



# 山东高速集团有限公司 2023 年度跟踪 评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0742 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 21 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	山东高速集团有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪担保主体及评级结果</b>	中国农业银行股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“06 鲁高速债/06 鲁高速”、“14 鲁高速 MTN002”、“15 鲁高速 MTN003”、“16 鲁高速 MTN003”、“18 齐鲁交通 MTN001”、“19 鲁高 01”、“19 齐鲁 01”、“19 鲁高速 MTN001”、“19 齐交债 01/19 齐交 01”、“19 鲁高速 MTN002”、“19 鲁高速 MTN003”、“19 齐交债 02/19 齐交 02”、“19 鲁高 02”、“19 鲁高速 MTN005”、“19 齐鲁 Y1”、“20 齐交债 01/20 齐交 01”、“20 齐鲁交通 MTN001”、“20 鲁高速 MTN002”、“20 齐鲁交通 MTN002”、“20 鲁高 02”、“20 鲁高速 MTN003”	AAA
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。“06 鲁高速/06 鲁高速债”债项级别充分考虑了中国农业银行股份有限公司（以下简称“中国农业银行”或“农行”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为山东省的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力居于全国领先水平，潜在的支持能力很强。山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”或“公司”）在推进山东省高速公路建设及高速公路运营中发挥重要作用，对山东省政府的重要性高，与山东省政府维持高度的紧密关系。中诚信国际预计，公司将持续推进现有业务，扩大路产规模，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；同时，需关注公司杠杆比率较高、盈利能力不足和部分恒大股权转让款项尚未回收等对其经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，山东高速集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：公司地位下降，收费公路运营规模大幅下降且短期内难以恢复；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	

### 正面

- **区域经济实力持续增强。**山东省经济持续增长，较好的经济环境不仅为山东省交通运输业的投资发展提供了保障，也为交通运营提供了良好的外部环境。
- **地位重要性依然高，具有明显的区域优势。**跟踪期内公司继续作为山东省最重要的高速公路建设和运营主体，对山东省人民政府的重要性高；公司路产规模持续扩大，仍具有明显的区域优势。
- **多元化业务板块成为高速路桥业务的有益补充。**近年来公司多元化经营成效显著，围绕“大交通”战略开展的港航和物流等业务均有不同程度增长，金融业务亦稳定发展，多元化业务格局提升了公司的竞争及抗风险能力。
- **再融资能力依然良好。**截至2022年末，公司尚未使用的授信额度6,298.48亿元，拥有很强的融资弹性；此外，子公司山东高速股份有限公司（股票代码：600350）、山东高速路桥集团股份有限公司（股票代码：000498）、齐鲁高速公路股份有限公司（1576.HK）及威海市商业银行股份有限公司（9677.HK）均为上市公司，融资渠道较通畅。

### 关注

- **债务规模增长较快，杠杆水平偏高。**跟踪期内，随着公司业务的持续推进，公司债务规模进一步增加，财务杠杆比率处于较高水平；未来随着公司资本支出的增加，或将进一步推高公司债务规模。
- **恒大股权转让款项尚有部分未回收。**公司子公司此前将持有的恒大地产集团有限公司合计4.7038%的股权作价200亿元转让至深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“安居集团”），安居集团未按照合同约定履行付款义务，尚有80亿元本金及利息未收回，已进入仲裁程序，相关款项回收具有一定不确定性。

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：于颖 yyu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

山东高速（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	10,698.99	11,398.33	13,225.46	13,581.80
经调整的所有者权益合计（亿元）	2,788.01	2,574.91	2,923.55	2,977.56
负债合计（亿元）	7,625.98	8,463.41	9,856.91	10,124.24
总债务（亿元）	4,589.20	5,072.79	5,907.41	--
营业总收入（亿元）	1,559.39	2,016.37	2,317.69	482.22
经营性业务利润（亿元）	29.40	118.39	115.40	28.14
净利润（亿元）	193.36	289.21	299.60	73.17
EBITDA（亿元）	347.18	492.33	495.61	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	208.34	167.85	174.32	70.56
营业毛利率（%）	13.15	19.77	18.43	21.80
总资产收益率（%）	1.81	2.62	2.43	2.18
EBIT 利润率（%）	13.63	15.56	14.00	16.74
资产负债率（%）	71.28	74.25	74.53	74.54
总资本化比率（%）	62.21	66.33	66.89	--
总债务/EBITDA（X）	13.22	10.30	11.92	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.16	2.79	2.29	--
FFO/总债务（X）	0.00	0.04	0.02	--

注：1、中诚信国际根据山东高速提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度财务数据采用了 2022 年审计报告及 2023 年一季报期末数；其中，公司其他应付款、其他流动负债中含息债务调整至短期债务，将公司长期应付款中含息部分及其他权益工具中永续债调整至长期债务。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

## 担保主体概况数据

中国农业银行（合并口径）	2020	2021	2022
资产总额（亿元）	272,050	290,692	339,275
总资本（亿元）	22,107	24,214	26,745
不良贷款余额（亿元）	2,371	2,458	2,711
净营业收入（亿元）	6,580	7,199	7,249
拨备前利润（亿元）	4,309	4,618	4,531
净利润（亿元）	2,164	2,419	2,587
净息差(%)	2.16	2.09	1.90
拨备前利润/平均风险加权资产(%)	2.65	2.65	2.40
平均资本回报率(%)	10.39	10.45	10.15
成本收入比(%)	29.23	30.46	31.63
不良贷款率(%)	1.57	1.43	1.37
不良贷款拨备覆盖率(%)	266.20	299.73	302.60
资本充足率(%)	16.59	17.13	17.20

注：1、本报告中贷款损失准备余额包含以公允价值计量且其变动计入其他综合收益和以摊余成本计量的贷款及垫款的损失准备；2、为保证年度数据的可比性，贷款总额和存款总额均不含应计利息；3、本报告中的数值若出现总数/差值与各分项数值之和/之差尾数不一致，均为四舍五入原因造成；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，对于数据不可得或可比适用性不强的指标，本报告中未加披露，使用“--”表示；5、本报告分析基于农行提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2020 年财务报告、经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2021 年和 2022 年财务报告，经审计财务报告的审计意见类型均为标准无保留意见。其中 2020 年财务数据为 2021 年经审计财务报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年经审计财务报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年经审计财务报告期末数。

## 评级历史关键信息

山东高速集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	06 鲁高速债/06 鲁高速（AAA） 14 鲁高速 MTN002（AAA） 15 鲁高速 MTN003（AAA） 16 鲁高速 MTN003（AAA） 19 鲁高速 MTN001（AAA）	2022/06/22	邢杰、孙悦	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019_03</a>	<a href="#">阅读原文</a>

	19 鲁高速 MTN002 (AAA) 19 鲁高速 MTN003 (AAA) 19 鲁高速 MTN005 (AAA) 20 鲁高速 MTN002 (AAA) 20 鲁高速 MTN003 (AAA) 18 齐鲁交通 MTN001 (AAA) 20 齐鲁交通 MTN001 (AAA) 20 齐鲁交通 MTN002 (AAA) 19 齐交债 01/19 齐交 01 (AAA) 19 齐交债 02/19 齐交 02 (AAA) 20 齐交债 01/20 齐交 01 (AAA)				
AAA/稳定	20 齐鲁交通 MTN002 (AAA)	2020/07/21	邵新惠、许晓亮	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	20 齐鲁交通 MTN001 (AAA)	2020/04/13	邵新惠、吴凯琳	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	20 齐交债 01/20 齐交 01 (AAA)	2020/03/16	邵新惠、张梦诗	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	19 齐交债 02/19 齐交 02 (AAA)	2019/11/04	顾合天、杨洋	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	18 齐鲁交通 MTN001 (AAA)	2018/06/01	曹闰、顾合天、齐展、王璇	<a href="#">中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017 02</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	19 齐交债 01/19 齐交 01 (AAA)	2019/08/12	顾合天、杨洋	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	20 鲁高速 MTN003 (AAA)	2020/10/10	邵新惠、许晓亮	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	20 鲁高速 MTN002 (AAA)	2020/06/18	邵新惠、许晓亮	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	19 鲁高速 MTN005 (AAA)	2019/11/25	顾合天、陈田田	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	19 鲁高速 MTN003 (AAA)	2019/09/18	顾合天、陈田田	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	19 鲁高速 MTN002 (AAA)	2019/09/06	顾合天、陈田田	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101 2019 03</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	19 鲁高速 MTN001 (AAA)	2019/06/26	曹闰、顾合天、陈田田	<a href="#">中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017 02</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	16 鲁高速 MTN003 (AAA)	2016/09/09	曹闰、仇芑	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费公路）CCXI 070201 2014 01</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	15 鲁高速 MTN003 (AAA)	2015/06/29	安云、林晗	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费公路）CCXI 070201 2014 01</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	14 鲁高速 MTN002 (AAA)	2014/07/31	关飞、尹玉洁	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费公路）CCXI 070201 2014 01</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	06 鲁高速债/06 鲁高速 (AAA)	2009/11/10	曾艳	--	<a href="#">阅读原文</a>
AA*/稳定	06 鲁高速债/06 鲁高速 (AAA)	2006/03/07	刘固、王中坤、谢明芳	--	<a href="#">阅读原文</a>

## 同行业比较

项目	山东高速	福建高速集团	河北交投	陕交控
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	山东省	福建省	河北省	陕西省
GDP (亿元)	87,435.10	53,109.85	42,370.40	32,772.68
一般公共预算收入 (亿元)	7,104.04	3,339.06	4,084.00	3,311.58
收费里程 (公里)	7,737.78	4,564.36	2,992.78	6,032.63
收费里程占全省比重 (%)	96.72	89.00	35.95	90.00

通行费收入（亿元）	313.29	145.74	98.45	224.90
单公里通行费收入（万元）	404.88	314.95	328.96	387.97
经调整的所有者权益合计（亿元）	2,923.55	1,101.01	850.89	1,306.34
总资本化比率（%）	66.89	68.72	69.49	75.98
总资产收益率（%）	2.29	2.99	1.68	2.87
总债务/EBITDA	11.92	19.11	19.94	24.07
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.29	1.29	1.54	1.08
FFO/总债务（X）	0.02	0.01	0.01	0.00

注：“福建高速集团”为福建省高速公路集团有限公司的简称、“河北交投”为河北交通投资集团有限公司的简称、“陕交控”为陕西交通控股集团有限公司的简称。

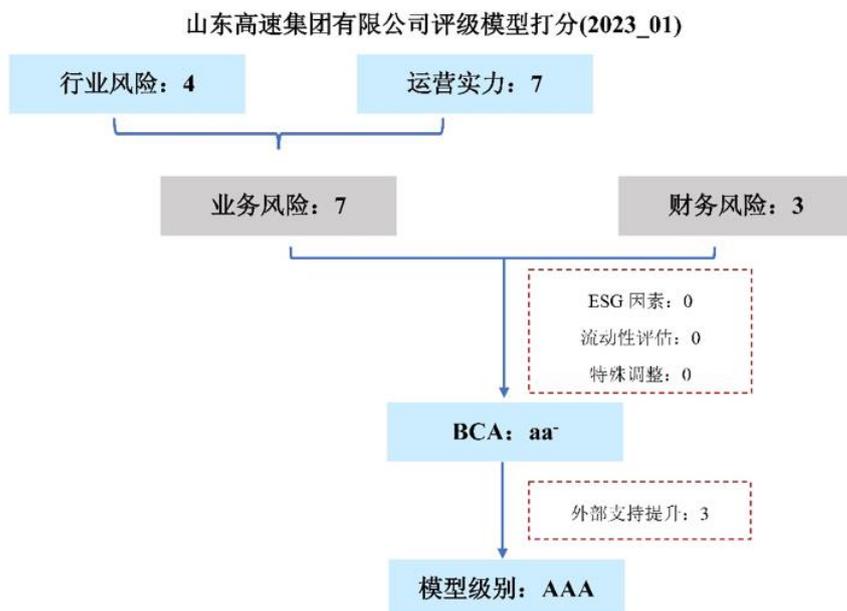
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
06 鲁高速债/06 鲁高速	AAA	AAA	2022/06/22	10	10	2006/04/07~2026/04/07	--
14 鲁高速 MTN002	AAA	AAA	2022/06/22	25	1.5	2014/11/14~2024/11/17 (5+5)	回售、调整票 面利率
15 鲁高速 MTN003	AAA	AAA	2022/06/22	25	0.2	2015/07/20~2025/07/21 (5+5)	回售、调整票 面利率
16 鲁高速 MTN003	AAA	AAA	2022/06/22	10	10	2016/09/21~2026/09/23	--
18 齐鲁交通 MTN001	AAA	AAA	2022/06/22	10	8	2018/08/16~2023/08/20 (3+2)	回售、调整票 面利率
19 鲁高 01	AAA	AAA	2022/06/22	5	5	2019/05/06~2034/05/08	--
19 齐鲁 01	AAA	AAA	2022/06/22	20	18.19	2019/05/31~2024/06/04 (3+2)	回售、调整票 面利率
19 鲁高速 MTN001	AAA	AAA	2022/06/22	10	10	2019/08/13~2039/08/15	--
19 齐交债 01/19 齐交 01	AAA	AAA	2022/06/22	10	10	2019/09/10~2029/09/12	--
19 鲁高速 MTN002	AAA	AAA	2022/06/22	10	10	2019/09/17~2024/09/19	--
19 鲁高速 MTN003	AAA	AAA	2022/06/22	10	10	2019/09/23~2024/09/25	--
19 齐交债 02/19 齐交 02	AAA	AAA	2022/06/22	20	20	2019/11/19~2024/11/21	--
19 鲁高 02	AAA	AAA	2022/06/22	20	20	2019/11/28~2024/12/02	--
19 鲁高速 MTN005	AAA	AAA	2022/06/22	15	15	2019/12/04~2024/12/06	--
19 齐鲁 Y1	AAA	AAA	2022/06/22	15	15	2019/12/17~2024/12/19 (5+N)	债券偿还顺序 等同于普通债 务、延期、利 息递延、调整 票面利率
20 齐交债 01/20 齐交 01	AAA	AAA	2022/06/22	15	15	2020/03/30~2030/04/01	--
20 齐鲁交通 MTN001	AAA	AAA	2022/06/22	15	15	2020/05/22~2025/05/25 (5+N)	债券偿还顺序 等同于普通债 务、延期、赎 回、利息递 延、调整票面 利率、持有人 救济
20 鲁高速 MTN002	AAA	AAA	2022/06/22	15	15	2020/06/24~2023/06/28 (3+N)	债券偿还顺序 等同于普通债 务、延期、赎 回、利息递 延、调整票面 利率、持有人 救济
20 齐鲁交通 MTN002	AAA	AAA	2022/06/22	10	10	2020/07/27~2023/07/29	--
20 鲁高 02	AAA	AAA	2022/06/22	25	25	2020/08/17~2023/08/19	--

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 鲁高速 MTN003	AAA	AAA	2022/06/22	25	25	2020/10/15~2023/10/19 (3+N)	债券偿还顺序 等同于普通债 务、延期、赎 回、利息递 延、调整票面 利率、持有人 救济

## ● 评级模型



## ● 方法论

中诚信国际省级收费公路投资行业评级方法与模型 C220101\_2022\_04

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为,山东高速作为山东省最重要的高速公路建设和运营主体,在当地高速公路建设运营领域地位极高,路产规模区域占比极高,路产竞争力很强,路产运营效率很高。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为,山东高速总资产收益率一般,再融资能力较好;但公司债务规模持续推升,财务杠杆水平较高,债务负担相对较重,EBITDA 对债务本金覆盖能力有待提升。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对山东公司个体基础信用等级无影响,山东高速具有 aa- 的个体基础信用等级,反映了其极低的业务风险和较高的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为,山东省政府支持能力很强,对公司支持意愿强,主要体现在山东省的区域地位,以及较强劲的经济财政实力和增长能力;山东高速系山东省最重要的高速公路建设和运营主体,成立以来持续获得政府在资产注入和政府补助等方面的大力支持,具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

2006 年山东高速集团有限公司公司债券（债券简称为“06 鲁高速债/06 鲁高速”）于 2006 年 4 月 7 日发行，期限为 20 年，到期日为 2026 年 4 月 7 日，实际发行额为 10.00 亿元，最终票面利率为 4.10%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

山东高速集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（债券简称为“19 鲁高 01”）于 2019 年 5 月 8 日发行，期限为 15 年，到期日为 2034 年 5 月 8 日，实际发行额为 5.00 亿元，最终票面利率为 4.89%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

山东高速集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）（债券简称为“19 鲁高 02”）于 2019 年 12 月 2 日发行，期限为 5 年，到期日为 2024 年 12 月 2 日，实际发行额为 20.00 亿元，最终票面利率为 3.92%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

山东高速集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）（债券简称为“20 鲁高 02”）于 2020 年 8 月 17 日发行，期限为 3 年，到期日为 2023 年 8 月 19 日，实际发行额为 25.00 亿元，最终票面利率为 3.55%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

齐鲁交通发展集团有限公司公开发行 2019 年公司债券(面向合格投资者)(第一期)（债券简称为“19 齐鲁 01”）于 2019 年 5 月 31 日发行，期限为 3+2 年，到期日为 2024 年 6 月 4 日，实际发行额为 20.00 亿元，最终票面利率为 3.90%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

2019 年第一期齐鲁交通发展集团有限公司公司债券（债券简称为“19 齐交债 01” / “19 齐交 01”）于 2019 年 9 月 10 日发行，期限为 10 年，到期日为 2029 年 9 月 12 日，实际发行额为 20.00 亿元，最终票面利率为 4.46%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

2019 年第二期齐鲁交通发展集团有限公司公司债券（债券简称为“19 齐交债 02” / “19 齐交 02”）于 2019 年 11 月 19 日发行，期限为 5 年，到期日为 2024 年 11 月 21 日，实际发行额为 20.00 亿元，最终票面利率为 3.94%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

齐鲁交通发展集团有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券(第一期)（债券简称为“19 齐鲁 Y1”）于 2019 年 12 月 17 日发行，期限为 5+N 年，到期日为 2024 年 12 月 19 日，实际发行额为 15.00 亿元，最终票面利率为 4.25%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

2020 年第一期齐鲁交通发展集团有限公司公司债券（债券简称为“20 齐交债 01” / “20 齐交 01”）于 2020 年 3 月 30 日发行，期限为 10 年，到期日为 2030 年 4 月 1 日，实际发行额为 15.00 亿元，最终票面利率为 4.04%。募集资金已全部到位，截至目前已按照募集说明书上列明的用途全部使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，公路运输在运输系统中占比将进一步压降，但仍是短距离运输的主要运输方式，在我国交通运输体系中占据主导地位；2021 年以来货运需求总量整体有所回升，客运总量和周转量延续下降趋势，随着经济企稳，客运相较于货运具有更大的反弹空间。受宏观经济增速放缓及收费公路投资边际效益递减等因素影响，全国收费

公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大，其中西部区域偿债压力相对较大。

行业政策近年来未进行大规模调整，按现行政策行业内企业均面临路产收费期的逐年递减风险；《收费公路管理条例》修订对缓解财政资金压力、提升收费公路运营效率及防范行业债务风险将形成一定保障，REITs 为公路运营主体提供直接融资的新渠道。

详见《中国收费公路行业展望(2022 年 12 月)》，报告链接 [https://mp.weixin.qq.com/s/aVD8\\_99iEBxzRqEYKUBnoQ](https://mp.weixin.qq.com/s/aVD8_99iEBxzRqEYKUBnoQ)

## 区域环境

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，是我国重要的工业、农业和人口大省。全省陆域面积 15.58 万平方公里，占全国的 1.62%。行政区划方面，山东省下辖济南市、青岛市两个副省级城市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。截至 2022 年末，山东省常住人口 10,162.79 万人。山东省经济基础较好，经济运行稳中有进，2022 年山东省实现地区生产总值 87,435.1 亿元，比上年增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 6,298.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3,5014.2 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 46,122.3 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 7.2: 40.0: 52.8。经济总量维持全国第 3 位，仅次于广东省及江苏省。

表 1：2022 年全国各省及直辖市经济财政概况

地区	GDP (亿元)		人均 GDP (万元)		一般公共预算收入 (亿元)	
	金额	排名	金额	排名	金额	排名
广东省	129,118.58	1	101,905	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	144,390	3	9,258.88	2
<b>山东省</b>	<b>87,435.10</b>	<b>3</b>	<b>86,035</b>	<b>11</b>	<b>7,104.04</b>	<b>5</b>
浙江省	77,715.00	4	118,496	6	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	62,106	22	4,261.60	8
四川省	56,749.81	6	67,777	20	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	92,059	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	126,829	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	73,598	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	73,603	14	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	178,000	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	56,995	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	190,000	1	5,714.36	6
陕西省	32,772.68	14	82,864	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	70,923	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	90,663	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	68,775	18	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	61,716	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	52,164	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	73,675	13	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	96,474	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	52,294	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	68,552	19	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	119,235	5	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	51,310	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	55,673	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	44,968	31	907.60	26

海南省	6,818.22	28	66,602	21	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	69,781	17	460.14	29
青海省	3,610.07	30	60,724	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	58,438	25	179.60	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

山东省财政实力较强，2022 年山东省财政运行情况总体良好。2022 年，山东省一般公共预算收入 7,104.04 亿元，比上年下降 2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长 5.3%；一般公共预算收入居全国第 5 位。财政平衡能力仍存在一定的资金缺口，2022 年山东省财政平衡率为 58.56%，收支平衡对上级补助依赖较强。地方政府债务方面，2022 年山东省债务限额为 24,415.60 亿元，其中一般债务限额 8,024.75 亿元，专项债务限额 16390.85 亿元；债务余额为 23,588.02 亿元，其中一般债务余额 7,556.22 亿元，专项债务余额 16,031.80 亿元。

表 2：2020~2022 年山东省财政情况

山东省	2020	2021	2022
GDP (亿元)	73,129.00	83,095.90	87,435.10
GDP 增速(%)	3.56	8.3	3.9
人均 GDP (万元)	7.22	8.17	8.60
固定资产投资增速(%)	3.6	6.0	6.1
一般公共预算收入 (亿元)	6,559.93	7,284.45	7,104.04
政府性基金预算收入(亿元)	7,278.99	7,976.94	6,080.41
税收收入占比(%)	72.53	75.17	67.50
公共财政预算平衡率(%)	58.40	62.21	58.56

注：2020~2021 年数据为财政决算数据，2022 年数据为预算执行数据

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为山东省最重要的高速公路建设和运营主体，在高速公路建设运营领域地位极高，路产规模区域占比很高，路产竞争力很强；业务布局仍以高速公路为核心，工程施工、铁路运输、商品销售及金融板块等相关多元化业务形成利润来源。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费收入 (路桥收费)	239.31	16.87	21.61	304.37	16.38	37.02	313.29	14.64	33.06	81.07	18.55	36.20
施工结算	345.01	24.32	12.02	707.35	38.06	13.87	788.47	36.85	12.41	127.17	29.09	16.27
铁路运输收入	39.13	2.76	17.40	40.03	2.15	15.42	45.67	2.13	10.79	6.67	1.53	11.63
商品销售	679.36	47.88	6.84	718.61	38.67	13.78	858.92	40.15	14.27	183.17	41.90	14.37
其他	116.09	8.18	34.61	88.12	4.74	54.94	133.09	6.22	49.12	39.04	8.93	46.47
<b>经营板块小计</b>	<b>1,418.91</b>	<b>100.00</b>	<b>13.15</b>	<b>1,858.48</b>	<b>100.00</b>	<b>19.53</b>	<b>2,139.43</b>	<b>100.00</b>	<b>18.43</b>	<b>437.12</b>	<b>100.00</b>	<b>21.80</b>
利息收入	112.62		--	130.38		--	144.34		--	36.58		--
已赚保费	22.55		--	20.85		--	26.54		--	6.43		--
手续费及佣金收入	5.31		--	6.67		--	7.38		--	2.09		--
<b>金融板块小计</b>	<b>140.48</b>		--	<b>157.89</b>		--	<b>178.26</b>		--	<b>45.10</b>		--
<b>合计</b>	<b>1,559.39</b>		--	<b>2,016.37</b>		--	<b>2,317.69</b>		--	<b>482.22</b>		--

注：1、目前交通运输板块主要来自青岛航空的运输收入，金融板块主要来自小贷、融资租赁、担保等业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 路桥收费板块

跟踪期内，公司仍为山东省最重要的高速公路建设和运营主体，路产垄断优势明显，通行费收入处于极高水平，具有很强的路产竞争力；此外公司所处区域人口密度较大，路产运营效率很高；但是“十四五”期间，公司将新建、改扩建投资高速公路项目较多，公司资本支出压力大。

作为山东省主要的交通建设和运营主体，路桥收费为公司重要收入来源，公司旗下路产地理位置优越，路产情况方面，2022 年，公司经营路产规模进一步提升，公司新增运营济南至高青高速公路、济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段、沾化至临淄公路、潍坊至青岛公路主线、潍坊至青岛公路连接线、济潍高速长深至潍日段、大西环刘桥至张夏段等路产，主要路产收费里程由 7,281.45 公里提升至 7,737.78 公里，主要分布于山东省内，公司所辖高速公路均为经营性高速，部分路产属于国高网重要干线，如京台高速山东段、G25 长深高速青州至临沭段、G35 济广高速济南至菏泽段等，部分路产区域地位突出，路产经营期限多为 25 年，短期内无到期压力，路产竞争力很高。

表 4：截至 2023 年 3 月末，公司主要收费路桥情况表（公里）

路段名称	公路级别	收费里程	经营期限
京台高速路山东段	高速公路	380.84	德齐段（91.28 公里）2021-2046 年；齐济段（39.47 公里）、济泰段（60.61 公里）2022-2047 年；泰安-枣庄段（主线 189.483 公里）2021-2046 年
潍坊-莱阳高速路	高速公路	140.64	1999 年-2024 年
济青高速	高速公路	318.3	1999 年-2044 年
四川乐宜高速	高速公路	137.78	2014 年-2044 年
河南许亳高速	高速公路	117.66	2007 年-2037 年
四川乐自高速	高速公路	113.2	2014 年-2044 年
云南鸡石通建高速	高速公路	158.16	2004 年-2024 年
湖南衡邵路	高速公路	138.61	2010 年-2040 年
湖北武荆路	高速公路	185.34	2010 年-2040 年
潍日高速	高速公路	152.21	2018 年-2043 年
G1511 日兰高速日照到竹园段	高速公路	114.3	2000 年—
G1511 日兰高速曲阜到菏泽段	高速公路	148.34	日兰高速公路曲阜至巨野段（92.402 公里）、日兰高速公路菏泽段（9.764 公里）2002-05-29—；日兰巨野改扩建段（46.173 公里）2021-2046 年
G1511 日兰高速竹园至曲阜段	高速公路	113.53	2003 年—
G18 荣乌高速烟台至新河段	高速公路	164.11	2003 年—
G22 青兰高速青岛至莱芜段	高速公路	232.44	2007 年-2027 年
G18 荣乌高速新河至辛庄子段	高速公路	106.71	2008 年-2028 年
S12 滨州至德州	高速公路	145.19	2011 年-2026 年
G25 长深高速青州至临沭段	高速公路	227.93	2013 年-2033 年
G35 济广高速济南至菏泽段	高速公路	153.6	2007 年-2034 年
G2516 济南至东营高速公路	高速公路	162.41	2016 年-2031 年
文登至莱阳高速公路	高速公路	133.56	2020 年-2045 年
董梁高速宁阳至梁山段	高速公路	109.77	2020 年-2045 年
岚山至罗庄高速公路	高速公路	104.5	2020 年-2045 年
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	高速公路	232.42	2020 年-2045 年
新台高速新泰至台儿庄马兰屯段	高速公路	130.92	2020 年-2045 年
沾化至临淄公路	高速公路	107.58	2022 年-2047 年
其他主要路段小计	-	3,507.73	-
合计	-	7,737.78	-

注：收费里程小于 100 公里的主要路段合并计入其他主要路段小计中。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

高速公路通行费收费标准方面，跟踪期内未发生变化，根据《山东省交通运输厅山东省发展和改革委员会山东省财政厅关于高速公路车辆通行费有关事项的通知》（鲁交财〔2021〕3 号）文件，山东省高速公路收费标准情况如下：

表 5：山东省车辆分类及收费标准（元/公里、元/车次）

类别	车种	车型及规格	2018 年前开	2018 年后开	2018 年前开通	青岛海
			通高速公路	通高速公路	高速公路桥隧	湾大桥
1 类	客车	车长<6000mm 且核定人数≤9 人	0.4	0.5	15	50
	货车	2 轴，车长<6000mm 且最大允许载质量<4.5 吨	0.4	0.5	15	65
2 类	客车	车长<6000mm 且核定人数（10-19）人	0.5	0.65	20	75
	货车	2 轴，车长≥6000mm 且最大允许载质量≥4.5 吨	0.75	0.9	17.7	70.68
3 类	客车	车长≥6000mm 且核定人数≤39 人	0.6	0.78	25	90
	货车	3 轴	1.17	1.46	22.8	89.86
4 类	客车	车长≥6000mm 且核定人数≥40 人	0.75	0.98	30	110
	货车	4 轴	1.55	1.91	32	116.27
5 类	货车	5 轴	1.62	2	33.9	124.77
6 类	货车	6 轴	2.04	2.61	46	170
大件运输标准		7 轴及以上大件运输车辆，在 6 轴货车收费系数的基础上，每增加一轴增加收费系数 0.5。如果取的车辆轴数合法				
说明		且大于 10 轴，按照 10 轴计算通行费；如果取的车辆轴数为异常值无法判定轴数时，按照 6 轴计算通行费				

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

车流量方面，公司所辖路桥车流量有所波动，2020~2022 年分别为 4.72 亿辆、5.19 亿辆和 4.23 亿辆。其中济青高速（含济南黄河二桥）、京台高速路山东段、胶州湾高速、云南机场高速、胶州湾大桥和京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段车流量占比较高。未来随着经济的快速发展及车辆保有量的持续增加，公司车流量依然有一定增长潜力。

表 6：2020~2022 年及 2023 年一季度公司主要路段车流量情况（亿元）

路段名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
济青高速（含济南黄河二桥）	4,425.70	5,042.30	3,429.71	924.86
京台高速路山东段	3,781.54	3,904.02	2,990.45	1,072.75
胶州湾高速	2,252.53	2,458.16	2,248.04	582.07
云南机场高速	2,317.03	223.39	2,043.22	671.13
胶州湾大桥	807.54	1,241.78	1,459.83	421.25
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	1,193.48	1,910.10	1,414.01	488.45
其他路段小计	32,461.86	37,089.98	28,760.52	8,657.18
<b>合计</b>	<b>47,239.69</b>	<b>51,869.73</b>	<b>42,345.78</b>	<b>12,817.69</b>

注：1、2022 年年车流量占比不足 3%路段合并计入其他主要路段小计中；2、按照出口车流量统计；3、收费权到期路产、未产生收入路产及部分改扩建路产不统计车流量情况；4、部分路段车流量数据缺失。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入方面，公司通行费收入由山东省交通厅拆账中心每月统一进行拆账分配，公司以省交通厅拆账中心拆账收入为通行费收入入账依据。2022 年，受部分路产通行费减少等因素影响，2022 年公司通行费收入小幅下降，但整体保持稳定，分路产来看，济青高速及京台高速山东段对通行费收入的贡献最大，济青高速是山东省最繁忙的高速公路之一，该路西起济南市，途经淄博、潍坊，东至沿海开放城市青岛，横贯山东半岛，连接 5 条国道，济青高速将铁路、水路、航空等几

种运输方式衔接起来，形成了横贯山东省东西的综合性运输大通道；京台高速山东段是重要的主干线，其中德州—泰安段是京台高速和京沪高速两条重要主干线在山东的重合路段，车流量大，货车比例较高，通行费来源充足，近年来部分路段改扩建完成重新通车带动通行费收入增长。运营效率方面，2020~2022 年，公司路产单公里通行费收入（即通行费收入/收费里程）分别为 329.30 万元、407.01 万元和 404.88 万元，公司路产单公里收入水平尚可。

表 7：2020~2022 年及 2023 年一季度公司主要路段通行费收入情况（亿元）

路段名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
济青高速（含济南黄河二桥）	29.68	36.65	37.25	9.28
京台高速路山东段	17.43	18.98	27.69	7.61
G25 长深高速青州至临沭段	19.31	20.76	18.07	4.08
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	5.46	18.06	17.69	5.05
G35 济广高速济南至菏泽段	10.81	12.85	11.23	2.19
湖北武荆路	7.12	10.19	9.67	3.02
青银北绕城（含济南黄河三桥）	8.19	10.86	9.23	2.06
G22 青兰高速青岛至莱芜段	7.59	8.73	8.13	1.93
泰东高速	4.14	6.96	7.47	1.3
G1511 日兰高速竹园至曲阜段	5.4	6.18	5.53	1.48
G25 长深高速鲁冀界至大高段	4.93	5.85	5.26	1.01
其他主要路段小计	125.76	170.65	160.11	41.82
<b>合计</b>	<b>245.82</b>	<b>326.72</b>	<b>317.33</b>	<b>80.83</b>

注：1、2022 年通行费收入不足 5 亿元路段合并计入其他主要路段小计中；2、上述通行费明细表以发行人收费站实收通行费金额为依据编制，未扣除增值税。同时，审计阶段受交通厅拆账完成情况影响，且须扣除部分高速公路对外托管费支出、抵消合并范围内公司间高速公路托管费收支等，导致上述明细表金额与审计报告利润表通行费收入总金额存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“十四五”期间，公司将新建、改扩建高速公路重点项目约 40 个，总里程约 3,200 公里，总投资 5,200 亿元，公司资本支出压力大。随着区域经济的发展和路网协同效应的增强，未来公司车辆通行费收入或将继续呈增长态势。

## 路桥施工板块

**工程施工业务每年新签项目规模较大，随着储备项目的开展以及高速公路建设规划的实施，公司工程施工业务将稳定发展。**

公司施工业务主要由一级子公司山东高速路桥集团股份有限公司负责。高速路桥在公路工程施工方面具有较完备的资质体系和丰富的施工经验，山东路桥全资子公司山东省路桥集团有限公司是 2002 年国家建设部核定的全国首批 19 家之一、当时也是山东省唯一的公路工程施工总承包特级资质企业，具有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、房屋建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级以及交通工程专业承包交通安全设施资质，同时具有直接对外承包经营权。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现施工业务收入 345.01 亿元、707.35 亿元、788.47 亿元及 127.17 亿元。

近年来，山东路桥在经营中积极立足省内市场，巩固省外市场，开拓海外市场，海外投资建设基础设施项目主要分布于尼泊尔、巴基斯坦、东帝汶、阿尔及利亚、安哥拉、越南等发展中国家。2022 年山东路桥全年中标项目达 1,090 个，实际中标额 876.20 亿元，其中省内中标额 472.50 亿元，省外中标额 339.40 亿元，海外中标额 64.30 亿元。根据我国高速公路规划，预计未来几年，公司施工业务仍有较大的发展空间。

**表 8：山东路桥工程承包业务新签合同情况**

新签合同情况	2020 年	2021 年	2022 年
当期新签订合同个数（个）	423	913	1,090
其中：亿元以上合同个数（个）	81	111	135
合同金额合计（亿元）	701.46	1,010.38	876.20
其中：省内项目	463.65	746.89	472.50
省外项目	190.40	217.61	339.40
海外项目	47.41	45.89	64.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 9：截至 2023 年 3 月末，山东路桥集团已签订的重大销售合同履行情况（万元、%）**

项目名称	业主单位	合同价	完成进度
济南至潍坊高速公路工程七标项目	山东高速济潍高速公路有限公司	278,300	93.10
东营至青州高速公路改扩建工程 1 标段	山东高速基础设施有限公司	362,950	12.30
上合示范区配套交通设施建设项目（投资人+EPC）	青岛新城环湾投资建设发展有限公司	315,542	0.60
郑州至南阳高速郑许段 ZXTJ-1 标	河南省郑许高速公路有限公司	280,000	-
玉林高铁综合交通枢纽中心综合体建设项目、玉林北站站前西路工程（文苑路）、国道 G324 经玉林北站至玉林高新区道路工程（站前大道）（容山大道）项目	北流市创北发展投资有限公司	231,759	17.60
广元市黑石坡至曾家山公路工程	广元市交通运输局	251,376	-
临汾经济开发区光电新能源产业园中园项目工程总承包 EPC	中联恒创（临汾）科技有限公司	322,449	0.20
核能供暖莱阳、乳山（海阳）工程、海发核能长输蒸汽管网工程项目投资人+工程总承包（EPC）	海阳市海发核能有限公司	252,272	0.20
孟加拉国达卡机场高架桥快速路项目	第一达卡高架高速公路（FDEE）有限公司	497,887	37.20
南苏丹朱巴—伦拜克公路施工改造项目	南苏丹共和国政府（路桥部）	468,435	20.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 铁路运输业务

公司围绕“大交通”战略拓展业务布局，铁路运输收入持续增长，毛利率有所下降。

公司铁路运输业务的运营主体为子公司山东高速轨道交通集团有限公司（以下简称“山东轨道”）和原子公司山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“山东铁投”），其中，山东铁投自 2021 年起不再纳入公司合并财务报表范围。山东高速轨道交通集团有限公司主营地方铁路货运，原子公司山东铁路投资控股集团有限公司未来规划主营国铁客运。<sup>1</sup>

2008 年 4 月，按照省政府实施大交通战略的部署，山东省地方铁路局重组加入山东高速集团，并改制为山东高速轨道交通集团有限公司，同时保留山东省地方铁路局的名称，主要运营山东省地方铁路。截至 2022 年末，山东轨道管理地方铁路里程 606.71 公里。2022 年，公司实现铁路运输收入 45.67 亿元，较上年增长 14.09%，毛利率 10.79%，较上年下降 4.63 个百分点。

**表 10：山东轨道管理地方铁路情况（公里）**

线路	起讫地点	营业里程
大莱龙铁路	大家洼-龙口北	175.00
龙口港进港铁路	龙口北-龙口港	12.00

<sup>1</sup> 根据《山东省国资委关于山东铁路投资控股集团有限公司财务管理有关问题的通知》（鲁国资财监字〔2020〕87 号）相关要求，为规范监管体制变化企业财务核算管理，山东铁路投资控股集团有限公司自 2021 年起不再纳入公司合并财务报表范围，预决算等财务管理事项，按省属一级企业由省国资委直接管理。后续山东铁路投资控股集团有限公司股东结构维持现状，公司对山东铁路投资控股集团有限公司持股比例保持不变。

线路	起讫地点	营业里程
青大铁路	青州-大家洼	76.00
宅羊铁路	宅科-羊角狗	22.10
坪岚铁路	铁牛庙-岚山抖	35.00
寿平铁路	曹王-寿光西	59.00
临港铁路	临港经济开发区-碑廓站	53.21
桃威铁路	桃村-威海	138.00
青临铁路	青州-冶源	36.40
<b>合计</b>	-	<b>606.71</b>

注：上述铁路均包含管内运输、直通运输。同时，合并数据与上述单体数据有所差别。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 商品销售业务

**公司围绕路延（沿、衍）产业和新兴产业拓展商品销售业务，贸易品种多元，近年来业务规模持续扩大。**

公司商品销售业务主要由路延（沿、衍）产业业务和新兴产业业务组成，主要由绿色化工、服务区的商超、油料零售、物资集团的沥青等建材销售及油料销售、物流集团煤炭、粮食等贸易、轨道交通集团混凝土枕木贸易及各类高端装备、新材料、新能源、绿色化工等业务构成。该业务主要经营主体为山东高速能源发展有限公司（以下简称“能源公司”）、山东高速（新加坡）有限公司（以下简称“新加坡公司”）、山东高速建材集团有限公司（以下简称“建材集团”）、山东高速材料技术开发集团有限公司（以下简称“材料集团”）及山东高速服务开发集团有限公司（以下简称“服务开发集团”）。

能源公司成立于 2020 年 2 月 28 日，是响应省委省政府整合石化资源、建设高端化工产业强省的发展思路，做大做强优势主业建立的能源化工产业投资运营平台，承担延伸大交通产业链、能源化工产业优化升级和新能源产业布局的重要任务，是山东高速集团重大能源化工项目建设的重要载体，主要业务包含高端绿色化工板块和新能源产业板块。高端绿色化工板块目前主要是投资原油炼化一体化企业，主要产品包括柴油、PX、PTA 等；新能源产业板块主要是利用高速公路沿线匝道圈、收费站、服务区等资源，开发建设光伏电站，逐步探索向氢能源、生物质能源等新能源产业方向发展。截至 2022 年末，能源公司总资产 385.97 亿元，净资产 57.83 亿元，2022 年度营业收入 348.24 亿元（占商品销售板块收入比例为 40.54%），净利润-4.79 亿元。

新加坡公司立足新加坡，主要开展转口贸易业务，即向海外大宗源头类企业采购货物后，销售给本地或中国客户，货物几乎都是海外直接海运至国内。货物包括国内需求量较大的原油、铜、铁矿石、木材等国内缺乏的原材料产品。新加坡公司借助新加坡区位优势，与国际知名大宗商品头部公司进行贸易往来，并且借助新加坡金融的完善贸易配套服务进行跨币种、多种方式的资金收付，进而顺利完成贸易活动。截至 2022 年末，新加坡公司总资产 3.14 亿元，净资产 0.15 亿元，2022 年度营业收入 115.75 亿元（占商品销售板块收入比例为 13.48%）。

建材集团主要从事沥青、钢材、水泥等各类建筑材料的经营销售、技术研发、生产加工、仓储物流等业务。经过多年的改革发展，建材集团已成为国内道路材料领域的头部企业，沥青系列产品销量连续 4 年稳居全国同行业第一位。截至 2022 年末，建材集团总资产 46.23 亿元，净资产 12.80 亿元，2022 年度营业收入 128.98 亿元（占商品销售板块收入比例为 15.02%），净利润 1.92 亿元。

材料集团围绕交通建设领域，积极建立集营销服务、生产加工、研发创新、仓储物流于一体的现代化企业，经营范围：交通高新材料、沥青制品、沥青改性剂、交通器材、建筑材料、机械设备、五金工具、保温材料、防水材料、燃料油、桥梁伸缩缝、橡胶支座、硅芯管的研发及销售；改性沥青、乳化沥青、特种沥青的研发、检测、生产、销售；沥青、化工产品（不含危险、易制毒化学品）、钢材、木材、水泥、重油、渣油、石料、融雪剂、基础油、导热油、润滑油的销售；波形梁钢护栏的生产和施工；交通设施工程施工；公路工程施工及监理招标代理；仓储物流（不含危险化学品）；房屋租赁；场地租赁；进出口业务等。截至 2022 年末，材料集团总资产 90.57 亿元，净资产 28.65 亿元，2022 年度营业收入 127.88 亿元（占商品销售板块收入比例为 14.89%），净利润 5.01 亿元。

服务开发集团成立于 1994 年，以高速公路服务区建设、运营、管理、服务以及农牧等相关产业综合开发为主营业务，下辖分公司 16 家，运营 149 对服务区，其中山东省 146 对（占山东省全部服务区的 80%）、河南省 3 对高速公路服务区。截至 2022 年末，服务开发集团总资产 59.65 亿元，净资产 26.76 亿元，2022 年度营业收入 50.44 亿元（占商品销售板块收入比例为 5.87%），净利润 -2.66 亿元。

该板块还包含山东高速物流集团有限公司、山东高速物资集团有限公司等销售沥青、钢材等工程物资，以及开展大宗商品焦炭、铝锭、大豆贸易等业务收入，相关收入较为分散，占比相对较低。

## 金融业务

**公司金融业务涵盖银行、保险等，近年来收入及利润水平不断提升。**

金融业务方面，公司控股威海市商业银行股份有限公司（以下简称“威海银行”）、泰山财产保险股份有限公司等金融类公司，开展银行、财险及投资类金融业务。威海银行于 2020 年 10 月在港交所主板上市，作为地方性城市商业银行，在当地金融体系中地位显著。威海银行分支机构分布广泛，现辖济南、天津、青岛、烟台、德州、临沂、济宁、潍坊、东营、淄博、莱芜等 120 多家分支机构，为存贷款业务开展奠定良好基础。近年来，威海银行的总资产、存款、贷款、营业利润等主要经营指标持续增长。截至 2022 年末，威海银行资产总额为 3,437.03 亿元，存款总额 2,294.94 亿元，贷款总额 1,642.97 亿元，资本充足率为 13.83%，不良贷款率为 1.46%；2022 年，威海银行实现营业总收入 82.84 亿元，同比增长 12.37%，实现营业利润 22.23 亿元，同比增长 0.49%。

商业保险板块方面，公司控股泰山财产保险股份有限公司（以下简称“泰山财险”），泰山财险是由山东省内 16 家大型国有企业发起设立的全国性财产保险股份有限公司，经营范围涵盖财产损失保险、责任保险、信用保险、保证保险、人身保险等。截至 2022 年末，泰山财险总资产 59.78 亿元，净资产 23.21 亿元；2022 年，泰山财险实现营业总收入 27.55 亿元，净利润-3.55 亿元。

## 其他板块

2022 年，公司其他板块主营业务收入为 133.09 亿元，主要包括设计、监理、咨询、出租业务、代理业务、ETC 相关业务、融资租赁业务、委托贷款业务等。主要经营主体包括山东省交通规划设计院集团有限公司（以下简称“设计院集团”）、山东高速工程咨询集团有限公司（以下简称“工程

咨询集团”)以及山东高速信联科技股份有限公司(以下简称“信联科技”)。

设计院集团是以交通设计为主业的综合性勘察设计单位,以公路、市政、水运、建筑、岩土五大行业板块为依托,做优策划、规划、咨询、勘察、设计、科研、检测等单环节技术服务,并延伸上下游产业链条,整合资本、管理、技术以及信息、物资、物流等多元化资源,搭建广阔的资源整合平台,为客户提供高端策划、综合规划、全过程工程咨询、工程勘察设计、项目管理、工程总承包等一站式增值服务。截至 2022 年末,设计院集团总资产 24.62 亿元,净资产 12.40 亿元,2022 年度实现营业收入 16.37 亿元(占其他业务板块收入比例为 12.30%),净利润 2.72 亿元。

工程咨询集团经营范围涵盖公路、铁路、水利水电、房建、人防、市政、石油化工、电力工程等行业的监理、咨询、试验检测、基础设施健康监测,以及新材料、新技术的科技研发与推广等业务。截至 2022 年末,工程咨询集团总资产 12.71 亿元,净资产 8.37 亿元,2022 年度营业收入 10.78 亿元(占其他业务板块收入比例为 8.10%),净利润 1.03 亿元。

信联科技为 ETC 相关业务主要运营主体,是全国 ETC 发行服务行业的龙头企业。该公司聚焦交通和物流行业,致力于为车辆用户提供 ETC 发行服务以及基于 ETC 的数据科技、第三方支付、互联网加油、智慧停车、智能洗车等涉车综合服务。2022 年,信联科技继续加大 ETC 发行推广力度,深耕既有优势场景,充分利用收费站、车管所、经销商等渠道资源,深挖价值潜力;同时积极拓展营销渠道,加快抖音、快手等直播平台的自有新互联网发行渠道建设提升,着力推进政务大厅模式,加快自助发行设备布局。截至 2022 年末,信联科技总资产 44.86 亿元,净资产 15.76 亿元,2022 年度营业收入 8.07 亿元(占其他业务板块收入比例为 6.06%),净利润 2.55 亿元。

除上述子公司外,其他业务板块收入贡献较大的主要还有山东省农村经济开发投资有限公司、山东通汇资本投资集团有限公司、山东高速投资控股有限公司、山高控股集团有限公司等开展的融资租赁、供应链金融、保理等金融业务。

## 财务风险

**中诚信国际认为,公司的财务风险处于较高水平,受益于股东支持及路产建设持续推进,跟踪期内,公司权益及资产规模整体略有增长,资产结构仍然以持有的高速公路路产为主;公司财务杠杆率较高,债务负担相对较重;公司经营活动净现金流和 EBITDA 可对利息支出形成一定覆盖,但整体债务覆盖能力有待提升。**

## 盈利能力

**随着公路运营、经营开发及养护业务的稳步发展,公司收入规模逐年增加,毛利率较为稳定,投资收益亦是利润的重要补充,但公司总资产收益率一般。**

随着车辆通行费收入、商品销售收入以及子公司威海银行收入增加,公司营业总收入有所提升,毛利率水平基本保持稳定。受益于公司对资金成本的控制,近年来财务费用呈现下降趋势,带动整体期间费用规模下降,对公司利润水平产生一定的利好;随着高速通车情况接近成熟以及路网效益的逐步显现和影响高速公路的外部环境逐步消退,预计公司未来经营性业务利润或将有所增长。投资收益亦是利润的重要补充,主要包括长期股权投资和子公司威海银行债权投资形成的收益,其中长期股权投资主要包括对山东海运股份有限公司、莱商银行股份有限公司、广东省高速

公路发展股份有限公司、济南畅赢交通基础设施投资基金合伙企业（有限合伙）及湖北联合交通投资开发有限公司及济南岚罗投资合伙企业（有限合伙）等公司投资形成的收益。总资产收益率方面，公司路产规模较大，资产规模较高，但通行费及经营服务带来的营业收入有限，公司整体资产收益性一般。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目名称	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	1,559.39	2,016.37	2,317.69	482.22
营业毛利率	13.15	19.77	18.43	21.80
期间费用率	16.29	13.66	12.99	14.49
经营性业务利润	9.60	168.05	140.17	34.60
其中：其他收益	11.92	27.70	10.20	1.75
投资收益	94.80	54.34	77.40	12.52
利润总额	58.77	158.42	154.76	36.44
总资产收益率	1.81	2.62	2.43	2.18

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

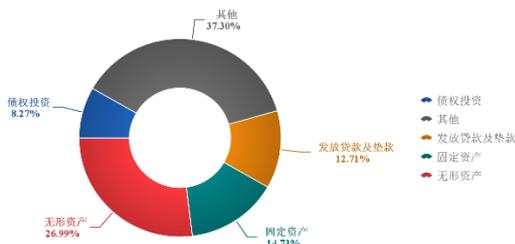
## 资本实力与结构

**跟踪期内，得益于政府将土地使用权作为资本金出资，公司所有者权益有所增加；加之存量路产建设持续推进，资产规模进一步增长，提升了公司的资本和运营实力；但公司财务杠杆率仍处于较高水平。**

作为山东省主要的交通建设和运营主体，随着业务不断发展，公司资产及负债规模均快速增长，截至 2022 年末，公司总资产规模为 13,225.46 亿元，较上年末同比增长 16.03%；公司资产主要以路产特许经营权、土地资产及子公司威海银行形成的信贷放款及债权投资资产，同其他省属高速公路企业相似，公司资产结构仍以非流动资产为主，其占当期资产总额的比重为 82.06%。2022 年，公司根据新会计准则解释，对 2022 年期初资产数据进行追溯调整，将部分高速公路由在建工程调整至无形资产，致使在建工程大幅减少，无形资产规模大幅提升。截至 2022 年末，公司资产主要包括无形资产、固定资产、发放贷款及垫款、债权投资及货币资金，上述科目分别占总资产的 26.99%、14.73%、12.71%、8.27%及 4.49%。公司无形资产主要由路产的收费权和土地使用权构成，2022 年末公司无形资产为 3,568.98 亿元，较 2022 年初增长 21.73%，主要系收费经营权和土地使用权增加；公司固定资产主要为土地资产、房屋及建筑物、铁路资产等，2022 年末公司固定资产为 1,948.23 亿元，同比增加 7.96%，主要系铁路资产等机器设备增加所致；2022 年末公司发放贷款及垫款为 1,681.51 亿元，同比增加 15.42%，主要是子公司威海银行业务规模扩大所致；2022 年末公司债权投资为 1,093.26 亿元，同比增加 3.08%，主要系威海银行债权投资规模增加所致；此外，公司保有一定规模的货币资金，截至 2022 年末，公司货币资金为 593.66 亿元，其中受限的货币资金 245.38 亿元，为法定存款准备金、财政性存款及保证金等。截至 2023 年 3 月末，公司资产规模为 13,581.80 亿元，相较上年末小幅增长 8.10%，仍主要包括无形资产、固定资产、发放贷款及垫款、债权投资及货币资金。

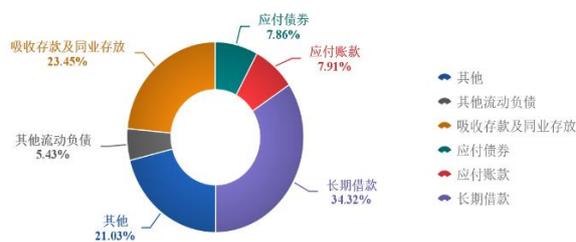
公司运营道路单公里收费达 404.88 万元，路产运营效率尚可，但随着运营线路增多，路网效应逐步显现，资产收益性有望提升；此外，公司资产中路产收费权等资产等资产占比较高。总体来看，公司资产流动性不足，但具备一定收益性，资产质量尚可。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

负债方面，随着公司对在建项目的投资支出持续增加和威海银行存款的增长，公司负债规模快速增长。公司流动负债规模与非流动负债规模相当，流动负债主要由吸收存款及同业存放等构成，吸收存款及同业存放主要为威海银行吸收的活期、定期存款和境内银行同业及其他金融机构存放，近年来有所增加；公司非流动负债仍主要由长期借款和应付债券构成，因公司新建公路、桥梁和路衍（沿、衍）产业等项目较多，公司配套融资产生的长期借款逐年增加，但应付债券规模有所回落，主要系威海银行调整负债结构，减少同业存单持有比例，增加线上短期负债所致。总体来看，公司财务杠杆水平较高，资产负债率接近 75%，总资本化比率超过 65%。随着存量项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将小幅增加，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

公司所有者权益主要由实收资本、其他权益工具、资本公积和少数股东权益构成，跟踪期内，实收资本未发生变化；其他权益工具主要为公司发行的永续债，跟踪期内持续增长；资本公积主要系交通部及省级高速公路项目资本金投入和公司按照持有子公司股比享有的土地使用权评估增值金额、土地处置收益等，跟踪期内公司取得 128 宗国有土地使用权作为国家资本金出资，资本公积进一步增长。少数股东权益系路产建设中市级股东投入资金，随着高速公路项目资本金的持续投入，少数股东权益有所增长。

表 12：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	10,698.99	11,398.33	13,225.46	13,581.80
非流动资产占比	81.52	81.79	82.06	83.26
经调整的所有者权益 <sup>2</sup>	2,788.01	2,574.91	2,923.55	2,977.56
资产负债率	71.28	74.25	74.53	74.54
总资本化比率	62.21	66.33	66.89	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**公司经营活动净现金流稳定，符合高速公路行业特点；公司对外投资资金缺口较大，需持续关注公司再融资能力情况及融资监管政策变化。**

公司的经营活动现金净流量较稳定，路桥通行费收入、施工建设收入、运输服务收入为公司获得较稳定的经营性现金流入提供了保证，子公司威海银行收到利息、手续费及佣金的现金流入也不断增长，2022 年度公司经营活动现金流量净额较 2021 年有所升高；公司近年收入保持较快增长，

<sup>2</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为公司发行的永续债，2020~2022 年分别为 285.00 亿元、360.00 亿元、445.00 亿元及 480.00 亿元。

工程结算等业务现金收回存在一定滞后，公司收现比小于 1，未来需关注公司款项的收回情况。

投资活动方面，近年来受到子公司威海银行债券投资业务及公司购买理财产品的影响，公司投资活动现金流入、流出规模均保持较高水平；此外，公司固定资产投入较大，近年来投资活动产生的现金流量净额均为负数。

筹资活动方面，公司拥有较强的直接融资和间接融资能力，通过银行借款、各种债券等进行融资，平衡投资活动形成的现金缺口，近年来筹资活动产生的现金流量净额大幅流入，需持续关注公司再融资能力情况及融资监管政策变化。

表 13: 近年来公司现金流情况 (亿元、X)

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	208.34	167.85	174.32	70.56
投资活动产生的现金流量净额	-916.31	-1,078.12	-899.10	-225.39
筹资活动产生的现金流量净额	614.02	748.28	713.76	182.64
现金及现金等价物净增加额	-96.18	-164.19	-9.92	27.87
收现比 (X)	0.97	0.92	0.95	1.24

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

公司债务规模呈增长趋势，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；公司 EBITDA 和经营活动净现金流可以一定程度上覆盖利息支出，但对债务本金覆盖能力较弱；随着债务规模扩张，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所弱化。

跟踪期内，随着高速公路建设及运营等业务持续推进，公司整体债务规模处于较高水平，债务负担相对较重。公司债务结构以银行借款和债券发行为主，同时有一定规模的融资租赁款，债务类型及渠道较为多元。近年来，公司短期债务占比持续处于较低水平，债务期限结构以长期为主，与高速公路运营回收期限较长的特点相匹配；公司总资本化比率超过 65%，较上年末基本保持稳定。

表 14: 截至 2022 年末公司债务到期分布情况 (亿元、%)

	金额	1 年以内	1 年以上
银行借款	3,921.80	539.35	3,382.45
应付债券	924.38	149.53	774.85
永续债	445.00	--	445.00
应付票据	184.40	184.40	--
融资租赁、租赁负债等	431.83	246.37	185.46
合计	5,907.41	1,119.65	4,787.76

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出及折旧构成，近年来有所增长，公司 EBITDA 及经营活动净现金流可以对利息形成一定覆盖，但随着利息支出的增长，覆盖能力有所弱化。

表 15: 近年来公司偿债能力指标 (亿元、X)

	2020	2021	2022
总债务	4,589.20	5,072.79	5,907.41
短期债务占比	16.04	15.10	18.95
总债务/EBITDA	13.22	10.30	11.92
EBITDA	347.18	492.33	495.61

EBITDA 利息覆盖倍数	2.16	2.79	2.29
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.30	0.95	0.81
FFO/总债务	0.00	0.04	0.02

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值为 1,690.10 亿元，占当期末总资产的比重为 12.78%，主要系无形资产、货币资金、债权投资、固定资产及其他非流动资产受限，受限资产占比较高；此外，截至 2022 年末，公司持有上市子公司山东高速股份有限公司中处于质押状态的股票占公司所持山东高速股份总数的 28.64%。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额 78.19 亿元，占期末净资产的比例为 2.32%，其中存在民营企业担保，但对民营企业提供担保金额较小。

表 16：截至 2022 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保对象	企业性质	担保余额
		138,250.00
		39,800.00
		159,600.00
山东铁路投资控股集团有限公司	国有企业	18,000.00
		99,700.00
		65,000.00
		38,500.00
		42,500.00
		8,581.34
山东省港口集团潍坊港有限公司	国有企业	31,027.86
		24,589.97
		2,000.00
山东大地乳业有限公司	民营企业	737.10
		264.50
		5,000.00
中化学交通建设集团有限公司	国有企业	4,416.07
山东汇融畜牧养殖有限公司	民营企业	3,929.00
中国农业银行山东省分行	国有企业	100,000.00
合计	-	781,895.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

重大诉讼或仲裁情况方面，截至 2022 年末，公司的重大诉讼或仲裁情况如下：

2020 年 11 月，公司下属公司山东高速资源开发管理集团有限公司、山东高速投资控股有限公司、济南畅赢金程股权投资合伙企业（有限合伙）（转让方）分别与深圳市人才安居集团有限公司（受让方，简称“安居集团”）、恒大地产集团有限公司签订《关于恒大地产集团有限公司的股权转让协议》，转让方分别以 90 亿元、60 亿元、50 亿元的价格向将恒大地产集团有限公司 2.1167%、1.4111%、1.1759% 股权转让给受让方。根据《股权转让协议》约定，受让方将对应的恒大地产集团股权质押给转让方作为担保，分三期支付转让款，自协议签订之日起至实际支付日止按照 1 年期贷款市场报价利率（LPR）3.85% 支付利息，第三期股权转让款支付截止日期为 2021 年 11 月。

《股权转让协议》另外约定，受让方逾期支付款项的，应向转让方支付逾期付款违约金，逾期付款违约金以逾期应付款为基数，自逾期之日起至实际付款日止按 LPR 的 2 倍计算。协议生效后，转让方已依约将标的股权过户至安居集团名下，安居集团已按约定将标的股权出质于转让方，并

支付了前两期股权转让款及利息。在支付上述款项后，安居集团未按照合同约定履行后续付款义务，转让方多次催要无果，根据约定向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“贸仲”）提起仲裁，请求裁决安居集团支付《股权转让协议》约定的第三期股权转让款 80 亿元本金及其利息、违约金。2022 年 2 月 23 日，贸仲已受理本案，并通知申请人与被申请人双方指定仲裁员。截至本报告日，贸仲尚未做出裁决。

2021 年 4 月 8 日，道隧集团工程有限公司（以下简称“道隧集团”）与公司子公司肃北蒙古族自治县康润水务有限公司（以下简称“肃北康润”）发生建设工程合同纠纷，道隧集团向甘肃省酒泉市中级人民法院提起诉讼，请求肃北康润支付已完成工程的剩余价款 17,000 万元，支付材料、设备等款 1,000 万元，肃北康润承担因违约给道隧集团造成的损失 5,000 万元，合计 23,000 万元。冻结肃北康润在中国农业发展银行敦煌市支行的银行存款 7,503,675.05 元，冻结期限为 2022 年 6 月 30 日至 2023 年 6 月 28 日。同时，针对质量和其他违约问题，肃北康润于 2021 年 6 月 8 日向酒泉市中级人民法院提交民事反诉状提出反诉，反诉请求道隧集团返还工程款、支付工程进度违约金等合计 26,323.02 万元。案件受理后，肃北康润公司向法院申请了质量鉴定，原告向法院申请了造价鉴定，截至本报告日，已出造价鉴定报告，2023 年 3 月 17 日，法官组织原被告双方对鉴定相关材料进行了询问，目前尚在一审阶段未判决。

公司控股子公司山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）作为原告起诉山东博格达置业有限公司（以下简称“博格达公司”）。2011 年 11 月 19 日，路桥集团与博格达公司就济南大城小院项目 1-4#楼及地下车库工程签订《建设工程施工合同》，因博格达公司未按约定支付工程款（即质保金），且博格达公司存有其他债务，在催要无果的情况下，路桥集团于 2016 年将博格达公司起诉至济南市历下区人民法院。诉讼请求为：要求博格达公司支付工程款（质保金）1,522,886.70 元及逾期利息 169,278.39 元；请求判令路桥集团对于大城小院项目 1-4#楼及地下车库工程折价或拍卖的价款享有优先受偿权；本案所有的诉讼费用由博格达公司承担。2016 年 8 月 18 日，济南市历下区人民法院出具案号为（2016）鲁 0102 民初 5502 号受理案件通知书。2018 年 9 月法院对路桥集团申报的债权进行审核，最终确认债权金额为 35,823,288.24 元，并确定该债权享有优先受偿权。2019 年 5 月 10 日第二次债权人会议，济南市鑫达房地产开发建设总公司欲对博格达公司进行重整，就破产清算转重整程序征询各债权人意见，代理人将继续跟进，确保权益。破产清算单位计划引入投资方，并于 2021 年 8 月 15 日带领意向单位与路桥集团进行了前期商谈，就大城小院项目办理复工手续、赔偿事宜、后期施工等问题进行了磋商，截至本报告日，仍在沟通中。

公司控股子公司泰山财产保险股份有限公司（以下简称“泰山财险”）鉴于保险业务的业务性质，泰山财险在开展日常业务过程中会涉及对或有事项及法律诉讼的各种估计，包括在诉讼中作为原告与被告及在仲裁中作为申请人与被申请人。上述纠纷产生的不利影响主要包括对保单提出的索赔。泰山财险已对可能发生的损失计提准备，包括当管理层参考律师意见并能对上述诉讼结果做出合理估计后，对保单等索赔计提的准备。对于无法合理预计结果或管理层认为败诉可能性极小的未决诉讼或可能的违约，不计提相关准备。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违

约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为山东省最重要的高速公路建设和运营主体，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围变化不大。

——2023 年，公司通行费收入随业务推进及高速通行需求的提振有所提升，经营开发和养护业务等其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前呈现小幅增长。

——2023 年，公司建设类项目投资规模预计在 700~900 亿元，股权类投资规模在 100~300 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 700~900 亿元（不包含借新还旧部分）。

### 预测

表 17：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	66.33	66.89	67.6~70.3
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.79	2.29	1.8~2.2

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

近年来公司经营活动净现金流呈大额持续净流入态势，2022 年末公司可动用账面资金为 530.22 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额 11,393.77 亿元，尚未使用的授信额度为 6,298.48 亿元，公司拥有较高的授信额度及畅通的银行融资渠道，备用流动性充足。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。预计公司未来一年投资支出主要集中于在建路产项目的投资支出，整体资金需求规模约 700~900 亿元。同时，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 1,119.65 亿元，此外 2022 年公司利息支出 216.06 亿元，预计未来一年的利息支出将小幅上涨。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

### ESG 分析<sup>4</sup>

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

**中诚信国际认为，公司拥有较为完善的信息披露及内控管理体系，注重自身的经营发展战略和公司的可持续发展；但是公司在施工建设及日常运营中易遇到安全问题，安全生产方面需持续关注。**

环境方面，公司作为山东省高速公路建设和运营主体，可能面临建设经营所带来的环境问题。截止目前，公司在环境管理、资源管理、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司在高速公路施工建设、日常运营管理过程中易遇到安全问题，如果在项目建设、道路维护、路政管理、查处违章超载等行为中有任何处理不当的情形，则可能导致安全方面的事故，进而对公司的成本控制、项目建设进度、正常经营和形象声誉造成不利影响。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司信息披露制度及内控管理制度的建立方面表现良好，同时，完善的经营方针和发展战略有助于公司的稳健运营。

## 外部支持

**中诚信国际认为，山东省的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

山东省经济体量大，经济总量在全国 31 个省市中排名第 3 位，经济发展程度高，且保持较快增长，产业结构持续优化，为经济、财政实力增长提供了有力支撑。同时，山东省显性债务规模相对其他省份较小，负债率及债务率处于中上游水平，显性债务总体可控，但未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，山东省政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性强：公司作为山东省最重要的高速公路建设和运营主体，承担区域内重大交通项目建设及运营任务，是区域内公路建设及运营领域持有路产规模最大的平台公司，具有业务垄断性优势；近年来公司职能定位稳定，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由山东省国资委直接控股，根据省政府意图承担重大公路建设项目投融资任务，股权结构和业务开展均与省政府具有高度的关联性，且公司实控人在注资及资产划转等方面给予较大支持，对公司资本支出和还本付息具有重要支撑，过往支持程度强。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得政府补贴方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2020~2022 年，公司收到各类计入其他收益的政府补助资金分别为 11.92 亿元、27.70 亿元及 10.20 亿元。除直接的资金支持外，山东省政府还以土地使用权作为国家资本金出资等形式对公司提供支持。

**综上，中诚信国际认为，山东省政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。**

## 同行业比较

**中诚信国际认为，山东高速与福建高速集团、河北交投、陕交控等在运营实力和财务水平方面各有优势，考虑到当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。**

首先，山东高速与福建高速集团、河北交投、陕交控分别位于山东省、福建省、河北省和陕西省，

区域经济发展程度存在一定差异，债务压力和市场融资环境亦有所不同，但均可对区域内高速平台提供持续有力的外部支持，并对比较组内公司具有强的支持意愿。

山东高速与比较对象均为所属区域内重要的交通建设运营主体，区域定位均极为重要，其中山东高速收费里程占全省比重高于比较组其他主体，整体通行费收入规模及单公里通行费收入处于比较组中等水平。

山东高速的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模处于比较组平均水平，总体资本实力尚可；财务杠杆较高，但仍处于对比组适中水平；公司整体偿债水平与比较对象差距不大。

表 18：同行业对比表

	山东高速	福建高速集团	河北交投	陕交控
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	山东省	福建省	河北省	陕西省
GDP (亿元)	87,435.10	53,109.85	42,370.40	32,772.68
GDP 增速 (%)	3.9	4.7	3.8	4.3
人均 GDP (万元)	86,035	12.68	5.70	8.29
一般公共预算收入 (亿元)	7,104.04	3,339.06	4,084.0	3,311.58
公共财政平衡率 (%)	78.24	58.55	43.74	48.94
政府债务余额 (亿元)	23,588.02	11,901.72	15,749.09	9,782.16
控股股东及持股比例	山东省人民政府国有资产监督管理委员会 70%	福建省人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%	河北省人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%
职能及地位	山东省最重要的高速公路建设和运营主体	福建省最重要的高速公路建设和运营主体	河北省高速公路重要的投融资建设及运营主体	陕西省最大的交通项目投融资主体
收费里程 (公里)	7,737.78	4,564.36	2,992.78	6,032.63
收费里程占全省比重 (%)	96.72	89.00	35.95	90.00
通行费收入 (亿元)	313.29	145.74	98.45	224.90
单公里通行费收入 (万元)	404.88	314.95	328.96	387.97
资产总计 (亿元)	13,225.46	3,643.02	3,319.84	5,734.46
经调整的所有者权益合计 (亿元)	2,923.55	1,101.01	850.89	1,306.34
总债务 (亿元)	5,907.41	2,418.82	1,937.57	4,132.11
总资本化比率 (%)	66.89	68.72	69.49	75.98
营业总收入 (亿元)	2,317.69	262.95	226.70	550.82
净利润 (亿元)	115.40	5.85	-4.32	12.19
EBITDA (亿元)	495.61	126.58	103.72	171.68
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	2.29	1.29	1.54	1.08
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	174.32	117.81	38.26	168.50
总债务/EBITDA (X)	11.92	19.11	19.94	24.07
FFO/总债务 (X)	0.02	0.01	0.01	0.00
总资产收益率 (%)	2.43	2.99	1.68	2.87

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 偿债保障措施

中国农业银行股份有限公司（以下称“农行”或“该行”）为“06 鲁高速/06 鲁高速债”本息的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国农业银行股份有限公司在国内金融体系和农村金融市场上具有十分重要的地位，其承担的金融职能对国计民生具有重要意义。同时，农行是国内分支网络最为广泛的国有大型商业银行之一，截至 2022 年末，农行共有境内分支机构 22,788 个，并设立了 13 家境外分行和 4 家境外代表处；

在职员工人数达 452,258 人。截至 2022 年末，该行各项存款和贷款总额（均不含应计利息）分别为 247,374 亿元和 197,227 亿元，资产总额 339,275 亿元，所有者权益 26,745 亿元，全年实现净利润 2,587 亿元。

中国农业银行股份有限公司由中华人民共和国财政部（以下称“财政部”）、中央汇金投资有限责任公司（以下简称“汇金公司”）发起设立，在国家注资和不良资产剥离的基础上，于 2009 年 1 月整体改制为股份有限公司，完整承继原中国农业银行的资产、负债和所有业务，注册资本 2,600 亿元，由财政部和汇金公司各持有 50% 的股份。股份制改革完成后，2010 年 7 月农行以 A+H 股方式公开上市，初始发行 222.35 亿股 A 股股票和 254.12 亿股 H 股股票，分别占发行后总股本的 7% 和 8%。自 2012 年起，该行在银行间市场发行多期次级债券、二级资本债券和无固定期限资本债券，并通过非公开方式发行数次优先股、A 股股票，资本充足水平得到有效提高，资本结构不断改善。资本充足性方面，截至 2022 年末，农行核心一级资本充足率为 11.15%，较年初下降 0.29 个百分点；资本充足率为 17.20%，较年初上升 0.07 个百分点。资产质量方面，2022 年以来受宏观经济下行和实体经济复苏存在不确定性等因素影响，该行资产质量面临一定压力。为稳定贷款质量，该行加强重点领域风险监测预警，多渠道加大不良贷款处置力度。截至 2022 年末，农行不良贷款余额较年初增加 252.80 亿元至 2,710.62 亿元，不良贷款率较年初下降 0.06 个百分点至 1.37%；拨备覆盖率为 302.60%，较年初上升 2.87 个百分点。盈利方面，2022 年该行盈利状况保持平稳，全年实现净利润 2,586.88 亿元，同比增长 6.92%；平均资本回报率和平均资产回报率分别为 10.15% 和 0.82%，分别较上年下降 0.29 和 0.04 个百分点。

由于历史沿袭的职能分工和网点分布，农行在县域金融和涉农信贷领域具有领先地位。近年来，农行围绕打造“服务乡村振兴领军银行”战略目标，巩固拓展脱贫攻坚成果和乡村振兴重点领域金融服务，不断完善三农金融事业部运行机制和政策体系，加强三农产品创新和数字化转型，服务能力和市场竞争力持续提升。在大力发展“三农”业务的同时，农行继续巩固和发展城市金融业务，发挥城乡一体化的优势，做大、做强、做精城市业务，从而为服务“三农”的县域金融业务提供可持续的财务支撑。

总体来看，财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，并且近年来所进行的内部管理改革也使农行组织架构持续优化，风险管理水平逐步提高，竞争力持续增强。截至 2022 年末，汇金公司以及财政部合计直接持有该行 75.32% 的股权，考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位，中诚信国际认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。

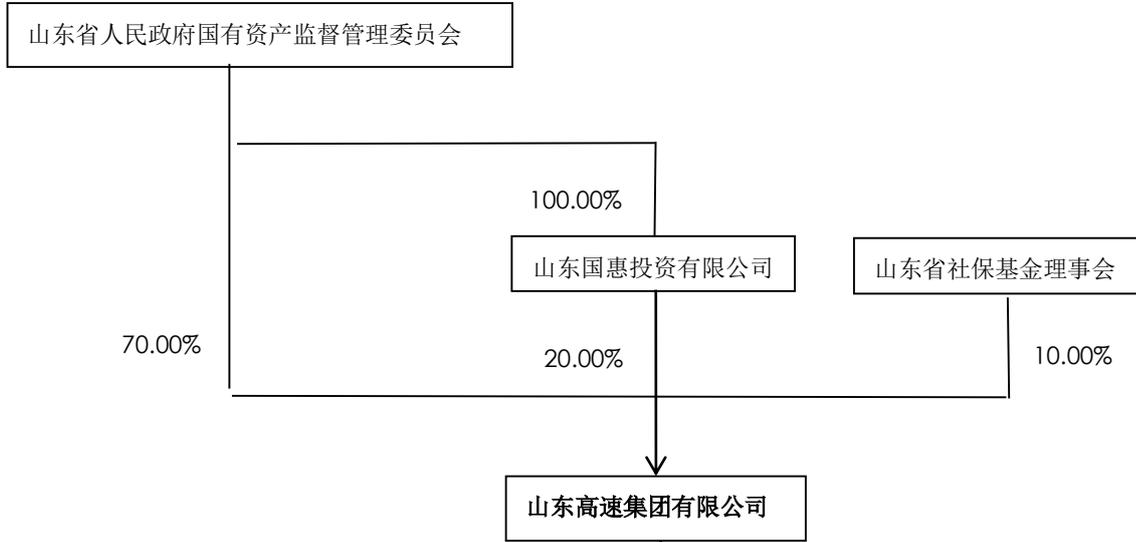
综上所述，中诚信国际维持中国农业银行股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中国农业银行具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“06 鲁高速债/06 鲁高速”债券的偿还提供强有力的保障。

## 评级结论

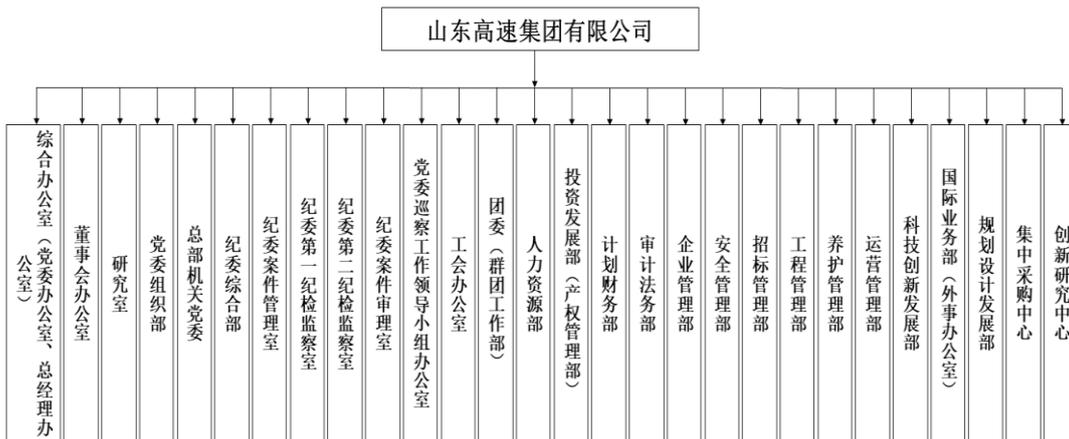
综上所述，中诚信国际维持山东高速集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“06 鲁高速债/06 鲁高速”、“14 鲁高速 MTN002”、“15 鲁高速 MTN003”、“16 鲁高速 MTN003”、“18 齐鲁交通 MTN001”、“19 鲁高 01”、“19 齐鲁 01”、“19 鲁高速 MTN001”、“19 齐交债 01/19

齐交 01”、“19 鲁高速 MTN002”、“19 鲁高速 MTN003”、“19 齐交债 02/19 齐交 02”、“19 鲁高 02”、“19 鲁高速 MTN005”、“19 齐鲁 Y1”、“20 齐交债 01/20 齐交 01”、“20 齐鲁交通 MTN001”、“20 鲁高速 MTN002”、“20 齐鲁交通 MTN002”、“20 鲁高 02”和“20 鲁高速 MTN003”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：山东高速集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



主要一级子公司	持股比例 (%)
山东高速股份有限公司	70.67
山东高速路桥集团股份有限公司	55.69
威海市商业银行股份有限公司	47.16
山东通汇资本投资集团有限公司	78.50
山东高速能源发展有限公司	100.00
山东高速建设管理集团有限公司	88.02
山东高速基础设施建设有限公司	100.00



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：中国农业银行股份有限公司 2022 年末前十大股东持股情况

序号	股东名称	占比(%)
1	汇金公司	40.03
2	财政部	35.29
3	香港中央结算（代理人）有限公司	8.72
4	全国社会保障基金理事会	6.72
5	中国烟草总公司	0.72
6	香港中央结算有限公司	0.71
7	中国证券金融股份有限公司	0.53
8	上海海烟投资管理有限公司	0.36
9	中央汇金资产管理有限责任公司	0.36
10	中维资本控股股份有限公司	0.22
	合计	<b>93.66</b>

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

### 附三：山东高速集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	6,598,972.04	6,029,787.10	5,936,581.81	5,635,396.91
应收账款	1,192,312.91	1,580,688.22	2,451,781.45	2,570,781.65
其他应收款	3,075,985.28	2,181,768.82	2,505,210.58	2,264,552.41
存货	1,952,431.81	1,949,578.72	1,848,293.81	1,937,432.02
长期投资	21,784,132.43	20,923,401.85	24,009,774.63	25,398,683.41
固定资产	19,993,915.52	18,045,930.49	19,482,360.41	19,942,847.52
在建工程	12,234,926.86	2,026,144.23	1,753,542.42	1,786,903.16
无形资产	14,748,273.51	29,319,754.64	35,689,776.94	37,566,917.44
资产总计	106,989,909.73	113,983,290.37	132,254,620.04	135,817,954.76
其他应付款	4,728,755.81	2,961,935.46	1,908,826.96	1,942,156.23
短期债务	7,359,625.70	7,659,952.40	11,196,468.19	8,679,445.68
长期债务	38,532,419.25	43,067,904.77	47,877,635.76	44,579,656.27
总债务	45,892,044.94	50,727,857.18	59,074,103.95	--
净债务	41,541,518.86	47,273,621.24	55,591,331.23	47,623,705.04
负债合计	76,259,830.33	84,634,149.85	98,569,111.67	101,242,398.12
经调整的所有者权益合计	27,880,079.40	25,749,140.52	29,235,508.37	29,775,556.64
利息支出	1,603,686.64	1,766,967.51	2,160,576.46	--
营业总收入	15,593,859.54	20,163,694.50	23,176,927.12	4,822,249.31
经营性业务利润	95,984.35	1,680,457.40	1,401,729.45	345,975.87
投资收益	948,015.93	543,387.39	774,039.28	125,165.70
净利润	294,029.29	1,183,905.94	1,153,996.05	281,396.50
EBIT	1,933,556.44	2,892,093.13	2,996,017.90	731,658.07
EBITDA	3,471,812.11	4,923,334.46	4,956,135.34	--
经营活动产生的现金流量净额	2,083,351.21	1,678,484.51	1,743,231.77	705,551.71
投资活动产生的现金流量净额	-9,163,125.62	-10,781,232.60	-8,991,008.30	-2,253,881.92
筹资活动产生的现金流量净额	6,140,209.64	7,482,836.86	7,137,616.69	1,826,406.90
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	13.15	19.77	18.43	21.80
期间费用率（%）	16.29	13.66	12.99	14.49
EBIT 利润率（%）	13.63	15.56	14.00	16.74
总资产收益率（%）	1.81	2.62	2.43	2.18
流动比率（X）	0.51	0.48	0.45	0.43
速动比率（X）	0.46	0.43	0.41	0.39
存货周转率（X）	6.31	7.64	9.19	7.22
应收账款周转率（X）	11.90	13.40	10.61	6.96
资产负债率（%）	71.28	74.25	74.53	74.54
总资本化比率（%）	62.21	66.33	66.89	--
短期债务/总债务（%）	16.04	15.10	18.95	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.01	-0.02	-0.02	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.04	-0.12	-0.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.30	0.95	0.81	--
总债务/EBITDA（X）	13.22	10.30	11.92	--
EBITDA/短期债务（X）	0.47	0.64	0.44	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.16	2.79	2.29	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.21	1.64	1.39	--
FFO/总债务（X）	0.00	0.04	0.02	--

注：1、中诚信国际根据山东高速提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年及 2023 年一季度财务数据采用了 2022 年审计报告及 2023 年一季报期末数；其中，公司其他应付款、其他流动负债中含息债务调整至短期债务，将公司长期应付款中含息部分及其他权益工具中永续债调整至长期债务。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

#### 附四：中国农业银行股份有限公司主要财务数据

财务数据（单位：百万元）	2020	2021	2022
现金及对中央银行的债权	2,437,275	2,321,406	2,549,130
对同业债权	1,797,339	1,503,081	2,303,402
证券投资	7,822,659	8,230,043	9,530,163
贷款总额	15,136,121	17,135,752	19,722,721
贷款损失准备	(631,206)	(736,687)	(820,233)
贷款净额	14,552,433	16,454,503	18,982,886
关注贷款	304,335	253,071	287,799
不良贷款（五级分类）	237,113	245,782	271,062
总资产	27,205,047	29,069,155	33,927,533
风险加权资产	16,989,668	17,849,566	19,862,505
存款总额	20,107,372	21,595,453	24,737,434
向中央银行借款	737,161	747,213	901,116
对同业负债	1,894,371	1,949,504	2,836,712
应付债券	1,371,845	1,507,657	1,869,398
总负债	24,994,301	26,647,796	31,253,082
总资本（所有者权益）	2,210,746	2,421,359	2,674,451
净利息收入	545,079	577,987	589,966
手续费及佣金净收入	74,545	80,329	81,282
汇兑净损益	3,116	6,894	(5,439)
公允价值变动损益	2,968	(4,019)	5,647
投资净收益	3,407	27,044	17,057
其他净收入	28,846	31,680	36,355
非利息净收入（年报中手续费及佣金净收入与其他非利息收入之和）	112,882	141,928	134,902
净营业收入合计	657,961	719,915	724,868
业务及管理费用（含折旧）	(192,348)	(219,308)	(229,273)
拨备前利润	430,874	461,812	453,074
资产减值损失	(164,903)	(166,000)	(145,326)
税前利润	265,050	295,880	306,216
净利润	216,400	241,936	258,688

## 附五：中国农业银行股份有限公司主要财务指标

财务指标	2020	2021	2022
增长率(%)			
贷款总额	13.56	13.21	15.10
不良贷款	26.66	3.66	10.29
贷款损失准备	14.12	16.71	11.34
总资产	9.36	6.85	16.71
总资本	13.15	9.53	10.45
存款总额	8.00	7.40	14.55
净利息收入	8.83	6.04	2.07
拨备前利润	6.38	7.18	(1.89)
净利润	1.63	11.80	6.92
盈利能力(%)			
净息差	2.16	2.09	1.90
拨备前利润/平均风险加权资产	2.65	2.65	2.40
拨备前利润/平均总资产	1.65	1.64	1.44
平均资本回报率	10.39	10.45	10.15
平均资产回报率	0.83	0.86	0.82
平均风险加权资产回报率	1.33	1.39	1.37
非利息净收入占比	17.16	19.71	18.61
营运效率(%)			
成本收入比	29.23	30.46	31.63
资产费用率	0.87	0.92	0.86
资本充足性(%)			
核心一级资本充足率	11.04	11.44	11.15
资本充足率	16.59	17.13	17.20
资本资产比率	8.13	8.33	7.88
资产质量(%)			
不良贷款率	1.57	1.43	1.37
(不良贷款+关注贷款)/总贷款	3.58	2.91	2.83
关注贷款/不良贷款	128.35	102.97	106.17
不良贷款拨备覆盖率	266.20	299.73	302.60
贷款损失准备/(不良贷款+关注贷款)	116.58	147.68	146.77
不良贷款/(资本+贷款损失准备)	8.38	7.82	7.84
贷款损失准备/总贷款	4.17	4.30	4.16
最大单一客户贷款/资本净额	4.07	2.44	2.59
最大十家客户贷款/资本净额	12.58	11.67	13.54
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	41.18	38.87	40.00
总贷款/总存款	75.28	79.35	79.73
(总贷款-贴现)/总存款	73.34	77.38	75.66
净贷款/总资产	53.49	56.60	55.95
总存款/总融资	83.40	83.70	81.52
(市场资金-高流动性资产)/总资产	(26.47)	(24.40)	(23.48)

## 附六：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附七：中国农业银行主要财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	拨备前利润	=税前利润+贷款损失准备（贷款减值损失）-营业外收支净额-以前年度损失调整
	非利息净收入	=手续费及佣金净收入+汇兑净损益+公允价值变动净收益+投资净收益+其他净收入
	净营业收入	=净利息收入+非利息净收入
	非利息费用	=营业费用（含折旧）+税金及附加+资产减值损失准备支出-贷款损失准备支出
	盈利资产	=现金+贵金属+存放中央银行款项+存放同业款项+拆放同业款项+买入返售资产+贷款及垫款+投资资产（含交易性、可供出售、持有到期和应收款项类投资）或（含以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产、以摊余成本计量的债权投资、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的其他债权和其他权益工具投资）
	净息差	=净利息收入/平均盈利资产=（利息收入-利息支出）/[(当期末盈利资产+上期末盈利资产)/2]
	平均资本回报率	=净利润/(当期末净资产+上期末净资产)/2]
	平均资产回报率	=净利润/(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
	平均风险加权资产回报率	=净利润/(当期末风险加权资产总额+上期末风险加权资产总额)/2]
	非利息净收入占比	=非利息净收入/净营业收入
	成本收入比	=业务及管理费用（含折旧）/净营业收入
资产费用率	=非利息费用/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]	
资产质量	不良贷款率	=五级分类不良贷款余额/贷款总额
	不良贷款拨备覆盖率	=贷款损失准备/不良贷款余额
流动性	高流动性资产	=现金及现金等价物+对央行的债权+对同业债权+交易性金融资产（以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产）+可供出售金融资产（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的其他债权和其他权益工具投资）
	市场资金	=中央银行借款+同业存款+同业拆入+票据融资+卖出回购+短期借款及债券+长期借款及债券
	总融资	=中央银行借款+同业存款+同业拆入+票据融资+卖出回购+短期借款及债券+长期借款及债券+吸收客户存款
资本充足性	资本资产比率	=股东权益（含少数股东权益）/资产总额

## 附八：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn