

信用评级公告

联合〔2021〕1737号

联合资信评估股份有限公司通过对山东高速集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定山东高速集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东高速集团有限公司 2021 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年三月十一日



山东高速集团有限公司 2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：20~30 亿元

本期中期票据期限：3+N(3) 年，公司
依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：按年付息，赎回时一次性兑
付本金及最后一期利息

募集资金用途：偿还公司本部及子公司
有息负债和补充流动资金

评级时间：2021 年 3 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型	V3.0.201907

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：

指示评级	aa		评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	2	
		自身竞争力	基础素质	1	
			经营分析	2	
			企业管理	1	
财务风险	F3	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	2	
			现金流量	2	
		资本结构		2	
		偿债能力		3	
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				2	

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

山东高速集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省最重要的交通建设和运营主体，在资产规模、高速公路运营业务区域垄断性及外部支持等方面具有显著优势。近年来，公司以高速公路建设运营为基础，围绕“大交通”战略打造多元化业务格局，经营业绩持续向好；吸收合并齐鲁交通后，公司综合实力以及业务地位得到进一步提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司项目建设资本支出压力大、债务规模增长较快以及新冠肺炎疫情等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）具有公司可赎回权、票面利率重置及利息可递延支付等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致，赎回权条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小；但利息支付的约束力不强。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

未来，随着区域经济的持续发展，在建高速公路陆续建成通车以及路网协同效应的进一步显现，公司路桥收费收入有望持续增长；多元化业务的持续开展亦有利于增强公司的盈利能力及抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 经营环境良好。近年来，山东省经济平稳发展，财政实力持续增强，公路通车里程持续上升。2020 年，山东省实现地区生产总值 73129.00 亿元，较上年增长 3.6%。2020 年底，山东省高速公路通车里程达到 7473 公里，居全国第 5 位。根据“十四五”规划，未来五年内山东省高速公路仍有较大发展空间；公司发展面临良好的经济和投资环境。

分析师：张建飞

韩晓昱

杨晓薇

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9层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **业务地位显著，综合实力强。**公司是山东省最重要的交通建设和运营主体，所辖路产资源良好，业务地位及竞争力显著；吸收合并齐鲁交通后，公司下辖路产收费里程明显增加，整体规模及实力进一步提升。
3. **持续得到政府的有力支持。**近年来，公司持续得到政府在资金及资产注入、财政补助等方面的大力支持。
4. **多元化经营成效明显，抗风险能力强。**近年来，公司以高速公路建设运营为基础，围绕“大交通”战略开展多元化业务经营，营业收入及利润总额持续增长，多元化经营成效明显，有利于提升公司竞争力及抗风险能力。
5. **融资渠道畅通。**截至2020年6月底，公司下辖多家上市公司，未使用银行授信额度3874.04亿元，直接及间接融资渠道畅通，融资能力强。

关注

1. **资本支出压力大。**京台高速改扩建、济南至青岛高速公路等在建及拟建路桥建设项目待投资规模大，公司资本支出压力大；合并齐鲁交通后，公司项目建设的资本支出压力将进一步明显增大。
2. **债务规模快速上升。**近年来，公司债务规模持续增长，截至2020年6月底，公司全部债务规模达3036.15亿元（含金融性债务），全部债务资本化比率为57.53%。
3. **吸收合并事项带来短期管理压力。**齐鲁交通整体体量较大，公司吸收合并后，日常管理、业务经营及财务等方面梳理融合尚需时日，短时间内将对公司内部管理造成一定压力。
4. **路桥收费业务受新冠肺炎疫情影响较大。**受新冠肺炎疫情影响，收费公路免收车辆通行费时间较长，公司2020年上半年通行费收入同比降幅较大，执行免收通行费政策的相关补偿政策尚不明确，对公司通行费收入或造成较大影响。
5. **本期中期票据条款具有一定特殊性。**本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置和利息可递延支付等特点，区别于普通中票，条款具有一定特殊性，且利息支付的约束力不强；若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	478.96	464.65	607.02	659.08
资产总额(亿元)	5541.76	6145.86	7217.50	7714.47
所有者权益(亿元)	1555.21	1777.70	2097.52	2241.13
短期债务(亿元)	582.28	516.06	537.76	613.59
长期债务(亿元)	1727.14	2066.38	2275.60	2422.57
全部债务(亿元)	2309.41	2582.44	2813.35	3036.15
营业总收入(亿元)	666.34	706.27	847.93	446.21
利润总额(亿元)	66.55	70.87	84.99	16.15
EBITDA(亿元)	177.91	193.90	237.40	--
经营性净现金流(亿元)	141.21	78.86	98.91	171.94
现金收入比(%)	110.88	111.56	97.84	90.13
营业利润率(%)	18.23	15.92	18.27	8.81
净资产收益率(%)	3.12	3.30	2.80	--
资产负债率(%)	71.94	71.07	70.94	70.95
全部债务资本化比率(%)	59.76	59.23	57.29	57.53
流动比率(%)	62.18	51.27	55.00	48.58
速动比率(%)	52.01	41.80	46.36	43.77
经营现金流动负债比(%)	6.38	3.50	3.58	--
现金短期债务比(倍)	0.82	0.90	1.13	1.07
EBITDA 利息倍数(倍)	2.37	2.20	2.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.98	13.32	11.85	--
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	1225.66	1331.81	1428.60	1474.10
所有者权益(亿元)	574.05	636.62	628.56	618.77
全部债务(亿元)	472.16	436.29	600.35	593.57
营业收入(亿元)	27.14	20.48	21.21	2.62
利润总额(亿元)	4.80	19.09	7.43	32.74
资产负债率(%)	53.16	52.20	56.00	58.02
全部债务资本化比率(%)	45.13	40.66	48.85	48.96
流动比率(%)	79.56	115.13	119.10	113.27
经营现金流动负债比(%)	-20.95	30.57	6.38	--

注: 1. 公司2020年上半年财务报表未经审计; 2. 短期债务中包含向中央银行借款、拆入资金和卖出回购金融资产款等金融性债务; 3. 其他应付款和其他流动负债中有息部分已调整至短期债务核算, 长期应付款和其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务核算

主体评级历史:

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东高速集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东高速集团有限公司

2021年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

山东高速集团有限公司(以下简称“公司”)成立于1997年7月2日,前身为山东省高速公路有限公司,由济青高速公路管理局、山东省济德高速公路工程建设办公室、山东省公路管理局和山东省交通投资公司四家单位共同出资成立,初始注册资本18000万元。1999年7月,根据《山东省人民政府关于同意成立山东省高速公路有限责任公司的批复》(鲁政字(1999)136号),公司名称变更为山东省高速公路有限责任公司,2005年变更为山东省高速公路集团有限公司;2008年根据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”)《关于同意山东省高速公路集团有限公司更名暨修改公司章程的批复》(鲁国资企改函(2008)11号),公司名称变更为山东高速集团有限公司。经多次增资及股权变革,截至2020年6月底,公司注册资本及实收资本均为233.38亿元,其中山东省国资委出资163.37亿元,占注册资本的70%;山东国惠投资有限公司¹和山东省社保基金理事会各占注册资本的20%和10%。2020年11月,公司完成对齐鲁交通发展集团有限公司(以下简称“齐鲁交通”)的吸收合并,公司注册资本变更为459.00亿元,山东省国资委、山东国惠投资有限公司、山东省社保基金理事会分别持有70%、20%及10%的股权,公司实际控制人为山东省国资委。

公司经营范围:高速公路、桥梁、铁路、港口、机场的建设、管理、维护、经营、开发、收费;高速公路、桥梁、铁路沿线配套资源的

综合开发、经营;物流及相关配套服务;对金融行业的投资与资产管理(经有关部门核准);土木工程及通信工程的设计、咨询、科研、施工;建筑材料销售;机电设备租赁;广告业务。一般项目:汽车拖车、求援、清障服务;招投标代理服务;土地使用权租赁;非居住房地产租赁;机械设备租赁;停车场服务;新型建筑材料制造(不含危险化学品);新兴能源技术研发;人工智能行业应用系统集成服务(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)许可项目:公路管理与养护;建设工程监理;通用航空服务;各类工程建设活动(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以审批结果为准)

公司是山东省最重要的交通建设和运营主体,业务涵盖省内外高速公路、桥梁、铁路等多个交通基础设施领域的投资、建设、经营和管理。截至2020年6月底,公司管辖的收费公路(含桥梁、一级公路和高速公路)通车里程已达3201.13公里,实际收费里程3195.22公里(合并口径)。

截至2020年6月底,公司本部内设投资发展部、养护运营部、工程管理部、安全管理部、计划财务部、招标采购部、国际业务部等15个职能部门;下辖235家子公司。

截至2019年底,公司合并资产总额7217.50亿元,所有者权益2097.52亿元(含少数股东权益1370.68亿元);2019年,公司实现营业总收入847.93亿元(其中营业收入722.46亿元),利润总额84.99亿元。

截至2020年6月底,公司合并资产总额7714.47亿元,所有者权益2241.13亿元(含少数股东权益1498.12亿元);2020年1—6月,公司实现营业总收入446.21亿元(其中营业收入371.54亿元),利润总额16.15亿元。

¹ 山东国惠投资有限公司成立于2016年1月,由山东省国资委全资持股,定位于省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程省级服务平台公司,负责省级国企改革基金运营管理、产业项目投融资、培育发展新兴产业等,并在山东省国资委授权下实施国有产权重组并购、托管经营和市值管理、不良资产处置等。

公司注册地址：山东省济南市历下区龙奥北路8号；法定代表人：周勇。

二、本期中期票据概况

公司于2020年8月取得中国银行间市场交易商协会的接受注册通知书（中市协注〔2020〕TDFI64号），本期计划发行2021年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模20亿元，发行规模上限30亿元。本期中期票据按年付息，赎回日一次性兑付本金及最后一期利息，募集资金用于偿还公司本部及子公司有息负债和补充流动资金。

本期中期票据采用固定利率，票面利率根据集中簿记建档、集中配售的结果确定。

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，条款设置具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据期限为3+N（3）年期，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据存续的每3个计息年度末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

利率

本期中期票据前3个计息年度的票面利率通过集中簿记建档确定，在前3个计息年度内保持不变。前3个计息年度的票面利率为初始基准利率²加上初始利差³。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。如公司选择不赎回本期中期票据，则从第4个计息年度开始，每3年票面利率调整为当期基准利率⁴加上初始利差再

加上300个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BP，在之后的3个计息年度内保持不变。

清偿顺序

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他普通债务。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指：在本期中期票据付息日前12个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得向普通股股东分红或者减少注册资本。如发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

①本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他普通债务。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

②本期中期票据若在首个赎回日不赎回，则从第4个计息年度起每3年重置一次票面利率，以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点。从票面利率角度分析，公司在本期中期票据赎回日具有赎回权，重置票面利率调整

² 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）

³ 初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值

⁴ 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）

幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

③本期中期票据在除发生普通股股东分红（按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外）或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期中期票据的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置和利息可递延支付等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序方面等同于公司其他普通债券/债务融资工具；赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性小，但利息支付的约束力较弱。考虑到本期中期票据在赎回条款及利息递延支付方面具有一定特殊性，若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消

费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指

数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降，收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺

口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可

持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业与区域经济环境

1. 高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

(1) 行业概况

依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量 136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2% 和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0% 和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿

吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降 59.4% 和 22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018—2019 年，中国高速公路通行费总收入分别为 5168.38 亿元和 5551.03 亿元，分别增长 8.75% 和 7.40%，在收费公路通行费总收入中分别占比 93.08% 和 93.49%。

(2) 行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017 年 7 月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行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、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019 年，中国收费公路专项债发行规模同比增长 103.51% 至 1525.51 亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018 年 12 月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；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，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、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，保障养护管理资金需

要。

2020年1月起,全国取消省界收费站,原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行;同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》,新标准主要作了三个方面的调整:①增加了专项作业车大类;②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车;③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践,有利于提升收费公路通行效率及实载率。

2020年初,受新冠肺炎疫情影响,春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日,交通运输部发布通知,自2月17日零时起至疫情防控工作结束,全国收费公路免收车辆通行费。4月28日,交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告,自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)。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年4月30日,中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(以下简称“通知”),通知中提出优先支持基础设施补短板行业,包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业,发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

总体看,推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

(3) 行业特点

行业周期性较弱,抗风险能力较强。从需求角度看,经济发展离不开完善的交通网络,经济处于上行周期时客货周转量快速增长,交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看,交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑,通常由政府主导,行业投资

成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大,回收周期长,行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业,单公里造价高,其建设所需资金规模大,回报周期长。2019年,中国高速公路建设完成投资11504亿元,增长15.4%,增速较2018年(7.7%)明显上升,创2011年以来最大增幅。

行业债务负担较重,未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款,近年资本金比率维持在30%左右,银行贷款比重介于64%~66%,其他债务占比5%左右。这导致高速公路行业负债率较高,债务负担较重。区域分布方面,我国东部地区的高速公路建设较早,单公里造价低,且早期举借的债务已陆续偿还,债务规模相对较小,增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区,新增债务规模较大,进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大,收入可覆盖利息支出。2019年,中国高速公路通行费总收入5551.03亿元,支出总额(还本付息支出、养护支出等)10224.94亿元,通行费收支缺口4673.91亿元,比上年增加816.61亿元,收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大,高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出,对利息支出的保障程度较好(近两年通行费收入对利息支出的覆盖倍数均约2倍)。

(4) 未来发展

短期来看,2020年初新冠肺炎疫情爆发后,中国公路客运量及货运量同比下降,为控制国内疫情、降低人员集中度,国家延长了收费公路车辆通行费免收时间,对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除,自2020年5月6日起,恢复收费,高速公路客货运需求有望逐步恢复,高速公路企业收费收入将逐步恢复。

长期来看,中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求,中西部地区起步晚且地域面积广,高速公路需求尚未得到充分满足,未来中

国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划(2013—2030年)》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 区域经济环境

近年来，山东省经济平稳增长，财政实力持续增强。山东省是全国交通大省之一，公路运输在山东省综合交通运输体系中占主导地位；近年来，山东省高速公路通车里程稳步上升，未来高速公路建设仍有较大发展空间，公司发展的外部环境良好。

山东省位于中国东部沿海、黄河下游，东西长721.03公里，南北长437.28公里。境域包括半岛和内陆两部分，山东半岛突出于渤海、黄海之中，同辽东半岛遥相对峙；内陆部分自北而南与河北、河南、安徽、江苏4省接壤。全省陆域面积15.58万平方公里，海洋面积15.96万平方公里、山东省辖济南、青岛、淄博、枣庄、东营、烟台、潍坊、济宁、泰安、威海、日照、临沂、德州、聊城、滨州、菏泽16个设区市，县级政区137个（市辖区57个、县级市27个、县53个），乡镇级政区1824个（街道669个、乡68

个、镇1087个）。2019年底，全省常住人口为10070.21万人，为我国人口第二大省份。

根据《山东省国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020年山东省生产总值（GDP）分别为66648.9亿元、71067.5亿元和73129.0，2020年按可比价格计算，比上年增长3.6%。其中，第一产业增加值5363.8亿元，增长2.7%；第二产业增加值28612.2亿元，增长3.3%；第三产业增加值39153.1亿元，增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3: 39.9: 52.8调整为7.3: 39.1: 53.6。

根据《山东省2020年预算执行情况和2021年预算草案》，2020年全省一般公共预算总收入12515.67亿元，其中：当年收入6559.9亿元，完成预算的100.6%，比上年增长0.5%；全省一般公共预算总支出12086.34亿元，其中：当年支出11231.17亿元，完成预算的99.6%，增长4.6%。2020年，全省政府性基金总收入11362.26亿元，其中：当年收入7278.99亿元，完成预算的106.1%，比上年增长8%。截至2020年底，全省地方政府债务余额16591.8亿元，其中一般债务余额7054.7亿元，专项债务余额9537.1亿元，控制在中央核定的债务限额以内。

2020年，山东省铁路、公路、水路共完成旅客运量3.0亿人次，比上年下降55.9%；旅客周转量595.20亿人公里，比上年下降55.40%；其中公路客运量及周转量分别占63.33%和26.76%。全省货运量30.9亿吨，比上年增长1.1%；货物周转量10340.60亿吨公里，比上年增长1.9%；其中公路货运量及周转量分别占86.41%和65.61%。公路运输在山东省综合交通运输体系中基本占据主导地位。

高速公路建设方面，根据山东省政府发布的公开信息，“十三五”时期，山东省交通基础设施实现大跨越，全省交通固定资产投资累计完成8147亿元，37条新建、改扩建高速公路建成通车；2020年高速公路通车里程较上年新增1026公里，达到7473公里，居全国第5位，实现“县县通高速”。“十四五”时期，山东交

通运输将加快建设交通强省，基本建成现代化综合交通运输体系。到2025年，全省高速公路通车里程超过10000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。2021年，山东省将开工建设明村至董家口等13个高速公路项目，加快推进济潍等13个在建项目，建成京台高速泰安至枣庄等5个新建、改扩建项目。未来山东省高速公路建设仍有较大的发展空间。

五、重大事项

2020年11月完成齐鲁交通的吸收合并后，公司高速公路业务在山东省内的垄断地位进一步凸显，资产和利润规模的得以大幅度提升。

2020年7月，公司发布《山东高速集团有限公司关于筹划联合重组的提示性公告》，根据山东省有关省属企业改革工作推进暨干部大会相关安排，为优化资源配置，推动转型升级，公司与齐鲁交通正在筹划联合重组事宜。

2020年8月，公司发布《山东高速集团有限公司与齐鲁交通发展集团有限公司吸收合并事项进展的公告》，公司与齐鲁交通正在进行联合重组事宜。2020年8月12日，公司股东会做出如下决议：1、同意公司与齐鲁交通实施合并，合并形式为吸收合并，合并完成后，齐鲁交通注销，公司作为合并后公司继续存续；2、同意公司与齐鲁交通签署《山东高速集团有限公司与齐鲁交通发展集团有限公司合并协议》；3、齐鲁交通的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由公司承继；齐鲁交通的下属分支机构及齐鲁交通持有的下属企业股权或权益归属于公司。双方合并完成后，实行统一品牌、统一运营，“齐鲁交通”品牌不再保留。

2020年9月，公司发布《山东高速集团有限公司与齐鲁交通发展集团有限公司吸收合并事项进展的公告》，根据本次联合重组相关安排，2020年9月23日，公司已与齐鲁交通签署了《山

东高速集团有限公司与齐鲁交通发展集团有限公司合并协议》。

2020年11月，公司发布《山东高速集团有限公司与齐鲁交通发展集团有限公司吸收合并事项进展的公告》，公司吸收合并齐鲁事项已通过反垄断审查，齐鲁交通于2020年11月16日完成工商注销手续。公司于2020年11月17日完成工商变更手续，公司注册资本变更为459亿元，股权结构仍为山东省国资委、山东国惠投资有限公司、山东省社保基金理事会分别持有70%、20%、10%的股权。

齐鲁交通是山东省重要的交通建设和运营主体，主业包括路桥收费、石化产品销售、对外投资、设计咨询、服务区运营、人工智能应用系统集成服务等；截至2019年底，齐鲁交通下辖通车高速公路（含参股公司管理的高速公路）3450.83公里，均位于山东省内，其中收费里程3443.16公里；除了高速公路资产外，齐鲁交通还管辖服务区54对、停车区23对（含参股公司管理的服务区 and 停车区）。截至2019年底，齐鲁交通资产总额2175.58亿元，所有者权益885.27亿元，2019年实现营业总收入393.92亿元，利润总额27.25亿元。吸收合并齐鲁交通后，截至2020年9月底，公司资产总额10338.41亿元，所有者权益3137.49亿元，2020年前三季度实现营业总收入1054.81亿元，利润总额33.31亿元，经营性净现金流234.91亿元。

六、基础素质分析

公司是山东省最重要的交通建设和运营主体，业务地位显著；持续获得山东省政府在资金注入、资产划转和政府补助等方面的大力支持，资本实力及综合竞争力强。

1. 股权状况

截至2020年6月底，公司注册资本和实收资本均为233.38亿元，山东省国资委为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是山东省最重要的交通建设和运营主体，主要开展高速公路建设运营业务，同时围绕“大交通”战略，开展铁路投资及客货运输、海洋运输等业务，并依托子公司延伸布局工程施工、商品贸易以及金融等产业，业务格局多元化。

截至 2020 年 6 月底，公司所辖通车运营路产 41 条高速公路，均为经营性收费公路，运营里程合计 3201.13 公里。除山东省外，公司道路资产还分布于云南、湖南、湖北、山西等地。近年来，公司路桥收费收入持续增长，所辖路桥资产整体运营良好。

2020 年 7 月，根据山东省相关安排，公司与齐鲁交通筹划联合重组事宜；2020 年 11 月，公司完成对齐鲁交通的吸收合并，此次吸收合并使公司管辖的路桥收费里程明显增长，在省内高速公路建设运营领域的垄断地位得到强化巩固；公司的业务范围进一步扩大，资本实力、盈利能力及抗风险能力进一步增强。

此外，公司合并范围内包含多家上市公司，其中山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“山东路桥”，股票代码：000498.SZ）主要负责公司路桥项目的施工建设；山东高速股份有限公司（以下简称“山东高速”，股票代码 600350.SH）主要负责济青高速、济莱高速、许禹高速、泰安-曲阜一级公路等路产的经营和管理；威海市商业银行股份有限公司（以下简称“威海银行”，股票代码 09677.HK）主要负责公司金融业务中商业银行板块的运营。上市子公司的存在，为公司提供了资本市场直接融资渠道以及资本运作通道，有利于维护公司融资渠道安全，增强公司融资能力及资本实力。

3. 人员素质

由于公司于 2020 年 11 月完成了对齐鲁交通发展集团有限公司的吸收合并，公司联合重组前的高级管理人员职务自然免除。截至报告出具日，公司有高级管理人员 7 人，包括董事

长 1 名，副总经理 4 名，总会计师 1 名，董事会秘书 1 名。

周勇，男，1962 年生，山东青岛人，中共党员，工学博士，1983 年 7 月参加工作。曾任山东省交通工程公司工程处技术员、副主任、工程处工程施工负责人、施工处处长、副总工程师、副总经理、总经理、党委书记，山东路桥董事长、党委书记，公司总经理助理、副总经理、党委委员，莱芜市委常委、副市长，齐鲁交通总经理，公司党委副书记、总经理，齐鲁交通党委书记、董事长。联合重组后的公司党委副书记、董事、总经理。现任联合重组后的公司党委书记、董事长。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有在职员工约 31602 人，其中管理人员 3875 人，工作人员 27727 人，主要岗位由生产人员、技术人员、工勤人员和其他人员构成，岗位设置合理。按学历划分，博士学历 31 人，硕士学历 1975 人，本科学历 12468 人，本科以下学历 17128 人。

总体看，公司高级管理人员管理经验较为丰富，员工素质较高，能够满足公司日常经营管理需要。

4. 外部支持

资金及资产注入

1998 年 6 月，山东省交通运输厅下发《关于山东省高速公路有限公司增加注册资金的函》（（1998）鲁交财函 141 号），同意公司增加注册资本 32000.00 万元，原股东山东省交通开发投资公司、山东省公路管理局、山东省济德高速公路工程建设办公室、济青高速公路管理局分别增加出资额 8000.00 万元。

2004 年 8 月，山东省交通运输厅代表山东省人民政府以货币出资 15000.00 万元；山东省政府划拨公司山东基建股份有限公司股本 209705.00 万元作为出资；同年 12 月，山东省国资委下发《关于同意山东省路桥集团有限公司部分国有股权划转至山东省高速公路有限责任公司的批复》（鲁国资企改函（2004）24 号），

同意将山东省路桥有限责任公司 70.00% 国有股权划转至公司，公司注册资本增至 295856.90 万元。

2007 年 11 月，公司将资本公积 340443.25 万元转增实收资本，增资后的注册资本和实收资本增加至 636300.15 万元。山东省国资委于 2008 年 2 月出具了《关于山东省高速公路集团有限公司增加实收资本的说明》对该次增资进行了确认。

2010 年 2 月，山东省国资委下发《关于山东高速集团有限公司增加实收资本的批复》（鲁国资产权函〔2010〕18 号），同意公司以资本公积及未分配利润转增的方式增加注册资本 863699.85 万元，增资后的注册资本为 1500000.00 万元。

2013 年 10 月，山东省人民政府下发《山东省人民政府关于同意将山东高速集团有限公司部分国有建设用地使用权以作价出资方式处置事宜的批复》（鲁政字〔2013〕211 号），同意将山东高速集团有限公司所属的青银高速公路齐夏段、青银济南北绕城高速公路、威乳高速公路、荷关高速公路、京福高速取土场的国有划拨建设用地使用权由省府作价对公司进行增资。同年 12 月，山东省国土资源厅下发《关于山东高速集团有限公司国有建设用地使用权作价出资土地估价报告备案和批准土地资产处置方案的函》（鲁国土资字〔2013〕1497 号），确认本次增资涉及的 157 宗土地评估总价为 505641.52 万元。

2018 年 8 月，根据《山东省人民政府国有资产监督管理委员会关于山东高速集团有限公司国有划拨土地使用权作价出资转增国家资本的批复》（鲁国资产权字〔2017〕47 号），公司股东同意公司注册资本增至 2333833.56 万元，其中山东省国资委出资 1633683.49 万元，占注册资本 70%；山东国惠投资有限公司出资 466766.71 万元，占注册资本 20%；山东省社保基金理事会出资 233383.36 万元，占注册资本 10%。

政府补助

2017—2019 年，公司分别获得各类政府补助 6.61 亿元、7.13 亿元和 6.01 亿元，计入“其他收益”或“营业外收入”中。政府补助包括政府补贴及奖励、拆迁补偿款、工程补贴等。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2021 年 1 月 20 日，公司本部无未结清关注类或不良类信贷信息。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（中征码：3701010000418390），截至 2021 年 1 月 14 日，公司重要子公司山东高速无未结清关注类或不良类信贷信息。

根据中国人民银行企业信用报告（建行版）（中征码：2106030000030924），截至 2021 年 1 月 12 日，公司重要子公司山东路桥无未结清关注类或不良类信贷信息。

截至 2019 年底，公司未决诉讼主要涉及到山东高速信息工程有限公司、泰山财产保险股份有限公司等子公司，涉案金额小，对公司的日常生产经营活动影响较小。

七、管理分析

公司法人治理结构完善，权责划分清晰；近年来积累了丰富的高速公路建设、投融资和管理经验，围绕子公司管控、财务及投融资、安全生产等各方面设定了必要的规章制度，内部管理体系健全。吸收合并齐鲁交通后，公司内部管理体系短时间内将面临一定的整合、梳理压力。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、法规的规定，制定了公司章程。根据公司章程，公司建立了由股东会、董事会、监事会和管理层构成的法人治理结构。

公司股东会由公司全体股东组成。公司股东按照其出资比例行使表决权；提出董事会和

监事会成员的推荐人选；按出资比例获得红利和其他形式的利益分配；对公司的经营行为进行监督；对公司经营状况、财务状况以及法律法规和公司章程规定的公司重大事项享有知情权；查阅股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告、公司会计账簿；提议召开股东会会议，提出提案等。山东国惠投资有限公司除参与利益分配外，其他权利均由山东省国资委代为行使，章程其他条款另有约定的，从其约定。

公司董事会由9名董事组成，其中执行董事4名、外部董事4名、职工董事1名。外部董事人选由各股东提出，其中山东省国资委提出3名，山东省社保基金理事会提出1名，董事长按照章程规定由股东会选举产生，是公司的法定代表人。董事会职权主要包括执行出资人的决议；制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本的方案；拟订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案等。

公司监事会由5名监事构成，其中股东代表监事2名、专职监事1名、职工代表监事2名。股东代表监事人选由山东省国资委提名；专职监事由股东协商提名，股东会决定聘任和解聘；职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事行使职权主要包括：检查公司财务；董事长、副董事长、董事和总经理的行为损害公司的利益时，要求予以纠正；对董事长、副董事长、董事和总经理执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程的董事长、副董事长、董事和总经理、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司高级管理人员包括总经理1名、副总经理若干名、总法律顾问1名。总理由董事会聘任或解聘，一般不超过本届董事会的任期，连聘可以连任；未经股东会同意，董事长不得兼任总经理。总经理职权主要包括主持公司的生产经营管理工作；组织实施公司年度经营计

划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请聘任或者解聘公司副总经理等。

截至报告出具日，公司董事会现有成员7人，未达到公司章程规定人数，公司总经理一职暂时空缺，联合资信将持续关注后续董事及高管到位情况。

2. 管理水平

截至2020年6月底，公司本部内设办公室、纪检监察室、党委组织部、企业管理部、人力资源部、养护运营部、投资发展部、计划财务部、审计法务部、招标采购部、安全管理部、科技创新发展部、工程管理部、国际业务部、群团工作部共15个职能部门。按照现代企业制度管理要求，公司制定了较为系统的内部管理制度、审计制度，使治理结构更为清晰，组织架构更为紧密，充分发挥了集团的整体优势，确保了国有资产保值增值。

子公司管理方面，公司对全资子公司和控股子公司的管理制度略有不同。公司对全资子公司实行资产经营责任制。全资子公司可结合自身实际，本着精简、高效的原则，设置内部经营管理机构及定员、管理岗位职数，并报公司备案。全资子公司的发展战略、经营计划、年度财务预决算方案、利润分配方案、增减资本和股票债券发行等事项的管理，应事先提出意见，经集团公司批准后组织实施。全资子公司的合并、分立、变更形式、解散和清算，以及资产交易、股份制改造、产权转让、产权重组等事项的管理由集团公司相关职能部门提出意见，并会同全资子公司拟订方案，报集团公司批准后实施。控股子公司的发展战略、经营计划、年度财务预决算方案、利润分配方案、增减资本和股票债券发行等事项的管理由集团公司委派的产权代表提出意见，报公司批准后，在子公司的股东（大）会或董事会议上发表意见，由控股子公司按照法定程序做出决策并实施。公司首席产权代表提出控股子公司经营业绩考核指标建议值，经公司审核并由控股子公

司按照法定程序予以确认后，由公司委派的首席产权代表与公司签订经营业绩考核责任书。控股子公司的合并、分立、变更形式、解散和清算，以及资产交易、股份制改造、产权转让、产权重组等事项的管理由公司相关职能部门会同控股子公司的产权代表提出方案，报公司批准后，产权代表在控股子公司的股东（大）会或董事会议上发表意见，由控股子公司按照法定程序做出决策并实施。控股子公司实行自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束，在人财物、产供销等日常生产经营管理上享有自主权，并可以根据公司发展战略和规划以及自身实际，自主决定经营范围，制定生产经营计划。控股子公司可根据自身实际需要设置内部机构；公司对控股子公司劳动用工、工资分配和劳动保障工作实行统一领导、业务指导、监督和检查。控股子公司设立独立的财务会计机构，按照国家有关规定和公司的会计政策，执行公司的统一会计核算制度。

财务管理方面，公司人按照《公司法》《会计法》《企业会计准则》等法律法规的规定建立了规范、完整、适合集团公司经营特点的会计制度和财务管理制度以及相关的操作规程。公司对直属分支机构实行统收统支、收支两条线管理。公司制定了统一的财务会计制度，统一资金管理。直属分支机构（上市公司除外）的收入全额上缴公司，支出由公司根据预算拨付，公司对直属分支机构实行会计委派制。

投资方面，公司制定了《山东高速集团有限公司投资管理暂行办法》，强化了公司投资管理。公司通过规范投资管理工作和完善投资项目（企业）的产权代表责任制度，对权属单位的投资行为进行监督、指导和授权管理。本着“谁投资、谁决策、谁融资、谁收益、谁承担风险”的原则，按照投资主体决策权、责、利相统一的要求，公司要求各权属单位加强成本观念和 risk 意识，做到投资决策民主化、科学化和专业化，投资管理工作中应遵循国家产业政策和公司的战略规划，以交通基础设施建设

与运营为主业，适度发展相关产业，逐步建立和完善投资项目研究与储备体系、计划统计体系、科学决策体系、监管控制体系和分析评价体系。

融资方面，为加强资金管理，公司制定了资金集中管理办法，并在资金集中管理办法中详细规定了融资管理细则。公司设立资金管理委员会，主任由集团总经理担任，副主任由总会计师（财务总监）、财务部门主要负责人担任。委员会决定集团公司整体资金的筹集金额和渠道。对集团公司负债水平进行控制、决定资金筹集的额度、选择资金筹集方式等。根据业务需要，各权属单位可向银行直接筹措专项借款，在不违反集团资金结算有关规定的的前提下，积极、主动的做好各自的融资和授信工作。

安全生产方面，为防止和减少生产安全事故，根据《中华人民共和国安全生产法》《山东省安全生产条例》等有关法规规定，结合工作实际，公司制定了《山东高速集团有限公司安全生产管理办法》，明确了安全生产管理机构、负责人及职责，详细规定了安全生产保障措施、考核与奖惩办法。此外，公司也制定了一系列安全生产管理办法，强化公司安全生产管理。

2020 年 11 月，公司完成对齐鲁交通的吸收合并，齐鲁交通解散并注销，其全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由公司承继和承接，其分支机构及持有的下属企业股权或权益归属于公司。齐鲁交通整体体量较大，公司吸收合并后，日常管理、业务经营及财务等方面梳理融合尚需时日，短时间内将对公司内部管理造成一定压力。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责高速公路建设及运营，并围绕“大交通”战略开展铁路投资及客货运输、海洋运输业务，同时延伸布局工程施工、商品

销售及金融等产业，业务多元化程度较高；近年来，公司营业收入及利润总额保持持续增长，毛利率水平波动上升。

2017—2019年，公司营业总收入持续增长，分别666.34亿元、706.27亿元和847.93亿元；其中营业收入分别为565.39亿元、597.68亿元和722.46亿元，主要来自路桥收费、铁路运输、商品销售及工程施工业务。2019年得益于工程施工业务收入快速增长带动，公司营业收入增幅较大。2017—2019年，公司商品贸易收入规模波动下降，2019年为235.26亿元，同比下降17.44%；占营业收入的32.56%，同比下降15.11个百分点，但仍为公司收入的最主要来源。公司路桥收费业务收入整体保持增长，2019年为131.86亿元，同比增长18.01%；占营业收入的18.25%，同比下降0.45个百分点。公司工程施工收入持续快速增长，2019年为194.92亿元，同比增长146.11%，主要受中标项目金额增长影响；占营业收入的26.98%，同比上升13.73个百分点。公司铁路运输业务收入规模相对较小，2019年为30.51亿元，同比增长6.68%，占营业收入的4.22%。公司其他业务包括海洋运输和房地产销售等业务，近年来收入持续增长，2019年为129.91亿元，同比增长39.39%，占营业收入的17.98%。

毛利率方面，2017—2019年，公司路桥收费业务毛利率保持相对稳定，分别为54.06%、49.18%和49.28%，公司部分高速公路修建时间

较早，路产造价较低，整体毛利率水平较高；公司工程施工业务毛利率持续下降，分别为14.59%、11.65%和10.50%，主要受中标项目金额增长影响；公司铁路运输业务受当期客货运运载量影响大，毛利率有所波动，分别为13.72%、6.78%和11.86%；公司商品贸易业务毛利率持续上升，分别为2.74%、3.69%和6.22%，整体仍处于较低水平；公司其他业务毛利率水平有所波动，分别为29.52%、24.80%和26.49%。2017—2019年，公司综合毛利率保持相对稳定，分别为18.87%、16.69%和19.12%。

2020年1—6月，公司实现营业总收入446.21亿元，其中营业收入371.54亿元，相当于2019年全年营业收入的51.43%；营业收入中商品贸易收入163.52亿元，仍是公司的主要收入来源；工程施工业务收入108.71亿元，仍保持较大规模；路桥收费收入30.94亿元，受新冠肺炎疫情影响，路桥收费收入受到较大冲击。同期，公司综合毛利率9.98%，较2019年全年水平有所下降。

除上述业务外，公司还通过子公司从事金融类业务，收入主要来自利息收入、保费收入以及手续费和佣金收入；2017—2019年，公司金融类业务分别实现收入100.95亿元、108.95亿元和125.47亿元，保持持续增长。2020年1—6月，公司实现金融类业务收入合计74.67亿元。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥收费	115.36	20.40	54.06	111.74	18.70	49.18	131.86	18.25	49.28	30.94	8.33	-12.70
工程施工	65.47	11.58	14.59	79.20	13.25	11.65	194.92	26.98	10.50	108.71	29.26	11.31
铁路运输	33.16	5.86	13.72	28.60	4.79	6.78	30.51	4.22	11.86	20.14	5.42	-28.10
商品贸易	274.43	48.54	2.74	284.94	47.67	3.69	235.26	32.56	6.22	163.52	44.01	6.35
其他	76.97	13.61	29.52	93.20	15.59	24.80	129.91	17.98	26.49	48.23	12.98	49.70
合计	565.39	100.00	18.87	597.68	100.00	16.69	722.46	100.00	19.12	371.54	100.00	9.98

注：尾差系四舍五入所致；

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 路桥建设及运营

近年来,公司下辖路桥资产运营良好,随着区域经济的持续发展及路网协同效应的持续发挥,公司路桥收费收入规模整体保持增长趋势,毛利率水平较高;公司在建拟建项目待投资规模大,面临的资本支出压力大。2020年初暴发的新冠肺炎疫情短期内对公司的通行费收入产生不利影响;收费标准变化对公司未来车辆通行费收入影响尚待观察。吸收合并齐鲁交通将使公司路桥收费里程及通行费收入规模明显增长,但同时也将进一步加大公司项目建设的资本支出压力。

管辖路桥资产情况

截至2020年6月底,公司管辖的收费公路(含桥梁、一级公路和高速公路)通车里程合计3201.13公里,实际收费里程3195.22公里,主要分布于山东省内;山东省外,公司道路资产还分布于云南、湖南、湖北、山西等地。公司所辖高速公路均为经营性高速,其中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、济南绕城北线等;子公司山东高速运营济青高速、济莱高速、许禹高速、泰安一曲阜一级公路、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锁蒙高速、云南鸡石通建高速、云南羊鸡高速、云南机场高速等;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、四川乐自高速、乐山绕城高速等。公司部分路段修建时间较早,小部分路段已到收费期限;通过改扩建方式,公司可以延长部分路段收费期限。

路桥运营情况

车流量方面,近年来,随着区域经济的持续发展以及路网协同效应的不断发挥,公司所辖路桥车流量保持增长趋势,2017—2019年分别为2.54亿辆、2.41亿辆和2.69亿辆,2018

年有所下降主要受济青高速改扩建施工影响;其中京台高速路山东段、济青高速(含济南黄河二桥)和云南机场高速车流量占比较高,2019年占比分别为17.54%、11.77%、12.33%,剩余高速公路车流量占比较小,均在4%以下。

通行费方面,随着车流量增长,公司路产通行费收入保持增长趋势,2017—2019年分别实现通行费收入115.36亿元、111.74亿元和131.86亿元;对公司通行费收入贡献最大的为京台高速路山东段和济青高速(含济南黄河二桥),2019年两条道路通行费收入分别为37.14亿元和19.89亿元,合计占总通行费收入的41.40%。京台高速路山东段是国高网重要干线之一,货车比例高,车流量大;济青高速是横贯山东省东西的综合性运输通道,连接5条国道,衔接了山东省铁路、水路和航空运输等多种运输方式。

运营效率方面,2017—2019年,公司路产单公里通行费收入(即通行费收入/收费里程)分别为429.91万元、383.03万元和412.68万元,总资产周转率(即通行费收入/资产总额)分别为2.08%、1.82%和1.83%。公司路产单公里收入水平尚可,但总资产周转率较低。

受新冠肺炎疫情影响,2020年2月17日零时起至5月6日零时止,全国收费公路免收车辆通行费,对2020年1—6月公司收费路桥的运营产生较大负面影响。2020年1—6月,公司所辖路桥车流量为2.29亿辆;实现通行费收入30.94亿元,同比大幅下降。联合资信将持续关注疫情对公司路桥运营及收费的影响。

路桥收费标准及结算方式

收费标准方面,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,详情见下表:

表3 山东省车辆分类及收费标准(单位:元/车,公里、元/次)

类别	车型及规格	高速公路		高速公路桥隧	
		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	0.4	0.5	15	50

	人数≤9人				
2类客车	车长<6000mm且核定载人数(10-19)人	0.5	0.65	20	75
3类客车	车长≥6000mm且核定载人数≤39人	0.6	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		高速公路桥隧	
		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)	0.4	0.5	15	65
2类货车	2(车长≥6米且最大允许总质量≥4.5吨)	0.75	0.9	24	85
3类货车	3	1.2	1.55	32	110
4类货车	4	1.65	2.05	36	130
5类货车	5	1.7	2.15	40	150
6类货车	6	2.2	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

2021年1月8日,山东省交通运输厅、山东省发展和改革委员会、山东省财政厅发布《关于高速公路车辆通行费有关事项的通知》(鲁交财〔2021〕3号),根据《收费公路管理条例》和国家有关要求,山东省对高速公路车辆通行费收费标准进行优化完善,分出站点对收费标准进行了进一步细化。

通行费的收取和结算方面,公司通行费收入由山东省交通运输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,山东省交通运输厅拆账中心拆账分配频率由每月进行调整为每日进行。

路桥养护

公司采取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。2017—2019年,公司养护支出分别为5.98亿元、7.22亿元和7.71亿元。

在建路桥项目

在建项目方面,截至2020年3月底,公司收费公路在建项目5个,总投资额604.00亿元,其中资本金比例为25%,其余资金通过银行借款等筹措。截至2020年3月底,上述项目已完

成投资169.65亿元。

表4 公司在建路桥项目(单位:亿元)

路段名称	总投资	已投资
乐山至自贡高速公路	87.44	19.26
泰东高速	87.74	73.43
高青至广饶	45.92	37.37
京台高速泰安至枣庄段改扩建	263.86	25.68
京台高速改扩建工程	119.04	13.90
合计	604.00	169.65

资料来源:公司提供

拟建项目方面,公司计划建设济南绕城高速二环线西环段、京台高速济南至泰安段改扩建、济南至微山山路济宁新机场至枣菏高速段和济南至青岛高速公路中线潍坊至青岛段项目,项目总里程为371.88公里,预计总投资额为627.17亿元,计划建设工期3~3.5年,2020年和2021年分别计划投资74.98亿元和126.00亿元。

总体看,公司在建拟建项目待投资规模大,公司资本支出压力大。

吸收合并齐鲁交通

截至2019年底,齐鲁交通下辖通车高速公路(含参股公司管理的高速公路)3450.83公里,均位于山东省内,其中收费里程3443.16公里。

2017—2019 年，齐鲁交通分别实现通行费收入 142.21 亿元、150.03 亿元和 149.73 亿元；同期毛利率分别为 32.15%、34.87%和 32.33%。截至 2019 年底，齐鲁交通在建高速公路项目 11 个，建设里程 1001.51 公里，计划投资 1035.48 亿元，已完成投资 458.90 亿元；拟建高速公路及改扩建项目 6 个，建设里程 754.10 公里，计划投资 1261.40 亿元。吸收合并齐鲁交通后，公司管辖高速公路里程将显著增加，基本实现省内全覆盖，业务垄断地位显著；通行费收入规模将明显增长，但毛利率水平或将有所降低；此外，齐鲁交通在建及拟建项目计划投资规模大，公司后续项目建设资本支出压力亦将进一步明显增大。

（2）工程施工

公司工程施工资质等级高，综合施工能力强；施工项目主要来自于省内市场，同时巩固省外市场，积极扩展海外市场，在手合同充裕，大型项目储备丰富。近年来，随着结算项目增多，公司工程施工收入持续快速增长，未来仍有较大发展空间。

公司施工业务主要由山东路桥负责。山东路桥主营业务包括等级公路、公路桥梁以及大型船闸、码头施工；兼营业务包括公路、公路桥梁设备租赁。山东路桥是山东省两家具有公路工程施工总承包特级资质的企业之一，具有桥梁工程专业承包壹级、路面工程专业承包壹级、路基工程专业承包壹级、房屋建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级以及交通工程专业承包交通安全设施资质，同时具有直接对外承包经营权，综合施工能力强。

公司的施工项目主要通过招投标方式（包括公开招标、邀请招标和议标）获得，主要采用总承包方式进行。项目中标后，业主预先支付 10%左右的工程款，并严格按照工程进度对项目进行结算和回款。在项目结算后，预留 5%—10%的工程款作为质量保证金。工程质保期一般为两年。质保期结束后，业主将暂扣的质保金返还给施工方。

近年来，公司立足省内市场，巩固省外市场，并积极开拓海外市场，海外投资地主要为东南亚及“一带一路”国家，项目承接数量及规模保持快速增长；2017—2019 年，公司当年新签订工程合同分别为 270 个、244 个和 349 个，合同金额分别为 238.53 亿元、232.68 亿元和 306.42 亿元。公司施工项目仍以省内项目为主，大型项目储备丰富。随着公司项目规模增长，公司工程施工收入同步保持快速增长，2017—2019 年，公司分别实现工程施工收入 65.47 亿元、79.20 亿元和 194.92 亿元，同期毛利率分别为 14.59%、11.65%和 10.50%，受环保政策、人工材料成本上升影响，毛利率有所下降。

2020 年 1—6 月，公司新签合同 125 个，合同金额 403.84 亿元；同期公司实现工程施工收入 108.71 亿元。随着储备项目的逐步释放以及未来高速公路建设规划的实施，公司工程施工业务未来仍有较大发展空间。

表 5 公司工程施工合同签订情况（单位：个、亿元）

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
当期新签订合同个数	270	244	349	125
其中：亿元以上合同个数	39	29	36	38
合同金额合计	238.53	232.68	306.42	403.84
其中：省内项目	156.04	151.15	184.06	279.54
省外项目	63.72	72.95	105.09	83.38
海外项目	18.77	8.58	17.27	40.92

资料来源：公司提供

（3）铁路运输业务

近年来，公司铁路运输业务平稳发展，收入规模较小，毛利率水平较低。

公司铁路运输业务由山东高速轨道交通集团有限公司（以下简称“山东轨交”）和山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“山东铁投”）负责。其中山东轨交主要负责铁路货运，山东铁投主要负责国铁客运。

2008 年 4 月，按照山东省政府实施“大交通”战略的实施，山东省地方铁路局重组并入公司，并改制为山东轨交，主要负责运营山东省地方铁路，业务范围包括铁路货运、城际轨

道交通投资管理等。截至 2020 年 6 月底，山东轨交直接经营管理青（州）大（家洼）铁路、宅（科）羊（口）铁路、坪（上）岚（山）铁路、大（家洼）莱（州）龙（口）铁路等地方铁路，营业里程 553.50 公里。2019 年，公司货

运量和货物周转量分别为 6579.70 万吨、46.44 亿吨公里。2017—2019 年，公司货运收入持续下降，分别为 26.70 亿元、25.50 亿元和 17.83 亿元。公司近年来货运情况见下表。

表 6 公司货运量及收入情况（单位：公里、亿元、万吨）

铁路名称	营业里程	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
		收入	货运量	收入	货运量	收入	货运量	收入	货运量
大莱龙铁路	175.00	2.83	1475.10	2.98	1567.50	2.79	1583.40	1.76	875.73
龙口港进港铁路	12.00								
青大铁路	76.00	5.07	2208.30	4.44	2338.50	4.35	2309.70	4.18	1388.65
宅羊铁路	22.10								
坪岚铁路	35.00	18.24	1949.50	17.57	2003.00	10.21	2200.40	5.82	1212.66
寿平铁路	59.00	0.56	459.54	0.51	476.50	0.48	486.30	1.03	267.45
桃威铁路	138.00	*	*	*	*	*	*	*	*
青临铁路	36.40	*	*	*	*	*	*	*	*
合计	553.50	26.70	6092.44	25.50	6385.50	17.83	6579.80	12.79	3744.49

注：桃威铁路和青临铁路受当地政府委托进行行业管理，收入归当地，不计入公司合并范围
资料来源：公司提供

山东铁投作为山东省铁路建设的出资人代表和项目融资平台，参与山东省铁路项目的投资、建设和管理。截至 2020 年 6 月底，山东铁投已参与京沪高铁、黄大、德大、龙烟、青荣城际、石济客专、德大铁路、龙烟铁路、青日连和山西中南部铁路等项目。目前公司主要经营铁路为济青高铁（307.80 公里）和鲁南高铁（226.83 公里），2019 年分别运输旅客 646.97 万人次和 26.24 万人次，分别实现收入 12.43 亿元和 0.24 亿元。此外，山东铁投还通过参股方式参与铁路项目建设，获取投资收益。

根据《山东省国资委关于山东铁路投资控股集团有限公司财务管理有关问题的通知》（鲁国资财监字〔2020〕87 号）相关要求，为规范监管体制变化企业财务核算管理，山东铁投自 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。该事项预计将增强公司的盈利能力，提升公司利润水平，联合资信将持续关注该事项的后续进展。

（4）商品贸易

近年来，公司商品贸易收入波动下降，毛利率水平较低；合并齐鲁交通后，公司商品贸易规模将明显扩大。

公司商品贸易业务主要由子公司山东高速物资集团总公司、山东高速服务区管理有限公司、山东高速物流集团有限公司等负责，主要包括服务区的商超、油料零售、建材销售、油料销售、煤炭、粮食贸易、混凝土枕木贸易等；其中油料销售占主要部分，公司从中石化进行成品油采购，通过零售价与采购价的价差空间获利。2017—2019 年，公司商品贸易业务收入分别为 274.43 亿元、284.94 亿元和 235.26 亿元，整体波动下降；同期毛利率分别为 2.74%、3.69%和 6.22%，有所上升，但整体仍处于较低水平。

此外，齐鲁交通业务范围内亦包含商品销售及石化产品销售业务，2019 年，分别实现商品销售收入 55.93 亿元和 152.48 亿元。合并齐鲁交通后，公司商品贸易业务规模将明显扩大。

(5) 金融类业务

近年来，公司产业链延伸至金融类业务；金融类业务布局有利于增加公司营业总收入规模，同时提升盈利水平。

公司依托子公司威海银行开展商业银行业务。威海银行于1996年10月份经中国人民银行总行批准组建，是全国首家国有特大型企业异地控股、首家跨地域设立分支机构的城市商业银行，主要从事银行金融业务，现辖济南、天津、青岛、烟台、德州、临沂、济宁、潍坊、东营、淄博、莱芜等120多家分支机构。截至2019年底，威海银行资产规模为2244.77亿元，存款总额1422.01亿元，贷款总额924.54亿元，不良贷款率为1.82%；2019年，威海银行实现营业收入49.38亿元，净利润16.04亿元。

公司依托子公司泰山财产保险股份有限公司（以下简称“泰山财险”）开展商业保险业务。泰山财险系经中国保监会同意组建，由山东省内16家国有大型骨干企业发起设立的全国性财产保险股份有限公司，是注册地在山东的首家保险法人机构。泰山财险业务范围包括财产损失保险、责任保险、信用保险、保证保险、短期健康保险和意外伤害保险及上述业务的再保险业务等。截至2019年底，泰山财险资产规模为45.03亿元，负债规模25.82亿元；2019年，泰山财险实现营业总收入20.40亿元，净利润0.10亿元。

(6) 其他业务

公司其他业务包括房地产销售等业务，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。公司房地产销售及结算情况受房地产行业政策的影响较大。2017—2019年公司房地产收入分别为20.17亿元、21.78亿元和28.59亿元，2019年收入较高主要是当年多地房地产市场景气度较好，量价齐升所致。截至2020年6月底，公司共有5个在建房地产项目，计划总投资226.13亿元，累计完成投资107.16亿元。

3. 未来发展

未来，公司将以产权关系为纽带，以资本运作为手段，采取直接控股、绝对控股、相对控股等方式，全面推进投资主体多元化。主业以“控股为主，适当参股”为原则；主业产业链上的辅业，以“控股为主、吸引参股、员工入股”为原则，实现投资少、控制强、效益好、质量高的低成本扩张。公司将着力发展大交通、大资源、大制造，实现大发展、大跨越。着力实现“四个转变”，一是由有收费期限的高速公路项目向无收费期限的铁路、机场、港口等项目转变，实现可持续发展；二是由单一投资主体向投资主体多元化转变；三是由投资建设项目向直接收购项目转变；四是实现由相对依靠银行贷款向资本运营转变。

高速公路建设方面，根据公司在2021年3月9日召开的山东省政府新闻发布会上披露的信息，“十四五”期间，公司将新建、续建高速公路重点项目40个左右，总长约3200公里、总投资5200亿元。2021年，公司将全力抓好高速公路重点项目建设，全年将完成投资703.7亿元，年内实现京台泰枣段改扩建、京台德齐段改扩建、日兰高速巨野西至菏泽段、董家口至沈海高速段、新台南段等5个、342.9公里高速公路建成通车，京台济泰段改扩建、明村至董家口、济南大北环等10个、694.5公里高速公路开工建设。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年分年度财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2020年上半年财务报表未经审计。

截至2020年6月底，公司拥有纳入合并范围的子公司235家。其中，2018年，公司合并范围新增37家子公司（29家为投资设立，8家

为非同一控制收购取得)，减少 8 家子公司（股权处置 6 家，注销 1 家，失去控制权 1 家）；2019 年，公司合并范围内新增 26 家子公司，减少 58 家子公司。上述合并范围内增加和减少的子公司规模不大，且对公司主营业务影响较小，公司财务数据的可比性强。

截至2019年底，公司资产总额7217.50亿元，所有者权益2097.52亿元（其中少数股东权益1370.68亿元）；2019年，公司实现营业总收入847.93亿元（其中营业收入722.46亿元），利润总额84.99亿元。

截至2020年6月底，公司资产总额7714.47亿元，所有者权益2241.13亿元（其中少数股东权益1498.12亿元）；2020年1—6月，公司实现

营业总收入446.21亿元（其中营业收入371.54亿元），利润总额16.15亿元。

2. 资产质量

近年来，随着公司路桥项目的持续投入及子公司威海银行业务规模扩大，公司资产规模持续增长；构成以非流动资产为主，且受限资产规模较大，但公司路桥资产可带来稳定的运营收入，整体资产质量较好。

2017—2019年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长14.12%，主要来自非流动资产的增加；2019年底，公司资产总额7217.50亿元，较2018年底增长17.44%，其中，非流动资产占78.96%，符合行业及业务特点。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1375.90	24.83	1154.80	18.79	1518.24	21.04	1436.45	18.62
货币资金	400.70	7.23	386.30	6.29	518.10	7.18	529.21	6.86
交易性金融资产	72.82	1.31	67.25	1.09	75.61	1.05	114.95	1.49
其他应收款	158.39	2.86	211.64	3.44	270.29	3.74	211.74	2.74
存货	225.12	4.06	213.32	3.47	238.42	3.30	142.24	1.84
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	97.53	1.26
其他流动资产	243.07	4.39	153.13	2.49	259.80	3.60	187.13	2.43
买入返售金融资产	150.58	2.72	16.11	0.26	54.14	0.75	15.68	0.20
非流动资产	4165.86	75.17	4991.06	81.21	5699.27	78.96	6278.03	81.38
可供出售金融资产	697.05	12.58	885.48	14.41	851.68	11.80	1058.50	13.72
持有至到期投资	416.29	7.51	371.05	6.04	392.59	5.44	398.20	5.16
发放贷款及垫款	642.89	11.60	726.08	11.81	929.77	12.88	1096.89	14.22
长期应收款	168.52	3.04	224.94	3.66	258.36	3.58	304.63	3.95
长期股权投资	124.81	2.25	174.70	2.84	255.42	3.54	264.65	3.43
固定资产	420.46	7.59	849.40	13.82	1039.74	14.41	1024.00	13.27
在建工程	727.67	13.13	522.30	8.50	339.89	4.71	438.50	5.68
无形资产	671.97	12.13	854.15	13.90	1153.45	15.98	1160.51	15.04
其他非流动资产	237.95	4.29	303.69	4.94	239.63	3.32	258.45	3.35
资产总额	5541.76	100.00	6145.86	100.00	7217.50	100.00	7714.47	100.00

资料来源：审计报告和财务报告

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 5.05%，主要来自货币资金和应收类款项增加。2019 年底，公司流动资产

1518.24 亿元，较 2018 年底增长 31.47%，主要来自货币资金和其他流动资产的增长。

2017—2019 年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长 13.71%。2019 年底，公司

货币资金 518.10 亿元,较 2018 年底增长 34.12%;年末公司货币资金主要为银行存款(占 86.80%)和其他货币资金(占 12.79%);其中受限资金 145.32 亿元,主要为汇票、履约或信用证等保证金、定期存款或通知存款、存放中央银行存款准备金等,占货币资金的比例为 28.05%,受限比例较高。

2017—2019 年,公司应收账款持续增长,年均复合增长 15.04%。2019 年底,公司应收账款 59.13 亿元,主要为工程施工、商品贸易等业务中形成的应收工程款、应收货款、质保金等。

2017—2019 年,公司其他应收款持续增长,年均复合增长 30.63%。2019 年底,公司其他应收款 270.29 亿元,较 2018 年底增长 30.63%,主要系应收股利及往来款增加较多所致。2019 年底,公司其他应收款累计计提坏账准备 12.68 亿元,其中单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款余额为 2.91 亿元,主要为回购威海通达不良资产应收款项。从集中度看,前五名欠款单位欠款合计占 34.61%,主要系往来款和项目未结算款,集中度较低。

表 8 2019 年底公司其他应收款前五名情况

(单位:亿元、%)

单位名称	款项性质	2019 年底 余额	账龄	占比	坏账 准备
山东铁路发展基金有限公司	往来款	31.63	2 年以内	14.39	0.00
山东高速西城置业有限公司	往来款	26.90	1 年以内	12.24	0.00
济南璞园置业有限公司	往来款	11.08	3-5 年	5.04	0.00
泰安市岱岳区黄前镇民营企业办公室	往来款	3.40	2 年以内	1.55	0.00
深圳利天骏供应链有限公司	项目款	3.06	5 年以上	1.39	2.01
合计		76.07	-	34.61	2.01

资料来源:联合资信根据审计报告整理

公司存货主要为房地产项目等开发成本、已完工未结算施工工程和库存商品等,2017—2019 年波动增长,2019 年底为 238.42 亿元,较 2018 年底增长 11.77%,主要系工程施工投

入增加较多所致;累计计提跌价准备 3.75 亿元。

公司买入返售金融资产主要为子公司威海银行购买的债券,2017—2019 年波动下降,2019 年底为 51.14 亿元,较 2018 年底增长 236.12%。

公司其他流动资产主要为一年内到期的应收款项投资(子公司威海银行信托及资产管理计划投资)和预交税款。2017—2019 年,公司其他流动资产波动增长,2019 年底为 259.80 亿元,其中一年内到期的应收款项投资 189.43 亿元,预交税款 70.37 亿元;较上年底增加 69.67%,主要系子公司威海银行应收款项类投资增加所致。

(2) 非流动资产

2017—2019 年,公司非流动资产不断增长,年均复合增长 16.97%,主要来自固定资产、无形资产、发放贷款及垫款和可供出售金融资产的增加;2019 年底,公司非流动资产 5699.27 亿元,较 2018 年底增长 14.19%。

2017—2019 年,公司可供出售金融资产波动增长,年均复合增长 10.54%;2018 年底,公司可供出售金融资产 885.48 亿元,较 2017 年底增长 27.03%,主要系可供出售债务工具和按成本计量的权益工具增加较多所致。2019 年底,公司可供出售金融资产 851.68 亿元,较 2018 年底减少 3.82%;余额主要为可供出售的债务及权益工具和子公司威海银行购买的非保本理财。

2017—2019 年,公司持有至到期投资波动下降,年均复合下降 2.89%。2019 年底,公司持有至到期投资 392.59 亿元,主要为子公司威海银行持有的政策性银行债券、国债和其他债券等。

2017—2019 年,公司发放贷款及垫款持续增长,年均复合增长 20.26%,主要系子公司威海银行业务规模扩大所致。2019 年底,公司发放贷款及垫款 929.77 亿元,其中企业贷款和垫款 730.45 亿元,个人贷款和垫款 224.56 亿元,累计计提贷款损失准备 25.26 亿元。从贷款和垫款的担保方式来看,2019 年底,公司发放贷

款及垫款以保证贷款和附担保物的贷款为主，其中保证贷款占比为 41.67%，抵押贷款占比为 38.35%，质押贷款占比为 12.21%。从贷款逾期情况来看，2019 年底公司发放贷款及垫款中，逾期金额为 29.05 亿元，占发放贷款及垫款总额的 3.04%。联合资信将持续关注上述逾期贷款的风险和处置回收情况。

表 9 公司发放贷款及垫款担保方式及逾期情况
(单位: 亿元、%)

项目	2019 年底余额	占比	逾期金额	逾期金额/贷款总额
信用贷款	74.20	7.77	0.58	0.78
保证贷款	398.00	41.67	22.33	5.61
抵押贷款	366.22	38.35	3.06	0.83
质押贷款	116.61	12.21	3.09	2.65
贷款和垫款总额	955.04	100.00	29.05	3.04

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2017—2019 年，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 23.82%，主要来自融资租赁款和 BT 项目应收款的增加。2018 年底，公司长期应收款 224.94 亿元，较 2017 年底增长 33.48%，主要系子公司威海银行应收融资租赁款项增加所致。2019 年底，公司长期应收款 258.36 亿元，较 2018 年底增长 14.86%，主要系公司 BT 项目应收款和子公司威海银行应收融资租赁款项增加所致；余额主要为融资租赁款、BT 项目应收款、分期收款提供劳务等。

2017—2019 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 43.05%，主要系对联营企业增加投资所致。2018 年底，公司长期股权投资 174.70 亿元，较 2017 年底增长 39.97%，主要系对潍坊山高新旧动能转换投资合伙企业（有限合伙）、齐鲁高速公路股份有限公司及青岛畅赢金鹏股权投资合伙企业（有限合伙）等联营企业追加投资所致。2019 年底，公司长期股权投资 255.42 亿元，较 2018 年底增长 46.20%，主要系公司对山东铁路发展基金有限公司、济南畅赢交通基础设施投资基金合伙企业（有限合伙）、山东渤海湾港口集团有限公司、山东海洋集团有限公司、山东海运股份有限公司等

联营企业追加投资所致。

公司固定资产主要为铁路资产、房屋及建筑物和土地资产等。2017—2019 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 57.25%，主要来自铁路资产的增加。2018 年年底，公司固定资产 849.40 亿元，较上年底增长 102.02%，主要系济青高铁建成通车后，部分在建工程转入固定资产，以及部分公司房屋及建筑物竣工转入所致。2019 年底，公司固定资产 1039.74 亿元，较上年底增长 22.41%，主要系曲阜至临沂段高铁部分投入由在建工程转入所致。公司固定资产折旧主要采用年限平均法，累计计提折旧 211.12 亿元。截至 2019 年底，公司固定资产中尚有 128.80 亿元房屋及建筑物未办妥产权证书。

2017—2019 年，公司在建工程持续下降，年均复合下降 31.66%。2019 年底，公司在建工程 339.89 亿元，较 2018 年底下降 34.92%，主要系是济青高速公路项目改扩建工程及曲阜至临沂段高铁等项目投入结转所致；年末公司在建工程主要为在建高铁和在建高速公路项目。

2017—2019 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长 31.02%。2019 年底，公司无形资产 1153.45 亿元，主要由特许权（占比 75.85%）和土地使用权（占比 23.29%）构成，特许权为公司拥有的路产收费权，土地使用权为山东省政府作价出资的土地。2019 年底，公司无形资产较上年底增长 35.04%，主要系济青高速改扩建项目等完工结转以及新收购高速公路项目所致。2019 年底公司无形资产累计摊销 204.48 亿元，计提减值准备 0.20 亿元。

公司其他非流动资产主要为子公司威海银行的一年后到期应收款项类投资；2017—2019 年，公司其他非流动资产波动增长。2019 年底，公司其他非流动资产 239.63 亿元，较 2018 年底下降 21.10%，主要系一年后到期的应收款项类投资减少 86.65 亿元所致。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 7714.47 亿元，较 2019 年底增长 6.89%，主要来自可供出售金融资产、发放贷款及垫款和在建工程的

增加。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2019 年底变化不大。其中，存货较 2019 年底下降 40.34% 至 142.24 亿元，主要系路桥股份执行新收入准则部分存货调整至合同资产科目列示。

此外，公司合计持有恒大地产 4.7038% 的股权，账面价值合计 200 亿元，占 2019 年末公司合并报表净资产的 9.54%。根据公司 2020 年 12 月发布的公告，公司将上述股权转让给深圳市人才安居集团有限公司。本次资产转让方与受让方将根据协议约定，办理交易标的的股东变更登记和转让价款支付事宜。联合资信将持续关注该事项的进展。

截至 2020 年 6 月底，公司受限资产合计 1105.80 亿元，占当期末资产总额比重为 14.33%，其中受限无形资产 646.15 亿元，主要系路产收费权质押贷款所致；受限货币资金 154.31 亿元，主要系汇票、履约或信用证等保证金、定期存款或通知存款、存放中央银行存款准备金等；受限持有至到期投资 108.75 亿元，主要系子公司威海银行卖出回购金融资产质押等银行间业务所致；受限固定资产 71.53 亿元，主要系抵押贷款所致。公司受限资产规模较大，对公司资产流动性以及未来债务融资空间可能造成一定影响。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益持续增长，少数股东权益占比较高；债务规模持续扩张，以长期债务为主，整体债务负担较重。

(1) 所有者权益

2017—2019 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 16.13%，主要来自少数股东权益、其他权益工具、实收资本增加以及未分配利润积累；2019 年底，公司所有者权益 2097.52 亿元，较 2018 年底增长 17.99%，主要由少数股东权益（占 65.35%）、实收资本（占 11.13%）和其他权益工具（占比 12.40%）构成。

2017—2019 年，公司实收资本分别为

200.56 亿元、233.38 亿元和 233.38 亿元。2018 年 8 月，根据山东省国资委相关文件，公司注册资本增至 233.38 亿元。同期，公司其他权益工具分别为 201.00 亿元、260.00 亿元和 260.00 亿元，主要系公司发行的永续中期票据及可续期公司债。

2017—2019 年，公司未分配利润分别为 95.97 亿元、104.84 亿元和 122.03 亿元，分别占公司所有者权益的 6.17%、5.90% 和 5.82%。同期，公司少数股东权益分别为 905.92 亿元、1056.91 亿元和 1370.68 亿元，分别占公司所有者权益的 58.25%、59.45% 和 65.35%，少数股东权益占比较高。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益合计 2241.13 亿元，较 2019 年底增长 6.85%，规模和结构变化不大。

(2) 负债

2017—2019 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 13.33%；2019 年底，公司负债总额 5119.99 亿元，较 2018 年底增长 17.21%。受子公司威海银行业务性质影响，公司流动负债规模较大；2019 年底，流动负债及非流动负债占比分别为 53.92% 和 46.08%，流动负债占比相对较高。

流动负债方面，2017—2019 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 11.70%，主要来自子公司威海银行吸收存款及同业存放金额和其他应付款增加；2019 年底，公司流动负债 2760.65 亿元，较 2018 年底增长 22.56%；年末流动负债主要以吸收存款及同业存放、其他应付款和应付账款为主。

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 3.40%；2019 年底，公司短期借款 117.52 亿元，较 2019 年底增加 21.14%，由质押借款（占 9.62%）、保证借款（占 20.84%）和信用借款（占 69.54%）构成。

公司应付账款主要为工程施工款及相关设备和服务购置款项，2017—2019 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 22.18%；2019

年底，公司应付账款 225.34 亿元，较 2018 年底增长 14.89%。

公司其他应付款主要为应付的往来款、代收款、保证金、押金等，2017—2019 年，公司其他应付款（不含应付利息、应付股利）快速增长，年均复合增长 61.10%；2019 年底，公司其他应付款（不含应付利息、应付股利）402.16 亿元，较 2018 年底增长 98.18%，主要系往来款增长所致。公司其他应付款中有息部分已计入短期债务核算。

2017—2019 年，公司吸收存款和同业存放波动增长，分别为 1188.05 亿元、1172.64 亿元和 1424.66 亿元，年均复合增长 9.51%，占同期公司总负债的比例分别为 29.80%、26.85%和 27.83%。公司吸收存款和同业存放主要系子公司威海银行经营产生。2019 年底，吸收存款和同业存放包含活期存款 423.38 亿元、定期存款 823.45 亿元、其他存款（含汇出汇款、应解汇款）91.99 亿元、同业放款 36.00 亿元和境内银行同业存放 49.85 亿元。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，分别为 48.96 亿元、104.44 亿元和 97.31 亿元，年均复合增长 40.97%，占同期公司流动负债的比例分别为 2.21%、4.64%和 3.52%。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债主要包含一年内到期的长期借款 49.89 亿元，一年内到期的应付债券 44.70 亿元和一年内到期的长期应付款 1.75 亿。

2017—2019 年，公司其他流动负债持续下降，分别为 95.00 亿元、93.28 亿元和 56.25 亿元，年均复合下降 23.05%，占同期公司流动负债的比例分别为 4.29%、4.14%和 2.04%。公司其他流动负债主要包含一年内到期的短期应付债券、待结转增值税、未终止确认的应收票据、清算往来款项及其他代理业务形成的流动负债，其中，本报告将短期应付债券和未终止确认的应收票据计入公司短期债务核算。2019 年底，公司其他流动负债主要由短期应付债券 45.15 亿元（占比 80.26%）和待结转增值税 6.84 亿元

（占比 12.17%）构成。

非流动负债方面，2017—2019 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 15.33%，主要系项目建设持续投入，公司不断增加长期债务融资规模所致。2019 年底，公司非流动负债 2359.34 亿元，较 2018 年底增长 11.52%，主要由长期借款和应付债券构成，分别占 60.37%和 34.75%。

2017—2019 年，公司长期借款不断增长，年均复合增长 21.90%；2019 年底，公司长期借款 1424.43 亿元，较 2018 年底增长 20.60%；主要由信用借款（占 42.44%）、质押借款（占 37.13%）和保证借款（占 17.00%）和构成。长期借款的利率区间为 1.20%—7.00%。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 6.63%；2019 年底，公司应付债券 819.79 亿元，较上年末基本持平；主要包括人民币同业存单、公司债券、中期票据、商业银行资本债券等。

2017—2019 年，公司长期应付款波动下降，分别为 56.91 亿元、59.64 亿元和 35.58 亿元，占负债总额的比例分别为 1.43%、1.37%、0.69%和 0.79%，占比较小。2019 年底，公司长期应付款主要包含应付融资租赁款 19.79 亿元、应付融资租赁押金 4.42 亿元、中泰国元-山东高速环球租赁资产支持专项计划 7.10 亿元和济莱高速工程建设的专项资金 2.94 亿元等。其中，应付融资租赁款和中泰国元-山东高速环球租赁资产支持专项计划已调整至长期债务进行核算。

2017—2019 年，公司其他非流动负债波动增长，分别为 5.71 亿元、4.06 亿元和 8.85 亿元，年均复合增长 24.47%。公司其他非流动负债主要系国家开发银行借款、青岛海湾大桥特许经营权项目款、嘉兴滨海控股集团有限公司投资借款和路桥汇富私募投资基金 2 号其他持有人权益等。其中，国家开发银行借款和兴滨海控股集团有限公司投资借款已调整至长期债务核算。

截至 2020 年 6 月底，公司负债总额 5473.34

亿元，较 2019 年底增长 6.90%，其中流动负债占 54.02%，负债结构较上年底变化不大。

表 10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
短期债务	582.28	516.06	537.76	613.59
长期债务	1727.14	2066.38	2275.60	2422.57
全部债务	2309.41	2582.44	2813.35	3036.15
资产负债率	71.94	71.07	70.94	70.95
全部债务资本化比率	59.76	59.23	57.29	57.53
长期债务资本化比率	52.62	53.75	52.04	51.95

注：1. 公司 2020 年上半年财务报表未经审计；2. 短期债务中包含向中央银行借款、拆入资金和卖出回购金融资产款等金融性债务；3. 其他应付款和其他流动负债中有息部分已调整至短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务核算；

资料来源：根据公司审计报告和财务报告整理

债务规模方面，2017—2019 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 10.37%；2019 年底，公司全部债务 2813.35 亿元，较 2018 年底增长 8.94%。其中，短期债务 537.76 亿元（占 19.11%），较 2018 年底增长 4.20%；长期债务 2275.60 亿元（占 80.89%），较 2018 年底增长 10.12%，债务结构符合收费高速公路行业特征。2020 年 6 月底，公司全部债务 3036.15 亿元，较 2019 年底增长 7.92%，债务结构变化不大。

从债务指标来看，2017—2019 年，公司资产负债率分别为 71.94%、71.07%和 70.94%，较为稳定。2019 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.29%和 52.04%，较 2018 年底分别下降 1.94 个百分点和 1.72 个百分点。截至 2020 年 6 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 70.95%、57.53%和 51.95%，较 2019 年底变化不大。若将公司及下属子公司发行的永续中期票据和可续期公司债券考虑在内，公司债务负担将高于上述指标值。

4. 盈利能力

近年来，公司营业总收入持续增长，期间费用对公司利润造成一定侵蚀；投资收益和政府补助等非经常性损益对公司利润总额贡献较

大。受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年公司利润总额较上年同期大幅下降。

2017—2019 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 12.81%；2019 年，公司实现营业总收入 847.93 亿元，同比增长 20.06%。营业收入同步持续增长，年均复合增长 13.04%；2019 年，公司实现营业收入 722.46 亿元，同比增长 20.88%。同期，公司营业成本年均复合增长 12.87%；2019 年，公司营业成本 584.34 亿元，同比增长 17.35%。公司营业利润率有所波动，2019 年为 18.27%，同比上升 2.35 个百分点。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 17.98%。2019 年，公司期间费用总额 141.92 亿元，同比增长 25.39%。其中，财务费用 78.46 亿元，同比增长 31.73%，主要系公司债务融资规模增长较快所致。同期，公司期间费用率分别为 15.30%、16.03%和 16.74%，逐年上升，对利润形成一定侵蚀。

非经常性损益方面，2017—2019 年，公司投资收益分别为 28.30 亿元、69.71 亿元、57.56 亿元，波动增长，年均复合增长 42.62%。2018 年，公司投资收益较上年大幅增长，主要系可供出售金融资产取得的投资收益以及丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得增加所致。

2017—2019 年，公司分别获得政府补助 6.61 亿元、7.12 亿元和 6.01 亿元，主要为铁投铁路补贴、路桥补偿收入和各类奖励资金等，公司计入“其他收益”和“营业外收入”。同期，公司分别实现利润总额 66.55 亿元、70.87 亿元和 84.99 亿元，投资收益及政府补助对公司利润总额贡献较大。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
营业总收入	666.34	706.27	847.93	446.21
营业收入	565.39	597.68	722.46	371.54
期间费用	101.96	113.19	141.92	72.21
其他收益	6.33	6.53	5.47	3.53

投资收益	28.30	69.71	57.56	32.98
营业外收入	4.06	3.26	2.43	2.34
利润总额	66.55	70.87	84.99	16.15
营业利润率	18.23	15.92	18.27	8.81
总资产收益率	2.89	3.03	3.07	--
净资产收益率	3.12	3.30	2.80	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率 3.07%，较上年同期上升 0.04 个百分点；净资产收益率为 2.80%，较上年同期下降 0.50 个百分点。

2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 446.21 亿元，其中营业收入 371.54 亿元，相当于 2019 年全年营业收入的 51.43%。实现利润总额 16.15 亿元，均较上年同期大幅下降；当期营业利润率为 8.81%，较 2019 年下降 9.46 个百分点，主要系公司毛利率较高的路桥收费业务受新冠肺炎疫情冲击较大所致。

5. 现金流

公司经营活动现金流入量持续增长，收入实现质量较好；路桥项目建设投入及威海银行债券投资业务导致投资活动现金流大额净流出，筹资活动前现金流持续大额净流出；公司融资渠道通畅，筹资活动现金净流量保持较大规模。随着公司路桥项目建设的持续推进以及偿债需求，未来公司存在较大的融资需求。

经营活动现金流方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量不断增长，年均复合增长 8.63%，主要来自业务营收、往来款以及威海银行吸收存款、拆入资金等带来的现金流入；2019 年，公司经营活动现金流入 1522.14 亿元，同比增长 5.63%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 706.83 亿元，同比增长 6.01%；收到其他与经营活动有关的现金 398.87 亿元，同比下降 41.11%；客户存款和同业存放净增加额 240.29 亿元，同比大幅增长。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长 11.31%，主要为业务运营、往来款以及威海银行发放贷款、支付手续费等导致的现金流

出；2019 年，公司经营活动现金流出 1423.24 亿元，同比增长 4.48%；其中购买商品、接受劳务支付的现金、支付其他与经营活动有关的现金和客户贷款及垫款净增加额分别为 597.40 亿元、447.24 亿元和 184.33 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流净额有所波动；2019 年，公司经营活动现金净流量为 98.91 亿元，同比增长 25.42%，主要得益于当年威海银行拆入资金增多。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 110.88%、111.56%和 97.84%，波动下降，整体收现质量较好。

投资活动现金流方面，2017—2019 年，公司投资活动流入量和流出量均处于较高水平，主要系公司在建项目投资支出额较大以及子公司威海银行债权投资业务规模较大所致。2019 年，公司投资活动流入量为 3524.54 亿元，同比增长 93.73%，其中收回投资收到的现金为 3366.51 亿元，主要来自于威海银行债权投资业务。2017—2019 年，公司投资活动流出量持续增长，年均复合增长 33.60%。2019 年，公司投资活动现金流出 3809.48 亿元，同比增长 63.65%；其中投资支付的现金 3322.99 亿元，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流出 326.88 亿元。2017—2019 年，公司投资活动现金流持续大额净流出，受威海银行债权投资等业务规模变动影响，净流出规模逐渐下降，2019 年，公司投资活动现金流净额为 -284.94 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 10.35%；2019 年，公司筹资活动现金流入 2283.80 亿元，同比增长 101.72%，主要为发行债券及对外借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出量波动增长；2019 年，公司筹资活动现金流出 1838.53 亿元，同比增长 155.35%，主要为偿还债务本息支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金净流量保持在较高水平，分别为 631.36 亿元、412.17 亿元和 445.27 亿元，公司融资能力强。

表 12 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
经营活动现金流入量	1289.93	1441.02	1522.14	1441.34
经营活动现金流出量	1148.72	1362.16	1423.24	1269.40
经营活动现金净流量	141.21	78.86	98.91	171.94
投资活动现金净流量	-910.26	-508.54	-284.94	-303.89
筹资活动现金净流量	631.36	412.17	445.27	124.36
现金收入比	110.88	111.56	97.84	90.13

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—6 月, 公司经营活动净现金流、投资活动净现金流及筹资活动净现金流分别为 171.94 亿元、-303.89 亿元和 124.36 亿元。

6. 偿债能力

公司业务运营获现能力较强, 长期期偿债能力指标表现较好; 同时考虑到公司融资渠道畅通, 且能持续获得山东省政府的大力支持, 公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司流动比率和速动比率均波动下降; 2019 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 55.00% 和 46.36%, 较 2018 年底分别提高 3.73 个和 4.56 个百分点。2017—2019 年, 公司经营现金流动负债比波动下降, 2019 年为 3.58%, 经营活动净现金流对流动负债覆盖能力弱。2017—2019 年和 2020 年 6 月底, 公司现金短期债务比分别为 0.82 倍、0.90 倍、1.13 倍和 1.07 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度较好。

从长期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 持续增长; 受此影响, 公司全部债务/EBITDA 波动下降, 2019 年为 11.85 倍; EBITDA 利息倍数较稳定, 2017—2019 年分别为 2.37 倍、2.20 倍和 2.27 倍; 公司长期偿债能力较强。

截至 2020 年 6 月底, 公司对外担保余额 10.00 亿元, 担保比率为 0.45%, 系向中国农业银行山东省分行提供的质押反担保。

截至 2020 年 6 月底, 公司共获得银行等金融机构授信额度 5725.74 亿元, 已使用额度

1851.70 亿元, 未使用额度 3874.04 亿元, 备用流动性充足; 同时公司拥有山东路桥、山东高速、威海银行等多家上市公司, 资本市场直接融资渠道通畅; 总体看, 公司融资渠道畅通, 财务弹性较好。

7. 母公司财务分析

公司资产、收入主要来自下属子公司, 母公司主要行使管理职能, 整体债务负担一般。

2019 年底, 母公司资产总额为 1428.60 亿元, 较 2018 年底增长 7.27%。其中, 流动资产为 379.19 亿元, 主要由货币资金和其他应收款构成。非流动资产 1049.41 亿元, 主要由长期股权投资和无形资产构成。

2019 年底, 母公司所有者权益为 628.56 亿元, 较 2018 年底下降 1.27%。其中, 实收资本占 37.13%, 资本公积占 10.79%, 其他权益工具占 41.36%。

2019 年底, 母公司负债合计 800.04 亿元, 较 2018 年底增长 15.08%。其中非流动负债占 60.21%, 主要由应付债券和长期借款构成。母公司 2019 年底资产负债率为 56.00%。

2019 年, 母公司实现营业收入 21.21 亿元, 利润总额为 7.43 亿元。

2020 年 6 月底, 母公司资产总额 1474.10 亿元, 所有者权益 618.77 亿元; 2020 年 1—6 月, 母公司实现营业收入 2.62 亿元, 利润总额为 32.74 亿元, 其中投资收益 44.43 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模为 20~30 亿元 (以上限 30 亿元计算, 下同), 分别相当于 2020 年 6 月底公司长期债务的 1.24%、全部债务的 0.99%, 本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

2020 年 6 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 70.95%、57.53% 和 51.95%。本期中期票据在公司依照条款的约定赎回之前长期存续, 公司在

会计初始确认时将本期永续票据计入所有者权益。若将本期中期票据计入长期债务，以2020年6月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至71.06%、57.77%和52.25%；若考虑2020年6月底以来公司发行相关债券313亿元和到期偿还相关债券210亿元，上述三项指标将分别上升至71.44%、58.58%和53.28%，公司的债务负担将有所加重。考虑到上述已发行债券大部分资金及本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务或补充流动资金，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模上限的43.00倍、48.03倍和50.74倍；公司经营活动净现金流分别为本期中期票据拟发行规模上限的4.71倍、2.63倍和3.30倍；EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模上限的5.93倍、6.46倍和7.91倍，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

公司外部融资渠道畅通，且作为山东省最重要的交通建设和运营主体，能够在资金注入、资产划转和政府补助等方面得到政府的大力支持，总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

十一、 结论

公司是山东省最重要的交通建设和运营主体，所辖路桥资产优良，业务地位显著，并持续得到山东省政府在资金注入、资产划转和政府补助等方面的大力支持。

近年来，公司资产规模持续增长，资产质量较好；所有者权益持续增长，整体债务负担较重。公司多元化经营成效显著，营业收入持续增长，投资收益和政府补助等非经常性损益对公司利润总额贡献较大。近年来，公司经营活动现金流入量持续增长，收入实现质量较好；

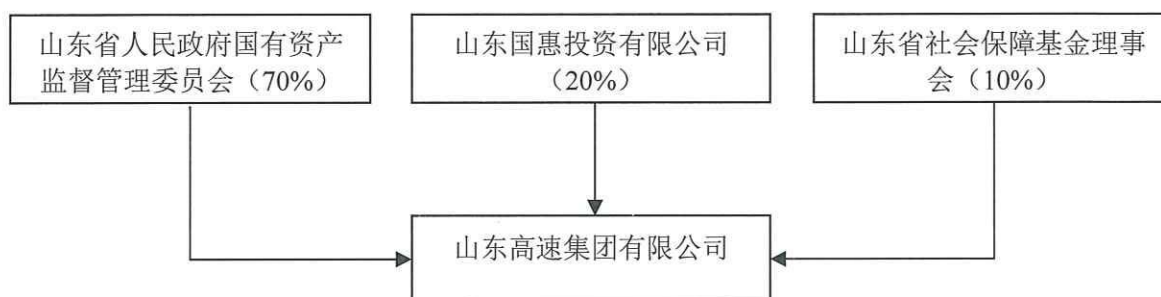
路桥项目建设投入及威海银行债券投资业务导致投资活动现金流大额净流出，公司存在较大融资需求。

突发的新冠肺炎疫情短期内对公司高速公路业务形成冲击。长期看，区域经济的平稳发展、合并齐鲁交通、路网协同效应持续发挥以及多元化业务布局等因素将推动公司收入及利润持续增长，提升公司盈利能力，公司未来自身偿债能力及抗风险能力有望持续增强。

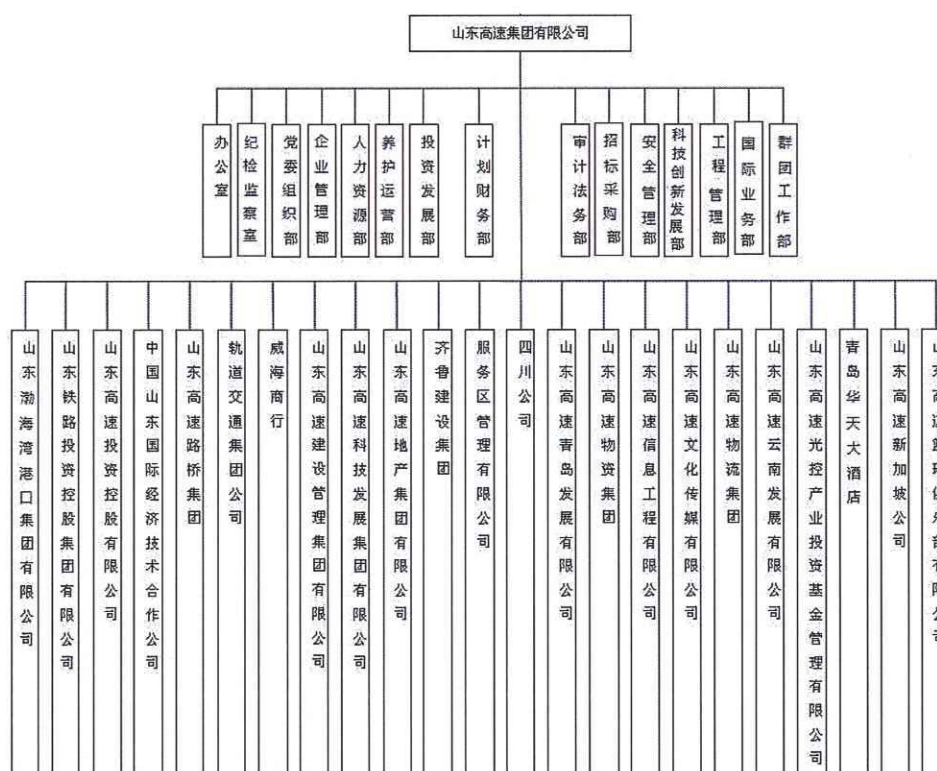
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息可递延支付等特点。联合资信通过对本期中期票据相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序方面等同于公司其他普通债券/债务融资工具；同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性小，但利息支付的约束力不强。考虑到发行条款的特殊性，若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。此外，公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为公司主体偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至报告出具日公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 6 月底公司合并范围主要子公司情况

序号	企业名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
1	山东高速股份有限公司	481116.59	70.91	公路、桥梁、隧道基础设施的投资、管理、养护等
2	山东高速路桥集团股份有限公司	112013.91	63.39	公路、桥梁工程、隧道工程等项目工程施工等
3	威海市商业银行股份有限公司	497119.73	58.55	中国银行业监督管理委员会依照有关法律、行政法规和其他规定批准的业务，经营范围以批准文件所列的为准
4	山东高速服务区管理有限公司	69000.00	100	餐饮、住宿、加油服务、燃气销售、汽车修理等
5	青岛华天大酒店有限责任公司	1500.00	100	房屋租赁等
6	山东高速齐鲁建设集团有限公司	51338.30	100	房屋建筑及装修，工程业务承包等
7	山东高速物资集团有限公司	103000.00	100	物资销售等
8	山东高速信息工程有限公司	20000.00	95	工程设计、施工等
9	山东省农村经济开发投资公司	134544.92	100	对农业资源、科技开发、农业商品和出口基地建设及农业生产项目的建设开发进行投资
10	中国山东国际经济技术合作有限公司	150070.00	100	进出口相关业务
11	山东铁路投资控股集团有限公司	4845700.00	32.99	铁路等交通基础设施的投资建设、管理与运营
12	山东高速集团河南许亳公路有限公司	20000.00	100	高速公路建设和投资、经营、管理与养护
13	山东高速轨道交通集团有限公司	126176.00	100	轨道交通设施的投资和运营管理；铁路客货运输
14	山东高速投资控股有限公司	109791.03	100	资产经营管理，项目投资与经营管理
15	山东高速青岛发展有限公司	306862.00	100	公路投资、建设、管护
16	山东高速科技发展集团有限公司	15000.00	100	公路、桥梁、隧道项目的建设管理、养护、设计
17	山东高速四川产业发展有限公司	300000.00	100	高速公路、桥梁、铁路、港口、机场及其沿线的投资、开发
18	泰山财产保险股份有限公司	203000.00	39.41	财产损失保险；责任保险；信用保险和保证保险；短期健康保险和意外伤害保险；上述业务的再保险业务
19	山东高速文化传媒有限公司	50000.00	100	国内外广告业务
20	山东高速物流集团有限公司	300000.00	100	综合物流的组织、投资与管理；物流相关基础设施的投资、建设与运营
21	山东高速云南发展有限公司	177851.26	100	高速公路、桥梁、隧道、铁路、港口、机场基础设施的投资、建设、管理、维护
22	山东高速信联支付有限公司	6000.00	100	电子收费及智能交通系统的设计、集成、安装、调试、管理、维护维修、清分结算、技术服务、设备和系统检验检测、销售
23	湖北武荆高速公路发展有限公司	80800.00	100	公路、桥梁、隧道的投资建设

24	山东高速蓬莱发展有限公司	10000.00	100	公路、桥梁、隧道、港口水运、市政工程、铁路的基础设施及配套项目的投资、建设、开发、施工
25	山东郵荷高速公路有限公司	37300.00	100	公路投资建设、运营、管理、养护
26	山东高速尼罗投资发展有限公司	10000.00	100	交通基础设施的投资、建设、经营与管理
27	山东高速潍日公路有限公司	4023.51	51	交通基础设施投资与经营
28	山东高速湖北发展有限公司	100000.00	100	高速公路、桥梁、铁路、港口、机场的建设、管理、维护、经营、开发
29	山东高速资源开发管理集团有限公司	500000.00	100	交通基础设施相关土地等资源综合利用

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司公路资产及通行费收入情况（单位：公里、亿元）

序号	路段名称	收费里程	经营期限	通行费收入			
				2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
1	京台高速路山东段	380.84	德齐段 1997—2022 年；齐济段、 济泰段 1999—2024 年； 泰安—枣庄段 2000—2025 年	34.94	37.28	37.14	5.20
2	菏泽-关庄高速路	61.55	2007 年—2032 年	2.84	3.15	3.13	0.66
3	青银高速齐河至夏津段	87.60	2005 年—2030 年	5.30	6.51	5.90	1.11
4	济南绕城北线（含黄河三桥）	62.68	2008 年—2033 年	5.92	6.79	7.60	2.23
5	济莱高速	76.30	2007 年—2034 年	4.28	5.23	4.55	1.07
6	潍莱高速	140.64	1999 年—2024 年	2.98	2.66	2.96	0.81
7	济青高速	318.30	1999 年—2044 年	24.01	12.30	19.89	8.58
8	济南黄河二桥	5.75	2002 年—2032 年				
9	威海-乳山高速路	79.60	2007 年—2032 年	1.30	1.36	1.40	0.34
10	胶州湾高速	50.43	2011 年—2035 年	2.26	2.56	2.69	0.64
11	胶州湾大桥	28.88	2011 年—2035 年	3.74	4.4	4.44	0.72
12	四川乐宜高速	137.78	2010 年—2040 年	3.47	4.08	4.64	0.92
13	四川乐自高速	113.20	2014 年—2044 年	2.32	3.43	3.79	0.71
14	许禹高速	39.50	2007 年—2036 年	1.73	2.08	1.98	0.45
15	泰安—曲阜—一级公路	64.10	1999 年—2025 年	0.00	0.26	0.30	0.09
16	滨州黄河大桥	2.93	1999 年—2017 年	1.22	--	--	--
17	平阴黄河大桥	0.96	1999 年—2017 年				
18	济南黄河大桥	2.02	1999 年—2017 年				
19	河南许亳高速	117.66	2007 年—2037 年	2.63	3.13	3.33	0.82
20	烟台-海阳高速公路	80.27	2012 年—2037 年	0.43	0.47	0.56	0.13
21	临沂-枣庄高速公路	88.63	2012 年—2037 年	1.88	2.01	0.02	0.45
22	云南锁蒙高速	78.76	2013 年—2043 年	1.85	1.75	1.72	0.35
23	云南鸡石通建高速	158.16	2004 年—2024 年	2.47	2.52	2.45	0.50
24	北莱路	68.15	2007 年—2032 年	0.22	0.39	0.45	0.16
25	利津大桥	3.17	2001 年—2029 年	1.16	1.24	0.65	0.09
26	湖南衡邵路	138.61	2010 年—2040 年	2.04	2.18	2.23	0.59
27	湖北武荆路	185.34	2010 年—2040 年	7.70	8.79	9.71	2.20
28	云南羊鸡高速	17.78	2016 年—2046 年	0.13	0.13	0.13	0.03
29	云南机场高速	14.89	2012 年—2042 年	3.16	2.92	2.74	0.39
30	鄞荷高速	44.65	2015 年—2040 年	1.49	2.22	2.51	0.65
31	潍日高速滨海海连接线	34.20	2017 年—2042 年	0.11	0.26	0.46	0.13
32	济晋高速	20.56	2005 年—2035 年	--	1.09	2.69	0.37
33	潍日高速	152.21	2018 年—2043 年	--	0.46	4.09	1.05
34	龙青高速	67.10	2018 年—2043 年	--	0.10	0.48	0.11
35	湖北武麻高速	27.89	2013 年—2043 年	--	--	1.55	0.51
36	泰东高速	75.24	2019 年—2044 年	--	--	1.09	1.11
37	湖北樊魏高速	22.81	2005 年—2035 年	--	--	0.44	0.39
38	枣木高速	24.55	2019 年—2044 年	--	--	--	--

39	高广高速	54.40	2019年—2044年	--	--	--	--
40	烟威路（荣乌高速公路烟海至烟台段）	49.42	2019年—2021年	--	--	--	--
41	乐山绕城高速	23.62	--	--	--	0.05	0.04
总计		3201.13	--	121.59	121.77	137.71	33.60

注：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；枣木高速、高广高速于2019年11月末开始收取通行费，烟威路（荣乌高速公路烟海至烟台段）于2019年并购，12月获批延长收费期限，并将于2021年进行改扩建；滨州黄河大桥、平阴黄河大桥、济南黄河大桥三座大桥收费权已于2017年11月到期；乐山绕城高速于2019年10月开始收费

资料来源：公司提供

附件 2-2 公司路产车流量情况（单位：万辆、%）

序号	项目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-6 月	
		车流量	占比	车流量	占比	车流量	占比	车流量	占比
1	京台高速路山东段	5012.84	19.73	4691.73	19.48	4709.37	17.54	3505.02	15.29
2	潍莱高速	628.31	2.47	630.90	2.62	697.91	2.60	756.23	3.30
3	菏泽-关庄高速路	516.74	2.03	604.02	2.51	588.31	2.19	297.06	1.30
4	威海-乳山高速路	564.17	2.22	593.81	2.47	600.50	2.24	711.69	3.10
5	青银高速齐河至夏津段	497.99	1.96	586.80	2.44	565.15	2.10	330.20	1.44
6	济南绕城北线（含黄河三桥）	401.79	1.58	502.52	2.09	476.47	1.77	579.37	2.53
7	济青高速	3663.57	14.42	2567.62	10.66	3161.60	11.77	4217.83	18.40
8	济南黄河二桥								
9	济莱高速	782.06	3.08	976.64	4.05	1262.06	4.70	1228.05	5.36
10	许禹高速	370.91	1.46	399.40	1.66	398.37	1.48	362.03	1.58
11	泰安-曲阜一级公路	212.50	0.84	235.55	0.98	185.43	0.69	217.66	0.95
12	胶州湾高速	1837.18	7.23	2072.28	8.60	2233.44	8.32	2013.24	8.78
13	胶州湾大桥	605.70	2.38	685.84	2.85	718.66	2.68	992.67	4.33
14	济南黄河大桥	874.60	3.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
15	滨州黄河大桥	572.02	2.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
16	平阴黄河大桥	48.29	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
17	四川乐宜高速	638.04	2.51	694.43	2.88	768.44	2.86	670.50	2.92
18	四川乐自高速	497.77	1.96	592.07	2.46	664.29	2.47	547.05	2.39
19	河南许亳高速	451.09	1.78	491.64	2.04	567.86	2.11	550.74	2.40
20	烟台-海阳高速公路	283.91	1.12	310.23	1.29	340.22	1.27	397.28	1.73
21	临沂-枣庄高速公路	455.87	1.79	524.38	2.18	559.99	2.09	555.34	2.42
22	云南锁蒙高速	388.54	1.53	381.48	1.58	393.33	1.46	322.86	1.41
23	云南鸡石通建高速	963.99	3.79	1008.92	4.19	1001.03	3.73	809.47	3.53
24	云南羊鸡高速	59.57	0.23	64.33	0.27	63.97	0.24	54.96	0.24
25	云南机场高速	3639.73	14.33	3402.24	14.12	3310.77	12.33	809.71	3.53
26	北莱路	160.11	0.63	162.71	0.68	138.89	0.52	219.57	0.96
27	利津大桥	63.57	0.25	79.87	0.33	67.90	0.25	197.48	0.86
28	湖南衡邵路	267.11	1.05	319.64	1.33	283.46	1.06	246.54	1.08
29	湖北武荆路	752.14	2.96	807.60	3.35	947.58	3.53	588.33	2.57
30	鄂荷高速	147.83	0.58	203.85	0.85	238.89	0.89	279.66	1.22
31	潍日高速滨海连接线	49.11	0.19	117.67	0.49	185.93	0.69	176.08	0.77
32	济晋高速	0.00	0.00	295.86	1.23	278.49	1.04	83.78	0.37
33	潍日高速	0.00	0.00	65.87	0.27	633.72	2.36	693.75	3.03
34	龙青高速	0.00	0.00	18.42	0.08	96.90	0.36	94.29	0.41
35	泰东高速	0.00	0.00	0.00	0.00	101.99	0.38	274.16	1.20
36	湖北武麻高速	0.00	0.00	0.00	0.00	115.82	0.43	13.33	0.06
37	湖北樊魏高速	0.00	0.00	0.00	0.00	365.79	1.36	23.17	0.10
38	乐山绕城高速	0.00	0.00	0.00	0.00	134.10	0.50	110.00	0.48
合计		25407.06	100.00	24088.30	100.00	26856.62	100.00	22929.10	100.00

注：车流量数据按出口车流量统计；收费权到期的路产或未产生收入的路产不统计车流量情况
资料来源：公司提供

附件3 齐鲁交通主要路产及通行费收入情况（单位：公里、万元）

路段名称	收费里程	经营期限	通行费收入		
			2017 年	2018 年	2019 年
S1 济聊高速聊城东至鲁冀界段	65.73	2000 年—	21476.77	23527.20	27927.17
S1 济聊高速齐河至聊城段	86.15	1997 年—	33291.84	38185.15	43280.67
S12 滨州至德州	145.19	2011 年—2026 年	27289.99	31950.43	32580.73
S19 烟台龙口港疏港高速	10.92	2013 年—2027 年	963.60	839.14	880.53
S24 威青高速即墨段	44.95	2007 年—2027 年	10251.97	9600.38	12473.60
S14 高唐至邢台	46.10	2012 年—2027 年	12138.42	15808.31	14001.17
S24 威青高速乳山至即墨段	93.33	2007 年—	21292.24	22068.31	24019.99
S26 莱泰高速莱芜西至泰安段	44.27	1993 年—	9082.37	7604.32	7708.69
S26 莱泰高速莱城区至莱芜西段	14.80	2002 年—	4774.65	3539.63	2594.57
S29 滨莱高速高青至博山段	40.74	2002 年—	39699.46	21235.82	33416.56
S29 滨莱高速博山至莱芜段	14.56	1999 年—	18375.73	12316.21	10202.24
S31 泰新高速泰安至化马湾段	35.66	1997 年—	17824.46	8040.23	13480.89
S31 泰新高速化马湾至新泰段	45.67	1999 年—	44099.70	36950.18	20774.44
S32 菏泽至东明高速公路	37.30	1999 年—	19380.51	22095.00	23298.42
S33 济徐高速东平至济宁段	36.66	2013 年—2033 年	8094.23	21392.15	11362.81
S83 枣庄至木石高速公路	27.92	1996 年—	3855.54	4551.71	4301.23
S7201 东营港疏港高速公路	60.17	1996 年—	10374.60	10086.70	13262.36
S7401 烟台莱州港区疏港高速	16.01	2011 年—	334.03	226.49	230.58
S7402 烟台西港区疏港高速	12.80	2011 年—	341.47	345.23	423.30
S7801 日照石白港区疏港高速	13.63	2011 年—	318.78	807.65	967.09
G2 京沪高速莱芜至新泰段	46.00	2002 年—	26654.08	21501.48	13342.80
G2 京沪高速新泰至临沂段	91.34	1999 年—	85547.15	70737.54	41544.33
G2 京沪高速临沂至红花埠段	83.74	2000 年—	70998.07	63943.07	32397.01
G15 沈海高速烟台到栖霞段	48.99	2001 年—	11793.69	11722.52	11694.86
G15 沈海高速栖霞到莱西段	73.71	2000 年—	21830.57	21912.77	21206.37
G15 沈海高速两城至汾水段	61.07	2003 年—	33681.29	36678.97	43016.62
G18 荣乌高速荣成至文登段	40.40	2015 年—2030 年	1292.79	1472.53	1597.27
G18 荣乌高速烟台绕城段	41.56	1999 年—	15423.15	17777.07	19281.72
G18 荣乌高速烟台至新河段(含 S21 新潍高速)	186.52	2003 年—	49278.07	43465.73	44985.29
G18 荣乌高速新河至辛庄子段	106.71	2008 年—2028 年	41092.93	46881.89	48532.32
G18 荣乌高速东营枢纽至邓王立交段	67.10	2007 年—2027 年	29672.55	38717.56	38706.72
G18 荣乌高速东营至青州段	88.80	2000 年—2025 年	40946.46	51666.81	58387.55
G22 青兰高速青岛至莱芜段	232.44	2007 年—2027 年	71266.35	93346.48	95120.89
G25 长深高速青州至临沭段	227.93	2013 年—2033 年	131986.25	151747.39	182374.54
G25 长深高速滨州黄河大桥	14.87	2004 年—	18552.43	14203.05	18032.04
G25 长深高速大高至滨州段	28.80	2005 年—	22673.85	19513.23	19751.77
G25 长深高速鲁冀界至大高段	56.92	2007 年—2027 年	46034.78	39617.77	40102.07
G35 济广高速济南至菏泽段	153.60	2004 年—2034 年	103793.19	91779.53	112325.22
G1511 日兰高速日照到竹园段	114.30	2000 年—	50709.21	58548.04	57706.93
G1511 日兰高速竹园至曲阜段	113.53	2003 年—	62909.34	75556.19	79503.93

G1511 日兰高速曲阜到菏泽段	148.34	2002 年—	85805.49	100077.98	109444.81
G2001 济南绕城高速南线	39.93	2002 年—	17727.08	24307.65	26217.16
G2001 济南绕城高速东线	19.58	1999 年—	12058.71	15956.49	15812.87
G3W 德商高速公路聊城至范县段	68.94	2015 年—2030 年	24637.81	33802.48	42159.17
S84 京福高速德州南连接线	7.67	非收费路段	--	--	--
G2516 济南至东营高速公路	162.41	2016 年—2031 年	21058.70	32953.87	33826.71
G18 荣乌高速东营黄河大桥	12.98	2005 年—2030 年	21421.22	28216.76	30024.25
S17 蓬莱至栖霞高速公路	39.89	2017 年—2042 年	22.92	2370.10	2552.61
S7801 日照机场至沈海高速连接线高速公路	2.58	2017 年—2042 年	--	82.81	223.68
S28 莘县至南乐（鲁豫界）高速公路	18.27	2018 年—2043 年	--	553.10	4023.85
G22 青兰高速聊城至东阿段高速公路	86.55	2019 年—2044 年	--	--	7102.43
S29 滨莱高速淄博西至莱芜段高速公路	72.80	2020 年—2045 年	--	--	--
合计	3450.83	--	1422128.49	1500281.11	1548184.83

注：此表为运营公司通行费收入数据，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与会计入账不同所致；2005—2010 年期间开通的高速公路收费期限一般为每 10 年批复一次，2010 年之后开通的高速公路收费期限一般为每 5 年批复一次

资料来源：公司提供

附件 4-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	478.96	464.65	607.02	659.08
资产总额（亿元）	5541.76	6145.86	7217.50	7714.47
所有者权益（亿元）	1555.21	1777.70	2097.52	2241.13
短期债务（亿元）	582.28	516.06	537.76	613.59
长期债务（亿元）	1727.14	2066.38	2275.60	2422.57
全部债务（亿元）	2309.41	2582.44	2813.35	3036.15
营业总收入（亿元）	666.34	706.27	847.93	446.21
利润总额（亿元）	66.55	70.87	84.99	16.15
EBITDA（亿元）	177.91	193.90	237.40	--
经营性净现金流（亿元）	141.21	78.86	98.91	171.94
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.64	10.28	10.76	--
存货周转次数（次）	2.10	2.27	2.59	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.12	0.13	--
现金收入比（%）	110.88	111.56	97.84	90.13
营业利润率（%）	18.23	15.92	18.27	8.81
总资本收益率（%）	2.89	3.03	3.07	--
净资产收益率（%）	3.12	3.30	2.80	--
长期债务资本化比率（%）	52.62	53.75	52.04	51.95
全部债务资本化比率（%）	59.76	59.23	57.29	57.53
资产负债率（%）	71.94	71.07	70.94	70.95
流动比率（%）	62.18	51.27	55.00	48.58
速动比率（%）	52.01	41.80	46.36	43.77
经营现金流动负债比（%）	6.38	3.50	3.58	--
现金短期债务比（倍）	0.82	0.90	1.13	1.07
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	2.20	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.98	13.32	11.85	--

注：1. 公司 2020 年上半年财务报表未经审计；2. 短期债务中包含向中央银行借款、拆入资金和卖出回购金融资产款等金融性债务；3. 其他应付款和其他流动负债中有息部分已调整至短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务核算

附件 4-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.22	48.87	43.21	41.76
资产总额（亿元）	1225.66	1331.81	1428.60	1474.10
所有者权益（亿元）	574.05	636.62	628.56	618.77
短期债务（亿元）	143.80	74.27	142.80	98.50
长期债务（亿元）	328.36	362.02	457.55	495.07
全部债务（亿元）	472.16	436.29	600.35	593.57
营业收入（亿元）	27.14	20.48	21.21	2.62
利润总额（亿元）	4.80	19.09	7.43	32.74
EBITDA（亿元）	39.28	51.23	40.84	--
经营性净现金流（亿元）	-63.27	94.31	20.31	32.63
财务指标				
销售债权周转次数（次）	177.93	149.27	175.84	--
存货周转次数（次）	41.27	56.83	79.47	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	91.07	121.68	29.13	518.13
营业利润率（%）	41.49	21.97	22.15	-222.90
总资本收益率（%）	2.44	3.82	2.46	--
净资产收益率（%）	0.81	3.03	1.16	--
长期债务资本化比率（%）	36.39	36.25	42.13	44.45
全部债务资本化比率（%）	45.13	40.66	48.85	48.96
资产负债率（%）	53.16	52.20	56.00	58.02
流动比率（%）	79.56	115.13	119.10	113.27
速动比率（%）	79.45	115.06	119.04	113.25
经营现金流动负债比（%）	-20.95	30.57	6.38	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.66	0.30	0.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.83	2.36	1.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.02	8.52	14.70	--

注：1. 2020 年上半年财务数据未经审计；2. 其他应付款和其他流动负债中有息部分已调整至短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务核算

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×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/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在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其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 山东高速集团有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东高速集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山东高速集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山东高速集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山东高速集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东高速集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山东高速集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山东高速集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山东高速集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山东高速集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山东高速集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。