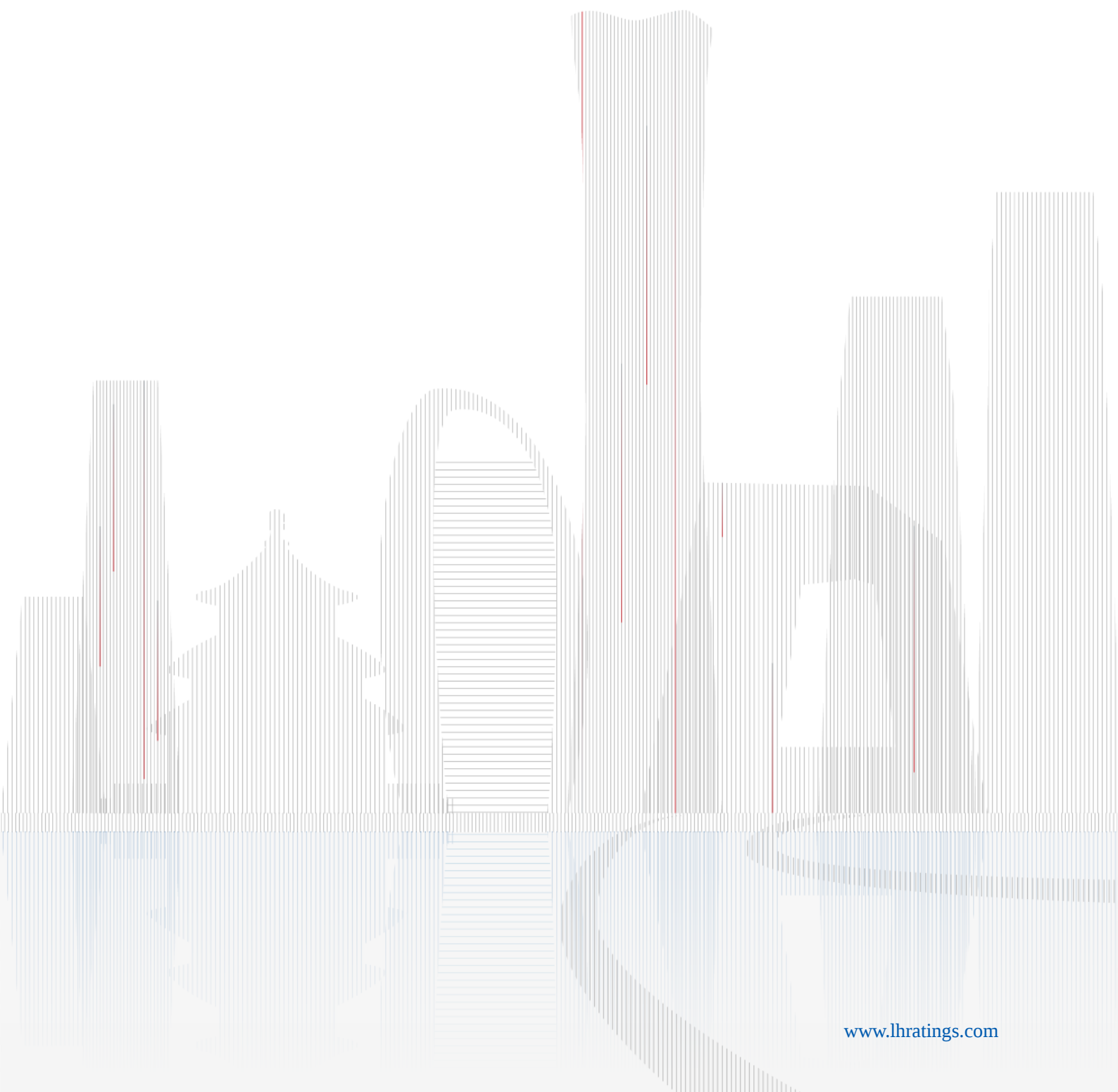


山东高速集团有限公司 2025 年度 第三期中期票据信用评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕1442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 2025 年度第三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 2025 年度第三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

二〇二五年三月十二日

声 明

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

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

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

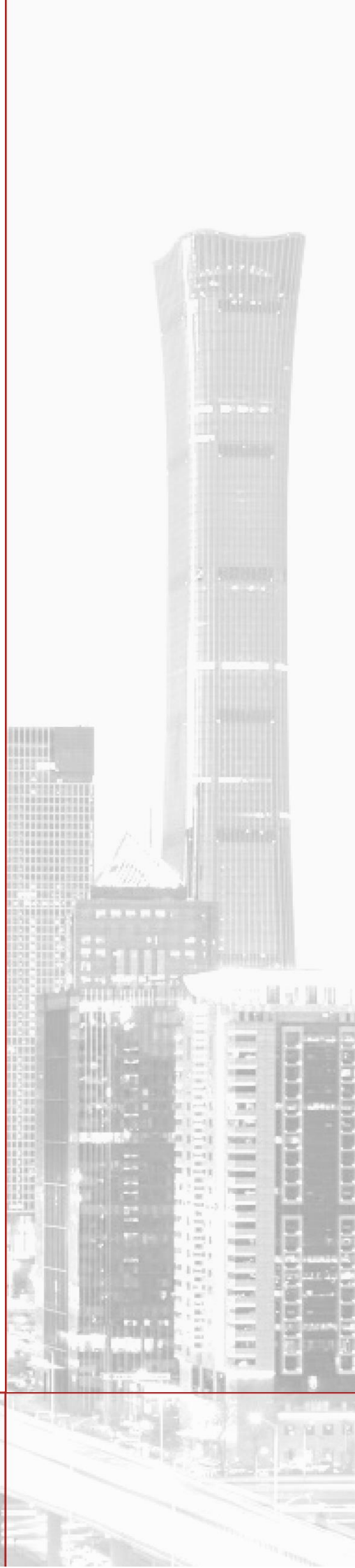
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



山东高速集团有限公司

2025 年度第三期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/12

债项概况 本期债项基础发行规模 0.00 亿元，发行规模上限为 25.00 亿元，分为两个品种。其中，品种一初始发行规模为不超过 15.00 亿元，品种二初始发行规模为不超过 10.00 亿元，公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期债项各品种最终发行规模进行回拨调整。品种一期限为 10 年，品种二期限为 20 年。本期债项募集资金用于偿还公司本部及子公司有息负债、补充流动资金。

评级观点 公司是山东省最重要的交通建设和运营主体，拥有的路产收费里程超过山东省收费公路的 80%，业务地位及竞争力显著。公司法人治理结构完善，权责划分清晰，高管人员相关行业管理经验丰富。公司持有路产规模大，通行费收入持续增长，路产盈利水平尚可，山东省未来高速公路建设任务较重，公司资本支出压力大；工程施工业务综合施工能力强，每年新签项目规模较大，以省内项目为主，大型项目储备丰富；铁路运输主要为地方铁路货运，业务运营较为稳定。公司围绕路延（沿、衍）产业和新兴产业拓展贸易品种和贸易对象，利润空间不大；公司金融业务涵盖银行、保险等，其中银行业务盈利规模较大，保险业务经营亏损。公司路桥资产可带来稳定的现金流入，整体资产质量较好，但受限资产规模较大。为满足收费公路项目建设资金需求，公司债务规模持续扩张，整体债务负担较重。公司营业总收入持续增长，经营获现能力较强，非经常性损益对公司利润影响大，对外融资对投资活动形成有力支撑。公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标较强，融资渠道畅通。本期债项的发行对公司债务规模及结构影响小，本期债项发行后，公司长期偿债能力指标表现仍较强。

个体调整：无。

外部支持调整：近年来，公司持续得到政府在资金注入及资产划转、政府补助等方面的有力支持。

评级展望 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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司在山东省交通领域的地位下降，核心路产划出，经营获现能力下降；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化。

优势

- **经营环境良好。**山东省是全国交通大省之一，在全国综合交通运输体系中占据重要地位，近年来经济平稳发展。2024 年，山东省实现地区生产总值 98565.8 亿元，较上年增长 5.7%。根据规划，到 2035 年，山东省高速公路实体线网布局总规模在 15000 公里以上（含研究线位约 3000 公里），省际出口达到 39 个，六车道以上占比达到 50%，未来山东省高速公路建设仍有较大的发展空间。
- **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，业务地位及竞争力显著；吸收合并齐鲁交通发展集团有限公司后，公司下辖路产收费里程明显增加，省内路产收费里程占全省收费公路里程的比重超过 80%。
- **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注入及资产划转、政府补助等方面的有力支持。2020 年—2023 年，公司分别取得 179 宗、50 宗、128 宗和 96 宗国有土地作为国家资本金出资，分别增加公司资本公积 52.97 亿元、40.64 亿元、80.88 亿元和 108.87 亿元。2019—2023 年，公司分别获得各类政府补助 5.47 亿元、11.92 亿元、11.38 亿元、10.20 亿元和 12.48 亿元。
- **融资渠道畅通。**截至 2024 年 3 月底，公司下辖多家上市公司，未使用银行授信额度 0.73 万亿元，融资渠道畅通。

关注

- **资本支出压力大。**“十四五”期间，公司将新建、改扩建高速公路重点项目约 40 个，总里程约 3200 公里，总投资 5200 亿元。
- **债务负担较重。**截至 2023 年底，公司全部债务 6982.35 亿元，较 2022 年底增长 13.66%；全部债务资本化比率为 64.41%。若将永续债考虑在内，公司债务负担进一步上升。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 收费公路企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 收费公路企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
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		3
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

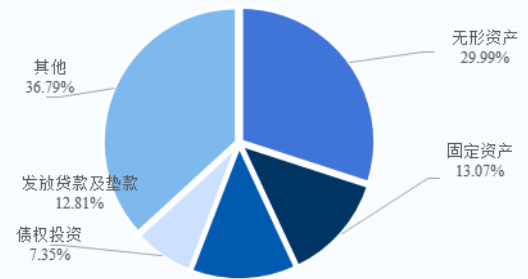
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
现金类资产（亿元）	830.28	798.12	868.27	782.26
资产总额（亿元）	11391.85	13225.46	15137.43	15688.88
所有者权益（亿元）	2928.43	3368.55	3858.30	4001.40
短期债务（亿元）	1088.31	1788.13	2059.19	1936.23
长期债务（亿元）	3951.79	4355.16	4923.16	5303.99
全部债务（亿元）	5040.10	6143.29	6982.35	7240.21
营业总收入（亿元）	2008.36	2317.69	2601.18	1351.57
利润总额（亿元）	152.44	154.76	164.82	95.95
EBITDA（亿元）	489.45	493.46	563.15	--
经营性净现金流（亿元）	161.87	174.32	178.84	91.20
营业利润率（%）	23.72	22.00	22.31	20.65
净资产收益率（%）	3.84	3.43	3.24	--
资产负债率（%）	74.29	74.53	74.51	74.50
全部债务资本化比率（%）	63.25	64.59	64.41	64.41
流动比率（%）	47.77	44.66	45.42	45.57
经营现金流动负债比（%）	3.73	3.28	2.91	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.45	0.42	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.28	2.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.30	12.45	12.40	--

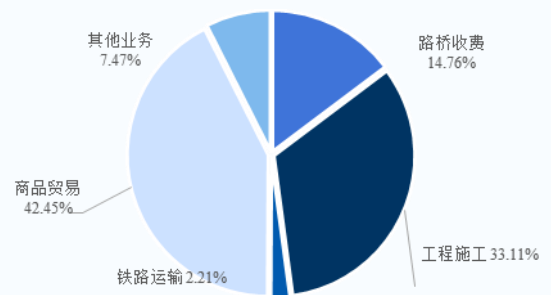
公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
资产总额（亿元）	3598.50	3981.27	4490.93	4571.78
所有者权益（亿元）	1507.14	1658.89	1859.00	1920.25
全部债务（亿元）	1418.06	1598.17	1901.02	1973.04
营业总收入（亿元）	145.09	141.14	154.46	69.03
利润总额（亿元）	23.38	-4.79	36.00	16.11
资产负债率（%）	58.12	58.33	58.61	58.00
全部债务资本化比率（%）	48.48	49.07	50.56	50.68
流动比率（%）	49.02	54.60	57.05	69.49
经营现金流动负债比（%）	28.05	1.30	4.44	--

注：1.公司 2024 年半年度财务报表未经审计；2.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；3.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；4.本报告已将合并口径的其他应付款和其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务核算，未调整本部有息债务；5.公司未提供 2024 年半年度其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息债务，本报告按 2023 年底口径进行调整
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

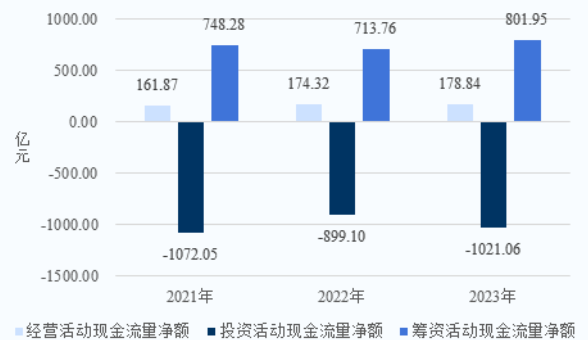
2023 年底公司资产构成



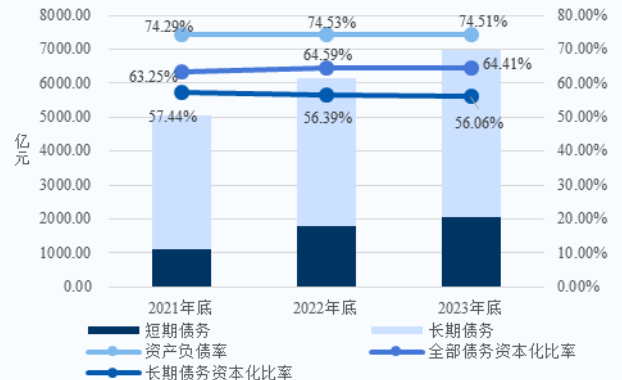
2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年末/2023 年）

主要指标	信用等级	控股路产里程 (公里)	单公里通行费 收入 (万元/ 年)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	8072.15	440.85	15137.43	3858.30	2601.18	164.82	74.51	64.41	12.40	2.43
河南交通	AAA	6362.70	455.86	7090.40	2321.34	1150.16	62.09	67.26	64.32	20.73	1.21
湖南高速	AAA	5930.58	369.01	6797.90	2184.77	508.73	36.04	67.86	65.45	19.44	1.38
浙江交通	AAA	3244.43	780.97	9352.97	3043.84	3240.31	117.14	67.46	59.16	10.50	3.34

注：河南交通全称为河南交通投资集团有限公司，湖南高速全称为湖南省高速公路集团有限公司，浙江交通全称为浙江省交通投资集团有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料及公司财务数据整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/01/10	李坤 刘人歌	收费公路企业信用评级方法 V4.0.202208 收费公路企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2021/03/11	张建飞 韩晓罡 杨晓薇	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（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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 坤 likun@lhratings.com

项目组成员：刘人歌 liurg@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

山东高速集团有限公司（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开发投资公司四家单位共同出资成立，初始注册资本 1.80 亿元。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），公司名称变更为现用名。2024 年 11 月，公司注册资本增加至 922.04 亿元，同时通过资本公积转增实收资本 463.04 亿元。截至 2024 年 11 月底，公司注册资本和实收资本均为 922.04 亿元，山东省国资委、山东国惠投资控股集团有限公司¹（以下简称“山东国惠”）、山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”）分别持有公司 70.00%、20.00%及 10.00%的股权，公司实际控制人为山东省国资委。

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，按照联合资信行业分类标准划分为收费公路行业。

截至 2024 年 6 月底，公司本部内设运营管理部、计划财务部、安全管理部、工程管理部等职能部门（详见附件 1-2）；截至 2023 年底，公司拥有合并范围内一级子公司 75 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 15137.43 亿元，所有者权益 3858.30 亿元（含少数股东权益 1851.41 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 2601.18 亿元，利润总额 164.82 亿元。

截至 2024 年 6 月底，公司资产总额 15688.88 亿元，所有者权益 4001.40 亿元（含少数股东权益 1927.14 亿元）；2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 1351.57 亿元，利润总额 95.95 亿元。

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：王其峰。

二、本期债项概况

公司于 2024 年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〔2024〕TDFI35 号），本期计划在额度内发行 2025 年度第三期中期票据（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行规模 0.00 亿元，发行规模上限为 25.00 亿元，分为两个品种。其中，品种一初始发行规模为不超过 15.00 亿元，品种二初始发行规模为不超过 10.00 亿元。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期债项各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，增加另一品种发行规模；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过 25.00 亿元（含）。品种一期限为 10 年，品种二期限为 20 年。本期债项募集资金用于偿还公司本部及子公司有息负债、补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年年报）》](#)。

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、产业项目投资融资、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

四、行业及区域环境分析

1 高速公路行业

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。2023 年以来，随着经济形势的好转，公众出行意愿显著增强，公路旅客运输量大幅提升，货物运输量亦有所增长，公路运输仍为交通运输体系中的主导运输方式。作为重资产行业，高速公路建设投资规模持续增长，但存在回收周期长、收支缺口巨大等问题。为落实交通强国建设总体要求，国家相关部门颁布一系列政策，以支持公路交通领域投资，并为收费公路存量债务接续和化解存量债务风险提供相应保障。长期来看，随着外部环境的好转以及国家高速路网的不断完善，高速公路行业仍有较大投资空间，行业发展前景良好。完整版详见《2024 年收费公路行业分析》。

2 区域环境分析

山东省经济平稳增长，财政实力非常强。山东省是全国交通大省之一，在全国综合交通运输体系中占据重要地位；公路运输是山东省交通体系的重要组成部分，未来山东省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。截至 2024 年底，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 个设区的市，县级政区 136 个（市辖区 58 个、县级市 26 个、县 52 个），乡镇级政区 1822 个（街道 693 个、镇 1072 个、乡 57 个）。截至 2024 年底，山东省常住人口为 10080.17 万人，常住人口城镇化率为 66.48%，比上年末提高 0.95 个百分点。

（1）山东省经济财政概况

根据《山东省国民经济和社会发展统计公报》，2022—2024 年，山东省生产总值（GDP）稳步增长，增速波动增长。2024 年，山东省第一产业增加值 6616.9 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 39608.6 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 52340.3 亿元，增长 5.4%；三次产业结构为 6.7：40.2：53.1。

2024 年，山东省全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 3.3%，三次产业投资构成为 1.8：42.4：55.8。重点投资领域中，制造业投资增长 15.1%，占全部投资的比重为 34.4%；基础设施投资增长 0.2%，占比为 22.6%；高新技术产业投资增长 15.9%，占比为 22.7%。

图表 1 • 山东省主要经济和财力指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	87435.1	92068.7	98565.8
GDP 增速（%）	3.9	6.0	5.7
固定资产投资增速（%）	6.1	5.2	3.3
三产结构	7.2:40.0:52.8	7.1:39.1:53.8	6.7:40.2:53.1
人均 GDP（万元）	8.60	9.08	9.78

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据山东省财政决算报告及预算执行报告，2022—2024 年，山东省一般公共预算收入规模持续增长，2024 年收入规模在全国排名第 5 位，财税质量较好。同期，山东省一般公共预算支出规模持续增长，财政自给能力一般；受房地产市场低迷影响，山东省政府性基金收入持续下降。截至 2024 年底，山东省政府债务余额 32811.38 亿元，其中一般债务余额 8058.09 亿元、专项债务余额 24753.29 亿元。山东省整体财政实力非常强。

图表 2 • 山东省主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	7104.10	7464.72	7711.50
一般公共预算收入增速（%）	5.3	5.1	3.3
税收收入（亿元）	4795.52	5229.61	5039.64
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	67.50	70.06	65.35
一般公共预算支出（亿元）	12128.63	12582.74	13077.21
财政自给率（%）	58.57	59.33	58.97
政府性基金收入（亿元）	6080.87	4925.37	4832.12
地方政府债务余额（亿元）	23588.02	27520.80	32811.38

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）山东省交通概况

2024 年，山东省全年铁路、公路、水路共完成客运量 3.6 亿人次，完成货运量 34.6 亿吨；铁路、公路、水路共完成旅客周转量 1053.6 亿人公里，货物周转量 15336.4 亿吨公里。沿海港口货物吞吐量 20.7 亿吨，比上年增长 5.1%；集装箱吞吐量 4502.3 万标箱，增长 7.9%。2024 年 1—11 月，山东省公路货运量完成 26.63 亿吨，同比增长 1.4%。公路运输是山东省交通体系的重要组成部分。

高速公路建设方面，截至 2024 年底，山东省高速公路通车里程超过 8700 公里，六车道及以上占比超 40%。根据《山东省人民政府关于印发山东省“十四五”综合交通运输发展规划的通知》，到 2025 年，山东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 36%，基本实现县（区、市）有两条以上高速通达。根据山东省人民政府于 2023 年 11 月印发的《山东省综合立体交通网规划纲要（2023—2035 年）》，山东省在原规划“九纵五横一环七射多连”高速公路网络布局的基础上，到 2035 年，山东省高速公路实体线网布局总规模在 15000 公里以上（含研究线位约 3000 公里），省际出口达到 39 个，六车道以上占比达到 50%，全部省际相邻县均有高速公路连接，并按照“加密、扩容、强连接”的原则，规划建设以“十二纵八横十一射”为主骨架的高速公路网。未来，山东省高速公路建设仍有较大的发展空间。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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，资本实力及综合竞争力强。

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。

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，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。

截至 2024 年 3 月底，公司所辖通车运营路产 104 条，均为经营性收费高速公路，收费里程合计 8072.15 公里，其中省内路产收费里程占全省高速公路收费里程比重超 80%。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。

此外，公司合并范围内包含 6 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）主要负责青银高速（G20）济南至青岛段、京台高速（G3）德州至泰安段、京沪高速（G2）济南至莱芜段等 11 条高速公路和利津黄河桥、济南黄河二桥等 2 座桥梁的经营管理以及枣临高速（S38）、烟海高速（S11）等 16 条高速公路的受托管理，运营管理路桥总里程 2887 公里；齐鲁高速公路股份有限公司（以下简称“齐鲁高速”，股票代码“01576.HK”）主要负责负责济荷高速（G35）、德上高速（G0321）和莘南高速（S28）共 240.8 公里高速公路的建设、养护、管理及道路运营任务；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；中国山东高速金融集团有限公司（以下简称“山高金融”，股票代码：0412.HK）是一家投资控股企业，拥有丰富的境内外金融资源及持牌资质，在国内外开展金融服务。2022 年 5 月，山高金融完成对北控清洁能源集团有限公司（以下简称“北控清洁”）43.45%的股份的定向增发认购事项，2022 年 6 月，北控清洁股东决议通过其更名为山高新能源集团有限公司（以下简称“山高新能源”，股票代码：01250.HK），山高新能源成为山东高速下属第 6 家上市公司，主要从事投资、开发、建造、光伏发电、风电及清洁供暖业务。上市子公司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。

2 人员素质

公司高管人员相关行业管理经验丰富，员工素质较高，能满足日常工作需要。

截至 2024 年 3 月底，公司董事和高级管理人员共 14 人。

王其峰先生，1966 年生，中共党员，工程硕士；曾任山东省交通厅科技教育处主任科员、副处长，山东省交通运输厅建设管理处处长，山东省交通运输厅办公室主任，山东省交通运输厅党组成员、副厅长；现任公司党委书记、董事长。

公司于 2024 年 11 月 5 日发布公告称，经中共山东省委决定，公司原总经理孙付春不再担任公司总经理职务。截至该公告出具日，孙付春同志已离任，新任总经理暂未任命。

2024年3月底，公司合并口径在职员工55910人。其中，硕士及以上学历员工占10.71%，本科学历员工占55.17%，其他员工学历为本科以下；管理人员占16.57%，业务技术人员占42.03%，一线作业人员占36.93%。

3 信用记录

公司本部债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部存在重大失信行为。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：913700002671781071），截至2025年1月6日，公司本部无不良或关注类信贷记录。

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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善，权责划分清晰。

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

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。公司股东按照其出资比例行使表决权，山东国惠、山东财欣除所持股权对应之知情权、收益权、处置权以外的股东权利，均由山东省国资委代为行使。

公司董事会由9名董事组成，其中外部董事5名、职工董事1名。外部董事人选由山东省国资委依法聘任或者推荐派出，董事长按照章程规定由股东会选举产生；职工董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。

根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号），山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会，目前公司无监事。

公司高级管理人员包括总经理1名、副总经理若干名，经理层对董事会负责。

2 管理水平

公司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。

公司本部内设运营管理部、计划财务部、安全管理部、工程管理部等职能部门。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。

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。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。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《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。委员会决定集团整体资金的筹集金额和渠道。对集团负债水平进行控制、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《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《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。

七、重大事项

公司转让恒大地产集团有限公司的股权，目前尚未收到第三期股权转让款，股权转让款回收情况有待关注。

2020 年底，公司合计持有恒大地产集团有限公司 4.7038% 的股权，账面价值合计 200 亿元，占 2020 年底公司合并报表净资产的 6.47%。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（2024 年 4 月更名为“深圳市安居集团有限公司”，以下简称“安居集团”）。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。2020 年 12 月，股东变更已完成工商登记。

根据公司于 2022 年 2 月 25 日发布公告，公司已收到安居集团支付的第一期、第二期股权转让款合计 120 亿元及应付利息，尚未收到第三期股权转让款合计 80 亿元及应付利息。公司向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“贸仲”）提交了仲裁申请，要求安居集团支付相关股权转让协议项下应付未付股权转让款本金 80 亿元及利息、逾期付款违约金等相关费用。

2024 年 3 月 15 日，贸仲作出《裁决书》，裁决安居集团向公司支付股权转让款本金合计 80 亿元及其利息、逾期付款违约金，并承担案件仲裁费及各申请人因案件发生的其他相关费用。

2024 年 4 月，公司子公司分别收到北京市第四中级人民法院（以下简称“北京四中院”）出具的（2024）京 04 民特 480 号、（2024）京 04 民特 481 号、（2024）京 04 民特 482 号《应诉通知书》等文件，安居集团向北京四中院申请撤销贸仲作出的《裁决书》，目前上述案件已由北京四中院立案受理。2024 年 5 月 31 日，公司子公司分别收到北京四中院作出的《民事裁定书》，裁定驳回安居集团的申请。

由于安居集团未在《裁决书》规定的期限内主动履行相关义务，公司子公司于 2024 年 4 月向广东省深圳市中级人民法院（以下简称“深圳中院”）申请执行。2024 年 4 月 28 日，公司子公司收到深圳中院（2024）粤 03 执 911 号、（2024）粤 03 执 912 号、（2024）粤 03 执 913 号《案件受理通知书》，对于申请强制执行安居集团履行贸仲《裁决书》相关案件，深圳中院已立案执行。

2024 年 6 月 18 日，公司子公司分别收到深圳中院送达的《应诉通知书》及安居集团《不予执行仲裁裁决申请书》等文件，获悉安居集团向深圳中院申请不予执行贸仲作出的《裁决书》，深圳中院已于 2024 年 6 月 13 日立案受理。

截至报告出具日，安居集团尚未履行付款义务，公司股权转让款的回收情况有待关注。

八、经营分析

1 经营概况

公司主要从事高速公路建设及运营、工程施工、铁路运输和商品贸易等业务，业务多元化程度较高。2021—2023 年，公司营业收入持续增长，综合毛利率小幅下降，主要由于商品贸易业务规模扩大。2024 年 1—6 月，公司实现营业收入 1252.16 亿元，相当于上年全年的 51.99%；公司综合毛利率小幅下降。

图表 3 • 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务 板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—6 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	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	296.36	16.02	37.02	313.29	14.64	33.06	355.86	14.76	31.91	160.84	12.85	27.92
工程施工	707.35	38.23	13.87	788.47	36.85	12.41	798.00	33.11	12.82	382.35	30.53	10.06

铁路运输	40.03	2.16	15.42	45.67	2.13	10.79	53.24	2.21	13.48	11.52	0.92	21.09
商品贸易	718.61	38.83	13.78	858.92	40.15	14.27	1023.27	42.45	11.23	649.95	51.91	12.18
其他	88.12	4.76	54.94	133.09	6.22	49.11	180.05	7.47	52.71	47.50	3.79	59.67
合计	1850.47	100.00	19.53	2139.43	100.00	18.43	2410.43	100.00	17.96	1252.16	100.00	15.43

注：其他业务主要包括出租业务、代理业务等；尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2 业务经营分析

（1）路桥建设及运营

公司持有路产规模大，主要分布于山东省内；随着路网效应的显现，路桥通行费收入持续增长，路产盈利水平尚可；山东省未来高速公路建设任务较重，公司资本支出压力大。

路桥资产情况

截至 2024 年 3 月底，公司管辖的收费公路（含桥梁、一级公路和高速公路）实际收费里程 8072.15 公里，主要分布于山东省内；山东省外，公司道路资产主要分布于云南省、湖南省、湖北省、山西省等（详见附件 2-1）。公司所辖高速公路均为经营性高速，部分路产属于国高网重要干线，如京台高速山东段、G25 长深高速青州至临沭段、G35 济广高速济南至菏泽段等；部分路产区域地位突出，其中济青高速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。公司收费公路收费剩余年限多为 10 年和 20 年，路产收费剩余期限较长。

路桥运营情况

车流量方面，公司所辖路桥车流量波动增长，2021—2023 年分别为 5.19 亿辆、4.23 亿辆和 5.65 亿辆。其中济青高速（含济南黄河二桥）、京台高速路山东段、云南机场高速、胶州湾高速车流量占比较高，2023 年，上述路产车流量占公司总路产车流量的比重分别为 7.38%、8.45%、5.04%、4.56%，剩余高速公路车流量占比均在 4% 以下。

通行费方面，随着吸收合并齐鲁交通及路网协同效应的体现，公司路产通行费收入持续增长，2021—2023 年分别为 296.36 亿元、313.29 亿元和 355.86 亿元，业务毛利率均超过 30%。济青高速（含济南黄河二桥）、京台高速山东段和京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建对公司通行费收入贡献大，2023 年三条道路通行费收入分别为 40.42 亿元、36.88 亿元和 28.87 亿元，合计约占 2023 年公司通行费收入的 30%。

运营效率方面，2021—2023 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 407.01 万元、404.88 万元和 440.85 万元，总资产周转率（即通行费收入/资产总额）分别为 2.68%、2.55%和 2.51%。公司路产单公里收入水平与全国平均水平基本持平，路产效益尚可。

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。

图表 4 • 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 且核定载人数≤9 人	0.40	0.50	15	50
2 类客车	车长<6000mm 且核定载人数(10-19)人	0.50	0.65	20	75
3 类客车	车长≥6000mm 且核定载人数≤39 人	0.60	0.78	25	90
4 类客车	车长≥6000mm 且核定载人数≥40 人	0.75	0.98	30	110
类别	总轴数（含悬浮轴）	高速公路		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）	0.40	0.50	15	65
2 类货车	2（车长≥6 米且最大允许总质量≥4.5 吨）	0.75	0.90	24	85
3 类货车	3	1.20	1.55	32	110

4 类货车	4	1.65	2.05	36	130
5 类货车	5	1.70	2.15	40	150
6 类货车	6	2.20	2.75	46	170
大件运输车辆	7轴及以上	在6轴收费系数基础上每增加一轴增加收费系数0.5。大于10轴按10轴计算，异常值按6轴计算			

资料来源：公司提供

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，公司以山东省交通运输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。

在建路桥项目

在建项目方面，截至 2023 年底，公司重要的在建路桥项目 2 个，预算总投资额 127.59 亿元。“十四五”期间，公司将新建、改扩建高速公路重点项目约 40 个，总里程约 3200 公里，总投资 5200 亿元，公司资本支出压力大。

图表 5 • 截至 2023 年底公司重要在建路桥项目情况（单位：万元）

路段名称	预算总投资	工程进度（%）	资金来源
达卡高架路项目	823876.46	89.47	自有资金、借款
大莱龙铁路扩能改造工程	452000.00	39.03	自有资金、借款
合计	1275876.46	--	--

注：公司未提供在建和拟建项目情况，数据来自公司审计报告

资料来源：审计报告

（2）工程施工

工程施工业务每年新签项目规模较大，随着储备项目的开展以及高速公路建设规划的实施，公司工程施工业务有望稳定开展。

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。

2021—2023 年，公司分别实现工程施工收入 707.35 亿元、788.47 亿元和 798.00 亿元，业务规模持续扩大；工程施工业务毛利率分别为 13.87%、12.41%和 12.82%，相对稳定。

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较大规模；2021—2023 年，公司当年新签工程合同数量持续增长，新签合同金额波动增长。公司施工项目以省内项目为主，大型项目储备丰富。

图表 6 • 公司工程施工合同签订情况

新签合同情况	2021 年	2022 年	2023 年
当期新签订合同个数（个）	913	1090	1307
其中：亿元以上合同个数（个）	111	135	149
合同金额合计（亿元）	1010.38	876.20	1186.90
其中：省内项目（亿元）	746.89	472.50	865.90
省外项目（亿元）	217.61	339.40	279.00
海外项目（亿元）	45.89	64.30	42.00

资料来源：公司提供

(3) 铁路运输

公司铁路运输主要为地方铁路货运业务，近年来铁路运输业务运营较为稳定，业务收入持续增长，毛利率波动下降。

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”）及原子公司山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“山东铁投”）负责，山东轨交主营地方铁路货运，山东铁投主要负责国铁客运；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，山东铁投自2021年起不再纳入公司合并财务报表范围。

2008年4月，按照山东省人民政府实施“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2023年底，山东轨交直接经营管理地方铁路的营业里程为606.71公里。2021—2023年，山东轨交的货物运输量增长较快，公司铁路运输收入持续增长，毛利率波动下降。

图表7·山东轨交经营管理的主要地方铁路货运量及收入情况（单位：公里、亿元、万吨）

线路	起讫地点	营业里程	2021年 运量	2022年 运量	2023年 运量	2024年1-3 月运量	2021年收 入	2022年收 入	2023年 收入	2024年1- 3月收入
大莱龙铁路	大家洼-龙口北	175.00	1269.22	1545.59	1992.19	436.02	2.92	3.83	4.95	1.11
龙口港进港铁路	龙口北-龙口港	12.00								
青大铁路	青州-大家洼	76.00	2975.55	3493.00	3888.51	846.04	6.87	6.62	7.15	1.59
宅羊铁路	宅科-羊角沟	22.10								
坪岚铁路	铁牛庙-岚山抖	35.00	2278.43	3001.00	3415.98	961.68	9.86	7.94	8.81	2.72
寿平铁路	曹王-寿光西	59.00	608.56	517.29	364.53	90.17	0.78	0.61	0.34	0.11
临港铁路	临港经济开发区-碑廓站	53.21	--	403.21	873.74	297.30	--	0.28	0.64	0.17
桃威铁路	桃村-威海	138.00	受当地政府委托进行行业管理，收入归当地，不计入公司合并报表							
青临铁路	青州-冶源	36.40								
合计	--	606.71	7131.76	8960.09	10534.95	2631.21	20.43	19.28	21.89	5.70

注：上述铁路均包含管内运输、直通运输；合并数据与上述单体数据有所差别
资料来源：公司提供

目前，公司铁路运输业务主要为地方铁路货运业务，客运业务尚未开展。货运业务的客户为运营铁路沿线的工商企业，主要分布在石油、化工、电解铝、造纸和贸易等行业。

(4) 商品贸易

公司围绕路延（沿、衍）产业和新兴产业拓展贸易品种和贸易对象，近年来业务规模持续扩大，利润空间不大。

公司商品贸易业务主要包括绿色化工，服务区的商超、油料零售，山东高速物资集团有限公司（以下简称“物资集团”）的沥青等建材销售及油料销售，山东高速物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）的煤炭、粮食等贸易，山东轨交的混凝土枕木贸易及各类高端装备、新材料、新能源、绿色化工等业务。

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

油料销售是公司商品贸易的主要组成部分之一。其中，服务区加油站油料销售业务主要从中石化、中石油批发燃料油，零售给高速公路沿线客户。2021—2023年，公司服务区加油站油料销售额逐年增长。此外，物资集团、山东高速（新加坡）有限公司和山东高速服务区管理有限公司也经营油料销售业务，面向多元化的客户群体进行销售。

图表8·公司服务区加油站油料销售情况（吨、亿元）

品种	2021年		2022年		2023年	
	销售量	销售额	销售量	销售额	销售量	销售额
柴油	14.77	9.43	20.63	16.42	22.15	16.41

92 号汽油	14.05	11.21	13.79	13.20	26.01	23.67
95 号汽油	9.81	8.28	9.06	9.16	18.51	17.79
合计	38.63	28.92	43.48	38.79	66.67	57.87

资料来源：公司提供

物资集团主要销售沥青、钢材等工程物资，主要供应商为中国石化炼油销售有限公司上海分公司、中石油燃料油有限责任公司、中化弘润石油化工有限公司、山东京博石油化工有限公司、山东莱钢永锋钢铁有限公司、石横特钢集团有限公司等；下游客户为中石油燃料油有限责任公司华东销售分公司、陕西高速公路开发有限公司、山东泰山路桥工程公司、济南通达公路工程有限公司、济南黄河路桥工程公司、济南城建集团有限公司和济南重交路桥工程有限公司等施工单位；主要结算方式为电汇和银行承兑汇票。

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

山东轨交主要的上游客户有临朐山水水泥公司、潍坊众赢经贸有限公司、河北景鹏预应力钢绞线有限公司和天津银龙预应力材料股份有限公司等，主要下游客户为胶济铁路客运专线有限责任公司、中铁物资太原轨枕有限公司、济南铁路局、光明铁道控股有限公司等。公司与上游客户的结算方式为现汇和银行承兑汇票，与下游客户的结算方式为现汇。

商品销售业务中的其他销售收入主要是山东高速（新加坡）有限公司的铜、镍、铝、钢材等贸易，主要上下游客户均为境外公司。

公司是山东省政府确定的全省统一的实体性信息服务与运营平台，负责统筹中欧班列（齐鲁号）的货源筹集、运输组织、信息服务、宣传营销、供应链管理等工作。该业务由子公司山东高速齐鲁号欧亚班列运营有限公司负责，业务开展以来连续 3 年班列开行量突破千列。

商品贸易业务对公司营业收入贡献较大，2021—2023 年，公司分别实现商品贸易收入 718.61 亿元、858.92 亿元和 1023.27 亿元，业务规模持续扩大；商品贸易业务毛利率分别为 13.78%、14.27%和 11.23%。

（5）金融业务

公司金融业务涵盖银行、保险等，近年来金融类业务收入不断提升，其中银行业务盈利规模较大，保险业务经营亏损。

公司依托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 2023 年底，威海银行资产总额为 3918.77 亿元，存款总额 2665.96 亿元，贷款总额 1899.65 亿元，资本充足率为 13.38%，不良贷款率为 1.45%；2023 年，威海银行实现营业总收入 87.35 亿元，同比增长 5.36%，实现净利润 21.16 亿元，同比增长 1.82%。

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 2023 年底，泰山财险总资产 54.99 亿元，净资产 22.05 亿元；2022 年，泰山财险实现营业总收入 30.20 亿元，净利润-0.48 亿元。

2021—2023 年，公司金融类业务收入持续增长，分别为 157.89 亿元、178.26 亿元和 190.75 亿元。

3 未来发展

未来，公司将采取直接控股、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”，一是有由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多元化投资主体转变；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。

九、财务分析

公司提供了 2021—2023 年度财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年财务报表进行审计，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年和 2023 年财务报表进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2024 年半年度财务报表未经审计。

截至 2023 年底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 75 家。近年来，公司合并范围变动子公司数量多，但规模不大，对公司财务数据可比性影响不大。

1 资产质量

公司资产规模持续增长，构成以收费公路资产及金融类资产为主；货币资金储备较为充裕，路桥资产可带来稳定的现金流入，对外投资盈利性较好，公司整体资产质量较好；但受限资产规模较大，对公司资产流动性以及未来债务融资空间造成一定影响。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	2075.71	18.22	2373.09	17.94	2792.87	18.45	2802.26	17.86
货币资金	602.98	5.29	593.66	4.49	599.19	3.96	626.27	3.99
应收账款	158.07	1.39	245.18	1.85	307.89	2.03	371.69	2.37
其他应收款（合计）	218.18	1.92	274.49	2.08	256.02	1.69	220.37	1.40
存货	194.96	1.71	184.83	1.40	199.58	1.32	203.79	1.30
合同资产	324.41	2.85	440.85	3.33	569.85	3.76	632.51	4.03
其他流动资产	186.11	1.63	218.50	1.65	270.90	1.79	290.66	1.85
非流动资产	9316.14	81.78	10852.37	82.06	12344.56	81.55	12886.62	82.14
发放贷款及垫款	1456.91	12.79	1681.51	12.71	1939.05	12.81	2092.59	13.34
债权投资	1060.56	9.31	1093.26	8.27	1111.95	7.35	1097.69	7.00
其他债权投资	294.12	2.58	441.17	3.34	667.75	4.41	818.90	5.22
其他权益工具投资	303.59	2.66	315.55	2.39	351.25	2.32	346.83	2.21
其他非流动金融资产	181.29	1.59	220.83	1.67	262.28	1.73	282.55	1.80
长期应收款	384.96	3.38	489.70	3.70	505.84	3.34	551.26	3.51
长期股权投资	242.70	2.13	321.76	2.43	376.22	2.49	384.60	2.45
固定资产（合计）	1804.59	15.84	1948.24	14.73	1978.05	13.07	1962.61	12.51
在建工程（合计）	1650.59	14.49	175.35	1.33	90.44	0.60	75.34	0.48
无形资产	1577.27	13.85	3568.98	26.99	4539.16	29.99	4774.64	30.43
其他非流动资产	165.94	1.46	335.30	2.54	256.17	1.69	242.09	1.54
资产总额	11391.85	100.00	13225.46	100.00	15137.43	100.00	15688.88	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

（1）流动资产

截至 2023 年底，公司货币资金主要由银行存款 514.78 亿元和其他货币资金 81.45 亿元构成；使用权受限的货币资金 256.25 亿元，为法定存款准备金及保证金等，受限比例 42.77%。公司应收账款以工程施工、商品贸易等业务形成的应收工程款、应收货款、质保金等为主，累计计提坏账准备 31.17 亿元。从集中度看，前五大欠款方合计金额占应收账款的 4.13%，集中度很低。公司其他应收款累计计提坏账准备 33.24 亿元；从集中度看，前五名欠款单位欠款合计占其他应收款的 24.70%，主要系往来款、消费税补贴和保证金，集中度较低。公司存货主要由自制半成品及在产品 28.39 亿元、库存商品（产成品）78.81 亿元和原材料 61.07 亿元构成，累计计提跌价准备 3.60 亿元。公司合同资产主要为工程施工项目合同资产 467.80 亿元、工程技术服务合同资产 38.31 亿元。公司其他流动资产主要包括恒大股权转让款 86.50 亿元和待抵扣进项税 152.93 亿元。

图表 10 • 截至 2023 年底公司前五名其他应收款情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账龄	账面余额	占比（%）
国家税务总局东营港经济开发区税务局	消费税补贴	1 年以内	27.15	10.07
山东高速西城置业有限公司	往来款	4~5 年	25.40	9.42
德建控股有限公司	往来款	1~3 年	6.22	2.31
滨州城建投资集团有限公司	押金保证金	1~4 年	4.68	1.74
青岛昌阳投资开发有限公司	意向金	1 年以内	3.14	1.16
合计	--	--	66.59	24.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）非流动资产

公司发放贷款及垫款持续增长，主要由威海银行业务产生，多采用保证贷款和抵押贷款的形式；2023 年底，公司发放贷款及垫款中，个人贷款和垫款 444.07 亿元、企业贷款和垫款 1524.75 亿元，计提贷款损失准备 47.55 亿元，逾期金额共计 34.57 亿元。公司债权投资和其他债权投资主要为威海银行的投资，2023 年底，公司其他债权投资主要为金融债 397.50 亿元、企业债 149.77 亿元、同业存单 26.32 亿元和其他 83.17 亿元；2023 年，债权投资和其他债权投资持有期间取得的投资收益分别为 13.37 亿元和 2.56 亿元。其他权益工具投资主要为非交易性的股权投资，其中对山东铁投投资 179.58 亿元、对山东航空集团有限公司投资 37.17 亿元、对上海港通一期投资合伙企业（有限合伙）投资 33.04 亿元、对烟台山高弘利投资中心（有限合伙）投资 24.54 亿元；2023 年投资收益合计 6.21 亿元。公司其他非流动金融资产以公允价值计量，其中对山东省港口集团有限公司、山东汇荣恒鑫投资合伙企业（有限合伙）、济南弘嘉投资合伙企业（有限合伙）和山东高速光控北京投资基金管理中心（有限合伙）投资的账面价值分别为 136.83 亿元、15.00 亿元、12.73 亿元和 11.48 亿元。公司长期应收款主要为融资租赁款 382.03 亿元、分期收款提供劳务 101.29 亿元和分期收款销售商品 34.91 亿元。公司长期股权投资主要包括济南瑞盛投资合伙企业（有限合伙）47.30 亿元、中泰证券股份有限公司 40.61 亿元、东兴证券股份有限公司 26.12 亿元、济南畅赢交通基础设施投资基金合伙企业（有限合伙）31.20 亿元、湖北联合交通投资开发有限公司 28.75 亿元、世纪互联数据中心有限公司 35.59 亿元等；2023 年权益法核算的长期股权投资取得投资收益 16.07 亿元。

公司固定资产主要为土地资产、房屋及建筑物、铁路资产等，土地资产包括高速公路、铁路、桥梁、构筑物及安全设施用地等，2023 年底土地资产账面价值 1195.15 亿元，截至 2023 年底公司固定资产累计折旧 928.79 亿元。公司在建工程主要为在建高速公路项目和其他自营项目。2022 年底，公司在建工程较上年底大幅下降，主要系 2022 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释第 15 号》（财会〔2021〕35 号）等新会计准则解释，公司将部分高速公路调整至无形资产。公司无形资产主要由路产收费权（3812.53 亿元）和政府作价出资的土地使用权（688.60 亿元）构成，2023 年底累计摊销 423.78 亿元。公司其他非流动资产主要包括预付长期资产款项 70.03 亿元（用于高速公路项目）、PPP 项目 115.66 亿元和工程待抵扣进项税 26.27 亿元。

截至 2023 年底，公司受限资产 2221.94 亿元，占总资产比重为 14.68%，多用于收费公路项目抵质押借款。其中，受限固定资产 178.22 亿元，主要系用于抵押、质押借款及融资租赁；受限无形资产 1298.44 亿元，主要系用于路产收费权质押贷款；受限货币资金 256.25 亿元，主要系法定存款准备金、财政性存款及保证金等；受限债权投资 237.89 亿元，主要系再贷款债券质押及卖出回购；受限其他非流动资产 88.63 亿元，用于抵押借款。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。

2 资本结构

（1）所有者权益

由于政府注资以及少数股东权益增加，公司所有者权益稳步增长；少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性较弱。

2021—2023 年底，公司所有者权益持续增长。公司实收资本保持稳定，随着政府注资以及划拨土地，公司资本公积持续增长；近年来公司持续发行永续债务产品调整资本结构，其他权益工具年均复合增长 20.19%。2021—2023 年底，公司少数股东权益在所有者权益中的占比均超过 40%，且持续上升，少数股东权益占比较高。2024 年 6 月底，公司所有者权益较上年底小幅增长，权益结构较上年底变化不大。

图表 11 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额（%）	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	459.00	15.67	459.00	13.63	459.00	11.90	459.00	11.47
其他权益工具	360.00	12.29	445.00	13.21	520.00	13.48	575.00	14.37
资本公积	634.83	21.68	713.12	21.17	824.81	21.38	817.05	20.42
未分配利润	132.76	4.53	144.22	4.28	133.98	3.47	151.35	3.78
归属于母公司所有者 权益合计	1649.82	56.34	1830.41	54.34	2006.89	52.01	2074.26	51.84
少数股东权益	1278.61	43.66	1538.14	45.66	1851.41	47.99	1927.14	48.16
所有者权益合计	2928.43	100.00	3368.55	100.00	3858.30	100.00	4001.40	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

（2）负债

为满足收费公路项目建设资金需求，公司债务规模持续扩张，长期债务占比较高，融资渠道以银行借款和债券融资为主，整体债务负担较重。

2021—2023 年底，由于高速公路建设项目持续投入、威海银行吸储规模增加等原因，公司负债规模持续增长，负债结构相对均衡。截至 2023 年底，公司经营性负债主要体现为应付工程款形成的应付账款以及威海银行开展业务形成的吸收存款及同业存放等。2023 年底，公司其他流动负债中短期应付债券 327.45 亿元；长期应付款（合计）中长期应付款 111.84 亿元，主要为融资租赁款和政府专项债等；其他非流动负债中信托计划、国开基金投资款等债务 12.40 亿元；本报告已将上述科目中的有息部分调整至债务计算。

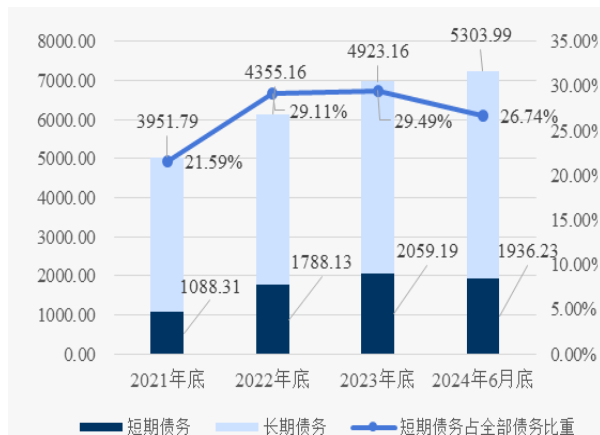
图表 12 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 6 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	4345.40	51.34	5313.99	53.91	6149.35	54.52	6149.40	52.62
短期借款	230.83	2.73	327.07	3.32	439.46	3.90	389.16	3.33
应付账款	689.33	8.14	779.90	7.91	893.91	7.93	903.27	7.73
其他应付款（合计）	296.19	3.50	207.85	2.11	271.63	2.41	324.61	2.78
一年内到期的非流动负债	239.33	2.83	391.63	3.97	627.87	5.57	522.48	4.47
其他流动负债	137.50	1.62	535.51	5.43	425.03	3.77	404.95	3.46
吸收存款及同业存放	2057.86	24.31	2311.70	23.45	2705.91	23.99	2839.13	24.29
非流动负债	4118.01	48.66	4542.93	46.09	5129.79	45.48	5538.09	47.38
长期借款	2910.61	34.39	3382.45	34.32	3881.58	34.41	4183.02	35.79
应付债券	931.01	11.00	774.85	7.86	875.68	7.76	977.68	8.37
长期应付款（合计）	99.30	1.17	156.52	1.59	115.19	1.02	138.99	1.19
负债总额	8463.41	100.00	9856.91	100.00	11279.14	100.00	11687.48	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

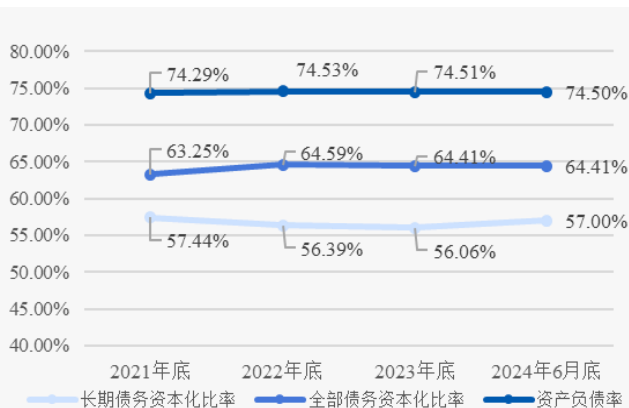
2021—2023 年底，为满足项目建设资金需求，公司债务规模持续增长。截至 2023 年底，公司全部债务 6982.35 亿元，其中短期债务占比上升至 29.49%。从融资渠道来看，2023 年底，公司全部债务中银行借款、债券融资分别约占 66%、22%，剩余为票据融资、拆入资金以及非标借款等。从融资成本来看，2024 年 1—7 月，公司发行多只中长期债券，票面利率均低于 3%。从债务指标来看，2021—2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率变化不大。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，2023 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.95%、69.21%和 61.98%。公司实际债务负担较重。

图表 13 • 公司债务结构（单位：亿元）



注：公司未提供 2024 年半年度其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息债务，本报告按 2023 年底口径进行调整
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 14 • 公司债务杠杆水平



注：公司未提供 2024 年半年度其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息债务，本报告按 2023 年底口径进行调整
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

3 盈利能力

公司营业总收入持续增长，期间费用对公司利润形成一定侵蚀，非经常性损益对公司利润影响大。

公司营业收入主要来自路桥收费、工程施工和商贸业务，2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，营业利润率变化不大。

从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额持续增长，管理费用和财务费用占比较高，期间费用率分别为 12.64%、11.99%和 12.16%，期间费用对公司利润形成一定侵蚀。

非经营性损益方面，公司信用减值损失规模较大，2023 年包括坏账损失 16.82 亿元、债权投资信用减值损失 11.04 亿元以及其他 32.40 亿元。2021—2023 年，公司投资收益波动增长，主要为持有权益投资和债权投资取得的收益；其他收益主要为公司获得的高速公路补贴、路桥补偿收入、政府扶持资金和各类奖励资金等政府补助；2023 年，公司投资收益及政府补助分别相当于利润总额的 43.16%和 7.57%。非经常性损益对公司利润影响大。

2024 年 1—6 月，公司实现营业总收入 1351.57 亿元，相当于 2023 年全年营业总收入的 51.96%；利润总额 95.95 亿元。

图表 15 • 公司投资收益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
权益法核算的长期股权投资收益	13.31	15.16	16.07
处置长期股权投资产生的投资收益	2.00	5.60	0.94
交易性金融资产持有期间的投资收益	11.05	7.92	4.22
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.29	0.15	-2.87
其他权益工具投资持有期间的投资收益	4.77	6.71	6.21
债权投资持有期间的投资收益	17.10	16.52	13.37
处置债权投资取得的投资收益	0.36	5.30	6.68
其他债权投资持有期间的投资收益	1.29	3.23	2.56
处置其他债权投资取得的投资收益	0.90	1.83	2.03
其他	3.27	14.98	21.93
合计	54.34	77.40	71.14

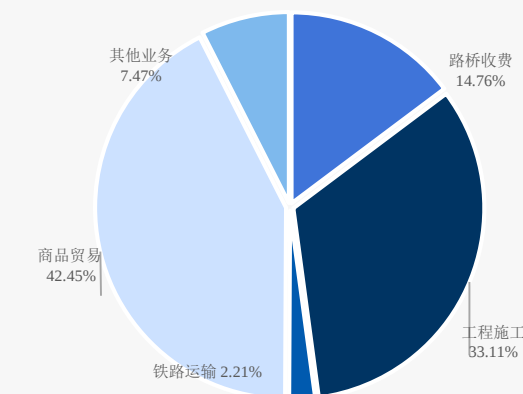
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 16 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
营业总收入	2008.36	2317.69	2601.18	1351.57
营业成本	1489.01	1745.22	1977.50	1058.90
费用总额	253.91	277.89	316.22	136.50
其中：销售费用	31.19	36.00	35.02	16.23
管理费用	63.06	67.73	75.06	28.20
研发费用	34.25	45.47	54.05	16.04
财务费用	125.42	128.69	152.09	76.03
信用减值损失	-54.21	-39.86	-60.25	-26.84
其他收益	27.70	10.20	12.48	7.00
投资收益	54.34	77.40	71.14	31.85
利润总额	152.44	154.76	164.82	95.95
营业利润率（%）	23.72	22.00	22.31	20.65
总资本收益率（%）	3.09	2.71	2.73	--
净资产收益率（%）	3.84	3.43	3.24	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 17 • 2023 年公司营业收入构成



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金持续净流入，经营获现能力较强；路桥项目建设投入及威海银行债权投资业务导致公司投资活动现金流大额净流出，对外融资对投资活动形成有力支撑；随着路桥项目建设的持续推进以及债务陆续到期，未来公司存在较大的融资需求。

图表 18 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	2464.55	2806.23	3203.81	2013.22
经营活动现金流出小计	2302.68	2631.91	3024.97	1922.02
经营活动现金流量净额	161.87	174.32	178.84	91.20
投资活动现金流入小计	1921.29	1994.21	1978.83	5980.61
投资活动现金流出小计	2993.34	2893.31	2999.89	6121.36
投资活动现金流量净额	-1072.05	-899.10	-1021.06	-140.75
筹资活动前现金流量净额	-910.18	-724.78	-842.21	-49.55
筹资活动现金流入小计	3610.91	3707.39	4791.41	2173.21
筹资活动现金流出小计	2862.63	2993.63	3989.46	1940.69
筹资活动现金流量净额	748.28	713.76	801.95	232.52
现金收入比（%）	84.60	87.26	87.84	79.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

经营活动现金流方面，2021—2023 年，公司经营活动现金流入量持续增长，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。公司经营活动现金流出主要为业务运营、往来款以及威海银行发放贷款、支付手续费等现金流出。2021—2023 年，公司经营活动现金流净额小幅增长。2021—2023 年，公司现金收入比整体维持在较高水平，收现质量较好。

投资活动现金流方面，2021—2023 年，公司投资活动现金流入量和流出量维持在较大规模，现金流入主要来自于威海银行债权投资业务，现金流出主要为威海银行债权投资业务支出和高速公路项目投资支出。2021—2023 年，公司投资活动现金持续大规模净流出。

公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口较大。公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、发行债券及对外借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。公司筹资活动可为投资活动提供重要支撑，融资能力强。

2024 年 1—6 月，公司经营和筹资活动现金保持净流入，投资活动现金净流出规模仍较大。

5 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标较强；融资渠道畅通。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	2021 年（底）	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年 6 月（底）
短期偿债能力指标				
流动比率（%）	47.77	44.66	45.42	45.57
速动比率（%）	43.28	41.18	42.17	42.26
现金短期债务比(倍)	0.76	0.45	0.42	0.40
长期偿债能力指标				
EBITDA（亿元）	489.45	493.46	563.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.30	12.45	12.40	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.28	2.43	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年底，公司流动比率、速动比率、现金短期债务比均呈小幅下降趋势。2024 年 6 月底，公司现金短期债务比为 0.40 倍。总体上看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续上升，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较好，长期偿债能力指标表现较强。

截至 2023 年底，公司对外担保余额为 103.89 亿元，担保比率为 2.69%。公司被担保方主要为国有企业，其中山东高速绿色技术发展有限公司为公司参股企业，公司或有负债风险低。

图表 20 • 截至 2023 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保类型	担保余额
山东高速绿色技术发展有限公司	信用	0.04
中国农业银行山东省分行	信用	10.00
水发集团有限公司	信用	28.44
山东铁路投资控股集团有限公司	信用	59.61
山东省港口集团潍坊港有限公司	信用	5.80
合计	--	103.89

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司未决诉讼主要涉及山东路桥等子公司，除与安居集团的恒大股权转让案外，其他诉讼涉案金额小。

截至 2024 年 3 月底，公司获得主要贷款银行授信额度合计 1.33 万亿元，尚未使用的授信额度为 0.73 万亿元，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。

6 公司本部财务分析

公司本部主要行使管理职能，债务负担适中，短期偿债能力指标弱。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 4490.93 亿元，以长期股权投资（占 36.54%）、固定资产（占 24.53%）和无形资产（占 12.03%）为主；所有者权益为 1859.00 亿元。截至 2023 年底，公司本部全部债务 1901.02 亿元，全部债务资本化比率 50.56%，公司本部债务负担适中。2023 年，公司本部实现营业总收入 154.46 亿元，利润总额 36.00 亿元。同期，公司本部投资收益为 67.94 亿元。截至 2024 年 6 月底，公司本部现金短期债务比为 0.16 倍，短期偿付能力指标弱。

十、ESG 分析

公司拥有较为完善的信息披露及内控管理体系，注重自身的可持续发展；但是公司在施工建设及日常运营中易遇到安全问题，安全生产方面需持续关注。整体来看，公司 ESG 表现较好，可持续发展能力较强。

环境方面，公司是山东省高速公路建设和运营主体，可能面临建设带来的环境问题。公司下辖多家上市公司披露了社会责任报告，明确在公路施工过程中重视生物多样性保护，将项目施工地选在远离湿地和野生动物栖息地位置，多措并举减少对当地原住民的影响。公司

重视防止噪音污染，采取新型减噪装置、更换声屏障等措施，降低道路噪音影响。同时，公司坚持绿色养护，进行道路预防性养护，减少养护过程中带来的环境问题。

社会责任方面，公司下设安全管理部，并制定了相应的规章制度。公司秉持多元、平等的招聘雇佣原则，制定科学的培养体系，持续提升员工综合素质。公司积极响应政府政策，助力乡村振兴，子公司山东高速 2022 年共投入 81 万元用于乡村振兴工作，并自 2022 年起向助老项目连续 4 年每年捐赠 100 万元。

治理方面，公司治理结构较为健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标，信息披露及时。

十一、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司是山东省最重要的交通建设和运营主体，在资金注入及资产划转、政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人为山东省国资委。近年来山东省经济平稳增长，财政实力非常强。2023 年，山东省实现地区生产总值 92068.7 亿元，完成一般公共预算收入 7464.7 亿元。公司实际控制人综合实力非常强。

山东省是全国交通大省之一，在全国综合交通运输体系中占据重要地位。公司是山东省最重要的交通建设和运营主体，省内路产收费里程占全省高速公路收费里程比重超 80%。公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持。

（1）资金注入及资产划转

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本的函》（（1998）鲁交财函 141 号），同意公司增加注册资本 3.20 亿元，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 0.80 亿元。

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 1.50 亿元；山东省人民政府划拨山东基建股份有限公司股本 20.97 亿元作为出资；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），同意将山东省路桥集团有限公司 70.00% 国有股权划转至公司，公司注册资本增至 29.59 亿元。

2007 年 11 月，公司将资本公积 34.04 亿元转增实收资本，增资后的注册资本和实收资本增加至 63.63 亿元。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 86.37 亿元，增资后的注册资本为 150.00 亿元。

2013 年 10 月，山东省人民政府下发《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政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 50.56 亿元。

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金的批复》（鲁国资产权字（2017）47 号），公司股东同意公司注册资本增至 233.38 亿元，其中山东省国资委出资 163.37 亿元，占注册资本 70%；山东国惠出资 46.68 亿元，占注册资本 20%；山东省社保基金出资 23.34 亿元，占注册资本 10%。

2021 年，公司收到山东省财政厅集中支付中心拨付的溢价投资款，增加公司资本公积 2.10 亿元。公司接收无偿划入山东泰东公路工程有限公司、莱芜德立交通设施有限公司、莱芜科苑公路绿化有限公司等国有企业股权，增加公司资本公积 1.56 亿元。

根据《山东省自然资源厅关于同意山东高速集团有限公司国有划拨土地使用权作价出资土地估价报告备案和土地资产处置方案的函》，2020 年—2023 年，公司分别取得 179 宗、50 宗、128 宗和 96 宗国有土地作为国家资本金出资，分别增加公司资本公积 52.97 亿元、40.64 亿元、80.88 亿元和 108.87 亿元。

（2）政府补助

2019—2023 年，公司分别获得各类政府补助 5.47 亿元、11.92 亿元、11.38 亿元、10.20 亿元和 12.48 亿元，计入“其他收益”中。政府补助包括高速公路补贴、路桥补偿收入、政府扶持资金和各类奖励资金。2021 年，公司因延长高速公路收费期限获益 16.32 亿元，计入“其他收益”。

十二、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司债务规模及结构影响小，本期债项发行后，公司长期偿债能力指标表现仍较强。

本期债项基础发行规模 0.00 亿元，发行规模上限为 25.00 亿元，按照发行规模上限计算（下同），分别相当于公司 2023 年底长期债务和全部债务的 0.51%和 0.36%。以 2023 年底财务数据为基础，考虑到公司已经发行的永续债和本期债项，若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，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 77.98%、69.28%和 62.09%，公司债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金部分用于偿还公司有息债务，本期债项发行后公司实际债务负担或将低于上述测算值。

公司 2023 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务（包括永续债）的保障情况详见下表。

图表 21 • 本期债项偿还能力测算

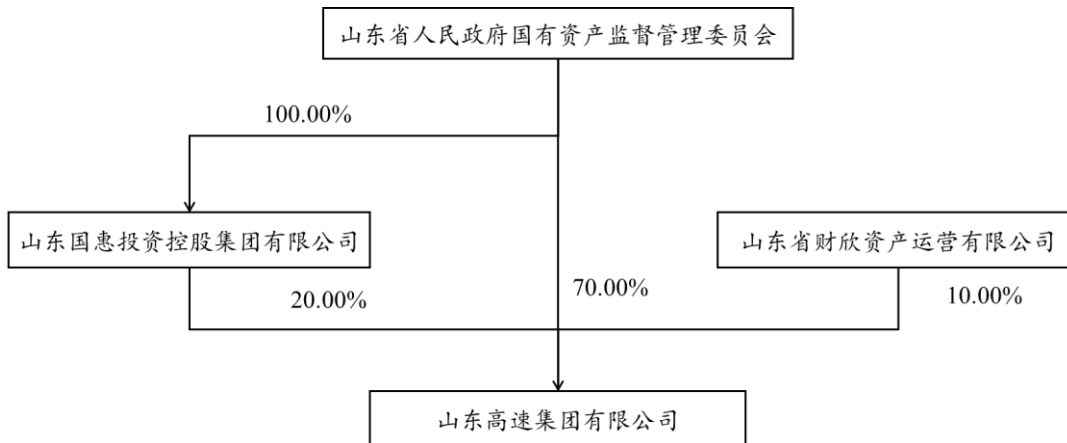
项目	2023 年（底）
发行后长期债务*（亿元）	5468.16
2023 年经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.59
2023 年经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.03
发行后长期债务/2023 年 EBITDA（倍）	9.71

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度和存续永续债计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

十三、评级结论

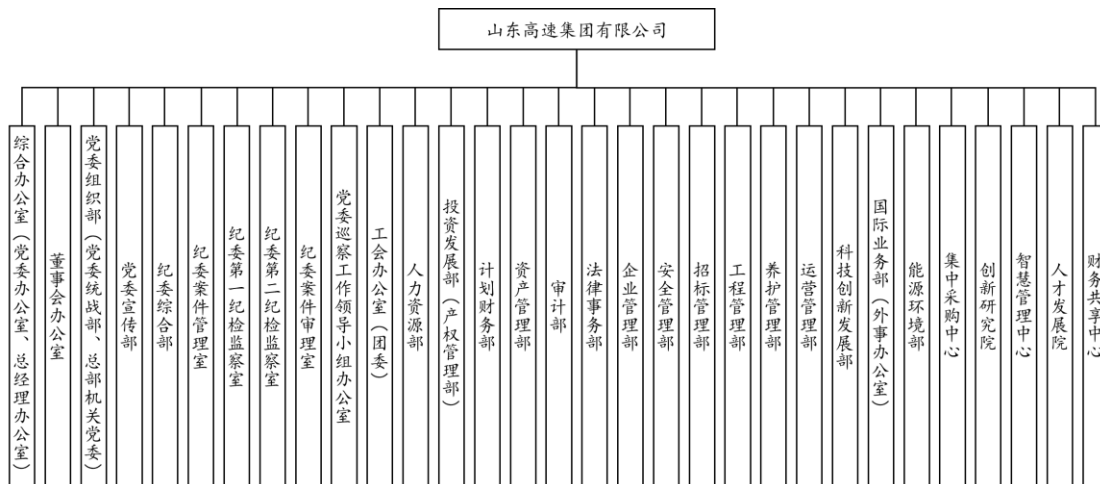
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 11 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-3 公司纳入合并范围的主要一级子公司情况（截至 2023 年底）

序号	企业名称	主要经营地	业务性质	享有表决权（%）
1	山东高速股份有限公司	济南市	道路运输业	70.48
2	山东高速路桥集团股份有限公司	济南市	土木工程建筑业	55.68
3	威海市商业银行股份有限公司	威海市	货币金融服务	47.16

注：公司对威海银行表决权不足半数，但公司为威海银行大股东，可以对其形成实质控制，故纳入合并范围
 资料来源：公司提供

附件 2-1 公司公路资产情况（截至 2024 年 3 月底）

序号	路段名称	公路级别	收费里程 (公里)	经营期限
1	京台高速路山东段	高速公路	380.84	德齐段（91.28 公里）2021-2046 年；齐济段（39.47 公里）、济泰段（60.61 公里）2022-2047 年；泰安-枣庄段（主线 189.483 公里）2021-2046 年
2	菏泽-关庄高速路	高速公路	61.55	2007 年-2032 年
3	青银高速齐河至夏津段	高速公路	87.60	2005 年-2030 年
4	青银北绕城（含济南黄河三桥）	高速公路	62.68	2008 年-2033 年
5	济莱高速	高速公路	76.30	2007 年-2034 年
6	潍坊-莱阳高速路	高速公路	140.64	1999 年-2024 年
7	济青高速	高速公路	318.30	1999 年-2044 年
8	威海-乳山高速路	高速公路	79.60	2007 年-2032 年
9	河南许昌高速	高速公路	39.50	2007 年-2036 年
10	泰安-曲阜一级公路	一级公路	64.10	1999 年-2025 年
11	胶州湾高速	高速公路	50.43	2011 年-2035 年
12	胶州湾大桥	高速公路	28.88	2011 年-2035 年
13	济南黄河二桥	高速公路	5.75	2002 年-2032 年
14	四川乐宜高速	高速公路	137.78	2014 年-2044 年
15	河南许亳高速	高速公路	117.66	2007 年-2037 年
16	烟台-海阳高速公路	高速公路	80.27	2012 年-2037 年
17	临沂-枣庄高速公路	高速公路	88.63	2012 年-2037 年
18	四川乐自高速	高速公路	113.20	2014 年-2044 年
19	云南锁蒙高速	高速公路	78.76	2013 年-2043 年
20	云南鸡石通建高速	高速公路	158.16	2004 年-2024 年
21	利津大桥	高速公路	3.17	2001 年-2029 年
22	湖南衡邵路	高速公路	138.61	2010 年-2040 年
23	湖北武荆路	高速公路	185.34	2010 年-2040 年
24	云南羊鸡高速	高速公路	17.78	2016 年-2046 年
25	云南机场高速	高速公路	14.89	2012 年-2042 年
26	鄄荷高速	高速公路	44.65	2015 年-2040 年
27	潍日高速滨海连接线	高速公路	34.20	2017 年-2042 年
28	济晋高速	高速公路	20.56	2005 年-2035 年
29	潍日高速	高速公路	152.21	2018 年-2043 年
30	龙青高速	高速公路	67.10	2018 年-2043 年
31	湖北武麻高速	高速公路	27.89	2013 年-2043 年
32	泰东高速	高速公路	75.24	2019 年-2044 年
33	湖北樊魏高速	高速公路	22.81	2005 年-2035 年
34	枣木高速	高速公路	24.55	2019 年-2044 年
35	高广高速	高速公路	54.40	2019 年-2044 年
36	烟威路（荣乌高速公路威海至烟台段）	高速公路	49.42	2023 年-2048 年
37	乐山绕城高速	高速公路	23.62	2019 年-2039 年
38	S26 莱泰高速莱芜西至泰安段	高速公路	44.27	1993 年—
39	S83 枣庄至木石高速公路	高速公路	27.92	1996 年—
40	S7201 东营港疏港高速公路	高速公路	60.17	1996 年—

序号	路段名称	公路级别	收费里程 (公里)	经营期限
41	S31 泰新高速泰安至化马湾段	高速公路	20.52	1997 年—
42	S1 济聊高速齐河至聊城段	高速公路	86.15	1997 年—
43	S32 菏泽至东明高速公路	高速公路	37.30	1999 年—
44	S31 泰新高速化马湾至新泰段	高速公路	45.67	1999 年—
45	G18 荣乌高速烟台绕城段	高速公路	41.56	1999 年—
46	G2001 济南绕城高速东线	高速公路	19.58	1999 年—
47	G1511 日兰高速日照到竹园段	高速公路	114.30	2000 年—
48	G15 沈海高速栖霞到莱西段	高速公路	73.71	2000 年—
49	S1 济聊高速聊城东至鲁冀界段	高速公路	65.73	2000 年—
50	G15 沈海高速烟台到栖霞段	高速公路	48.99	2001 年—
51	G1511 日兰高速曲阜到菏泽段	高速公路	148.34	日兰高速公路曲阜至巨野段（92.402 公里）、 日兰高速公路菏泽段（9.764 公里）2002-05- 29—；日兰巨荷改扩建段（46.173 公里）2021- 2046 年
52	G2001 济南绕城高速南线	高速公路	39.93	2002 年—
53	S29 滨莱高速高青至博山段	高速公路	42.03	2002 年—
54	S26 莱泰高速莱城区至莱芜西段	高速公路	14.80	2002 年—
55	G15 沈海高速两城至汾水段	高速公路	61.07	2003 年—
56	G1511 日兰高速竹园至曲阜段	高速公路	113.53	2003 年—
57	G18 荣乌高速烟台至新河段	高速公路	164.11	2003 年—
58	G25 长深高速滨州黄河大桥	高速公路	14.87	2004 年—
59	G25 长深高速大高至滨州段	高速公路	28.80	2005 年—
60	S24 威青高速乳山至即墨段	高速公路	93.33	2007 年—
61	G18 荣乌高速东营枢纽至邓王立交段	高速公路	67.10	2007 年-2027 年
62	G25 长深高速鲁冀界至大高段	高速公路	56.92	2007 年-2027 年
63	S24 威青高速即墨段	高速公路	44.95	2007 年-2027 年
64	G22 青兰高速青岛至莱芜段	高速公路	232.44	2007 年-2027 年
65	G18 荣乌高速新河至辛庄子段	高速公路	106.71	2008 年-2028 年
66	S7801 日照石白港区疏港高速	高速公路	13.63	2011 年-2026 年
67	S7401 烟台莱州港区疏港高速	高速公路	16.01	2011 年-2026 年
68	S7402 烟台西港区疏港高速	高速公路	12.80	2011 年-2026 年
69	S12 滨州至德州	高速公路	145.19	2011 年-2026 年
70	S14 高唐至邢台	高速公路	46.10	2012 年-2027 年
71	G25 长深高速青州至临沭段	高速公路	227.93	2013 年-2033 年
72	S33 济徐高速东平至济宁段	高速公路	36.66	2013 年-2033 年
73	S19 烟台龙口港疏港高速	高速公路	10.92	2013 年-2033 年
74	G0321 德商高速公路聊城至范县段	高速公路	68.94	2015 年-2030 年
75	G18 荣乌高速荣成至文登段	高速公路	40.40	2015 年-2030 年
76	G35 济广高速济南至菏泽段	高速公路	153.60	2007 年-2034 年
77	G18 荣乌高速东营至青州段	高速公路	88.80	2000 年-2025 年
78	G18 荣乌高速东营黄河大桥	高速公路	12.98	2005 年-2030 年
79	G2516 济南至东营高速公路	高速公路	162.41	2016 年-2031 年
80	S17 蓬莱至栖霞高速公路	高速公路	39.89	2017 年-2042 年
81	S7801 日照机场至沈海高速连接线高速公路	高速公路	2.58	2017 年-2042 年

序号	路段名称	公路级别	收费里程 (公里)	经营期限
82	S28 莘县至南乐（鲁豫界）高速公路	高速公路	18.27	2018 年-2043 年
83	G22 青兰高速聊城至东阿段高速公路	高速公路	86.55	2019 年-2044 年
84	S29 滨莱高速淄博西至莱芜段高速公路	高速公路	72.80	2020 年-2045 年
85	文登至莱阳高速公路	高速公路	133.56	2020 年-2045 年
86	董梁高速新泰至宁阳段	高速公路	60.18	2020 年-2045 年
87	董梁高速宁阳至梁山段	高速公路	109.77	2020 年-2045 年
88	岚山至罗庄高速公路	高速公路	104.50	2020 年-2045 年
89	济南绕城高速公路二环线东环段	高速公路	23.59	2020 年-2045 年
90	潍日高速公路潍坊连接线	高速公路	16.01	2020 年-2045 年
91	京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	高速公路	232.42	2020 年-2045 年
92	新台高速新泰至台儿庄马兰屯段	高速公路	130.92	2020 年-2045 年
93	青兰高速公路莱芜至泰安改扩建段	高速公路	59.86	2020 年-2045 年
94	董梁高速公路董家口至沈海高速段	高速公路	3.86	2021 年-2046 年
95	新台高速公路台儿庄马兰屯至鲁苏界段	高速公路	10.22	2021 年-2046 年
96	济南至高青高速公路	高速公路	93.31	2022 年-2047 年
97	济南至微山公路济宁新机场至枣荷高速段	高速公路	59.55	2022 年-2047 年
98	沾化至临淄公路	高速公路	107.58	2022 年-2047 年
99	潍坊至青岛公路主线	高速公路	83.16	2022 年-2047 年
100	潍坊至青岛公路连接线	高速公路	43.76	2022 年-2047 年
101	济潍高速	高速公路	161.86	2023 年-2048 年
102	济南绕城高速二环线西环段	高速公路	103.63	2023 年-2048 年
103	明董高速	高速公路	130.52	2023 年-2048 年
104	临临高速	高速公路	105.56	2023 年-2048 年
合计		--	8072.15	--

注：济莱高速、济南黄河二桥、河南许禹、河南许亳高速、泰安-曲阜一级公路、济青高速是按照特许经营协议条款所列示的经营期限（其中包含了建设施工时间），并非实际收费期限。公司将严格按照“国务院 2004 年第 417 号令”和“交公路〔2011〕283 号文”之规定，对上述高速公路的收费期限不超过 25 年；北莱路自 2023 年 11 月已停止收费
 资料来源：公司提供

附件 2-2 公司路产通行费收入情况（单位：亿元）

路段名称	2021 年通行费收入	2022 年通行费收入	2023 年通行费收入	2024 年 1-3 月 通行费收入
京台高速路山东段	18.98	27.69	36.88	8.02
潍坊-莱阳高速路	3.55	3.09	3.76	0.75
菏泽-关庄高速路	2.24	3.29	2.97	0.65
威海-乳山高速路	1.32	1.33	1.64	0.29
青银北绕城（含济南黄河三桥）	10.86	9.23	9.43	2.06
河南许亳高速	2.88	2.35	2.75	0.70
济青高速（含济南黄河二桥）	36.65	37.25	40.42	7.97
烟台-海阳高速公路	0.59	0.53	0.65	0.13
临沂-枣庄高速公路	2.40	2.69	2.87	0.58
济莱高速	4.61	3.96	5.03	1.13
河南许禹高速	1.42	1.10	1.32	0.31
胶州湾高速	3.02	2.77	3.76	0.91
胶州湾大桥	3.64	3.03	6.42	1.17
泰安-曲阜一级公路	0.24	0.20	0.23	0.04
四川乐自高速	4.04	3.50	3.76	0.88
四川乐宜高速	3.95	3.60	4.73	1.25
青银高速齐河至夏津段	4.31	4.61	4.72	0.97
云南锁蒙高速	1.73	1.48	1.71	0.43
云南鸡石通建高速	2.81	2.56	2.91	0.72
云南羊鸡高速	0.15	0.13	0.15	0.04
云南机场高速	2.23	1.65	2.31	0.58
北莱路	0.70	0.56	0.66	0
利津大桥	0.78	0.44	0.62	0.14
湖南衡邵路	2.51	2.48	2.90	0.93
湖北武荆路	10.19	9.67	11.06	2.74
鄂荷高速	2.59	2.76	3.33	0.71
潍日高速滨海连接线	0.54	0.51	0.63	0.12
济晋高速	1.97	1.81	1.54	0.31
龙青高速	0.54	0.52	0.64	0.11
潍日高速	4.66	3.98	4.81	0.82
湖北武麻高速	2.57	2.22	2.43	0.49
湖北樊魏高速	1.31	1.49	1.45	0.33
枣木高速	0.45	0.44	0.53	0.11
高广高速	2.87	2.82	3.33	0.48
烟威路（荣乌高速公路威海至烟台段）	--	--	0.01	0.24
济邹路	--	--	0.07	0.01
沪渝高速	--	--	3.29	0.86
乐山绕城高速	0.15	0.14	0.26	0.06
泰东高速	6.96	7.47	5.64	0.98
S1 济聊高速聊城东至鲁冀界段	2.77	2.57	3.00	0.62
S1 济聊高速齐河至聊城段	4.55	4.24	4.95	1.02
S12 滨州至德州	2.84	3.09	2.73	0.56
S19 烟台龙口港疏港高速	0.08	0.08	0.09	0.02
S24 威青高速即墨段	1.22	1.08	1.31	0.26
S14 高唐至邢台	1.20	1.08	1.19	0.25
S24 威青高速乳山至即墨段	2.09	1.82	2.25	0.45
S26 莱泰高速莱芜西至泰安段	0.65	0.53	0.63	0.13
S26 莱泰高速莱城区至莱芜西段	0.08	0.06	0.08	0.02
S29 滨莱高速高青至博山段	2.96	3.17	3.36	0.73
S31 泰新高速泰安至化马湾段	0.81	0.95	1.15	0.26
S31 泰新高速化马湾至新泰段	1.97	2.33	2.80	0.65
S32 菏泽至东明高速公路	1.99	0.85	0.90	0.18
S33 济徐高速东平至济宁段	2.08	1.66	0.81	0.16
S83 枣庄至木石高速公路	0.57	0.49	0.67	0.16
S7201 东营港疏港高速公路	1.04	0.98	0.90	0.20
S7401 烟台莱州港区疏港高速	0.0136	0.02	0.02	0.003
S7402 烟台西港区疏港高速	0.06	0.07	0.08	0.02
S7801 日照石臼港区疏港高速	0.08	0.06	0.05	0.005
G15 沈海高速烟台到栖霞段	1.24	1.15	1.32	0.28
G15 沈海高速栖霞到莱西段	2.29	2.18	2.42	0.51
G15 沈海高速两城至汾水段	5.26	4.90	5.39	0.51
G18 荣乌高速荣成至文登段	0.20	0.18	0.24	0.04
G18 荣乌高速烟台绕城段	1.99	1.74	2.21	0.48
G18 荣乌高速烟台至新河段（含 S21 新潍高速）	3.97	3.78	4.66	0.95
G18 荣乌高速新河至辛庄子段	5.02	4.44	5.75	0.77
G18 荣乌高速东营枢纽至邓王立交段	2.89	2.58	1.31	0.26
G18 荣乌高速东营至青州段	5.47	4.79	1.69	0.21

路段名称	2021 年通行费收入	2022 年通行费收入	2023 年通行费收入	2024 年 1-3 月 通行费收入
G22 青兰高速青岛至莱芜段	8.73	8.13	9.03	2.21
G25 长深高速青州至临沭段	20.76	18.07	14.53	3.38
G25 长深高速滨州黄河大桥	2.66	2.54	2.58	0.55
G25 长深高速大高至滨州段	2.88	2.59	2.25	0.48
G25 长深高速鲁冀界至大高段	5.85	5.26	4.58	0.98
G35 济广高速济南至菏泽段	12.85	11.23	5.95	1.22
G1511 日兰高速日照到竹园段	4.93	4.22	4.94	0.87
G1511 日兰高速竹园至曲阜段	6.18	5.53	6.34	1.35
G1511 日兰高速曲阜到菏泽段	5.31	4.47	5.28	1.11
G2001 济南绕城高速南线	2.24	1.83	1.60	0.34
G2001 济南绕城高速东线	1.19	0.93	1.10	0.23
G0321 德商高速公路聊城至范县段	4.87	4.33	5.28	1.17
G2516 济南至东营高速公路	2.48	2.21	2.19	0.49
G18 荣乌高速东营黄河大桥	3.15	2.12	1.05	0.25
S17 蓬莱至栖霞高速公路	0.25	0.21	0.32	0.05
S7801 日照机场至沈海高速连接线高速公路	0.03	0.02	0.02	0.004
S28 莘县至南乐（鲁豫界）高速公路	0.54	0.50	0.56	0.11
G22 青兰高速聊城至东阿段高速公路	2.52	3.40	2.57	0.50
S29 滨莱高速淄博西至莱芜段高速公路	5.00	4.69	6.99	1.56
文登至莱阳高速公路	1.27	1.35	2.40	0.29
董梁高速新泰至宁阳段	0.49	0.49	0.61	0.11
董梁高速宁阳至梁山段	1.29	1.17	1.58	0.32
岚山至罗庄高速公路	2.48	2.34	2.65	0.39
济南绕城高速公路二环线东环段	1.71	1.47	1.64	0.41
潍日高速公路潍坊连接线	0.20	0.18	0.27	0.07
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	18.06	17.69	28.87	7.40
新台高速新泰至台儿庄马兰屯段	1.05	1.57	1.57	0.31
青兰高速公路莱芜至泰安改扩建段	3.69	2.77	3.41	0.76
G1511 日兰高速巨野改扩建段	1.59	4.51	4.12	0.89
董沈高速	0.0002	0.01	0.02	0.01
新台高速公路台儿庄马兰屯至鲁苏界段	--	0.01	0.02	0.005
济南至高青高速公路	--	0.23	1.59	0.36
济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段	--	0.04	0.47	0.09
沾化至临淄公路	--	0.25	6.07	1.26
潍坊至青岛公路主线	--	0.01	1.23	0.29
潍坊至青岛公路连接线	--	0.001	0.22	0.07
济潍高速	--	0.0001	1.40	0.88
济南绕城高速二环线西环段	--	0.0001	1.62	0.55
明董高速	--	--	0.03	0.30
临临高速	--	--	0.004	0.13
合计	330.04	320.59	370.53	80.48

注：上述通行费明细表以公司收费站实收通行费金额为依据编制，未扣除增值税。同时，审计阶段受交通厅拆账完成情况影响，且须扣除部分高速公路对外托管费支出、抵消合并范围内公司间高速公路托管费收支等，导致上述明细表金额与利润表通行费收入总金额存在一定差异
 资料来源：公司提供

附件 2-3 公司路产车流量情况（单位：辆）

路段名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
京台高速路山东段	39040239	29904450	47741907	11515205
潍坊-莱阳高速路	5219319	3622709	4493360	1057910
菏泽-关庄高速路	2440344	1685154	2067326	638156
威海-乳山高速路	5994063	4339807	6569531	1299898
青银北绕城（含济南黄河三桥）	7707220	5429701	5763811	1454163
河南许亳高速	2883436	2927493	4752210	1427277
济青高速（含济南黄河二桥）	50422983	34297110	41679380	9554908
烟台-海阳高速公路	3509370	3523582	5498291	1074050
临沂-枣庄高速公路	5690220	3278991	4806976	1143743
济莱高速	13673663	11189330	18577022	4555563
河南许禹高速	1415664	1538858	3092368	882137
胶州湾高速	24581625	22480398	25770652	6601102
胶州湾大桥	12417771	14598308	20750628	4054803
泰安-曲阜一级公路	5834792	3041361	3746455	938967
四川乐自高速	4041489	5786239	6665502	1895651
四川乐宜高速	3949554	6186617	8076638	2384278
青银高速齐河至夏津段	2683460	2234877	2714930	624886
云南锁蒙高速	1725213	3619692	4105766	1123415
云南鸡石通建高速	2810925	9326540	11437849	3091557
云南羊鸡高速	153068	533609	621551	61958
云南机场高速	2233853	20432161	28469915	7654913
北莱路	8970878	6682663	6179532	-
利津大桥	6097236	874545	1226091	379675
湖南衡邵路	2511661	2641734	3371888	1035943
湖北武荆路	10186232	7149263	8732196	2157087
鄄荷高速	2575532	1833009	2394692	583857
潍日高速滨海连接线	1544486	1084919	1640189	281649
济晋高速	1969449	687155	751047	160401
龙青高速	949384	673724	1074912	248278
潍日高速	6417871	4136532	5220357	1196910
湖北武麻高速	2574961	917251	1037672	256582
湖北樊魏高速	1313511	242056	271825	108342
乐山绕城高速	145734	616418	877988	269948
泰东高速	5980338	4625301	5120915	1174619
烟威路（荣乌高速公路威海至烟台段）	7811718	3709236	31362	1045993
枣木高速	566763	453354	589457	137124
高广高速	1963346	2012678	4132140	452075
S1 济聊高速聊城东至鲁冀界段	2845594	2527483	2873139	624781
S1 济聊高速齐河至聊城段	10628489	8217231	10342761	2529643
S12 滨州至德州	6960725	5765630	7092077	1747798
S19 烟台龙口港疏港高速	750609	630217	971561	195375
S24 威青高速即墨段	1721260	1315434	1597254	367889
S14 高唐至邢台	1831208	1270520	1535931	380942
S24 威青高速乳山至即墨段	4146818	2912511	4330022	903987
S26 莱泰高速莱芜西至泰安段	3729229	2642083	3615764	891436
S26 莱泰高速莱城区至莱芜西段	639196	375218	560713	138382

S29 滨莱高速高青至博山段	3531665	2887362	3246878	791021
S31 泰新高速泰安至化马湾段	854906	562355	606306	150266
S31 泰新高速化马湾至新泰段	2378397	1932339	2345317	581686
S32 菏泽至东明高速公路	3982117	2374034	3440099	741510
S33 济徐高速东平至济宁段	1263571	994557	1405542	432282
S83 枣庄至木石高速公路	2539229	1734210	2437739	670697
S7201 东营港疏港高速公路	2755469	2624576	3088040	830310
S7401 烟台莱州港区疏港高速	119707	118308	136716	29026
S7402 烟台西港区疏港高速	1578390	1710973	2026750	413585
S7801 日照石臼港区疏港高速	448733	363402	388558	33404
G15 沈海高速烟台到栖霞段	8215777	6578995	9109188	2169039
G15 沈海高速栖霞到莱西段	3219383	2644764	3326119	791196
G15 沈海高速两城至汾水段	5083901	3954552	4850955	1133092
G18 荣乌高速荣成至文登段	818268	653426	1014278	197951
G18 荣乌高速烟台绕城段	8966889	7204515	9024332	2141252
G18 荣乌高速烟台至新河段（含 S21 新潍高速）	8526454	6580050	9730996	2220387
G18 荣乌高速新河至辛庄子段	3984267	2734747	4481363	650053
G18 荣乌高速东营枢纽至邓王立交段	3629344	1927119	1597252	419492
G18 荣乌高速东营至青州段	8383975	5291987	2185590	487242
G22 青兰高速青岛至莱芜段	8734755	7258828	9033812	2105928
G25 长深高速青州至临沭段	13753072	9659452	14159132	2893568
G25 长深高速滨州黄河大桥	190585	510015	720952	144707
G25 长深高速大高至滨州段	3351224	2215675	3044697	762709
G25 长深高速鲁冀界至大高段	2383938	1623155	2121088	487278
G35 济广高速济南至菏泽段	7746549	7236327	4479400	1019042
G1511 日兰高速日照到竹园段	8876846	6434361	8391252	1593122
G1511 日兰高速竹园至曲阜段	3423062	2434739	3344317	818435
G1511 日兰高速曲阜到菏泽段	10781614	6045504	8310002	1746786
G2001 济南绕城高速南线	6352548	4623712	5352293	1226302
G2001 济南绕城高速东线	16066988	11935617	17716522	4142785
G0321 德商高速公路聊城至范县段	6044192	4591908	5659078	1376198
G2516 济南至东营高速公路	3604261	2613166	3339004	803582
G18 荣乌高速东营黄河大桥	1298257	369365	468014	367859
S17 蓬莱至栖霞高速公路	1228227	936885	1688030	303930
S7801 日照机场至沈海高速连接线高速公路	1060187	890890	958928	212632
S28 莘县至南乐（鲁豫界）高速公路	358816	355198	318315	80378
G22 青兰高速聊城至东阿段高速公路	3403598	2609901	2696441	609280
S29 滨莱高速淄博西至莱芜段高速公路	10840510	7866664	11542966	2544854
文登至莱阳高速公路	2104982	1768405	2358180	503778
董梁高速新泰至宁阳段	754136	745194	931901	228043
董梁高速宁阳至梁山段	2130626	1573331	2202850	581609
岚山至罗庄高速公路	4477197	3458906	4171395	984946
济南绕城高速公路二环线东环段	3154112	2555042	3067939	729089
潍日高速公路潍坊连接线	1486087	1108035	1601623	423354
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）改扩建段	19101002	14140148	22551996	5559149
新台高速新泰至台儿庄马兰屯段	2946195	2222139	2983277	686415
青兰高速公路莱芜至泰安改扩建段	8594110	6248638	9153694	2200304

G1511 日兰高速巨荷改扩建段	899627	1737989	2309351	608680
董沈高速	9055	242380	384716	128802
新台高速公路台儿庄马兰屯至鲁苏界段	--	94822	231892	61668
济南至高青高速公路	--	325681	2452913	645736
济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段	--	79861	1114180	251629
沾化至临淄公路	--	65826	2383810	580132
潍坊至青岛公路主线	--	23346	2289634	600750
潍坊至青岛公路连接线	--	7960	642744	172744
济潍高速	--	1300	1736994	1164505
济南绕城高速二环线西环段	--	2003	1644897	389832
明董高速	--	--	20408	418962
临临高速	--	--	14001	205232

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；部分路段车流量数据缺失
 资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	830.28	798.12	868.27	782.26
应收账款（亿元）	158.07	245.18	307.89	371.69
其他应收款（亿元）	202.12	250.52	236.37	205.04
存货（亿元）	194.96	184.83	199.58	203.79
长期股权投资（亿元）	242.70	321.76	376.22	384.60
固定资产（亿元）	1804.49	1948.22	1978.05	1962.61
在建工程（亿元）	1650.02	174.91	90.44	75.34
资产总额（亿元）	11391.85	13225.46	15137.43	15688.88
实收资本（亿元）	459.00	459.00	459.00	459.00
少数股东权益（亿元）	1278.61	1538.14	1851.41	1927.14
所有者权益（亿元）	2928.43	3368.55	3858.30	4001.40
短期债务（亿元）	1088.31	1788.13	2059.19	1936.23
长期债务（亿元）	3951.79	4355.16	4923.16	5303.99
全部债务（亿元）	5040.10	6143.29	6982.35	7240.21
营业总收入（亿元）	2008.36	2317.69	2601.18	1351.57
营业成本（亿元）	1489.01	1745.22	1977.50	1058.90
其他收益（亿元）	27.70	10.20	12.48	7.00
利润总额（亿元）	152.44	154.76	164.82	95.95
EBITDA（亿元）	489.45	493.46	563.15	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1699.00	2022.44	2284.82	1073.30
经营活动现金流入小计（亿元）	2464.55	2806.23	3203.81	2013.22
经营活动现金流量净额（亿元）	161.87	174.32	178.84	91.20
投资活动现金流量净额（亿元）	-1072.05	-899.10	-1021.06	-140.75
筹资活动现金流量净额（亿元）	748.28	713.76	801.95	232.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.07	10.24	8.32	--
存货周转次数（次）	7.12	9.19	10.29	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.19	0.18	--
现金收入比（%）	84.60	87.26	87.84	79.41
营业利润率（%）	23.72	22.00	22.31	20.65
总资本收益率（%）	3.09	2.71	2.73	--
净资产收益率（%）	3.84	3.43	3.24	--
长期债务资本化比率（%）	57.44	56.39	56.06	57.00
全部债务资本化比率（%）	63.25	64.59	64.41	64.41
资产负债率（%）	74.29	74.53	74.51	74.50
流动比率（%）	47.77	44.66	45.42	45.57
速动比率（%）	43.28	41.18	42.17	42.26
经营现金流动负债比（%）	3.73	3.28	2.91	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.45	0.42	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.28	2.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.30	12.45	12.40	--

注：1. 公司 2024 年半年度财务报表未经审计；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；4. 公司未提供 2024 年半年度其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息债务，按 2023 年底口径进行调整

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	29.35	29.78	20.66	60.51
应收账款（亿元）	1.53	1.91	2.26	2.15
其他应收款（亿元）	326.48	472.85	568.22	606.27
存货（亿元）	1.14	0.63	0.18	0.17
长期股权投资（亿元）	1223.27	1445.98	1641.09	1696.82
固定资产（亿元）	1231.90	1166.58	1101.45	1070.80
在建工程（亿元）	7.52	9.22	8.95	9.19
资产总额（亿元）	3598.50	3981.27	4490.93	4571.78
实收资本（亿元）	459.00	459.00	459.00	459.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	1507.14	1658.89	1859.00	1920.25
短期债务（亿元）	163.86	289.49	445.21	370.23
长期债务（亿元）	1254.20	1308.69	1455.82	1602.82
全部债务（亿元）	1418.06	1598.17	1901.02	1973.04
营业总收入（亿元）	145.09	141.14	154.46	69.03
营业成本（亿元）	118.03	128.76	126.05	48.77
其他收益（亿元）	15.31	1.81	1.84	0.86
利润总额（亿元）	23.38	-4.79	36.00	16.11
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	148.56	129.36	158.85	68.84
经营活动现金流入小计（亿元）	378.02	237.61	287.68	112.01
经营活动现金流量净额（亿元）	207.69	12.17	49.15	21.86
投资活动现金流量净额（亿元）	-285.00	-274.46	-300.01	-19.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	70.50	262.67	241.75	37.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	80.08	82.01	74.01	--
存货周转次数（次）	76.24	145.61	313.75	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	102.39	91.65	102.84	99.72
营业利润率（%）	18.12	8.21	17.67	28.73
总资本收益率（%）	2.91	1.93	2.91	--
净资产收益率（%）	1.49	-0.30	1.94	--
长期债务资本化比率（%）	45.42	44.10	43.92	45.49
全部债务资本化比率（%）	48.48	49.07	50.56	50.68
资产负债率（%）	58.12	58.33	58.61	58.00
流动比率（%）	49.02	54.60	57.05	69.49
速动比率（%）	48.87	54.54	57.04	69.47
经营现金流动负债比（%）	28.05	1.30	4.44	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.10	0.05	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2024 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告未调整公司本部有息债务；3. 公司未提供本部资本化利息，EBITDA 及相关数据无法计算；4. 公司本部固定资产和在建工程均为合计数

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 评级展望设置及含义

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

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东高速集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。