集团股份有限公司关于 2023 年第四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 2023 年 12 月 31 日，“山路转债”累计已转股金额为 45500.00 元，累计转股数为 5653.00 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的比例为 0.0004%。截至 2023 年 12 月 31 日，公司尚未转股的“山路转债”金额为 4835954500.00 元，占“山路转债”发行总量的比例为 99.9991%。

截至 2023 年底，公司少数股东权益较上年底增长 37.82%，主要系公司以融资合同模式投资基础设施建设项目增多等原因所致。

(2) 负债

2021—2023 年末，随着项目投资规模加大，公司有息债务规模持续增长，考虑到所有者权益中其他权益工具规模较大，实际债务负担较重；短期债务占比较高，存在一定的集中偿债压力，债务期限结构有待调整。

2021—2023 年末，公司负债规模持续增长，主要系融资规模扩大所致。

图表 14 • 公司负债主要情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	555.34	87.63%	680.49	84.96%	887.35	83.03%
短期借款	44.91	7.09%	59.66	7.45%	78.89	7.38%
应付票据	38.15	6.02%	48.76	6.09%	62.27	5.83%
应付账款	334.38	52.76%	425.39	53.11%	558.59	52.27%
其他应付款	34.60	5.46%	40.02	5.00%	62.46	5.84%

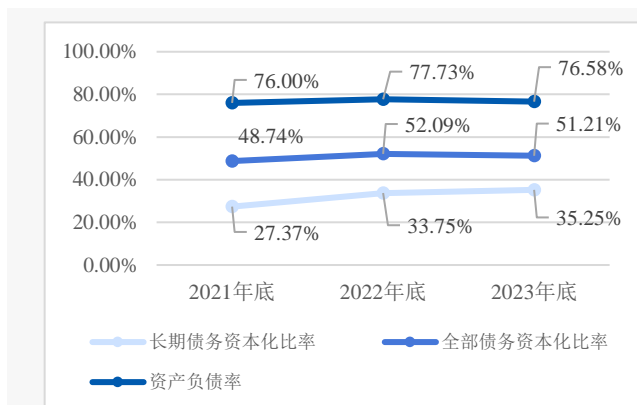
其他流动负债	51.59	8.14%	62.42	7.79%	79.44	7.43%
非流动负债	78.40	12.37%	120.49	15.04%	181.30	16.97%
长期借款	52.99	8.36%	82.86	10.34%	101.25	9.47%
应付债券	18.00	2.84%	28.00	3.50%	69.59	6.51%
长期应付款	3.30	0.52%	4.71	0.59%	5.77	0.54%
负债总额	633.74	100.00%	800.98	100.00%	1068.66	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司经营性负债主要体现在应付账款（主要为应付材料采购款和工程分包款）、其他应付款（主要为各类押金保证金和单位往来款等）和合同负债（主要为公司预收工程款和材料款）。

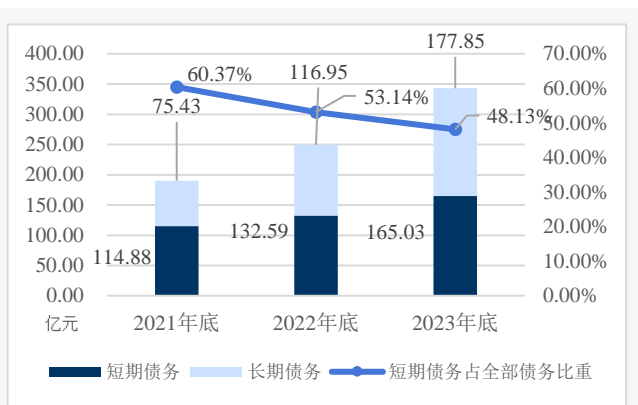
有息债务方面，本报告分别将其其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算，2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 34.23%，短期债务占全部债务的比重持续下降，债务结构得到优化。截至 2023 年底，公司全部债务 342.88 亿元，较上年底增长 37.40%。其中，短期债务占 48.13%，短期债务占比仍较高，债务结构仍有待调整。从偿债指标来看，2021—2023 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比例均波动增长，长期债务资本化比率持续增长。考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模较大，公司实际债务负担和指标高于上述测算值，公司整体债务负担较重。

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

图表 16 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从债务期限分布看，截至 2023 年底，公司一年内到期的有息债务为 165.03 亿元，公司存在一定的集中偿债压力。

图表 17 • 截至 2023 年底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
偿还金额	165.03	15.23	20.84	141.78	342.88
占有息债务的比例	48.13%	4.44%	6.08%	41.35%	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，利润总额波动增长，利润总额对非经常性损益的依赖程度较小，公司盈利指标表现非常好。

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 12.67%。2023 年，公司营业总收入同比增长 12.31%。

非经常性损益方面，2021—2023 年，公司资产减值损失波动增长，以应收账款、长期应收款及应收票据减值损失为主；信用减值损失持续增长，以合同资产和固定资产减值损失为主；2023 年，公司计提资产减值损失和信用减值损失幅度加大，主要系应收账款和合同资产账期拉长所致；2021—2023 年，投资收益持续增长，主要为带资施工项目收到的投资收益。同期，公司利润总额波动增长，利润总额对非经常性损益的依赖程度较小。2023 年，公司利润总额有所下降，主要系部分在手项目建设期回款比例降低，工程计量结算周期拉长，同时为补充流动资金，财务费用较 2022 年大幅增长 118.03%，挤占了利润总额。

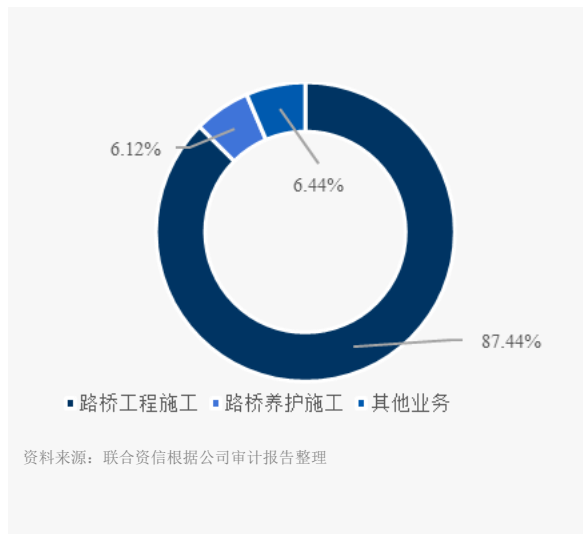
从盈利指标看，2021—2023 年，公司总资本收益率持续下降，净资产收益率波动下降，公司盈利指标表现非常好。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	575.22	650.19	730.24
营业成本	507.53	570.93	635.82
期间费用	31.36	36.12	47.59
资产减值损失	-3.11	-2.88	-7.23
信用减值损失	-0.61	-2.33	-3.02
投资收益	1.66	1.95	1.97
利润总额	33.92	38.89	37.17
营业利润率	11.54%	11.96%	12.69%
总资本收益率	8.91%	8.54%	6.44%
净资产收益率	13.75%	13.82%	9.40%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 19 • 2023 年公司营业总收入构成



与所选公司比较，公司营业总收入和盈利指标均处于前列。

图表 20 • 2022 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

项目	公司	甘肃公投	北京住总	中交一航局
营业总收入	650.19	267.19	455.33	550.02
营业利润率	11.96%	14.19%	7.99%	6.99%
总资本收益率	8.54%	1.56%	2.02%	3.90%
净资产收益率	13.82%	1.25%	2.90%	3.51%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金流量净额波动较大，2023 年表现为大额净流出，收入实现质量差，经营获现能力较弱；投资活动现金流持续净流出；经营活动现金流无法覆盖资本支出，需要依赖外部融资进行资金周转。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，公司存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看，公司经营活动产生的现金流规模大，主要为经营业务收支。2021—2023 年，公司经营活动现金流入量持续增长，主要系营业总收入增长带动现金流入增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金占比在 78.00% 以上；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款、银行存款利息收入和保证金等。2021—2023 年，公司现金收入比持续上升，收入实现质量差。同期，公司经营活动现金流出量持续增长，其中购买商品、接受劳务支付的现金占比在 70.00% 以上；支付其他与经营活动有关的现金主要为单位往来款。2021—2023 年，公司经营活动现金流量净额波动较大；其中，2021 年和 2023 年呈净流出状态。

图表 21 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
经营活动现金流入	434.66	500.08	612.96
经营活动现金流出	458.22	498.56	652.53
经营活动产生的现金流量净额	-23.56	1.52	-39.57
投资活动现金流入	38.12	8.25	3.83
投资活动现金流出	67.57	39.06	62.49
投资活动产生的现金流量净额	-29.45	-30.82	-58.66
筹资活动前现金流量净额	-53.02	-29.30	-98.23
筹资活动现金流入	182.73	177.19	374.96

筹资活动现金流出	132.95	155.90	262.29
筹资活动产生的现金流量净额	49.78	21.29	112.66
现金收入比	61.61%	62.63%	65.69%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，公司投资活动现金流入主要为收回一体化项目资本金以及收到投资收益形成的流入。2021—2023年，公司投资活动现金流入持续下降。公司投资活动现金流出主要为固定资产购建、带资项目出资等对外投资支出以及购买子公司少数股东股权和支付融资租赁款等方面的支出。2021—2023年，公司投资活动现金流出波动下降。同期，公司投资活动现金持续净流出，投资活动现金缺口持续扩大，主要系带资施工项目持续增长所致。

2021—2023年，公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口较大。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，另外还包括发行可转债、吸收少数股东投资收到的现金。2021—2023年，公司筹资活动现金流入波动增长。筹资活动现金流出额以偿还债务本息支出为主。2021—2023年，公司筹资活动现金流出持续增长。同期，公司筹资活动现金持续净流入。2023年，公司外部融资力度显著加强。

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现很强；直接和间接融资渠道畅通。

图表 22 · 公司偿债指标

项目	指标	2021年	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率	111.04%	107.71%	113.60%
	速动比率	49.01%	43.32%	48.12%
	现金短期债务比（倍）	0.75	0.60	0.61
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	47.97	58.38	58.15
	全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.27	5.90
	EBITDA/利息支出（倍）	6.39	6.22	4.20
	经营现金/利息支出（倍）	-3.14	0.16	-2.86

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，2021—2023年末，公司流动比率波动上升，速动比率波动下降，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2023年底，公司现金短期债务比为0.61倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2021—2023年，公司EBITDA波动增长；同期，公司EBITDA对利息支出需求覆盖程度很高，全部债务/EBITDA指标表现很强。整体看，公司长期偿债指标表现很强。

截至2023年底，公司对外担保余额0.14亿元，或有负债风险小。

未决诉讼方面，截至2023年底，公司无重大未决诉讼。

截至2023年底，公司总授信额度1143.93亿元，尚未使用的银行授信额度为789.01亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司业务主要由下属子公司承担，公司本部所有者权益占合并口径的比例较高，利润总额主要依靠投资收益，整体债务负担较重，公司本部对下属子公司管控力度很强。

截至2023年底，公司本部资产总额309.58亿元，较上年底增长63.68%。其中，流动资产占28.52%，非流动资产占71.48%。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产主要由长期股权投资和其他非流动金融资产构成。公司本部资产占合并口径的22.19%。

截至2023年底，公司本部所有者权益为167.07亿元，较上年底增长59.77%。所有者权益中未分配利润和其他权益工具合计占73.42%，所有者权益稳定性较弱。公司本部所有者权益占合并口径的51.13%。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 142.52 亿元，较上年底增长 68.51%。其中，流动负债占 44.89%，非流动负债占 55.11%。从构成看，流动负债主要由应付账款和其他应付款构成；非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。公司本部负债占合并口径的 13.34%。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 46.04%。考虑到公司本部所有者权益中其他权益工具规模较大，公司本部实际债务负担和指标高于上述测算值，公司本部整体债务负担较重。

2023 年，公司本部实现营业总收入 0.46 亿元，占合并口径的 0.06%；公司本部利润总额 14.67 亿元，占合并口径的 39.48%。

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。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极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 表现优秀，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。2023 年，公司履行服务国家战略的职责使命，充分发挥主业优势，在“一带一路”沿线国家持续推进项目开发和执行，为共建“一带一路”贡献了国企力量。公司积极响应党中央实施乡村振兴战略的号召，采取多种方式推进巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴的有效衔接。2023 年，公司获得“历下区东西部协作和乡村振兴工作先进企业”。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控力度很强，且建立了较为完善的法人治理结构。近三年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

十、外部支持

公司实际控制人和控股股东均具有极强的综合实力；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，控股运营收费公路通车里程超过 7000 公里，在山东省交通运输领域的市场地位及竞争力显著。截至 2023 年底，山东高速集团资产规模和所有者权益规模分别为 15137.43 亿元和 3858.30 亿元。2021—2023 年，山东高速集团营业总收入分别为 2016.37 亿元、2317.69 亿元和 2601.18 亿元；利润总额分别为 158.42 亿元、154.76 亿元和 164.82 亿元。公司控股股东综合实力极强。

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，2021—2023 年，公司新签合同额中山东高速集团内部中标额分别占年度中标额的 43.83%，11.52% 和 33.62%，山东高速集团内部为公司重要的项目获取来源。2021—2023 年，公司营业总收入来自山东高速集团及其下属子公司的收入占比分别为 44.53%、41.85% 和 43.86%。

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。

2021—2023 年，公司其他收益分别为 0.12 亿元、0.27 亿元和 0.40 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。

十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司现有债务规模影响较小；本期债项按上限金额发行后，公司经营现金流入量和 EBITDA 对长期债务的保障指标表现均很强。

1 本期债项对公司现有债务的影响

公司本期债项发行规模不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元），按发行金额上限测算，相当于 2023 年底公司长期债务和全部债务的 5.62% 和 2.92%，对现有债务规模及结构影响较小。

以 2023 年底财务数据为基础，本期债项按发行额度上限测算，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 76.58%、51.21% 和 35.25% 上升至 76.75%、51.92% 和 36.50%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司有息债务，本期债项发行后，公司债务指标将低于上述模拟值。

2 本期债项偿还指标分析

从指标上看，本期债项按上限金额发行后，2023 年，公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障指标表现很强，经营现金净流量为负，对长期债务无保障能力。

图表 23 • 本期债项偿还能力测算

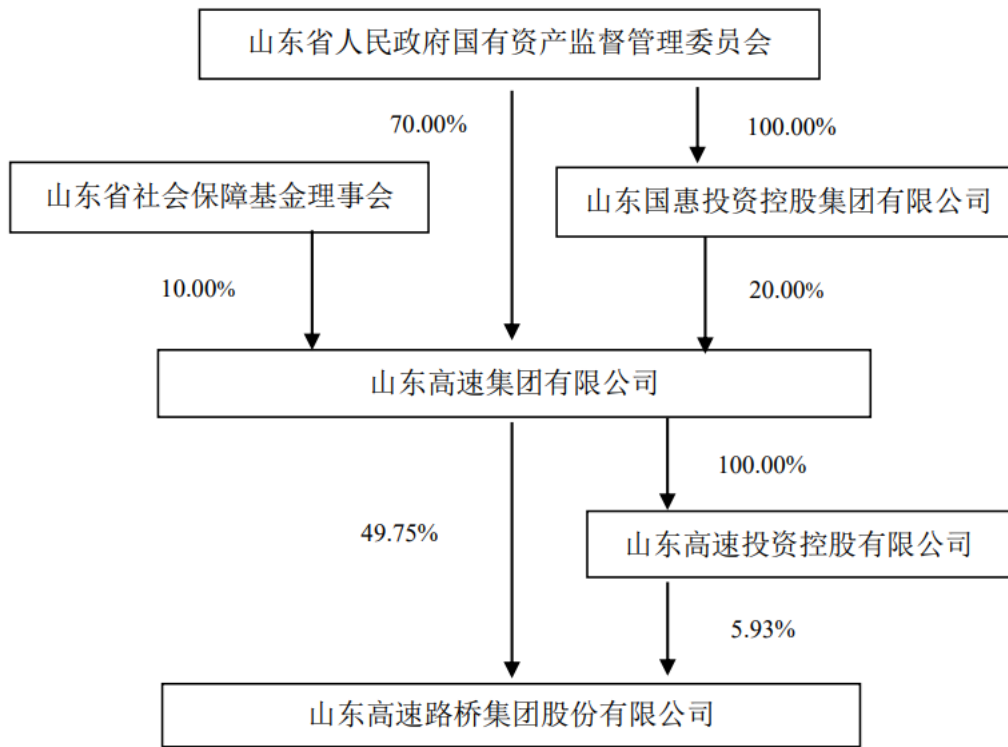
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	187.85
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.26
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.21
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.23

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

十二、评级结论

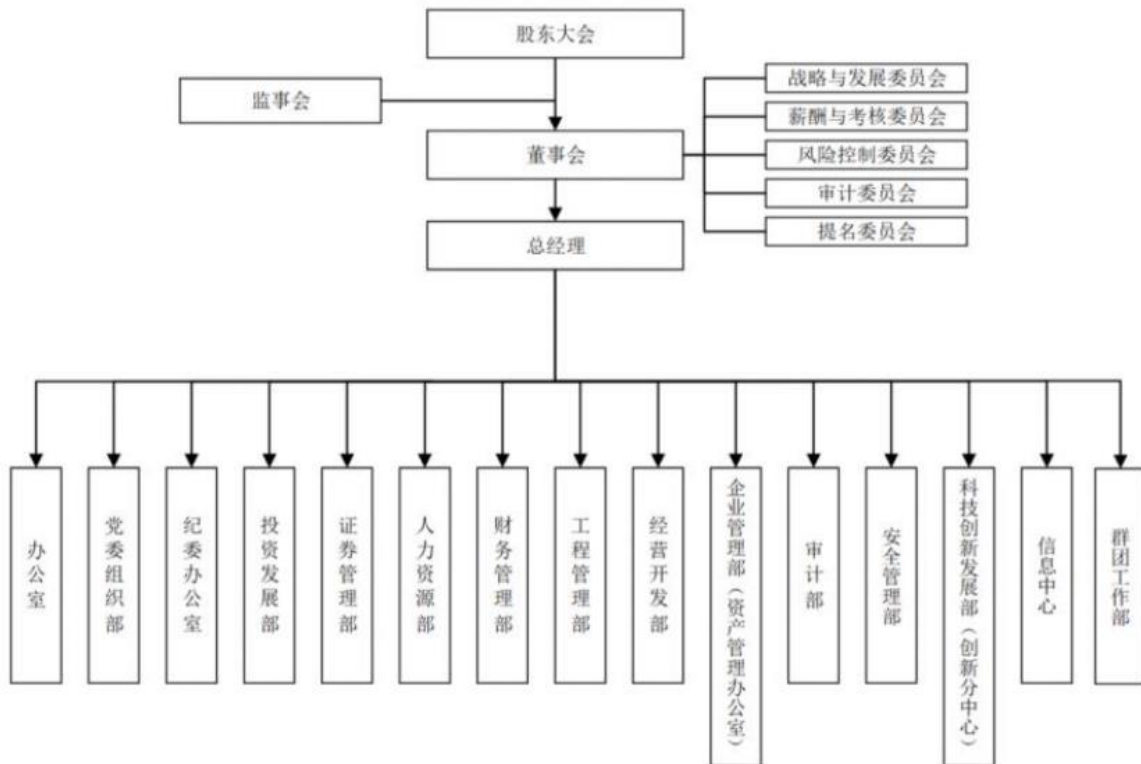
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-3 公司合并范围内主要一级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	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	工程施工	100.00%	--	反向收购与发行股份购买资产
山东高速交通建设集团有限公司	土木工程建筑业	100.00%	--	同一控制下企业合并
滨州交通发展集团有限公司	工程施工	51.00%	--	收购
中铁隆工程集团有限公司	工程施工	49.82%	--	收购
中工武大设计集团有限公司	专业技术服务业	51.00%	--	收购
宁夏公路桥梁建设有限公司	工程施工	51.00%	--	收购
山东高速莱钢绿建发展有限公司	工程施工	51.00%	--	收购
山东高速路桥投资管理有限公司	商务服务	100.00%	--	投资设立
山东高速齐鲁建设集团有限公司	工程施工	65.00%	35.00%	同一控制下企业合并
中国山东对外经济技术合作集团有限公司	建筑业	100.00%	--	同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	86.64	79.38	100.98
应收账款（亿元）	86.28	99.78	141.21
其他应收款（亿元）	24.48	30.29	52.98
存货（亿元）	24.98	25.71	30.16
长期股权投资（亿元）	48.98	57.78	76.93
固定资产（亿元）	32.37	35.43	42.92
在建工程（亿元）	29.30	46.67	2.88
资产总额（亿元）	833.87	1030.50	1395.39
实收资本（亿元）	21.50	21.52	21.53
少数股东权益（亿元）	64.88	72.43	99.81
所有者权益（亿元）	200.13	229.52	326.73
短期债务（亿元）	114.88	132.59	165.03
长期债务（亿元）	75.43	116.95	177.85
全部债务（亿元）	190.30	249.54	342.88
营业总收入（亿元）	575.22	650.19	730.24
营业成本（亿元）	507.53	570.93	635.82
其他收益（亿元）	0.12	0.27	0.40
利润总额（亿元）	33.92	38.89	37.17
EBITDA（亿元）	47.97	58.38	58.15
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	354.42	407.19	479.68
经营活动现金流入小计（亿元）	434.66	500.08	612.96
经营活动现金流量净额（亿元）	-23.56	1.52	-39.57
投资活动现金流量净额（亿元）	-29.45	-30.82	-58.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	49.78	21.29	112.66
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.70	6.14	5.36
存货周转次数（次）	1.89	1.46	1.25
总资产周转次数（次）	0.83	0.70	0.60
现金收入比（%）	61.61	62.63	65.69
营业利润率（%）	11.54	11.96	12.69
总资本收益率（%）	8.91	8.54	6.44
净资产收益率（%）	13.75	13.82	9.40
长期债务资本化比率（%）	27.37	33.75	35.25
全部债务资本化比率（%）	48.74	52.09	51.21
资产负债率（%）	76.00	77.73	76.58
流动比率（%）	111.04	107.71	113.60
速动比率（%）	49.01	43.32	48.12
经营现金流动负债比（%）	-4.24	0.22	-4.46
现金短期债务比（倍）	0.75	0.60	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	6.39	6.22	4.20
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.27	5.90

注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 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；3. 本报告合并口径其他流动负债中的有息部分已调整入短期债务，长期应付款中的有息部分已调整入长期债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	33.44	10.47	15.31
应收账款（亿元）	0.00	0.20	2.38
其他应收款（亿元）	34.44	34.76	52.61
存货（亿元）	0.01	0.06	0.06
长期股权投资（亿元）	105.40	136.99	203.00
固定资产（亿元）	0.06	0.06	0.04
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	178.32	189.14	309.58
实收资本（亿元）	15.58	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）	97.47	104.57	167.07
短期债务（亿元）	9.32	0.54	0.74
长期债务（亿元）	26.35	36.29	78.46
全部债务（亿元）	35.66	36.83	79.20
营业总收入（亿元）	0.10	0.28	0.46
营业成本（亿元）	0.03	0.18	0.18
其他收益（亿元）	0.02	0.00	0.00
利润总额（亿元）	6.98	10.38	14.67
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.10	0.06	0.72
经营活动现金流入小计（亿元）	35.56	28.01	510.43
经营活动现金流量净额（亿元）	6.18	-1.71	-25.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.69	-22.75	-64.80
筹资活动现金流量净额（亿元）	36.92	1.41	94.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	2.04	0.27
存货周转次数（次）	4.20	4.75	3.06
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	100.62	21.52	158.86
营业利润率（%）	58.56	34.03	48.32
总资本收益率（%）	6.33	8.08	7.16
净资产收益率（%）	7.16	9.93	8.77
长期债务资本化比率（%）	21.28	25.76	31.96
全部债务资本化比率（%）	26.79	26.04	32.16
资产负债率（%）	45.34	44.71	46.04
流动比率（%）	127.69	100.11	138.03
速动比率（%）	127.67	99.97	137.94
经营现金流动负债比（%）	11.35	-3.54	-39.16
现金短期债务比（倍）	3.59	19.53	20.79
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 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；2. “/”表示数据未获取，“*”代表分母为 0，数据无意义
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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+平均合同资产净额)
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	
总资产收益率	(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-合同资产)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。