

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（第二期）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〕11309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及其拟发行的2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）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（第二期）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：

二〇二四年十二月六日

声 明

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

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

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

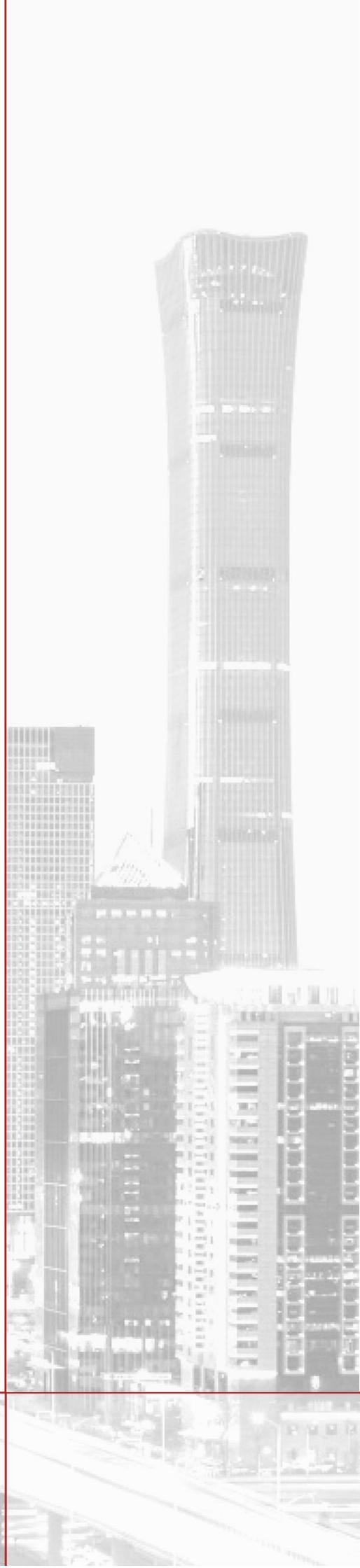
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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（第二期）

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	2024/12/06

债项概况 本期债项发行规模为不超过 5 亿元（含 5 亿元），期限为 3 年；每年付息一次，到期一次还本；本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息债务。

评级观点 山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）为山东省最重要的交通运输投融资、建设、运营及管理主体。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，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。公司建立了完善的法人治理结构和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，充足的施工项目储备为公司业务持续发展提供了保证；但公司投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期长，PPP 项目未来运营回款情况需保持关注；同时公司在建规模较大，存在较大资金支出压力。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；公司经营规模保持增长，但非经常性损益对利润形成一定影响，整体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，随着山东省经济的发展和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，对公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：项目储备已无法支撑公司维持现有业务规模；财务杠杆水平大幅提升且偿债指标表现明显恶化；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。**2023 年，公司控股股东山东高速集团位列《工程新闻纪录 ENR》最大 250 家全球承包商第 64 位。公司作为山东高速集团下属从事路桥建设施工的核心上市子公司，持续获得股东在项目承接和融资等方面的有力支持。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。截至 2024 年 6 月底，公司在手未完工合同额为 1296.17 亿元，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%，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（以下简称“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效应，进一步提升公司整体市场竞争力。

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 2024 年 6 月底，公司流动资产中应收账款、合同资产和存货合计占资产总额的 52.83%，对资金形成较大占用；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。
- **全部债务规模大且持续增长，整体债务负担较重。**2021—2023 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 34.23%。截至 2024 年 6 月底，公司全部债务 388.90 亿元，较上年底增长 13.42%。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 77.04%、53.52% 和 39.77%。考虑到公司其他权益工具中包含永续债和可转债，规模较大，公司实际债务负担较重。
- **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，收入实现情况表现差；考虑到公司投资/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，公司外部融资需求较大。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	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：政府支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

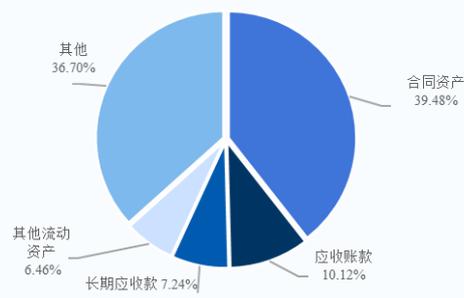
主要财务数据

合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年6月
现金类资产(亿元)	86.64	79.38	100.98	103.12
资产总额(亿元)	833.87	1030.50	1395.39	1470.77
所有者权益(亿元)	200.13	229.52	326.73	337.70
短期债务(亿元)	114.88	132.59	165.03	165.91
长期债务(亿元)	75.43	116.95	177.85	222.98
全部债务(亿元)	190.30	249.54	342.88	388.90
营业总收入(亿元)	575.22	650.19	730.24	284.97
利润总额(亿元)	33.92	38.89	37.17	15.13
EBITDA(亿元)	47.97	58.38	58.15	--
经营性净现金流(亿元)	-23.56	1.52	-39.57	-25.97
营业利润率(%)	11.54	11.96	12.69	11.84
净资产收益率(%)	13.75	13.82	9.40	--
资产负债率(%)	76.00	77.73	76.58	77.04
全部债务资本化比率(%)	48.74	52.09	51.21	53.52
流动比率(%)	111.04	107.71	113.60	118.17
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	0.62
EBITDA利息倍数(倍)	6.39	6.22	4.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.97	4.27	5.90	--

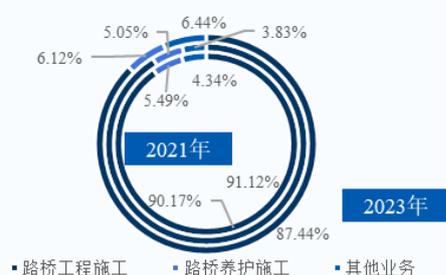
公司本部口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年6月
资产总额(亿元)	178.32	189.14	309.58	315.37
所有者权益(亿元)	97.47	104.57	167.07	166.09
全部债务(亿元)	35.66	36.83	79.20	86.98
营业总收入(亿元)	0.10	0.28	0.46	0.23
利润总额(亿元)	6.98	10.38	14.67	1.50
资产负债率(%)	45.34	44.71	46.04	47.34
全部债务资本化比率(%)	26.79	26.04	32.16	34.37
流动比率(%)	127.69	100.11	138.03	159.92
经营现金流动负债比(%)	11.35	-3.54	-39.16	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2021—2023年，公司财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；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. 公司2024半年度财务数据未经审计，相关指标未年化，以“--”表示
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

2023年底公司资产构成



2021—2023年公司收入构成



2021—2023年公司现金流情况



2021—2023年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 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	1395.39	326.73	730.24	12.69	37.17	76.58	51.21	5.90	4.20	1.25	5.36	0.60
甘肃公投	AAA	1796.42	786.58	285.07	13.29	12.44	56.21	47.25	23.98	1.09	2.17	3.17	0.17
北京住总	AAA	1108.43	256.71	421.14	8.06	8.55	76.84	65.59	30.53	0.76	0.82	7.02	0.38
中交一航局	AAA	876.08	212.91	544.65	8.32	16.43	75.70	43.88	5.67	4.65	3.10	7.42	0.65

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及公开资料整理

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	2024/06/07	王默璇 刘卓雅	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	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 旻 刘晓亮	建筑行业企业信用分析要点（2013年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；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：朱一汀 zhuyt@lhratings.com

项目组成员：杨 哲 yangzhe@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（以下简称“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（以下简称“丹东化纤”）¹，系由丹东化学纤维（集团）有限责任公司（现已注销）独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。2012 年 10 月，中国证券监督管理委员会核准了丹东化纤的重大资产重组方案，即丹东化纤向山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）发行 67943.91 万股购买其持有的山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）100.00% 股权，并于当月完成股权过户登记。2012 年 11 月，公司完成工商变更登记，控股股东变更为山东高速集团。2012 年 12 月，公司名称变更为现名。公司证券简称“山东路桥”，证券代码“000498.SZ”。截至 2024 年 6 月底，公司注册资本为 15.61 亿元，股本为 21.53 亿元。山东高速集团直接持有公司 49.75% 的股份，并通过下属子公司山东高速投资控股有限公司（以下简称“高速控股”）间接持有公司 5.93% 的股份，为公司控股股东；公司实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。

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

截至 2024 年 6 月底，公司本部设置包括办公室、投资发展部、经营开发部和财务管理部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内的一级子公司共 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，公司实现营业总收入 730.24 亿元，利润总额 37.17 亿元。

截至 2024 年 6 月底，公司合并资产总额 1470.77 亿元，所有者权益 337.70 亿元（含少数股东权益 103.39 亿元）；2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 284.97 亿元，利润总额 15.13 亿元。

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

二、本期债项概况

公司已于 2024 年 2 月 4 日注册通过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（证监许可〔2024〕253 号文），并于 2024 年 5 月 23 日发行了“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）”。本期为第二期，债券名称为“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（第二期）”（以下简称“本期债项”）。

本期债项发行规模为不超过 5 亿元（含 5 亿元），期限为 3 年；每年付息一次，到期一次还本；本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息债务。此外，本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策加力，经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024 年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。

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。

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年半年报）》。

四、行业及区域环境分析

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。2023年资产收购事项进一步提升了公司整体竞争力。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，公司控股股东山东高速集团位列《工程新闻纪录ENR》最大250家全球承包商第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子公司山东省高速路桥养护集团有限公司（以下简称“养护集团”）进行。

2023年，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”）合计86.73%的股份（以下简称“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，公司成为交建集团全资股东，并将其纳入合并报表范围。

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

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；承建济南零碳高速光伏项目，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、临港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核心技术的知识产权。

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。

截至报告出具日，公司董事、监事及高级管理人员共计 18 名。

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（以下简称“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，公司总经理、副总经理；2024 年 9 月起任公司党委书记、董事长（法定代表人）。

万雨帆先生，1975 年 12 月生，硕士研究生学历，工程技术应用研究员。曾任山东高速潍日公路有限公司总经理，山东高速城投绕城高速公路有限公司董事长（法定代表人）、总经理，山东省公路桥梁建设集团有限公司董事、总经理；2024 年 9 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

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 10 月 28 日，公司本部已结清信贷中有 2 笔不良类和 35 笔关注类贷款、7 笔不良/违约类银行承兑汇票和 1 笔不良/违约类信用证；公司未结清信贷中有 115 笔不良类贷款，逾期本金 4.31 亿元，以上信息均为原借壳上市公司丹东化纤破产重组的遗留问题，目前尚未处理完毕。

根据中国建设银行《企业信用报告》(统一社会信用代码: 91370000163048885W), 截至 2024 年 11 月 14 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。截至 2024 年 12 月 5 日, 路桥集团本部存在 4 笔被执行记录, 执行标的金额合计 335.74 万元; 路桥集团京山分公司存在 2 笔被执行记录, 执行标的金额合计 490.43 万元。

根据公司及各路桥集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录, 联合资信未发现公司及路桥集团存在逾期或违约记录, 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、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。

2 管理水平

公司建立了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, 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》。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

路桥工程施工业务收入为公司收入的主要来源，随着路桥工程施工业务收入及毛利率的增长，2021—2023年，公司营业总收入和综合毛利率均持续增长。

2021—2023年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长12.67%。其中，路桥工程施工业务收入为公司收入的主要来源，其收入占比保持在87.00%以上。公司路桥养护施工及其他业务板块规模较小，对公司收入的贡献有限。从营业收入区域分布来看，2021—2023年，公司营业总收入主要来自华东地区（占营业总收入的比例分别为73.20%、73.71%和75.47%），存在一定区域集中度情况。

2021—2023年，公司综合毛利率持续增长，主要系路桥工程施工板块毛利率持续增长所致。

图表3·2021—2023年及2024年1—6月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023年			2024年1—6月		
	收入	占比	毛利率									
路桥工程施工	518.66	90.17%	11.22%	592.47	91.12%	11.69%	638.54	87.44%	12.23%	253.74	89.04%	11.70%
路桥养护施工	31.60	5.49%	13.75%	32.82	5.05%	16.60%	44.70	6.12%	14.60%	17.04	5.98%	12.74%
其他	24.96	4.34%	20.74%	24.90	3.83%	18.29%	47.00	6.44%	20.84%	14.18	4.98%	19.31%
合计	575.22	100.00%	11.77%	650.19	100.00%	12.19%	730.24	100.00%	12.93%	284.97	100.00%	12.14%

注：公司其他板块主要包括商品混凝土加工销售、周转材料及设备租赁销售和工程设计咨询三类业务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

2024年1—6月，公司营业总收入同比小幅下降8.69%；同期，综合毛利率同比变化不大。

2 业务经营分析

（1）路桥工程施工

2021—2023年，公司路桥工程施工业务新签合同数量持续增长，截至2024年6月底在手未完工合同额充足，为公司业务持续发展提供了保障。但公司投资/入股-施工一体化项目和PPP项目回款周期长，PPP项目未来运营回款情况需保持关注；同时公司在建规模较大，存在较大资金支出压力。此外，公司有一定规模的海外项目，需关注海外项目相关风险。

2021—2023年，公司路桥工程施工业务收入持续增长，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。公司路桥工程施工业务主要由子公司路桥集团负责，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。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。

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合作成立项目公司，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。特许运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。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，第二期为开工之日起 1 年内，不同项目的出资金额比例不同。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”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。

项目承揽方面，2021—2023 年，公司新签合同数量持续增长；但新签合同金额波动较大，主要系新增项目差异所致。从新签合同来源来看，作为山东省内公路桥梁施工的龙头企业，公司近年来中标项目以山东省内为主；省外新签合同集中在云南、四川、湖北、江苏、福建和河南等地；此外，公司围绕“一带一路”沿线国家，开拓东欧市场并重点跟踪中亚和东南亚市场。

2024 年 1—6 月，公司新签合同数量同比增长 17.24%，但新签合同金额同比下降 11.95%。截至 2024 年 6 月底，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 4 • 近年来公司路桥工程施工板块新签合同情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月	
新签合同数量（个）	895	1037	1304	578	
新签合同金额（亿元）	1010.41	876.17	1186.90	467.49	
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	/
	山东省外合同额（亿元）	217.63	339.32	278.96	/
	海外合同额（亿元）	45.89	64.33	42.03	/

注：“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司年报、公司提供资料整理及公开资料整理

公司持续推进项目建设，2021—2023 年，公司完工合同数量保持增长，完工合同金额受项目差异影响有所波动。

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。

图表 5 • 近年来公司路桥工程施工板块建设情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
完工合同数量（个）	177	216	267	/
完工合同金额（亿元）	584.20	400.47	414.63	/
期末在手未完工合同数量（个）	258	519	413	499
期末在手未完工合同金额（亿元）	968.70	986.20	1315.50	1296.17

注：“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司年报、公司提供资料整理及公开资料整理

截至 2024 年 6 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 494.74 亿元，累计确认收入 322.71 亿元，累计结算金额 249.60 亿元，累计收到回款 255.47 亿元。

图表 6 • 截至 2024 年 6 月底公司投资-施工一体化主要在建项目情况（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
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-1）	23.59	2021/03	1095 天	91.18%	19.26	17.62	17.78
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-2）	25.91	2021/03	1095 天	98.24%	24.55	21.77	20.66
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-3）	24.38	2021/01	1095 天	99.56%	22.40	20.13	20.11

临淄至临沂高速公路工程 (LLSG-4)	19.22	2021/03	1095 天	99.39%	18.69	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	95.70%	15.42	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	99.88%	9.92	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	97.53%	25.91	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	99.57%	17.04	15.13	14.32
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	91.17%	16.38	14.20	14.36
临沂至滕州公路工程施工合同 (第三标段)	14.37	2022/06	36 个月	66.05%	8.68	8.05	8.63
临沂至滕州公路工程施工合同 (第六标段)	20.76	2022/06	36 个月	75.42%	14.00	11.08	11.93
临沂至滕州公路工程施工合同 (第七标段)	7.58	2022/06	36 个月	81.41%	8.16	5.54	4.79
临沂至滕州公路工程施工合同 (第八标段)	8.15	2022/06	36 个月	79.92%	11.38	6.52	7.38
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	95.36%	11.21	9.49	9.67
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	92.42%	10.55	8.14	8.76
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	78.68%	8.10	7.53	7.83
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	69.29%	5.13	3.76	4.41
高青至商河公路施工合同 (第一合同段)	17.55	2022/07	48 个月	78.27%	12.14	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	69.10%	8.26	7.12	6.23
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	66.28%	14.46	6.57	8.83
东营至青州高速公路改扩建工程	36.29	2022/09	1080 日历天	67.33%	20.51	14.12	16.97
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	17.90%	3.53	0.22	0.89
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	18.96%	4.33	0.28	0.81
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	17.19%	3.42	0.24	0.69
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	13.94%	3.34	--	--
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	27.40%	5.92	0.27	0.27
合计	494.74	--	--	--	322.71	249.60	255.47

注：“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司 2024 年半年度经营情况公告整理

截至 2024 年 3 月底²，公司共参与 32 个 PPP 项目。其中，在建 PPP 项目共 17 个；总投资 109.26 亿元，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。公司在建项目规模较大，面临较大资金支出压力。

图表 7· 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 ³	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%

² 未获取公司 PPP 项目 2024 年 6 月底数据。

³ 项目总投资包括项目资本金和银行借款 (若有)。

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%
郸城县“四好农村路”提质增效工程 PPP 项目	郸城县交通运输局	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

截至 2024 年 3 月底，公司已完工运营的 PPP 项目共 15 个，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，需持续关注 PPP 项目的运营及回款风险。

图表 8 • 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

公司早期的海外业务活动主要通过国家的援外建设项目展开。近年来，公司响应“一带一路”国家政策，在“一带一路”沿线国家持续进行市场开拓和项目建设。2021—2023年，公司境外新签合同金额虽有所波动，但确认收入规模持续增长（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%）。考虑到海外市场的政治、经济环境存在不稳定性，需关注公司海外项目的施工进度和回款情况。

（2）路桥养护施工业务

公司路桥养护施工业务整体规模较小，2021—2023年，公司路桥养护施工板块收入保持增长，毛利率有所波动。

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、翻修改建项目主要通过单个项目竞标获得，工期根据具体养护维护内容确定。

2021—2023年，公司路桥养护施工业务收入保持增长，毛利率有所波动。

3 关联交易

2021—2023年，公司营业总收入中来自关联方的占比呈波动下降趋势但仍较高，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，履行了适当的审议及信息披露义务。

公司与控股股东山东高速集团、山东高速股份有限公司（其他关联法人，以下简称“山东高速股份”）以及山东高速济泰城际公路有限公司（其他关联法人）等关联方的交易规模较大。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%，占比仍较高。

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

根据公司各年度审计报告，公司日常生产经营工程施工劳务、材料采购等关联交易除单独履行审议程序的项目外均按照股东大会等议案通过事项执行。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水平，整体经营效率较高。

图表9 • 2023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
销售债权周转次数（次）	5.36	3.17	7.02	7.42
存货周转次数（次）	1.25	2.17	0.82	3.10
总资产周转次数（次）	0.60	0.17	0.38	0.65

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，下同
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，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年半年度财务报表未经审计。

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。2022 年，公司合并范围内一级子公司未发生变化。2023 年，公司主要通过同一控制下企业合并，新增 1 家一级子公司交建集团；2024 年 1—6 月，公司合并范围内一级子公司未发生变化。截至 2024 年 6 月底，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 年底，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，但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高，对公司资金形成较大占用；同时融资合同模式下项目投入规模增长较快，该类项目回款周期长。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2021—2023 年底，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· 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比	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%	1071.60	72.86%
货币资金	73.05	8.76%	67.01	6.50%	81.73	5.86%	90.54	6.16%
应收账款	86.28	10.35%	99.78	9.68%	141.21	10.12%	156.10	10.61%
存货	24.98	3.00%	25.71	2.49%	30.16	2.16%	33.82	2.30%
合同资产	319.54	38.32%	412.46	40.03%	550.86	39.48%	587.16	39.92%
其他流动资产	56.09	6.73%	67.35	6.54%	90.18	6.46%	93.25	6.34%
非流动资产	217.19	26.05%	297.56	28.88%	387.36	27.76%	399.17	27.14%
债权投资	19.90	2.39%	13.08	1.27%	12.06	0.86%	17.04	1.16%
其他非流动金融资产	10.44	1.25%	28.28	2.74%	58.70	4.21%	56.48	3.84%
长期应收款	48.18	5.78%	85.64	8.31%	100.98	7.24%	109.47	7.44%
长期股权投资	48.98	5.87%	57.78	5.61%	76.93	5.51%	79.08	5.38%
资产总额	833.87	100.00%	1030.50	100.00%	1395.39	100.00%	1470.77	100.00%

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

2021—2023 年底，公司货币资金波动增长。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，2021—2023 年底，公司应收账款持续增长。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⁴回款规模降低所致；公司应收账款账龄 1 年以内占 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。

⁴ 主要指非关联业主方。

公司已完工未结算的工程款列示于合同资产，2021—2023 年底，公司合同资产持续增长。截至 2023 年底，公司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 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

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021—2023 年底，公司存货规模持续增长。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。

2021—2023 年底，公司其他流动资产（主要为留抵、预交及应收增值税）持续增长，年均复合增长 26.80%。

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{}其中，截至 2023 年底，公司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；公司债权投资较上年底小幅下降 7.80%；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对投资/入股-施工一体化项目的投资。

公司将 PPP 项目完成工作量确认工程款列示于长期应收款。2021—2023 年底，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 44.77%。截至 2022 年底，公司长期应收款较上年底大幅增长 77.74%，主要系 PPP 项目确认的收入中新增公司垫付的拆迁费所致；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 2024 年 6 月底，公司资产总额及资产结构均较上年底变化不大。其中，公司应收账款较上年底增长 10.54%，主要系经营规模增长的正常带动以及部分工程项目业主回款滞后所致。同期末，公司资产受限比例较低。

图表 12 • 截至 2024 年 6 月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	7.19	0.49%	保证金、押金
应收账款	1.04	0.07%	银行借款抵押
长期应收款	0.42	0.03%	银行借款抵押
固定资产	3.80	0.26%	银行借款质押
在建工程	38.50	2.62%	银行借款质押
无形资产	0.09	0.01%	银行借款抵押
合计	51.06	3.47%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2021 年底以来，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 年底，公司所有者权益持续增长，主要系发行永续债和可转债、利润积累以及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 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构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比	金额	占比
股本	21.50	10.74%	21.52	9.38%	21.53	6.59%	21.53	6.37%
其他权益工具	29.00	14.49%	29.00	12.63%	92.89 ⁵	28.43%	92.89	27.51%
资本公积	12.72	6.35%	12.89	5.62%	2.07	0.63%	2.07	0.61%
未分配利润	63.62	31.79%	84.30	36.73%	103.06	31.54%	111.27	32.95%
归属于母公司权益	135.25	67.58%	157.10	68.44%	226.92	69.45%	234.32	69.39%
少数股东权益	64.88	32.42%	72.43	31.56%	99.81	30.55%	103.39	30.61%
所有者权益合计	200.13	100.00%	229.52	100.00%	326.73	100.00%	337.70	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年 6 月底，公司所有者权益规模和构成均较上年底变化不大，所有者权益稳定性仍弱。

（2）负债

2021—2023 年底，随着项目投资规模的加大，公司有息债务规模持续增长。公司短期债务占比虽有所下降，但占比仍较高，存在一定的集中偿付压力。此外，考虑到公司其他权益工具中永续债及可转债规模较大，公司实际债务负担较重。

2021—2023 年底，公司负债规模持续增长，一方面系公司经营规模的扩大导致经营性债务包括应付账款（主要为应付材料采购款和工程分包款）和其他应付款（主要为各类押金保证金和单位往来款等）等规模持续增长所致，另一方面系公司融资需求扩大所致。

图表 14 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比	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%	906.85	80.04 %
短期借款	44.91	7.09%	59.66	7.45%	78.89	7.38%	86.89	7.67%
应付票据	38.15	6.02%	48.76	6.09%	62.27	5.83%	51.39	4.54%
应付账款	334.38	52.76%	425.39	53.11%	558.59	52.27%	584.90	51.62%
其他应付款（合计）	34.60	5.46%	40.02	5.00%	62.46	5.84%	62.04	5.48%
其他流动负债	51.59	8.14%	62.42	7.79%	79.44	7.43%	83.53	7.37%
非流动负债	78.40	12.37%	120.49	15.04%	181.30	16.97%	226.21	19.96%
长期借款	52.99	8.36%	82.86	10.34%	101.25	9.47%	123.95	10.94%
应付债券	18.00	2.84%	28.00	3.50%	69.59	6.51%	92.39	8.15%
负债总额	633.74	100.00%	800.98	100.00%	1068.66	100.00%	1133.06	100.00%

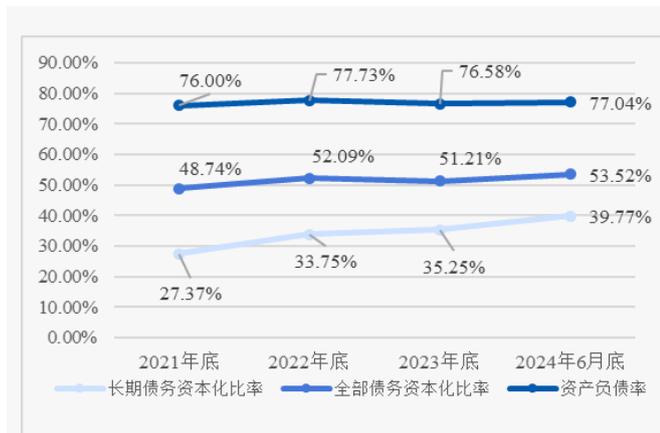
注：负债各科目占比为占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

全部债务方面，本报告分别将其他流动负债中的有息部分（超短期融资债券及计息贷款）纳入短期债务核算，将长期应付款（子公司发行的专项债等）中的有息部分纳入长期债务核算。2021—2023 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 34.23%。其中，随着短期债务占全部债务比重的持续下降，公司债务结构有所优化，但短期债务占比仍较高。从债务指标来看，2021—2023 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动增长，长期债务资本化比率持续增长。

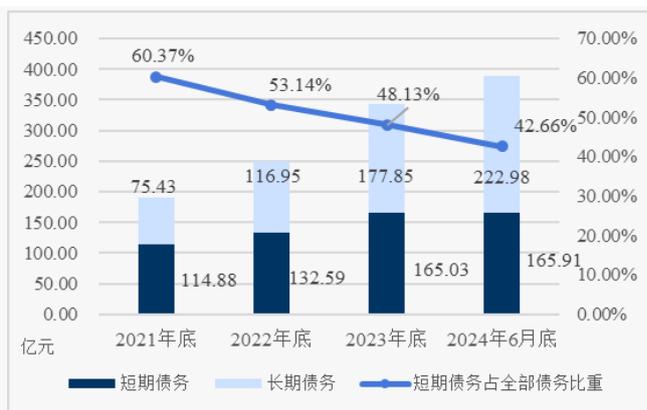
⁵ 2023 年 3 月 24 日，公司发行 2023 年山东高速路桥集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“山路转债”），发行金额 48.36 亿元。“山路转债”向原股东优先配售 39.18 亿元，占本次发行总额的 81.01%。其中，山东高速集团认购 24.06 亿元，占发行总额的 49.75%；高速投控认购 2.87 亿元，占发行总额的 5.93%；山东铁路发展基金有限公司（以下简称“山东铁路发展基金”）认购 3.33 亿元，占发行总额的 6.88%。根据公司发布的《山东高速路桥集团股份有限公司关于 2024 年第三季度可转债转股情况的公告》，自可转债转股期起始日（2023 年 10 月 9 日）至 2024 年 9 月 30 日，“山路转债”累计已转股金额为 76300.00 元，累计转股数为 9498.00 股，占转股前公司已发行股份总额的比例为 0.0006%。截至 2024 年 9 月 30 日，公司尚未转股的“山路转债”金额为 4835923700.00 元，占“山路转债”发行总量的比例为 99.9984%。截至 2024 年 9 月底，“山路转债”余额 48.3592 亿元。

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

图表 16 • 公司债务结构（单位：亿元）



注：上图债务及债务指标不含永续债和可转债
资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

截至 2024 年 6 月底，公司负债总额较上年末小幅增长 6.03%。同期末，公司全部债务较上年末增长 13.42%，短期债务占比仍较高，存在一定集中偿债压力。从偿债指标来看，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较上年末分别提高 0.45 个百分点、提高 2.32 个百分点和提高 4.52 个百分点。此外，公司其他权益工具中包含永续债和可转债，规模较大，若将相关债务计入长期债务，公司实际债务规模和债务指标将高于前述值，公司实际债务负担较重。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，但非经常性损益对公司利润形成一定影响，公司利润总额波动增长。整体看，公司盈利指标表现非常好。

公司营业总收入情况详见前文分析。2021—2023 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 23.19%，主要为管理费用及研发费用（其中研发费用占比较高，主要系公司将科技创新作为可持续发展重点，围绕主业研发立项逐年增加所致）。

非经常性损益方面，公司资产减值损失、信用减值损失及投资收益对利润有一定影响。其中，2021 年以来公司持续计提资产减值损失，主要系合同资产计提坏账金额增加所致；公司信用减值损失持续增加，主要系计提应收账款坏账损失增加所致。公司投资收益主要为带资施工项目收到的投资收益，2021 年以来投资收益规模持续增长。综上影响，2021—2023 年，公司利润总额波动增长。

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。但与所选公司比较，公司营业总收入和盈利指标均处于前列，公司盈利指标表现非常好。

受营业总收入同比下降的影响，2024 年 1—6 月，公司利润总额同比下降 16.70%。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
营业总收入	575.22	650.19	730.24	284.97
营业成本	507.53	570.93	635.82	250.37
期间费用	31.36	36.12	47.59	16.86
资产减值损失	-3.11	-2.88	-7.23	-1.22
信用减值损失	-0.61	-2.33	-3.02	-1.75
投资收益	1.66	1.95	1.97	1.15
利润总额	33.92	38.89	37.17	15.13
营业利润率	11.54%	11.96%	12.69%	11.84%
总资本收益率	8.91%	8.54%	6.44%	--
净资产收益率	13.75%	13.82%	9.40%	--

注：“--”代表数据不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 18 • 公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 19 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

项目	公司	甘肃公投	北京住总	中交一航局
营业总收入（亿元）	730.24	285.07	421.14	544.65
营业利润率	12.69%	13.29%	8.06%	8.32%
总资产收益率	6.44%	1.42%	1.65%	5.60%
净资产收益率	9.40%	1.34%	2.84%	7.02%

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净额波动较大，收入实现情况表现差，经营获现能力趋弱；公司投资活动现金流持续净流出，经营和投资活动需要依赖外部融资的支持。考虑到公司在建项目规模较大、投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长以及债务的滚动续接，公司仍存在较大外部融资需求。

从经营活动来看，2021—2023 年，公司经营活动现金流入量持续增长。其中，销售商品、提供劳务收到的现金占比在 78.00% 以上；但由于工程计量结算周期的拉长以及建设期结算比例的下降，综合导致 2021 年以来公司现金收入比持续上升，收入实现质量差。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。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。综上影响，2021—2023 年，公司经营活动现金流量净额波动较大，仅 2022 年实现小幅净流入。

图表 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
经营活动现金流入	434.66	500.08	612.96	263.54
经营活动现金流出	458.22	498.56	652.53	289.51
经营活动产生的现金流量净额	-23.56	1.52	-39.57	-25.97
投资活动现金流入	38.12	8.25	3.83	11.00
投资活动现金流出	67.57	39.06	62.49	13.23
投资活动产生的现金流量净额	-29.45	-30.82	-58.66	-2.24
筹资活动前现金流量净额	-53.02	-29.30	-98.23	-28.21
筹资活动现金流入	182.73	177.19	374.96	152.44
筹资活动现金流出	132.95	155.90	262.29	115.42
筹资活动产生的现金流量净额	49.78	21.29	112.66	37.03
现金收入比	61.61%	62.63%	65.69%	74.02%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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 年投资活动现金流入规模持续下降。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，2021—2023 年投资活动现金流出波动下降。综上，公司投资活动现金流持续净流出，且资金缺口持续扩大。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流持续净流出，经营及投资活动依赖外部融资的支持。

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；筹资活动现金流出以偿还债务本息支出为主。公司所处融资环境良好，2021—2023 年筹资活动现金流持续净流入。

2024 年 1—6 月，公司经营及投资活动现金流仍呈净流出状态，但筹资活动现金流仍保持净流入。考虑到公司在建项目规模较大、投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长以及债务的滚动续接，公司仍存在较大外部融资需求。

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；或有负债风险小，融资渠道畅通。

图表 21 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
短期偿债指标	流动比率	111.04%	107.71%	113.60%	118.17%
	速动比率	49.01%	43.32%	48.12%	49.69%
	经营现金流动负债比	-4.24	0.22	-4.46	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.21	0.01	-0.24	--
	现金短期债务比（倍）	0.75	0.60	0.61	0.62
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	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.12	0.01	-0.12	--
	EBITDA 利息倍数（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：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2021—2024 年 6 月底，公司流动比率及速动比率均有所波动，流动资产对流动负债的保障程度一般。同期末，公司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；EBITDA 对利息支出的覆盖程度很高，且全部债务/EBITDA 指标表现很强。整体看，公司长期偿债指标表现很强。

截至 2024 年 6 月底，公司获得总授信额度 1220.89 亿元，尚未使用的银行授信额度为 823.89 亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2024 年 6 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2024 年 6 月底，公司对外担保余额 0.11 亿元，占当期末净资产的比例很低，或有负债风险小。

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，公司本部实际债务规模和债务指标将高于上述值，公司本部实际债务负担较重。

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%。现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为-25.05 亿元，投资活动现金流净额-64.80 亿元，筹资活动现金流净额 94.10 亿元。

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

九、ESG 分析

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

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

社会责任方面，公司建立多层次、多渠道人才引进体系，并注重员工赋能，积极为人才搭建成长舞台，重视对员工的人文关怀，将保障员工安全与健康视为企业基本职责。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，且建立了完善的法人治理结构。2021—2023 年及 2024 年上半年，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

十、外部支持

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

1 支持能力

公司控股股东山东高速集团成立于 1997 年，山东省国资委通过直接和间接方式合计持有山东高速集团 90.00% 股权，为其实际控制人。山东高速集团是山东省最重要的交通运输投融资、建设、运营及管理主体，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。公司实际控制人和控股股东综合实力非常强。

2 支持可能性

公司作为山东高速集团下属从事路桥建设施工的核心上市公司，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%。

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 年及 2024 年 1—6 月，公司确认其他收益分别为 0.12 亿元、0.27 亿元、0.40 亿元和 0.08 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结构影响较小；且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为不超过 5 亿元(含 5 亿元),按发行金额上限测算,分别占公司 2023 年底长期债务和全部债务的 2.81% 和 1.46%, 对公司现有债务结构影响较小。

以 2023 年底财务数据为基础, 本期债项发行后, 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 76.67%、51.57% 和 35.88%, 公司负债水平有所上升, 债务负担有所加重。但考虑到本期债项募集资金扣除发行费用后, 拟全部用于偿还有息债务, 公司债务指标将低于上述模拟值。

2 本期债项偿还能力

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, 但公司 2023 年经营性现金流为净流出, 无法对长期债务进行覆盖。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

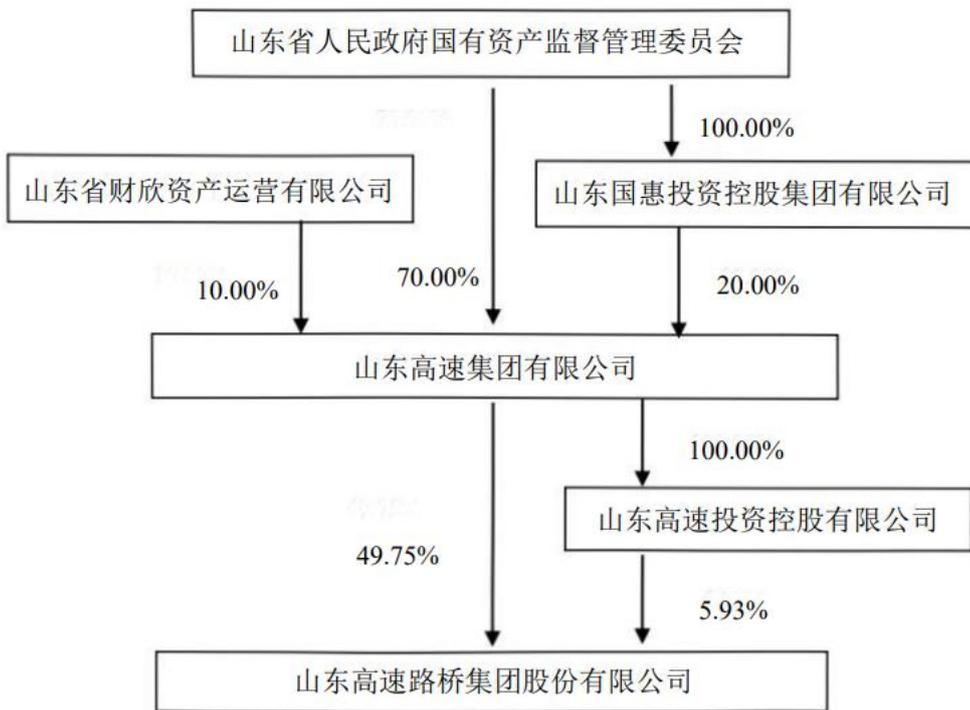
项目	2023 年
发行后长期债务* (亿元)	182.85
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	3.35
经营现金/发行后长期债务 (倍)	-0.22
发行后长期债务/EBITDA (倍)	3.14

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: 联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

十二、评级结论

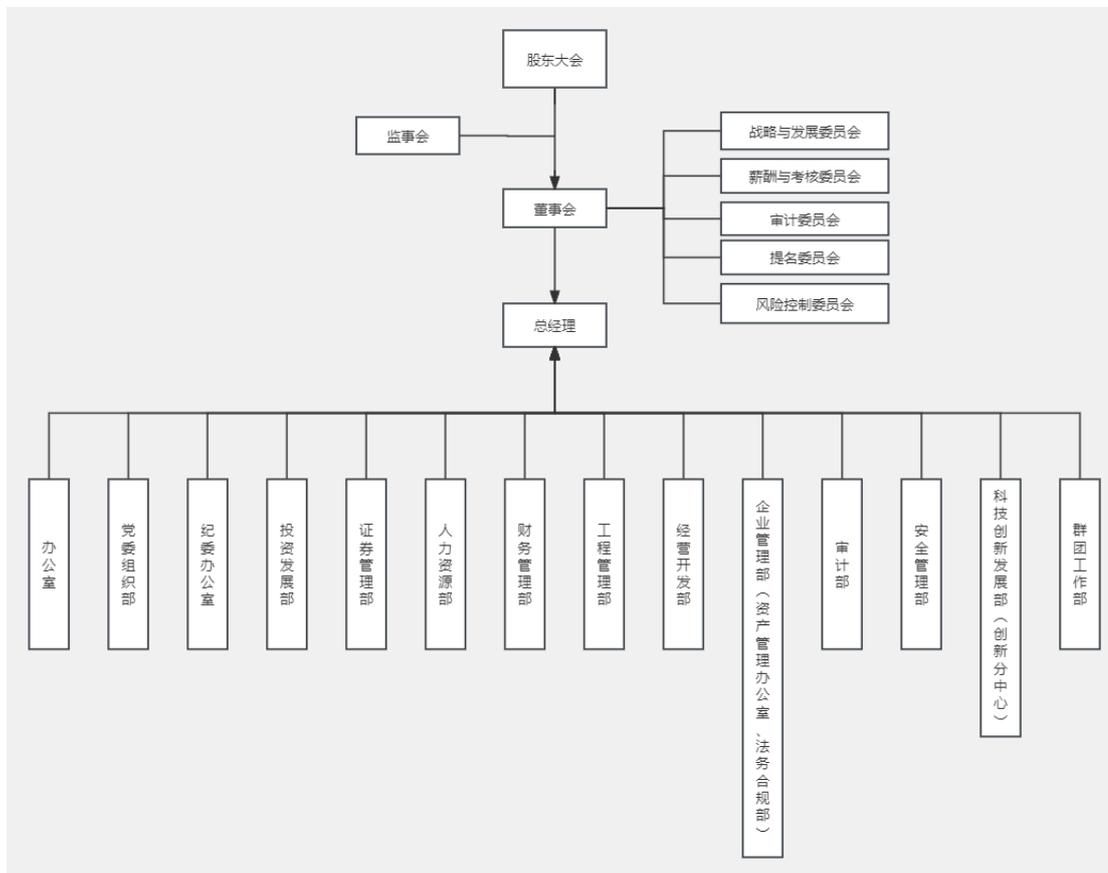
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估, 联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA, 本期债项信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并口径主要一级子公司情况（截至 2024 年 6 月底）

子公司名称	注册资本金 (亿元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
山东省路桥集团有限公司	60.10	工程施工	100.00%	--	反向收购与发行股份购买资产
山东高速交通建设集团有限公司	12.06	土木工程建筑业	100.00%	--	同一控制下企业合并
滨州交通发展集团有限公司	9.00	工程施工	51.00%	--	收购
中铁隆工程集团有限公司	6.71	工程施工	49.82%	--	收购
中工武大设计集团有限公司	1.34	专业技术服务业	51.00%	--	收购
宁夏公路桥梁建设有限公司	3.50	工程施工	51.00%	--	收购
山东高速莱钢绿建发展有限公司	6.00	工程施工	51.00%	--	收购
山东高速路桥投资管理有限公司	20.00	商务服务	100.00%	--	投资设立
山东高速齐鲁建设集团有限公司	5.13	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	15.20	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的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	86.64	79.38	100.98	103.12
应收账款（亿元）	86.28	99.78	141.21	156.10
其他应收款（亿元）	24.71	30.52	53.86	55.08
存货（亿元）	24.98	25.71	30.16	33.82
长期股权投资（亿元）	48.98	57.78	76.93	79.08
固定资产（亿元）	32.37	35.43	42.92	42.02
在建工程（亿元）	29.30	46.67	2.88	2.32
资产总额（亿元）	833.87	1030.50	1395.39	1470.77
实收资本（亿元）	21.50	21.52	21.53	21.53
少数股东权益（亿元）	64.88	72.43	99.81	103.39
所有者权益（亿元）	200.13	229.52	326.73	337.70
短期债务（亿元）	114.88	132.59	165.03	165.91
长期债务（亿元）	75.43	116.95	177.85	222.98
全部债务（亿元）	190.30	249.54	342.88	388.90
营业总收入（亿元）	575.22	650.19	730.24	284.97
营业成本（亿元）	507.53	570.93	635.82	250.37
其他收益（亿元）	0.12	0.27	0.40	0.08
利润总额（亿元）	33.92	38.89	37.17	15.13
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	210.94
经营活动现金流入小计（亿元）	434.66	500.08	612.96	263.54
经营活动现金流量净额（亿元）	-23.56	1.52	-39.57	-25.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-29.45	-30.82	-58.66	-2.24
筹资活动现金流量净额（亿元）	49.78	21.29	112.66	37.03
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	74.02
营业利润率（%）	11.54	11.96	12.69	11.84
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	39.77
全部债务资本化比率（%）	48.74	52.09	51.21	53.52
资产负债率（%）	76.00	77.73	76.58	77.04
流动比率（%）	111.04	107.71	113.60	118.17
速动比率（%）	49.01	43.32	48.12	49.69
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	0.62
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. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2021—2023 年，公司财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；3. 公司 2024 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化，以“--”表示

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.44	10.47	15.31	12.10
应收账款（亿元）	0.00	0.20	2.38	2.99
其他应收款（亿元）	36.10	37.56	70.51	85.01
存货（亿元）	0.01	0.06	0.06	0.10
长期股权投资（亿元）	105.40	136.99	203.00	199.82
固定资产（亿元）	0.06	0.06	0.04	0.04
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	178.32	189.14	309.58	315.37
实收资本（亿元）	15.58	15.61	15.61	15.61
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	97.47	104.57	167.07	166.09
短期债务（亿元）	9.32	0.54	0.74	0.47
长期债务（亿元）	26.35	36.29	78.46	86.51
全部债务（亿元）	35.66	36.83	79.20	86.98
营业总收入（亿元）	0.10	0.28	0.46	0.23
营业成本（亿元）	0.03	0.18	0.18	0.06
其他收益（亿元）	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	6.98	10.38	14.67	1.50
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.10	0.06	0.72	0.83
经营活动现金流入小计（亿元）	35.56	28.01	510.43	159.51
经营活动现金流量净额（亿元）	6.18	-1.71	-25.05	-10.28
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.69	-22.75	-64.80	6.87
筹资活动现金流量净额（亿元）	36.92	1.41	94.10	0.47
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）	0.001	0.002	0.002	--
现金收入比（%）	100.62	21.52	158.86	364.68
营业利润率（%）	58.56	34.03	48.32	67.82
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	34.25
全部债务资本化比率（%）	26.79	26.04	32.16	34.37
资产负债率（%）	45.34	44.71	46.04	47.34
流动比率（%）	127.69	100.11	138.03	159.92
速动比率（%）	127.67	99.97	137.94	159.76
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	25.59
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2024 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算，以“/”表示；3. “--”代表数据不适用，“*”代表分母为 0

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

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。