

山东高速路桥集团股份有限公司

可转换公司债券

2024 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3804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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“山路转债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月七日

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

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

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



山东高速路桥集团股份有限公司

可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东高速路桥集团股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/07
山路转债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，山东高速路桥集团股份有限公司（简称“公司”）作为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公司，在山东省路桥建设领域市场占有率仍高，公司资质齐全，施工经验丰富，综合竞争实力仍很强。公司在治理结构和管理制度等方面均无重大变化。路桥工程施工业务仍是公司最主要的收入来源，公司新签合同额有所增长，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；有息债务规模持续增长，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：跟踪期内，公司在项目获取和融资等方面继续获得外部支持。

评级展望

未来，随着公司储备项目的继续推进，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

- 继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公司，跟踪期内继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。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 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。
- 经营规模持续增长，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。**2023 年，公司营业总收入为 730.24 亿元，同比增长 12.31%；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。
- 新签合同额同比有所增长，项目储备充足。**2023 年，公司新签合同额为 1186.90 亿元（不含交建集团新增合同额），同比增长 35.46%。截至 2024 年 3 月底，公司在手未完成合同额 1310.56 亿元，项目储备充足，为公司业务持续发展提供了保证。
- 盈利指标表现仍非常好。**2023 年，公司总资产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，对资金形成较大占用。**截至 2024 年 3 月底，公司流动资产中应收账款、合同资产和存货合计占比 51.41%，占比高，对公司资金形成较大占用。
- 债务规模大且持续增长，债务负担较重。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 382.08 亿元，较上年底增长 11.43%。同期末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.01%、53.83% 和 38.76%。考虑到计入所有者权益中的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，公司债务负担较重。

- **外部融资需求较大。**2023年，公司经营活动现金流量净额表现为大额净流出；同期，现金收入比为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，公司筹资活动力度继续加大，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

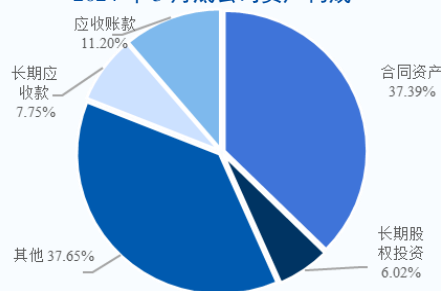
主要财务数据

合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	79.38	100.98	92.01
资产总额（亿元）	1030.50	1395.39	1366.07
所有者权益（亿元）	229.52	326.73	327.70
短期债务（亿元）	132.59	165.03	174.65
长期债务（亿元）	116.95	177.85	207.43
全部债务（亿元）	249.54	342.88	382.08
营业总收入（亿元）	650.19	730.24	95.66
利润总额（亿元）	38.89	37.17	3.62
EBITDA（亿元）	58.38	58.15	--
经营性净现金流（亿元）	1.52	-39.57	-27.61
营业利润率（%）	11.96	12.69	11.61
净资产收益率（%）	13.82	9.40	--
资产负债率（%）	77.73	76.58	76.01
全部债务资本化比率（%）	52.09	51.21	53.83
流动比率（%）	107.71	113.60	116.67
经营现金流动负债比（%）	0.22	-4.46	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.61	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	6.22	4.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.27	5.90	--

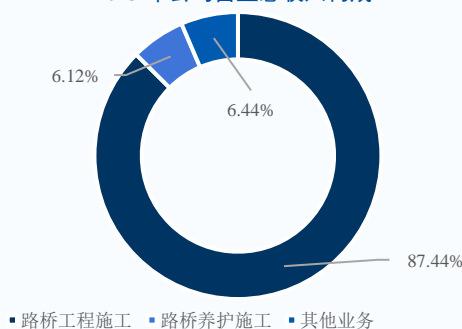
公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	189.14	309.58	/
所有者权益（亿元）	104.57	167.07	/
全部债务（亿元）	36.83	79.20	/
营业总收入（亿元）	0.28	0.46	/
利润总额（亿元）	10.38	14.67	/
资产负债率（%）	44.71	46.04	/
全部债务资本化比率（%）	26.04	32.16	/
流动比率（%）	100.11	138.03	/
经营现金流动负债比（%）	-3.54	-39.16	/

注：1. 2022—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 2024 年一季度合并财务报表未经审计；公司未公布 2024 年一季度本部财务报表；3. 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；4. 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

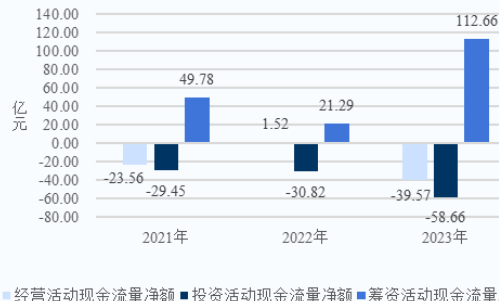
2024 年 3 月底公司资产构成



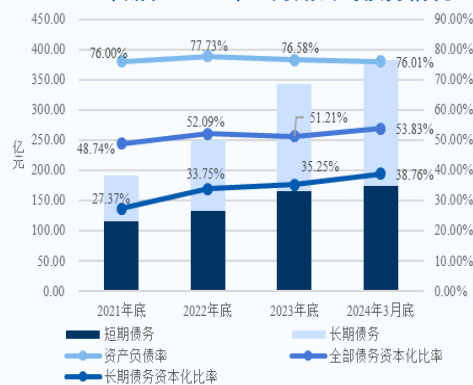
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底和 2024 年 3 月底公司债务情况



外，均指人民币；5.“-”代表数据不适用；“/”代表数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024年一季度合并财务报表和公司提供资料整理

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
山路转债	48.36	48.3593	2029/03/24	赎回，回售

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

评级历史

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

注：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 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：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、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构均未发生变化。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有限公司（简称“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 2024 年 3 月底，公司本部设置包括办公室、投资发展部、经营开发部和财务管理部等职能部门；截至 2023 年底，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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 6 月 3 日，公司由联合资信评级的可转换公司债券（简称“山路转债”）见下表，山路转债已在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年 6 月 3 日公司由联合资信评级的可转换存续债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
山路转债	48.36	48.3593	2023/03/24	6

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司于 2023 年 3 月 24 日发行“山路转债”，发行规模 48.36 亿元，期限 6 年，实际转股期间为 2023 年 10 月 9 日至 2029 年 3 月 23 日，转股价格为 8.01 元/股，并于 2023 年 4 月 26 日上市。“山路转债”为累进利率，第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 0.60%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。按照募集资金用途规定，“山路转债”募集资金扣除发行费用后 6.00 亿元用于国道 212 线苍溪回水至阆中 PPP 项目，7.00 亿元用于石城县工业园建设 PPP 项目，5.00 亿元用于会东县绕城公路、城南新区规划区道路工程项目、老城区道路改造工程 PPP 项目，7.00 亿元用于 S242 临商线聊城绕城段改建工程项目，5.00 亿元用于 S246 临邹线聊城绕城段改建工程项目，5.00 亿元用于莱阳市东部城区基础设施建设 PPP 项目。其余资金用于补充流动资金和偿还银行贷款。截至 2024 年 6 月 3 日，“山路转债”募集资金尚未使用 7.26 亿元。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、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，2023 年，山东省经济保持增长，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，2023 年，山东省地区生产总值保持增长，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，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。

图表 2· 山东省主要经济指标

项目	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	87435.1	92068.7
GDP 增速（%）	3.9	6.0
固定资产投资增速（%）	6.1	5.2
三产结构	7.2:40.0:52.8	7.1:39.1:53.8
人均 GDP（万元）	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。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构均未发生变化。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，控股股东为山东高速集团，实际控制人为山东省国资委。

2 企业规模和竞争力

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，跟踪期内，公司在山东省路桥建设领域市场占有率仍高。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。

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，以下简称“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 3· 交建集团重点财务数据（单位：亿元）

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	年均复合增长
资产总额	62.33	78.59	97.80	25.26%
负债总额	48.49	53.72	68.33	18.71%
所有者权益	13.83	24.86	29.47	45.98%
营业总收入	47.59	57.83	65.36	17.19%
利润总额	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的资料整理

3 信用记录

跟踪期内，公司本部及重要子公司本部未新增不良或关注类信贷记录，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。

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。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构和管理制度等方面均无重大变化；联合资信将对公司董事到岗情况保持关注。

根据公司章程，公司设董事会，董事会由 11 名董事组成。截至 2024 年 3 月底，公司到岗 9 名董事；联合资信将对公司董事到岗情况保持关注。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入和综合毛利率同比均保持增长，收入仍主要来自路桥工程施工业务。

2023 年，公司营业总收入同比增长 12.31%，仍主要来自路桥工程施工板块；同期，公司综合毛利率保持增长，主要系路桥工程施工板块毛利率增长所致。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。2024 年 1—3 月，公司营业总收入 95.66 亿元，相当于 2023 年全年的 13.10%；同期，公司综合毛利率为 3.60%。

从区域分布来看，2023 年，公司营业总收入仍主要来自于华东地区，华东地区业务收入占营业总收入的比例为 75.47%。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工板块	592.47	91.12%	11.69%	638.54	87.44%	12.23%
路桥养护施工板块	32.82	5.05%	16.60%	44.70	6.12%	14.60%
其他板块	24.90	3.83%	18.29%	47.00	6.44%	20.84%
合计	650.19	100.00%	12.19%	730.24	100.00%	12.93%

注：公司 2024 年 1—3 月营业总收入构成明细情况未获取
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 5 • 公司营业总收入分地区构成情况（单位：亿元）

业务分类	2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
华北地区	54.38	8.36%	21.37	2.93%
东北地区	0.11	0.02%	3.85	0.53%
华东地区	479.20	73.71%	551.21	75.47%
中南地区	19.09	2.94%	35.42	4.85%
西南地区	52.09	8.01%	58.12	7.96%
西北地区	13.23	2.03%	16.10	2.21%
海外地区	32.09	4.93%	44.17	6.05%
合计	650.19	100.00%	730.24	100.00%

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

（1）路桥工程施工板块

2023 年，公司路桥工程施工收入和新签合同额均同比保持增长；在手项目储备充足，为公司业务持续发展提供了保障；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。

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

工程回款方面，公司采用完工百分比法确认工程收入，一般在合同签订后业主方预付合同约定比例的开工动员款和材料预付款（两项一般为 10.00%），正式开工后业主按月计量工程完工量并按比例支付工程款。工程项目完工后，由业主和监理方验收合格交付使用，工程质保期一般为两年。质保期结束后，业主将暂扣的约 5.00%~10.00%的质保金返还给施工方。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。

新签合同方面，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，2023 年，公司新签合同额同比增长 35.46%（不含交建集团合同额）。2024 年 1—3 月，公司新签合同额同比增长 47.00%。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%。截至 2024 年 3 月底，公司未完成合同额 1310.56 亿元。公司在手项目储备充足，为公司业务持续发展提供了保障。

图表 6 • 公司新签合同情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
当期新签施工建设合同数量（个）	1090	1304	247
当期新签合同金额（亿元）	876.17	1186.90	298.21
期末在手合同数量（个）	519	432	456
期末在手合同金额（亿元）	986.20	1359.68	1310.56

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023年，公司路桥工程施工业务收入同比保持增长。同期，该板块毛利率继续增长。

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。截至2024年3月底，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105.13亿元。

图表7·截至2024年3月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	98.80%	107.31	108.88	105.13

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至2024年3月底，公司主要“投资-施工一体化”路桥工程项目合同金额合计525.81亿元，其中，公司资本金投资额合计80.80亿元，已投资本金金额53.05亿元；累计确认收入312.96亿元，累计结算金额254.44亿元，累计收到回款262.13亿元。

图表8·截至2024年3月底公司投资-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	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%	26.84	25.83	25.83
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-1）	23.59	2021/03	1095天	90.89%	19.20	17.62	17.78
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-2）	25.91	2021/03	1095天	97.71%	24.42	21.77	20.66
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-3）	24.38	2021/01	1095天	99.46%	22.38	19.42	19.38
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-4）	19.22	2021/03	1095天	99.34%	18.38	16.46	16.34
明村至董家口公路工程施工（第二合同段）	18.17	2021/05	36个月	94.50%	15.23	15.03	15.02
明村至董家口公路工程施工（第三合同段）	10.97	2021/05	36个月	98.62%	9.80	9.62	9.61
明村至董家口公路工程施工（第四合同段）	26.38	2021/03	36个月	96.52%	26.01	22.87	22.87
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	96.22%	16.47	12.30	10.88
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	83.08%	14.27	12.04	12.64
临沂至滕州公路工程施工合同（第三标段）	14.37	2022/06	36个月	58.63%	7.71	7.11	7.79
临沂至滕州公路工程施工合同（第六标段）	20.76	2022/06	36个月	63.64%	11.82	9.87	10.88
临沂至滕州公路工程施工合同（第七标段）	7.58	2022/06	36个月	66.16%	5.70	4.53	4.07
临沂至滕州公路工程施工合同（第八标段）	8.15	2022/06	36个月	77.25%	10.99	5.55	6.92
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	92.16%	10.84	8.60	9.00
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	71.61%	9.52	6.23	7.39
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	61.86%	5.98	6.03	6.71
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	61.59%	4.56	2.74	3.61
高青至商河公路施工合同（第一合同段）	17.55	2022/07	48个月	72.82%	11.35	7.84	6.30
高青至商河公路施工合同（第二合同段）	14.22	2022/07	36个月	60.99%	7.29	6.39	5.94
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	56.32%	12.29	5.21	7.47
东营至青州高速公路改扩建工程	36.29	2022/09	1080日历天	54.39%	16.57	11.38	15.04
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至新泰段工程施工项目（第一标段）	21.99	2023/08	1095日历天	12.46%	0.73	--	--

董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至 新泰段工程施工项目（第二标段）	26.42	2023/08	1095 日历天	1.18%	0.33	--	--
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至 新泰段工程施工项目（第四标段）	22.32	2023/08	1095 日历天	7.84%	1.56	--	--
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至 新泰段工程施工项目（第五标段）	26.93	2023/08	1095 日历天	6.54%	1.57	--	--
董家口至梁山（鲁豫界）公路沈海高速至 新泰段工程施工项目（第六标段）	25.20	2023/08	1095 日历天	5.10%	1.15	--	--
合计	525.81	--	--	--	312.96	254.44	262.13

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司在建 PPP 项目总投资 109.26 亿元。其中，公司资本金投资额 32.33 亿元，已投资本金金额 17.78 亿元，已投资本金全部用于项目施工建设。截至 2024 年 3 月底，公司共参与 32 个 PPP 项目。其中，已完工运营的 PPP 项目 15 个，其总投资额合计 56.55 亿元，累计实现营业收入 46.88 亿元，净利润 2.75 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 9 • 截至 2024 年 3 月底公司在建 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 ¹	公司总资本金金额	已投资本金金额	公司签订施工合同额	累计确认收入	累计结算	是否并表	持股比例
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	1.70	6.62	4.76	5.15	是	95.00%
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	1.05	4.02	2.05	0.19	否	34.00%
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	3.53	1.46	0.04	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	2.37	10.14	3.54	0.42	否	50.00%
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	0.74	0.03	是	95.00%
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	3.07	0.39	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	3.00	35.59	1.73	-0.03	否	50.00%
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	0.02	0.00	否	50.00%
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	0.23	0.02	否	4.39%
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	0.72	0.07	是	99.00%
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 云南省公路局	4+30	0.20	0.20	0.20	22.05	20.59	-0.23	否	1.00%
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	3.66	3.67	0.35	否	49.00%
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	2.10	1.78	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	10.90	9.05	5.76	是	89.00%
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	4.57	0.40	是	90.00%

¹ 项目总投资包括项目资本金和银行借款（若有）。

鄄城县“四好农村路”提质增效工程 PPP 项目	鄄城县交通运输局	3+12	8.55	1.73	0.00	7.71	0.00	0.00	是	100.00%
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	0.48	0.03	否	44.00%
合计	--	--	109.26	32.33	17.78	149.79	58.78	14.37	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 10 • 截至 2024 年 3 月底公司已完工运营 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	运营期（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	12	是
会东县绕城公路、城南新区规划区、老城区道路改造 PPP 项目	95.00%	1.05	7.95	会东县交通运输局	政府付费	10	是
兴山县古夫绕城、昭君绕城及 S287 公路 PPP 项目	90.00%	1.93	10.71	兴山县交通运输局	政府付费	12	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	否
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%	1.92	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	--	14.56	56.55	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

海外项目方面，公司响应“一带一路”国家政策，跟踪期内，在“一带一路”沿线国家继续进行市场开拓和项目建设。2023 年，公司境外新签合同为 42.03 亿元；同期，境外业务实现收入 44.17 亿元，占 2023 年营业总收入的 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

2023 年，公司路桥养护施工板块收入保持增长，毛利率有所下降，路桥养护施工业务整体规模较小。

公司路桥养护施工业务仍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。

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。

经营效率方面，2023 年，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同比小幅下降，分别为 5.36 次、1.25 次和 0.60 次。公司整体经营效率较高。

2 关联交易

2023 年，公司营业总收入中来自关联方的收入占比有所上升，日常经营相关的关联交易规模有所增长。公司关联交易遵循相关文件规定，履行了适当的审议及信息披露义务。

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。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为43.86%,同比上升2.01个百分点。公司来自关联方的收入占比较高。

2012年6月,山东高速集团对与公司的关联交易做出承诺,山东高速集团及其控制的其他企业与公司发生必要之关联交易,将严格遵循市场原则和公平、公正、公开的原则,按照公司《公司章程》和《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规范性文件规定,遵循审议程序、履行信息披露义务,从制度上保证公司的利益不受损害,保证不发生通过关联交易损害公司及广大中小股东权益的情况。

根据公司2023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。2023年,公司日常经营相关的关联交易规模为437.85亿元,同比增长9.92%。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。

3 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。

(四) 财务方面

公司提供了2023年合并财务报告,天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论;公司提供的2024年一季度合并财务报表未经审计。

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%。整体看,公司财务数据可比性尚可。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至2023年底,公司资产规模继续保持增长,以流动资产为主;受行业经营特点影响,流动资产中应收账款、合同资产和存货占比较高,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。

截至2023年底,公司合并资产总额1395.39亿元,较上年底增长35.41%,主要系应收账款、合同资产、其他非流动金融资产、长期股权投资、长期应收款和无形资产等增加所致。公司流动资产占比小幅增长,资产结构仍以流动资产为主。

图表 11 • 公司资产主要构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	732.94	71.12%	1008.03	72.24%	965.46	70.67%
货币资金	67.01	6.50%	81.73	5.86%	77.71	5.69%
应收账款	99.78	9.68%	141.21	10.12%	152.98	11.20%
其他应收款(合计)	30.52	2.96%	53.86	3.86%	50.41	3.69%
存货	25.71	2.49%	30.16	2.16%	38.60	2.83%
合同资产	412.46	40.03%	550.86	39.48%	510.72	37.39%
其他流动资产	67.35	6.54%	90.18	6.46%	81.67	5.98%
非流动资产	297.56	28.88%	387.36	27.76%	400.61	29.33%
债权投资	13.08	1.27%	12.06	0.86%	15.08	1.10%
其他非流动金融资产	28.28	2.74%	58.70	4.21%	60.22	4.41%

长期应收款	85.64	8.31%	100.98	7.24%	105.85	7.75%
长期股权投资	57.78	5.61%	76.93	5.51%	82.20	6.02%
固定资产	35.43	3.44%	42.92	3.08%	43.04	3.15%
在建工程	46.67	4.53%	2.88	0.21%	1.83	0.13%
无形资产	4.05	0.39%	62.15	4.45%	62.61	4.58%
资产总额	1030.50	100.00%	1395.39	100.00%	1366.07	100.00%

注：其他应收款中包含应收利息和应收股利

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

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。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。公司其他流动资产主要为留抵、预交、应收增值税。

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²回款规模降低所致；公司应收账款中 1 年以内的占 70.59%、1~2 年占 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。

图表 12 • 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

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%；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；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。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。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。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。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1366.07 亿元，较上年底下降 2.10%；资产结构仍以流动资产为主。同期末，公司货币资金较上年底下降 4.92%，主要系公司统筹资金安排及支付供应商款项所致；应收账款较上年底增长 8.33%，主要系经营规模增长的正常带动以及部分工程项目业主拨款滞后所致；合同资产较上年底下降 7.29%，主要系部分完工项目结算所致；其他非流动金融资产、债权投资、长期股权投资和长期应收款随业务扩张较上年底分别增长 2.59%、25.04%、6.85%和 4.82%。

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。

² 主要指非关联业主方。

图表 13· 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

截至 2023 年底，公司所有者权益继续保持增长，但其他权益工具、未分配利润和少数股东权益合计占比高，所有者权益稳定性弱。

截至 2023 年底，公司所有者权益 326.73 亿元，较上年底增长 42.35%，主要系其他权益工具增加所致。同期，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 90.52%，占比高，所有者权益稳定性弱。

图表 14· 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股本	21.52	9.38%	21.53	6.59%	21.53	6.57%
其他权益工具	29.00	12.63%	92.89	28.43%	92.89	28.34%
资本公积	12.89	5.62%	2.07	0.63%	2.07	0.63%
未分配利润	84.30	36.73%	103.06	31.54%	104.51	31.89%
归属于母公司权益	157.10	68.44%	226.92	69.45%	227.93	69.55%
少数股东权益	72.43	31.56%	99.81	30.55%	99.77	30.45%
所有者权益合计	229.52	100.00%	326.73	100.00%	327.70	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

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。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。

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山路转债，发行金额 48.36 亿元。“山路转债”向原股东优先配售 39.18 亿元，占本次发行总额的 81.01%。其中，山东高速集团认购 24.06 亿元，占发行总额的 49.75%；高速投控认购 2.87 亿元，占发行总额的 5.93%；山东铁路发展基金有限公司（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。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益较上年底增长 0.30%。公司所有者权益规模和构成均较上年底变化不大。

③ 负债

截至 2023 年底，随着项目投资规模加大，公司负债规模仍大且继续增长，债务负担较重，存在一定集中偿付压力。

截至 2023 年底，公司负债规模较上年底继续增长，主要系经营性债务规模扩大所致。

图表 15 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	680.49	84.96%	887.35	83.03%	827.52	79.69%
短期借款	59.66	7.45%	78.89	7.38%	87.53	8.43%
应付票据	48.76	6.09%	62.27	5.83%	65.33	6.29%
应付账款	425.39	53.11%	558.59	52.27%	494.43	47.62%
其他应付款	40.02	5.00%	62.46	5.84%	55.96	5.39%
其他流动负债	62.42	7.79%	79.44	7.43%	69.16	6.66%
非流动负债	120.49	15.04%	181.30	16.97%	210.85	20.31%
长期借款	82.86	10.34%	101.25	9.47%	120.57	11.61%
应付债券	28.00	3.50%	69.59	6.51%	80.00	7.70%
长期应付款	4.71	0.59%	5.77	0.54%	5.93	0.57%
负债总额	800.98	100.00%	1068.66	100.00%	1038.37	100.00%

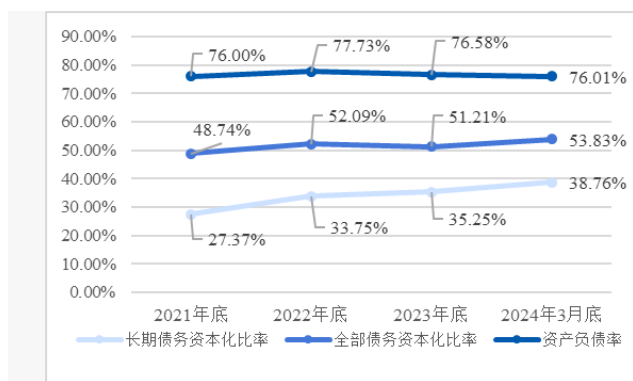
注：其他应付款中包含应付利息和应付股利
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

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，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，公司资产负债率和全部债务资本化比率长期债务资本化比率均较上年底有所下降，长期债务资本化比率较上年底有所增长。

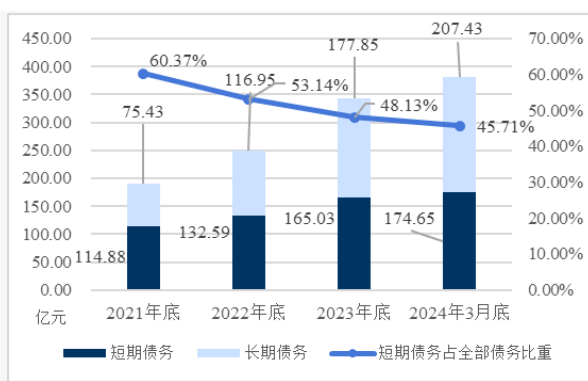
截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 2.83%。同期末，公司全部债务较上年底增长 11.43%，短期债务占比 45.71%。从偿债指标来看，公司资产负债率较上年底有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所增长。考虑到计入所有者权益中的永续债务规模较大，公司实际债务负担和指标高于上述测算值，公司债务负担较重。

图表 16 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 17 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

从债务期限分布看，截至 2024 年 3 月底，公司短期债务 174.65 亿元，占全部债务的 45.71%，公司存在一定的集中偿债压力。

(3) 盈利能力

2023 年，公司营业总收入同比保持增长，但资产减值损失和财务费用同比大幅增长，期间费用和非经常性损益对公司利润总额形成一定影响，公司盈利指标表现仍非常好。

2023 年，公司营业总收入同比保持增长；同期，公司营业利润率同比有所增长。

非经常性损益方面，公司资产减值损失以应收账款、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；投资收益保持增长，主

要为带资施工项目收到的投资收益。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。整体看，期间费用和非经常性损益对公司利润总额形成一定影响。

从盈利指标看，2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比均有所下降，公司盈利指标表现非常好。

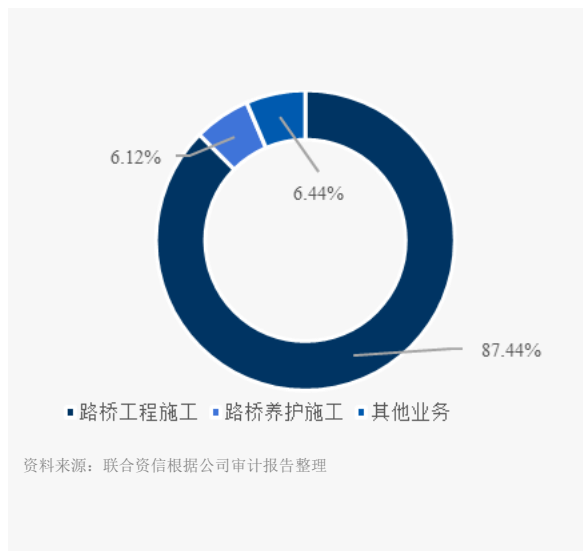
2024 年 1—3 月，公司营业总收入 95.66 亿元，相当于 2023 年全年的 13.10%。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	650.19	730.24	95.66
营业成本	570.93	635.82	84.10
期间费用	36.12	47.59	7.67
资产减值损失	-2.88	-7.23	-0.07
信用减值损失	-2.33	-3.02	0.07
投资收益	1.95	1.97	0.13
利润总额	38.89	37.17	3.62
营业利润率	11.96%	12.69%	11.61%
总资产收益率	8.54%	6.44%	--
净资产收益率	13.82%	9.40%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

图表 19 • 2023 年公司营业总收入构成



（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金流由净流入转为大额净流出，收入实现质量差，经营获现能力较弱；投资活动现金流继续净流出；经营活动和投资活动需要依赖外部融资进行资金周转，筹资活动净流入规模同比大幅增长。考虑到公司债务滚续、在建项目规模较大以及投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长等因素，公司仍存在较大的外部融资需求。

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。2023 年，公司经营活动现金流入量同比有所增长，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。2023 年，公司现金收入比同比有所上升，收入实现质量差。同期，公司经营活动现金流出量继续增长，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。2023 年，公司经营活动现金流表现为大额净流出。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入	500.08	612.96	156.99
经营活动现金流出	498.56	652.53	184.60
经营活动产生的现金流量净额	1.52	-39.57	-27.61
投资活动现金流入	8.25	3.83	2.48
投资活动现金流出	39.06	62.49	10.28
投资活动产生的现金流量净额	-30.82	-58.66	-7.79
筹资活动前现金流量净额	-29.30	-98.23	-35.40
筹资活动现金流入	177.19	374.96	72.85
筹资活动现金流出	155.90	262.29	41.95
筹资活动产生的现金流量净额	21.29	112.66	30.91
现金收入比	62.63%	65.69%	135.39%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2024 年一季度财务报表整理

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。2023年，公司投资活动现金流入继续下降。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。2023年，公司投资活动现金流出大幅增长。同期，公司投资活动现金继续表现为净流出，投资活动现金缺口继续扩大，主要系带资施工项目大幅增长所致。

2023年，公司筹资活动前现金流量净额仍为负且资金缺口明显增大。

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，还包括发行可转债、吸收少数股东投资收到的现金。2023年，公司筹资活动现金流入大幅增长。筹资活动现金流出额以偿还债务本息支出为主。2023年，公司筹资活动现金流出保持增长。同期，公司筹资活动现金继续表现为净流入。2023年，公司外部融资力度显著加强。

2024年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-27.61亿元，投资活动现金流量净额为-7.79亿元，筹资活动现金流量净额为30.91亿元。

2 偿债指标变化

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 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年3月
短期偿债指标	流动比率	107.71%	113.60%	116.67%
	速动比率	43.32%	48.12%	50.29%
	现金短期债务比（倍）	0.60	0.61	0.53
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	58.38	58.15	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.27	5.90	--
	EBITDA/利息支出（倍）	6.22	4.20	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024年一季度财务报表和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至2023年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所增长，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2024年3月底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所增长。截至2023年底，公司现金短期债务比0.61倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。截至2024年3月底，公司现金短期债务比较上年底有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2023年，公司EBITDA同比有所增长。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2024年3月底，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。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由下属子公司承担，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，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。

（五）ESG 方面

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。跟踪期内，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。

七、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；跟踪期内，公司在项目承接、融资和政府补助等方面继续获得外部支持。

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。2023 年，山东高速集团营业总收入为 2601.18 亿元；利润总额为 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，2023 年，公司新签合同额中山东高速集团内部中标额占年度中标额 33.62%，山东高速集团内部为公司重要的项目获取来源。同期，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 43.86%。

公司 2023 年发行可转换公司债券 48.36 亿元，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。

2023 年和 2024 年 1—3 月，公司其他收益分别为 0.40 亿元和 0.05 亿元，主要为企业扶持专项补助、企业发展专项资金、岗位补贴等政府补助。

八、债券偿还能力分析

1 普通债券

截至 2024 年 6 月 3 日，公司存续期普通债券合计金额 35.00 亿元。

2 可转债

公司于 2023 年 3 月 24 日发行“山路转债”，发行规模 48.36 亿元。根据公司发布的《山东高速路桥集团股份有限公司关于 2024 年第一季度可转债转股情况的公告》，自可转债转股期起始日（2023 年 10 月 9 日）至 2024 年 3 月 31 日，“山路转债”累计已转股金额为 64300.00 元，累计转股数为 7992.00 股，占转股前公司已发行股份总额的比例为 0.0005%。截至 2024 年 3 月 31 日，公司尚未转股的“山路转债”金额为 4835935700.00 元，占“山路转债”发行总量的比例为 99.9987%。截至报告出具日，“山路转债”余额 48.3593 亿元。

3 永续债

截至 2023 年底，公司存续期永续债券 85.00 亿元。2023 年，公司经营现金流入和 EBITDA 对长期债务的保障指标表现均很强，经营现金流量净额对长期债务无保障能力。

图表 22 • 公司永续债券偿还能力指标

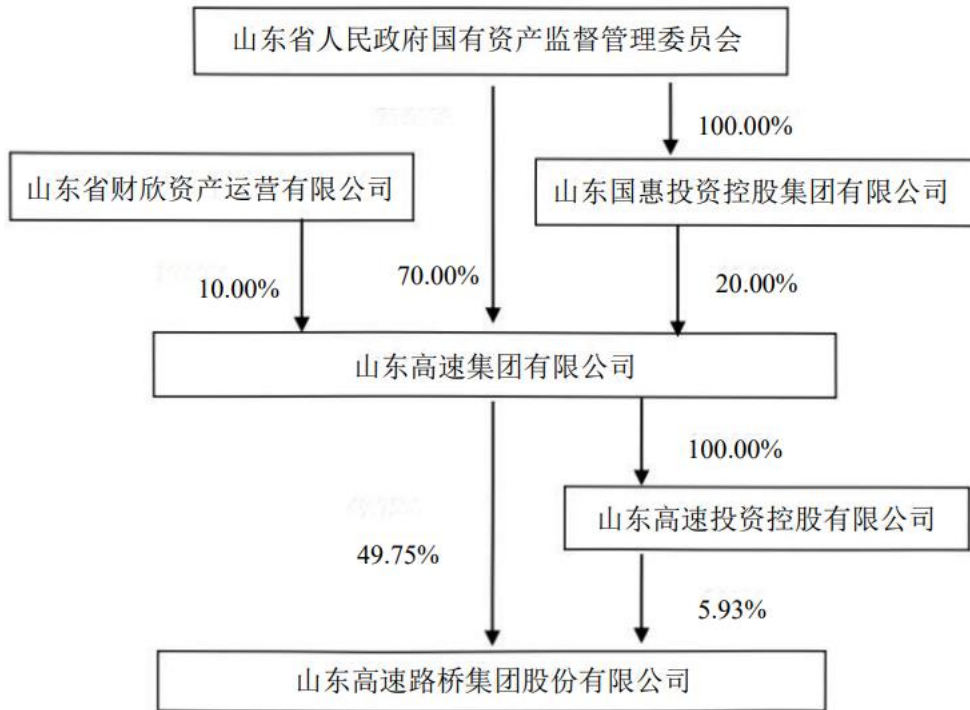
项目	2023 年
长期债务*（亿元）	262.85
经营现金流入/长期债务（倍）	2.33
经营现金/长期债务（倍）	-0.15
长期债务/EBITDA（倍）	4.52

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2023 年度数据
 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

九、跟踪评级结论

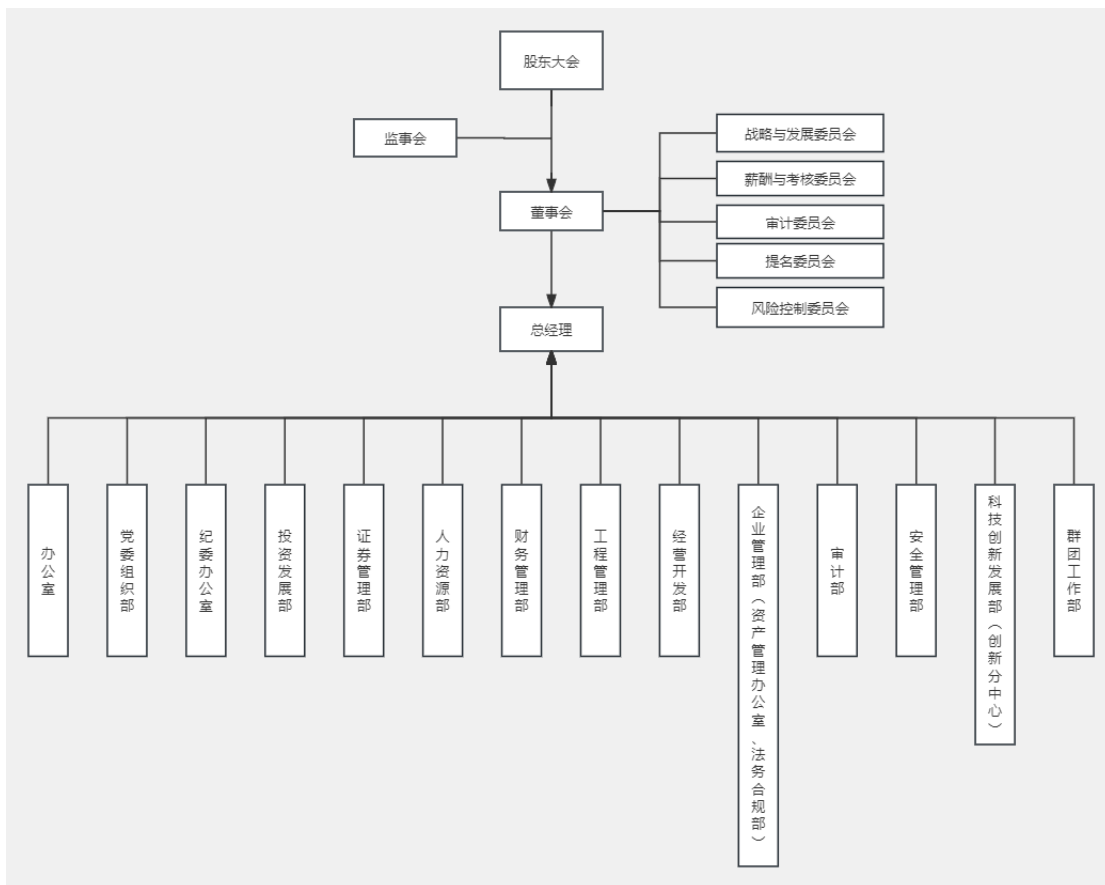
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“山路转债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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 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 1-3 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：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	79.38	100.98	92.01
应收账款（亿元）	99.78	141.21	152.98
其他应收款（亿元）	30.52	53.86	50.41
存货（亿元）	25.71	30.16	38.60
长期股权投资（亿元）	57.78	76.93	82.20
固定资产（亿元）	35.43	42.92	43.04
在建工程（亿元）	46.67	2.88	1.83
资产总额（亿元）	1030.50	1395.39	1366.07
实收资本（亿元）	21.52	21.53	21.53
少数股东权益（亿元）	72.43	99.81	99.77
所有者权益（亿元）	229.52	326.73	327.70
短期债务（亿元）	132.59	165.03	174.65
长期债务（亿元）	116.95	177.85	207.43
全部债务（亿元）	249.54	342.88	382.08
营业总收入（亿元）	650.19	730.24	95.66
营业成本（亿元）	570.93	635.82	84.10
其他收益（亿元）	0.27	0.40	0.05
利润总额（亿元）	38.89	37.17	3.62
EBITDA（亿元）	58.38	58.15	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	407.19	479.68	129.51
经营活动现金流入小计（亿元）	500.08	612.96	156.99
经营活动现金流量净额（亿元）	1.52	-39.57	-27.61
投资活动现金流量净额（亿元）	-30.82	-58.66	-7.79
筹资活动现金流量净额（亿元）	21.29	112.66	30.91
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.70	6.14	--
存货周转次数（次）	1.89	1.46	--
总资产周转次数（次）	0.83	0.70	--
现金收入比（%）	61.61	62.63	135.39
营业利润率（%）	11.54	11.96	11.61
总资本收益率（%）	8.91	8.54	--
净资产收益率（%）	13.75	13.82	--
长期债务资本化比率（%）	27.37	33.75	38.76
全部债务资本化比率（%）	48.74	52.09	53.83
资产负债率（%）	76.00	77.73	76.01
流动比率（%）	111.04	107.71	116.67
速动比率（%）	49.01	43.32	50.29
经营现金流动负债比（%）	-4.24	0.22	--
现金短期债务比（倍）	0.75	0.60	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	6.39	6.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.27	--

注：1. 2022—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；3. 2024 年一季度财务报表未经审计；4. “--”代表数据不适用；5. 其他应收款包含应收利息和应收股利

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务报表和公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.47	15.31	/
应收账款（亿元）	0.20	2.38	/
其他应收款（亿元）	37.56	70.51	/
存货（亿元）	0.06	0.06	/
长期股权投资（亿元）	136.99	203.00	/
固定资产（亿元）	0.06	0.04	/
在建工程（亿元）	0.00	0.00	/
资产总额（亿元）	189.14	309.58	/
实收资本（亿元）	15.61	15.61	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	104.57	167.07	/
短期债务（亿元）	0.54	0.74	/
长期债务（亿元）	36.29	78.46	/
全部债务（亿元）	36.83	79.20	/
营业总收入（亿元）	0.28	0.46	/
营业成本（亿元）	0.18	0.18	/
其他收益（亿元）	0.00	0.00	/
利润总额（亿元）	10.38	14.67	/
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.06	0.72	/
经营活动现金流入小计（亿元）	28.01	510.43	/
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.71	-25.05	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-22.75	-64.80	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	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）	4.75	3.06	/
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	/
现金收入比（%）	21.52	158.86	/
营业利润率（%）	34.03	48.32	/
总资本收益率（%）	8.08	7.16	/
净资产收益率（%）	9.93	8.77	/
长期债务资本化比率（%）	25.76	31.96	/
全部债务资本化比率（%）	26.04	32.16	/
资产负债率（%）	44.71	46.04	/
流动比率（%）	100.11	138.03	/
速动比率（%）	99.97	137.94	/
经营现金流动负债比（%）	-3.54	-39.16	/
现金短期债务比（倍）	19.53	20.79	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；2. “/”代表数据未取得；3. 其他应收款包含应收利息和应收股利
 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