

## 山东高速集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：邢 杰 [jxing@ccxi.com.cn](mailto:jxing@ccxi.com.cn)

项目组成员：孙 悦 [ysun02@ccxi.com.cn](mailto:ysun02@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 22 日

## 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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。

■ 中诚信国际关联机构上海和逸信息科技有限公司对中国农业银行股份有限公司提供了数据账号及API接口服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。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。

■ 本信用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者据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用者购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次信用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评级对象进行跟踪评级，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。

■ 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0828 号

## 山东高速集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“06 鲁高速债/06 鲁高速”、“07 鲁高速债”、“14 鲁高速 MTN002”、“15 鲁高速 MTN003”、“16 鲁高速 MTN003”、“17 鲁高速 MTN003”、“19 鲁高速 MTN001”、“19 鲁高速 MTN002”、“19 鲁高速 MTN003”、“19 鲁高速 MTN004”、“19 鲁高速 MTN005”、“20 鲁高速（疫情防控债）MTN001”、“20 鲁高速 MTN002”、“20 鲁高速 MTN003”、“20 鲁高速 MTN004”、“18 齐鲁交通 MTN001”、“19 齐鲁交通 MTN001”、“19 齐鲁交通 MTN002”、“20 齐鲁交通 MTN001”、“20 齐鲁交通 MTN002”、“19 鲁高 01”、“19 鲁高 02”、“G19 鲁高 1”、“20 鲁高 01”、“20 鲁高 02”、“18 齐鲁 01”、“19 齐交债 01/19 齐交 01”、“19 齐交债 02/19 齐交 02”、“19 齐鲁 01”、“19 齐鲁 Y1”、“20 齐交债 01/20 齐交 01”和“20 齐鲁 Y1”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十二日

**评级观点：**中诚信国际维持山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持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”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“06鲁高速债/06鲁高速”、“07鲁高速债”、“14鲁高速 MTN002”、“15鲁高速 MTN003”、“16鲁高速 MTN003”、“17鲁高速 MTN003”、“19鲁高速 MTN001”、“19鲁高速 MTN002”、“19鲁高速 MTN003”、“19鲁高速 MTN004”、“19鲁高速 MTN005”、“20鲁高速（疫情防控债）MTN001”、“20鲁高速 MTN002”、“20鲁高速 MTN003”、“20鲁高速 MTN004”、“18齐鲁交通 MTN001”、“19齐鲁交通 MTN001”、“19齐鲁交通 MTN002”、“20齐鲁交通 MTN001”、“20齐鲁交通 MTN002”、“19鲁高 01”、“19鲁高 02”、“G19鲁高 1”、“20鲁高 01”、“20鲁高 02”、“18齐鲁 01”、“19齐交债 01/19齐交 01”、“19齐交债 02/19齐交 02”、“19齐鲁 01”、“19齐鲁 Y1”、“20齐交债 01/20齐交 01”和“20齐鲁 Y1”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了山东省持续增强的经济实力、吸收合并齐鲁交通、地位更加稳固、多元化业务板块成为高速路桥业务的有益补充等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模增长较快、杠杆水平偏高、新冠肺炎疫情对高速公路流量造成持续冲击和恒大股权转让款项尚有部分未回收等影响因素对公司整体信用状况的影响。

## 概况数据

山东高速集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	9,338.44	10,698.99	11,391.85	11,865.38
所有者权益合计（亿元）	2,956.54	3,073.01	2,928.43	3,061.64
总债务（亿元）	3,537.28	4,290.45	4,715.93	--
营业总收入（亿元）	1,235.26	1,559.39	2,008.36	413.75
净利润（亿元）	77.90	29.40	112.41	21.48
EBITDA（亿元）	379.92	348.00	489.45	--
经营活动净现金流（亿元）	144.72	208.34	161.87	-63.23
资产负债率（%）	68.34	71.28	74.29	74.20

中国农业银行	2019	2020	2021
资产总额（亿元）	248,775	272,050	290,692
总资本（亿元）	19,539	22,107	24,214
不良贷款余额（亿元）	1,872	2,371	2,458
净营业收入（亿元）	6,019	6,290	6,877
拨备前利润（亿元）	3,981	4,050	4,648
净利润（亿元）	2,129	2,164	2,419
净息差（%）	2.10	2.09	2.04
拨备前利润/平均风险加权资产（%）	2.73	2.49	2.67
平均资本回报率（%）	11.74	10.39	10.45
拨备前利润/平均风险加权资产（%）	2.73	2.49	2.67
不良贷款率（%）	1.40	1.57	1.43
不良贷款拨备覆盖率（%）	288.75	260.64	293.17
资本充足率（%）	16.13	16.59	17.13

注：1、中诚信国际根据公司2020年审计报告、2021年审计报告及2022年一季度未经审计的财务报表整理，其中2019年使用数据为2020年年报追溯调整期初数据，2020年使用数据为2021年报告期初数；2、公司未统计2022年一季度债务调整、折旧及摊销等数据，故相关指标失效；3、中诚信国际将公司其他应付款、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调整至长期债务；公司总债务未包含金融子公司因业务经营形成的相关债务；4、中诚信国际根据中国农业银行2019年~2021年审计报告整理。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：收费公路行业(省级交通投资)  
 (C250101\_2019\_03)

山东高速集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
财务政策与偿债能力 (30%)	FFO 利息倍数(X)*	2.11	10
	EBITDA/总债务(X)*	0.10	8
	总资产化比率(%)	61.69	7
盈利能力与效率(25%)	FFO/当年资本支出(X)*	0.52	8
	EBITDA 利润率(%)*	25.81	6
运营实力 (30%)	单公里路费收入	10	10
	区域经济发展程度	10	10
	区域地位	10	10
规模(15%)	路产竞争力	8	8
	通行费收入	10	10
打分结果			
BCA			
支持评级调整			
评级模型级别			
AAA			
打评分定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评级级别(aaa)的基础上考虑了支持评级得到。其中，基础信用评级级别综合反映了打评分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打评分结果存在差异。			

\*指标采用2019年~2021年三年平均值

## 正面

■ **区域经济实力持续增强。**山东省经济持续增长，2021年山东省GDP总量为83,095.90亿元，同比增长8.3%，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。

■ **吸收合并齐鲁交通，地位更加稳固。**根据山东省人民政府关于省属国有企业改革的相关安排，山东高速集团与齐鲁交通发展集团有限公司实施合并，合并形式为吸收合并。随着本次吸收合并事项于2020年11月顺利完成，山东高速集团的战略地位更加稳固，资产规模、业务范围及偿债能力得到进一步提升。

■ **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。

## 关注

■ **债务规模增长较快，杠杆水平偏高。**近年来公司债务规模快速增长，杠杆水平偏高；截至2021年末，公司资产负债率及总资产本化比率分别为74.29%和61.69%。

■ **新冠肺炎疫情对高速公路流量造成持续冲击。**现阶段，新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）对高速公路车流量及通行费收入仍构成一定冲击，需持续关注全国疫情反复对公司经营稳定性及盈利能力造成的不利影响。

■ **恒大股权转让款项尚有部分未回收。**公司于2020年12月公告其相关子公司将持有的恒大地产集团有限公司合计4.7038%的股权转让至深圳市人才安居集团有限公司，转让对价为200亿元，应于签订相关协议的12个月内分三次支付。截至目前，相关子公司尚未收到第三期转让款合计80亿元及应付利息。

## 评级展望

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。

■ **可能触发评级下调因素。**公司区域地位显著下降，受政策影响收费路产规模大幅减少、通行费收入严重下滑、利润水平大幅下降，偿债能力显著恶化等。

**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	14 鲁高速 MTN002 (AAA)	2021/06/28	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>
	15 鲁高速 MTN003 (AAA)				
	16 鲁高速 MTN003 (AAA)				
	17 鲁高速 MTN003 (AAA)				
	19 鲁高速 MTN001 (AAA)				
	19 鲁高速 MTN002 (AAA)				
	19 鲁高速 MTN003 (AAA)				
	19 鲁高速 MTN004 (AAA)				
	19 鲁高速 MTN005 (AAA)				
	20 鲁高速（疫情防控债）MTN001 (AAA)				
	20 鲁高速 MTN002 (AAA)				
	20 鲁高速 MTN003 (AAA)				
	20 鲁高速 MTN004 (AAA)				
	18 齐鲁交通 MTN001 (AAA)				
	19 齐鲁交通 MTN001 (AAA)				
19 齐鲁交通 MTN002 (AAA)					
20 齐鲁交通 MTN001 (AAA)					
20 齐鲁交通 MTN002 (AAA)					
20 齐交债 01/20 齐交 01 (AAA)					
19 齐交债 02/19 齐交 02 (AAA)					
19 齐交债 01/19 齐交 01 (AAA)					
07 鲁高速债 (AAA)					
06 鲁高速债/06 鲁高速 (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	19 齐鲁交通 MTN002 (AAA)	2019/10/09	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	19 齐鲁交通 MTN001 (AAA)	2019/10/10	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 MTN004 (AAA)	2020/11/11	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 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	20 鲁高速（疫情防控债）MTN001 (AAA)	2020/02/18	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 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 MTN004 (AAA)	2019/11/18	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 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	17 鲁高速 MTN003 (AAA)	2017/10/10	揭晓小、乔晨	<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	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) 07 鲁高速债 (AAA)	2009/11/10	曾艳	--	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	07 鲁高速债 (AAA)	2007/07/30	王中坤、刘晖	--	<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

2021 年部分省级交投企业主要指标对比表

公司名称	通行费收入 (亿元)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
山东高速集团有限公司	296.36	11,391.85	74.29	2,008.36	112.41	161.87
江苏交通控股有限公司	323.74	6,956.85	59.85	574.17	167.66	373.68
福建省高速公路集团有限公司	161.14	3,590.59	69.53	244.11	15.67	137.55

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
06 鲁高速债/06 鲁高速	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2006/04/07~2026/04/07	--
07 鲁高速债	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2007/11/19~2022/11/19 (5+5)	--
14 鲁高速 MTN002	AAA	AAA	2021/06/28	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	2021/06/28	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	2021/06/28	10	10	2016/09/21~2026/09/23	--
17 鲁高速 MTN003	AAA	AAA	2021/06/28	25	25	2017/10/19~2022/10/23	--
18 齐鲁 01	AAA	AAA	2021/06/28	15	7	2018/06/14~2023/06/19 (3+2)	回售、调整票面利率
18 齐鲁交通 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2018/08/16~2023/08/20 (3+2)	回售、调整票面利率
19 鲁高 01	AAA	AAA	2021/06/28	5	5	2019/05/06~2034/05/08	--
19 齐鲁 01	AAA	AAA	2021/06/28	20	18.19	2019/05/31~2024/06/04 (3+2)	回售、调整票面利率

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 鲁高速 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2019/08/13~2039/08/15	--
19 齐交债 01/19 齐交 01	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2019/09/10~2029/09/12	--
G19 鲁高 1	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2019/09/11~2022/09/12	--
19 鲁高速 MTN002	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2019/09/17~2024/09/19	--
19 鲁高速 MTN003	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2019/09/23~2024/09/25	--
19 齐鲁交通 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2019/10/16~2022/10/18	--
19 齐交债 02/19 齐交 02	AAA	AAA	2021/06/28	20	20	2019/11/19~2024/11/21	--
19 鲁高速 MTN004	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2019/11/22~2022/11/26	--
19 齐鲁交通 MTN002	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2019/11/26~2022/11/27 (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
19 鲁高 02	AAA	AAA	2021/06/28	20	20	2019/11/28~2024/12/02	--
19 鲁高速 MTN005	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2019/12/04~2024/12/06	--
19 齐鲁 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	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 齐鲁 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	10	10	2020/02/25~2023/02/27 (3+N)	债券偿还顺序 等同于普通债 务、延期、有 条件赎回、利 息递延、调整 票面利率
20 鲁高速(疫情防控 债)MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	20	20	2020/02/26~2023/02/28	--
20 齐交债 01/20 齐交 01	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2020/03/30~2030/04/01	--
20 鲁高 01	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2020/04/20~2023/04/22	--
20 齐鲁交通 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	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	2021/06/28	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	2021/06/28	10	10	2020/07/27~2023/07/29	--
20 鲁高 02	AAA	AAA	2021/06/28	25	25	2020/08/17~2023/08/19	--
20 鲁高速 MTN003	AAA	AAA	2021/06/28	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

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 鲁高速 MTN004	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2020/11/16~2022/11/18 (2+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



## 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。

## 重大事项说明

### 公司原重要子公司山东铁路投资控股集团有限公司不再纳入合并范围

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，以下简称“《通知》”）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（以下简称“山东铁投”）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。后续山东铁投股东结构维持现状，公司对山东铁投持股比例保持不变，为32.40%。截至2021年末，山东铁投总资产1,572.15亿元，总负债662.93亿元，净资产909.22亿元；2021年实现营业收入32.41亿元，净利润-8.96亿元。

中诚信国际认为，山东铁投于2021年不再纳入合并范围，一定程度提升了公司的盈利水平，但同时导致山东高速集团总资产、净资产相对减少，该事项对吸收合并齐鲁交通后的山东高速集团影响有限。

### 下属子公司通过定向增发收购香港联合交易所主板上市公司北控清洁能源集团有限公司，获得对其控制权，成为集团旗下第六家上市公司

2022年3月15日，公司子公司中国山东高速金融集团有限公司（以下简称“山高金融”）与北控清洁能源集团有限公司（以下简称“北控清洁”）发布联合公告，称北控清洁与山高金融筹划重大收购事项，北控清洁与山高金融之间全资附属公司鸿成环球投资有限公司（以下简称“鸿成环球”）于2022年3月4日签订《认购协议》，根据该协议，山高金融之间全资附属公司拟以每股认购价

0.096港元认购北控清洁新增配发及发行的48,804,039,247股股份，此次定向增发股份认购完成后，山高金融将持有北控清洁43.45%的股份。截至《认购协议》签署日2022年3月4日，北控清洁收盘价为0.104港元，总股本为63,525,397,057股，总市值为66.07亿港元。2022年5月20日，山高金融和北控清洁发布《联合公告》，公告称上述定向增发认购事项已于2022年5月19日完成，北控清洁已与鸿成环球完成股份登记手续，认购人及其一致行动人取得北控清洁43.45%的股份，北控清洁的实际控制人由北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）变更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”）。同时，原北控清洁董事会及董事委员会成员辞任，山高金融向北控清洁派驻董事会及董事委员会成员。截至股份认购日2022年5月19日，北控清洁收盘价0.084港元，总股本1,123.29亿股，总市值94.36亿港元。

北控清洁（股票代码为1250.HK，股票简称为“北控清洁能源集团”）为香港联合交易所主板上市公司，主要从事投资、开发、建造、光伏发电、风电及清洁供暖业务。截至2021年末，北控清洁资产总额5,487,423.70万港元，权益总额1,208,205.40万港元；2021年，北控清洁实现营业收入602,341.90万港元，净亏损28,883.40万港元。

收购完成后，公司旗下拥有A股及H股共6家上市公司，包括北控清洁、山东高速股份有限公司（股票代码为600350.SH，股票简称“山东高速”，以下简称“高速股份”）、山东高速路桥集团股份有限公司（股票代码为000498.SZ，股票简称“山东路桥”，以下简称“高速路桥”）、中国山东高速金融集团有限公司（股票代码为0412.HK，股票简称“中国山东高速金融”）、威海市商业银行股份有限公司（股票代码为9677.HK，股票简称“威海银行”，以下简称“威海银行”）和齐鲁高速公路股份有限公司（股票代码为1576.HK，股票简称“齐鲁高速”，以下简称“齐鲁高速”）。

中诚信国际认为，对北控清洁的收购使公司上市板块扩容，扩充了公司资本市场融资渠道，增强了公司的财务弹性；北控清洁所属新能源板块为公司三大战略板块中路延（沿、衍）及新兴产业板块的子板块，收购北控清洁能源符合公司着眼主业、实现战略板块协同发展的目标。但公司收购尚处亏损状态的北控清洁，未来对其管控及整合发展情况仍有待观察。

#### 公司转让恒大地产集团有限公司 4.7038% 的股权，尚有 80 亿元转让价款及应收利息未回收到位

根据公司于 2020 年 12 月 11 日披露的《山东高速集团有限公司关于出售、转让资产的公告》，公司子公司山东高速资源开发管理集团有限公司（以下简称“高速开发”）、山东高速投资控股有限公司（以下简称“高速投控”）及济南畅赢金程股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“畅赢金程”）与深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“人才安居”）、恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）签署了《关于恒大地产集团有限公司的股权转让协议》（以下简称“《协议》”），根据协议，高速开发、高速投控及畅赢金程将合计持有的恒大地产 4.7038% 的股权转让给人才安居。本次转让标的资产的转让金额合计为 200 亿元，占 2020 年末公司合并报表净资产的 6.47%。资产转让方和受让方应根据《协议》，办理交易标的的股东变更登记和转让价款支付的事宜；公司原预计于 2021 年实现恒大地产股权投资的全部退出。

2021 年 12 月 7 日，公司发布《山东高速集团有限公司重大资产出售、转让或重大投资行为进展的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》称人才安居应在协议签订的 12 个月内，分 3 次向高速开发、高速投控及畅赢金程分别支付股权转让款。截至《公告》发布日，高速开发、高速投控及畅赢金程已收到人才安居支付的第一期、第二期股权转让款合计 120 亿元及应付利息，尚未收到第三期股权转让款合计 80 亿元及应付利息。恒大地产 4.7038% 的股权目前质押予高速开发、高速投控及畅赢金程，

上述企业已向人才安居发送支付通知函。

根据公司于 2022 年 2 月 25 日发布的《山东高速集团有限公司涉及仲裁暨重大资产出售、转让或重大投资行为进展的公告》（以下简称“《仲裁公告》”），高速开发、高速投控及畅赢金程已向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“经贸仲裁委”）提交了仲裁申请，要求人才安居支付相关股权转让协议项下应付未付股权转让本金 80 亿元及利息、逾期付款违约金等相关费用。截至《仲裁公告》发布日，高速开发、高速投控及畅赢金程已收到经贸仲裁委受理仲裁的通知。

中诚信国际认为，公司出售、转让恒大地产的股份，实现股权投资退出，一定程度上缓释了房地产市场不确定行情下的投资风险，进一步释放了公司流动性。但目前恒大地产股权第三期转让价款的支付存在一定的不确定性，中诚信国际将对该事项的后续进展保持持续关注，并及时评估该事项对公司未来经营及整体信用状况可能产生的影响。

#### 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。

2007 年山东高速集团有限公司公司债券（债券简称为“07 鲁高速债”）于 2007 年 11 月 19 日发行，期限为 15 年，到期日为 2022 年 11 月 19 日，实际发行额为 15.00 亿元，最终票面利率为 5.85%。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 2019 年绿色公司债券（第一期）（债券简称为“G19 鲁高 1”）于 2019 年 9 月 12 日发行，期限为 3 年，到期日为 2022 年 9 月 12 日，实际发行额为 10.00 亿元，最终票面利率为 3.50%。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（第一期）（债券简称为“20 鲁高 01”）于 2020 年 4 月 22 日发行，期限为 3 年，到期日为 2023 年 4 月 22 日，实际发行额为 15.00 亿元，最终票面利率为 2.60%。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 2018 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）（债券简称为“18 齐鲁 01”）于 2018 年 6 月 14 日发行，期限为 3+2 年，到期日为 2023 年 6 月 19 日，实际发行额为 15.00 亿元，最终票面利率为 5.00%。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。

齐鲁交通发展集团有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）（疫情防控债）（债券简称为“20 齐鲁 Y1”）于 2020 年 2 月 25 日发行，期限为 3+N 年，到期日为 2023 年 2 月 27 日，实际发行额为 10.00 亿元，最终票面利率为 3.44%。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。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，

不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望:**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

**中诚信国际认为**，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主

体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

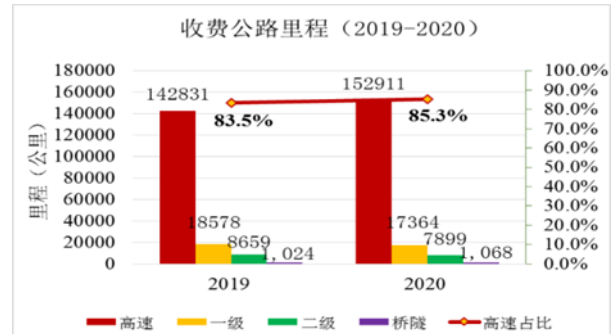
## 近期关注

**近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳**

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和向外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。2019年，公路密度52.21公里/百平方公里，增加1.73公里/百平方公里。2020年，全国公路总里程519.81万公里，比上年增加18.56万公里。全国收费公路里程17.92万公里，占公路总里程的3.45%。按技术等级划分，高速公路15.29万公里，一级公路1.74万公里，二级公路0.79万公里，独立桥梁及隧道1,068公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程8.36万公里，占全国收费公路里程的46.65%；经营性公路里程9.57万公里，占全国收费公路的53.40%。在收费高速公路

中，政府还贷高速公路7.74万公里，经营性高速公路10.18万公里。

图 1：2019 年~2020 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2020年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021年，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为50.9亿人次，同比下降26.2%。从周转量方面来看，随着《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020年）的通知》实施，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加疫情反复不断的影响，全年旅客运输周转量累计4,641.0亿人公里，同比下降47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。2021年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，2021年公路货物运输总量为391.4亿吨，同比增长14.2%，货物运输周转量69,087.7亿吨公里，实现同比增长14.8%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 1：2021 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	33,190.7	9.3	47.2	5.9	9,567.8	15.7	26.1	18.5
公路	69,087.7	14.8	391.4	14.2	3,627.5	-21.8	50.9	-26.2
水运	115,577.5	9.2	82.4	8.2	33.1	0.4	1.6	9.0
民航	278.2	15.8	0.07	8.2	6,529.7	3.5	4.4	5.5

运输总量	223,574.4	13.7	529.7	12.3	19,758.2	2.6	83.0	-14.1
------	-----------	------	-------	------	----------	-----	------	-------

资料来源：2021 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

### 收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。

2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2020 年全年完成公路固定资产投资 2.43 万亿元，比上年增长 11.0%。其中，高速公路完成 13,479 亿元，增长 17.2%；普通国省道完成 5,298 亿元，增长 7.6%；农村公路完成 4,703 亿元，增长 0.8%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至 2020 年末，全国收费公路累计建设投资总额 108,075.1 亿元，较上年末净增加 12,979.0 亿元，增长 13.6%。截至 2020 年末，全国收费公路债务余额 70,661.2 亿元，同比增长 14.8%。2020 年，全国收费公路通行费收入为 4,868.2 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 2,763.1 亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息 3,061.3 亿元。

表 2：2020 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
合计	34,432.6	73,642.6	108,075.2	70,661.2

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；

提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府

逐步推广 PPP 等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

### 收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：

一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。

《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标。

二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治

区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险。

三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。

在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

表 3：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。

合作项目前期工作的通知》

《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	2021.6.16	通过分路段差异化收费、分车型（类）差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2018 年 12 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站”。

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达到 90% 以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利

条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

2020 年 2 月 15 日，交通运输部下达通知，自 2020 年 2 月 17 日零时起至防控结束，全国收费公路免收车辆通行费。并于 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”、“免费不免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021 年 6 月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进



物流业降本增效。

### 作为全国重要的交通大省之一，山东省公路运输仍然在综合运输中占主导地位，2021年山东省高速公路建设持续开展，通车里程保持全国前列

从山东省高速公路建设情况看，山东省目前已成为全国重要的交通大省之一，其中公路交通贡献越来越突出。从各种运输方式完成的运输量和周转量来看，山东省综合交通运输体系中，公路运输基本占主导地位。旅客运输方面，2021年在各种运输方式中公路客运量所占份额达 53.57%，公路旅客周转量占各种运输方式周转量的 25.20%；货物运输方面，2021年公路货运量占各种运输方式货运量的 87.39%，公路货物周转量占各种运输方式周转量的 62.64%。

表 4：2021 年山东省综合运输情况

运输方式	货物		旅客	
	周转量 (亿吨公里)	货运量 (亿吨)	周转量 (亿人公里)	客运量 (亿人)
公路	7,517.6	29.1	177.8	1.5
铁路	1,682.1	2.3	523.9	1.2
水路	2,802.4	1.9	3.9	0.1
<b>总计</b>	<b>12,002.1</b>	<b>33.3</b>	<b>705.6</b>	<b>2.8</b>

注：尾数差异为四舍五入所致。

资料来源：山东省国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

为了保证物流和客流的畅通，适应经济的发展需要，山东省 1990 年开始高速公路建设，通过 30 多年的发展，截至 2021 年末，全省公路通车总里程达到 28.81 万公里，较 2020 年增加 1,329 公里，其中，全省高速公路通车里程达 7,477 公里。2021 年，山东省完成公路投资 1,310 亿元，公路建设投资连续保持高位增长。全省以“九纵五横一环七射多连”高速公路网为主骨架、普通干线公路为依托、农村公路为基础的公路网络更趋完善，路网密度、通达能力居全国前列。根据交通运输部公布 2021 年度国家公路网技术状况监测结果，山东省取得优异成绩，其中高速公路技术状况全国第一，普通国道技术状况全国第一，国家公路网技术状况全国第一。

“十四五”期间，山东省交通运输厅旨在构建四通八达公路网：加快实施高速公路加密、提速、扩通

道，到 2025 年，全省高速公路通车里程超过 10,000 公里，省际出口达到 30 个以上，六车道以上占比达到 35%，基本实现县（区、市）有两条以上高速通达。推进普通国省道瓶颈路段扩建和穿城路段改建，到 2025 年，实施普通国省道新改建约 2,500 公里。实施“四好农村路”提升行动，创新养护运行机制，打造“四好农村路”乡村振兴齐鲁样板。

中诚信国际认为，山东省已形成以公路为主要运输途径的交通系统。作为全国重要的交通大省之一，山东省高速公路建设进一步提速，交通基建投资继续保持高增长态势。

### 跟踪期内，山东省经济与财政实力继续增强，产业结构持续优化，工业发展提质增效，为公司发展提供了良好的外部条件

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。全省陆地面积 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 2021 年末，全省常住人口 10,169.99 万人。

山东省经济基础较好，跟踪期内实现高速增长。2019~2021 年，山东省实现生产总值（GDP）分别为 71,067.5 亿元、73,129.0 亿元和 83,095.90 亿元，按可比价格计算，2021 年 GDP 较上年实现增长 8.3%。分产业看，第一产业增加值 6,029.0 亿元，增长 7.5%；第二产业增加值 33,187.2 亿元，增长 7.2%；第三产业增加值 43,879.7 亿元，增长 9.2%。三次产业结构由上年的 7.4 : 39.1 : 53.5 调整为 7.3 : 39.9 : 52.8。

山东省工业发展提质增效，民营活力不断提升。2021 年山东省全部工业增加值 27,243.6 亿元，比上年增长 8.6%。规模以上工业增加值增长 9.6%，其中，装备制造业增加值增长 10.5%；高技术制造业增加值增长 18.5%，增速高于规模以上工业 8.9 个百分点。

规模以上工业营业收入增长 18.0%，利润总额增长 20.9%。营业收入利润率为 5.2%，比上年提高 0.1 个百分点。全省重点调度的 120 种重点产品中，78 种产品产量比上年增长，增长率为 65.0%，比上年扩大 12.5 个百分点。民营工业企业发展活力不断增强，民营工业实现增加值比上年增长 11.3%，增速高于规模以上工业 1.7 个百分点。

经济发展驱动力方面，投资和消费是拉动经济增长的主要动力。2021 年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年增长 6.0%。三次产业投资构成为 1.9：32.4：65.7。重点投资领域中，民间投资增长 8.2%，占固定资产投资的比重为 65.2%，比上年提高 1.3 个百分点；制造业投资增长 13.1%，占固定资产投资的比重为 27.5%，比上年提高 1.7 个百分点；高新技术产业投资增长 11.6%，高于工业投资增速 1.8 个百分点。

房地产市场平稳运行。2021 年山东省完成房地产开发投资 9,819.7 亿元，比上年增长 3.9%。其中，住宅投资 7,694.5 亿元，增长 5.5%。开发规模稳步提升，商品房施工面积突破 8 亿平方米，达 82,771.7 万平方米，增长 3.7%。其中，住宅施工面积 60,712.6 万平方米，增长 3.1%。商品房销售面积 14,272.8 万平方米，增长 7.5%。其中，住宅销售面积 12,632.0 万平方米，增长 6.1%。商品房销售额 12,155.6 亿元，增长 9.9%。其中，住宅销售额 11,044.1 亿元，增长 9.2%。

跟踪期内，山东省财政收入增幅较大。2019~2021 年，山东省分别实现一般公共预算收入 6,526.71 亿元、6,559.93 亿元和 7,284.45 亿元，其中 2021 年实现同口径增长 11.0%；税收收入分别为 4,849.29 亿元、4,757.62 亿元和 5,475.98 亿元，其中 2021 年全省税收收入在一般公共预算收入中占比 75.17%；2019~2021 年，山东省政府性基金收入分别为 6,742.71 亿元、7,278.99 亿元和 7,976.94 亿元，其中 2021 年实现同口径增长 9.60%，主要系有土地使用权出让收入及城市基础设施配套费收入大幅增长。

财政支出方面，2019~2021 年，山东省分别完成一般公共预算支出 10,739.76 亿元、11,233.52 亿元和 11,709.11 亿元，其中 2021 年同口径增长 9.5%；同期山东省全省政府性基金支出分别为 7,532.22 亿元、9,779.86 和 9,702.89 亿元；同期山东省全省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%）分别为 60.80%、58.40%和 62.21%，财政平衡能力较弱，不足部分主要由上级政府的税收返还及转移支付来弥补。

地方政府债务方面，2021 年山东省债务限额为 21,143.60 亿元，其中一般债务限额 7,822.75 亿元，专项债务限额 13,320.85 亿元；债务余额为 19,992.28 亿元，其中一般债务余额 7,366.60 亿元，专项债务余额 12,625.68 亿元。

表 5：2019~2021 年山东省财政情况（亿元、%）

项目名称	2019	2020	2021
一般公共预算收入	6,526.71	6,559.93	7,284.45
其中：税收收入	4,849.29	4,757.62	5,475.98
政府性基金预算收入	6,742.71	7,278.99	7,976.94
一般公共预算支出	10,739.76	11,233.52	11,709.11
政府性基金预算支出	7,532.22	9,779.86	9,702.89
财政平衡率	60.80	58.40	62.21

注：2019~2020 年数据为财政决算数据，2021 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

中诚信国际关注到，山东省整体财政实力较强，税收收入占比较高，稳定性较好。未来，山东省将继续致力于经济结构调整，实施高端高质高效的产业发展战略，推动传统产业向中高端迈进，发展现代制造业和新兴服务业，经济结构有望进一步优化。

**作为山东省主要的交通建设和运营主体，公司继续以路桥收费、路桥施工及路延（沿、衍）产业为主业；跟踪期内，随着疫情影响的逐步消除及公司在各领域对业务的持续深耕与拓展，公司主业呈现高速发展态势**

作为山东省主要的交通建设和运营主体，截至 2022 年 3 月末，公司收费公路（包括桥梁、一级公路和高速公路）通行里程共计约 7,800 公里。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，随着区域经济的发展 and 路网协同效应的增

强，公司通行费收入呈现波动增长趋势。2021年及2022年1~3月，公司分别实现路桥收费收入（财务口径）296.36亿元和72.13亿元，占营业收入的比重分别为16.02%和19.42%。随着疫情期间收费公路免收通行费政策影响的消除，2021年公司全年路桥收费收入同比增幅较大。

近年来公司新增收费公路主要分布于云南、湖

南、湖北、山西、山东等地区。随着区域经济的增长、收费里程的增长、路网的进一步完善及疫情影响的消除，未来预计公司路桥收费收入将长期呈现增长态势。但现阶段疫情对高速公路车流量及通行费收入仍构成一定冲击，需持续关注全国疫情反复对公司短期经营稳定性及盈利能力造成的不利影响。

**表 6：2019 年~2022 年一季度，公司主要收费路桥情况表（公里、亿元）**

路段名称	路产性质	收费里程	经营期限	通行费收入			
				2019	2020	2021	2022Q1
京台高速路山东段	经营性	380.84	德齐段（91.28公里）1997-2022；齐济段（39.47公里）、济泰段（60.61公里）1999-2024；泰安-枣庄段（主线189.483公里）2000-2025	37.14	17.43	18.98	6.79
菏泽-关庄高速路	经营性	61.55	2007-2032	3.13	1.90	2.24	0.66
济青高速（含济南黄河二桥）	经营性	324.05	1999-2044（济南黄河二桥为2002-2032）	19.89	29.68	36.65	8.52
青银高速齐河至夏津段	经营性	87.60	2005-2030	5.90	3.85	4.31	0.98
青银北绕城（含济南黄河三桥）	经营性	62.68	2008-2033	7.60	8.19	10.86	2.11
济莱高速	经营性	76.30	2007-2034	4.55	3.80	4.61	0.90
潍坊-莱阳高速路	经营性	140.64	1999-2024	2.96	2.70	3.55	0.67
威海-乳山高速路	经营性	79.60	2007-2032	1.40	1.10	1.32	0.24
泰安-曲阜一级公路	经营性	64.10	1999-2025	0.30	0.27	0.24	0.05
胶州湾高速	经营性	50.43	2011-2035	2.69	2.24	3.02	0.63
四川乐宜高速	经营性	137.78	2014-2044	4.64	3.32	3.95	0.98
河南许亳高速	经营性	117.66	2007-2037	3.33	2.44	2.88	0.63
烟台-海阳高速公路	经营性	80.27	2012-2037	0.56	0.43	0.59	0.12
临沂-枣庄高速公路	经营性	88.63	2012-2037	0.02	1.37	2.40	0.58
四川乐自高速	经营性	113.20	2014-2044	3.79	2.57	4.04	0.96
云南锁蒙高速	经营性	78.76	2013-2043	1.72	1.30	1.73	0.38
云南鸡石通建高速	经营性	158.16	2004-2024	2.45	1.98	2.81	0.64
北莱路	经营性	68.15	2007-2032	0.45	0.57	0.70	0.13
湖南衡邵路	经营性	138.61	2010-2040	2.23	1.81	2.51	0.81
湖北武荆路	经营性	185.34	2010-2040	9.71	7.12	10.19	2.72
潍日高速	经营性	152.21	2018-2043	4.09	3.83	4.66	0.91
龙青高速	经营性	67.10	2018-2043	0.48	0.39	0.54	0.13
泰东高速	经营性	75.24	2019-2044	1.09	4.14	6.96	1.45
S26 莱泰高速莱芜西至泰安段	经营性	44.27	1993-09-01—	0.77	0.55	0.65	0.13
S7201 东营港疏港高速公路	经营性	60.17	1996-01-01—	1.33	0.96	1.04	0.20
S1 济聊高速齐河至聊城段	经营性	86.15	1997-03-20—	4.33	3.96	4.55	0.91
G2001 济南绕城高速东线	经营性	19.58	1999-11-10—	1.58	1.22	1.19	0.24
G1511 日兰高速日照到竹园段	经营性	114.30	2000-11-30—	5.77	4.32	4.93	0.98
G15 沈海高速栖霞到莱西段	经营性	73.71	2000-11-30—	2.12	1.86	2.29	0.51
S1 济聊高速聊城东至鲁冀界段	经营性	65.73	2000-11-30—	2.79	2.72	2.77	0.57
G1511 日兰高速曲阜到菏泽段	经营性	148.34	2002-05-29—	10.94	6.42	5.31	1.02

路段名称	路产性质	收费里程	经营期限	通行费收入			
				2019	2020	2021	2022Q1
G15 沈海高速两城至汾水段	经营性	61.07	2003-12-27—	4.30	4.07	5.26	1.08
G1511 日兰高速竹园至曲阜段	经营性	113.53	2003-08-10—	7.95	5.40	6.18	1.28
S24 威青高速乳山至即墨段	经营性	93.33	2007-01-31—	2.40	1.79	2.09	0.38
G18 荣乌高速东营枢纽至邓王立交段	经营性	67.10	2007-12-17—2027-12-16	3.87	2.03	2.89	0.56
G25 长深高速鲁冀界至大高段	经营性	56.92	2007-12-17—2027-11-16	4.01	4.93	5.85	1.12
G22 青兰高速青岛至莱芜段	经营性	232.44	2007-12-17—2027-11-16	9.51	7.59	8.73	1.82
G18 荣乌高速新河至辛庄子段	经营性	106.71	2008-09-01—2028-8-31	4.85	3.85	5.02	0.93
S12 滨州至德州	经营性	145.19	2011-12-20—2026-12-19	3.26	2.56	2.84	0.64
G25 长深高速青州至临沭段	经营性	227.93	2013-01-15—2033-1-14	18.24	19.31	20.76	4.11
G0321 德商高速公路聊城至范县段	经营性	68.94	2015-11-16—2030-11-15	4.22	4.64	4.87	1.04
G35 济广高速济南至菏泽段	经营性	153.60	2007-12-17—2034-09-25	11.23	10.81	12.85	2.72
G18 荣乌高速东营至青州段	经营性	88.80	2000-09-16—2025-09-15	5.84	1.91	5.47	1.08
G2516 济南至东营高速公路	经营性	162.41	2016-12-28—2031-12-27	3.38	2.12	2.48	0.56
G22 青兰高速聊城至东阿段高速公路	经营性	86.55	2019-2044	0.71	3.57	2.52	0.76
S29 滨莱高速淄博西至莱芜段高速公路	经营性	72.80	2020-2045	--	2.84	5.00	1.03
文登至莱阳高速公路	经营性	133.56	2020-2045	--	0.25	1.27	0.24
董梁高速新泰至宁阳段	经营性	60.18	2020-2045	--	0.08	0.49	0.10
董梁高速宁阳至梁山段	经营性	109.77	2020-2045	--	0.15	1.29	0.27
岚山至罗庄高速公路	经营性	104.50	2020-2045	--	0.15	2.48	0.54
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	经营性	232.42	2020-2045	--	5.46	18.06	3.84
新台高速新泰至台儿庄马兰屯段	经营性	130.92	2020-2045	--	0.02	1.05	0.31
其他主要路桥（收费里程 50 公里以下）	--	1,371.63	--	59.05	37.85	56.80	11.80
<b>合计</b>		<b>7,281.45</b>		<b>292.57</b>	<b>245.82</b>	<b>326.72</b>	<b>72.76</b>

注：1、通行费明细以通行费收费站实收金额为依据编制，此通行费收入与财务报表有所差异主要为通行费收入拆分方法不同及托管费用影响所致；2、部分无经营到期期限高速公路系原齐鲁交通所属政府还贷高速公路，根据鲁政字[2015]95号文件，划入原齐鲁交通的政府还贷高速公路变为经营性高速公路；根据2014年12月31日山东省人民政府发布的《山东省人民政府关于进一步完善我省政府还贷高速公路有关收费政策的批复》（鲁政字[2014]235号），在《收费公路管理条例》实施前，山东省通车及在建的政府还贷高速公路继续实行统贷统还和收费管理，2005年之前开通高速公路未列明收费期限，2005-2010年期间开通的高速公路收费期限一般每10年批复一次；2021年《收费公路管理条例》修订稿出台，不再规定该类高速公路具体的收费期限，按照用收费偿还债务的原则，以该路网实际偿债期为准确定收费期限，故该类高速公路未标明经营截止日；3、其中，其他主要高速公路中包含烟威路（荣乌高速公路威海至烟台段），该高速公路收费里程49.42公里，于2021年改扩建，经营期限至2021年止。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司本部管辖的路产主要包括京台高速公路山东段、菏泽-关庄高速公路、济南绕城北线和齐河-夏津高速公路等；山东高速股份有限公司负责经营济南至青岛高速公路、济莱高速、许禹高速、104国道泰曲段、湖南衡邵路等；子公司山东高速云南发展有限公司负责云南羊鸡高速、云南机场高速、云南锁蒙高速和云南鸡石通建高速等；子公司山东高速四川产业发展有限公司经营四川乐宜高速和四

川乐自高速等。

跟踪期内，随着疫情对高速公路车流量影响的部分消除，公司通行路段车流量指标有所修复。公司所辖高速公路运营环境较好，未来随着经济的快速发展及车辆保有量的持续增加，公司车流量长期增长潜力依然强劲。

**表 7：2019 年~2022 年一季度公司经营主要路段车流量情况（辆）**

路段名称	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
京台高速路山东段	47,093,680	37,815,382	39,040,239	8,756,114
潍坊-莱阳高速路	6,979,081	5,393,841	5,219,319	947,147
菏泽-关庄高速路	5,883,069	2,600,135	2,440,344	532,426
威海-乳山高速路	6,005,029	5,890,345	5,994,063	1,060,400
青银北绕城（含济南黄河三桥）	4,764,655	5,992,354	7,707,220	1,360,787
河南许亳高速	5,678,586	-	2,883,436	959,861
济青高速（含济南黄河二桥）	31,616,025	44,257,048	50,422,983	10,110,431
烟台-海阳高速公路	3,402,203	3,565,306	3,509,370	778,553
临沂-枣庄高速公路	5,599,900	5,383,519	5,690,220	1,173,153
济莱高速	12,620,576	13,390,968	13,673,663	2,931,870
胶州湾高速	22,334,355	22,525,320	24,581,625	5,001,927
泰安-曲阜一级公路	1,854,275	4,455,215	5,834,792	1,044,823
四川乐自高速	6,642,889	1,376,192	4,041,489	1,733,395
四川乐宜高速	7,684,447	1,623,460	3,949,554	1,801,487
青银高速齐河至夏津段	5,651,482	3,054,989	2,683,460	534,680
云南锁蒙高速	3,933,288	3,169,519	1,725,213	1,020,686
云南鸡石通建高速	10,010,348	7,754,150	2,810,925	2,509,146
北莱路	1,388,916	4,213,187	8,970,878	2,016,593
湖南衡邵路	2,834,616	2,378,369	2,511,661	934,235
湖北武荆路	9,475,819	7,520,990	10,186,232	2,093,444
龙青高速	968,958	923,256	949,384	197,775
潍日高速	6,337,225	6,785,767	6,417,871	1,181,396
泰东高速	1,019,898	3,719,704	5,980,338	1,312,085
S1 济聊高速聊城东至鲁冀界段	3,341,216	3,584,243	2,845,594	603,888
S1 济聊高速齐河至聊城段	9,394,393	9,707,900	10,628,489	2,188,429
S12 滨州至德州	6,605,244	6,695,913	6,960,725	1,360,323
S24 威青高速乳山至即墨段	3,508,676	3,494,354	4,146,818	777,719
S26 莱泰高速莱芜西至泰安段	4,415,050	4,107,702	3,729,229	806,302
S7201 东营港疏港高速公路	3,450,773	3,055,613	2,755,469	565,398
G15 沈海高速栖霞到莱西段	2,633,809	2,925,533	3,219,383	682,574
G15 沈海高速两城至汾水段	4,542,242	4,505,395	5,083,901	978,004
G18 荣乌高速新河至辛庄子段	3,836,194	3,652,391	3,984,267	696,773
G18 荣乌高速东营枢纽至邓王立交段	2,778,948	2,688,294	3,629,344	513,266
G18 荣乌高速东营至青州段	7,807,914	8,334,251	8,383,975	23,738,259
G22 青兰高速青岛至莱芜段	8,240,023	8,784,240	8,734,755	1,880,816
G25 长深高速青州至临沭段	12,942,541	13,701,183	13,753,072	2,839,223
G25 长深高速鲁冀界至大高段	1,071,188	2,155,788	2,383,938	391,749
G35 济广高速济南至菏泽段	9,149,357	7,738,476	7,746,549	2,050,260
G1511 日兰高速日照到竹园段	8,464,355	8,500,286	8,876,846	1,750,784
G1511 日兰高速竹园至曲阜段	4,327,552	3,849,659	3,423,062	682,210
G1511 日兰高速曲阜到菏泽段	13,928,770	10,723,482	10,781,614	1,852,106
G2001 济南绕城高速东线	11,007,643	14,743,545	16,066,988	3,439,033
G0321 德商高速公路聊城至范县段	7,583,416	6,315,047	6,044,192	1,304,804
G2516 济南至东营高速公路	3,202,637	3,407,459	3,604,261	698,258
G22 青兰高速聊城至东阿段高速公路	477,164	3,039,940	3,403,598	706,334
S29 滨莱高速淄博西至莱芜段高速公路	373,459	8,790,389	10,840,510	1,905,521
文登至莱阳高速公路	-	523,854	2,104,982	469,540
董梁高速新泰至宁阳段	-	92,299	754,136	183,516
董梁高速宁阳至梁山段	-	239,436	2,130,626	478,947
岚山至罗庄高速公路	-	259,993	4,477,197	1,039,897
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	-	11,934,818	19,101,002	3,992,767
新台高速新泰至台儿庄马兰屯段	-	61,665	2,946,195	653,963

注：1、按照出口车流量统计；2、部分高速公路进行改扩建期间车流量未统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入结算方式方面，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。2019年起，山东省交通厅拆账中心拆账分配频率由每月进行调整为每日进行。

公司经营的路段中，济青高速和京台高速山东段对通行费收入的贡献最大，2021年，济青高速（含黄河二桥）和京台高速山东段分别实现收入 36.65 亿元和 18.98 亿元。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。京福高速山东段是重要的国道主干线，其中德州—泰安段是京福高速和京沪高速两条重要

国道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。

通行量方面，公司所运营路段中，济青高速（含济南黄河二桥）、京台高速山东段和胶州湾高速车流量较大，2021年出口通行量分为 5,042.30 万辆、3,904.02 万辆和 2,458.16 万辆，其余路段车流量在 2,000 万辆以下。

收费标准方面，跟踪期内，山东省高速公路收费标准未发生变化。山东省早在 2005 年就实行了计重收费政策，该措施有利于维护道路质量，减少路面损伤，节约维修成本，降低交通事故。2020 年 1 月，山东省交通运输厅发布了《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，车辆分类和收费标准有所调整，调整后具体如下：

表 8：山东省车辆分类及收费标准

类别	车型及规格	高速公路（元/公里）		高速公路桥隧（元/次）	
		2018 年以前开通	2018 年以后新建和改扩建	2018 年以前开通	青岛海湾大桥
1 类客车	车长<6000mm 且核定载人数≤9 人	0.40	0.50	15	50
2 类客车	车长<6000mm 且核定载人数(10-19)人	0.50	0.65	20	75
3 类客车	车长≥6000mm 且核定载人数≤39 人	0.60	0.78	25	90
4 类客车	车长≥6000mm 且核定载人数≥40 人	0.75	0.98	30	110
类别	总轴数（含悬浮轴）	高速公路（元/公里）		高速公路桥隧（元/次）	
		2018 年以前开通	2018 年以后新建和改扩建	2018 年以前开通	青岛海湾大桥
1 类货车	2（车长<6 米且最大允许总质量<4.5 吨）	0.40	0.50	15	65
2 类货车	2（车长≥6 米且最大允许总质量≥4.5 吨）	0.75	0.90	24	85
3 类货车	3	1.20	1.55	32	110
4 类货车	4	1.65	2.05	36	130
5 类货车	5	1.70	2.15	40	150
6 类货车	6	2.20	2.75	46	170
大件运输车辆	7 轴及以上	在 6 轴收费系数基础上每增加一轴增加收费系数 0.5。大于 10 轴按 10 轴计算，异常值按 6 轴计算。			

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受新冠肺炎病毒疫情影响，为保障疫情防控物资的运输并助力企业复工复产，根据交通运输部下达的通知，自 2020 年 2 月 17 日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，于 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆

通行费期间高速公路“免费不免责”“免费不免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，公司收费公路收入受到较大影响，运营成本较日常水平有所升高，2020 年，公司板块盈利受到一定冲击。随着跟踪期内免收通行费政策影响的消除及车流量的恢复，公

司该业务盈利有所恢复。

在高速公路养护方面，公司采取了以防护性养护为主的政策，对高速公路定期、不定期进行检查，并根据检查结果进行预防性修补，减少高速公路的大中修次数。公司在保持道路品质的情况下合理控制养护成本，养护成本在全国范围内处于中等水平。

从公司在建项目情况来看，截至 2021 年末，公司在建工程科目余额为 1,650.59 亿元，其中在建高速公路主要包括国高青兰线泰安至东阿界（含黄河大桥）段、长深高速高青至广饶段、文登至莱阳公路等项目，上述项目概算总投资 472.62 亿元，已累计完成投资 352.71 亿元。资金来源方面，公司在建项目的资本金占比主要为 25%，剩余资金通过银行借款等来筹措。

**表 9：截至 2021 年末公司主要在建项目情况（亿元）**

项目名称	预算数	账面金额	资金来源
国高青兰线泰安至东阿界（含黄河大桥）段	87.74	74.45	自筹和借款
长深高速高青至广饶段	45.92	45.80	借款
文登至莱阳公路	118.22	86.72	自筹和借款
新泰至台儿庄（鲁苏界）公路新泰至台儿庄段	154.52	123.65	自筹和借款
京台高速公路济南至泰安段改扩建工程	66.22	22.09	自筹和借款
<b>合计</b>	<b>472.62</b>	<b>352.71</b>	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，公司主要计划建设京台高速齐河至济南段、济南绕城高速小许家至遥墙机场段和东营至青州高速公路等项目，上述三个项目建设总里程为 190.10 公里，概算总投资为 266.96 亿元，计划建设工期分别为 3.5 年、3.5 年和 2.5 年。公司预计 2022 年对高速公路进行约 860 亿元的投入，整体来看，公司路桥建设板块仍面临一定的投融资压力。

公司路桥施工业务主要由一级子公司高速公路负责。高速公路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，是山东省内两家具具有公路工程施工总承包特级资质的企业之一，在综合施工能力上具有较强的优势。

近年来，高速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，公司路桥施工结算收入呈现高速增长态势。2021 年及 2022 年一季度，公司分别实现路桥施工结算收入 707.35 亿元和 124.55 亿元。

2021 年，高速路桥全年中标项目达 913 个，实际中标额 1,010.38 亿元，其中省内中标额 746.89 亿元，省外中标额 217.61 亿元，海外中标额 45.89 亿元；公司工程业务新签合同，尤其是省内项目，相较之前年度实现大幅增长。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 10：2019 年-2022 年 3 月公司工程业务新签合同情况**

新签合同情况	2019	2020	2021	2022Q1
当期新签订合同个数（个）	349	423	913	122
其中：亿元以上合同个数（个）	36	81	111	32
合同金额合计（亿元）	306.42	701.46	1,010.38	257.12
其中：省内项目	184.06	463.65	746.89	137.68
省外项目	105.09	190.40	217.61	104.41
海外项目	17.27	47.41	45.89	15.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司围绕高速路桥的主业发展路径（沿、衍）产业业务和新兴产业板块，该板块作为服务高速公路的配套服务业务，截至 2022 年 3 月末，主要由绿色化工、服务区的商超、山东高速物资集团有限公司（以下简称“物资集团”）的沥青等建材销售及油料销售、山东高速物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）煤炭、粮食等贸易及各类高端装备、新材料、新能源、绿色化工等业务构成，目前主要反映为公司账面的“商品销售”业务收入。

其中，服务区商超零售业务主要来自于面向大众的零售商店、高速公路服务区加油站等，是依托高速公路服务区而设立的，主要是面向过往车辆大众，结算以现金为主。

物资集团主要销售沥青、钢材等工程物资，主要供应商为中国石化炼油销售有限公司上海分公司、中石油燃料油有限责任公司、中化弘润石化

工有限公司、山东京博石油化工有限公司、山东莱钢永锋钢铁有限公司、石横特钢集团有限公司等；下游客户为中石油燃料油有限责任公司华东销售分公司、陕西高速公路开发有限公司、山东泰山路桥工程公司、济南通达公路工程有限公司、济南黄河路桥工程公司、济南城建集团有限公司和济南重交路桥工程有限公司等施工单位；主要结算方式为电汇和银行承兑汇票。

物流集团的商品销售主要为大宗商品焦炭、铝锭、大豆贸易。焦炭贸易的主要供应商为长治市川瑞贸易有限公司、宁波墨阳贸易有限公司、日照市程顺贸易有限公司等公司；主要客户为连云港万达源国际贸易有限公司、天津佳业成国际贸易有限公司、连云港万达源国际贸易有限公司等。结算方式为现汇及银行承兑汇票。大豆贸易的主要供应商为黑龙江顺义达经贸有限公司，主要客户为绥化天和粮食经贸有限公司、哈尔滨太极货物运输有限公司。结算方式为现汇。铝锭贸易业务主要的供应商为佳能可有限公司，主要客户为上海新投国际供应链有限公司、广州朴道供应链有限公司等。结算方式为银承或现汇。

2021年及2022年一季度，公司分别实现商品销售收入718.61亿元和147.60亿元。

中诚信国际认为，路桥收费及相关产业仍为公司主要收入来源，2021年随着疫情影响的逐步消除及公司在各领域持续进行业务深耕与拓展，公司主业呈现高速发展态势。但现阶段疫情对高速公路车流量及通行费收入仍构成一定冲击，需持续关注全国疫情反复对公司短期经营稳定性及盈利能力造成的不利影响。

### **公司围绕“大交通”战略拓展业务布局，加大铁路和港口等方面的投资力度，进一步巩固公司在山东省乃至全国交通运输行业中的地位**

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。

山东轨道主营地方铁路货运。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3月末，山东轨道直接经营管理大莱龙铁路、龙口港进港铁路、青大铁路、宅羊铁路、坪岚铁路、寿平铁路、桃威铁路和青临铁路等地方铁路，营业总里程为553.50公里。2021年运量7,131.76万吨，实现铁路运营收入40.03亿元；2022年1~3月运量为2,139.19万吨，实现铁路运营收入5.27亿元。

港口航运业务方面，公司先后参股日照港和山东渤海轮渡有限公司，投资开发潍坊港并与青岛港开展战略合作，不断构筑公司港航业务发展平台，实现“路港”对接，推动公司“大交通”产业链一体化经营。

中诚信国际认为，公司立足于“大交通”发展战略，逐渐由有收费期限的高速公路向无收费期限的铁路运输和港口航运等方面转变，并加大相关业务的投资力度。中诚信国际将持续关注多元化业务发展对公司在投资策略及管理模式等方面的挑战。

### **公司产业链不断延伸，跟踪期内金融投资业务等业务板块保持稳步发展态势；与此同时，公司聚焦主业发展协同性，注重盈利可持续性，逐步退出房地产行业**

除“大交通”产业外，公司产业链不断延伸。金融业务方面，公司控股威海银行、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。威海市商业银行分支机构分布广泛，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2021年末，威海银行在威海地区设立了1家营业部、49家支行和1家小企业金



融服务中心，在济南、天津、烟台、德州、临沂、济宁、潍坊、东营、淄博、莱芜、枣庄、聊城、泰安、菏泽等地区设立分行并设立 17 个营业部和 54 家支行，跨区域经营使该行金融服务辐射能力持续增强，异地分支行对其存贷款贡献度较高，有效分散了区域集中风险。截至 2021 年末，威海银行资产总额为 3,045.21 亿元，同比增长 13.80%；吸收存款总额 2,068.42 亿元，同比增长 15.18%；发放贷款及垫款总额 1,403.67 亿元，同比增长 19.21%；2021 年，威海银行净利息收入为 60.48 亿元，同比增长 29.82%。不良贷款方面，2021 年，威海银行不良贷款率为 1.47%，同比保持不变；拨备覆盖率为 171.56%，同比下降 1.83 个百分点；资本充足性方面，威海银行分别于 2017 年 7 月和 2019 年 11 月发行 20 亿元二级资本债和 30 亿元永续债，有效补充资本并优化资本结构；截至 2021 年末，该行资本充足率和核心一级资本充足率分别为 14.59% 和 9.35%。随着金融业务的发展，威海银行对公司营业利润的贡献度有望持续增长。

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 2021 年末，泰山财险总资产 58.00 亿元，负债规模 39.75 亿元；2021 年，泰山财险实现营业总收入 23.44 亿元，净利润-0.99 亿元。

城市运营业务方面，公司通过省内外合作获取当地的土地资源，先后在济南、青岛、潍坊等地开展房地产开发业务。2016 年以来，公司集团范围内对非主营业务进行清理，将房地产销售板块涉及项目逐步对外转让。其中，2020 年 4 月，原公司控股内蒙古鲁桥置业有限公司已通过公开挂牌股权转让形式转让 50% 股权，完成退出；2020 年 10 月，公司原控股山东高速海阳置业有限公司已通过公开挂牌股权转让形式转让 100% 股权；经公司与山东港口集团有限公司统筹安排，山东港口集团有限

公司下属山东港口国际贸易集团有限公司于 2020 年 6 月完成购买公司下属子公司山东高速城市建设投资有限公司所持资产，含 A1 地块 171 套商品房、1,071 个车位以及相关附属设施。

**中诚信国际认为**，公司金融投资业务板块健康发展，板块贡献收入进一步提升；与此同时，聚焦主业发展、逐步退出房地产开发等非主营业务有利于降低公司营业风险，利于长期可持续发展。

## 财务分析

以下分析基于由公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告、2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。其中，2021 年及 2022 年一季度财务数据采用各期期末数据，2019 年由于公司吸收合并齐鲁交通，为同一控制下同一行业企业之间的合并，数据使用 2020 年审计报告追溯调整数；2020 年使用数据为 2021 年报告期初数。公司各期财务报表均按新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

**伴随公司“大交通”战略的实施和产业链的延伸，公司主营业务稳步发展，收入规模快速增加；跟踪期内随着路桥板块受疫情影响的缓解，经营业务毛利率亦有所提升；但居高不下的期间费用对公司利润水平形成一定侵蚀**

受益于公司路桥收费板块疫情期间免收通行费影响的消除、路桥集团承接订单金额大幅增加及商品贸易板块规模扩大，公司当年实现营业总收入 2,008.36 亿元，同比增长 28.79%，其中经营板块收入 1,850.47 亿元，同比增长 30.41%。公司经营板块业务收入来源主要包括路桥收费、工程施工、铁路运营和商品贸易等，2021 年上述四项收入分别为 239.31 亿元、345.01 亿元、39.13 亿元和 427.15 亿元，经营板块营业收入占比分别为 16.02%、38.23%、2.16% 和 38.83%。其中，受益于疫情收费公路免收通行费政策影响消除，公司 2021 年路桥收费收入同比上升 23.84%；受中标工程业务量持续增加的影

响，2021年工程施工收入继续大幅增长105.02%；同期铁路运营收入随货运量增加而呈现增长趋势；公司商品贸易业务主要包括国际贸易和物流贸易，在中国2021年贸易顺差创下历史新高的大背景下，受益于齐鲁交通“欧亚班列”运量持续增加及公司公路建设产业链的协同效应，同期公司商品贸易业务收入增加5.78%。此外，公司还收到来自威海银行、泰山财险等金融企业的利息收入、保费、手续费及佣金收入，2021年上述三项收入分别为130.38亿元、20.85亿元和6.67亿元，分别同比增加15.77%、-7.57%和25.71%。2022年1~3月，公司实现营业总收入413.75亿元，其中经营板块收入371.42亿元，金融板块收入42.33亿元；路桥收费、工程施工、铁路运营和商品贸易营业收入分别为72.13亿元、124.55亿元、5.27亿元和147.60亿元。

从毛利率指标来看，2021年公司主营业务毛利率为19.53%，同比上升6.38个百分点。其中，随着疫情期间通行费免收政策影响的消除，2021年公司路桥收费业务毛利率同比上升15.41个百分点至37.02%；同期工程施工业务毛利率较为稳定，小幅上升1.85个百分点至13.87%；同期随着运营成本的波动，公司铁路运营毛利率小幅下降1.98个百分点至15.42%；同期随公司各类贸易收入占比波动等因素影响，商品贸易毛利率增长6.94个百分点至13.78%。2022年1~3月，公司主营业务毛利率较2021年全年小幅提升0.54个百分点至20.07%，其中路桥收费、工程施工、铁路运营和商品贸易业务毛利率分别为37.44%、11.26%、20.54%和14.01%。

**表 11：2019 年~2022 年一季度公司主要业务板块营业收入及其毛利率情况（亿元、%）**

板块	2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
车辆通行费收入（路桥收费）	281.70	40.21	239.31	21.61	296.36	37.02	72.13	37.44
施工结算	201.42	10.72	345.01	12.02	707.35	13.87	124.55	11.26
铁路运输收入	30.51	10.55	39.13	17.40	40.03	15.42	5.27	20.54
商品销售	449.30	7.85	679.36	6.84	718.61	13.78	147.60	14.01
其他	146.98	27.39	116.09	34.61	88.12	54.94	21.86	53.75
<b>经营板块小计</b>	<b>1,109.91</b>	<b>19.24</b>	<b>1,418.91</b>	<b>13.15</b>	<b>1,850.47</b>	<b>19.53</b>	<b>371.42</b>	<b>20.07</b>
利息收入	101.31	--	112.62	--	130.38	--	34.07	--
已赚保费	19.88	--	22.55	--	20.85	--	5.85	--
手续费及佣金收入	4.16	--	5.31	--	6.67	--	2.42	--
<b>金融板块小计</b>	<b>125.35</b>	<b>--</b>	<b>140.48</b>	<b>--</b>	<b>157.89</b>	<b>--</b>	<b>42.33</b>	<b>--</b>
<b>合计</b>	<b>1,235.26</b>	<b>--</b>	<b>1,559.39</b>	<b>--</b>	<b>2,008.36</b>	<b>--</b>	<b>413.75</b>	<b>--</b>

注：2021年起，公司对商品销售、其他业务板块划分进行了调整，并对2019年~2020年数据进行了追溯调整。  
 资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，随着公司业务的发展和债务规模的扩大，近年来公司期间费用呈逐年上升趋势，2021年，公司期间费用合计为253.91亿元，同比增加9.84%，期间费用收入占比为12.64%。公司期间费用主要由管理费用、研发费用和财务费用构成。2021年，随着公司职工薪酬及折旧费用的增加，公司管理费用增加31.63%至63.06亿元；随着研发投入的增加，公司研发费用增加174.32%至34.25亿元；随着公司对融资成本的压降，公司财务费用下降8.27%至125.42亿元，但仍维持在较高水平。2021

年，公司期间费用收入占比为12.64%，期间费用规模仍较大，对利润水平造成一定的侵蚀。

利润总额方面，2021年，公司实现利润总额152.44亿元，同比大幅增加93.67亿元，主要系经营性业务利润大幅上升。公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益，其中，2021年公司实现经营性业务利润162.08亿元，同比大幅增加152.48亿元，主要系公司当年营业毛利润的大幅提升及确认延长高速公路收费期限产生的其他收益16.32亿元；同期，公司实现投资收益54.34亿元，同比下

降 40.46 亿元，主要系公司前序年度处置地产子公司股权获得较高投资收益，基数较大。此外，政府补助也对利润总额形成了有益补充，2021 年公司确认计入其他收益的政府补助（不含确认延长高速公路收费期限产生部分）11.38 亿元，确认计入营业外收入的政府补助 0.75 亿元。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	42.61	47.90	63.06	13.06
研发费用	8.15	12.48	34.25	5.88
财务费用	110.91	136.73	125.42	26.49
期间费用合计	195.25	231.17	253.91	53.34
期间费用率(%)	15.81	14.82	12.64	12.89
经营性业务利润	66.08	9.60	162.07	26.49
其中：其他收益	7.04	11.92	27.70	2.54
资产减值损失	-23.13	-16.00	-15.54	0.01
公允价值变动收益	-0.27	7.03	3.07	1.74
投资收益	67.29	94.80	54.34	13.01
营业外损益	-1.18	0.16	1.61	-0.13
利润总额	111.56	58.77	152.44	30.28

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内，受益于各项业务的不断发展，公司资产总额保持增长态势，但威海银行高负债的行业特性及公司规模较大的存量债务，致使公司杠杆水平呈高位上行趋势

近年来，随着公司各项经营业务不断发展、持续投资及吸收合并齐鲁交通，公司资产及负债规模均快速增长，截至 2021 年末，公司总资产规模为 11,391.85 亿元，同比增长 6.48%；同期末，公司总负债规模为 8,463.41 亿元，同比增长 10.98%。所有者权益方面，受到跟踪期内收购部分少数股东股权及不再并表如山东铁投等含少数股东权益子公司的影响，公司少数股东权益同比下降 19.41%，致公司所有者权益同比小幅下降 4.70%。同期末，公司所有者权益为 2,928.43 亿元，其中实收资本为 459.00 亿元，同比维持不变；资本公积为 634.83 亿元，同比增加 6.55%，主要系接受 50 宗评估价值共计 40.64 亿元的土地划拨、收到山东省财政厅集中支付中心拨付溢价投资款 2.10 亿元等事项所致。截至 2022 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 11,865.38 亿元、8,803.73 亿元和

3,061.64 亿元，相较 2021 年末分别小幅增加 4.16%、4.02%和 4.55%。

从资产构成来看，同其他省属高速公路企业相似，公司资产结构以非流动资产为主，截至 2021 年末，公司非流动资产为 9,316.14 亿元，同比增加 6.81%，占当期资产总额的比重为 81.78%。公司非流动资产仍主要包括债权投资、无形资产、固定资产、在建工程和发放贷款及垫款。同期末，公司债权投资为 1,060.56 亿元，同比增加 18.76%，主要为公司控股子公司威海银行的债权投资 771.22 亿元和公司持有的公路工程、股权投资等各类公司股权，跟踪期内上升 18.76%主要系威海银行债权投资规模同比增加 90.70 亿元。同期末，公司无形资产为 1,577.27 亿元，包括公司拥有的土地使用权和收费经营权等，同比增长 6.95%，主要系 50 宗国有土地注入所致。公司固定资产主要为高速公路沿线土地资产、铁路资产和运输工具等，截至 2021 年末，公司固定资产为 1,804.59 亿元，同比减少 9.74%，主要系计提折旧所致。同期末，公司在建工程为 1,650.59 亿元，主要为公司在建高速公路、铁路、水务及新兴产业项目等，同比增加 34.91%，主要系各类项目投资增加所致。同期末，公司发放贷款及垫款为 1,456.91 亿元，同比增加 19.96%，主要系威海银行信贷业务规模扩张。截至 2022 年 3 月末，公司非流动资产规模为 9,559.53 亿元，仍主要包括债权投资、无形资产、固定资产、在建工程和发放贷款及垫款，相较上年末小幅增长 2.61%。

流动资产方面，截至 2021 年末，公司流动资产为 2,075.71 亿元，同比增长 5.00%。从构成来看，公司流动资产主要包括货币资金、存货、合同资产、其他应收款和其他流动资产。货币资金主要为银行存款，截至 2021 年末，公司货币资金为 602.98 亿元，同比下降 8.63%，其中公司受限的货币资金 257.56 亿元，包括法定存款准备金、财政性存款及保证金等。同期末公司存货资产规模为 194.96 亿元，同比小幅下降 0.15%。同期末公司合同资产规模为 324.41 亿元，同比增长 136.88%，主要系公司工程

施工业务规模扩大、在手合同施工投入金额上升所致。同期末，公司其他应收款为 218.18 亿元，同比下降 29.07%，主要包括应收消费税退税款、应收土地置换款、公路建设款、货款、投资款等，2021 年末公司前 5 大其他应收款对象分别为相关税务部门（应收消费税退税款）、德建控股有限公司、中国国际金融股份有限公司、北京维京时代文化传媒有限责任公司和烟台市福山区财政局，合计其他应收款占比为 24.32%，公司其他应收款对象分布较为分散。同期末，公司其他流动资产为 186.11 亿元，同比下降 21.08%，主要系恒大股权转让款部分回收所致，期末余额中尚存恒大股权转让款账面金额 84.87 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司流动资产规模为 2,305.85 亿元，主要由货币资金、存货、合同资产、其他应收款和其他流动资产构成，较上年末增加 11.09%。

**表 13：近年来公司主要资产构成（亿元）**

项目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	591.35	659.90	602.98	641.20
其他应收款	278.29	307.60	218.18	313.18
存货	198.20	195.24	194.96	222.04
合同资产	79.48	136.95	324.41	277.08
其他流动资产	137.73	235.81	186.11	195.89
<b>流动资产合计</b>	<b>1,750.13</b>	<b>1,976.91</b>	<b>2,075.71</b>	<b>2,305.85</b>
发放贷款和垫款	927.08	1,214.49	1,456.91	1,535.93
可供出售金融资产	757.86	11.57	10.09	4.64
股权投资	591.36	893.06	1,060.56	1,070.71
固定资产	2,062.64	1,999.39	1,804.59	1,782.83
在建工程	731.46	1,223.49	1,650.59	1,735.05
无形资产	1,379.51	1,474.83	1,577.27	1,574.50
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,588.30</b>	<b>8,722.08</b>	<b>9,316.14</b>	<b>9,559.53</b>
<b>总资产</b>	<b>9,338.44</b>	<b>10,698.99</b>	<b>11,391.85</b>	<b>11,865.38</b>

资料来源：公司财务报表，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。负债结构方面，公司流动负债规模与非流动负债规模相当。截至 2021 年末，公司流动负债金额为 4,345.40 亿元，同比增长 11.08%，总负债占比为 51.34%。公司流动负债主要由吸收存款及同业存放、其他应付款、应付账款、短期借款和一年内到期的

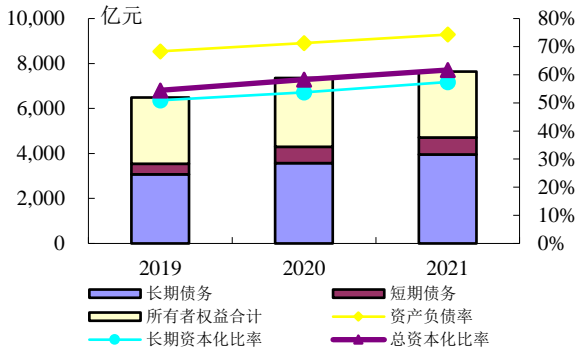
非流动负债等构成。吸收存款及同业存放主要为威海商行吸收的活期、定期存款和境内银行同业及其他金融机构存放，吸收存款及同业存放变动主要系子公司威海商行经营情况波动所致；截至 2021 年末，公司吸收存款及同业存放为 2,057.86 亿元，同比增长 15.50%。其他应付款主要为往来款、保证金及押金和代收款等，同期末，公司其他应付款为 296.19 亿元，同比下降 37.35%，主要系不再并表山东铁投；山东铁投期初其他应付款余额为 202.38 亿元。同期末，公司应付账款为 689.33 亿元，同比增长 40.16%，应付账款主要为工程施工款及相关设备和服务购置费等，大幅增加系时点未结算工程施工款及服务购置费金额较大。同期末，公司短期借款余额为 230.83 亿元，主要系信用借款及保证借款，同比增加 11.68%。同期末，公司一年内到期非流动负债金额为 239.33 亿元，主要系一年内到期长期借款及应付债券，同比减少 2.58%。截至 2022 年 3 月末，公司流动负债规模为 4,464.15 亿元，较 2021 年末小幅增加 2.73%，仍主要由吸收存款及同业存放、应付账款、其他应付款、短期借款及一年内到期的非流动负债等构成，其中短期借款金额 318.38 亿元，同比增长 37.93%。

非流动负债方面，公司非流动负债仍主要由长期借款和应付债券构成，截至 2021 年末，公司非流动负债金额 4,118.01 亿元，同比增加 10.88%。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，截至 2021 年末，公司长期借款为 2,910.61 亿元，同比增长 15.04%。同期末，公司应付债券为 931.01 亿元，同比基本持平。截至 2022 年 3 月末，公司非流动负债规模为 4,339.58 亿元，较 2021 年末增加 5.38%，仍主要由长期借款和应付债券构成，其中应付债券较上年末增加 10.22%。

2019~2021 末，公司资产负债率分别为 68.34%、71.28%和 74.29%，因公司银行等高杠杆属性的金融业务占比较高，总体维持在较高水平；2019~2021 年，总资本化比率分别为 54.47%、58.27%和 61.69%。随

随着公司债务规模的扩大，公司杠杆水平呈现高位上行趋势。

图 2：2019 年~2021 年末公司资本结构分析

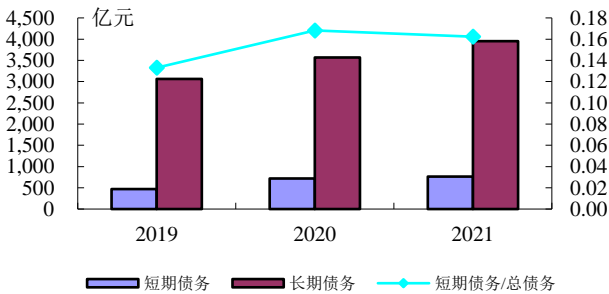


注：公司未提供 2022 年一季度债务调整数据，故无法列示 2022 年一季度相关指标情况。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务结构来看，2019~2021 年末公司总债务规模分别为 3,537.28 亿元、4,290.45 亿元和 4,715.93 亿元，短期债务/总债务比率分别为 0.13、0.17 和 0.16。公司债务结构仍以长期债务为主，和公司经营业务较为匹配。

图 3：2019 年~2021 年末公司债务结构分析



注：公司未提供 2022 年一季度债务调整数据，故无法列示 2022 年一季度相关指标情况。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司经营获现能力维持较好水平；短期债务规模较大，但考虑到公司较强的自有资金实力及再融资能力，整体偿债压力尚可**

经营活动方面，受到公司路桥收费、工程施工和商品贸易等主营业务收现波动的影响，近年来经营获现情况呈现一定波动，但整体呈年度大额净流入态势。2021 年和 2022 年一季度，公司经营活动净现

金流分别为 161.87 亿元和 -63.23 亿元，其中 2022 年一季度为负主要系工程结算、商品贸易等业务结算节点滞后。

投资活动方面，近年来受威海银行债券投资业务扩张、公司购买理财产品及公司在建工程项目投入较大的影响，公司投资活动现金流入、流出规模均保持较高水平，投资活动现金流持续保持净流出状态。2021 年和 2022 年一季度，公司投资活动净现金流分别为 -1,072.05 亿元和 -205.30 亿元。

为满足公司较大的投资需求以及偿还到期债务，公司筹资活动现金流入规模一直保持在较高水平。公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、直接融资及吸收投资。2021 年和 2022 年一季度，公司筹资活动净现金流分别为 748.28 亿元和 283.40 亿元。未来随着建设项目的不断推进和偿债需求，预计公司筹资规模仍将保持较高水平。

EBITDA 偿债指标方面，2021 年，公司实现 EBITDA 489.45 亿元，随着利润总额的增加而同比增加 141.45 亿元；同期，公司总债务/EBITDA 为 9.64 倍，因债务规模的增速较快，EBITDA 对债务本金的覆盖能力仍较弱；同期，EBITDA 利息保障系数为 2.77 倍，EBITDA 对债务利息能够形成有效覆盖。

经营活动净现金流偿债指标方面，2021 年，公司总债务/经营活动净现金流为 29.13 倍，经营活动净现金流仍无法覆盖债务本金；同期经营活动净现金流利息保障系数为 0.92 倍，因公司债务规模增长较快，公司经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力有所恶化。

表 14：近年公司偿债能力指标（亿元、X）

指标	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	470.95	721.63	765.99	--
长期债务	3,066.33	3,568.82	3,949.94	--
总债务	3,537.28	4,290.45	4,715.93	--
货币资金/短期债务	1.26	0.91	0.79	--
EBITDA/短期债务	0.81	0.48	0.64	--
经营活动净现金流	144.72	208.34	161.87	-63.23
总债务/经营活动净现金	24.44	20.59	29.13	--
经营活动净现金/	1.00	1.30	0.92	--

利息支出				
EBITDA	379.92	348.00	489.45	--
总债务/EBITDA	9.31	12.33	9.64	--
EBITDA 利息倍数	2.62	2.17	2.77	--

注：公司未统计 2022 年一季度债务调整、资本化利息、折旧及摊销等数据，故相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至本报告出具日，公司未提供债务到期分布情况。截至 2021 年末，公司总债务规模 4,715.93 亿

元，其中短期债务规模为 765.99 亿元。

从资本市场债务到期情况来看，截至 2022 年 4 月 30 日，公司及子公司至 2022 年 3 月末资本市场到期或行权债务规模 313.20 亿元、6,000 万美元<sup>1</sup>。整体来看，公司整体短期偿债规模较大，但考虑到公司自有资金实力较强，再融资能力较强，公司短期到期债务规模处于可控水平。

**表 15：2022 年 4 月末至 2023 年 3 月末公司及子公司直融债券到期/回售情况（亿元、%）**

发行主体/债券名称	发行时间	期限	到期日/下一行权日	债券余额	票面利率
<b>Coastal Emerald Limited (山高金融子公司):</b>					
山高金融 2.8% N20221021 (g21102204.00)	2021/10/22	364 天	2022/10/21	0.40 亿美元	2.8
山高金融 2.8% N20221021 (g21102203.00)	2021/10/22	364 天	2022/10/21	0.20 亿美元	2.8
<b>境外债小计</b>	--	--	--	<b>0.60 亿美元</b>	--
<b>山东高速集团:</b>					
19 齐鲁 01	2019/5/31	3+2 年	2022-06-06	20.00	3.9
20 鲁高速(疫情防控债)MTN001	2020/2/26	3 年	2023-02-28	20.00	3.06
20 齐鲁 Y1	2020/2/25	3+N 年	2023-02-27	10.00	3.44
19 齐鲁交通 MTN002	2019/11/26	3+N 年	2022-11-27	15.00	3.95
19 鲁高速 MTN004	2019/11/22	3 年	2022-11-26	15.00	3.57
07 鲁高速债	2007/11/19	15 年	2022-11-19	15.00	5.85
20 鲁高速 MTN004	2020/11/16	2+N 年	2022-11-18	15.00	4.22
17 鲁高速 MTN003	2017/10/19	5 年	2022-10-23	25.00	4.97
19 齐鲁交通 MTN001	2019/10/16	3 年	2022-10-18	10.00	3.58
21 鲁高速 SCP006	2021/12/30	269 天	2022-09-30	20.00	2.54
G19 鲁高 1	2019/9/11	3 年	2022-09-12	10.00	3.5
21 鲁高速 SCP005	2021/11/25	270 天	2022-08-23	30.00	2.55
21 鲁高速 SCP004	2021/10/25	269 天	2022-07-22	20.00	2.68
19 鲁高 Y1	2019/6/19	3+N 年	2022-06-21	15.00	4.27
<b>小计</b>	--	--	--	<b>240.00</b>	--
<b>高速股份:</b>					
21 鲁高速股 SCP009	2021/12/8	270 天	2022-09-05	10.00	2.59
22 鲁高速股 SCP001	2022/2/24	270 天	2022-11-22	10.00	2.1
22 鲁高速股 SCP002	2022/3/2	270 天	2022-11-29	5.00	2.1
22 鲁高速股 SCP003	2022/4/7	90 天	2022-07-07	10.00	2.05
<b>小计</b>	--	--	--	<b>35.00</b>	--
<b>高速路桥:</b>					
17 高速路桥 MTN001	2017/9/26	5 年	2022-09-27	3.20	5.56
19 山路 01	2019/11/12	3+2 年	2022-11-14	5.00	3.98
<b>小计</b>	--	--	--	<b>8.20</b>	--
<b>山东高速投资控股有限公司:</b>					

<sup>1</sup> 此处不包含公司子公司威海银行发行的同业存单。

发行主体/债券名称	发行时间	期限	到期日/下一行权日	债券余额	票面利率
19 鲁纾 01	2019/11/26	3 年	2022-11-27	10.00	5.50
小计	--	--	--	<b>10.00</b>	--
<b>威海银行：</b>					
17 威海商行二级	2017/7/11	5+5 年	2022/7/12	20.00	5.00
小计	--	--	--	<b>20.00</b>	--
<b>境内债合计</b>	--	--	--	<b>313.20</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持，或有负债风险较小，受限资产比例较为可控

银行授信方面，公司与银行保持良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司共获得主要银行授信 10,487.63 亿元，尚未使用授信额度 5,776.03 亿元，备用流动性充足；同时，公司拥有北控清洁、高速股份、高速路桥、山高金融、威海银行和齐鲁高速等 6 家上市公司，资本市场融资渠道通畅，财务弹性较好。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额 80.77 亿元，占公司净资产比重的 2.76%。主要为公司对中国农业银行山东省分行的质押担保 10.00 亿元。公司对山东铁投、山东省港口集团潍坊港有限公司等关联国有企业担保 68.09 亿元及公司下属子公司对关联行业公司担保 2.68 亿元；公司于 2006 年 4 月 7 日发行了总额为 10.00 亿元的 20 年期企业债券，由中国农业银行山东省分行为该债券出具了融资性保函，公司以其所持有的高速股份 9.77 亿股股权提供了质押反担保。截至目前，被担保企业经营状况良好，公司或有负债风险较小。

公司未决诉讼主要为子公司高速路桥建设工程有限公司合同纠纷，及子公司泰山财产保险股份有限公司开展经营业务涉及的相关诉讼，未决诉讼涉及金额均较小，对公司正常生产经营活动影响较小。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司抵押、质押等受限资产合计 1,927.53 亿元，占公司总资产的比例为 16.92%，受限资产主要包括货币资金 257.56 亿元、无形资产 743.02 亿元和固定资产 686.46 亿元

等，其中受限无形资产主要为用于取得银行借款的质押高速公路收费权，受限固定资产主要为抵押土地资产。此外，截至 2021 年末，公司持有上市公司高速股份股票中处于质押状态的股票占公司所持高速股份持股总数的 34.03%。公司受限资产比例较为可控，但较大的受限资产规模将影响公司未来以资产抵质押的方式进行债务融资的能力，且若未来公司未能按时、足额偿付债务本息导致公司资产被冻结和处置，将对公司正常生产经营活动造成不利影响，进而影响公司的偿债能力。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及《企业信用报告》，截至 2022 年 3 月末，公司发生违约事件，不存在五年以内发生且当前未结清的违约事件。

### 外部支持

#### 跟踪期内，山东省政府继续在资产注入、政府补贴等方面给予公司有力支持，为山东省公路建设和公司的发展奠定了良好基础

山东高速集团是由省国资委履行出资人职责的国有独资大型企业集团，经营主业涵盖交通基础设施领域及智慧交通的投资建设以及交通基础设施配套土地的综合开发，物流及相关配套服务，金融资产管理，得到了政府和股东的大力支持。

资产注入方面，2021 年，根据《山东省自然资源厅关于同意山东高速集团有限公司部分国有划拨土地使用权作价出资土地估价报告备案和土地资产处置方案的函》（鲁自然资函[2021]340 号），公司取得 50 宗国有土地作为国家资本金出资，增加

资本公积（资本溢价）40.64 亿元；接受无偿划入山东泰东公路工程有限公司、莱芜德立交通设施有限公司、莱芜科苑公路绿化有限公司等国有企业股权，增加资本公积（资本溢价）1.56 亿元。此外，根据山东省人民政府批复，针对疫情期间免收高速公路通行费政策开展相关补偿，同意延长公司部分收费路桥收费期限，据此，公司评估相关收益，确认延长高速公路收费期限产生的其他收益 16.32 亿元。

资金支持方面，2021 年，公司收到山东省财政厅集中支付中心拨付溢价投资款，增加资本公积（资本溢价）2.10 亿元；2021 年公司确认与资产相关的补贴 20.29 亿元，计入递延收益；确认与收益相关的政府补贴及个税返还等资金支持 11.38 亿元，计入其他收益；确认与企业日常活动无关的政府补助 0.75 亿元，计入营业外收入。上述政府补贴在一定程度上对公益性、政策性的收费公路业务的开展提供了保障。

## 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”和“07 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。

农行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 2021 年末，农行共有境内分支机构 22,807 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 455,174 人。截至 2021 年末，该行各项存款和贷款总额（均不含应计利息）分别为 215,955 亿元和 171,358 亿元，资产总额 290,692 亿元，所有者权益 24,214 亿元，全年实现净利润 2,419 亿元。

该行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 2021 年末，农行核心一级资本充足率为 11.44%，较年初上升 0.40 个百分点；资本充足率为 17.13%，较年初上升 0.54 个百分点。资产质量方面，2021 年以来农行持续优化信贷结构，强化行业限额管理，加强大额集团客户、房地产行业等重点领域风险管控，同时加大不良贷款处置力度，但宏观经济下行和疫情冲击仍对该行资产质量造成一定压力。截至 2021 年末，农行不良贷款余额较年初增加 86.69 亿元至 2,457.82 亿元，不良贷款率较年初下降 0.14 个百分点至 1.43%；拨备覆盖率为 293.17%，较年初上升 32.53 个百分点。盈利方面，2021 年该行盈利能力有所提升，全年实现净利润 2,419.36 亿元，同比增长 11.80%；平均资本回报率和平均资产回报率分别为 10.45% 和 0.86%，分别较上年上升 0.06 和 0.03 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。



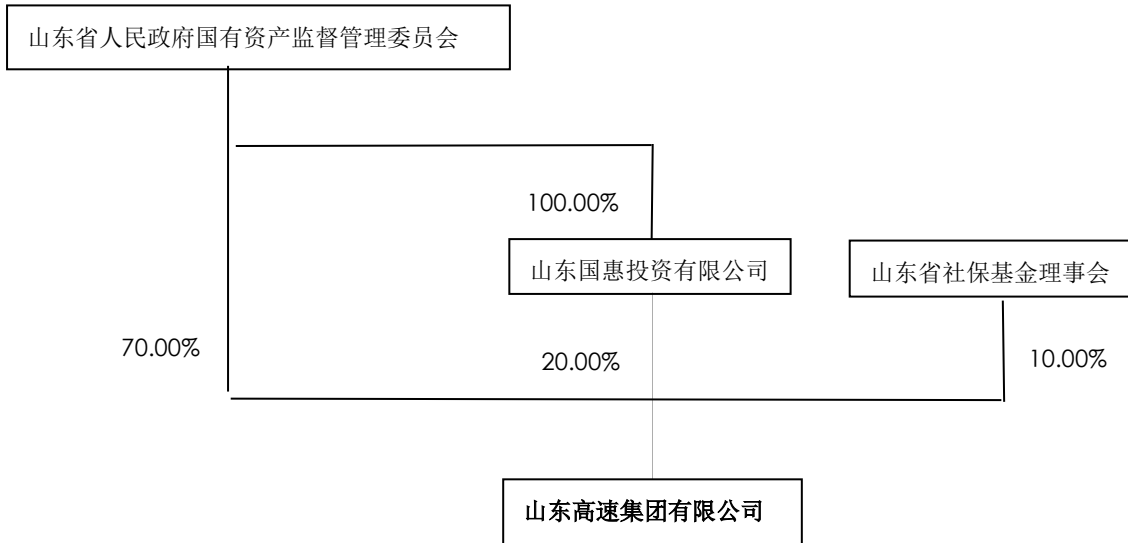
总体来看，财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，并且近年来所进行的内部管理改革也使农行组织架构持续优化，风险管理水平逐步提高，竞争力持续增强。截至 2021 年末，汇金公司以及财政部合计直接持有该行 75.32% 的股权，考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位，中诚信国际认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。

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”和“07 鲁高速债”债券的偿还提供强有力的保障。

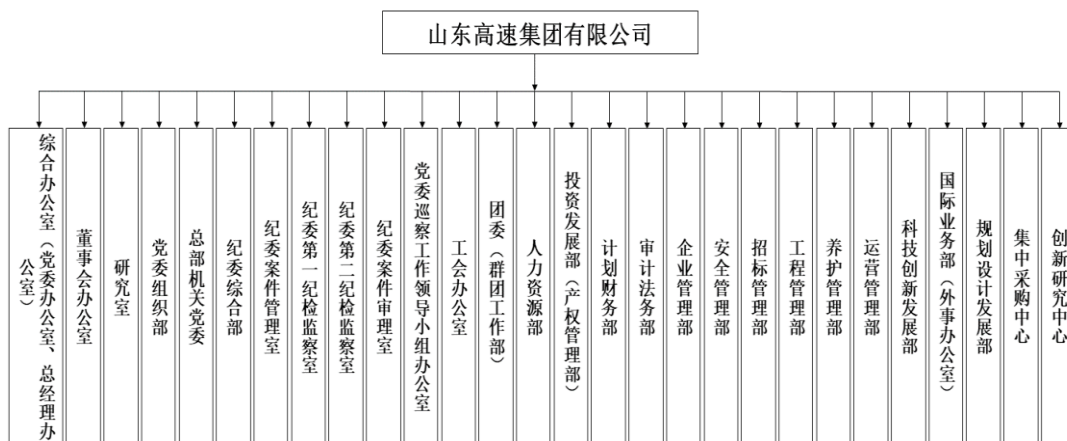
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东高速集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“06 鲁高速债/06 鲁高速”、“07 鲁高速债”、“14 鲁高速 MTN002”、“15 鲁高速 MTN003”、“16 鲁高速 MTN003”、“17 鲁高速 MTN003”、“19 鲁高速 MTN001”、“19 鲁高速 MTN002”、“19 鲁高速 MTN003”、“19 鲁高速 MTN004”、“19 鲁高速 MTN005”、“20 鲁高速（疫情防控债）MTN001”、“20 鲁高速 MTN002”、“20 鲁高速 MTN003”、“20 鲁高速 MTN004”、“18 齐鲁交通 MTN001”、“19 齐鲁交通 MTN001”、“19 齐鲁交通 MTN002”、“20 齐鲁交通 MTN001”、“20 齐鲁交通 MTN002”、“19 鲁高 01”、“19 鲁高 02”、“G19 鲁高 1”、“20 鲁高 01”、“20 鲁高 02”、“18 齐鲁 01”、“19 齐交债 01/19 齐交 01”、“19 齐交债 02/19 齐交 02”、“19 齐鲁 01”、“19 齐鲁 Y1”、“20 齐交债 01/20 齐交 01”和“20 齐鲁 Y1”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 2022 年 3 月末）



主要一级子公司	注册资本/股本 (亿元)	持股比例 (%)
山东高速股份有限公司	48.11	70.91
山东高速路桥集团股份有限公司	15.57	55.78
齐鲁高速公路股份有限公司	20.00	38.93
威海市商业银行股份有限公司	59.80	48.66
山东通汇资本投资集团有限公司	13.00	100.00
山东高速能源发展有限公司	15.00	100.00
山东高速建设管理集团有限公司	29.67	84.26
山东高速基础设施建设有限公司	150.00	100.00
中国山东高速金融集团有限公司	5.00 亿港元	42.78



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 2021 年末前十大股东持股情况

序号	股东名称	股份(亿股)	占比(%)
1	中央汇金投资有限责任公司	1,400.87	40.03
2	中华人民共和国财政部	1,235.15	35.29
3	香港中央结算(代理人)有限公司	305.43	8.73
4	全国社会保障基金理事会	235.21	6.72
5	中国烟草总公司	25.19	0.72
6	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	23.29	0.67
7	中国证券金融股份有限公司	18.43	0.53
8	香港中央结算有限公司	17.36	0.50
9	上海海烟投资管理有限公司	12.59	0.36
10	中央汇金资产管理有限责任公司	12.55	0.36
	<b>合 计</b>	<b>3,286.08</b>	<b>93.91</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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	5,913,472.73	6,598,972.04	6,029,787.10	6,411,957.30
应收账款	714,982.20	1,192,312.91	1,580,688.22	1,653,399.28
其他应收款	2,782,934.88	3,075,985.28	2,181,768.82	3,131,840.03
存货	1,981,979.22	1,952,431.81	1,949,578.72	2,220,375.53
长期投资	18,905,161.62	21,784,132.43	20,923,401.85	21,939,035.71
在建工程	7,314,596.63	12,234,926.86	16,505,869.06	17,350,469.95
无形资产	13,795,137.73	14,748,273.51	15,772,716.20	15,745,008.70
总资产	93,384,357.89	106,989,909.73	113,918,464.81	118,653,775.29
其他应付款	4,750,979.93	4,728,755.81	2,961,935.46	3,760,063.35
短期债务	4,709,478.37	7,216,303.97	7,659,941.66	--
长期债务	30,663,300.89	35,688,184.72	39,499,360.73	--
总债务	35,372,779.26	42,904,488.69	47,159,302.39	--
总负债	63,818,978.45	76,259,830.33	84,634,149.85	88,037,331.36
费用化利息支出	1,231,770.72	1,354,011.85	1,338,831.52	273,636.76
资本化利息支出	218,305.05	249,674.79	428,135.99	124,253.87
实收资本	4,590,000.00	4,590,000.00	4,590,000.00	4,590,000.00
少数股东权益	15,521,739.50	15,866,153.08	12,786,074.44	12,529,319.74
所有者权益合计	29,565,379.44	30,730,079.40	29,284,314.96	30,616,443.92
营业总收入	12,352,577.07	15,593,859.54	20,083,604.27	4,137,546.52
经营性业务利润	660,798.19	95,984.35	1,620,790.57	264,916.79
投资收益	672,894.63	948,015.93	543,387.39	130,053.49
净利润	778,955.16	294,029.29	1,124,137.79	214,848.76
EBIT	2,347,358.77	1,941,740.92	2,863,234.87	576,455.74
EBITDA	3,799,198.53	3,479,996.59	4,894,476.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金	11,516,574.36	13,810,424.18	16,990,032.29	4,243,866.98
收到其他与经营活动有关的现金	4,518,243.18	4,143,641.65	3,427,132.27	1,189,842.00
购买商品、接受劳务支付的现金	9,327,207.59	11,900,821.36	14,587,699.70	4,154,241.42
支付其他与经营活动有关的现金	5,104,779.83	3,142,470.48	2,399,827.58	727,194.95
吸收投资收到的现金	2,880,235.77	3,845,550.27	6,026,914.13	620,420.90
资本支出	5,652,148.20	6,265,838.44	7,584,965.29	1,499,901.07
经营活动产生现金净流量	1,447,194.95	2,083,351.21	1,618,716.35	-632,331.52
投资活动产生现金净流量	-5,451,359.51	-9,163,125.62	-10,720,530.94	-2,052,987.14
筹资活动产生现金净流量	6,565,020.29	6,140,209.64	7,482,836.86	2,833,967.95
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	21.57	15.66	21.47	22.48
期间费用率(%)	15.81	14.82	12.64	12.89
应收类款项/总资产(%)	6.58	7.00	6.68	6.05
收现比(X)	1.04	0.97	0.92	1.14
总资产收益率(%)	3.03	1.94	2.59	1.98
资产负债率(%)	68.34	71.28	74.29	74.20
总资本化比率(%)	54.47	58.27	61.69	--
短期债务/总债务(X)	0.13	0.17	0.16	--
FFO/总债务(X)	0.09	0.06	0.10	--
FFO利息倍数(X)	2.10	1.56	2.61	-1.59
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.00	1.30	0.92	-1.59
总债务/EBITDA(X)	9.31	12.33	9.64	--
EBITDA/短期债务(X)	0.81	0.48	0.64	--
货币资金/短期债务(X)	1.26	0.91	0.79	--
EBITDA利息覆盖倍数(X)	2.62	2.17	2.77	--

注：1、中诚信国际根据公司2020年审计报告、2021年审计报告及2022年一季度未经审计的财务报表整理，其中2019年使用数据为2020年报经追溯调整期初数据，2020年使用数据为2021年报告期初数；2、公司未统计2022年一季度债务调整、折旧及摊销等数据，故相关指标失效；3、中诚信国际将公司其他应付款、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租赁负债调整至长期债务；公司总债务未包含金融子公司因业务经营形成的相关债务。

## 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）	2019	2020	2021
现金及对中央银行的债权	2,699,895	2,437,275	2,321,406
对同业债权	1,467,476	1,797,339	1,503,081
证券投资	7,422,930	7,822,659	8,230,043
贷款总额	13,328,750	15,136,121	17,135,752
贷款损失准备	-540,578	-618,009	-720,570
贷款净额	12,819,764	14,552,433	16,454,503
关注贷款	298,401	304,335	253,071
不良贷款（五级分类）	187,210	237,113	245,782
总资产	24,877,491	27,205,047	29,069,155
风险加权资产	15,485,352	16,989,668	17,849,566
存款总额	18,618,173	20,107,372	21,595,453
向中央银行借款	608,536	737,161	747,213
对同业负债	1,882,469	1,894,371	1,949,504
借款及应付债券	1,108,212	1,371,845	1,507,657
总负债	22,923,630	24,994,301	26,647,796
总资本（所有者权益）	1,953,861	2,210,746	2,421,359
净利息收入	500,870	545,079	577,987
手续费及佣金净收入	72,927	74,545	80,329
汇兑净损益	2,229	3,116	6,894
公允价值变动净收益	9,641	2,968	-4,019
投资净收益	15,839	3,407	27,044
其他净收入	434	-80	-509
非利息净收入	101,070	83,956	109,739
净营业收入合计	601,940	629,035	687,726
业务及管理费用（含折旧）	-191,224	-192,348	-219,308
拨备前利润	398,138	404,959	464,811
贷款减值损失	-131,833	-138,988	-168,999
税前利润	266,576	265,050	295,880
净利润	212,924	216,400	241,936

## 附五：中国农业银行股份有限公司主要财务指标

财务指标	2019	2020	2021
<b>增长率 (%)</b>			
贷款总额	11.88	13.56	13.21
不良贷款	-1.47	26.66	3.66
贷款损失准备	12.82	14.32	16.60
总资产	10.03	9.36	6.85
总资本	17.02	13.15	9.53
存款总额	6.82	8.00	7.40
净利息收入	1.91	8.83	6.04
拨备前利润	4.68	1.71	14.78
净利润	5.08	1.63	11.80
<b>资本充足性 (%)</b>			
核心一级资本充足率	11.24	11.04	11.44
资本充足率	16.13	16.59	17.13
资本资产比率	7.85	8.13	8.33
<b>资产质量 (%)</b>			
不良贷款率	1.40	1.57	1.43
(不良贷款+关注贷款)/总贷款	3.64	3.58	2.91
关注贷款/不良贷款	159.39	128.35	102.97
不良贷款拨备覆盖率	288.75	260.64	293.17
贷款损失准备/(不良贷款+关注贷款)	111.32	114.14	144.45
不良贷款/(资本+贷款损失准备)	7.51	8.38	7.82
贷款损失准备/总贷款	4.06	4.08	4.21
最大单一客户贷款/资本净额	4.68	4.07	2.44
最大十家客户贷款/资本净额	13.83	12.58	11.67
<b>盈利能力 (%)</b>			
净息差 (%)	2.10	2.09	2.04
拨备前利润/平均风险加权资产	2.73	2.49	2.67
拨备前利润/平均总资产	1.68	1.56	1.65
平均资本回报率	11.74	10.39	10.45
平均资产回报率	0.90	0.83	0.86
平均风险加权资产回报率	1.46	1.33	1.39
非利息净收入占比	19.12	13.35	15.96
<b>营运效率 (%)</b>			
成本收入比	31.77	30.58	31.89
资产费用率	0.86	0.86	0.79
<b>流动性 (%)</b>			
高流动性资产/总资产	26.83	23.75	19.88
总贷款/总存款	71.59	75.28	79.35
(总贷款-贴现)/总存款	69.33	73.34	77.38
净贷款/总资产	51.53	53.49	56.60
总存款/总融资	83.80	83.40	83.70
(市场资金-流动资产)/总资产	-12.36	-9.03	-5.42

## 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

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。