

信用评级公告

联合〔2023〕6514号

联合资信评估股份有限公司通过对山东高速路桥集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将公司主体长期信用等级由AA⁺上调为AAA，将“21山路01”“22山路01”和“22山路02”的信用等级由AA⁺上调为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：

二〇二三年七月二十六日

山东高速路桥集团股份有限公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东高速路桥集团股份有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定
21 山路 01	AAA	稳定	AA+	稳定
22 山路 01	AAA	稳定	AA+	稳定
22 山路 02	AAA	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 山路 01*	3.00 亿元	3.00 亿元	2024/06/01
22 山路 01*	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/07/18
22 山路 02*	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/10/31

注：标“*”债券附提前回售条款，到期兑付日为债券的下个行权日；上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

注：上述评级方法和注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	6
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aa+
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa+
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

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

评级观点

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）是山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）主要从事路桥建设施工的上市子公司。跟踪期内，公司经营规模进一步扩大；整体盈利指标仍表现很好；公司在项目获取和可转债认购等方面继续获得股东支持。2023 年上半年，公司新签合同金额和期末在手合同金额较上年同期均大幅增长，业务持续性进一步增强；山东高速交通建设集团有限公司（以下简称“交建集团”）纳入公司合并范围，交建集团施工经验丰富，其资质和技术优势有望与公司路桥施工和养护业务形成协同，进一步提升公司整体市场竞争力。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司资产流动性仍较弱，有息债务规模大幅增长，债务负担仍较重，2023 年仍存在一定的短期偿债压力，收入实现质量仍一般，经营获现能力仍较弱等因素可能对其信用水平带来不利影响。未来，随着公司项目的逐步推进，以及交建集团纳入公司合并范围，公司经营规模和盈利能力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA+ 上调为 AAA，将“21 山路 01”“22 山路 01”和“22 山路 02”的信用等级由 AA+ 上调为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司继续获得股东支持。**跟踪期内，公司通过公开招标方式获取山东高速集团内部一定体量的项目，山东高速集团内部仍为公司重要的项目获取来源。2022 年，公司营业总收入 650.19 亿元，其中来自山东高速集团及其下属子公司的收入占 41.85%。2023 年 3 月份，公司发行可转换公司债券 48.36 亿元，公司股东山东高速集团、山东高速投资控股有限公司和山东铁路发展基金有限公司分别认购 24.06 亿元、2.87 亿元和 3.33 亿元。可转换公司债券部分或者全额转股后，公司资本实力及所有者权益规模或将进一步扩大。
- 跟踪期内，业务持续性进一步增强。**2023 年 1—6 月，公司新签合同金额 530.92 亿元，同比大幅增长 141.34%。截至 2023 年 6 月底，公司期末在手合同金额 1372.09 亿元，较上年同期大幅增长 35.54%，对未来收入形成有力支撑。
- 跟踪期内，公司经营规模进一步扩大，新签合同额同比大**

同业比较（2022 年数据）

主要指标	公司	甘肃公投	北京住总	中交一航局
最新信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	地方国企	地方国企	地方国企	中央企业
资产总额（亿元）	1030.50	1607.17	1119.19	809.17
所有者权益（亿元）	229.52	742.78	261.53	203.12
营业总收入（亿元）	650.19	267.19	455.33	550.02
营业利润率（%）	11.96	14.19	7.99	6.99
利润总额（亿元）	38.89	11.95	11.50	7.14
资产负债率（%）	77.73	53.78	76.63	74.90
存货周转次数（次）	1.46	2.12	0.87	3.64
销售债权周转次数（次）	6.14	3.55	7.36	6.37
总资产周转次数（次）	0.70	0.17	0.41	0.67

注：甘肃公投全称为甘肃省公路交通建设集团有限公司，北京住总全称为北京住总集团有限责任公司，中交一航局全称为中交第一航务工程局有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料及公司提供资料整理

分析师：

王 聪 登记编号（R0150220120033）

王默璇 登记编号（R0150221070001）

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

幅增长，同时公司收购交建集团后，交建集团资质和技术优势有望与公司路桥施工和养护业务形成协同，进一步提升公司整体市场竞争力。截至2023年3月底，公司资产规模和所有者权益规模较2021年底分别增长29.22%和18.31%；2022年，公司营业总收入及利润总额分别同比增长13.03%和14.66%，公司经营规模进一步扩大；此外，公司收购了交建集团，交建集团施工经验丰富，其资质和技术优势有望与公司路桥施工和养护业务形成协同，进一步提升公司整体市场竞争力。

4. **跟踪期内，公司整体盈利指标仍表现很好。**2022年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为8.54%和13.82%。公司整体盈利指标仍表现很好。

关注

1. **跟踪期内，公司资产流动性仍较弱。**截至2023年3月底，公司应收类款项（应收账款和其他应收款）和存货（含合同资产）合计占资产总额比重为53.22%，同时，公司存在较大规模的投资类资产，回收期限长。资产中应收类款项、存货和投资类资产对公司资金形成较大占用，资产流动性仍较弱。
2. **跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，债务负担仍较重，2023年仍存在一定的短期偿债压力。**截至2023年3月底，公司全部债务349.57亿元，较上年底增长40.09%。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78.03%、59.62%和41.75%。同时考虑到公司发行永续债的影响，公司债务负担仍较重。同期末，公司短期债务179.89亿元，现金短期债务比为0.58倍，2023年仍存在一定的短期偿债压力。
3. **跟踪期内，公司收入实现质量仍一般，经营获现能力仍较弱。**2022年公司现金收入比为62.63%，经营活动现金流量净额为1.52亿元，净流入规模很小。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	84.30	86.64	79.38	104.53
资产总额 (亿元)	550.81	833.87	1030.50	1077.50
所有者权益 (亿元)	128.94	200.13	229.52	236.77
短期债务 (亿元)	73.81	114.88	132.59	179.89
长期债务 (亿元)	65.52	75.43	116.95	169.68
全部债务 (亿元)	139.32	190.30	249.54	349.57
营业总收入 (亿元)	344.37	575.22	650.19	105.55
利润总额 (亿元)	18.17	33.92	38.89	4.10
EBITDA (亿元)	25.94	47.97	58.38	--
经营性净现金流 (亿元)	9.74	-23.56	1.52	-20.21
营业利润率 (%)	10.16	11.54	11.96	10.13
净资产收益率 (%)	11.44	13.75	13.82	--
资产负债率 (%)	76.59	76.00	77.73	78.03
全部债务资本化比率 (%)	51.93	48.74	52.09	59.62
流动比率 (%)	114.55	111.04	107.71	114.43
经营现金流动负债比 (%)	2.78	-4.24	0.22	--
现金短期债务比 (倍)	1.14	0.75	0.60	0.58
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.02	6.39	6.22	-
全部债务/EBITDA (倍)	5.37	3.97	4.27	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	118.22	178.32	189.14	225.04
所有者权益 (亿元)	63.00	97.47	104.57	111.00
全部债务 (亿元)	24.83	35.66	36.83	82.90
营业总收入 (亿元)	0.01	0.10	0.28	0.23
利润总额 (亿元)	5.06	6.98	10.38	0.10
资产负债率 (%)	46.71	45.34	44.71	50.68
全部债务资本化比率 (%)	28.27	26.79	26.04	42.75
流动比率 (%)	80.89	127.69	100.11	238.11
经营现金流动负债比 (%)	20.83	11.35	-3.54	--

注: 1. 2020-2022 年财务数据取自当年审计报告期末数, 非追溯调整数据; 2. 2023 年一季度财务报告未经审计; 3. 本报告合并口径将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算, 将长期应付款中有息部分计入长期债务核算; 4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 5. “-”代表数据不适用

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、2023 年一季度财务报表和公司提供资料整理

跟踪评级历史：

债券简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 山路 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/10/20	王默璇 王 聪	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（V4.0.202208）（打分表）	阅读全文
22 山路 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/07/08	王默璇 李 颖	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 山路 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/07	王默璇 李 颖	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/05/19	姜泰钰、 高志杰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述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

声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、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。

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东高速路桥集团股份有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化，山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）仍为公司控股股东，山东高速集团直接持有公司股权 49.75%，并通过下属子公司山东高速投资控股有限公司（以下简称“高速投控”）间接持有公司 5.93% 的股权，公司实际控制人仍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”）。跟踪期内，员工行使股权激励机制，公司股本由 2021 年底的 21.50 亿元增至 21.53 亿元。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本为 15.61 亿元，股本为 21.53 亿元。

跟踪期内，公司职能定位、主要经营范围和组织结构均未发生重大变化。截至 2023 年 3 月底，公司本部内设 14 个职能部门，主要包括办公室、投资发展部、经营开发部和财务管理部等；截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 17 家。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1030.50 亿元，所有者权益 229.52 亿元（含少数股东权益 72.43 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 650.19 亿元，利润总额 38.89 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1077.50 亿元，所有者权益 236.77 亿元（含少数股东权益 71.19 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 105.55 亿元，利润总额 4.10 亿元。

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

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2023 年 6 月 9 日，公司由联合资信所评债券“21 山路 01”“22 山路 01”及“22 山路 02”余额为 13.00 亿元，募集资金已按计划全部用于补充流动资金和偿还有息债务。跟踪期内，“21 山路 01”正常付息，“22 山路 01”及“22 山路 02”尚未到付息日。

表 1 截至 2023 年 6 月 9 日联合资信跟踪评级债券

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
21 山路 01	3.00	3.00	2021/06/01	5 (3+2)
22 山路 01	5.00	5.00	2022/07/8	5 (3+2)
22 山路 02	5.00	5.00	2022/10/31	5 (3+2)
合计	13.00	13.00	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023年一季度）](#)》。

五、行业及区域经济环境

1. 建筑行业分析

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大致相同，受国家宏观调控影响两者走势也将产生一定偏离。近年来，随着经济增速放缓，建筑业增速随之下降；在国家大力推进基建的政策背景下，2022年二、三和四季度，建筑业总产值同比增速高于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；近年来受供给侧结构改革影响，钢材和水泥价格整体呈上涨趋势；2022年，受下游市场需求疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体出现回落；未来，在基础设施建设持续发力和房建市场需求不及预期双重影响下，水泥和钢材价格或将高位波动。从产业链下游看，2022年，随着国家加大基础设施建设力度，基建投资增速明显回升；受居民购房需求回落影响，房地产开发投资和拿地支出降幅明显。2023年，基建投资作为“稳增长”的重要抓手，投资增速将保持较高水平。从行业竞争情况看，在经济增长承压的背景下，建筑业作为需求驱动型行业，或将持续承受整体下行的压力；“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

未来短期来看，房地产投资不及预期，基建投资作为“稳增长”重要抓手将为建筑行业的下

游需求和资金来源提供有力支撑。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，建筑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《[2023年建筑业行业分析](#)》。

2. 区域经济概况

跟踪期内，山东省经济保持增长，固定资产投资保持稳定增长，为公司创造了良好的外部环境。

2022年，山东省实现地区生产总值87435.1亿元，按不变价格计算，同比增长3.9%。分产业看，第一产业增加值6298.6亿元，同比增长4.3%；第二产业增加值35014.2亿元，同比增长4.2%；第三产业增加值46122.3亿元，同比增长3.6%。三次产业结构由2021年7.3：39.9：52.8调整为7.2：40.0：52.8。

2022年，山东省建筑业实力明显增强。2022年，山东省建筑业总产值17559.6亿元，同比增长7.0%。具有总承包或专业承包资质的有工作量建筑业企业10643家，同比增加1346家；签订建筑合同额38281.0亿元，同比增长10.9%。

2022年，山东省固定资产投资保持稳定增长。2022年，山东省固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，其中制造业投资同比增长11.2%。三次产业投资构成为1.7：34.4：63.9。重点投资领域中，基础设施投资同比增长11.7%，占固定资产投资的比重为20.2%，同比提高1.0个百分点；高新技术产业投资同比增长19.2%，高于工业投资增速6.4个百分点。

房地产市场低位运行。2022年，山东省房地产开发投资9225.9亿元，同比下降6.0%。其中，住宅投资7211.6亿元，同比下降6.3%。商品房施工面积75798.6万平方米，同比下降8.4%。其中住宅施工面积55318.8万平方米，同比下降8.9%。商品房销售面积11685.6万平方米，同比下降18.1%。其中住宅销售面积9821.7万平方米，同比下降22.2%。商品房销售额9807.7亿元，同比下降19.3%。其中住宅销售额8481.3亿元，同比下降23.2%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化，控股股东仍为山东高速集团，直接持有公司股权 49.75%，并通过下属子公司高速投控间接持有公司 5.93% 的股权；实际控制人仍为山东省国资委。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本为 15.61 亿元，股本为 21.53 亿元。

2. 企业规模和竞争优势

跟踪期内，公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司，在山东省路桥建设领域市场占有率仍高；公司施工资质进一步完善，在设计、施工、研发方面的实力进一步提升，加强了公司在施工行业的核心竞争优势。

跟踪期内，公司主营业务仍为路桥工程施工与路桥养护施工，控股股东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，公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司，在山东省路桥建设领域市场占有率仍高。

公司主要通过子公司山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）开展路桥工程施工业务，路桥养护施工则主要由二级子公司山东省高速路桥养护有限公司（以下简称“路桥养护”）进行。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，公路行业工程设计甲级、市政行业工程设计甲级和建筑工程施工总承包壹级等资质。

2022 年，公司各项资质同比增加 48 项。其中，施工类壹级资质 4 项、养护甲级 8 项。2022 年，公司新取得的资质有效期到期时间为 2023—2027 年。根据《住房和城乡建设部办公厅关于建设工程企业资质有关事宜的通知》（建办市函〔2022〕361 号），部分施工类、工程设计类、勘察类及监理类资质证书于 2022 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 30 日有效期届满，统一延期至 2023 年 12 月 31 日。其他资质状况与上年相比无变化。

3. 企业信用记录

公司本部存在不良类和关注类贷款均为历史遗留问题。跟踪期内，公司本部及重要子公司债务履约情况良好，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 2023 年 6 月 14 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，1 笔不良/违约类信用证；公司未结清信贷中有 59 笔不良类贷款，逾期本金 2.27 亿元，以上信息均为原借壳上市公司丹东化学纤维（集团）有限责任公司破产重组的遗留问题，目前尚未处理完毕。跟踪期内，公司无新增不良类或关注类贷款。

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 2023 年 6 月 9 日，重要子公司路桥集团本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，存在一条强制执行记录。

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

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。截至报告出具日，联合资信发现路桥集团有 2 笔被执行人记录，其中，一笔执行标的 65099.00 元，系路桥集团施工路段及四川攀西高速公路开发有限公司管理路段发生交通事故所致，目前已执行完毕，但因银行疏忽导致重复冻结路桥集团账户（两次），因此尚有一项冻结未解除，仍在积极解决；另一笔执行标的 124072.00 元，系渭源高速收费站发生人员受伤所致，目前已执行完毕。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事和高级管理人员发生变化；除上述变化外，公司在其他董事、监事和高级管理人员、治理结构以及管理制度等方面均无重大变化。

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员发生变化，具体变化见下表。

根据公司于 2023 年 7 月 15 日发布的《山东高速路桥集团股份有限公司关于监事会主席辞职及补选监事的公告》，公司监事会主席王爱国先生因年龄原因辞去公司第九届监事会主席职务，辞职后在公司继续担任其他非领导职务。王爱国先生未持有公司股份，与公司及公司监事会无意见分歧，亦无任何事项须提请公司股东注意。王爱国先生的辞职不会导致公司监事会人数低于法定最低人数、不会影响公司相关工作的正常运行。根据《公司法》和《公司章程》的相关规定，辞职报告自送达公司监事会时生效。

根据公司于 2023 年 7 月 14 日发布的《山东高速路桥集团股份有限公司关于董事辞职的公告》，董事王林洲先生因工作变动辞去公司第九届董事会董事及担任的董事会风险控制委员会委员职务，辞职后留在公司，继续担任其他职务。王林洲先生未持有公司股份，与公司及公司

董事会无意见分歧，亦无任何事项须提请公司股东注意。王林洲先生的辞职不会导致公司董事会人数低于法定最低人数、不会影响公司相关工作的正常运行。

王林洲先生，1970 年 11 月出生，工程硕士学位，工程技术应用研究员。曾任路桥集团第十一分公司经理，山东省公路桥梁建设集团有限公司副总经理、总经理、党委书记、董事长、法定代表人，公司副总经理和董事。现任公司党委副书记。

宿玉海先生，1964 年 9 月生，经济学博士学位，山东财经大学特聘教授，金融学专业博士生导师，首届山东省金融高端人才。曾任山东财政学院金融学科首席教授，历任山东财政学院金融教研室主任、科研处副处长、金融学院常务副院长、山东财经大学金融学院副院长、山东金融发展研究院院长等职。现任保龄宝生物股份有限公司监事，鲁商福瑞达医药股份有限公司、山东益大新材料股份有限公司及公司独立董事。

表 2 跟踪期内公司董事和高级管理人员变动情况

姓名	职务	类型	日期	原因
田军祯	董事	离任	2022/02/11	因年龄原因
李文虎	董事	离任	2022/02/11	因工作原因
王林洲	副总经理	任免	2022/02/11	因工作原因
王林洲	董事	被选举	2022/03/23	经公司 2022 年第一次临时股东大会审议，选举为公司第九届董事会董事
王林洲	董事	离任	2023/07/13	因工作变动
管清友	独立董事	离任	2022/05/17	因个人原因
宿玉海	独立董事	被选举	2022/05/17	公司 2021 年度股东大会审议，选举为公司第九届董事会独立董事
王爱国	监事会主席	离任	2023/07/14	因年龄原因

资料来源：联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，除上述董事和高级管理人员变化外，公司在其他董事、监事和高级管理人员、治理结构以及管理制度等方面均无重大变化。

八、重要事项

公司收购交建集团，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，进一步提升公司整体市场竞争力。

经公司第九届董事会第五十一次会议、

2023 年第二次临时股东大会审议通过，公司以自有或自筹资金收购关联方山东高速集团、山东省交通规划设计院集团有限公司、山东高速材料技术开发集团有限公司所持有的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”）的合计 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。

交建集团路桥新改建、路桥养护施工经验

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、公路工程（公路安全设施）工程专业承包一级，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。公司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。

2020—2022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分别年均复合增长54.89%、70.62%、53.07%和51.74%。2022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）公司资产总额、所有者权益、营业总收入和利润总额比重分别为7.63%、10.83%、8.89%和9.59%，交建集团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，进一步提升公司整体市场竞争力。

表3 交建集团重点财务数据（单位：亿元、%）

项目	2020年 (末)	2021年 (末)	2022年 (末)	年均复合 增长
资产总额	32.76	62.33	78.59	54.89
负债总额	24.22	48.49	53.72	48.93
所有者权益	8.54	13.83	24.86	70.62
营业总收入	24.68	47.59	57.83	53.07
利润总额	1.62	3.01	3.73	51.74
资产负债率	73.93	77.80	68.35	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司发行可转换公司债券规模较大，若部分或者全额转股，公司资本实力及所有者权益规模有望进一步扩大。

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，转股期为2023年9月30日起至2029年3月23日。山路转债向原股东优先配售39.18亿元，占本次发行总额的81.01%。其中，山东高速集团认购24.06亿元，占发行总额的49.75%；高速投控认购2.87亿元，占发行总额的5.93%；山东铁路发展基金有限公司认购金额3.33亿元，占发行总额的6.88%。山路转债发行规模较大，2023年9月30日起将进入转股期，若部分或者全额转股，公司资本实力及所有者权益规模有望进一步扩大。

九、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司经营规模进一步扩大，营业总收入保持增长，仍主要来自路桥工程施工业务的增长；2022年综合毛利率有所增长。

跟踪期内，公司收入仍以路桥工程施工收入和路桥养护施工收入为主。其中，路桥工程施工收入仍为公司主要收入来源，占营业总收入的比重进一步上升。2022年，公司营业总收入同比增长13.03%，主要系市场不断拓展、业务结构持续优化以及项目管理水平提高等多因素影响所致。

从毛利率看，2022年，公司综合毛利率有所增长，同比增长0.42个百分点。其中，公司

路桥工程施工业务毛利率同比增长 0.47 个百分点，路桥养护施工业务毛利率同比增长 2.85 个百分点。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 105.55 亿元，同比增长 0.29%；毛利率为 10.45%，较 2022 年全年下降 1.74 个百分点。

表 4 公司营业总收入构成和毛利率情况

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
路桥工程施工	297.54	86.40	10.03	518.66	90.17	11.22	592.47	91.12	11.69
路桥养护施工	24.31	7.06	12.82	31.60	5.49	13.75	32.82	5.05	16.60
其他	22.52	6.54	12.30	24.96	4.34	20.74	24.90	3.83	18.29
合计	344.37	100.00	10.37	575.22	100.00	11.77	650.19	100.00	12.19

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2. 业务经营分析

(1) 路桥工程施工

2022 年，公司在巩固山东传统市场的同时，加大对省外和国外市场开拓力度，中标合同涉及路桥、市政、产业园区等多业务，中标金额继续保持较大规模；期末在手合同金额仍充足；2023 年 1—6 月，公司新签合同金额和期末在手合同金额较上年同期均大幅增长，公司工程施工业务规模进一步扩大，业务持续性进一步增强。同时，投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期长，公司在建项目规模较大，仍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的回款及地缘政治等相关风险。

跟踪期内，公司路桥工程施工业务模式、账务处理模式及工程回款模式均未发生变化。公司路桥工程施工业务仍主要由子公司路桥集团负责。

项目承接方面。2022 年，公司在巩固山东传统市场的同时，加大对省外和国外市场开拓力度。2022 年，公司中标金额 876.20 亿元，同比下降 13.28%。其中，山东省内市场中标金额 472.50 亿元，占比 53.93%，中标项目主要包括

津潍高铁、烟台塔山北路、上合示范区交通设施、青岛临空经济区一期快速路、青岛地铁等项目。省外市场方面，公司加强四川、云南、河南等重点区域拓展，省外市场中标金额 339.40 亿元，占比 38.74%，中标项目主要包括郑许高速、广西玉林片区开发、临汾经济开发区光电新能源产业园中园、宁波轨道交通等项目；海外市场方面，公司中标金额 64.30 亿元，占比 7.34%，首次开拓尼泊尔、坦桑尼亚、马达加斯加、阿联酋、土耳其、尼日利亚、黑山等 7 个国别市场。公司中标合同涉及路桥、市政、产业园区、高铁、轨道交通、装配式建筑、钢结构、环境治理等多业务，公司有一定规模的海外项目，需关注海外项目相关的回款、地缘政治等相关风险。中标合同中交通基础设施建设和城市片区综合开发两大类业务占比均超 40%。2023 年 1—6 月，公司新签合同金额 530.92 亿元，同比大幅增长 141.34%。

2022 年，公司路桥工程施工业务收入 592.47 亿元，同比增长 14.23%，主要系市场不断拓展、业务结构持续优化以及项目管理水平提高等多因素影响所致；毛利率 11.69%，同比增长 0.47 个百分点。

表 5 公司路桥工程施工业务合同签订情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
当期新签施工建设合同数量（个）	419	450	1090
当期中标金额（亿元）	701.46	1010.40	876.20
期末在手合同数量（个）	149	258	519
期末在手合同金额（亿元）	497.30	968.70	986.20

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2023 年 6 月底，公司期末在手合同数量和金额均保持增长，公司在手合同共 690 个，在手合同金额 1372.09 亿元，较上年同期大幅增长 35.54%（较 2021 年底增长 41.64%）。跟踪期内，公司期末在手合同金额大幅增长，业务持续性进一步增强，对公司未来收入形成有力支撑。

表 6 截至 2023 年 3 月底公司主要在建工程总承包施工项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	合同金额	开工日期	工期	工程进度	确认收入	结算金额	收款金额
济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段工程施工项目	52.96	2020.6	36 个月	99.32	56.14	53.96	52.07
济南绕城高速公路二环线西环段工程设计施工总承包项目一标段	125.52	2020.1	42 个月	89.64	96.55	93.65	89.36
小计	178.48	--	--	--	152.69	147.61	141.44

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表 7 截至 2023 年 3 月底公司主要投资/入股-施工一体化路桥工程项目情况（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
潍坊至青岛公路及连接线工程施工三标段	15.43	2020.9	36 个月	99.16	14.72	13.39	13.27
潍坊至青岛公路及连接线工程施工四标段	9.47	2020.9	36 个月	99.7	16.34	16.02	15.90
潍坊至青岛公路及连接线工程施工五标段	6.70	2020.9	36 个月	99.79	11.40	11.92	11.90
潍坊至青岛公路及连接线工程施工六标段	31.47	2020.9	36 个月	99.82	26.13	25.54	25.24
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-5）	9.58	2020.11	1095 天	99.52	9.53	8.60	8.46
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-6）	31.07	2020.11	1095 天	82.78	21.97	20.80	21.61
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-7）	28.88	2020.11	1095 天	99.39	24.81	22.49	22.44
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-8）	17.01	2020.11	1095 天	99.86	15.58	14.10	14.18
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-1）	23.59	2021.03	1095 天	50.81	10.88	7.65	9.79
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-2）	25.91	2021.03	1095 天	87.94	20.43	11.09	13.62
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-3）	24.38	2021.01	1095 天	91.2	19.59	13.40	14.52
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-4）	19.22	2021.03	1095 天	78.29	13.70	9.99	10.94
明村至董家口公路工程施工（第二合同段）	18.17	2021.05	36 个月	74.92	11.53	5.53	6.41
明村至董家口公路工程施工（第三合同段）	10.97	2021.05	36 个月	76.77	7.34	3.33	4.45
明村至董家口公路工程施工（第四合同段）	26.38	2021.03	36 个月	62.63	14.53	11.02	12.24
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	55.97	9.57	2.95	4.56
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	37.18	6.17	3.44	4.98
临沂至滕州公路工程施工合同（第三标段）	14.37	2022.06	36 个月	32.26	2.45	0.83	2.02
临沂至滕州公路工程施工合同（第六标段）	20.76	2022.06	36 个月	12.92	2.40	0.92	2.58
临沂至滕州公路工程施工合同（第七标段）	7.58	2022.06	36 个月	14.49	1.34	0.52	1.07
临沂至滕州公路工程施工合同（第八标段）	8.15	2022.06	36 个月	23.67	3.37	0.50	1.80
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	55.15	6.48	1.80	2.74
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	13.69	1.82	0.86	2.34
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	9.03	0.94	0.34	1.38
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	24.22	1.87	0.18	0.92
高青至商河公路施工合同（第一合同段）	17.55	2022.07	48 个月	31.34	4.89	4.50	2.63
高青至商河公路施工合同（第二合同段）	14.22	2022.07	36 个月	16.49	2.09	1.39	1.92
济南绕城高速公路小许家至港沟段改扩建工程	23.78	2022.1	1080 日历天	17.28	3.77	0.84	2.47
东营至青州高速公路改扩建工程	36.29	2022.09	1080 日历天	11.94	3.10	0.46	3.08
合计	521.48	--	--	--	288.76	214.41	239.47

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表 8 截至 2023 年 3 月底公司主要在建 PPP 项目情况

项目名称	项目业主方	建设周期 (年)	项目总投资 (亿元)	资本金金额 (亿元)	已投资本金 额(亿元)	是否 并表
连城县市政基础设施 PPP 项目	连城县住房和城乡建设局	建设期: 3 运维期: 12	5.58	1.33	1.17	是
石城县工业园建设 PPP 项目	石城县工业园区管理委员会	建设期: 3 运维期: 12	10.26	2.43	1.65	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	会东县交通运输局	建设期: 2 运维期: 10	7.95	1.51	0.99	是
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	建设期: 2 运维期: 15	2.18	2.18	0.54	否
兴山县古夫绕城、昭君绕城及 S287 公路 PPP 项目	兴山县交通运输局	建设期: 3 运维期: 12	10.71	1.93	1.93	是
漳浦县公路建设改造工程	漳浦县交通运输局	建设期: 2 运维期: 10	5.47	1.35	1.35	是
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	建设期: 3 运维期: 17	23.82	2.37	0.00	否
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	建设期: 3 运维期: 12	8.52	1.62	0.00	是
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	建设期: 1 运维期: 15	4.73	0.90	0.00	是
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	建设期: 2.5 运维期: 18	52.26	5.40	1.50	否
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	建设期: 3 运维期: 13	6.64	0.66	0.00	否
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	建设期: 4 运维期: 30	1.67	1.67	0.00	否
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	建设期: 3 运维期: 15	6.18	1.23	0.00	是
高密市 2017-2018 年城建工程 PPP 项目	高密市住房和城乡建设局	建设期: 3 运维期: 10	10.67	2.53	2.25	是
武平县环城东路、环城北路 PPP 项目	武平县交通运输局	建设期: 2 运维期: 10	5.60	1.34	1.17	是
蚂蝗河综合整治及山下内涝区海绵城市建设 PPP 项目	萍乡市海绵城市试点建设工作领导小组办公室	建设期: 2 运维期: 8	2.89	0.98	0.98	否
成武县城区道路提升改造 PPP 项目	成武县住房和城乡建设局	建设期: 2 运维期: 15	2.67	0.60	0.60	是
遂宁至蓬溪快捷通道 PPP 工程项目	遂宁市船山区公路管理所	建设期: 2 运维期: 8	1.80	0.40	0.40	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	抚州市临川区交通运输局	建设期: 2.5 运维期: 10	2.89	0.45	0.45	是
滨海路蓬莱段公路工程项目	蓬莱市地方公路管理局	建设期: 1 运维期: 15	0.96	0.96	0.96	否
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	建设期: 4 运维期: 30	0.12	0.12	0.12	否
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	建设期: 2 运维期: 10	0.42	0.42	0.42	否
省道 103 线青神至五通桥段公路工程(乐山段) PPP 项目	乐山市交通运输局	建设期: 3 运维期: 15	2.48	2.48	1.23	否
峨眉至夹江联网畅通工程乐夹大道 PPP 项目	夹江县交通运输局	建设期: 2.5 运维期: 8	3.17	0.91	0.91	是
夹江县石棉渡改公路桥工程 PPP 项目	夹江县交通运输局	建设期: 2 运维期: 8	0.10	0.10	0.10	是
S307 线夹江至木城段工程 PPP 项目	夹江县交通运输局	建设期: 2.5 运维期: 8	0.25	0.25	0.25	是
夹江县 S307 线千佛岩隧道工程 PPP 项目	夹江县交通运输局	建设期: 2 运维期: 8	1.46	0.29	0.29	是
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	建设期: 3 运维期: 17	6.49	1.17	0.31	是
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	建设期: 3 运维期: 15	14.00	3.10	2.20	是
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	建设期: 3 运维期: 12	32.40	5.83	1.35	是
聊城市大外环路 PPP 项目	聊城市公路事业发展中心	建设期: 1 运维期: 15	0.96	0.96	0.96	否
鄆城县“四好农村路”提质增效工程	鄆城县交通运输局	建设期: 3	8.55	1.73	0.00	是

PPP 项目		运维期: 12				
新疆阿克苏地区柯坪县改善人居环境及配套设施建设 PPP 项目	柯坪县住房和城乡建设局	建设期: 2 运维期: 22	0.22	0.22	0.07	否
合计	--	--	243.69	49.42	24.16	--

资料来源: 联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2023 年 3 月底, 公司主要在建工程施工总承包项目(含设计施工总承包)合同金额合计 178.48 亿元, 累计确认收入 152.69 亿元, 累计收到回款 141.44 亿元。

截至 2023 年 3 月底, 公司主要“投资/入股-施工一体化”路桥工程项目合同金额合计 521.48 亿元, 累计确认收入 288.76 亿元, 累计结算金额 214.41 亿元, 累计收到回款 239.47 亿元。

截至 2023 年 3 月底, 公司主要在建 PPP 项目总投资 243.69 亿元。其中, 资本金投资额 49.42 亿元, 已投资 24.16 亿元。2022 年, 公司进入运营期的 PPP 项目合计实现营业收入 24.09 亿元。截至 2023 年 3 月底, 公司已完工进入运营期的 PPP 项目有 11 个, 累计实现营业收入 87.65 亿元, 净利润 4.74 亿元。公司 PPP 项目回款期限长, 且需关注公司 PPP 项目的运营风险。整体看, 公司在建项目规模较大, 资金支出压力仍较大。

(2) 路桥养护施工

2022 年, 公司路桥养护施工业务收入保持增长, 毛利率有所上升。整体看, 路桥养护业务收入占总收入比重仍小。

跟踪期内, 公司路桥养护施工业务仍主要由子公司路桥养护负责。2022 年, 公司路桥养护施工业务收入 32.82 亿元, 同比增长 3.86%; 毛利率 16.60%, 同比增长 2.85 个百分点。

3. 关联交易

跟踪期内, 公司关联交易规模仍较大。关联交易均遵循相关文件规定, 履行了信息披露义务。

公司与山东高速集团(公司控股股东)、山东高速股份有限公司(其他关联法人)以及山东高速济泰城际公路有限公司(其他关联法人)等公司关联交易规模较大。2022 年, 公司营业总

收入 650.19 亿元, 其中来自山东高速集团及其下属子公司的收入占 41.85%。2012 年 6 月, 山东高速集团对与公司的关联交易作出承诺, 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。

4. 未来发展

公司未来将进一步扩大经营规模, 促进公司业务多元化发展, 围绕主业及上下游产业链发展, 持续增强竞争实力。

未来, 公司首先将进一步扩大路桥工程、养护业务市场和竞争优势, 铁路工程、港航工程同属大交通基建领域, 利用资源优势优先拓展; 其次, 重点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, 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, 作为培育业务进行布局, 增强其可持续发展的能力。

5. 经营效率

2022 年, 公司应收账款周转能力尚可, 存货周转能力一般, 整体经营效率表现一般。

从经营效率指标看, 2022 年, 公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比下降, 分别为 6.14 次、1.46 次和 0.70 次。公司经营效率表现一般。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年度合并财务报告，天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2023 年一季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，2022 年，公司合并范围内通过新设增加子公司 11 家，注销 2 家子公司，处置 1 家子公司。2023 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共计 17 家。总体看，公司合

并范围变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主。公司存在较大规模的投资类资产，回收周期长；资产中应收类款项、存货和投资类资产对公司资金形成较大占用，资产受限比例低。整体看，公司资产流动性仍较弱，资产质量一般。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1030.50 亿元，较上年底增长 23.58%。公司资产结构以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 9 公司主要资产构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	73.94	13.42	73.05	8.76	67.01	6.50	96.54	8.96
应收账款	61.79	11.22	86.28	10.35	99.78	9.68	106.04	9.84
其他应收款(合计)	23.52	4.27	24.71	2.96	30.52	2.96	36.14	3.35
存货	16.71	3.03	24.98	3.00	25.71	2.49	33.28	3.09
合同资产	175.84	31.92	319.54	38.32	412.46	40.03	398.02	36.94
其他流动资产	31.13	5.65	56.09	6.73	67.35	6.54	63.46	5.89
流动资产	402.22	73.02	616.68	73.95	732.94	71.12	762.49	70.76
债权投资	16.74	3.04	19.90	2.39	13.08	1.27	13.13	1.22
其他非流动金融资产	19.43	3.53	10.44	1.25	28.28	2.74	39.19	3.64
长期应收款	25.09	4.55	48.18	5.78	85.64	8.31	84.58	7.85
固定资产	23.19	4.21	32.37	3.88	35.43	3.44	35.27	3.27
在建工程	21.84	3.96	29.30	3.51	46.67	4.53	46.62	4.33
长期股权投资	25.79	4.68	48.98	5.87	57.78	5.61	67.09	6.23
非流动资产	148.59	26.98	217.19	26.05	297.56	28.88	315.01	29.24
资产总额	550.81	100.00	833.87	100.00	1030.50	100.00	1077.50	100.00

注：其他应付款(合计)包括其他应付款、应收股利和应收利息
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2023 年一季度财务报表整理

(1) 流动资产

截至 2022 年底，公司流动资产 732.94 亿元，较上年底增长 18.85%，主要系应收账款、合同资产和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货、合同资产和其他流动资产构成。

截至 2022 年底，公司货币资金 67.01 亿元，较上年底下降 8.26%。公司货币资金主要由银行存款 57.34 亿元构成；受限金额为 9.33 亿元，受限比例为 13.92%，主要为保证金。

截至 2022 年底，公司应收账款账面价值 99.78 亿元，较上年底增长 15.65%，主要系收入规模扩大所致。账龄方面 1 年以内占 64.62%、1~2 年占 21.67%、2~3 年占 6.40%、3 年以上占 7.31%；累计计提坏账准备 6.61 亿元，计提比例为 6.21%；应收账款前五大欠款方合计欠款余额为 11.91 亿元，占比为 11.19%，集中度较低。

表 10 截至 2022 年底公司应收账款余额前五名情况

债务人名称	账面余额 (亿元)	占比 (%)
临沂金陶然城市开发建设有限公司	3.09	2.90

山东高速济南绕城西线公路有限公司	2.88	2.71
清徐县住房和城乡建设管理局	2.52	2.37
泰安市住房和城乡建设局	1.87	1.75
泗洪县交通运输局	1.55	1.46
合计	11.91	11.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司其他应收款（合计）30.52 亿元，较上年底增长 23.51%。公司其他应收款主要由押金保证金、单位往来款和其他构成。账龄方面 1 年以内占 58.55%、1~2 年占 22.06%、2~3 年占 11.06%、3 年以上占 8.32%；累计计提坏账准备 1.53 亿元，计提比例为 4.80%；其他应收款前五大欠款方合计欠款余额为 9.60 亿元，占比为 30.17%，集中度一般。

表 11 截至 2022 年底公司其他应收款余额前五名情况

债务人名称	账面金额 (亿元)	占比 (%)
滨州市城建投资集团有限公司	3.51	11.04
成都蒲江城市运营管理集团有限公司	1.91	5.99
临朐沂山实业有限公司	1.57	4.95
北流市创北投资发展有限公司	1.50	4.73
中联恒创（临汾）科技有限公司	1.10	3.46
合计	9.60	30.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司存货 25.71 亿元，较上年底增长 2.91%；存货主要由原材料 9.18 亿元和周转材料 12.71 亿元构成；未计提跌价准备。

截至 2022 年底，公司合同资产 412.46 亿元，较上年底增长 29.08%，主要系项目投入增加所致。累计计提跌价准备 9.14 亿元，计提比例为 2.17%。

截至 2022 年底，公司其他流动资产 67.35 亿元，较上年底增长 20.08%，主要系留抵、预交、应收增值税增加所致。公司其他流动资产主要由留抵、预交、应收增值税 66.97 亿元构成；未计提跌价准备。

(2) 非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产 297.56 亿元，较上年底增长 37.00%，主要系其他非流动金融资产、长期应收款和在建工程增长所致。公司非流动资产主要由债权投资、其他非流动金

融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

截至 2022 年底，公司债权投资 13.08 亿元，较上年底下降 34.26%，主要系对山东高速泰东公路有限公司债权投资减少所致。公司债权投资主要系对山东泰东公路、山东铁路投资控股集团有限公司和济南日兰投资合伙企业（有限公司）的债权投资。

截至 2022 年底，公司其他非流动金融资产 28.28 亿元，较上年底增长 170.86%，主要系新增投资/入股-施工一体化项目项目资本金所致。公司将投资未达到重大影响且投资回收期超过一年的投资/入股-施工一体化项目计入其他非流动金融资产。

截至 2022 年底，公司长期应收款 85.64 亿元，较上年底增长 77.74%，主要系应收收款期超过一年的工程款增加所致；计提坏账准备 0.71 亿元。

截至 2022 年底，公司长期股权投资 57.78 亿元，较上年底增长 17.98%，主要系公司投资/入股-施工一体化项目对合营及联营企业的投资增加所致。

截至 2022 年底，公司固定资产 35.43 亿元，较上年底增长 9.45%；固定资产主要由房屋及建筑物 15.56 亿元、机器设备 16.11 亿元和运输设备 2.16 亿元构成；累计计提减值准备 0.05 亿元；累计计提折旧 23.61 亿元。

截至 2022 年底，公司在建工程 46.67 亿元，较上年底增长 59.31%，主要系达卡高架路项目投入增加所致。在建工程主要包括达卡高架路项目（账面价值 40.73 亿元）；公司在建工程未计提减值准备。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1077.50 亿元，较上年底增长 4.56%。其中，流动资产占 70.76%，非流动资产占 29.24%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

资产流动性方面，截至 2022 年底及 2023 年 3 月底，公司应收类款项（应收账款和其他应收款）和存货（含合同资产）合计占资产总额

比重分别为 55.17%和 53.22%，公司资产流动性仍较弱。

截至 2022 年底，公司资产受限情况如下表所示，资产受限比例低。

表 12 截至 2022 年底公司资产受限情况

项目	受限金额 (亿元)	占同期资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	9.33	0.91	保证金
固定资产	1.14	0.11	借款抵押、质押
无形资产	0.44	0.04	借款抵押、质押
应收票据	0.46	0.04	借款抵押、质押
应收账款	0.37	0.04	借款抵押、质押
在建工程	0.35	0.03	借款抵押、质押
长期股权投资	3.35	0.33	借款抵押、质押
长期应收款	27.50	2.67	借款抵押、质押
合计	42.94	4.17	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者

权益规模有所增长，所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

截至 2022 年底，公司所有者权益 229.52 亿元，较上年底增长 14.69%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 68.44%，少数股东权益占比为 31.56%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.38%、5.62%和 36.73%。所有者权益稳定性弱。

截至 2022 年底，公司实收资本和资本公积均较上年底变化不大；未分配利润大幅增长，主要是经营积累所致；少数股东权益有所增长，主要系少数股东增资所致。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 236.77 亿元，较上年底增长 3.16%。所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

表 13 公司主要所有者权益构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	21.48	16.66	21.50	10.74	21.52	9.38	21.53	9.09
资本公积	12.38	9.60	12.72	6.35	12.89	5.62	12.91	5.45
未分配利润	45.06	34.94	63.62	31.79	84.30	36.73	86.30	36.45
少数股东权益	42.49	32.95	64.88	32.42	72.43	31.56	71.19	30.07
所有者权益合计	128.94	100.00	200.13	100.00	229.52	100.00	236.77	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2023 年一季度财务报表整理

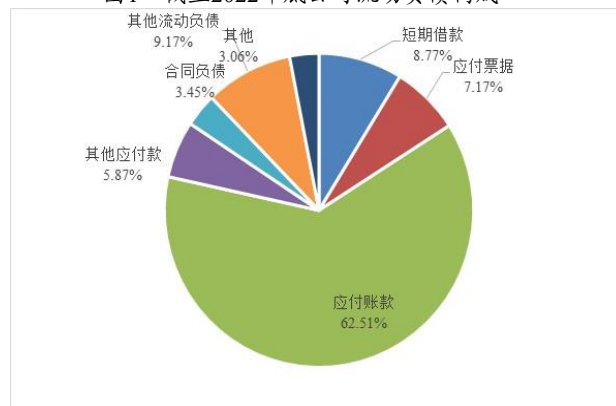
(2) 负债

截至 2022 年底，公司有息债务规模大幅增长，债务负担仍较重；短期债务占比较高，2023 年仍存在一定的短期偿债压力。

截至 2022 年底，公司负债总额 800.98 亿元，较上年底增长 26.39%。其中，流动负债占 84.96%，非流动负债占 15.04%。公司负债结构仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司流动负债 680.49 亿元，较上年底增长 22.54%，主要系短期借款、应付账款、应付票据和其他流动负债增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 1 截至 2022 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司短期借款 59.66 亿元，

较上年底增长 32.83%。公司短期借款主要由信用借款 53.07 亿元构成。

截至 2022 年底,公司应付票据 48.76 亿元,较上年底增长 27.81%,主要为公司支付材料、劳务等成本新增的商业汇票所致。

截至 2022 年底,公司应付账款 425.39 亿元,较上年底增长 27.22%,主要系业务规模扩大增加应付工程款所致。应付账款账龄 1 年以内(含 1 年)占 71.63%、1~2 年占 22.91%、2~3 年占 4.44%、3 年以上占 1.02%。

截至 2022 年底,公司其他应付款 39.95 亿元,较上年底增长 16.38%,主要系公司押金、保证金及单位往来款增加所致。

截至 2022 年底,公司合同负债 23.47 亿元,较上年底增长 26.40%,主要系预收工程款项增加所致。

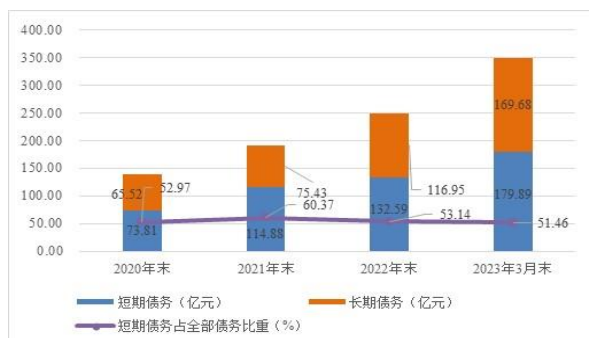
截至 2022 年底,公司其他流动负债 62.42 亿元,较上年底增长 20.98%,主要系待结转增值税增加以及新发超短期融资券所致。已将其其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算。

截至 2022 年底,公司非流动负债 120.49 亿元,较上年底增长 53.68%,主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至 2022 年底,公司长期借款 82.86 亿元,较上年底增长 56.36%;长期借款主要由信用借款 30.86 亿元和质押借款 24.18 亿元构成。

截至 2022 年底,公司应付债券 28.00 亿元,较上年底增长 55.56%,主要系发行“22 山路 01”“22 山路 02”和“22 高速路桥 MTN001”所

图 2 2020 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务结构



资料来源:联合资信根据公司审计报告、2023 年一季度财务报表和公司提供资料整理

致。

截至 2022 年底,公司长期应付款 4.71 亿元,较上年底增长 42.52%,主要系新增代发专项债所致。已将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。

截至 2023 年 3 月底,公司负债总额 840.73 亿元,较上年底增长 4.96%。其中,流动负债占 79.26%,非流动负债占 20.74%。公司负债结构仍以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

本报告已将其他应付款和其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算,长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。截至 2022 年底,公司全部债务 249.54 亿元,较上年底增长 31.13%。债务结构方面,短期债务占 53.14%,长期债务占 46.86%,短期债务占比较高。从债务指标来看,截至 2022 年底,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 77.73%、52.09%和 33.75%,较上年底分别提高 1.73 个百分点、提高 3.35 个百分点和提高 6.38 个百分点。公司债务负担仍较重。

截至 2023 年 3 月底,公司全部债务 349.57 亿元,较上年底增长 40.09%。债务结构方面,短期债务占 51.46%,长期债务占 48.54%,结构相对均衡。从债务指标来看,截至 2023 年 3 月底,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 78.03%、59.62%和 41.75%,较上年底分别提高 0.30 个百分点、提高 7.53 个百分点和提高 7.99 个百分点。

图 3 2020 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务杠杆



资料来源:联合资信根据公司审计报告、2023 年一季度财务报表和公司提供资料整理

截至2022年底,公司债务期限结构如下表,一年内到期的有息债务占比较高,2023年公司仍存在一定的短期偿债压力。

表 14 截至 2022 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 及以后	合计
偿还 金额 (亿元)	83.78	11.45	28.29	77.21	200.73
占比 (%)	41.74	5.70	14.09	38.46	100.00

注:联合资信有息债务和公司有息债务计算口径有差异,公司在核算时未将应付票据纳入有息债务核算

资料来源:联合资信根据公司提供资料整理

4. 盈利能力

2022 年,公司营业总收入保持增长,期间费用控制能力尚可,公司整体盈利指标表现仍很好。

2022 年,公司营业总收入同比增长 13.03%;营业成本同比增长 12.49%;营业利润率为 11.96%,同比提高 0.41 个百分点,同比变化不大。

2022 年,公司费用总额为 36.12 亿元,同比增长 15.16%,主要系管理费用和研发费用增加所致。从构成看,管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 42.41%、46.59%和 10.84%。其中,管理费用同比增长 11.01%,主要系职工薪酬增加所致;研发费用同比增长 33.82%,主要系研发立项增加以及按照研发进度实际投入增加所致。2022 年,公司期间费用率为 5.55%,同比提高 0.10 个百分点。公司期间费用控制能力尚可。

表 15 公司盈利情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
营业总收入(亿元)	344.37	575.22	650.19	105.55
营业成本(亿元)	308.65	507.53	570.93	94.53
费用总额(亿元)	17.50	31.36	36.12	6.73
其中:管理费用(亿元)	7.94	13.80	15.32	3.82
研发费用(亿元)	7.47	12.57	16.83	1.22
财务费用(亿元)	2.10	4.88	3.91	1.67
资产减值损失(亿元)	-0.42	-3.11	-2.88	0.00
信用减值损失(亿元)	-0.23	-0.61	-2.33	-0.02
投资收益(亿元)	1.08	1.66	1.95	0.10
利润总额(亿元)	18.17	33.92	38.89	4.10
期间费用率(%)	5.08	5.45	5.55	6.37

资料来源:联合资信根据公司审计报告和2023年一季度财务报表整理

2022 年,公司实现投资收益 1.95 亿元,其他收益 0.27 亿元,资产处置收益 0.16 亿元,营业外收入 0.24 亿元。非经常性损益对利润总额影响不大。

2022 年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为 8.54%和 13.82%,同比分别下降 0.37 个百分点、提高 0.08 个百分点。公司整体盈利指标表现仍很好。

图 4 2020 - 2022 年公司盈利指标



资料来源:联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

2023 年 1-3 月,公司实现营业总收入 105.55 亿元,同比增长 0.29%;营业成本 94.53 亿元,同比下降 0.31%;营业利润率为 10.13%,同比增长 0.59 个百分点。

5. 现金流

2022 年,公司经营活动现金流由净流出转为净流入,收入实现质量仍一般,经营获现能力仍较弱;投资活动现金流仍呈大额净流出;经营活动现金流无法覆盖资本支出,需要依赖外部融资进行资金周转。考虑到公司债务滚续、在手合同金额规模很大以及投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长等因素,公司仍存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看,2022 年,公司经营活动现金流入 500.08 亿元,同比增长 15.05%,主要系公司业务规模扩大带动销售商品、提供劳务收到的现金增加所致;公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2022 年,公司现金收入比为 62.63%,同比提高 1.01 个百分

点,收入实现质量仍一般。公司经营活动现金流出 498.56 亿元,同比增长 8.80%。2022 年,公司经营活动现金流量净额 1.52 亿元,同比由净流出转为净流入,主要系公司持续加强“两金”压降和清收管理,着力做好工程计量管理,并推广商业汇票、供应链等支付方式,减少销售收款与资金支付的错配所致。公司经营获现能力仍较弱。

从投资活动来看,2022 年,公司投资活动现金流入 8.25 亿元,同比下降 78.37%,主要系上年同期投资/入股-施工一体化项目收回投资规模较大所致;投资活动现金流出 39.06 亿元,同比下降 42.19%,主要系投资/入股-施工一体化项目投资减少所致。2022 年,公司投资活动现金流仍呈大额净流出。

2022 年,公司筹资活动前现金流量净额为 -29.30 亿元,公司经营活动现金流无法覆盖资本支出,需要依赖外部融资进行资金周转。

从筹资活动来看,2022 年,公司筹资活动现金流入 177.19 亿元,同比下降 3.03%;筹资活动现金流入主要以取得借款收到的现金为主;筹资活动现金流出 155.90 亿元,同比增长 17.26%;筹资活动现金流出主要以偿还债务支付的现金为主;2022 年,公司筹资活动现金流仍呈净流入,但净流入规模大幅下降。考虑到公司债务滚续、在手合同金额规模很大以及投资/入股-施工一体化项目和 PPP 项目回款周期较长等因素,公司仍存在较大的外部融资需求。

表 16 公司现金流情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计(亿元)	274.06	434.66	500.08	152.80

表 17 公司偿债指标

项目	指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债指标	流动比率(%)	114.55	111.04	107.71	114.43
	速动比率(%)	59.71	49.01	43.32	49.70
	经营现金流动负债比(%)	2.78	-4.24	0.22	--
	经营短期债务比(倍)	0.13	-0.21	0.01	--
	现金短期债务比(倍)	1.14	0.75	0.60	0.58
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	25.94	47.97	58.38	--
	全部债务/EBITDA(倍)	5.37	3.97	4.27	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.07	-0.12	0.01	--

经营活动现金流出小计(亿元)	264.31	458.22	498.56	173.02
经营活动现金流量净额(亿元)	9.74	-23.56	1.52	-20.21
投资活动现金流入小计(亿元)	14.62	38.12	8.25	0.08
投资活动现金流出小计(亿元)	37.93	67.57	39.06	28.88
投资活动现金流量净额(亿元)	-23.30	-29.45	-30.82	-28.80
筹资活动前现金流量净额(亿元)	-13.56	-53.02	-29.30	-49.01
筹资活动现金流入小计(亿元)	128.80	182.73	177.19	109.51
筹资活动现金流出小计(亿元)	88.52	132.95	155.90	31.11
筹资活动现金流量净额(亿元)	40.28	49.78	21.29	78.40
现金收入比(%)	69.35	61.61	62.63	106.27

资料来源:联合资信根据公司审计报告和2023年一季度财务报表整理

6. 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好,直接和间接融资渠道畅通。

截至 2022 年底,公司流动比率与速动比率均有所下降。公司经营现金流动负债比由负转正,但经营活动现金流量净额对流动负债保障程度很低。截至 2022 年底,公司现金短期债务比由上年底的 0.75 倍下降至 0.60 倍,现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看,公司短期偿债指标表现一般。

2022 年,公司 EBITDA 为 58.38 亿元,同比增长 21.71%。从构成看,公司 EBITDA 主要由折旧(占 15.34%)、计入财务费用的利息支出(占 15.72%)、利润总额(占 66.61%)构成。2022 年,公司 EBITDA 利息倍数有所下降,全部债务/EBITDA 有所增长。整体看,公司长期偿债指标表现很好。

	EBITDA 利息倍数 (倍)	6.02	6.39	6.22	
	经营现金/利息支出 (倍)	2.26	-3.14	0.16	--

注: 1.经营现金指经营活动现金流量净额; 2. "--" 表示数据不适用
资料来源: 联合资信根据公司审计报告、2023年一季度财务报表和公司提供资料整理

截至 2022 年底, 公司共获得银行授信额度 995.23 亿元, 已使用 312.58 亿元, 尚未使用额度 682.65 亿元, 公司间接融资渠道畅通。此外公司作为上市公司, 直接融资渠道畅通。

截至 2023 年 3 月底, 公司有一笔对外担保, 担保金额为 0.28 亿元, 占同期末净资产的 0.12%, 系对鄂州市华净污水处理有限公司的担保, 对外担保金额不大, 风险可控。

7. 公司本部财务分析

公司营业总收入主要来自于子公司。公司本部资产和负债占合并口径的比例较低, 利润主要依靠投资收益。公司本部债务负担一般, 所有者权益稳定性一般。

截至 2022 年底, 公司本部资产总额 189.14 亿元。资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。截至 2022 年底, 公司本部货币资金为 10.39 亿元。

截至 2022 年底, 公司本部负债总额 84.58 亿元, 较上年底增长 4.62%。负债主要由应付账款、其他应付款、其他流动负债、长期借款、应付债券构成。截至 2022 年底, 公司本部全部债务 36.83 亿元。其中, 短期债务占 1.46%、长期债务占 98.54%。截至 2022 年底, 公司本部资产负债率为 44.71%, 公司本部全部债务资本化比率 26.04%, 公司本部债务负担一般。

截至 2022 年底, 公司本部所有者权益为 104.57 亿元, 较上年底增长 7.28%。在所有者权益中, 实收资本为 15.61 亿元 (占 14.92%)、资本公积 35.25 亿元 (占 33.71%)、未分配利润 21.17 亿元 (占 20.25%)、盈余公积 3.54 亿元 (占 3.39%)。公司本部所有者权益稳定性一般。

2022 年, 公司本部营业总收入为 0.28 亿元, 利润总额为 10.38 亿元。同期, 公司本部投资收益为 10.40 亿元。

现金流方面, 2022 年, 公司本部经营活动现金流净额为 -1.71 亿元, 投资活动现金流净额

-22.75 亿元, 筹资活动现金流净额 1.41 亿元。

截至 2022 年底, 公司本部资产占合并口径的 18.35%; 公司本部负债占合并口径的 10.56%; 公司本部所有者权益占合并口径的 45.56%; 公司本部营业收入占合并口径的 0.04%; 公司本部利润总额占合并口径的 26.69%。

十一、外部支持

公司控股股东综合实力极强, 对公司支持能力极强; 跟踪期内, 公司继续在项目承接和可转债认购等方面得到股东支持。控股股东对公司支持可能性很大。

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。2020—2022 年, 山东高速集团营业总收入分别为 1559.39 亿元、2016.37 亿元和 2317.69 亿元; 利润总额分别为 58.77 亿元、158.42 亿元和 154.76 亿元, 收入及利润规模均持续增长。公司控股股东综合实力极强, 对公司支持能力极强。

2. 支持可能性

公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司, 在山东省路桥建设领域市场占有率仍高, 股东的支持与重视体现在项目承接和可转债认购等方面。2022 年, 公司中标额为 876.20 亿元; 2023 年 1—6 月, 公司新签合同金额为 530.92 亿元; 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, 山东高速集团内部仍为公司重要的项目获取来源。2022 年, 公司营业总收入 650.19 亿元, 其中来

自山东高速集团及其下属子公司的收入占 41.85%。此外，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有限公司分别认购 24.06 亿元、2.87 亿元和 3.33 亿元。

十二、 债券偿还能力分析

1. 普通债券

截至 2023 年 6 月 9 日，公司存续债券余额为 71.36 亿元。

联合资信所评债券中，“21 山路 01”“22 山路 01”和“22 山路 02”均附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

2. 永续债券

截至 2023 年 6 月 9 日，公司存续期永续债合计金额 29.00 亿元。将其纳入长期债务测算，2022 年，公司经营现金流入和 EBITDA 对长期债务的偿还能力指标表现均强，经营现金对长期债务的偿还能力指标表现较弱。

表 18 公司永续债券偿还能力指标

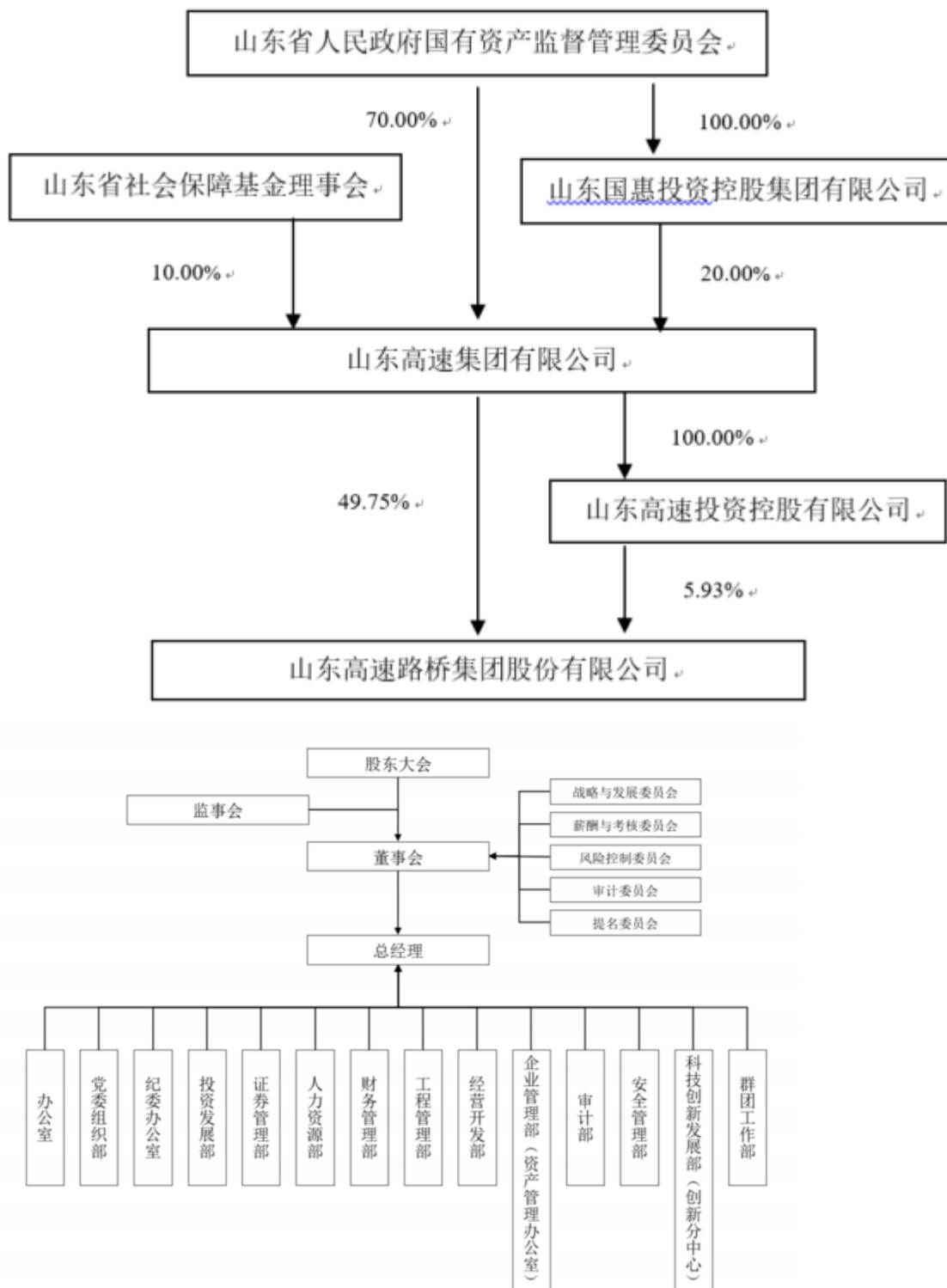
项目	2022 年
长期债务* (亿元)	145.95
经营现金流入/长期债务 (倍)	3.43
经营现金/长期债务 (倍)	0.01
长期债务/EBITDA (倍)	2.50

注：1. 上表中的长期债务为将永续债券计入后的金额，采用 2022 年底数据；
2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2022 年度数据
资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

十三、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估。联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA⁺上调为 AAA，将“21 山路 01”“22 山路 01”和“22 山路 02”的信用等级由 AA⁺上调为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2023 年 3 月底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
山东省路桥集团有限公司	山东省	济南市	工程施工	100.00	--	反向收购与发行股份购买资产
山东高速路桥国际工程有限公司	山东省	济南市	工程施工	66.67	33.33	投资设立
山东高速路桥投资管理有限公司	山东省	济南市	商务服务	100.00	--	投资设立
四川鲁桥乐夹大道建设管理有限公司	四川省	夹江县	建设项目管理	90.00	10.00	投资设立
四川鲁桥石棉渡建设管理有限公司	四川省	夹江县	建设项目管理	90.00	10.00	投资设立
四川鲁桥夹木路建设管理有限公司	四川省	夹江县	建设项目管理	90.00	10.00	投资设立
四川鲁桥千佛岩隧道建设管理有限公司	四川省	夹江县	建设项目管理	90.00	10.00	投资设立
攀枝花市鲁桥炳东线建设管理有限公司	四川省	攀枝花市	工程施工	90.00	--	投资设立
青岛西海岸森林公园管理有限公司	山东省	青岛市	公共设施管理业	58.50	31.50	投资设立
山东高速齐鲁建设集团有限公司	山东省	济南市	工程施工	65.00	--	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	山东省	济南市	建筑业	100.00	--	同一控制下企业合并
山东高速尼罗投资发展有限公司	山东省	济南市	公路工程建筑	100.00	--	同一控制下企业合并
云南山高鲁通建设管理有限公司	云南省	昆明市	商务服务业	51.00	--	投资设立
山东高速路桥科技有限公司	山东省	济南市	科技推广和应用服务业	30.00	70.00	投资设立
山东高速湖北建设投资有限公司	湖北省	武汉市	商务服务业	51.00	--	投资设立
济南山高半岛投资合伙企业(有限合伙)	山东省	济南市	资本市场服务	15.00	60.00	投资设立
山东高速西部建设投资有限公司	四川省	成都市	工程施工	51.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	84.30	86.64	79.38	104.53
资产总额（亿元）	550.81	833.87	1,030.50	1,077.50
所有者权益（亿元）	128.94	200.13	229.52	236.77
短期债务（亿元）	73.81	114.88	132.59	179.89
长期债务（亿元）	65.52	75.43	116.95	169.68
全部债务（亿元）	139.32	190.30	249.54	349.57
营业总收入（亿元）	344.37	575.22	650.19	105.55
利润总额（亿元）	18.17	33.92	38.89	4.10
EBITDA（亿元）	25.94	47.97	58.38	--
经营性净现金流（亿元）	9.74	-23.56	1.52	-20.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.14	6.70	6.14	--
存货周转次数（次）	2.13	1.89	1.46	--
总资产周转次数（次）	0.79	0.83	0.70	--
现金收入比（%）	69.35	61.61	62.63	106.27
营业利润率（%）	10.16	11.54	11.96	10.13
总资本收益率（%）	7.11	8.91	8.54	--
净资产收益率（%）	11.44	13.75	13.82	--
长期债务资本化比率（%）	33.69	27.37	33.75	41.75
全部债务资本化比率（%）	51.93	48.74	52.09	59.62
资产负债率（%）	76.59	76.00	77.73	78.03
流动比率（%）	114.55	111.04	107.71	114.43
速动比率（%）	59.71	49.01	43.32	49.70
经营现金流动负债比（%）	2.78	-4.24	0.22	--
现金短期债务比（倍）	1.14	0.75	0.60	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	6.02	6.39	6.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.37	3.97	4.27	--

注：1. 2020 - 2022 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 2023 年一季度财务报告未经审计；3. 本报告合并口径将其他应付款和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

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2023 年一季度财务报表和公司提供资料整理

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.01	33.44	10.47	48.97
资产总额（亿元）	118.22	178.32	189.14	225.04
所有者权益（亿元）	63.00	97.47	104.57	111.00
短期债务（亿元）	3.40	9.32	0.54	3.82
长期债务（亿元）	21.43	26.35	36.29	79.07
全部债务（亿元）	24.83	35.66	36.83	82.90
营业总收入（亿元）	0.01	0.10	0.28	0.23
利润总额（亿元）	5.06	6.98	10.38	0.10
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	7.03	6.18	-1.71	-11.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	2.04	--
存货周转次数（次）	0.00	4.20	4.75	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	106.90	100.62	21.52	23.46
营业利润率（%）	74.97	58.56	34.03	2.38
总资本收益率（%）	6.81	6.33	8.08	--
净资产收益率（%）	8.05	7.16	9.93	--
长期债务资本化比率（%）	25.38	21.28	25.76	41.60
全部债务资本化比率（%）	28.27	26.79	26.04	42.75
资产负债率（%）	46.71	45.34	44.71	50.68
流动比率（%）	80.89	127.69	100.11	238.11
速动比率（%）	80.88	127.67	99.97	237.75
经营现金流动负债比（%）	20.83	11.35	-3.54	--
现金短期债务比（倍）	1.77	3.59	19.53	12.81
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2023 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；3. “/”代表未获取数据，“--”代表不适用，“*”代表分母为 0
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2023 年一季度财务报表整理

附件 5 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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 6-1 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 6-2 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 6-3 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