

信用等级公告

联合〔2020〕572号

山东高速路桥集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

山东高速路桥集团股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东高速路桥集团股份有限公司2020年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过5亿元（含）

债券期限：5年，附第3年末公司调整票面利率

选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020年3月27日

主要财务数据：

合并口径

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 9月
资产总额（亿元）	150.43	176.27	238.92	285.76
所有者权益（亿元）	34.71	40.65	63.60	76.66
长期债务（亿元）	13.36	25.56	24.44	45.66
全部债务（亿元）	38.97	45.83	71.42	77.65
营业收入（亿元）	81.48	123.85	147.68	157.68
净利润（亿元）	4.31	5.78	6.77	5.10
EBITDA（亿元）	8.65	10.61	13.06	/
经营性净现金流（亿元）	8.14	2.32	8.30	-9.86
营业利润率（%）	13.90	12.38	10.48	8.35
净资产收益率（%）	13.24	15.34	12.99	/
资产负债率（%）	76.93	76.94	73.38	73.17
全部债务资本化率（%）	52.89	52.99	52.90	50.32
流动比率（倍）	1.30	1.33	1.18	1.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.23	0.18	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.76	6.77	4.64	/
EBITDA/ 本期发债额度 （倍）	1.73	2.12	2.61	/

公司本部（母公司）

资产总额（亿元）	28.88	43.37	47.19	51.92
所有者权益（亿元）	28.53	34.84	35.57	39.05
全部债务（亿元）	*	8.20	11.20	11.20
营业收入（亿元）	0.01	0.02	0.02	0.02
净利润（亿元）	2.54	6.35	1.34	4.28
资产负债率（%）	1.23	19.66	24.61	24.78
全部债务资本化率（%）	0.00	19.05	23.94	22.29
流动比率（倍）	24.01	36.14	34.15	6.09

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能存在微小差异；3. 2019年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 长期应付款中带息债务已纳入长期债务核算；5. “*”表示数据项数据过大（如分母为0）或者过小

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）主要的路桥建设施工子公司，近年来收入和利润规模持续扩大，盈利能力较强；公司路桥工程施工业务项目储备充足，未来收入可持续性较好。同时，联合评级也关注到公司毛利率持续下降，投资类及PPP项目资金需求较大，应收类款项对资金占用较大以及短期债务增长较快等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司作为山东高速集团的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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 公司持续获得控股股东的大力支持。公司作为山东高速集团主要负责路桥建设施工的子公司，持续获得了山东高速集团在项目承接上的大力支持。

2. 公司施工实力较强。公司有一定技术优势，且资质齐全、施工经验丰富，公司整体施工实力较强。

3. 公司经营情况较好，盈利能力较强，收入可持续性较好。近年来，公司工程施工项目经营情况较好，收入及净利润规模均有较快增长，与同行业上市公司相比，公司盈利能力较强。公司路桥工程施工业务在手合同充足，公司收入可持续性较好。

关注

1. **公司毛利率水平持续下降。**受材料成本和劳务费用增长的影响，近年来，公司毛利率水平持续下降。
2. **公司项目建设存在较大的资金支出压力。**公司未完工工程施工项目较多，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。
3. **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，且存货中存在较大规模的已完工未结算工程成本，对公司资金占用较大。

分析师

王金磊

电话：010-85172818

邮箱：wangjl@unitedratings.com.cn

倪 昕

电话：010-85172818

邮箱：nix@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

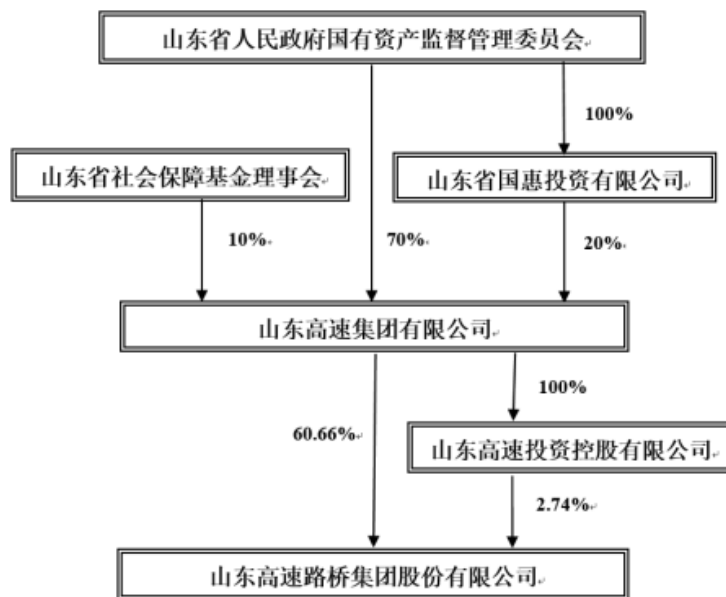


联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 1993 年 6 月的丹东化学纤维股份有限公司（以下简称“丹东化纤”），由原丹东化学纤维工业（集团）总公司（该公司于 1996 年 11 月改制为丹东化学纤维（集团）有限责任公司）独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。2012 年 10 月，中国证券监督管理委员会核准了丹东化纤的重大资产重组方案，即丹东化纤向山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）发行 67,943.91 万股购买其持有的山东省路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）100%股权，并于当月完成股权过户登记。2012 年 11 月，公司完成工商变更登记，总股本由 44,070.00 万股增至 112,013.91 万股，控股股东变更为山东高速集团，持股数占公司股本总额的 60.66%。2012 年 12 月，公司名称正式变更为现名。公司目前证券简称“山东路桥”，证券代码“000498.SZ”。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 11.20 亿元，公司控股股东为山东高速集团，公司实际控制人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 2019 年 9 月末，山东高速集团持有的公司股份不存在质押或冻结的情况。

图 1 截至 2019 年 9 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：公路、桥梁工程、隧道工程、市政工程、建筑工程、交通工程、港口与航道工程、铁路工程、城市轨道交通工程施工；资格证书范围内承包境外公路、桥梁、隧道工程、港口与航道工程、铁路工程、城市轨道交通工程及境内国际招标工程及上述境外工程所需的设备、材料出口，工程机械及配件的生产、修理、技术开发、产品销售、租赁；筑路工程技术咨询、培训；起重机械销售及租赁；交通及附属设施、高新技术的投资、开发；能源环保基础设施项目的开发、建设、投资和经营（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）。

截至 2019 年 9 月末，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，拥有下属一级子公司共 10 家，公司合并口径在职员工 8,955 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 238.92 亿元，负债合计 175.31 亿元，所有者权益 63.60 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 50.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 147.68 亿元，净利润 6.77 亿元，其中归属于母公司的净利润为 6.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.09 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 285.76 亿元，负债合计 209.10 亿元，所有者权益 76.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.02 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 157.68 亿元，净利润 5.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.86 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.65 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。

二、债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

根据“证监许可〔2019〕1621 号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 10.00 亿元的公司债券，首期债券已于 2019 年 11 月 14 日起息，债券简称“19 山路 01”，债券代码“112994.SZ”，募集资金 5.00 亿元，票面利率为 3.98%。本期债券全称为“山东高速路桥集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模不超过 5 亿元（含），发行期限为 5 年（含），附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券面向《公司债券发行与交易管理办法》《深圳证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》等规定的合格机构投资者公开发行，不向公司股东优先配售。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充公司营运资金、调整公司债务结构（包括但不限于偿还银行贷款）。

三、行业分析

1. 公路建设行业概况

我国公路里程及建设投资规模长期持续增长，且公路运输在运输体系中具有主导地位，整体发展情况良好。

公路建设行业是建筑业的重要组成部分，对维持社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转、保障国民经济持续快速健康发展、改善人民生活水平和促进国防现代化建设都具有十分重要的作用。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，交通运输成为适应经济发展和人民生活需要的骨干运输方式，在综合运输结构体系中所占的主导地位不断加强，交通固定资产投资作为拉动内需的重要手段，公路、桥梁等基础设施投资呈逐年增长趋势。

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。根据交通运输部和国家统计局统计数据，截至 2018 年末，全国四级及以上等级公路里程 446.59 万公里，较上年增加 12.73 万公里，其中高速公路车道里程 63.33 万公里，增加 2.90 万公里；国家高速公路里程 10.55 万公里，增加 0.33

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《2018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 2.13 万亿元，较上年增长 0.4%。其中，高速公路建设完成投资 9,972 亿元，较上年增长 7.7%；普通国道建设完成投资 6,378 亿元，较上年下降 12.2%；农村公路建设完成投资 4,986 亿元，较上年增长 5.4%。2018 年，全国完成营业性客运量 136.72 亿人，较上年下降 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，较上年下降 5.0%；完成货运量 395.69 亿吨，较上年增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，较上年增长 6.7%，公路客运以及货物仍然是我国交通运输重要的组成部分，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，在运输体系中占主要地位。

2. 行业竞争

我国公路建设行业竞争激烈，市场化水平较高，各地区公路建设存在发展不均衡的情况，施工经验丰富和资金实力雄厚的企业将获得更好的发展机会。

目前，按照所有制性质和规模划分，国内从事路桥工程施工的企业主要可分为以下三类。

①特大型、全国性建筑企业：包括中国交通建设股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国水利水电建设股份有限公司、中国建筑工程总公司在内的五大集团及旗下从事公路工程施工的企业。②各省、市、自治区国有或股份制从事公路工程施工的企业：包括山东高速路桥集团股份有限公司、四川路桥建设股份有限公司、龙建路桥股份有限公司、湖南路桥建设集团公司等，该类企业具有良好的地方公共关系，同时兼具有较强的规模优势、明显的技术优势和丰富的业务经验。③以民营企业为代表的公路工程施工企业：包括成都市路桥工程股份有限公司等，此类企业往往以中小型规模居多。

根据中国公路建设行业协会统计，我国拥有公路工程施工一级以上资质企业 1,000 家左右，其中大多数企业同时拥有多项一级资质。

我国公路建设市场参与者高度分散，竞争比较激烈，市场化程度较高。目前，全国各地区路桥建设还存在着发展不平衡现象，为全国性或地区性路桥工程施工企业进入市场提供了机会。技术水平较高、业务经验丰富和资金实力雄厚的路桥工程施工企业将在竞争中获得更大的优势。

3. 行业政策

“公转铁”等政策或对公路建设行业的需求产生一定不利影响，但整体来看，国家政策对公路的建设发展支持力度较大，尤其是《交通强国建设纲要》的发布，将推动包括公路在内的交通基础设施的建设。

2017 年 3 月，国务院发布《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，强调“到 2020 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化”“完善基础设施网络化布局、构建高品质的快速交通网、强化高效率的普通干线网、拓展广覆盖的基础服务网。”

2018 年 5 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，计划通过三年集中攻坚实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨(增长 30%)、水路货运量较 2017 年增加 5 亿吨(增长 7.5%)、沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨的目标。

2018年10月，国务院办公厅发布《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》的通知，要求以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系。

2019年9月，中共中央、国务院发布《交通强国建设纲要》，指出要牢牢把握交通“先行官”定位，适度超前，推动交通发展的“三个转变”，到2020年完成全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务，并将未来发展目标分为两个阶段实现：第一阶段从2021年到2035年，基本建成交通强国，形成“三张交通网”和“两个交通圈”；第二阶段到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国。

4. 未来发展

2020年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，经济发展仍要“稳”字当头，在此背景下，预计未来公路建设行业整体经营仍将维持该态势。同时，《交通强国建设纲要》的发布，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。预计未来，各省市将陆续发布最新交通项目建设计划，以明确具体的项目建设规划，地方交通运输基建投资的意愿明显增强。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司有一定技术优势，且资质齐全、施工经验丰富，公司整体施工实力较强。

公司主营业务为路桥工程施工与路桥养护施工，控股股东山东高速集团是山东省交通建设的主要投融资主体，公司是山东高速集团主要负责路桥建设施工的子公司。公司主要通过子公司路桥集团开展路桥工程施工业务，路桥养护施工则主要由二级子公司山东省高速路桥养护有限公司（以下简称“路桥养护”）进行。

子公司路桥集团拥有公路工程施工总承包特级以及市政公用工程施工总承包特级资质，公路行业工程设计甲级、市政行业工程设计甲级、建筑工程施工总承包壹级等资质。公司修建的各级公路分布于全国二十多个省市自治区，并参加了安哥拉、阿尔及利亚、越南等国的公路援建项目。公司先后参与了南京长江二、三、四桥、青岛海湾大桥、苏通长江大桥、阿尔及利亚东西高速公路、京沪高速公路山东段、京福高速公路山东段等一大批高难度的重点工程建设，在高难度项目上具有显著技术优势和建设经验。

公司先后六次获国家建筑工程最高奖鲁班奖，一次获詹天佑奖，一次获国家优质工程金质奖、两次获国家科技进步奖。截至2018年末，公司获各类科学技术奖46项，国家级工法及省部级工法122项，专利授权89项，其中发明专利27项。

2. 人员素质

公司高层管理人员均具有长期从事相关业务的工作和管理经验，员工构成合理，能够满足目前经营管理的需要。

截至2019年9月末，公司共有董事9名（2名兼任高级管理人员，2019年7月，公司独立董事黄磊先生辞职，导致公司独立董事人数少于董事会成员的三分之一，在公司选举产生新任独立董事

之前，黄磊先生仍继续履行独立董事职责），监事 5 名，高级管理人员 7 名。

公司董事长周新波先生，1967 年 12 月出生，本科学历，工程技术应用研究员。曾任路桥集团党委书记，山东高速四川产业发展有限公司总经理、党委副书记，公司副董事长、总经理。

公司总经理王振江先生，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。

截至 2019 年 9 末，公司合并范围内在职员工共 8,955 人，按照专业构成划分，公司生产人员 5,722 人（占 63.90%）、技术人员 2,778 人（占 31.02%）、财务人员 304 人（占 3.39%）、行政人员 151 人（占 1.69%）；按照学历构成划分，硕士及以上学历 196 人（占 2.19%）、本科学历 2,427 人（占 27.10%）、大专学历 244 人（占 2.72%）、其他学历 6,088 人（占 67.98%）。

3. 股东支持

公司股东实力强、经营规模大，在工程施工以及养护项目的承接方面为公司提供了大力支持。

公司控股股东山东高速集团，是经山东省人民政府批准成立的、由山东省国资委履行出资人职责的国有独资特大型企业集团，主营业务为高速公路、铁路、机场、港口等交通基础设施投资、建设、经营与管护，成立于 1997 年 7 月，注册资本 200.56 亿元。山东高速集团曾多次入选“中国企业 500 强”。截至 2018 年末，山东高速集团资产总额 6,145.86 亿元，所有者权益为 1,777.70 亿元。2018 年，山东高速集团营业总收入为 706.27 亿元，净利润为 58.74 亿元。

山东高速集团是山东省内最大的高速公路和桥梁建设发包商，在山东省路桥建设市场上占重要地位，公司承接了大量的山东高速集团的路桥工程施工业务，且承担了省内外所有山东高速集团所管辖高速公路的日常维修养护工作。2018 年，包括山东高速集团及其子公司在内的关联方销售额占公司年度销售额的 55.11%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司作为上市公司，设立了完善的法人治理结构。

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》和其他有关法律、法规，制定了《山东高速路桥集团股份有限公司章程》。

公司设股东大会，系公司的权利机构。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 人，设董事长 1 人，可设副董事长。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，董事任期届满，可连选连任，但是独立董事连任时间不得超过 6 年。

公司设监事会，由 5 名监事组成，设主席 1 人。监事会中职工代表监事的比例不低于三分之一，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。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司可以设副总经理。副总经理、财务负责人（总会计师）由总经理提名，董事会聘任或解聘。

2. 管理体制

公司部门设置齐全、内部管理制度较为健全，可满足公司日常经营和管理的需求。

公司目前设置办公室、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，并在财务、投资、工程、子公司、对外担保和关联交易等方面制定了一系列的管理制度。

对子公司的管理方面，公司制定了《山东高速路桥集团股份有限公司对子公司管控制度》，规定公司对子公司享有重大事项决策的权利，设置综合管理部对子公司的主要经营活动进行指导和监督管理，并向各子公司派出董事、监事及经营管理人员，内部审计部门对子公司进行定期和不定期审计检查，子公司必须遵守公司的相关规定，配合母公司行使管理职能。

财务管理方面，公司按照《企业会计准则》《会计法》等国家有关会计法律法规的规定，建立了完善的财务管理制度，并严格执行。公司采取“收支两条线”管理模式，由公司财务管理部对其他各部门以及下属各子公司、分公司的财务部门进行统一管理。

投资管理方面，公司制定了完善的《投资管理业务流程》和《对外投资制度》，对投资项目进行考察和审批。

工程管理方面，公司工程项目部、财务管理部、内控自我评价工作组分别从不同角度依据《工程质量管理办法》《工程项目成本管理办法》《内部控制手册》等制度，对工程的技术、质量、安全、预算和成本控制进行管理。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，明确了严格的担保内控决策程序及相关要求，细化了担保的标准，加强对被担保公司的贷款资格、财务状况、贷款用途和资金运用等方面的审查力度。

关联交易管理方面，公司设定了关联交易审议权限和程序，逐级授权审批，按交易额度分别交由独立董事、董事会、股东大会审议，严禁越权审批。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入规模持续快速增长，但毛利率受材料成本和劳务费用增长的影响持续下降，公司在华东地区收入占比很高且增速较快，在海外业务逐步拓展。

公司以路桥工程施工和路桥养护施工为主业，2016—2018 年，公司营业收入持续快速增长，年均复合增长 34.63%。2018 年，公司营业收入为 147.68 亿元，较上年增长 19.25%，其中公司路桥工程施工收入为 129.95 亿元，较上年增长 17.93%，主要系当年工程量结算增加所致。公司路桥养护施工业务主要集中于山东省，2018 年实现收入 13.85 亿元，较上年增长 28.50%，主要系养护业务施工量增长所致。

表 1 2016—2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工	69.32	85.07	12.71	110.19	97.67	12.80	129.95	90.37	10.59
养护工程施工	8.83	10.84	24.78	10.78	2.33	12.61	13.85	9.63	9.40
合计	78.14	100.00	14.08	120.97	100.00	12.69	143.79	100.00	10.47

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018 年，公司路桥工程施工业务毛利率波动下降，其中，2018 年受材料成本和劳务费用上涨影响，公司路桥工程施工业务毛利率较上年减少 2.21 个百分点。养护工程施工业务毛利率持续下降，其中，2017 年养护工程施工毛利率较上年减少 12.17 百分点，主要系材料成本

及人工成本较上年大幅增长所致。2016—2018 年，受上述因素影响，公司主营业务毛利率持续下降。

从主营业务区域分布情况来看，近年来，公司在华东地区业务收入规模仍然最高，2016—2018 年分别为 62.49 亿元、100.93 亿元和 123.15 亿元。目前，公司业务已经立足全国，并逐步向安哥拉、阿尔及利亚、越南等海外市场扩张，2018 年公司在海外地区实现主营业务收入合计为 4.56 亿元，较上年增长 7.99%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 157.68 亿元，较上年同期增长 52.05%，主要系公司 2019 年前三季度施工的大型项目较多，且部分项目较合同工期提前，完成工程量增长所致。公司主营业务毛利率为 7.86%，较上年同期小幅减少 0.34 个百分点。

2. 路桥工程施工

近年来公司路桥工程施工业务发展较快，公司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，但公司目前在建项目规模很大，尤其是投资类及 PPP 项目建设存在较大的资金支出压力。

公司路桥工程施工项目主要以工程总承包模式为主，通过公开招投标的方式承接项目，施工过程中，涉及核心技术及难度较高部分由公司完成，其他部分采用分包模式。公司按完工百分比确认收入。工程回款方面，一般在合同签订后业主方预付合同约定比例的开工动员款和材料预付款（两项一般为 10%），正式开工后业主按月计量工程完工量并按比例支付工程款，交工验收后剩余 5~10% 的质保金，质保期结束后支付剩余款项。

此外，公司业务还包括 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政府或政府指定机构，PPP 项目周期较长，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。公司在建的 PPP 项目均列入财政部 PPP 项目库。

成本方面，公司路桥工程施工业务的营业成本主要包括材料成本、机械使用费以及劳务费用，2018 年占比分别为 43.00%、7.01%和 40.97%，分别较上年增加 0.84 个百分点、减少 0.24 个百分点和增加 0.04 个百分点，材料成本的占比有所上升，但整体变动不大。

原材料采购方面，公司路桥工程施工业务采购的大宗原材料主要有钢材、混凝土和沥青，受公司施工区域分散且多采取当地采购模式的影响，公司供应商集中度较低。2016—2018 年，公司前五名供应商合计采购金额在采购总额中的比重分别为 7.52%、9.23%和 15.24%。结算方面，公司在与原材料供应商签订合同时，确立付款时间、百分比以及支付方式（现金或汇票）等条款，公司按照市场价格进行采购，一般采用现货后款方式，到货后支付部分现金货款，余款在 3~6 月内支付。

公司作为山东高速集团的主要负责工程施工的子公司，在项目承接方面获得的支持力度较大。2016—2018 年，公司路桥工程施工新签施工合同量逐年下降，但新签合同金额波动增长，其中，2018 年新签合同数量 244 个，合同金额为 232.68 亿元，较上年新签合同金额略有下降。2019 年 1—9 月，公司新承接的路桥工程施工项目数量较上年同期有所减少，但新签单个合同金额相对较大。截至 2019 年 9 月末，公司在手施工合同数量为 142 个，合同金额为 529.09 亿元，公司项目储备充足。

表 2 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司路桥工程施工业务合同签订情况（单位：个、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
当期新签合同数量	308	271	244	91
当期新签合同金额	216.07	238.53	232.68	230.66

期末在手合同数量	102	81	80	142
期末在手合同金额	267.35	216.85	201.71	529.09

资料来源：公司提供

客户集中度方面，公司路桥工程施工业务前五大客户集中度较高，2016—2018 年，前五大客户销售金额占路桥工程施工业务总收入的比重分别为 69.74%、69.15%和 67.22%。2018 年，山东高速集团及其子公司销售额占公司年度销售额的 55.11%，客户集中度较高，对关联方有一定依赖。

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目共 83 个，公司在建项目合计投资额达到 344.25 亿元，尚需投资 185.07 亿元，公司未来资金支出规模很大。在建项目中，采用入股施工一体化模式的项目共 4 个，主要为山东高速集团、齐鲁交通发展集团有限公司等内部项目为主，项目总投资金额为 73.16 亿元；PPP 项目共 10 个，总投资额合计为 28.49 亿元；投资施工一体化项目共 4 个，总投资额合计为 28.01 亿元。

3. 路桥养护施工

近年来公司公路养护业务收入持续增长，公司作为山东高速集团的子公司，公司每年可获得的项目较为充足。

公司路桥养护业务主要分为日常维护和路桥大修工程两类。

公司路桥养护业务营业成本主要包括材料成本、劳务费用、人工成本及机械使用费，2018 年，公司该业务营业成本中上述成本分别占 46.36%、38.34%、3.15%和 4.44%，材料成本和劳务费用占比较上年有所上升。

公司路桥养护项目一般通过公开招标、邀请招标、议标和竞争性谈判等方式获取，2016—2018 年，公司路桥养护施工业务新签合同金额分别为 13.80 亿元、22.12 亿元和 13.69 亿元，呈波动下降趋势。2019 年 1—9 月，公司新签合路桥养护施工同额达到 21.62 亿元，新签合同数量为 21 个，单个合同规模较大，主要系 2019 年公路养护检查工作较多所致。

表 3 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司路桥养护业务合同签订情况（单位：个、亿元）

时间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
当期新签合同数量	49	24	54	21
当期新签合同金额	9.22	9.52	16.14	21.62

资料来源：公司提供

目前，公司路桥养护业务以山东省内为主，主要服务对象山东高速集团、齐鲁交通发展集团有限公司、烟台市公路管理局和其他公路运营主体。2016—2018 年，公司路桥养护业务前 5 大客户收入合计占路桥养护业务收入的比重分别为 57.53%、68.00%和 80.86%，客户集中度较高。工程回款方面，路桥养护项目客户实力较强、资质较好，主要根据项目进度，按季度进行结算，根据施工期限不同，账期通常为 1~2 年。

4. 关联交易

作为山东高速集团主要负责路桥施工的子公司，公司与山东高速集团及其关联方存在关联交易且交易规模较大，但相关关联交易均遵循相关文件规定，履行了信息披露义务。

公司与关联方存在关联交易。公司与山东高速集团（控股股东）、山东高速股份有限公司（其他关联法人）以及山东高速济泰城际公路有限公司（其他关联法人）等公司关联交易规模较大，2018

年关联交易金额为 104.23 亿元，较上年的 88.80 亿元大幅增长，关联交易主要为向关联方提供劳务的关联交易金额为 81.38 亿元，向关联方采购材料的关联交易金额为 12.08 亿元。2012 年 6 月，山东高速集团对与公司的关联交易作出承诺，山东高速及其控制的其他企业与公司发生必要之关联交易，将严格遵循市场原则和公平、公正、公开的原则，按照公司《公司章程》和《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规范性文件规定，遵循审议程序、履行信息披露义务，从制度上保证公司的利益不受损害，保证不发生通过关联交易损害公司及广大中小股东权益的情况。

5. 未来发展

公司发展规划主要围绕现有主业，并进行扩展，战略符合公司发展需要，有利于提高公司竞争力。

公司未来主要聚焦“交通基建、城市升级、工程科技、股权投资”四大业务板块。路桥工程、养护业务公司已具备一定技术和经验优势，未来将进一步扩大市场和竞争优势，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。公司将重点发展在城市升级改造中潜力极大的综合管廊、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。此外，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度审计报告均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》和最新的经修订和新发布的企业会计准则编制。

会计政策变更方面，公司根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整法，本报告 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告年初或上年数据。

合并范围方面，2017 年，公司新设立 6 家子公司，2018 年公司新设立 8 家子公司，公司新增纳入合并范围子公司整体规模不大。截至 2019 年 9 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 10 家。整体来看，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主，货币资金储备较多，但应收账款以及长期应收款规模较大，且存货中已完工未结算资产较多，对公司资金占用较大。总体看，公司资产质量较好。

2016—2018 年，公司合并资产总额快速增长。截至 2018 年末，公司合并资产总额较年初增长 35.54%，公司流动资产及非流动资产均有较快增长，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、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		年均复合增长率	2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产合计	131.52	87.43	145.04	82.28	175.88	73.62	15.64	192.89	67.50
货币资金	23.38	17.78	19.29	13.30	35.58	20.23	23.35	20.48	10.62
应收账款	35.78	27.20	48.39	33.36	46.65	26.52	14.18	44.71	23.18
存货	53.40	40.60	61.89	42.67	72.12	41.00	16.21	98.44	51.03
非流动资产合计	18.91	12.57	31.23	17.72	63.03	26.38	82.58	92.87	32.50
可供出售金融资产	--	--	0.09	0.30	11.15	17.68	--	--	--
长期应收款	0.81	4.27	1.73	5.52	10.86	17.22	266.79	16.23	17.48
固定资产	5.49	29.06	6.43	20.60	6.48	10.28	8.57	7.74	8.34
其他非流动金融资产	--	--	--	--	--	--	--	37.14	40.00
其他非流动资产	10.58	55.93	19.07	61.05	28.22	44.76	63.34	7.98	8.59
资产总计	150.43	100.00	176.27	100.00	238.92	100.00	26.02	285.76	100.00

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长。截至 2018 年末，公司流动资产较年初增长 21.27%，以货币资金、应收账款和存货为主。

2016—2018 年，公司货币资金波动增长。截至 2018 年末，公司货币资金较年初增长 84.39%，主要系融资规模扩大所致；银行存款占比为 83.60%，其他货币资金占比为 16.17%，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、履约保障金、农民工工资保证金以及保函保证金，为受限资金，受限比例较低。

2016—2018 年，公司应收账款波动增长。截至 2018 年末，公司应收账款账面价值较年初下降 3.61%，变动不大。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 48.28 亿元，其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 22.37 亿元，1 年以内（含 1 年）的占比为 61.60%，1~2 年（含）的占比为 23.34%，2~3 年（含）的占比为 10.36%，1 年以上的占比较高；其他为无风险组合，账面余额为 25.91 亿元，全部为关联方欠款。公司应收账款计提坏账准备 3.19 亿元，计提比例不高。公司应收账款前五大欠款金额合计 20.02 亿元，占应收账款年末余额的比例为 40.17%，集中度较高，欠款单位主要系地方国企。

2016—2018 年，公司存货逐年增长。截至 2018 年末，公司存货账面价值较年初增长 16.52%，主要系原材料增加所致。存货中，建造合同形成的已完工未结算资产账面余额占存货账面余额的 76.34%，累计计提跌价准备 0.61 亿元，计提比例低。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长。截至 2018 年末，公司非流动资产较年初大幅增长 101.84%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和其他非流动资产大幅增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产和其他非流动资产构成。

截至 2018 年末，公司可供出售金融资产较年初增加 11.05 亿元，主要系公司参股济南临莱公路工程合伙企业（有限合伙）、济南岚罗公路工程合伙企业（有限合伙）和济南泰庄公路工程合伙企业（有限合伙）所致，系公司投资施工一体化项目。

2016—2018 年，公司长期应收款快速增长。截至 2018 年末，公司长期应收款较年初增加 9.13 亿元，主要系 PPP 项目产生的应收款项。

2016—2018 年，公司固定资产持续增长。截至 2018 年末，公司固定资产较年初增长 0.69%，基本维持稳定。公司固定资产仍主要由房屋及建筑物（占 19.04%）和机器设备（占 66.90%）构成；固定资产账面累计折旧 9.47 亿元，固定资产成新率为 40.62%，成新率较低。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速增长。截至 2018 年末，公司其他非流动资产较年初增长 47.99%，主要系公司预付新办公楼首期购房款以及对国泰元鑫资产管理有限公司、山东省国际信托股份有限公司等的借款增长所致。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产规模为 5.75 亿元，全部为受到限制的货币资金。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额较年初增长 19.61%，主要系工程项目建设投入资金较多所致。公司新增其他非流动金融资产 37.14 亿元，主要系公司按照新金融工具准则将原计入其他非流动资产的入股施工一体化项目重分类所致。公司资产以流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司负债结构以流动负债为主，且债务负担合理，公司长期债务占比在 2019 年 9 月末大幅增长，债务结构较年初有所改善。

2016—2018 年，公司负债总额逐年增长。截至 2018 年末，公司负债总额为较年初增长 29.27%，主要系流动负债增长所致。从负债结构来看，公司负债以流动负债为主。

表5 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年		年均复合增长率	2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债合计	101.04	87.31	108.66	80.12	148.45	84.68	21.21	160.43	76.72
短期借款	22.35	22.12	14.30	13.16	18.00	12.13	-10.26	20.00	12.47
应付票据	2.90	2.87	5.59	5.14	18.98	12.79	155.68	7.02	4.38
应付账款	56.21	55.63	64.27	59.15	62.06	41.81	5.08	68.17	42.49
预收款项	12.40	12.27	13.86	12.75	23.75	16.00	38.42	39.34	24.52
一年内到期的非流动负债	0.36	0.35	0.38	0.35	10.00	6.73	429.47	4.97	3.10
非流动负债合计	14.69	12.69	26.96	19.88	26.86	15.32	35.23	48.67	23.28
长期借款	13.00	88.50	17.05	63.25	13.12	48.85	0.47	31.84	65.42
应付债券	--	--	8.20	30.42	11.20	41.69	--	11.20	23.01
负债合计	115.73	100.00	135.62	100.00	175.31	100.00	23.08	209.10	100.00

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长。截至 2018 年末，公司流动负债较年初增长 36.62%，主要系应付票据和预收账款大幅增长所致；公司流动负债主要以短期借款、应付票据及应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债为主。

2016—2018 年，公司短期借款波动下降。截至 2018 年末，公司短期借款较年初增长 25.87%。短期借款主要由保证借款（占 10.00%）和信用借款（占 90.00%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据快速增长。截至 2018 年末，公司应付票据较年初增长 239.70%，主要系受经营规模扩大以及公司鼓励使用票据付款，带动票据使用量较上年增长所致。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长。截至 2018 年末，公司应付账款较年初小幅下降 3.44%，应付账款账龄主要在 1 年以内，占比为 79.72%。

2016—2018 年，公司预收账款持续增长。截至 2018 年末，公司预收账款较年初增长 71.42%，主要系公司新开工项目较多使得收到的开工预付款大幅增长所致。

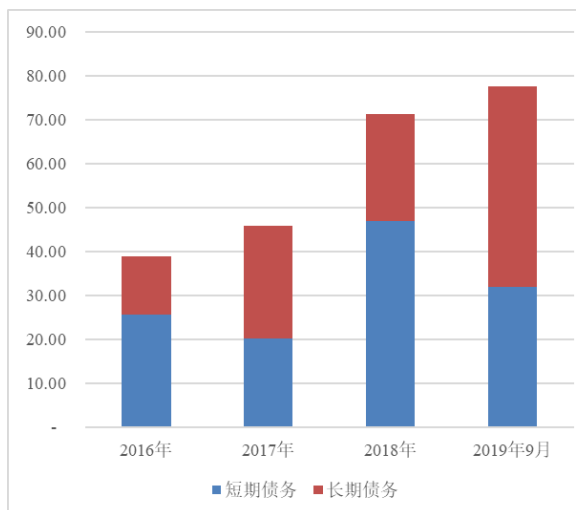
2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初大幅增加 9.62 亿元，主要系 2019 年即将到期的长期借款规模很大所致。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长。截至 2018 年末，公司非流动负债较年初小幅下降 0.35%。非流动负债主要以长期借款（占 48.85%）和应付债券（占 41.69%）为主。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长。截至 2018 年末，公司长期借款较年初下降 23.04%，主要系部分于 2019 年到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款主要以信用借款（占 83.48%）为主。从长期借款期限分布看，公司长期借款 2020 年到期 2.46 亿元、2021 年到期 6.40 亿元、2024 年及以后到期 4.27 亿元。

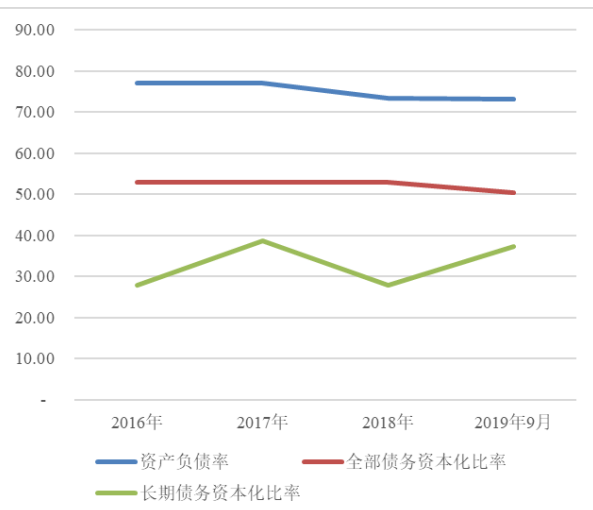
截至 2018 年末，公司应付债券较年初增长 36.59%，主要系公司新发行“18 高速路桥 MTN001”所致，债券发行金额为 3.00 亿元，期限为 3 年；期限分布方面，公司应付债券将于 2021 年到期 3 亿元，2022 年到期 8 亿元，其中“17 路桥 01”将于 2020 年 3 月进入回售期。

图 2 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合评级整理

图 3 公司负债及债务指标分析（单位：%）



资料来源：联合评级整理

2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 35.38%。截至 2018 年末，公司全部债务为 71.42 亿元，较年初增长 55.84%，主要系公司银行短期借款以及票据使用量增长所致。其中，短期债务占 65.78%，长期债务占 34.22%，短期债务占比较上年大幅增加 21.55 个百分点，债务结构有待改善。截至 2018 年末，公司短期债务为 46.98 亿元，较年初增长 131.79%；长期债务为 24.44 亿元，较年初下降 4.39%。

从债务指标看，2016—2018 年，公司资产负债率分别为 76.93%、76.94%和 73.39%，全部债务资本化比率分别为 52.89%、52.99%和 52.90%，长期债务资本化比率分别为 27.79%、38.60%和 27.76%。截至 2018 年末，在将可延期偿还的债权投资产品调整至债务后，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 75.47%、56.60%和 33.44%，较调整前分别增加 2.09 个百分点、3.70 个百分点和 5.68 个百分点，公司债务负担水平有所上升。

截至 2019 年 9 月末，公司负债总额较年初增长 19.27%，主要系公司预收的工程款项增长所致。其中，流动负债占 76.72%、非流动负债占 23.28%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年 9 月末，公司全部债务 77.65 亿元，较年初增长 8.72%。其中，短期债务 31.99 亿元（占 41.20%），较年初下降 31.91%；长期债务 45.66 亿元（占 58.80%），较年初增长 86.82%。截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.17%、50.32%和 37.33%，较年初分别减少 0.21 个百分点、减少 2.58 个百分点和增加 9.57 个百分点。如将可延期偿还的债权投资产品调入长期债务，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 76.67%、56.80%和 45.50%，较调整前分别增加 3.50 个百分点、6.48 个百分点和 8.18 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益快速增长，但未分配利润占比很高，所有者权益稳定性一般。

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 35.37%。截至 2018 年末，公司所有者权益 63.60 亿元，较年初增长 56.45%，主要系未分配利润积累以及少数股东权益增长所致。公司归属于母公司所有者权益为 50.01 亿元，占所有者权益的比重为 78.63%，少数股东权益占比为 21.37%。归属于母公司所有者权益中，股本占 34.23%、资本公积占 -3.57%、未分配利润占 61.06%、盈余公积占 6.33%，公司未分配利润占比很高，公司权益稳定性一般。

截至 2018 年末，公司资本公积为 -1.78 亿元，资本公积为负数主要系 2012 年山东高速集团与公司实施重大资产重组，公司向山东高速集团发行股份购买其拥有的路桥集团 100%股份，构成反向购买，公司按照会计准则的规定以路桥集团为会计上的母公司编制合并财务报表，模拟增发股份 6.73 亿股，同时与取得的法律上母公司在重组基准日即 2011 年 12 月 31 日的净资产差额约 6.63 亿元调减资本公积所致；资本公积较上年增加 3.78 亿元，主要系子公司路桥集团的少数股东注资产生溢价所致。公司少数股东权益为 13.59 亿元，较上年增加 13.09 亿元，主要为子公司路桥集团获得少数股东的注资款以及子公司取得与银行签订的可延期偿还的 5.00 亿元债权投资产品所致。

截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益为 76.66 亿元，较年初增长 20.53%，主要系子公司获得 5.00 亿元可延期偿还的债权投资产品，以及新设立合伙企业所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 69.16%、少数股东权益占比为 30.84%。归属于母公司所有者权益 53.02 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 32.28%、-3.30%、5.97%和 62.08%。

4. 盈利能力

公司收入保持稳定增长，费用控制能力很强，公司净利润规模持续增长，与同行业上市公司相比，公司整体盈利能力较强。

表 6 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率	2019 年 1—9 月
营业收入	81.48	123.85	147.68	34.63	157.68
营业成本	69.83	108.13	131.84	37.41	144.17
费用总额	4.57	5.13	6.56	19.82	5.77
其中：管理费用	3.90	3.44	3.98	1.0	3.06
研发费用	--	0.90	1.41	--	1.54
财务费用	0.67	0.79	1.17	32.25	1.17
费用收入比	5.61	3.41	3.49	--	2.68
利润总额	6.04	7.71	9.02	22.18	7.00
净利润	4.31	5.78	6.77	25.34	5.10

营业利润率	13.90	12.38	10.48	--	8.35
总资本收益率	/	9.17	8.65	--	/
净资产收益率	/	15.34	12.99	--	/

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

2016—2018 年，公司营业收入与营业成本均快速增长。2018 年，随着公司路桥工程施工项目结算量增长，公司营业收入以及营业成本均有较快增长，公司营业收入较上年增长 19.25%，营业成本较上年增长 21.92%。2016—2018 年，公司营业利润率持续下降。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用总额持续增长。2018 年，公司期间费用较上年增长 27.91%，各类费用较均上年有所增长；公司管理费用较上年增长 15.86%，主要系职工薪酬增长所致；公司财务费用较上年增长 47.93%，主要系随着债务规模扩大，利息支出增长所致；公司研发费用 1.41 亿元，主要为研发人员薪酬和劳务费。2016—2018 年，公司费用收入比波动下降，费用控制能力很强。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年分别减少 0.54 个百分点和 2.35 个百分点。从 2018 年同行业上市公司盈利指标看，公司处于行业较高水平，整体盈利能力较强。

表 7 2018 年同行业上市公司盈利能力指标比较（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	10.40	3.40	13.49
四川路桥	8.65	3.86	10.69
成都路桥	0.79	0.76	1.52
北新路桥	2.83	1.50	10.25
龙建股份	9.50	2.40	7.45
公司	14.72	4.79	10.73

注：Wind 与联合评级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，联合评级整理

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 157.68 亿元，较上年同期增长 52.05%，主要系公司 2019 年前三季度施工的大型项目较多，且部分项目较合同工期提前，完成工程量增长所致。实现净利润 5.10 亿元，较上年同期大幅增长 43.33%。

5. 现金流

公司经营活动现金流情况较好，但公司参与的公路合伙企业较多，导致公司投资活动现金流呈大规模流出状态，公司对外部融资需求较大。

表 8 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率	2019 年 1—9 月
销售商品、提供劳务收到的现金	75.23	110.19	165.14	48.16	131.30
收到其他与经营活动有关的现金	14.20	22.81	20.56	20.30	19.47
购买商品、接受劳务支付的现金	50.45	95.80	138.03	65.41	145.02
支付其他与经营活动有关的现金	18.50	20.32	22.27	9.72	5.69
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.82	2.32	5.11	150.09	1.11
支付其他与投资活动有关的现金	22.05	7.45	5.90	-48.27	4.50
经营活动产生的现金流量净额	8.14	2.32	8.30	0.97	-9.86

投资活动产生的现金流量净额	-9.64	-10.04	-21.62	49.74	-20.82
筹资活动产生的现金流量净额	16.80	2.89	25.33	22.79	20.01
现金及现金等价物净增加额	15.44	-4.75	12.09	-11.50	-10.65
现金收入比	92.33	88.97	111.82	--	83.27

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

从经营活动情况来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入与现金流出均逐年增长。2018 年，公司经营活动现金流入为 185.72 亿元，较上年增长 39.64%，主要系公司项目集中开工使得收到较多业主支付的项目进度款所致；公司经营活动现金流出 177.42 亿元，较上年增长 35.77%，主要系采购等支出增加所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流均为净流入；公司现金收入比波动增长，整体回款情况较好。

从投资活动情况来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动下降。其中，2016 年公司投资活动现金流入为 13.22 亿元，规模很大，主要系当期公司收回济青改扩建投资款 13.00 亿元所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动增长。2018 年，公司投资活动现金流出较上年增长 118.21%，主要系公司对投资类施工项目的资金支出较多所致。2016—2018 年，公司投资活动均呈净流出状态，净流出规模逐年扩大。

从筹资活动情况来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长。2018 年，公司筹资活动现金流入为 56.95 亿元，较上年增长 97.09%，主要系子公司路桥集团收到少数股东的投资款以及公司融资规模扩大所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出波动下降。2018 年，公司筹资活动现金流出较上年增长 21.59%，主要系债务偿还规模增长所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流均为净流入，2018 年较上年大幅增加 22.44 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动及投资活动现金流均为净流出，且净流出规模均较大，公司现金流对外部筹资的依赖程度很高。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标与长期偿债能力指标表现均尚可，公司授信额度充足，且作为上市公司，公司融资渠道多元化，公司整体偿债能力很强。

表 9 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率	1.30	1.33	1.18	1.20
速动比率	0.77	0.77	0.70	0.59
现金短期债务比	0.92	0.97	0.80	0.75
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	6.76	6.77	4.64	/
EBITDA 全部债务比	0.22	0.23	0.18	/

资料来源：公司审计报告及 2019 年三季度财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年末，公司流动比率、速动比率分别及现金短期债务均整体呈下降趋势。截至 2019 年 9 月末，公司流动比率较年初有所增长，速动比率和现金短期债务比均有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 22.83%。

2018 年,公司 EBITDA 为 13.06 亿元,较上年增长 23.05%,主要系利润总额以及利息支出增加所致;公司 EBITDA 由折旧(占 6.70%)、摊销(占 2.69%)、计入财务费用的利息支出(占 21.53%)和利润总额(占 69.07%)构成。2016—2018 年,公司 EBITDA 利息倍数及 EBITDA 全部债务比均波动下降。整体看,公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2019 年 9 月末,公司无对外担保事项。

截至 2019 年 9 月末,公司获得金额机构授信额度合计 238.20 亿元,未使用的综合授信额度 139.25 亿元,公司间接融资渠道顺畅。

根据公司提供企业信用报告(机构信用代码:G10210603000000402),截至 2020 年 3 月 20 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;公司未结清信贷中有 45 笔不良/违约类贷款,1 笔欠息余额 0.34 亿元,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。

截至 2019 年 9 月末,公司共有 3 项未决重大诉讼、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,目前因进行工程造价评估鉴定,一审尚在审理中。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于子公司路桥集团,母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。

公司主营业务经营主体为路桥集团,母公司对子公司管控力度强。

截至 2018 年末,母公司资产总额为 47.19 亿元,较年初增长 8.81%。其中,流动资产为 14.11 亿元,非流动资产为 33.08 亿元。从构成看,流动资产主要由其他应收款构成,非流动资产主要由长期股权投资构成。截至 2018 年末,母公司货币资金为 317.13 万元。

截至 2018 年末,母公司所有者权益为 35.57 亿元,较年初增长 2.11%。其中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占 31.49%、55.29%和 10.79%,所有者权益稳定性较强。

截至 2018 年末,母公司负债总额 11.61 亿元,较年初增长 36.21%,主要系母公司发行了 3.00 亿元的中期票据所致。其中,流动负债 0.41 亿元(占 3.56%),非流动负债 11.20 亿元(占 96.44%)。从构成看,流动负债主要由其他流动负债构成,非流动负债全部为应付债券。母公司 2018 年末资产负债率为 24.61%,较年初增加 4.95 个百分点。

2018 年,母公司营业收入为 188.68 万元,净利润为 1.34 亿元,利润主要依靠投资收益。

截至 2019 年 9 月末,母公司资产总额 51.92 亿元,所有者权益 39.05 亿元。2019 年 1—9 月,母公司实现营业收入 188.68 万元,净利润 4.28 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2019 年 9 月末,公司全部债务为 77.65 亿元,本期拟发行公司债额度为不超过 5.00 亿元,对公司债务规模具有一定影响。

以 2019 年 9 月末财务数据为基础,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负

债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 73.17%、50.32%和 37.33%上升至 73.64%、51.88%和 39.79%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到公司募集资金拟部分用于调整公司债务结构（包括但不限于偿还银行贷款），公司实际债务指标或将低于预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 13.06 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 2.61 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；经营活动产生的现金流入 185.72 亿元，为本期债券发行额度的 37.14 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为山东高速集团主要负责路桥建设施工的子公司，股东实力强，在业务订单的获取方面的持续性较好，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

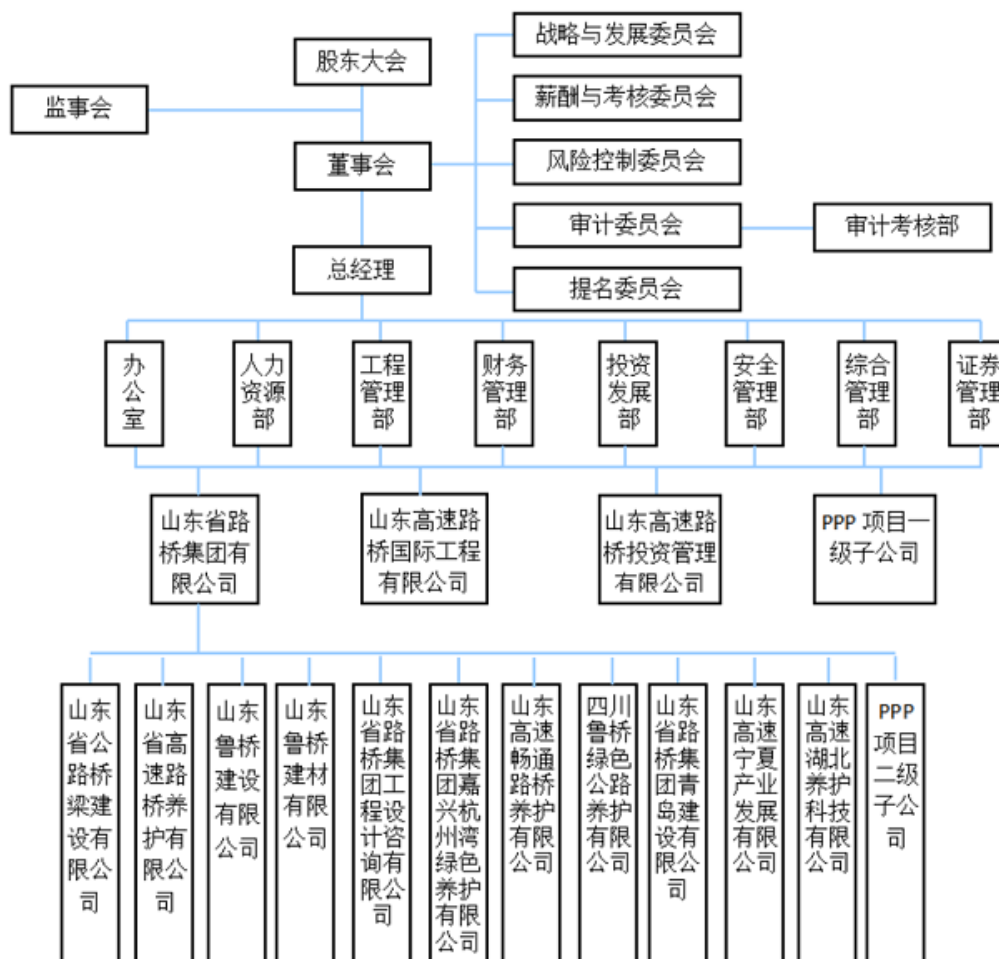
九、综合评价

公司作为山东高速集团主要的路桥建设施工子公司，近年来收入和利润规模持续扩大，盈利能力较强；公司路桥工程施工业务项目储备充足，未来收入可持续性较好。同时，联合评级也关注到公司毛利率持续下降，投资类及 PPP 项目资金需求较大，应收类款项对资金占用较大以及短期债务增长较快等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司作为山东高速集团的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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 山东高速路桥集团股份有限公司 组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附件 2 山东高速路桥集团股份有限公司

下属一级子公司情况（截至 2019 年 9 月末）

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	科学研究和技术服务业	60.00	35.00

资料来源：公司提供

附件 3-1 山东高速路桥集团股份有限公司 主要财务指标（合并报表）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	150.43	176.27	238.92	285.76
所有者权益（亿元）	34.71	40.65	63.60	76.66
短期债务（亿元）	25.61	20.27	46.98	31.99
长期债务（亿元）	13.36	25.56	24.44	45.66
全部债务（亿元）	38.97	45.83	71.42	77.65
营业收入（亿元）	81.48	123.85	147.68	157.68
净利润（亿元）	4.31	5.78	6.77	5.10
EBITDA（亿元）	8.65	10.61	13.06	/
经营性净现金流（亿元）	8.14	2.32	8.30	-9.86
应收账款周转次数（次）	/	2.75	2.90	/
存货周转次数（次）	/	1.85	1.94	/
总资产周转次数（次）	/	0.76	0.71	/
现金收入比率（%）	92.33	88.97	111.82	83.27
总资本收益率（%）	/	9.19	8.65	/
净资产收益率（%）	/	15.34	12.99	/
营业利润率（%）	13.90	12.38	10.48	/
费用收入比（%）	5.61	4.14	4.44	8.35
资产负债率（%）	76.93	76.94	73.38	2.68
全部债务资本化比率（%）	52.89	52.99	52.90	73.17
长期债务资本化比率（%）	27.79	38.60	27.76	50.32
EBITDA 利息倍数（倍）	6.76	6.77	4.64	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.23	0.18	/
流动比率（倍）	1.30	1.33	1.18	0.09
速动比率（倍）	0.77	0.77	0.70	1.20
现金短期债务比（倍）	0.92	0.97	0.80	0.59
经营现金流动负债比率（%）	8.06	2.14	5.59	0.75
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.73	2.12	2.61	/

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能存在微小差异；3. 公司 2019 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 长期应付款中带息债务已纳入长期债务核算

附件 3-2 山东高速路桥集团股份有限公司

主要计算指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	28.88	43.37	47.19	51.92
所有者权益（亿元）	28.53	34.84	35.57	39.05
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	0.00	8.20	11.20	11.20
全部债务（亿元）	0.00	8.20	11.20	11.20
营业收入（亿元）	0.01	0.02	0.02	0.02
净利润（亿元）	2.54	6.35	1.34	4.28
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	*	-7.56	-0.51	9.06
应收账款周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数（次）	*	*	*	*
现金收入比率（%）	*	*	*	*
总资本收益率（%）	/	17.75	2.98	/
净资产收益率（%）	/	20.04	3.80	/
营业利润率（%）	99.23	100.00	100.00	100.00
费用收入比（%）	1,387.64	685.73	621.03	881.96
资产负债率（%）	1.23	19.66	24.61	24.78
全部债务资本化比率（%）	0.00	19.05	23.94	22.29
长期债务资本化比率（%）	0.00	19.05	23.94	22.29
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	/
流动比率（倍）	24.01	36.14	34.15	6.09
速动比率（倍）	24.01	36.14	34.15	6.09
现金短期债务比（倍）	*	*	*	*
经营现金流动负债比率（%）	1.14	-2,319.84	-122.59	544.04

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2019 年三季度公司母公司单体财务数据未经审计，相关指标未年化；3. “*”表示数据项数据过大（如分母为 0）或者过小

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 山东高速路桥集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东高速路桥集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东高速路桥集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东高速路桥集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东高速路桥集团股份有限公司的相关状况，如发现山东高速路桥集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东高速路桥集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山东高速路桥集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东高速路桥集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年三月二十七日