

# 信用评级公告

联合〔2022〕9576号

联合资信评估股份有限公司通过对山东高速路桥集团股份有限公司及其拟发行的 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的信用状况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<sup>+</sup>，山东高速路桥集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二二年十月二十日

# 山东高速路桥集团股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

## 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

本期债券信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

## 债项概况：

本期债券发行规模：不超过 5.00 亿元

本期债券期限：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

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟用于偿还“19 山路 01”本金

评级时间：2022 年 10 月 20 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                       | 版本          |
|--------------------------|-------------|
| 建筑与工程企业信用评级方法            | V4.0.202208 |
| 建筑与工程企业主体信用评级模型<br>(打分表) | V4.0.202208 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果：

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

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

## 评级观点

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）是山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）主要从事路桥建设施工的上市子公司。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其持续获得有力的外部支持、业务持续性很强、资本实力持续增强及盈利能力很强。同时，联合资信也关注到公司债务负担较重、资产流动性较弱和回款效率持续下降等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务结构影响较小。从指标上看，本期债券发行后，公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障指标表现均很强。

未来，随着公司项目的逐步推进，公司经营规模和盈利能力有望进一步增长。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，本期债券信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

## 优势

- 持续获得有力的外部支持。**公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司，持续获得了山东高速集团在项目承接上的大力支持。2019—2021 年，公司新签合同金额分别为 302.30 亿元、701.46 亿元和 1010.40 亿元，年均复合增长 82.82%；同期，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的项目收入占比分别为 46.96%、45.09%和 44.53%。
- 业务持续性很强。**截至 2022 年 3 月底，公司工程业务在手未完工合同金额 1009.50 亿元，在手未完工合同充足，对未来收入形成有力支撑。
- 资本实力持续增强。**2020 年，公司增发股份 43682.01 万股，股本由 2019 年底的 17.11 亿元增至 21.48 亿元；2021 年，因公司股价上涨，员工行使股权激励机制，公司股本增至 21.50 亿元。
- 经营规模持续扩大，盈利能力很强。**2019—2021 年，公司工程施工项目经营规模持续扩大，营业总收入及利润总额规模均持续快速增长，年均复合增长率分别为 57.26%和

分析师:

王默璇(登记编号: R0150221070001)

王 聪(登记编号: R0150220120033)

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

78.06%; 公司盈利能力很强。

#### 关注

1. **资产流动性较弱。**公司合同资产规模快速增长,截至2022年3月底,占总资产的比重为36.54%;同时,公司存在较大规模的投资类资产,回收期限长,对资金占用较大,公司资产流动性较弱。
2. **债务负担较重且债务规模增长速度快。**2019—2021年末,公司有息债务规模持续扩张,年均复合增长47.72%。截至2022年3月底,资产负债率和全部债务资本化比率分别为75.22%和52.98%;同时,考虑到发行永续债的影响,公司债务负担较重。
3. **回款效率持续下降,导致对外融资依赖度增强,未来偿债压力可能加大。**2019—2021年,公司现金收入比持续下降,分别为82.91%、69.35%和61.61%。同时,随着公司新签合同额的持续增长,公司或将更加依赖对外融资进行项目投入,未来偿债压力可能加大。

主要财务数据:

| 合并口径            |        |        |        |               |
|-----------------|--------|--------|--------|---------------|
| 项目              | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年<br>3 月 |
| 现金类资产 (亿元)      | 40.82  | 84.30  | 86.64  | 84.51         |
| 资产总额 (亿元)       | 320.61 | 550.81 | 833.87 | 818.88        |
| 所有者权益 (亿元)      | 82.52  | 128.94 | 200.13 | 202.94        |
| 短期债务 (亿元)       | 38.66  | 73.81  | 114.88 | 137.63        |
| 长期债务 (亿元)       | 48.55  | 65.52  | 75.43  | 91.07         |
| 全部债务 (亿元)       | 87.21  | 139.32 | 190.30 | 228.69        |
| 营业总收入 (亿元)      | 232.60 | 344.37 | 575.22 | 105.25        |
| 利润总额 (亿元)       | 10.70  | 18.17  | 33.92  | 3.86          |
| EBITDA (亿元)     | 15.60  | 25.94  | 47.97  | --            |
| 经营性净现金流 (亿元)    | 0.48   | 9.74   | -23.56 | -12.96        |
| 营业利润率 (%)       | 9.03   | 10.16  | 11.54  | 9.54          |
| 净资产收益率 (%)      | 9.93   | 11.44  | 13.75  | --            |
| 资产负债率 (%)       | 74.26  | 76.59  | 76.00  | 75.22         |
| 全部债务资本化比率 (%)   | 51.38  | 51.93  | 48.74  | 52.98         |
| 流动比率 (%)        | 118.10 | 114.55 | 111.04 | 114.49        |
| 经营现金流动负债比 (%)   | 0.26   | 2.78   | -4.24  | --            |
| 现金短期债务比 (倍)     | 1.06   | 1.14   | 0.75   | 0.61          |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 4.70   | 6.02   | 6.39   | --            |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 5.59   | 5.37   | 3.97   | --            |
| 公司本部 (母公司)      |        |        |        |               |
| 项目              | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年<br>3 月 |
| 资产总额 (亿元)       | 71.33  | 118.22 | 178.32 | 160.19        |
| 所有者权益 (亿元)      | 38.78  | 63.00  | 97.47  | 97.16         |
| 全部债务 (亿元)       | 16.51  | 24.83  | 35.66  | 30.70         |
| 营业总收入 (亿元)      | 0.02   | 0.01   | 0.10   | 0.01          |
| 利润总额 (亿元)       | 4.33   | 5.06   | 6.98   | 0.01          |
| 资产负债率 (%)       | 45.63  | 46.71  | 45.34  | 39.35         |
| 全部债务资本化比率 (%)   | 29.86  | 28.27  | 26.79  | 24.01         |
| 流动比率 (%)        | 156.85 | 80.89  | 127.69 | 139.33        |
| 经营现金流动负债比 (%)   | 67.20  | 20.83  | 11.35  | --            |
| 现金短期债务比 (倍)     | 14.90  | 1.77   | 3.59   | 2.13          |

注: 1. 2019-2021 年财务数据取自当年审计报告期末数, 非追溯调整数据; 2. 2022 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化; 3. 本报告合并口径中, 已将公司其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算, 将公司长期应付款和其他非流动负债中带息部分纳入长期债务核算; 4. 本报告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; 5. 除特别说明外, 均指人民币; 6. "--"代表数据不适用

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、2022 年一季度及公司提供资料整理

主体评级历史:

| 信用等级            | 评级展望 | 评级时间       | 项目小组       | 评级方法/模型                                                                                        | 评级报告                 |
|-----------------|------|------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2022/07/08 | 王默璇<br>李 颖 | <a href="#">建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907</a><br><a href="#">建筑与工程企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2019/05/10 | 王金磊<br>张婧茜 | <a href="#">建筑与工程企业主体信用评级方法 (2018 年)</a><br><a href="#">建筑与工程企业主体信用评级模型 (2016 年)</a>           | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA              | 稳定   | 2017/02/24 | 周 旭<br>刘晓亮 | <a href="#">建筑与工程企业主体信用评级模型 (2016 年)</a>                                                       | <a href="#">阅读全文</a> |

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

## 声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”），未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

五、本报告系联合资信接受山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次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。

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。

分析师：王聪  
联合资信评估股份有限公司



# 山东高速路桥集团股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

## 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”），系由丹东化学纤维（集团）有限责任公司（现已注销）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67943.91万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”）100.00%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44070.00万股增至112013.91万股，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。2020年9月18日，公司向山东铁路发展基金有限公司发行20055.18万股股份、向光大金瓯资产管理有限公司发行3008.28万股股份购买资产，新增股份于2020年10月19日在深圳证券交易所上市；同时公司向山东高速集团、山东高速投资控股有限公司（以下简称“高速控股”）、四川交投创新投资发展有限公司（以下简称“交投创投”）、红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）、中国人寿资产管理有限公司（PIPE20）（以下简称“国寿资管”）共发行股份20618.57万股，新增股份于2020年11月24日在深圳证券交易所上市。上述发行完成后，公司共新增股份43682.01万股，公司注册资本由11.20亿元变更为15.57亿元，股本由17.11亿元增加至21.48亿元。2021年，因公司股价上涨，员工行使股权激励机制，公司注册资本及股本进一步增加。公司债券简称“山东路

桥”，证券代码“000498.SZ”。截至2022年3月底，公司注册资本为15.57亿元，股本为21.50亿元<sup>1</sup>，控股股东山东高速集团直接持有公司股权49.78%，并通过下属子公司高速控股间接持有公司5.93%的股权，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”）。

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2022年3月底，公司本部内设15个职能部门，包括办公室、投资发展部、经营开发部和财务管理部（财务共享中心）等；截至2022年3月底，公司合并范围内一级子公司共17家。

截至2021年底，公司合并资产总额833.87亿元，所有者权益200.13亿元（含少数股东权益64.88亿元）；2021年，公司实现营业总收入575.22亿元，利润总额33.92亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额818.88亿元，所有者权益202.94亿元（含少数股东权益65.89亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入105.25亿元，利润总额3.86亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十

1 注册资本与股本的差异原因为：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所持有的路桥集团100.00%股权。此次重大资产重组构成反向购买。依照会计准则公司以路桥集团作为会

计上的母公司编制合并财务报表，模拟增发股本6.73亿元，与合并前路桥集团实收资本10.38亿元合计17.11亿元作为合并财务报表的股本金额列报。

路 14677 号；法定代表人：周新波。

## 二、本期债券概况

### 1. 本期债券概况

公司计划发行山东高速路桥集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 5.00 亿元。本期债券期限为 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。本期债券按年付息，到期一次还本。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行规模不超过 5.00 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还“19 山路 01”本金。

## 三、宏观经济和政策环境分析

### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、

稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

### 二季度经济下行压力进一步加大。

经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。

2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速<sup>2</sup>（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 1 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

| 项目             | 2021 年<br>二季度 | 2021 年<br>三季度 | 2021 年<br>四季度 | 2022 年<br>一季度 | 2022 年<br>二季度 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| GDP 总额（万亿元）    | 28.15         | 28.99         | 32.42         | 27.02         | 29.25         |
| GDP 增速（%）      | 7.90(5.47)    | 4.90(4.85)    | 4.00(5.19)    | 4.80          | 0.40          |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 15.90(6.95)   | 11.80(6.37)   | 9.60(6.15)    | 6.50          | 3.40          |
| 固定资产投资增速（%）    | 12.60(4.40)   | 7.30(3.80)    | 4.90(3.90)    | 9.30          | 6.10          |
| 房地产投资（%）       | 15.00(8.20)   | 8.80(7.20)    | 4.40(5.69)    | 0.70          | -5.40         |
| 基建投资（%）        | 7.80(2.40)    | 1.50(0.40)    | 0.40(0.65)    | 8.50          | 7.10          |
| 制造业投资（%）       | 19.20(2.00)   | 14.80(3.30)   | 13.50(4.80)   | 15.60         | 10.40         |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 23.00(4.39)   | 16.40(3.93)   | 12.50(3.98)   | 3.27          | -0.70         |
| 出口增速（%）        | 38.51         | 32.88         | 29.87         | 15.80         | 14.20         |
| 进口增速（%）        | 36.79         | 32.52         | 30.04         | 9.60          | 5.70          |
| CPI 涨幅（%）      | 0.50          | 0.60          | 0.90          | 1.10          | 1.70          |
| PPI 涨幅（%）      | 5.10          | 6.70          | 8.10          | 8.70          | 7.70          |
| 社融存量增速（%）      | 11.00         | 10.00         | 10.30         | 10.60         | 10.80         |
| 一般公共预算收入增速（%）  | 21.80         | 16.30         | 10.70         | 8.60          | -10.20        |
| 一般公共预算支出增速（%）  | 4.50          | 2.30          | 0.30          | 8.30          | 5.90          |
| 城镇调查失业率（%）     | 5.00          | 4.90          | 5.10          | 5.80          | 5.50          |

<sup>2</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

| 全国居民人均可支配收入增速(%) | 12.00(5.14) | 9.70(5.05) | 8.10(5.06) | 5.10 | 3.00 |
|------------------|-------------|------------|------------|------|------|
|------------------|-------------|------------|------------|------|------|

注: 1.GDP 数据为当季值, 其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算, 同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值; 5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源: 联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端呈底部复苏态势, 消费市场受到疫情冲击较大, 固定资产投资增速小幅回落, 出口整体保持较快增长。**

消费方面, 2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元, 同比下降 0.70%。其中, 餐饮收入同比下降 7.70%, 受疫情冲击较大。投资方面, 2022 年上半年全国固定资产投资(不含农户) 27.14 万亿元, 同比增长 6.10%, 整体呈小幅回落态势。其中, 房地产开发投资持续探底; 基建投资明显发力, 体现了“稳增长”政策拉动投资的作用; 制造业投资仍处高位, 医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面, 出口整体保持较快增长, 呈现出“V”型反转态势。2022 年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元, 同比增长 10.30%。其中, 出口 1.73 万亿美元, 同比增长 14.20%; 进口 1.35 万亿美元, 同比增长 5.70%; 贸易顺差 3854.35 亿美元。

**CPI 各月同比前低后高, PPI 各月同比涨幅持续回落。**

2022 年上半年, CPI 累计同比增长 1.70%, 各月同比增速逐步上行。分项看, 猪肉价格下降带动食品价格同比下降, 汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年, PPI 累计同比增长 7.70%, 受上年同期基数走高影响, 各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄, 价格上涨由上游逐步向下游传导, 中下游企业成本端压力有所缓解, 利润情况有望改善。

**社融总量显著扩张, 政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。**

2022 年上半年, 新增社融规模 21 万亿元, 同比多增 3.26 万亿元; 6 月末社融规模存量同比增长 10.80%, 增速较上年末高 0.50 个百分点。分项看, 上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力, 政府债券净融资同比多增 2.20 万

亿元, 人民币贷款同比多增 6329 亿元, 是社融总量扩张的主要支撑因素; 企业债券净融资同比多增 3913 亿元, 亦对社融总量扩张形成一定支撑; 表外融资收缩态势有所放缓。

**财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。**

2022 年上半年, 全国一般公共预算收入 10.52 万亿元, 按自然口径计算同比下降 10.20%, 主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入, 扣除留抵退税因素后, 上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面, 2022 年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元, 同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障: 科学技术支出增长 17.30%, 农林水支出增长 11.00%, 卫生健康支出增长 7.70%, 教育支出增长 4.20%, 社会保障和就业支出增长 3.60%。

**稳就业压力有所加大, 居民收入增长放缓。**

2022 年上半年, 全国城镇调查失业率均值为 5.70%, 高于上年同期 0.50 个百分点, 未来稳就业压力较大。2022 年上半年, 全国居民人均可支配收入 1.85 万元, 实际同比增长 3.00%; 全国居民人均消费支出 1.18 万元, 实际同比增长 0.80%, 居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**保持经济运行在合理区间, 力争实现最好结果。**

2022 年 7 月 28 日, 中共中央政治局召开会议, 部署下半年的经济工作。会议强调, 要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求, 巩固经济回升向好趋势, 着力稳就业、稳物价, 保持经济运行在合理区间, 力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足, 用好地方政府专项债券资金, 支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕, 加大对企业的信贷支持, 用好政策性银行新增信贷



和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。

2022 年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以 4 月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 建筑行业分析

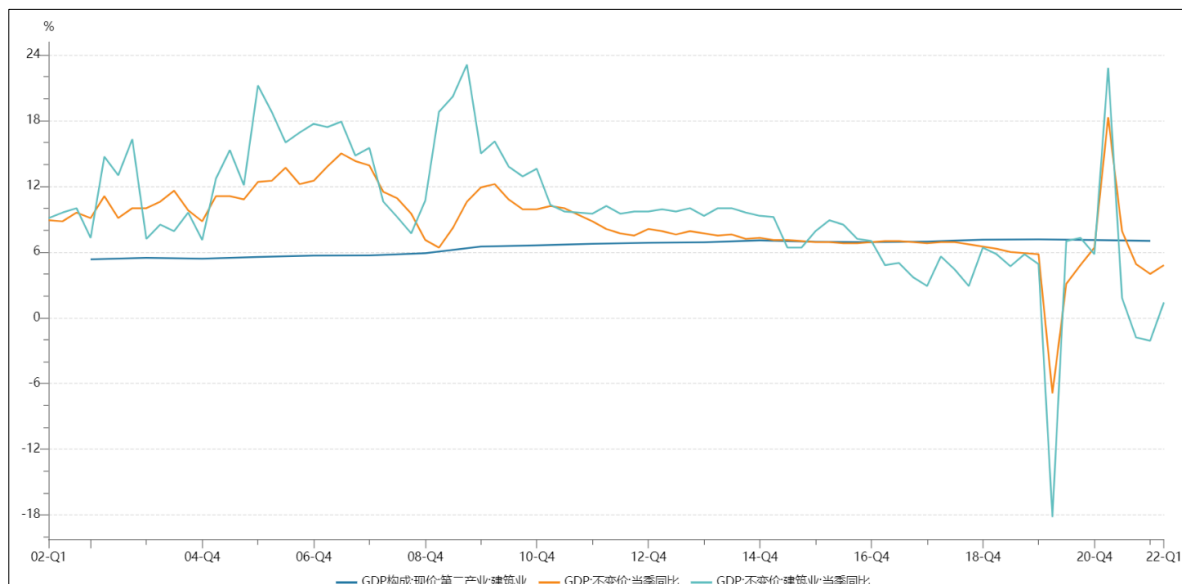
##### (1) 建筑业发展概况

建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大。未来，在经济增速下行的背景下，建筑业增速或将持续放缓。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。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。受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大。2021 年以来，建筑业增加值单季增速持续下降，一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为 22.80%、1.80%、-1.80% 和 -2.10%，三季度和四季度增速同比均呈现负增长。2022 年一季度增速由负转正，为 1.40%，但仍未回到疫情前增长态势，建筑业增速或将持续放缓。

从建筑业对 GDP 增长的贡献情况来看，自 2011 年以来，建筑业增加值占 GDP 的比例始终保持在 6.75% 以上，2020 年创历史新高，为 7.18%，2021 年为 7.01%。2022 年一季度，建筑业实现增加值 13029.00 亿元，占 GDP 比例下降至 4.82%。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况



资料来源：Wind 数据

##### (2) 上游原材料供给及下游需求

2021 年，随着复产复工带动下游需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但 10 月底以

来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

建筑施工企业的上游原材料主要为各类建

材,其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过 30%,因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。

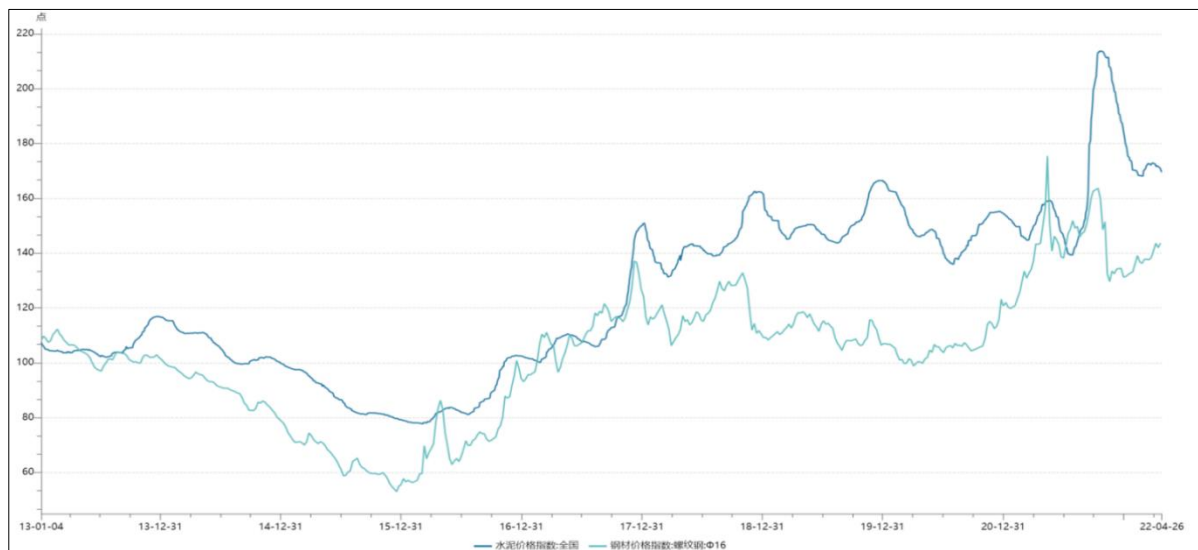
水泥价格方面,随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进,水泥价格逐步上行。2021 年初水泥价格整体季节性下降,3 月下旬开始随需求上涨价格有所回升,5 月后进入淡季,价格进入了较长的下行区间;8 月后需求上涨,但供给受能耗双控等政策性因素影响而下降,同时叠加煤炭价格大幅上涨,水泥价格上涨至历史新高;10 月底以来,受需求下降及煤炭价格大幅下调影响,水泥价格持续下降。

钢材价格方面,受钢铁企业内部的“降本增效”和“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导,钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2021

年,钢铁供需两端均呈现先增后降态势,钢材价格呈现先升后降、大幅波动态势。具体来看,一季度钢材价格开启上涨态势;二季度环保限产,同时叠加下游用钢需求和投机需求旺盛,供需紧张推动钢材价格持续上涨;此后,随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓,钢材价格有所回落,但由于原材料焦炭价格快速攀升至历史高位,对钢材价格形成一定支撑;10 月底以来,焦炭价格在政府干预下明显下降,同时叠加用钢需求下降,钢材价格大幅回落,但仍高于上年同期水平。

总体来看,水泥、钢铁价格波动较大,2021 年以来随着经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升,水泥、钢铁价格快速回暖,但 10 月底以来价格均出现回落。未来,水泥及钢材价格或将高位波动。

图 2 水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源:wind 数据

**2021 年,房地产开发投资和基建投资增速均有所回落。房地产开发投资和拿地支出继续下降,回落趋势受政策调控影响或将延续;基建投资作为“稳增长”的重要抓手,投资增速或将保持较高水平。**

2021 年,全国完成房地产开发投资 147602.08 亿元,同比增长 4.40%,增速较上年下降 2.6 个百分点,增速低于固定资产投资整体增速 0.5 个百分点,增速下降明显,创 2016 年以来增速新低。2022 年一季度,房地产开发投资增速进一步下降至

0.70%,增速低于固定资产投资整体增速 8.6 个百分点,房地产开发投资对固定资产投资的拉动作用明显弱化。同时,房地产新开工面积增速出现负增长,2021 年和 2022 年一季度增速分别为-11.40%和-17.50%,增速进一步下降。从拿地情况来看,2021 年购置土地面积同比下降 15.50%,2022 年一季度同比下降 41.80%,房企拿地热情继续低迷。从销售情况来看,2021 年商品房销售面积和销售额分别同比增长 1.90%和 4.80%,增速较上年分别下降 0.7 个百分点和 3.9 个百分点,2022 年一季度商品房销售

面积和销售额增速均由正转负，增速分别为-13.80%和-22.70%。

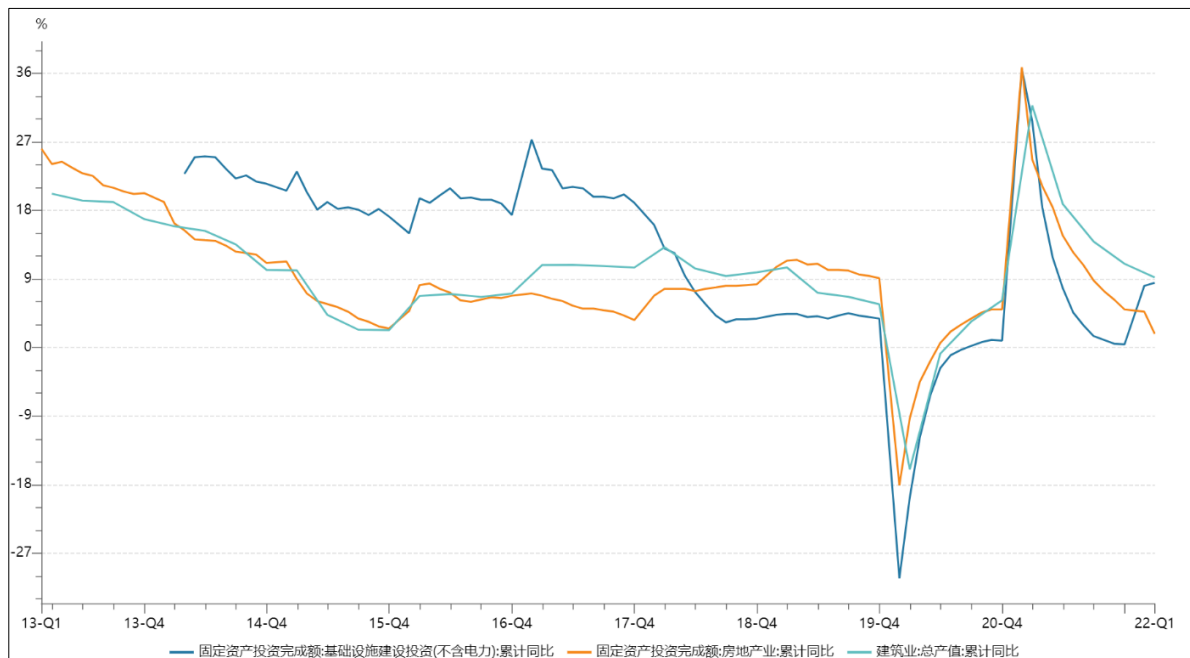
2021 年以来，房地产开发行业出现基本面明显弱化的情况，虽然 2021 年底调控政策有所松动，但高债务压力使得房地产行业流动性仍然承压，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题，并且拿地和销售数据继续走弱对未来新开工面积形成较大抑制，房地产开发投资或将延续下行趋势。

2021 年，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 0.40%，增速较上年小幅下降 0.5 个百分点；2022 年一季度增速回升明显，为 8.50%，

主要由于“稳增长”政策发力，财政支持资金到位。2022 年宏观政策定调为稳健有效，国民经济稳字当头，实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2022 年一季度人民贷款增加值为 8.34 万亿元，同比增加 6636.00 亿元；一季度社会融资规模量累计为 12.06 万亿元，累计增速为 18.00%，其中政府债券累计增速为 140.00%。

受益于资金面回暖及政策支持，2022 年基建投资将成为“稳增长”的重要抓手，投资增速或将保持较高水平。

图3 基础设施建设、房地产投资和建筑业总产值增速情况



资料来源: wind 数据

### (3) 建筑施工行业竞争态势分析

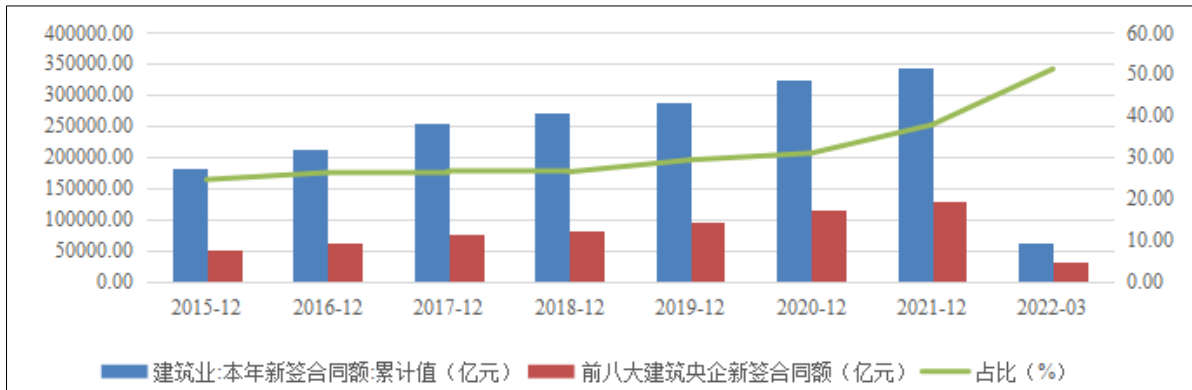
在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

在国内面临三重压力，国际环境更趋复杂严峻和不确定性增加的背景下，2021 年下半年以来，我国经济显著下行，三大需求均呈现收缩态势。政府工作报告提出 2022 年 GDP 增长 5.5%左右的目标，为近 30 年来最低的预期目标。

在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求

驱动的行业，整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。从全国建筑企业新签合同数据来看，行业集中持续提升。近年来，前八大建筑施工央企新签合同额占全国建筑业新签合同额比重持续提升，2021 年比重为 37.88%，2022 年一季度进一步上升至 51.30%。未来，“稳增长”行情将依旧围绕建筑央企展开，建筑央企经营呈现较强韧性。2022 年一季度，央企新签订单在基建投资回暖的带动下有所改善，也侧面反应了基建需求的改善，预计未来建筑业市场份额将继续向央企集中。

图4 前八大建筑央企新签合同额占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

#### (4) 建筑施工行业发展趋势

2021年以来，全国经济在受到疫情冲击之后持续修复但整体下行压力不减，建筑业增速继续走低，行业增加值占国内生产总值的比重有所下降。短期来看，房地产投资回落趋势或将延续，基建投资作为“稳增长”重要抓手增速或将保持较高水平，基建领域将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看，在经济增速持续下行的压力下，建筑行业集中度将进一步提升，但建筑业未来增速或将持续放缓。

#### 2. 区域经济概况

**2019—2021年，山东省经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。**

山东省是中国经济最发达和经济实力最强的省份之一，也是发展较快的省份之一，2007年以来经济总量稳居全国第3位。

2019—2021年，山东省分别完成地区生产总值71067.53亿元、73129.00亿元和83095.90亿元；按可比价格计算，增速分别为5.50%、3.60%和8.30%。产业结构方面，2021年，山东省第一产业增加值6029.00亿元，同比增长7.50%；第二产业增加值33187.20亿元，同比增长7.20%；第三产业增加值43879.70亿元，同比增长9.20%。三次产业结构由2020年的7.4:39.1:53.5调整为7.3:39.9:52.8。

固定资产投资方面，2019—2021年，山东省固定资产投资增速分别为-8.40%、3.60%和6.00%。2021年，山东省固定资产三次产业投资构成为

1.9:32.4:65.7。重点投资领域中，民间投资增长8.20%，占固定资产投资的比重为65.20%，同比提高1.30个百分点；制造业投资增长13.10%，占固定资产投资的比重为27.50%，同比提高1.70个百分点；高新技术产业投资增长11.60%，高于工业投资增速1.80个百分点。

2021年，山东省建筑业总产值16412.0亿元，同比增长9.80%。具有总承包或专业承包资质的有工作量建筑业企业9297家，同比增加1216家。其中，国有及国有控股企业652家，增加70家。

2021年，山东省房地产开发投资9819.70亿元，同比增长3.90%。其中，住宅投资7694.50亿元，同比增长5.50%。商品房施工面积82771.70万平方米，同比增长3.70%。其中，住宅施工面积60712.60万平方米，同比增长3.10%。商品房销售面积14272.80万平方米，同比增长7.50%。其中，住宅销售面积12632.00万平方米，同比增长6.10%。商品房销售额12155.60亿元，同比增长9.90%。其中，住宅销售额11044.10亿元，同比增长9.20%。

#### 五、基础素质分析

##### 1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本为15.57亿元，股本为21.50亿元。公司控股股东为山东高速集团，直接持有公司49.78%的股权，并通过下属子公司高速控股间接持有公司5.93%的股权；实际控制人为山东省国资委。



## 2. 企业规模和竞争力

公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司,在山东省路桥建设领域市场占有率高。公司有一定技术优势且资质齐全、施工经验丰富,整体施工实力强。

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主要负责山东省交通基础设施领域的投资、建设、运营和管理,公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司,在山东省路桥建设领域市场占有率高。

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“路桥养护公司”)进行。

路桥集团拥有公路工程施工总承包特级以及市政公用工程施工总承包特级资质,公路行业工程设计甲级、市政行业工程设计甲级、建筑工程施工总承包壹级等资质。2021年,公司新增水利行业的相关资质,提升了公司在施工设计勘察领域的竞争优势。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、阿尔及利亚和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。路桥养护公司具有公路工程施工总承包壹级资质、公路路基工程专业承包壹级资质、公路交通工程专业承包交通安全设施分项资质、桥梁工程专业承包贰级资质、公路路面工程专业承包壹级资质、特种专业工程专业承包资质(结构补强限桥梁工程)资质及钢结构工程专业承包叁级资质。公司在路桥养护业务上具备一定的技术优势,市场竞争力优势明显,同时成立了技术中心负责科研工作,围绕重点建设工程项目的需要开展施工技术、施工工艺研究,未来公司的路桥养护技术和设备有望进一步提升其市场竞争力。

公司先后六次获国家建筑工程最高奖鲁班

奖,三次获詹天佑奖,五次获国家优质工程金质奖、两次获国家科技进步奖。截至2021年底,公司共拥有各级研发平台33家,其中1家国家级、14家省级科研平台;公司累计荣获各级科学技术奖96项;拥有国家级工法及省部级工法180项;专利授权754项,其中发明专利105项。公司整体施工实力强。

## 3. 人员素质

公司高层管理人员均具有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。近年来,公司高级管理人员变动较为频繁。

根据《山东高速路桥集团股份有限公司2020年年度报告》,周新波先生因工作变动辞职不再担任公司董事长;王振江先生辞去总经理职务,经董事会选举,担任公司董事长;林存友先生由副总经理改任公司总经理并被选举为董事;赵明学先生被聘任为副总经理兼董事会秘书,并被选举为董事。

公司于2021年7月22日发布了《山东高速路桥集团股份有限公司第九届董事会第二十四次会议决议公告》(以下简称“公告”),根据公告,因公司原董事长王振江先生辞去公司董事长职务,选举周新波先生为公司第九届董事会董事长,任期至本届董事会任期届满。

截至2022年3月底,公司高级管理人员3名,包括总经理1名,副总经理1名,总会计师1名。

周新波先生,1967年12月生,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;现任山东高速集团总工程师、党委委员,公司董事长、党委书记。

林存友先生,1969年10月生,博士研究生学历,工程技术应用研究员;曾任中铁十四局集团第四工程有限公司副总经理,中铁十四局集团有限公司(以下简称“中铁十四局”)沪昆客专湖南段项目经理,中铁十四局黔张常铁路项目经理,公司副总经理;现任公司董事、总经理。

赵明学先生，1978 年 9 月生，本科学历，高级会计师，注册会计师，注册税务师；曾任山东高速青岛公路有限公司计划财务处副处长，山东高速集团计划财务部职员、业务经理，山东高速集团资金结算中心主任；现任公司董事会秘书、副总经理。

裴仁海先生，1972 年 9 月生，硕士研究生学历，高级会计师、注册会计师；曾任公司财务管理部副经理、经理，山东高速集团计划财务部副部长，山东高速光控产业投资基金管理有限公司董事、财务总监、财务部经理；现任公司总会计师。

截至 2022 年 3 月底，公司共有在职职工 25371 人。从专业构成看，生产人员占 55.53%、技术人员占 32.77%、财务人员占 3.63%、行政人员占 8.07%；从学历构成看，硕士及以上学历占 2.91%、本科学历占 38.21%、大专及以下学历占 58.88%。

截至 2022 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员均已到位，公司法人治理结构较为完善，运行情况良好。

#### 4. 企业信用记录

**公司本部存在的不良类和关注类贷款均为历史遗留问题。公司本部及重要子公司本部债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。**

根据中国建设银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9137000012010586X8），截至 2022 年 10 月 14 日，公司本部已结清信贷中有 2 笔不良类和 35 笔关注类贷款，7 笔不良/违约类银行承兑汇票，1 笔不良/违约类信用证；公司未结清信贷中有 56 笔不良类贷款，逾期本金 2.04 亿元，欠息余额 0.83 亿元，以上信息均为原借壳上市公司丹东化纤破产重组的遗留问题。

根据中国建设银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000163048885W），截至 2022 年 10 月 10 日，重要子公司路桥集团本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，存在一条强制执行记录。

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

## 六、管理分析

**公司作为上市公司，内部建立了相对完善的企业法人治理结构，并且设立了较完善的财务会计管理制度、风险管理制度和重大事项决策制度，针对各业务领域的不同特点制定了严格的内部控制制度和业务流程，可满足公司日常经营和管理的需求。**

### 1. 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，股东大会系公司的权力机构。公司设董事会，董事会成员 10 人，对股东大会负责。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。董事在任期届满以前，股东大会不得无故解除其职务。董事任期从就任之日起计算，至本届董事会任期届满时为止。董事任期届满未及时改选，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规、部门规章和本章程的规定，履行董事职务。董事可以由总经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任总经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 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，总理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。

截至 2022 年 5 月底，公司董事、监事及高级管理人员均已到位，公司法人治理结构完善，运行情况良好。

## 2. 管理水平

公司在财务、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，建立了较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，由公司财务管理部门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，公司制定了较完善的《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，公司安全质量环保监督部、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，按交易额分别交由独立董事、董事会、股东大会审议，严禁越权审批。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**2019—2021 年，公司经营规模持续扩大，营业总收入持续快速增长，综合毛利率持续增长，主要系路桥工程施工板块收入和毛利率持续增长所致。公司在华东地区的收入占比最大，海外业务逐步拓展。**

公司营业总收入主要来自路桥工程施工板块。从收入构成来看，2019—2021 年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长 57.26%，路桥工程施工业务收入占比保持在 85.00%以上。2021 年，公司营业总收入同比增长 67.03%，主要系路桥工程施工业务增长所致。2019—2021 年，路桥养护施工板块收入占比波动上升；公司其他板块主要包括商品混凝土加工销售、周转材料及设备租赁销售、工程设计咨询三类业务，2019—2021 年，其他板块收入占比波动上升。

表 2 公司营业总收入构成及毛利率情况

| 项目       | 2019 年     |           |            | 2020 年     |           |            | 2021 年     |           |            | 2022 年 1—3 月 |           |            |
|----------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|--------------|-----------|------------|
|          | 收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 收入<br>(亿元)   | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) |
| 路桥工程施工板块 | 212.87     | 91.51     | 8.66       | 297.54     | 86.40     | 10.03      | 518.66     | 90.17     | 11.22      | 95.87        | 91.09     | 9.55       |
| 路桥养护施工板块 | 11.22      | 4.82      | 8.25       | 24.31      | 7.06      | 12.82      | 31.60      | 5.49      | 13.75      | 2.43         | 2.31      | 5.81       |
| 其他板块     | 8.52       | 3.66      | 26.04      | 22.52      | 6.54      | 12.30      | 24.96      | 4.34      | 20.74      | 6.94         | 6.60      | 16.30      |



|    |        |        |      |        |        |       |        |        |       |        |        |      |
|----|--------|--------|------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|------|
| 合计 | 232.60 | 100.00 | 9.28 | 344.37 | 100.00 | 10.37 | 575.22 | 100.00 | 11.77 | 105.25 | 100.00 | 9.91 |
|----|--------|--------|------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|------|

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

从毛利率方面来看，2019—2021 年，公司综合毛利率持续增长，主要系路桥施工板块毛利率持续增长所致。

从区域分布情况来看，公司业务已立足全国，并逐步向安哥拉、阿尔及利亚、越南和孟加拉等海外市场发展。2019—2021 年，公司在华东地区业务收入规模最大，占营业总收入比重分别为 83.49%、72.56%和 73.20%，呈波动下降趋势。2019—2021 年，公司海外地区业务收入占营业总收入比重分别为 6.81%、4.13%和 5.29%。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 105.25 亿元，相当于 2021 年全年的 18.30%，主要系路桥业务规模继续扩大所致；同期，公司综合毛利率 9.91%。

## 2. 业务经营分析

### (1) 路桥工程施工板块

**2019—2021 年，公司路桥工程施工业务快速发展，规模持续扩大，客户主要为山东高速集团及其子公司，在手未完工合同额充足，对未来收入形成有力支撑。同时，一体化项目和 PPP 项目回款周期长，公司在建项目规模较大，存在较大资金支出压力。**

公司路桥工程施工业务主要由路桥集团负责，主要业务模式包括工程总承包合同模式和融资合同模式。其中，工程总承包模式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。融资合同模式是指公司向发包人提供工程施工和融资服务，公司负责工程建设施工，同时为发包人提供项目融资，通过项目运营收入或业主回购收回投资。公司涉及的融资合同模式主要为 PPP 项目、入股-施工一体化项目和投资-施工一体化项目（以下简称“一体化项目”）等。

公司 PPP 项目系公司作为社会资本方与当地政府合作成立项目公司（公司一般为控股股东），公司按照所持项目股份出资。项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等，特许运

营期满后项目移交给政府或政府指定机构运营。运营期内，政府方根据事先签订的政府购买协议分期向项目公司支付项目运营分红。PPP 项目周期较长，公司将控股的 PPP 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”或“其他非流动金融资产”，将进入运营期的 PPP 项目收入计入“营业收入”。

一体化项目是指业主方为解决项目建设融资问题，在项目招标环节中设置施工单位参与投资并承担施工任务的项目。公司作为施工单位通过投标承揽基础设施项目施工任务，同时需自行或指定合作方出资入股项目公司或认购基金份额等，按照合同约定的方式和时间获取投资收益。公司采用一体化的项目主要集中在山东省，业主方为山东高速集团。公司对项目公司的出资一般分为两期到位，第一期为施工合同签署且项目公司完成注册起 5 个工作日内，金额为投标人投资额的 50.00%，第二期为开工之日起 1 年内，拨付剩余的 50.00%。公司参与入股-施工一体化项目，普遍采用“2+3”或“3+3”模式，即前 2 年或 3 年为项目建设期，待项目完成后 3 年完成前期出资的退出。公司在出资前已签署相应退出方式，回款风险较低。公司在中标后与招标人山东高速集团签署投资合作协议和工程施工总承包协议。公司以委托信托机构或发起设立基金方式和山东高速集团成立项目公司，由公司或公司指定的机构将资金通过信托机构的专项资管计划或发行的基金产品投入到项目公司，获得投资回报；同时签订工程施工合同，赚取施工利润。公司参与入股-施工一体化项目前，通过与项目公司签署《股东协议》等方式约定出资比例、出资时间、出资享有的固定收益率及退出方式等要素。由于此类出资公司享有固定收益，且在项目公司无表决权，故公司将此类资产计入“债权投资”“其他权益工具投资”“长期股权投资”及“其他非流动金融资产”科目核算。盈利来源主要为路桥施工业务利润及项目投资收益。

工程回款方面，公司采用完工百分比法确认



工程收入，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10.00%），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。工程项目完工后，由业主和监理方验收合格交付使用，工程质保期一般为两年。质保期结束后，业主将暂扣的约5.00%~10.00%的质保金返还给施工方。

项目承接方面，2019年9月，中共中央、国务院发布《交通强国建设纲要》，控股股东山东高速集团为贯彻落实山东省建设交通强国战略，加快补齐基础设施短板，完善高速公路网，在项目承接方面持续给予公司有力的支持。2019—2021年，公司新签合同金额分别为302.30亿元、701.46亿元和1010.40亿元，年均复合增长82.82%，呈持续大幅增长趋势。公司新签合同额

中，新签一体化项目的合同金额占比持续上升。同时，公司利用上市公司平台优势，向城市综合开发、轨道交通和河道疏浚、污水处理等领域加大投入力度，并获得较好的成效。此外，公司持续通过招投标方式承接海外业务，整体规模不大。

截至2021年底，公司在手合同共258个，未完成合同金额968.70亿元。截至2022年3月底，公司在手未完工项目的合同金额为1009.50亿元，较2020年底增长103.00%，公司在手合同额充足，业务持续性很强，对公司未来收入形成有力支撑。

2019—2021年，公司路桥工程施工业务收入持续大幅增长，其中，一体化项目收入占比持续上升。同期，该板块毛利率持续增长，主要系一体化项目收益较高所致。

表3 公司路桥工程施工项目合同签订情况

| 项目              | 2019年  | 2020年  | 2021年   | 2022年1—3月 |
|-----------------|--------|--------|---------|-----------|
| 当期新签施工建设合同数量（个） | 213    | 419    | 450     | 107       |
| 当期新签合同金额（亿元）    | 302.30 | 701.46 | 1010.40 | 75.07     |
| 期末在手合同数量（个）     | 93     | 149    | 258     | 316       |
| 期末在手合同金额（亿元）    | 210.48 | 497.30 | 968.70  | 1009.50   |

资料来源：公司提供

表4 截至2022年3月底公司主要在建工程总承包施工项目情况

| 项目名称                       | 项目业主方                | 合同总金额（万元）  | 累计确认收入（万元） | 累计回款金额（万元） |
|----------------------------|----------------------|------------|------------|------------|
| 济南绕城高速二环线西环段工程设计施工总承包项目一标段 | 山东高速建设管理集团有限公司       | 1255171.00 | 480655.69  | 452162.38  |
| 济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段工程施工     | 山东高速建设管理集团有限公司       | 529587.00  | 418013.42  | 235018.30  |
| 济南至高青高速公路路桥工程四合同项目         | 山东高速济高高速公路有限公司       | 189388.00  | 144115.22  | 125543.61  |
| 京台高速济南至泰安段改扩建工程            | 山东高速股份有限公司           | 130881.00  | 154158.87  | 144382.57  |
| 新建潍坊至烟台铁路站前工程 WYTLG-1 标段   | 济青高速铁路有限公司           | 209591.00  | 114164.84  | 87668.60   |
| G4216 线金阳至宁南高速公路           | 四川沿江金宁高速公路有限公司宁南分公司  | 121317.00  | 49068.35   | 10000.00   |
| 孟加拉达卡机场高架快速路项目             | 第一达卡高架高速公路（FDEE）有限公司 | 375872.66  | 137189.42  | 71030.41   |
| 济南至高青高速公路工程施工二标段           | 山东高速济高高速公路有限公司       | 171730.00  | 119614.62  | 110342.04  |
| 济南轨道交通4号线一期工程11工区项目        | 济南轨道交通集团建设投资有限公司     | 54681.00   | 3060.84    | 1868.45    |
| 淄博市城市快速路网鲁泰大道快速路建设项目       | 淄博市城市资产运营有限公司        | 552900.00  | 191157.45  | 119915.20  |
| 合 计                        | --                   | 3591118.66 | 1811198.72 | 1357931.56 |

资料来源：公司提供

表 5 截至 2022 年 3 月底公司主要一体化路桥工程项目情况

| 项目名称                                       | 合同金额<br>(万元)                  | 开工日期    | 工期     | 工程进度<br>(%) | 公司资本金<br>出资额<br>(万元) | 已投资本金<br>额(万元)    | 确认施工收入<br>(万元)    | 施工回款<br>(万元)      |
|--------------------------------------------|-------------------------------|---------|--------|-------------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 京沪高速公路莱芜至临沂<br>(鲁苏界)段改扩建工程<br>项目施工二标段      | 269581.00                     | 2018/03 | 40 个月  | 98.09       | 53900.00             | 0.00 <sup>3</sup> | 220947.27         | 179100.53         |
| 京台高速公路泰安至枣庄<br>(鲁苏界)段改扩建工程<br>项目主体工程施工第四标段 | 236520.00                     | 2019/06 | 42 个月  | 97.68       | 23900.00             | 0.00 <sup>4</sup> | 193033.74         | 150285.29         |
| 京台高速公路泰安至枣庄<br>(鲁苏界)段改扩建工程<br>项目主体工程施工第五标段 | 391597.00                     | 2019/06 | 42 个月  | 99.89       | 117500.00            | 117500.00         | 334640.38         | 328705.70         |
| 潍坊至青岛公路及连接线<br>工程施工三标段                     | 154287.00                     | 2020/09 | 36 个月  | 53.68       | 22041.00             | 0.00              | 67510.40          | 72127.16          |
| 潍坊至青岛公路及连接线<br>工程施工四标段                     | 94746.00                      | 2020/09 | 36 个月  | 69.27       | 13600.00             | 0.00              | 99208.20          | 83564.21          |
| 潍坊至青岛公路及连接线<br>工程施工五标段                     | 67005.00                      | 2020/09 | 36 个月  | 67.53       | 9600.00              | 0.00              | 73835.33          | 67372.75          |
| 潍坊至青岛公路及连接线<br>工程施工六标段                     | 314678.00                     | 2020/09 | 36 个月  | 67.14       | 44954.00             | 0.00              | 159728.39         | 125253.67         |
| 济南至潍坊高速公路工程<br>(JWSG-5)                    | 95750.12                      | 2020/11 | 1095 天 | 62.05       | 14500.00             | 14500.00          | 55328.92          | 39036.93          |
| 济南至潍坊高速公路工程<br>(JWSG-6)                    | 310677.16                     | 2020/11 | 1095 天 | 38.54       | 27400.00             | 27400.00          | 119725.16         | 116008.27         |
| 济南至潍坊高速公路工程<br>(JWSG-7)                    | 288820.48                     | 2020/11 | 1095 天 | 58.26       | 41300.00             | 41300.00          | 137487.54         | 121657.32         |
| 济南至潍坊高速公路工程<br>(JWSG-8)                    | 170058.72                     | 2020/11 | 1095 天 | 59.50       | 36800.00             | 36800.00          | 91547.84          | 66967.62          |
| 临淄至临沂高速公路工程<br>(LLSG-1)                    | 235908.00                     | 2021/03 | 1095 天 | 17.07       | 33800.00             | 33800.00          | 36943.27          | 31530.61          |
| 临淄至临沂高速公路工程<br>(LLSG-2)                    | 259081.88                     | 2021/03 | 1095 天 | 43.21       | 37100.00             | 37100.00          | 98129.45          | 35565.49          |
| 临淄至临沂高速公路工程<br>(LLSG-3)                    | 243826.89                     | 2021/01 | 1095 天 | 37.27       | 34900.00             | 34900.00          | 80052.85          | 41638.78          |
| 临淄至临沂高速公路工程<br>(LLSG-4)                    | 192214.86                     | 2021/03 | 1095 天 | 37.29       | 27500.00             | 27500.00          | 64100.41          | 24053.53          |
| 明村至董家口公路工程施工<br>(第二合同段)                    | 181665.59                     | 2021/05 | 36 个月  | 26.39       | 36333.00             | 18166.60          | 40602.26          | 25559.28          |
| 明村至董家口公路工程施工<br>(第三合同段)                    | 109696.58                     | 2021/05 | 36 个月  | 17.31       | 21939.32             | 10969.70          | 16549.64          | 13676.62          |
| 明村至董家口公路工程施工<br>(第四合同段)                    | 263791.00                     | 2021/03 | 36 个月  | 23.28       | 52758.20             | 26379.10          | 57754.33          | 33696.24          |
| 济南绕城高速公司二环线<br>北环段工程施工(第一标段)               | 195769.00                     | 2021/05 | 1460 天 | 8.33        | 39154.00             | 19577.00          | 14251.58          | 9788.45           |
| 济南绕城高速公司二环线<br>北环段工程施工(第四标段)               | 189846.00                     | 2021/05 | 1460 天 | 6.00        | 27514.29             | 27514.29          | 10388.29          | 9492.30           |
| <b>合 计</b>                                 | <b>4265520.28<sup>5</sup></b> | --      | --     | --          | <b>716493.81</b>     | <b>473406.69</b>  | <b>1971765.25</b> | <b>1575080.75</b> |

注：已投资金额为公司为在融资合同模式下支付的项目资本金

资料来源：公司提供

表 6 截至 2022 年 3 月底公司主要在建 PPP 项目情况

| 项目名称                       | 项目业主方       | 建设<br>周期 | 项目总投资<br>(亿元) | 社会资本方<br>总投资金额<br>(亿元) | 已投资本金<br>额(亿元) | 是否<br>并表 |
|----------------------------|-------------|----------|---------------|------------------------|----------------|----------|
| 高密市 2017—2018 年城建工程 PPP 项目 | 高密市住房和城乡建设局 | 3.5 年    | 10.67         | 10.67                  | 4.69           | 是        |
| 石城县工业园建设 PPP 项目            | 石城县工业园区管委会  | 3 年      | 10.26         | 10.26                  | 0.95           | 是        |

<sup>3</sup> 此项目资本金由公司指定第三方出资，公司仍为施工方，出资方享受项目公司收益分红。

<sup>4</sup> 此项目资本金由公司指定第三方出资，公司仍为施工方，出资方享受项目公司收益分红。

<sup>5</sup> 合同额中包括其他出资方

|                                                    |             |     |       |       |       |    |
|----------------------------------------------------|-------------|-----|-------|-------|-------|----|
| 连城县市政基础设施 PPP 项目                                   | 连城县住房和城乡建设局 | 3 年 | 5.58  | 5.58  | 5.09  | 是  |
| 会东县绕城公路工程、会东县城南新区规划道路（主干道除外）工程、会东县老城区道路改造工程（PPP）项目 | 会东县交通运输局    | 2 年 | 7.96  | 7.96  | 4.06  | 是  |
| 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            | 兴山县交通运输局    | 3 年 | 10.71 | 10.71 | 4.62  | 是  |
| 省道 103 线青神至五通桥段公路工程乐山段                             | 乐山市交通委员会    | 3 年 | 2.48  | 2.48  | 0.35  | 是  |
| 漳浦县公路建设改造项目                                        | 漳浦县交通运输局    | 2 年 | 5.26  | 5.47  | 1.62  | 是  |
| 龙泉驿区西江河流域水环境综合整治项目二期 PPP 项目                        | 成都市龙泉驿区水务局  | 2 年 | 25.62 | 2.18  | 0.34  | 否  |
| 阆中国道 212 线苍溪回水至阆中双龙段公路（阆中段）PPP 项目                  | 阆中市交通运输局    | 3 年 | 14.00 | 3.10  | 1.50  | 是  |
| 莱阳市东部城区基础设施建设 PPP 项目                               | 莱阳市住房和城乡建设局 | 3 年 | 6.49  | 1.17  | 0.00  | 是  |
| 合计                                                 | --          | --  | 99.03 | 59.58 | 23.22 | -- |

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建工程施工总承包项目合同金额合计 359.11 亿元，累计确认收入 181.12 亿元，累计收到回款 135.79 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司主要一体化项目合同金额合计 426.55 亿元。其中，公司资本金投资额合计为 71.65 亿元，已投资本金金额为 47.34 亿元；施工部分累计确认收入 197.18 亿元，累计施工回款 157.51 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建 PPP 项目总投资 99.03 亿元，其中社会资本方总投资金额 59.58 亿元，已投资 23.22 亿元。2021 年，公司进入运营期的 PPP 项目合计实现营业收入 0.22 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司已完工进入运营期的 PPP 项目有 11 个。公司 PPP 项目回款期限长，且需关注公司 PPP 项目的运营风险。整体看，公司在建项目规模较大，资金支出压力较大。

## （2）路桥养护施工板块

**2019—2021 年，公司路桥养护施工板块收入及毛利率持续增长，路桥养护施工业务规模较小。**

公司路桥养护施工业务主要由路桥养护公司负责。业务内容包括日常维修保养、临时抢修项目和翻修改建。其中，日常维修保养工程主要签署常年合同，合同期限 1 年至数年不等，是路桥养护公司收入的主要来源；临时抢修项目、返修改建项目主要通过单个项目竞标获得，工期根据具体养护维护内容确定。

2019—2021 年，公司路桥养护施工业务收入及毛利率均持续增长，占营业总收入比重波动上升，整体规模较小。2021 年，公司路桥养护施工业务收入为 31.60 亿元，同比增长 29.99%；毛利率 13.75%，同比增长 0.93 个百分点。2022 年 1—3 月，路桥养护施工业务收入为 2.43 亿元，毛利率为 5.81%。

## 3. 关联交易

**公司关联交易规模较大，但 2019—2021 年对关联方依赖持续下降。关联交易均遵循相关文件规定，履行了信息披露义务。**

公司与山东高速集团（公司控股股东）、山东高速股份有限公司（其他关联法人）以及山东高速济泰城际公路有限公司（其他关联法人）等关联方的交易规模较大。2019—2021 年，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的项目收入占比分别为 46.96%、45.09%和 44.53%。公司来自关联方的收入占比较高，但呈逐年下降趋势。公司非关联方主要为政府机构，如泰安市住房和城乡建设局、呼和浩特市市政监督管理局等。

2012 年 6 月，山东高速集团对与公司的关联交易做出承诺，山东高速集团及其控制的其他企业与公司发生必要之关联交易，将严格遵循市场原则和公平、公正、公开的原则，按照公司《公司章程》和《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规范性文件规定，遵循审议程序、履行信息披露义务，从制度上保证公司的利益不

受损害，保证不发生通过关联交易损害公司及广大中小股东权益的情况。

#### 4. 经营效率

2019—2021 年，公司应收账款周转能力尚可，存货周转能力一般，整体经营效率表现一般。

2019—2021 年，公司销售债权周转次数持续增长，分别为 4.20 次、5.14 次和 6.70 次；存货周转次数持续下降，分别为 2.49 次、2.13 次和 1.89 次；总资产周转次数保持相对稳定，分别为 0.83 次、0.79 次和 0.83 次。

总体看，公司应收账款周转能力尚可，存货周转能力一般，整体经营效率表现一般，在行业内处于中游水平。

表7 2021年同行业公司经营对比

| 公司名称 | 销售债权周转次数（次） | 存货周转次数（次） | 总资产周转次数（次） |
|------|-------------|-----------|------------|
| 山西路桥 | 4.07        | 3.31      | 0.24       |
| 四川路桥 | 5.59        | 2.53      | 0.68       |
| 浙江建投 | 2.92        | 4.23      | 1.02       |
| 北京路桥 | 2.84        | 2.60      | 0.68       |
| 公司   | 6.70        | 1.89      | 0.83       |

注：1. 上述公司存货周转次数均已考虑合同资产；2. 山西路桥指“山西路桥建设集团有限公司”；四川路桥指“四川路桥建设集团股份有限公司”；浙江建投指“浙江省建设投资集团股份有限公司”；北京路桥指“北京市政路桥股份有限公司”

资料来源：联合资信根据公开资料整理

#### 5. 未来发展

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

未来，公司首先将进一步扩大路桥工程、养护业务市场和竞争优势，铁路工程、港航工程同属大交通基建领域，利用资源优势优先拓展；其次，重点发展在城市升级改造中潜力大的综合管廊、海绵城市、城市轨道交通等市政工程业务，以及与交通、市政工程相配套的设计咨询业务；再次，城市升级中的片区开发、节能环保业务，以及服务于施工、养护的工程机械、建材等业务，作为培育业务进行布局，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，增强可持续发展的能力。

### 八、 财务分析

#### 1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年度合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2019 年，公司新设一级子公司会东鲁高工程建设项目管理有限公司（以下简称“会东鲁高”）；2020 年，公司新增 4 家一级子公司，其中，山东高速齐鲁建设集团有限公司、中国山东对外经济技术合作集团有限公司（以下简称“山东对外合作集团”）和山东高速尼罗投资发展有限公司（以下简称“尼罗投资公司”）为同一控制下企业合并，云南山高鲁通建设管理有限公司为投资设立；会东鲁高由一级子公司变为二级子公司。2021 年，公司合并范围内新增 4 家一级子公司，均为投资设立所得，分别为山东高速路桥科技有限公司、山东高速湖北建设投资有限公司、济南山高半岛投资合伙企业（有限合伙）和山东高速西部建设投资有限公司。2022 年 1—3 月，公司合并范围内一级子公司无变化。截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围内一级子公司共 17 家。考虑合并范围内新增子公司具备一定规模，公司财务数据可比性一般。

#### 2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主。公司存货和合同资产规模较大，且存在较大规模的投资类资产，回收期限长，对资金占用较大，公司资产流动性较弱。

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 61.27%。截至 2021 年底，公司合并资产总额 833.87 亿元，较上年底增长 51.39%，主要系合同资产、应收账款、其他流动资产、长



期应收款及长期股权投资等增长所致，公司资产结构以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况

| 科目           | 2019 年末       |               | 2020 年末       |               | 2021 年末       |               | 2022 年 3 月末   |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 金额<br>(亿元)    | 占比<br>(%)     | 金额<br>(亿元)    | 占比<br>(%)     | 金额<br>(亿元)    | 占比<br>(%)     | 金额<br>(亿元)    | 占比<br>(%)     |
| 货币资金         | 34.44         | 10.74         | 73.94         | 13.42         | 73.05         | 8.76          | 66.32         | 8.10          |
| 应收账款         | 55.80         | 17.40         | 61.79         | 11.22         | 86.28         | 10.35         | 79.35         | 9.69          |
| 其他应收款        | 4.07          | 1.27          | 23.31         | 4.23          | 24.48         | 2.94          | 30.22         | 3.69          |
| 合同资产         | --            | --            | 175.84        | 31.92         | 319.54        | 38.32         | 299.19        | 36.54         |
| 存货           | 97.53         | 30.42         | 16.71         | 3.03          | 24.98         | 3.00          | 30.88         | 3.77          |
| 其他流动资产       | 16.32         | 5.09          | 31.13         | 5.65          | 56.09         | 6.73          | 52.42         | 6.40          |
| <b>流动资产</b>  | <b>218.36</b> | <b>68.11</b>  | <b>402.22</b> | <b>73.02</b>  | <b>616.68</b> | <b>73.95</b>  | <b>597.42</b> | <b>72.96</b>  |
| 债权投资         | 29.13         | 9.09          | 16.74         | 3.04          | 19.90         | 2.39          | 20.04         | 2.45          |
| 其他非流动金融资产    | 16.86         | 5.26          | 19.43         | 3.53          | 10.44         | 1.25          | 11.77         | 1.44          |
| 长期应收款        | 18.39         | 5.74          | 25.09         | 4.55          | 48.18         | 5.78          | 46.18         | 5.64          |
| 固定资产         | 9.08          | 2.83          | 23.19         | 4.21          | 32.37         | 3.88          | 32.58         | 3.98          |
| 在建工程         | 0.02          | 0.01          | 21.84         | 3.96          | 29.30         | 3.51          | 29.36         | 3.58          |
| 长期股权投资       | 14.16         | 4.42          | 25.79         | 4.68          | 48.98         | 5.87          | 53.72         | 6.56          |
| <b>非流动资产</b> | <b>102.25</b> | <b>31.89</b>  | <b>148.59</b> | <b>26.98</b>  | <b>217.19</b> | <b>26.05</b>  | <b>221.46</b> | <b>27.04</b>  |
| <b>资产总额</b>  | <b>320.61</b> | <b>100.00</b> | <b>550.81</b> | <b>100.00</b> | <b>833.87</b> | <b>100.00</b> | <b>818.88</b> | <b>100.00</b> |

注：上表中“其他应收款”不包含“应收利息”和“应收股利”

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度报表整理

### (1) 流动资产

2019—2021 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 68.05%。截至 2021 年底，公司流动资产 616.68 亿元，较上年底增长 53.32%，主要系应收账款、合同资产和其他非流动资产增加所致。

2019—2021 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 45.65%。截至 2021 年底，公司货币资金 73.05 亿元，较上年底下降 1.21%。货币资金由银行存款 65.17 亿元、其他货币资金 7.63 亿元和少量现金构成。其中，受限货币资金 7.63 亿元，主要为保证金、国土复耕押金和用于担保的定期存款或通知存款。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 24.35%。截至 2021 年底，公司应收账款 86.28 亿元，较上年底增长 39.64%，主要系增加应收工程款及增加并购子公司的应收账款所致。同期末，公司应收账款账龄 1 年以内占比为 71.92%，1~2 年占比为 14.76%，累计计提坏账准备 5.01 亿元；从集中度看，应收账款前

五大欠款方合计金额 16.46 亿元，占应收账款总额的比例为 18.03%，公司应收账款集中度低。

2019—2021 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 145.16%。截至 2021 年底，公司其他应收款 24.48 亿元，较上年底增长 5.03%，主要系与国企单位往来款增加所致；同期末，公司其他应收款账龄 1 年以内占比为 55.64%，1~2 年占比为 30.44%，累计计提坏账准备 1.24 亿元；从集中度看，公司其他应收款前五名合计占 32.16%，主要为投标、履约和复垦等押金及保证金，集中度一般。

表 9 截至 2021 年底其他应收款余额前五名情况

| 债务人名称               | 余额<br>(亿元) | 账龄   | 占比<br>(%) |
|---------------------|------------|------|-----------|
| 滨州市城建投资集团有限公司       | 2.49       | 1年以内 | 9.69      |
| 山东高速股份有限公司          | 1.81       | 1年以内 | 7.05      |
| 蒲江县城乡建设项目建设管理投资有限公司 | 1.79       | 1年以内 | 6.95      |
| 临朐沂山实业有限公司          | 1.52       | 1年以内 | 5.90      |
| 山东丰源产业发展有限公司        | 0.66       | 1年以内 | 2.57      |

|    |      |    |       |
|----|------|----|-------|
| 合计 | 8.27 | -- | 32.16 |
|----|------|----|-------|

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司合同资产金额为 319.54 亿元，较上年底增长 81.72%，主要系已完工未结算一体化项目增长所致。公司合同资产累计计提减值准备 6.26 亿元。

2019—2021 年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 85.39%。截至 2021 年底，公司其他流动资产为 56.09 亿元，较上年底增长 80.17%，主要系营业总收入增加导致留抵税额、预交增值税和应收增值税增加所致。

## （2）非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 45.74%。截至 2021 年底，公司非流动资产 217.19 亿元，较上年底增长 46.17%，主要系长期应收款和长期股权投资增长所致。

2019—2021 年末，公司债权投资波动下降，年均复合下降 17.35%。截至 2021 年底，公司债权投资 19.90 亿元，较上年底增长 18.85%，主要系新增对山东高速泰东公路有限公司和山东铁路投资控股集团有限公司等投资-施工一体化项目资本金的投入所致。

2019—2021 年末，公司其他非流动金融资产波动下降，年均复合下降 21.32%。截至 2021 年底，公司其他非流动金融资产 10.44 亿元，较上年底下降 46.25%，主要系收回济南临莱、岚罗和泰庄等投资-施工一体化项目资本金所致。公司将投资未达到重大影响且投资回收期超过一年的入股-施工一体化项目计入其他非流动金融资产。

2019—2021 年末，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 61.84%。截至 2021 年底，公司长期应收款 48.18 亿元，较上年底增长 92.04%，主要系 PPP 项目根据完成工作量确认长期应收款所致（其中包含公司垫付的拆迁费等），累计计提坏账准备 0.30 亿元。

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 86.00%。截至 2021 年底，公司长期股权投资 48.98 亿元，较上年底增长

89.90%，主要系公司入股-施工一体化项目对合营及联营企业的投资增加所致。

2019—2021 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 88.78%。截至 2021 年底，公司固定资产 32.37 亿元，较上年底增长 39.63%，主要系购置及企业合并增加房屋建筑物和机器设备所致。其中，未办妥产权证书建筑物的账面价值为 6.42 亿元。

2019—2021 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 3701.01%。截至 2021 年底，公司在建工程 29.30 亿元，较上年底增长 34.17%，主要系增加对孟加拉达卡机场高架快速路项目的投资所致。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额为 818.88 亿元，较上年底下降 1.80%，仍以流动资产为主。具体来看，截至 2022 年 3 月底，公司货币资金 66.32 亿元，较上年底下降 9.22%；公司应收账款账面价值 79.35 亿元，较上年底下降 8.03%，主要系春节期间大量结算工程款所致；公司其他应收款 30.22 亿元，较上年底增长 23.43%，主要为支付的履约保证金。截至 2022 年 3 月底，公司存货 30.88 亿元，较上年底增长 23.60%，主要系库存材料增加所致；公司合同资产 299.19 亿元，较上年底下降 6.37%；公司长期股权投资 53.72 亿元，较上年底增长 9.68%，主要系一体化项目投入增加所致。其余资产类科目较上年底变化不大。

资产流动性方面，截至 2021 年底，公司合同资产占资产总额比重为 38.32%；截至 2022 年 3 月底，合同资产占资产总额比重为 36.54%。公司合同资产中待结转的工程项目规模较大，对公司资金形成较大占用。此外，公司投资类科目（债权投资、长期股权投资、其他非流动金融资产和其他权益工具投资）规模较大，回收期限长。整体看，公司资产流动性较弱。

截至 2021 年底，公司受限资产账面价值为 33.33 亿元，占资产总额的 4.00%，受限资产规模小。

表 10 截至 2021 年底公司资产受限情况

| 受限资产名称 | 账面价值<br>(亿元) | 占资产总额<br>比例 (%) | 受限原因   |
|--------|--------------|-----------------|--------|
| 货币资金   | 7.63         | 0.92            | 保证金    |
| 应收账款   | 0.51         | 0.06            | 短期借款抵押 |
| 固定资产   | 0.15         | 0.02            | 短期借款抵押 |
| 长期股权投资 | 3.35         | 0.40            | 长期借款抵押 |
| 长期应收款  | 21.69        | 2.60            | 长期借款抵押 |
| 合计     | 33.33        | 4.00            | —      |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

受定向增发、未分配利润和少数股东权益增加影响，2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，构成以未分配利润和少数股东权益为主，权益结构稳定性弱。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长

长，年均复合增长 55.73%。截至 2021 年底，公司所有者权益 200.13 亿元，较上年底增长 55.21%。公司所有者权益中股本和资本公积合计占比 17.09%，未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

2019—2021 年末，公司股本持续增长，在所有者权益中的占比持续下降。截至 2021 年底，公司股本 21.50 亿元，较上年底增长 0.05%，主要系公司股价上涨及员工行使股权激励机制所致；同期末，公司未分配利润 63.62 亿元，较上年底增长 41.19%。

2019—2021 年末，公司资本公积持续增长，截至 2020 年底，公司资本公积由负转正，为 12.38 亿元，主要系公司 2020 年度向山东铁路发展基金有限公司等非公开发行股份所致。

表 11 公司主要所有者权益构成情况

| 科目            | 2019 年末    |           | 2020 年末    |           | 2021 年末    |           | 2022 年 3 月末 |           |
|---------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|-------------|-----------|
|               | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 金额<br>(亿元)  | 占比<br>(%) |
| 股本            | 17.12      | 20.74     | 21.48      | 16.66     | 21.50      | 10.74     | 21.50       | 10.60     |
| 资本公积          | -0.34      | -0.41     | 12.38      | 9.60      | 12.72      | 6.35      | 12.75       | 6.28      |
| 未分配利润         | 33.36      | 40.43     | 45.06      | 34.94     | 63.62      | 31.79     | 65.61       | 32.33     |
| 其他权益工具        | 0.00       | 0.00      | 0.00       | 0.00      | 29.00      | 14.49     | 29.00       | 14.29     |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 55.12      | 66.79     | 86.46      | 67.05     | 135.25     | 67.58     | 137.05      | 67.53     |
| 少数股东权益        | 27.40      | 33.21     | 42.49      | 32.95     | 64.88      | 32.42     | 65.89       | 32.47     |
| 所有者权益合计       | 82.52      | 100.00    | 128.94     | 100.00    | 200.13     | 100.00    | 202.94      | 100.00    |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2022 年一季度报表整理

2019—2021 年末，公司少数股东权益持续增长，年均复合增长 53.88%。截至 2021 年底，公司少数股东权益 64.88 亿元，较上年增长 55.70%，主要因为公司合并范围内子公司引进投资者进行混改时增加了少数股东，以及新收购非全资控股企业。

截至 2021 年底，公司其他权益工具新增 29.00 亿元，为公司向百瑞信托有限责任公司申请的信托资金永续债权投资。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益为 202.94 亿元，较上年底增长 1.40%，主要来自于少数股东权益的增长。截至 2022 年 3 月底，公司少数股东权益为 65.89 亿元，较上年底增长 1.56%，主要系子公司引进投资者进行混改及新

收购企业所致。

#### (2) 负债

2019—2021 年末，公司负债规模持续扩张且增长速度快，有息债务以短期债务为主，债务期限结构有待调整，债务负担较重，公司将于 2022 年面临一定集中偿债压力。

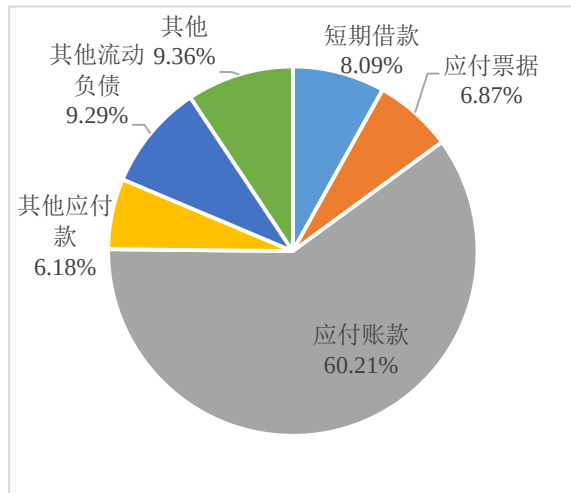
2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 63.15%。截至 2021 年底，公司负债总额 633.74 亿元，较上年底增长 50.22%，主要系流动负债增加所致。公司负债结构以流动负债为主。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 73.31%。截至 2021 年底，公司流动负债 555.34 亿元，较上年底增长 58.15%，主

要系应付票据及账款、其他流动负债和其他应付款等增加所致。

截至 2021 年底,公司短期借款 44.91 亿元,较上年底增长 24.43%,主要系信用借款增长所致。

图 5 截至 2021 年底公司流动负债构成



资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021 年末,公司应付票据持续增长,年均复合增长 87.11%。截至 2021 年底,公司应付票据 38.15 亿元,较上年底增长 99.95%,主要为公司支付材料、劳务等成本新增的商业汇票。

2019—2021 年末,公司应付账款持续增长,年均复合增长 92.47%。截至 2021 年底,公司应付账款 334.38 亿元,较上年底增长 63.19%,主要系业务规模扩大增加应付工程款及增加并购子公司的应付账款所致。同期末,公司应付账款账龄 1 年以内占 88.92%,1~2 年占 8.64%,账龄集中在 1 年以内。

2019—2021 年末,公司其他应付款(不包含“应付利息”和“应付股利”)持续增长,年均复合增长 90.85%。截至 2021 年底,公司其他应付款 34.33 亿元,较上年底增长 37.71%,主要系公司押金、保证金及单位往来款增加所致。

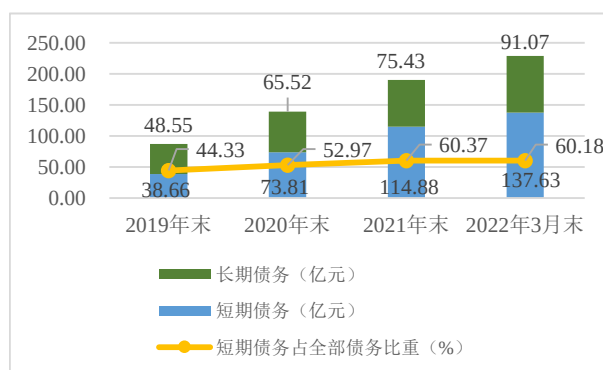
2019—2021 年末,公司其他流动负债持续增长,年均复合增长 103.68%。截至 2021 年底,公司其他流动负债 51.59 亿元,较上年底增长 38.26%,主要系待结转增值税增加所致。公司其他流动负债中包含子公司山东高速莱钢绿地发展有限公司贷款 8.58 亿元,该笔贷款为经营性借款,且期限在一年以内,为有息债务,纳入短期债务核算。

2019—2021 年末,公司非流动负债持续增长,年均复合增长 21.40%。截至 2021 年底,公司非流动负债 78.40 亿元,较上年底增长 10.86%,主要系长期借款增长所致。

2019—2021 年末,公司长期借款持续增长,年均复合增长 31.39%。截至 2021 年底,公司长期借款 52.99 亿元,较上年底增长 17.14%,主要系担保借款增长所致;长期借款主要由保证借款 2.20 亿元、信用借款 21.48 亿元、担保借款 10.05 亿元和质押借款 19.26 亿元构成;长期借款利率区间为 1.30%~6.50%。

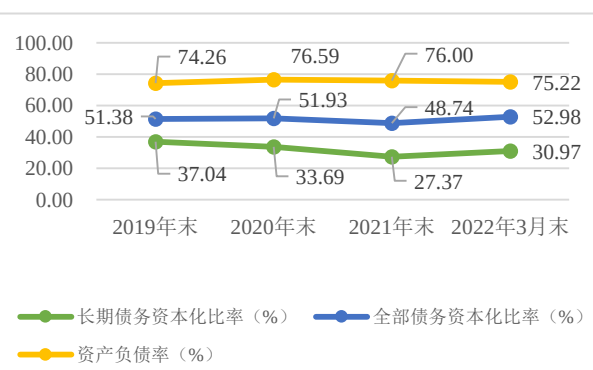
2019—2021 年末,公司长期应付款波动增长,年均复合增长 41.33%。截至 2021 年底,公司长期应付款 3.30 亿元,较上年底增长 112.63%,均为售后回租租赁款,已将其纳入有息长期债务核算。

图 6 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构



资料来源:联合资信根据公司审计报告及2022年一季度报表整理

图 7 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源:联合资信根据公司审计报告及2022年一季度报表整理



截至2022年3月底,公司负债总额为615.94亿元,较上年底下降2.81%,主要系应付账款减少所致,负债结构仍以流动负债为主。具体来看,截至2022年3月底,公司短期借款56.82亿元,较上年底增长26.52%;公司应付票据57.87亿元,较上年底增长51.69%;公司应付账款286.64亿元,较上年底下降14.28%,主要系春节期间大量结算工程款所致;公司长期借款70.12亿元,较上年底增长32.32%,主要系PPP项目借款增加所致。公司其他负债类科目较上年底变化不大。

有息债务方面,已将公司其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算,将公司长期应付款和其他非流动负债中带息部分纳入长期债务核算,截至2021年底,公司全部债务190.30亿元,较上年底增长36.59%,主要系短期债务增加所致。债务结构方面,短期债务占60.37%,长期债务占39.63%,以短期债务为主,且短期债务占比有所提升,债务期限结构有待调整。从债务指标来看,截至2021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较上年底分别下降0.59个百分点、下降3.19个百分点和下降6.32个百分点。截至2022年3月底,公司全部债务228.69亿元,较上年底增长20.17%,主要系长期债务增加所致,债务结构以短期债务为主;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较上年底分别下降0.78个百分点、提高4.24个百分点和提高3.60个百分点。考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模较大,公司实际债务负担和指标高于上述测算值。整体看,公司债务负担较重。

从债务分布情况来看,公司于2022年面临一定集中偿债压力。

表12 截至2021年底公司有息债务期限分布情况

| 项目       | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年及以后 | 合计     |
|----------|-------|-------|-------|-------|----------|--------|
| 偿还金额(亿元) | 76.32 | 6.94  | 7.95  | 15.14 | 44.28    | 150.63 |
| 占比(%)    | 50.67 | 4.61  | 5.28  | 10.05 | 29.40    | 100.00 |

注:上表未统计应付票据

资料来源:公司提供

#### 4. 盈利能力

**2019—2021年,公司业务快速发展,营业总收入及利润总额持续快速增长,营业利润率持续上升,期间费用控制能力尚可,整体盈利能力很强。**

受国家加大对基础设施建设投资力度的政策及公司并购子公司的影响,2019—2021年,公司业务快速发展。2019—2021年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长57.26%;公司营业成本持续增长,年均复合增长55.08%。2021年,公司营业总收入同比增长67.03%。同期,公司营业成本同比增长64.44%,利润总额同比增长86.62%。2021年,公司营业利润率为11.54%,同比提高1.39个百分点。

期间费用方面,2019—2021年,公司费用总额持续增长,年均复合增长78.87%。2021年,公司期间费用总额31.36亿元,同比增长79.24%。其中,管理费用同比增长73.87%,系公司业务规模扩大且新并购企业管理费用增加所致;研发费用同比增长68.43%,主要系对桥梁、隧道建设等施工过程研发增加所致;财务费用为同比增长132.71%,主要系利息费用增加所致。2019—2021年,公司期间费用率持续增长,分别为4.21%、5.08%和5.45%。公司期间费用控制能力尚可。

表13 公司盈利情况

| 项目          | 2019年  | 2020年  | 2021年  | 2022年1—3月 |
|-------------|--------|--------|--------|-----------|
| 营业总收入(亿元)   | 232.60 | 344.37 | 575.22 | 105.25    |
| 营业成本(亿元)    | 211.03 | 308.65 | 507.53 | 94.82     |
| 期间费用(亿元)    | 9.80   | 17.50  | 31.36  | 6.19      |
| 其中:管理费用(亿元) | 5.23   | 7.94   | 13.80  | 3.38      |
| 研发费用(亿元)    | 3.35   | 7.47   | 12.57  | 1.67      |
| 财务费用(亿元)    | 1.22   | 2.10   | 4.88   | 1.12      |
| 投资收益(亿元)    | 0.35   | 1.08   | 1.66   | 0.04      |
| 利润总额(亿元)    | 10.70  | 18.17  | 33.92  | 3.86      |

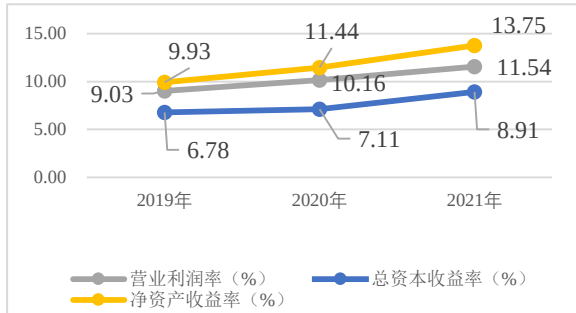
资料来源:联合资信根据公司审计报告及2022年一季度报表整理

2019—2021年,利润总额持续增长,年均复合增长78.06%;公司投资收益持续增长,年均复合增长119.04%,主要由权益法核算的长期股权投资收益和一体化项目在持有期间取得的投资收益构成。公司资产减值损失主要包括合同

资产减值准备和存货跌价损失。2021 年，公司资产减值准备 3.11 亿元。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续增长。整体看，公司整体盈利能力很强。

图 8 公司盈利指标



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022 年 1—3 月，营业总收入同比增长 61.61%；营业成本同比增长 64.16%；营业利润率 9.54%，同比下降 1.38 个百分点；利润总额同比增长 37.18%。

与所选同行业公司比较，公司总资产收益率相对较高，销售毛利率水平居中。从行业看，公司盈利指标整体处于中上游，盈利能力很强。

表 14 2021 年同行业公司盈利情况对比

| 证券简称 | 营业总收入<br>(亿元) | 销售毛利率<br>(%) | 总资产收益率<br>(%) | 净资产收益率<br>(%) |
|------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 山西路桥 | 253.77        | 22.73        | 1.58          | 5.03          |
| 四川路桥 | 850.49        | 16.14        | 6.83          | 18.65         |
| 浙江建投 | 953.35        | 5.18         | 4.11          | 15.07         |
| 北京路桥 | 387.07        | 9.80         | 2.81          | 6.84          |
| 公司   | 575.22        | 11.77        | 8.91          | 13.75         |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金流净额由正转负；投资活动现金流净额持续净流出；筹资活动规模持续扩大。此外，公司现金收入比持续下降，回款效率降低，随着公司新签合同金额的大幅增长，公司将更加依赖对外融资进行项目投入，未来偿债压力可能加大。

表 15 公司现金流情况

| 项目                  | 2019<br>年 | 2020<br>年 | 2021<br>年 | 2022 年<br>1—3 月 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
| 经营活动现金流入小计<br>(亿元)  | 225.47    | 274.06    | 434.66    | 147.19          |
| 经营活动现金流出小计<br>(亿元)  | 224.99    | 264.31    | 458.22    | 160.15          |
| 经营活动现金流量净额<br>(亿元)  | 0.48      | 9.74      | -23.56    | -12.96          |
| 投资活动现金流入小计<br>(亿元)  | 1.20      | 14.62     | 38.12     | 0.25            |
| 投资活动现金流出小计<br>(亿元)  | 33.44     | 37.93     | 67.57     | 9.02            |
| 投资活动现金流量净额<br>(亿元)  | -32.24    | -23.30    | -29.45    | -8.76           |
| 筹资活动前现金流量净额<br>(亿元) | -31.76    | -13.56    | -53.02    | -21.73          |
| 筹资活动现金流入小计<br>(亿元)  | 78.69     | 128.80    | 182.73    | 36.50           |
| 筹资活动现金流出小计<br>(亿元)  | 45.94     | 88.52     | 132.95    | 21.12           |
| 筹资活动现金流量净额          | 32.76     | 40.28     | 49.78     | 15.38           |
| 现金收入比 (%)           | 82.91     | 69.35     | 61.61     | 108.02          |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2022 年一季度报表整理

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营现金流入额持续增长，年均复合增长 38.84%，其中，收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款、银行存款利息收入和保证金等。2021 年，公司经营现金流入额同比增长 58.60%，主要系收到的项目回款和退还的保证金增加所致。2019—2021 年，公司现金收入比持续下降，主要系一体化项目持续增多，资金回收期限延长所致。2019—2021 年，公司经营活动现金流出额持续增长，年均复合增长 42.71%，其中，支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款、保证金和经营费用等其他支出。2021 年，公司经营活动现金流出额同比增长 73.36%，主要系支付的保证金增加所致。2019—2021 年，公司经营活动现金流净额由正转负。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入额持续增长，年均复合增长 462.98%，主要系收回一体化项目资本金及项目收益所致；投资活动现金流出额持续增长，年均复合增长 42.16%，主要为并购子公司支付的资金及一体化项目的投资支出。同期，公司投资活动现金净额持续为净流出状态。

受回款效率持续下降的影响，公司筹资活动规模持续扩大。2019—2021 年，公司筹资活动

现金流入额持续增长，年均复合增长 52.38%，主要由公司发行永续债、公司债、定向增发和子公司吸收少数股东等收到的资金构成；同期，筹资活动现金流出额持续增长，年均复合增长 70.12%，主要为偿还债务支付的现金。2019—2021 年，公司筹资活动现金净额持续为净流入状态。随着公司新签合同金额的大幅增长，公司将更加依赖对外融资进行项目投入，未来偿债压力可能加大。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额仍为净流出，现金收入比较上年全年大幅提升，主要系春节期间结算大量工程款所致。同期，公司投资活动现金流出主要为一体项目支付的现金。2022 年 1—3 月，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金净额保持净流入。

## 6. 偿债指标

**公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现很强，直接和间接融资渠道畅通。**

表 16 公司偿债指标

| 项目     | 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|--------|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率（%）        | 118.10 | 114.55 | 111.04 | 114.49     |
|        | 速动比率（%）        | 65.35  | 59.71  | 49.01  | 51.24      |
|        | 经营现金/流动负债（%）   | 0.26   | 2.78   | -4.24  | --         |
|        | 经营现金/短期债务（倍）   | 0.01   | 0.13   | -0.21  | --         |
|        | 现金类资产/短期债务（倍）  | 1.06   | 1.14   | 0.75   | 0.61       |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元）     | 15.60  | 25.94  | 47.97  | --         |
|        | 全部债务/EBITDA（倍） | 5.59   | 5.37   | 3.97   | --         |
|        | 经营现金/全部债务（倍）   | 0.01   | 0.07   | -0.12  | --         |
|        | EBITDA/利息支出（倍） | 4.70   | 6.02   | 6.39   | --         |
|        | 经营现金/利息支出（倍）   | 0.14   | 2.26   | -3.14  | --         |

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年一季报表及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率和速冻比率均持续下降，公司流动资产中，合同资产占比较大，变现能力弱，流动资

产对流动负债的保障程度一般。同期末，经营现金流由正转负，对流动负债无保障能力。2019—2021 年末，公司现金短期债务比波动下降。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别较上年底提高 3.44 个百分点和 2.23 个百分点；同期末，公司现金短期债务比较上年底下降 0.14 倍。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 持续增长。2021 年，公司 EBITDA 同比增长 84.95%，主要由折旧（占 12.18%）、计入财务费用的利息支出（占 15.17%）和利润总额（占 70.71%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数较上年提高 0.37 倍。2019—2021 年，公司全部债务/EBITDA 持续下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金对全部债务无保障。整体看，公司长期偿债指标表现很强。

截至 2022 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 832.92 亿元，已使用额度为 275.56 亿元，未使用额度为 557.36 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为深圳证券交易所的上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保金额 2929.50 万元，系对鄂州市华净污水处理有限公司的担保，担保到期日为 2039 年 9 月 24 日；公司对外担保金额小，或有负债风险小。

## 7. 母公司财务分析

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

2019—2021 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 58.11%。截至 2021 年底，母公司资产总额 178.32 亿元，较上年底增长 50.84%。其中，流动资产 69.55 亿元（占 39.00%），非流动资产 108.77 亿元（占 61.00%）。母公司资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。母公司资产总额占合并报表资产总额的 21.38%，占比较低。

2019—2021 年末，母公司所有者权益持续



增长，年均复合增长 58.54%。截至 2021 年底，母公司所有者权益为 97.47 亿元，较上年底增长 54.73%。在所有者权益中，股本和资本公积合计占 52.00%，母公司所有者权益稳定性一般。截至 2021 年底，母公司所有者权益占合并口径的 48.71%，占比一般。

2019—2021 年末，母公司负债持续增长，年均复合增长 57.60%。截至 2021 年底，母公司负债总额 80.84 亿元，较上年底增长 46.40%，结构以流动负债为主。母公司负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付债券构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 45.34%，较上年底下降 1.37 个百分点；全部债务资本化比率 26.79%，母公司债务负担一般。同期末，母公司负债占合并口径的 12.76%，占比较低。

2019—2021 年，母公司营业总收入波动增长，年均复合增长 125.07%；利润总额持续增长，年均复合增长 27.04%；投资收益持续增长，年均复合增长 34.25%。2021 年，母公司营业总收入为 0.10 亿元，占合并口径的 0.02%；利润总额为 6.98 亿元。同期，母公司投资收益为 8.10 亿元，为母公司利润来源。

2019—2021 年，母公司经营活动产生的现金流量净额持续下降，年均复合下降 24.98%；投资活动产生的现金流量净额波动增长，年均复合增长 25.55%；筹资活动产生的现金流量净额持续增长，年均复合增长 221.85%。2021 年，母公司经营活动现金流净额为 6.18 亿元，投资活动现金流净额 -15.69 亿元，筹资活动现金流净额 36.92 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 160.19 亿元，所有者权益为 97.16 亿元，负债总额 63.04 亿元，母公司资产负债率 39.35%。资产、负债和权益情况较 2021 年底变化不大。

2022 年 1—3 月，母公司营业总收入 0.01 亿元，利润总额 0.01 亿元，投资收益 0.02 亿元。2022 年 1—3 月，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为 -18.28 亿元、-0.29 亿元和 -5.59 亿元。

## 九、外部支持

**公司股东实力强、经营规模大，在项目的承接方面持续为公司提供了有力支持。2020 年，公司完成定向增发，资本实力进一步增强。**

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集团企业，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 459.00 亿元。山东高速集团曾多次入选“中国企业 500 强”。截至 2021 年底，山东高速集团资产总额 11391.85 亿元，所有者权益为 2928.43 亿元。同期，营业总收入 2008.36 亿元，净利润总额 112.41 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承包商，在山东省路桥建设市场上占主要地位，公司承接了大量的山东高速集团路桥工程施工业务，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。公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司，持续获得了山东高速集团在项目承接上的有力支持。2019—2021 年，公司新签合同金额分别为 302.30 亿元、701.46 亿元和 1010.40 亿元，年均复合增长 82.82%。其中，2021 年，公司新签合同金额 1010.40 亿元，同比增长 44.04%。2019—2021 年，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的项目收入占比分别为 46.96%、45.09%和 44.53%。

此外，2020 年 9 月 18 日，公司向山东铁路发展基金有限公司发行 20055.18 万股股份、向光大金瓯资产管理有限公司发行 3008.28 万股股份购买资产，新增股份于 2020 年 10 月 19 日在深圳证券交易所上市；同时公司向山东高速集团、高速控股、交投创发、红塔证券、国寿资管共发行股份 20618.57 万股，新增股份于 2020 年 11 月 24 日在深圳证券交易所上市。此次发行完成后，公司共新增股份 43682.01 万股，股本由 17.11 亿元增加至 21.48 亿元，公司资本实力进一步增强。



## 十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务结构影响较小。从指标上看,本期债券发行后,2021年,公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障指标表现均很强。

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行金额不超过 5.00 亿元,以发行金额上限进行测算,分别占公司 2021 年底长期债务和全部债务的 6.63%和 2.63%,对公司现有债务结构影响较小。以 2021 年底财务数据为基础,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 76.00%、48.74%和 27.37%上升至 76.14%、49.39%和 28.67%,公司负债水平略微上升。考虑到公司全部募集资金拟用于偿还“19 山路 01”本金,实际债务水平将低于指标值。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2021 年,公司经营现金流入 434.66 亿元,经营现金为-23.56 亿元,EBITDA 为 47.97 亿元。从指标上看,本期债券发行后,2021 年,公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障指标表现均很强;同期,公司经营现金净流量为负,对发行后长期债务无保障能力。

表 17 本期债券偿还能力测算

| 项目                | 2021 年 |
|-------------------|--------|
| 发行后长期债务(亿元)       | 80.43  |
| 经营现金流入/发行后长期债务(倍) | 5.40   |
| 经营现金/发行后长期债务(倍)   | -0.29  |
| 发行后长期债务/EBITDA(倍) | 1.68   |

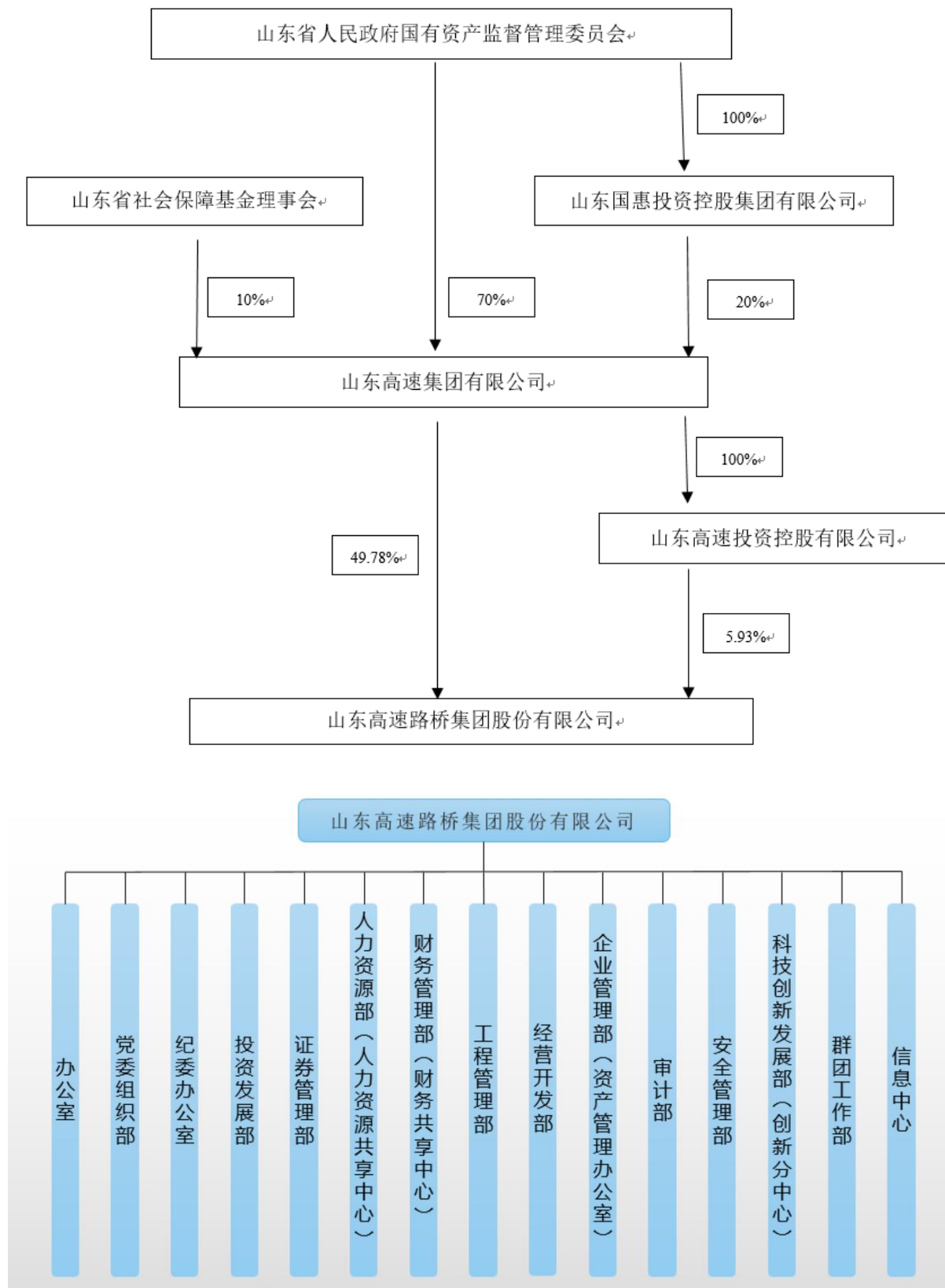
注: 1. 上表中的长期债务为将本期债券计入后的金额,采用 2021 年底数据; 2. 本期债券金额按 5.00 亿元测算

资料来源:联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

## 十一、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 AA<sup>+</sup>,本期债券信用等级为 AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定。

## 附件 1 截至 2022 年 3 月底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

| 企业名称               | 取得方式          | 持股比例<br>(%) |       | 注册地  | 业务范围       |
|--------------------|---------------|-------------|-------|------|------------|
|                    |               | 直接          | 间接    |      |            |
| 山东省路桥集团有限公司        | 反向收购与发行股份购买资产 | 100.00      | --    | 济南市  | 工程施工       |
| 山东高速路桥国际工程有限公司     | 投资设立          | 66.67       | 33.33 | 济南市  | 工程施工       |
| 山东高速路桥投资管理有限公司     | 投资设立          | 100.00      | --    | 济南市  | 商务服务       |
| 四川鲁桥乐夹大道建设管理有限公司   | 投资设立          | 90.00       | 6.00  | 乐山市  | 建设项目管理     |
| 四川鲁桥石棉渡建设管理有限公司    | 投资设立          | 90.00       | 6.00  | 乐山市  | 建设项目管理     |
| 四川鲁桥夹木路建设管理有限公司    | 投资设立          | 90.00       | 6.00  | 乐山市  | 建设项目管理     |
| 四川鲁桥千佛岩隧道建设管理有限公司  | 投资设立          | 90.00       | 6.00  | 乐山市  | 建设项目管理     |
| 攀枝花市鲁桥炳东线建设管理有限公司  | 投资设立          | 90.00       | --    | 攀枝花市 | 工程施工       |
| 青岛西海岸森林公园管理有限公司    | 投资设立          | 58.50       | 31.50 | 青岛市  | 公共设施管理业    |
| 山东高速齐鲁建设集团有限公司     | 同一控制下企业合并     | 65.00       | --    | 济南市  | 工程施工       |
| 中国山东对外经济技术合作集团有限公司 | 同一控制下企业合并     | 100.00      | --    | 济南市  | 建筑业        |
| 山东高速尼罗投资发展有限公司     | 同一控制下企业合并     | 100.00      | --    | 济南市  | 公路工程建筑     |
| 云南山高鲁通建设管理有限公司     | 投资设立          | 51.00       | --    | 昆明市  | 商务服务业      |
| 山东高速路桥科技有限公司       | 投资设立          | 30.00       | 52.85 | 济南市  | 科技推广和应用服务业 |
| 山东高速湖北建设投资有限公司     | 投资设立          | 51.00       |       | 武汉市  | 商务服务业      |
| 济南山高半岛投资合伙企业（有限合伙） | 投资设立          | 15.00       | 60.00 | 济南市  | 资本市场服务     |
| 山东高速西部建设投资有限公司     | 投资设立          | 51.00       | --    | 济南市  | 工程施工       |

资料来源：公司提供

### 附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）      | 40.82  | 84.30  | 86.64  | 84.51      |
| 资产总额（亿元）       | 320.61 | 550.81 | 833.87 | 818.88     |
| 所有者权益（亿元）      | 82.52  | 128.94 | 200.13 | 202.94     |
| 短期债务（亿元）       | 38.66  | 73.81  | 114.88 | 137.63     |
| 长期债务（亿元）       | 48.55  | 65.52  | 75.43  | 91.07      |
| 全部债务（亿元）       | 87.21  | 139.32 | 190.30 | 228.69     |
| 营业总收入（亿元）      | 232.60 | 344.37 | 575.22 | 105.25     |
| 利润总额（亿元）       | 10.70  | 18.17  | 33.92  | 3.86       |
| EBITDA（亿元）     | 15.60  | 25.94  | 47.97  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 0.48   | 9.74   | -23.56 | -12.96     |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）    | 4.20   | 5.14   | 6.70   | --         |
| 存货周转次数（次）      | 2.49   | 2.13   | 1.89   | --         |
| 总资产周转次数（次）     | 0.83   | 0.79   | 0.83   | --         |
| 现金收入比（%）       | 82.91  | 69.35  | 61.61  | 108.02     |
| 营业利润率（%）       | 9.03   | 10.16  | 11.54  | 9.54       |
| 总资本收益率（%）      | 6.78   | 7.11   | 8.91   | --         |
| 净资产收益率（%）      | 9.93   | 11.44  | 13.75  | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 37.04  | 33.69  | 27.37  | 30.97      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 51.38  | 51.93  | 48.74  | 52.98      |
| 资产负债率（%）       | 74.26  | 76.59  | 76.00  | 75.22      |
| 流动比率（%）        | 118.10 | 114.55 | 111.04 | 114.49     |
| 速动比率（%）        | 65.35  | 59.71  | 49.01  | 51.24      |
| 经营现金流动负债比（%）   | 0.26   | 2.78   | -4.24  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 1.06   | 1.14   | 0.75   | 0.61       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.70   | 6.02   | 6.39   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 5.59   | 5.37   | 3.97   | --         |

注：1. 2022 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 本报告合并口径中，已将公司其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算，将公司长期应付款和其他非流动负债中带息部分纳入长期债务核算；3. 存货周转率和速动比率均考虑了合同资产的影响；4. “--”代表数据不适用  
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年一季度及公司提供资料整理



#### 附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

| 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）      | 4.63   | 6.01   | 33.44  | 9.28       |
| 资产总额（亿元）       | 71.33  | 118.22 | 178.32 | 160.19     |
| 所有者权益（亿元）      | 38.78  | 63.00  | 97.47  | 97.16      |
| 短期债务（亿元）       | 0.31   | 3.40   | 9.32   | 4.35       |
| 长期债务（亿元）       | 16.20  | 21.43  | 26.35  | 26.35      |
| 全部债务（亿元）       | 16.51  | 24.83  | 35.66  | 30.70      |
| 营业总收入（亿元）      | 0.02   | 0.01   | 0.10   | 0.01       |
| 利润总额（亿元）       | 4.33   | 5.06   | 6.98   | 0.01       |
| EBITDA（亿元）     | /      | /      | /      | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 10.98  | 7.03   | 6.18   | -18.28     |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）    | *      | *      | *      | --         |
| 存货周转次数（次）      | *      | 0.00   | 4.20   | --         |
| 总资产周转次数（次）     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | --         |
| 现金收入比（%）       | 0.00   | 106.90 | 100.62 | 2.12       |
| 营业利润率（%）       | 99.07  | 74.97  | 58.56  | 80.60      |
| 总资本收益率（%）      | 7.83   | 5.77   | 5.24   | --         |
| 净资产收益率（%）      | 11.16  | 8.05   | 7.16   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 29.47  | 25.38  | 21.28  | 21.33      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 29.86  | 28.27  | 26.79  | 24.01      |
| 资产负债率（%）       | 45.63  | 46.71  | 45.34  | 39.35      |
| 流动比率（%）        | 156.85 | 80.89  | 127.69 | 139.33     |
| 速动比率（%）        | 156.85 | 80.88  | 127.67 | 139.31     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 67.20  | 20.83  | 11.35  | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 14.90  | 1.77   | 3.59   | 2.13       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | /      | /      | /      | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | /      | /      | /      | --         |

注：1. 母公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. “--”代表数据不适用；“/”代表数据未获取；“\*”代表分母为 0，数据无意义；3. 母公司有息债务未经调整；4. 由于无法获取母公司折旧和摊销等数据，导致 EBITDA 及相关数据无法计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2022 年一季度财务报表整理

## 附件 5 主要财务指标计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                       |
|-----------------|------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                            |
| 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      |                                                            |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                            |
| 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%                              |
| <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           | (营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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 + 应收款项融资中的应收票据

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

## 附件 6-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C    | 不能偿还债务                         |

## 附件 6-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 6-3 评级展望设置及含义

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

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

## 联合资信评估股份有限公司关于 山东高速路桥集团股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

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。

山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“贵公司”）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。