

# 信用等级公告

联合〔2020〕2050号

联合资信评估有限公司通过对山东高速路桥集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“17 高速路桥 MTN001”和“18 高速路桥 MTN001”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告



# 山东高速路桥集团股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
山东高速路桥集团股份 有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
17 高速路桥 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
18 高速路桥 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

评级观点:

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）是山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）下属从事路桥施工及养护业务的企业，在路桥施工领域资质齐全，在山东省内行业地位突出。跟踪期内，公司经营规模扩大，收入和利润规模快速增长，盈利能力保持较强，公司项目储备保持充足，未来收入可持续性较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司项目资金支出压力较大、资金存在较大占用、经营性净现金流明显下降等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司若成功发行股份购买资产及募集配套资金，公司资本实力及对子公司山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）的控制力度将进一步增强。此外，公司作为山东高速集团下属主要负责路桥施工的子公司，未来随着项目的逐步推进，公司经营规模和盈利能力有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“17高速路桥MTN001”和“18高速路桥MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期兑 付日
17 高速路桥 MTN001	3.20 亿元	3.20 亿元	2022/09/27
18 高速路桥 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2021/10/22

注:1.含权中票所列到期兑付日按最近一次行权日计算;2.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 7 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表)	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

优势

1. 公司项目储备保持充足。公司作为山东高速集团主要负责路桥建设施工的子公司，行业地位突出且项目储备充足，2019 年新签合同金额为 293.08 亿元，截至 2019 年底，在手未完工合同金额为 220.10 亿元，未来收入可持续性较好。
2. 公司经营规模扩大，盈利能力保持较强。截至 2019 年底，公司资产总额和所有者权益分别同比增长 29.36%和 22.91%；2019 年公司实现营业收入和利润总额分别为 232.60 亿元和 10.70 亿元，分别较上年大幅增长 52.31%和 17.41%；公司仍保持较强的盈利能力。
3. 公司对子公司路桥集团控制力度及资本实力将进一步增强。公司若成功发行股份购买资产及募集配套资

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa <sup>+</sup>	评级结果		AA <sup>+</sup>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师:张婷婷 邱成

邮箱:lianhe@lhratings.com

电话:010-85679696

传真:010-85679228

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

网址:www.lhratings.com

金,公司资本实力及对子公司路桥集团控制力度将进一步增强。

关注

1. 公司项目建设存在较大的资金支出压力。截至 2019 年底,公司未完工工程施工项目较多,未来尚需投资 216.87 亿元,且投资类及 PPP 项目资金需求较大,公司存在较大的资金支出压力。
2. 公司资金存在较大占用。公司应收账款与长期应收款规模较大,截至 2020 年 3 月底合计为 74.30 亿元,且公司已完工未结算资产较多,对公司资金占用较大。
3. 公司经营活动净现金流明显下降。2019 年,由于公司项目集中开工,导致公司经营活动现金流净流入规模下降较多,且受新冠肺炎疫情影响,2020 年第一季度,公司经营活动现金流量呈现较大规模净流出。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.70	38.49	40.82	26.92
资产总额(亿元)	176.27	247.85	320.61	283.61
所有者权益(亿元)	40.65	67.13	82.52	79.33
短期债务(亿元)	20.27	47.50	38.66	46.94
长期债务(亿元)	25.25	24.32	46.90	50.50
全部债务(亿元)	45.52	71.82	85.55	97.43
营业收入(亿元)	123.85	152.72	232.60	39.68
利润总额(亿元)	7.71	9.11	10.70	1.80
EBITDA(亿元)	10.61	13.17	15.60	--
经营性净现金流(亿元)	2.32	8.74	0.48	-9.88
营业利润率(%)	12.38	10.42	9.03	9.21
净资产收益率(%)	14.21	10.20	9.93	--
资产负债率(%)	76.94	72.91	74.26	72.03
全部债务资本化比率(%)	52.82	51.69	50.90	55.12
流动比率(%)	133.48	120.07	118.10	120.02
经营现金流动负债比(%)	2.14	5.68	0.26	--
现金短期债务比(倍)	0.97	0.81	1.06	0.57
EBITDA 利息倍数(倍)	6.77	4.65	4.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	5.45	5.48	--
公司本部(母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	43.37	47.19	71.33	68.60
所有者权益(亿元)	34.84	35.57	38.78	38.71
全部债务(亿元)	8.20	11.20	16.51	18.85
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.02	0.01
利润总额(亿元)	6.35	1.33	4.33	-0.10
资产负债率(%)	19.66	24.61	45.63	43.56
全部债务资本化比率(%)	19.05	23.94	29.86	32.75
流动比率(%)	3614.50	3415.23	156.85	202.06
注: 经营现金流动负债比(%)	-2319.84	-122.59	67.20	--

注: 2020 年一季度未经审计

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 高速路桥 MTN001/ 18 高速路桥 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/06/11	兰迪、邱成、马晓驭	建筑与工程企业主体信用评级方法 (2018 年) 建筑与工程企业主体信用评级模型 (2016 年)	<a href="#">阅读全文</a>
18 高速路桥 MTN001	AA	AA	稳定	2018/9/19	闫蓉、朱煜	建筑与工程企业主体信用评级方法 (2018 年) 建筑与工程企业主体信用评级模型 (2016 年)	<a href="#">阅读全文</a>
17 高速路桥 MTN001	AA	AA	稳定	2017/9/19	闫蓉、朱煜	建筑与工程企业主体信用评级方法 (2017 年) 建筑与工程企业主体信用评级模型 (2016 年)	<a href="#">阅读全文</a>

注: 上述历史评级项的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 山东高速路桥集团股份有限公司

## 2020 年跟踪评级报告

### 一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构以及注册资本、实收资本均未发生变化，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 11.20 亿元，实收资本为 17.12 亿元。公司控股股东仍为山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”），实际控制人仍为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。截至 2020 年 3 月底，山东高速投资控股有限公司（以下简称“山东高速投资”）持有的公司股份已全部质押，除此之外，没有其他质押情况。

跟踪期内，公司业务仍主要以建筑业务为主。截至 2020 年 3 月底，公司本部设办公室、人力资源部、工程管理部、财务管理部、投资发展部、安全管理部、证券管理部和综合管理部共 8 个职能部门。公司合并范围内一级子公司共 11 家。截至 2019 年底，公司合并范围拥有在职员工 10394 人。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 320.61 亿元，所有者权益合计 82.52 亿元（其中少数股东权益 27.40 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 232.60 亿元，利润总额 10.70 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 283.61 亿元，所有者权益合计 79.33 亿元（其中少数股东权益 23.68 亿元）；2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 39.68 亿元，利润总额

1.80 亿元。

公司注册地址：山东省济南市经五路 330 号。法定代表人：周新波。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月底，联合资信所评“17 高速路桥 MTN001”尚需偿还债券余额 3.20 亿元，募集资金已全部用于偿还银行借款；联合资信所评“18 高速路桥 MTN001”尚需偿还债券余额 3.00 亿元，募集资金已全部用于偿还银行借款。跟踪期内，公司均按时足额支付“17 高速路桥 MTN001”和“18 高速路桥 MTN001”应付利息。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 高速路桥 MTN001	3.20	3.20	2017/09/27	5 年
18 高速路桥 MTN001	3.00	3.00	2018/10/22	3 年

资料来源：联合资信整理

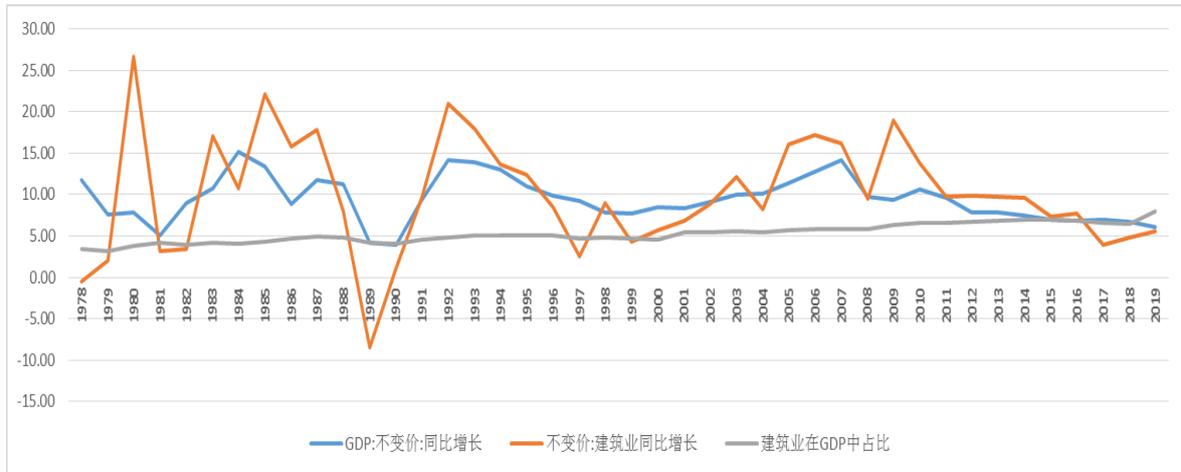
### 四、行业及区域经济环境

#### 1. 建筑行业分析

##### （1）建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 上游原材料供给及下游需求

2019年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的15%~18%，水泥占15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价

格正式步入上行通道，2019年全国水泥价格指数中枢较2018年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及2016年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019年，全国房地产开发投资132194亿元，同比增长9.9%，增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%，增速较2019年1—11月回落0.1个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长9.00%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达

2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

### （3）建筑行业竞争态势分析

2019年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，

园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间

影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3 2010—2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

#### (4) 建筑行业发展趋势

2019年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

#### 2. 公路建设行业

**2019年，我国公路建设投资规模较大且保持稳定增长，随着《交通强国建设纲要》政策的推出，公路运输在我国运输体系中仍占据主导地位，未来公路建设行业仍有较好的发展前景。**

近年来，我国公路总里程数不断上升。我国公路建设自2009年开始呈现出爆发式增长，2011年后交通固定资产投资增速持续放缓，逐渐趋向正常增长水平。根据交通运输部数据，截至2019年末，全国公路里程501.25万公里，较上年增加16.60万公里，其中高速公路车道里程66.94万公里，增加3.61万公里；国家高

速公路上里程10.86万公里，增加0.31万公里。

我国公路建设投资额不断增长。随着公路总里程和高等级公路里程的快速增长，我国路网结构进一步改善。交通固定资产投资作为拉动内需的重要手段，呈逐年增长趋势。根据《2019年交通运输行业发展统计公报》，全国全年完成公路建设投资2.19万亿元，较上年增长2.6%。其中，高速公路建设完成投资1.15万亿元，较上年增长15.4%；普通国道建设完成投资4,924亿元，较上年下降10.3%；农村公路建设完成投资4,663亿元，较上年下降6.5%。2019年，全国公路完成营业性客运量130.12亿人，比上年下降4.8%，完成旅客周转量8,857.08亿人公里，下降4.6%。完成营业性货运量343.55亿吨，增长4.2%，完成货物周转量59,636.39亿吨公里，增长0.4%。公路客运以及货物仍然是我国交通运输重要的组成部分，公路营运性客运量及旅客周转率有所下降，货运量仍有较快增长。随着国民经济的增长、汽车工业的不断进步和公路网络的建成，公路运输成为适应经济发展和人民生活需要的骨干运输方式，在运输体系中占主导地位。

从行业政策看，《交通强国建设纲要》作

为建设交通强国的顶层设计和系统谋划，对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，要求建设现代化高质量综合立体交通网络、构建便捷顺畅的城市（群）交通网、形成广覆盖的农村交通基础设施网以及构筑多层次、一体化的综合交通枢纽体系，明确了建设交通强国战略，我国交通基础设施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。

### 3. 区域经济

公司业务范围以山东省为核心。山东省的经济水平对公司发展影响较大。

**山东省经济平稳增长，产业结构进一步优化，为公司发展提供了良好的外部环境。**

2019年，山东省全年实现生产总值（GDP）71067.5亿元，按可比价格计算，比上年增长5.5%。其中，第一产业增加值5116.4亿元，增长1.1%；第二产业增加值28310.9亿元，增长2.6%；第三产业增加值37640.2亿元，增长8.7%。三次产业结构由上年的7.4：41.3：51.3调整为7.2：39.8：53.0。人均生产总值70653元，同比增长5.2%。

固定资产投资结构持续优化。2019年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年下降8.4%。三次产业投资构成为1.7：30.1：68.2，服务业投资比重比上年提高9.4个百分点。国有投资增长8.4%，占全部投资的24.5%。重点领域中，高新技术产业投资占工业投资的比重为38.7%，比上年提高4.9个百分点。基础设施投资增长3.9%，其中，交通运输仓储和邮政业投资增长32.8%，航空、道路和铁路运输业投资分别增长63.9%、40.5%和27.9%。

2019年，山东省公路通车里程达28.0万公里，比上年增加4683公里。其中，高速公路通车里程6447公里，增加389公里，开工建设5条，建成通车9条，实现“县县”通高速。根据山东省政府印发了《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035年）》，到

2022年和2035年，全省高速公路通车里程要分别达到8000公里和9000公里，实现对全省所有县（市、区）的全覆盖，形成“九纵五横一环七射多连”网络布局。总体看，未来山东省高速公司建设仍有较大的投资发展空间。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

**跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。公司作为山东高速集团下属从事路桥施工及养护业务的企业，在路桥施工领域资质齐全，在山东省内保持突出的行业地位。**

公司为深交所A股上市公司。跟踪期内，公司第一大股东仍为山东高速集团，实际控制人仍为山东省国资委。截至2020年3月底，山东高速集团直接持有公司60.66%的股权，通过高速投资间接持有公司2.74%的股权，此外齐鲁交通持有公司4.99%的股权。公司是山东高速集团下属从事路桥施工及养护业务的企业，在路桥施工领域资质齐全，在山东省内保持突出的行业地位。

### 2. 企业信用记录

**跟踪期内，公司债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。**

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：9137000012010586X8），截至2020年6月29日，公司已结清信贷中有27笔不良类和34笔关注类贷款，7笔不良/违约类银行承兑汇票，1笔不良/违约类信用证，1笔关注类贴现；公司未结清信贷中有45笔不良类贷款。根据公司2016年4月20日出具的说明函，以上信息为原借壳上市公司丹东化纤破产重组的遗留问题，上述债务已于破产重组时清算完毕，公司不承担清偿义务。

截至2019年底，公司共有3项重大诉讼、仲裁事项，涉案金额合计2.46亿元，公司子公司路桥集团分别于2014年和2016年起诉山东

博格达置业有限公司，涉案金额共计 0.35 亿元，且均已胜诉，目前在执行中，山东博格达置业有限公司已进入破产清算程序；路桥集团起诉广州大广高速公路有限公司未按照合同约定付款，要求其支付工程款、履约保证金、逾期付款违约金合计 2.11 亿元，目前在二审审理阶段。

截至 2020 年 6 月 26 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

**受山东高速集团统一战略部署影响，公司董事、监事和高级管理人员变动较大，但主要战略规划及管理制度延续，管理运作正常。**

受山东高速集团统一战略部署影响，2019 年以来，公司董事、监事和高级管理人员有如下变化：公司董事长艾贻忠、继任董事长周新波、总经理张保同、副总经理兼董事会秘书管士广、副总经理姜福强、总经济师王彦、总会计师王爱国以及 3 名董事和 1 名监事离任；公司选举王振江先生为董事长、林存友为总经理。

公司董事长王振江先生，1976 年 9 月出生，研究生学历。曾任中国山东高速金融集团有限公司执行董事、副总裁、党委委员，山东高速集团投资发展部（产权管理部）副部长（主持工作），山东高速集团办公室主任。

林存友先生，1969 年 10 月出生，博士研究生，工程技术应用研究员；历任中铁十四局集团四公司副总经理，中铁十四局集团沪昆客专湖南段项目经理，中铁十四局集团黔张常铁路项目经理，公司副总经理；2020 年 5 月起任公司董事、总经理。

除上述高管人员变动外，公司主要战略规划及管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**公司收入规模快速增长，但毛利率受材料成本和劳务费用增长的影响有所下降。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入规模同比有所下降。**

2019 年，公司营业收入为 232.60 亿元，较上年增长 52.31%。公司业务仍以建筑业务为主，2019 年，由于公司中标及开工项目较多，部分项目工期提前，导致项目收入大幅增长，公司建筑业务收入较上年增长 50.57%。

毛利率方面，2019 年，受材料成本和劳务费用上涨影响，公司建筑业务毛利率较上年小幅下降 1.78 个百分点。受建筑业务毛利率变动影响，公司整体毛利率较上年减少 1.39 个百分点。

从区域分布情况来看，2019 年，公司在华东地区业务收入规模仍然最大，华东地区收入较上年增长 57.60% 至 195.88 亿元，占公司建筑业收入的 87.41%。公司业务已逐步向安哥拉、阿尔及利亚、越南等海外市场扩张，2019 年公司在海外地区实现收入合计为 4.38 亿元，较上年下降 3.91%。

2020 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期下降 18.61%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司部分项目停工时间延长所致。公司整体毛利率为 9.48%，较上年同期增加 2.53 个百分点。公司净利润较上年同期增长 6.11%，主要系毛利率增长所致。

表 2 2018 - 2019 年及 2020 年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年一季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑业务	148.83	97.45	10.42	224.09	96.34	8.64	37.41	94.27	9.13
其他业务	3.89	2.54	20.30	8.52	3.66	26.04	2.27	5.73	15.20

合计	152.72	100.00	10.67	232.60	100.00	9.28	39.68	100.00	9.48
----	--------	--------	-------	--------	--------	------	-------	--------	------

资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

**2019年，公司建筑业务平稳发展，客户主要为山东高速集团及其子公司，在手订单量充足，收入可持续性较好；公司在建项目规模大，存在较大资金支出压力。**

公司建筑业务仍主要由子公司山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）负责，分为路桥工程施工及路桥养护施工。2019年，公司建筑业务中，路桥工程施工收入为212.87亿元，路桥养护施工为11.22亿元，仍以路桥工程施工为主。公司建筑业务模式仍主要通过公开招标方式获取。公司业务除传统的工程总承包模式外，还包括PPP、入股施工投资一体化项目和投资施工一体化等，其中公司PPP项目系公司作为社会资本方和其他各方出资组成项目公司，项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等，合作期满后项目移交给实施机构或政府指定机构，PPP项目期限较长，公司将控制的项目公司纳入合并范围，对合营项目公司的投入计入长期股权投资。

公司作为山东高速集团的主要负责路桥施工的子公司，在项目承接方面获得的支持力度较大，2019年，公司新签合同数量及合同金额均较上年有所增长。截至2019年底，公司在手合同剩余金额为220.10亿元。2020年一季度，公司新签合同金额为119.40亿元。

表3 公司建筑业务合同签订情况

（单位：个、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年一季度
当期新签合同数量	298	333	12
当期新签合同金额	248.82	293.08	119.40

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2019年，公司前五大客户集中度仍然较高，主要为山东高速集团及其子公司等，前五大客户中关联方销售额占公司年度销售额的46.96%，前五大客户销售金额占

公司年度销售额的76.12%，客户集中度较高，对关联方有一定依赖。

在建项目方面，截至2019年底，公司在建项目共80个，公司在建项目合计投资额达352.36亿元，尚需投资216.87亿元，其中，投资施工一体化项目总投资155.93亿元，采用施工总承包模式项目总投资106.84亿，PPP项目总投资44.60亿元。公司未来资金支出压力较大。

## 3. 经营效率

**跟踪期内，公司主要经营效率指标较上年均小幅有所上升，整体经营效率尚可。**

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为4.12次、2.45次和0.82次，较上年均小幅有所上升，公司经营效率尚可。

## 4. 重大事项

**若未来公司成功发行股份购买资产及募集配套资金，公司对路桥集团的控制力度及公司的资本实力将得到增强。**

公司拟以发行股份方式购买山东铁路发展基金有限公司（以下简称“铁发基金”）、光大金瓯资产管理有限公司（以下简称“光大金瓯”）合计持有的子公司路桥集团17.11%股权，拟向特定对象非公开发行，发行对象为铁发基金以及光大金瓯。经公司与铁发基金、光大金瓯协商，确定路桥集团17.11%股权的交易价格为10.75亿元。本次交易完成后，公司将持有路桥集团100%的股权。

同时，公司拟向包括山东高速集团、山东高速投资在内的不超过35名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过10.00亿元。其中，山东高速集团认购募集配套资金金额不超过2.00亿元，山东高速投资认购募集配套资金金额为3.00

亿元。本次拟募集配套资金在扣除中介机构费用及其他相关费用后，拟将 4.50 亿元用于兴山县古夫绕城、昭君绕城及 S287 百果园至水月寺公路改建工程 PPP 项目，2.50 亿元用于高密市城建工程 PPP 项目，3.00 亿元补充路桥集团流动资金。目前上述事项已经山东省国资委批复，尚需经公司股东大会审议及中国证券监督管理委员会核准。

#### 5. 未来发展

**2020 年，公司将进一步扩大路桥工程和养护两大优势业务市场占有率，并向市政工程施工业务拓展，同时培育相关配套辅业，以增强公司可持续发展能力。**

2020 年作为“十三五”的收官之年，公司首先将进一步扩大路桥工程、养护业务市场和竞争优势，铁路工程、港航工程同属大交通基建领域，利用资源优势优先拓展；其次，重点发展在城市升级改造中潜力大的综合管廊、海绵城市、城市轨道交通等市政工程业务，以及与交通、市政工程相配套的设计咨询业务；再次，城市升级中的旧城改造、保障房建设、节能环保业务，以及服务于施工、养护的工程机械、建材等业务，作为培育业务进行布局。配合“投资带动建设”模式，围绕主业及上下游产业链，发展股权投资等业务，增强可持续发展能力。

## 八、财务分析

公司提供的 2019 年度审计报告已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定，编制财务报表。

合并范围方面，2019 年，公司纳入合并范围的一级子公司较年初增加 2 家；2020 年 1—3 月，公司合并范围内的一级子公司未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围内一级子公司共 11 家。公司新增纳入合并范围子公司整体规模不大，财务数据可比性较强。

### 1. 资产质量

**公司资产结构仍以流动资产为主，货币资金储备较多，但应收类款项及存货规模较大，对公司资金占用较大。公司整体资产质量尚可。**

截至 2019 年底，公司合并资产总额较上年底增长 29.36%，公司资产结构以流动资产为主。

表 4 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	金额	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.45	14.71	34.44	10.74	23.36	8.24
应收账款	48.84	19.70	55.80	17.40	52.92	18.66
存货	74.61	30.10	97.53	30.42	67.88	23.93
<b>流动资产</b>	<b>184.73</b>	<b>74.53</b>	<b>218.36</b>	<b>68.11</b>	<b>177.17</b>	<b>62.47</b>
债权投资	--	--	29.13	9.09	31.09	10.96
其他非流动金融资产	--	--	16.86	5.26	16.86	5.95
长期应收款	10.86	4.38	18.39	5.74	21.38	7.54
长期股权投资	2.74	1.11	14.16	4.42	14.02	4.94
其他非流动资产	28.30	11.42	10.63	3.32	9.22	3.25

非流动资产	63.12	25.47	102.25	31.89	106.43	37.53
资产总额	247.85	100.00	320.61	100.00	283.61	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度整理

截至 2019 年底，公司流动资产较上年底增长 18.20%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至 2019 年底，公司货币资金较上年底下降 5.53%，主要系公司项目建设支出资金较多所致。公司货币资金主要由银行存款（占 91.97%）构成。公司应收账款较上年底增长 14.26%，主要系当期回款情况有所下降所致；应收账款账龄 1 年以内(含)的占比为 54.72%，3 年以上的占 22.91%，应收账款账龄较长；应收账款累计计提坏账 3.67 亿元，计提比例为 6.17%；应收账款前五大欠款方合计金额占比为 38.38%，欠款方主要为山东高速集团体系内企业及地方国企，回收风险不大，但对公司资金有较大占用。公司存货较上年底增长 30.72%，主要系施工项目持续投入所致；存货主要由建造合同形成的已完工未结算资产（占 85.39%）构成，累计计提跌价准备 0.51 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产较上年底增长 62.00%，主要由债权投资、其他非流动金融资产、长期应收款、长期股权投资和其他非流动资产构成。

2019 年，公司执行新金融会计准则，对原有科目重分类，新增债权投资及其他非流动金融资产等科目。截至 2019 年底，公司新增债权投资，主要为入股施工一体化项目。新增其他非流动金融资产，系公司通过设立的信托、资产管理计划及基金对施工项目公司的投资形成。公司长期应收款较上年底增长 69.43%，主要系并表的 PPP 项目产生的应收款项。公司长期股权投资较上年底增长 416.08%，主要系公司分别对济南睿信富盈投资合伙企业（有限合伙）及济南鲁桥智通投资合伙企业（有限合伙）投资 5.00 亿元所致。公司其他非流动资产

10.63 亿元，较上年底下降 62.44%，主要系因执行新金融会计准则，重分类至债权投资所致。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产规模为 9.63 亿元，其中货币资金 2.71 亿元、在建工程 0.58 亿元和长期应收款 6.35 亿元，受限比例为 3.00%。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 11.54%，主要系公司支付的应付工程款项较多及部分项目结算所致。

## 2. 资本结构

**2019 年，公司所有者权益快速增长，但未分配利润及少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。**

截至 2019 年末，公司所有者权益为 82.52 亿元，较上年底增长 22.91%，主要系未分配利润累积及子公司发行永续类债权产品所致。归属于母公司所有者权益占比为 66.79%，少数股东权益占比为 33.21%。归属于母公司所有者权益中，实收资本和未分配利润分别占 31.06% 和 60.52%。所有者权益中，少数股东权益及未分配利润占比较大，权益稳定性一般。截至 2019 年底，公司资本公积 -0.30 亿元，较上年底减少 4.02 亿元，主要系公司受让山东高速集团持有的山东高速齐鲁建设集团有限公司全部股权，属同一控制下合并所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 79.33 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

**公司债务规模增长，短期债务占比较高，公司整体债务负担尚可，未来面临一定的集中偿付压力。**

截至 2019 年底，公司负债总额较上年底增长 31.75%，以流动负债为主。

表5 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
----	--------	--------	------------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.00	9.96	22.11	9.29	28.49	13.95
应付账款	65.14	36.05	90.27	37.91	63.69	31.18
预收款项	24.55	13.59	34.50	14.49	0.00	0.00
其他应付款	7.74	4.28	9.48	3.98	7.36	3.60
合同负债	--	--	--	--	14.95	7.32
其他流动负债	6.40	3.54	12.44	5.22	12.21	5.97
<b>流动负债</b>	<b>153.85</b>	<b>85.13</b>	<b>184.90</b>	<b>77.66</b>	<b>147.62</b>	<b>72.26</b>
长期借款	13.12	7.26	30.70	12.89	34.30	16.79
应付债券	11.20	6.20	16.20	6.80	16.20	7.93
<b>非流动负债</b>	<b>26.86</b>	<b>14.87</b>	<b>53.20</b>	<b>22.34</b>	<b>56.66</b>	<b>27.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>180.72</b>	<b>100.00</b>	<b>238.10</b>	<b>100.00</b>	<b>204.28</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告和2020年一季度财务数据整理

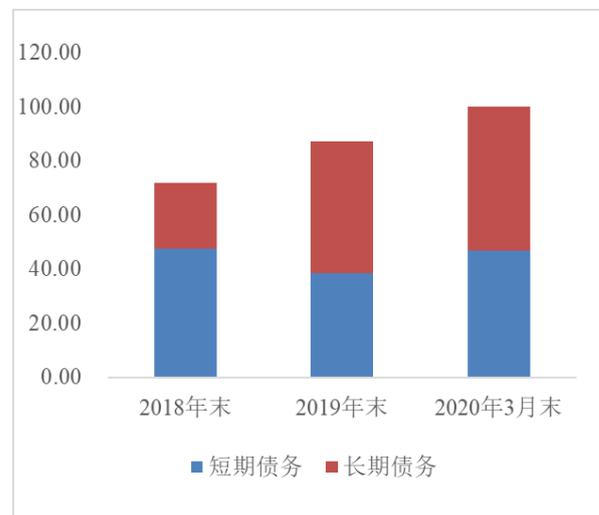
截至 2019 年底，公司流动负债较上年底增长 20.18%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、预收款项和其他流动负债构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 22.11 亿元，较上年底增长 22.83%；短期借款主要由保证借款（占 38.85%）和信用借款（占 58.89%）构成。公司应付账款较上年底增长 38.57%，主要系随着公司施工项目扩大，工程采购款随之增长所致。公司预收款项较上年底增长 40.52%，公司项目收到的业务方预付工程款较多。公司其他应付款较上年底增长 22.48%，主要系施工项目的押金及保证金增长所致。其他流动负债 12.44 亿元，较上年底增长 94.35%，主要系公司获得山东高速集团贷款 3.01 亿元所致，系带息借款，已于 2020 年 2 月偿还。

截至 2019 年底，公司非流动负债较上年底增长 98.03%，主要由长期借款和应付债券构成。

截至 2019 年底，公司长期借款较上年底增长 133.92%，主要系公司施工项目规模扩大，长期资金需求上升所致；长期借款主要由质押借款（占 16.39%）和信用借款（占 76.87%）构成。公司应付债券较上年底增长 44.64%，系公司于 2019 年 11 月发行的“19 山路 01”，募集资金 5.00 亿元。

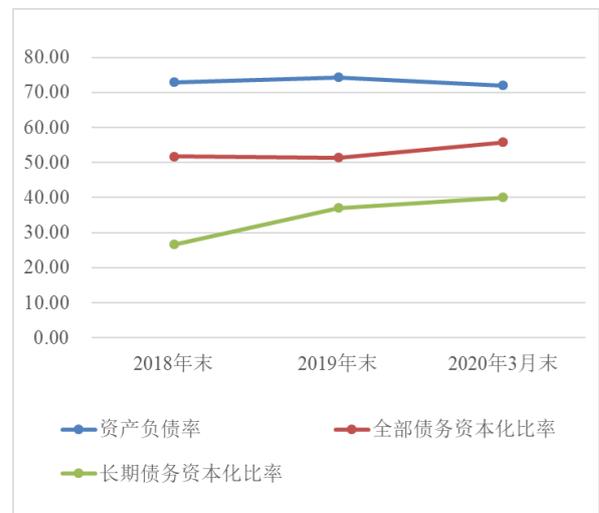
图 4 公司长短期债务情况（单位：亿元）



注：上图中债务未考虑永续类债权产品

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

图 5 公司负债及债务指标分析（单位：%）



注：上图中债务未考虑永续类债权产品

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

考虑到其他流动负债和长期应付款中的有息债务，截至2019年底，公司调整后全部债务87.21亿元，较上年底增长21.22%。其中，长期债务占55.67%，占比较上年底有所上升。跟踪期内，公司资产负债率小幅上升至74.26%；调整后全部债务资本化比率为51.38%，较上年底略有下降；调整后长期债务资本化比率为37.04%，较上年底的26.69%大幅上升。考虑到权益中的永续中票，公司实际债务规模和负担高于上述测算值。从有息债务期限分布来看，2020—2022年，公司分别需偿还有息债务38.66亿元、3.00亿元和29.59亿元，公司2020年存在一定集中兑付压力。

截至2020年3月底，公司负债总额较上年底下降14.20%，主要系支付采购款及预收的工程款减少所致。公司负债仍以流动负债为主，较上年底变化不大。截至2020年3月底，公司调整后全部债务较上年底增长14.47%至99.82亿元。其中，短期债务较上年底增长

21.42%，长期债务较上年底增长8.93%。截至2020年3月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较上年底分别减少2.24个百分点、增加4.34个百分点和增加2.96个百分点，分别为72.03%、55.72%和40.00%。考虑到权益中的永续中票，公司实际债务规模和负担高于上述测算值。整体看，公司债务负担尚可。

### 3. 盈利能力

2019年，公司收入及利润总额均较上年大幅增长，费用控制能力强，与同行业上市公司相比，公司整体盈利能力较强。2020年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入规模有所下滑。

2019年，由于公司中标及开工项目较多，部分项目工期提前，公司完成项目收入大幅增长，带动公司利润总额及净利润分别较上年增长17.41%和19.64%。

表6 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	增长率/增减百分点	2020年1—3月
营业收入	152.72	232.60	52.31	39.68
营业成本	136.42	211.03	54.69	35.92
费用总额	6.92	9.80	41.73	2.01
其中：管理费用	4.26	5.23	22.66	1.19
研发费用	1.46	3.35	129.80	0.28
财务费用	1.19	1.22	2.14	0.53
资产减值损失	0.10	-0.51	--	0.00
信用减值损失	--	-0.52	--	0.06
投资收益	0.03	0.35	1,199.91	0.04
利润总额	9.11	10.70	17.41	1.80
净利润	6.85	8.19	19.64	1.33
营业利润率	10.42	9.03	-1.39	--
总资本收益率	8.57	5.36	-1.13	--
净资产收益率	12.71	10.95	-1.76	--
费用收入比	4.53	4.21	-0.31	5.06

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2019年，公司资产减值损失为0.51亿元，主要系存货计提跌价准备。公司新增信用减值损失0.52亿元，主要为应收账款计提的坏账准

备。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额较上年增长41.73%，主要系管理费用和研发

费用增长所致。从构成看，公司管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 53.35%、34.22% 和 12.43%，以管理费用为主。2019 年，公司费用收入比为 4.21%，较上年下降 0.31 个百分点，公司费用控制能力强。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别较上年下降 1.39 个百分点、1.13 个百分点和 1.76 个百分点。与同行业上市公司相比，公司盈利指标整体处于中上游，盈利能力较强。

表 7 同行业上市公司 2019 年盈利能力指标比较  
(单位: %)

公司简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
中国交建	9.41	3.08	12.76
四川路桥	11.50	4.36	10.97
成都路桥	1.59	1.85	4.24
北新路桥	2.83	1.52	10.00
龙建股份	13.20	3.23	8.96
<b>山东路桥</b>	<b>11.79</b>	<b>4.20</b>	<b>9.28</b>

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为保证数据可比性，本表数据统一采用 Wind 数据  
资料来源：Wind，联合资信整理

2020 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期下降 18.61%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司部分项目停工时间延长所致；公司净利润较上年同期增长 6.11%，主要系当期毛利率较上年同期增加 2.53 个百分点所致。

#### 4. 现金流分析

2019 年，公司由于项目集中开工，经营活动现金流净流入规模下降较多，且受新冠肺炎疫情影响，经营活动现金流在 2020 年第一季度呈现较大规模净流出，公司投资活动现金流呈大规模流出状态，且考虑到公司建筑施工项目资金需求较大，公司对外部融资依赖程度仍然较高。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 225.47 亿元，较上年增长 16.04%，主要系公司项目集中开工，收到较多业主支付的项目进度款所致。经营活动现金流出 224.99

亿元，较上年增长 21.25%，主要由于公司项目集中开工，工程采购等支出增加所致。2019 年，公司经营活动现金流仍为净流入，但较上年下降 94.53%。公司现金收入比为 82.91%，较上年下降 28.20 个百分点，主要系公司通过票据收款增长，且工程计量延缓所致，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入规模不大；投资活动现金流出 33.44 亿元，较上年增长 40.20%，主要系公司对济南睿信富盈投资合伙企业（有限合伙）及济南鲁桥智通投资合伙企业（有限合伙）投资支出所致。2019 年，公司投资活动现金流仍为净流出，净流出规模较上年增长 49.95%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 78.69 亿元，较上年增长 35.97%，主要系公司取得银行借款较多所致。筹资活动现金流出 45.94 亿元，较上年增长 41.18%，主要系偿还债务较多所致。公司筹资活动现金流仍为净流入，较上年增长 29.28%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动及投资活动现金流均为净流出，筹资活动净流入规模较小，现金及现金等价物有较大规模的减少。

#### 5. 偿债能力

**公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强。考虑到公司间接融资渠道畅通、项目储备充足及在山东省内突出的行业地位，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均小幅有所下滑，分别为 118.10% 和 65.35%；公司现金短期债务比较上年底小幅上升，为 1.06 倍。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 120.02% 和 111.67%，其中速动比率增长较多，主要系公司将存货中的部分项目投入计入合同资产所致；公司现金短期债务比明显下降，为 0.57 倍。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为15.60亿元，较上年增长18.43%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占6.76%）、计入财务费用的利息支出（占21.27%）、利润总额（占68.57%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数为4.70倍，较上年略有上升；全部债务/EBITDA为5.59倍，较上年略有上升。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2019年底，公司及子公司获得银行授信额度合计325.03亿元，未使用的授信额度193.18亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司无对外担保事项。

总体看，考虑到公司间接融资渠道畅通、项目储备充足，以及公司作为山东高速集团下属主要负责路桥施工的子公司，在山东省内行业地位突出，公司整体偿债能力很强。

#### 6. 母公司财务概况

公司收入主要来源于子公司路桥集团，公司对路桥集团管控力度强。母公司所有者权益稳定性较强，收入规模较小，利润主要依靠投资收益，母公司债务负担轻。

公司主营业务经营主体为路桥集团，路桥集团系借壳上市的核心子公司，母公司对子公司管控力度强。

截至2019年底，母公司资产总额71.33亿元，较上年增长51.15%，主要系公司与路桥集团往来款增长及货币资金增长所致。其中，流动资产占35.95%，非流动资产占64.05%，以非流动资产为主。从构成看，流动资产主要由货币资金（占18.05%）和其他应收款（占81.91%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占92.80%）构成。截至2019年底，母公司货币资金为4.63亿元。

截至2019年底，母公司负债总额32.55亿元，较上年增长180.26%。其中，流动负债占50.23%，非流动负债占49.77%。从构成看，流动负债主要由应付账款（占83.27%）和

其他应付款（占14.77%）构成，非流动负债全部为应付债券。截至2019年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为45.63%和29.86%，分别较上年底增加21.02个百分点和5.92个百分点。母公司债务负担轻。

截至2019年底，母公司所有者权益为38.78亿元，较上年增长9.01%，主要系未分配利润累积所致。其中，实收资本占28.89%、资本公积占49.98%、未分配利润占17.78%、盈余公积占3.35%，所有者权益稳定性尚可。

2019年，母公司营业收入为0.02亿元，净利润为4.33亿元，主要为投资收益。

截至2020年3月底，母公司资产总额68.60亿元，所有者权益为38.71亿元。2020年1—3月，母公司营业收入0.01亿元，净利润-0.10亿元。

#### 九、存续期内债券偿债能力分析

截至2020年6月27日，公司存续债券余额21.20亿元，无一年内到期的应付债券。公司经营现金流流入量规模大，对未来待偿债券本金峰值的保障能力强。

截至2020年6月27日，公司存续债券余额21.20亿元，无一年内到期的应付债券。假设“19山路01”和“20山路01”投资人均在第一个行权日选择全额赎回债券本金，则公司将于2022年达到存续债券待偿本金峰值，为13.20亿元。2019年，公司经营现金流流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为225.47亿元、0.48亿元和15.60亿元，对公司存续债券保障情况见下表。总体看，公司经营现金流流入规模大，对未来待偿债券本金峰值的保障能力强。

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年6月27日
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	13.20
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	--

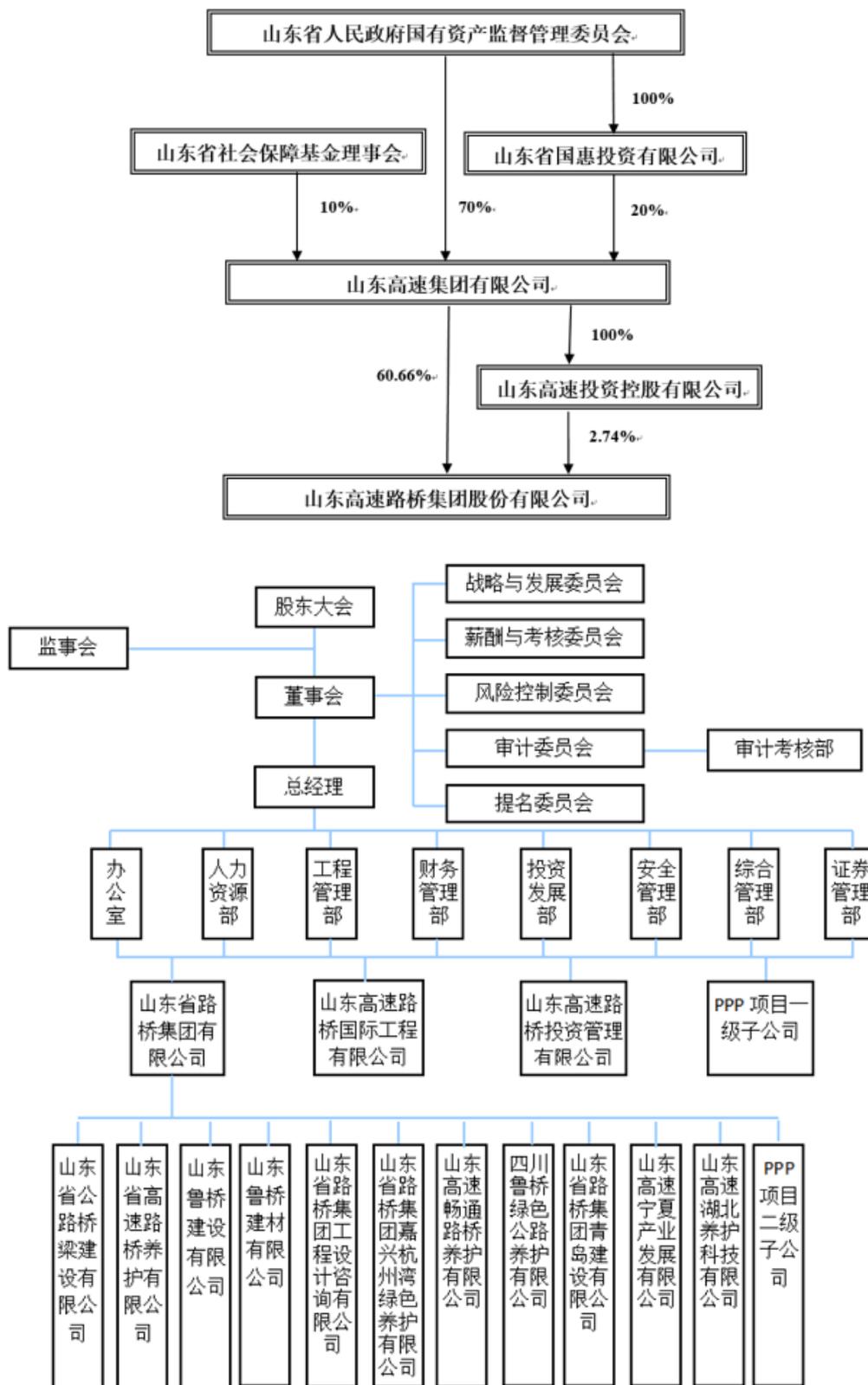
剔除受限后的现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	17.08
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.18

资料来源：公司年报及wind资讯

## 十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“17高速路桥MTN001”和“18高速路桥MTN001”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



## 附件 2 截至 2020 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司全称	业务性质	持股比例	
		直接 (%)	间接 (%)
山东省路桥集团有限公司	施工	82.89	--
山东高速路桥国际工程有限公司	施工	66.67	--
山东高速路桥投资管理有限公司	商务服务	100.00	--
四川鲁桥乐夹大道建设管理有限公司	建设项目管理	90.00	10.00
四川鲁桥石棉渡建设管理有限公司	建设项目管理	39.00	10.00
四川鲁桥夹木路建设管理有限公司	建设项目管理	90.00	10.00
四川鲁桥千佛岩隧道建设管理有限公司	建设项目管理	90.00	10.00
攀枝花市鲁桥炳东线建设管理有限公司	施工	90.00	--
青岛西海岸森林公园管理有限公司	公共设施管理业	58.50	31.50
会东鲁高工程建设项目管理有限公司	施工	60.00	35.00
山东高速齐鲁建设集团有限公司	施工	100.00	--

资料来源：公司审计报告

### 附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	19.70	38.49	40.82	26.92
资产总额(亿元)	176.27	247.85	320.61	283.61
所有者权益(亿元)	40.65	67.13	82.52	79.33
短期债务(亿元)	20.27	47.50	38.66	46.94
长期债务(亿元)	25.25	24.32	46.90	50.50
调整后长期债务(亿元)	25.56	24.44	48.55	52.89
全部债务(亿元)	45.52	71.82	85.55	97.43
调整后全部债务(亿元)	45.83	71.94	87.21	99.82
营业收入(亿元)	123.85	152.72	232.60	39.68
利润总额(亿元)	7.71	9.11	10.70	1.80
EBITDA(亿元)	10.61	13.17	15.60	--
经营性净现金流(亿元)	2.32	8.74	0.48	-9.88
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.92	3.06	4.12	--
存货周转次数(次)	1.88	2.00	2.45	--
总资产周转次数(次)	0.76	0.72	0.82	--
现金收入比(%)	88.97	111.11	82.91	109.65
营业利润率(%)	12.38	10.42	9.03	9.21
总资本收益率(%)	8.53	6.97	6.85	--
调整后总资本收益率(%)	8.49	6.96	6.78	--
净资产收益率(%)	14.21	10.20	9.93	--
长期债务资本化比率(%)	38.31	26.59	36.24	38.89
调整后长期债务资本化比率(%)	38.60	26.69	37.04	40.00
全部债务资本化比率(%)	52.82	51.69	50.90	55.12
调整后全部债务资本化比率(%)	52.99	51.73	51.38	55.72
资产负债率(%)	76.94	72.91	74.26	72.03
流动比率(%)	133.48	120.07	118.10	120.02
速动比率(%)	76.52	71.58	65.35	111.67
经营现金流动负债比(%)	2.14	5.68	0.26	--
现金短期债务比(倍)	0.97	0.81	1.06	0.57
EBITDA 利息倍数(倍)	6.77	4.65	4.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	5.45	5.48	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.32	5.46	5.59	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 调整后全部债务=全部债务+其他流动负债和长期应付款中的有息债务

### 附件 4 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 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	0.10	0.03	4.63	1.93
资产总额(亿元)	43.37	47.19	71.33	68.60
所有者权益(亿元)	34.84	35.57	38.78	38.71
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.31	0.25
长期债务(亿元)	8.20	11.20	16.20	18.60
全部债务(亿元)	8.20	11.20	16.51	18.85
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.02	0.01
利润总额(亿元)	6.35	1.33	4.33	-0.10
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-7.56	-0.51	10.98	-2.84
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	100.00	100.00	99.07	95.10
总资本收益率(%)	14.76	2.86	7.83	--
净资产收益率(%)	18.23	3.76	11.16	--
长期债务资本化比率(%)	19.05	23.94	29.47	32.45
全部债务资本化比率(%)	19.05	23.94	29.86	32.75
资产负债率(%)	19.66	24.61	45.63	43.56
流动比率(%)	3614.50	3415.23	156.85	202.06
速动比率(%)	3614.50	3415.23	156.85	202.06
经营现金流动负债比(%)	-2319.84	-122.59	67.20	--
现金短期债务比(倍)	--	--	14.90	7.68
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

## 附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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