信用等级公告

联合〔2020〕2188号

联合资信评估有限公司通过对山东金鲁班集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东金鲁班集团有限公司主体长期信用等级为AA，维持“19金鲁班MTN001”“19金鲁班MTN002”和“19金鲁班MTN003”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山东金鲁班集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东金鲁班集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 金鲁班 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 金鲁班 MTN002	AA	稳定	AA	稳定
19 金鲁班 MTN003	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 金鲁班 MTN001	3.60 亿元	3.60 亿元	2021/01/21
19 金鲁班 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/04/12
19 金鲁班 MTN003	6.40 亿元	6.40 亿元	2024/04/23

注：“19 金鲁班 MTN001”发行期限为 2+1 年，“19 金鲁班 MTN002”发行期限为 3+2 年，兑付日为首个行权日；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

山东金鲁班集团有限公司（以下简称“公司”）是德州市人民政府国有资产监督管理委员会控股的大型国有企业，跟踪期内，作为德州市区域内最大的路桥建设单位，在路桥建设方面仍有一定的区域专营优势，品牌认知度较高，市场竞争力较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项和存货占比大、有息债务规模大幅增长、面临较大短期支付压力等因素可能对公司经营及信用水平带来的不利影响。

近年来，德州市经济保持良好发展态势，建筑业发展平稳，为公司生产经营提供了良好的外部环境。随着德州市公路工程总公司等资产的划入，公司经营资质以及承揽能力得到进一步提升，公司经营发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 金鲁班 MTN001”“19 金鲁班 MTN002”和“19 金鲁班 MTN003”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，德州市经济保持良好发展态势，建筑业发展平稳，为公司生产经营提供了良好的外部环境。**2019 年德州市实现地区生产总值（GDP）3022.27 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.10%。截至 2019 年底，资质内建筑企业 286 家，较上年增加 4 家；完成总产值 335.70 亿元，较上年基本持平。
2. **公司在山东德州地区路桥建设方面具有一定的区域专营优势，品牌认知度较高，市场竞争力较强。**公司是德州市国资委下属大型国有企业，是德州市区域内最大的路桥建设单位，跟踪期内，仍占据 80%以上的德州路桥市场，具有一定的区域优势。

关注

1. **公司存货和应收类款项占比大，对资金占用大，资产流动性一般。**截至 2019 年底，公司存货、应收账款和其他应收款占资产的比重为 38.01%，对资金占用大，

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	4
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			经营分析	4
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	3
			现金流量	4
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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

分析师：张 宁 张 铖 黄 焘
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

资产流动性一般。

2. **跟踪期内，公司全部债务规模大幅增长，且面临较大短期支付压力。**截至 2019 年底，公司全部债务 93.84 亿元，较上年底大幅增长 97.56%。其中，短期债务 44.65 亿元（占 47.58%），非受限现金类资产对其保障能力弱，公司面临较大短期偿债压力。

3. **跟踪期内，公司业务主要集中在德州市域内，对单一市场依赖程度较大。**2019 年，公司新签合同中，德州市占比 77.83%；2020 年 1－3 月，公司新签合同来自德州市占比为 66.38%。公司面临一定的单一市场风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.00	5.01	16.00	18.37
资产总额(亿元)	215.85	189.02	237.78	238.73
所有者权益(亿元)	59.04	57.31	59.62	59.86
短期债务(亿元)	39.20	33.47	44.65	45.91
长期债务(亿元)	22.32	14.03	49.19	56.50
全部债务(亿元)	61.52	47.50	93.84	102.42
营业收入(亿元)	35.21	27.85	33.85	6.41
利润总额(亿元)	5.00	2.63	2.28	0.19
EBITDA(亿元)	10.09	5.38	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	4.52	3.19	3.69	1.11
营业利润率(%)	17.49	18.60	17.49	21.27
净资产收益率(%)	7.28	3.60	2.91	--
资产负债率(%)	72.65	69.68	74.93	74.93
全部债务资本化比率(%)	51.03	45.32	61.15	63.11
流动比率(%)	143.57	124.60	121.12	126.19
经营现金流动负债比(%)	4.37	3.89	3.75	--
现金短期债务比(倍)	0.38	0.15	0.36	0.40
EBITDA 利息倍数(倍)	2.53	1.62	1.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.10	8.83	11.04	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	126.39	144.57	171.10	84.06
所有者权益（亿元）	47.25	48.20	47.15	46.97
全部债务(亿元)	42.54	35.71	64.19	64.43
营业收入(亿元)	5.06	2.31	2.22	0.02
利润总额(亿元)	1.39	0.31	-1.98	-0.24
资产负债率（%）	62.62	66.66	72.44	85.34
全部债务资本化比率(%)	47.38	42.56	57.65	57.83
流动比率(%)	183.59	147.55	157.98	130.54
经营现金流动负债比(%)	13.10	-13.39	-8.17	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 金鲁班 MTN001/ 19 金鲁班 MTN002/ 19 金鲁班 MTN003	AA	AA	稳定	2019/7/23	张宁 张铖	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 金鲁班 MTN003	AA	AA	稳定	2019/04/26	张宁 张铖	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 金鲁班 MTN002	AA	AA	稳定	2019/03/25	张宁 张铖	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 金鲁班 MTN001	AA	AA	稳定	2019/01/22	张宁 张铖	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

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

声　明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东金鲁班集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东金鲁班集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化。股东仍为德州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“德州市国资委”）和德州德达城市建设投资运营有限公司（以下简称“德达城投”），分别持股 60.89%和 39.11%，实际控制人仍为德州市国资委。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本仍为 9.49 亿元。

跟踪期内，公司经营范围无变化；公司仍为德州市区域内最大的路桥建设单位；公司本部内设 6 个职能部门和 4 个事业部，分别为董事会办公室、审计部、财务管控中心、综合管理部、人力资源部、党群办公室和路桥产业事业部、产业发展事业部、多元产业事业部、资本运营事业部。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司为 36 家

截至 2019 年底，公司资产总额 237.78 亿元，所有者权益 59.62 亿元（其中少数股东权益 0.91 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 33.85 亿元，利润总额 2.28 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 238.73 亿元，所有者权益 59.86 亿元（其中少数股东权益 0.89 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 6.41 亿元，利润总额 0.19 亿元。

公司注册地址：山东省德州市经济技术开发区晶华大道 159 号。法定代表人：王力同。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月底，联合资信所评公司存续债券为“19 金鲁班 MTN001”“19 金鲁班 MTN002”和“19 金鲁班 MTN003”，债券余额合计 15.00 亿元，均已按期支付利息，上述债券募集资金已按规定用途全部用于偿还银行借款和补充流动资金。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 金鲁班 MTN001	3.60	3.60	2019/01/21	2+1 年
19 金鲁班 MTN002	5.00	5.00	2019/04/12	3+2 年
19 金鲁班 MTN003	6.40	6.40	2019/04/23	5 年
合计	**15.00**	**15.00**	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

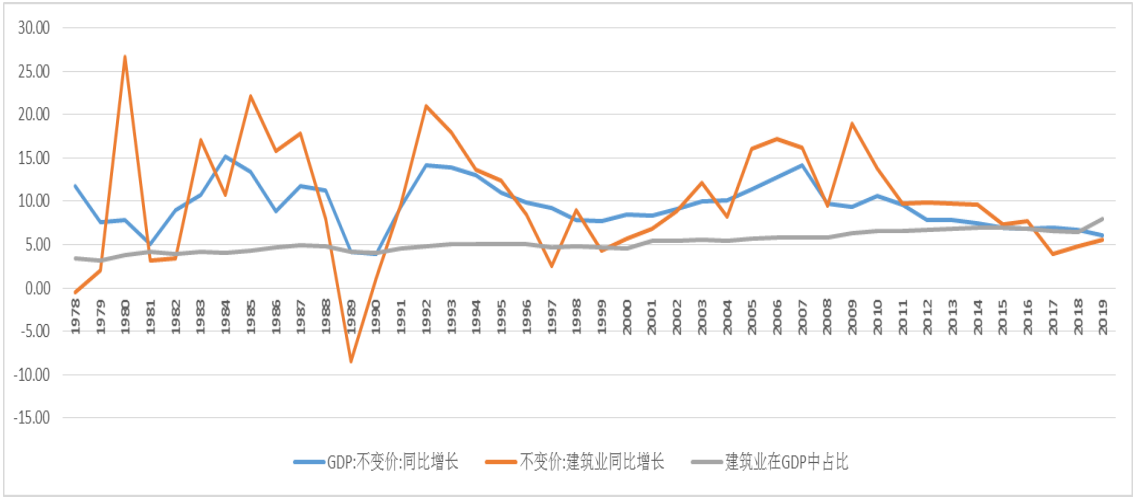
四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业

（1）建筑业概况

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

图 1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



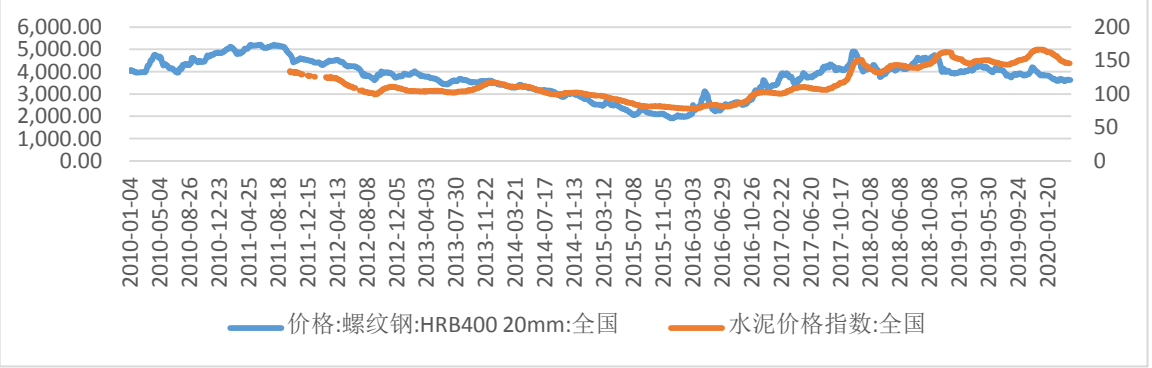
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）上游原材料供给及下游需求

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

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部 “降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图 2　水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

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

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

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

2019 年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

（3）建筑行业竞争态势分析

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

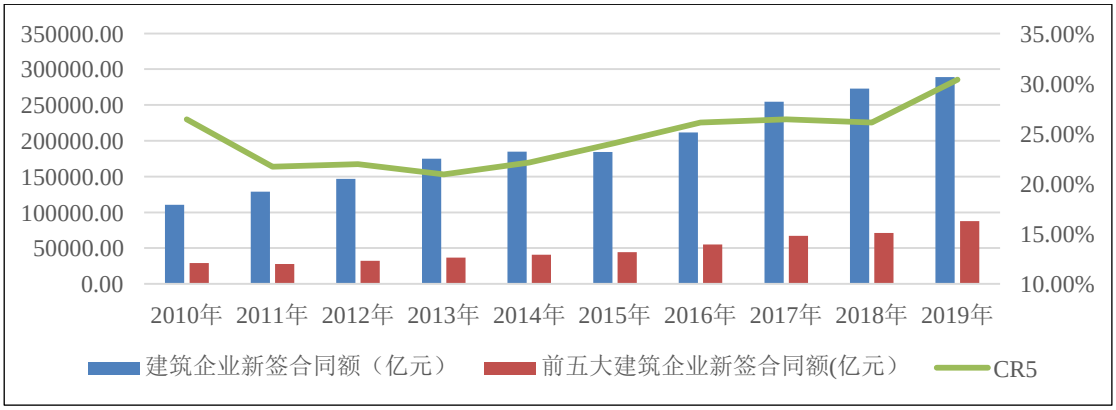
从需求端来看，2016－2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

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

园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图 3　2010－2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况



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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业发展趋势

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

2. 区域经济

跟踪期内，德州市经济稳步发展，产业结构进一步优化，建筑业市场总体平稳，为公司提供了良好的外部环境。

根据《德州市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，全市实现地区生产总值（GDP）3022.27 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.10%。其中，第一产业增加值 311.88 亿元，下降 0.20%；第二产业增加值 1263.70 亿元，增长 5.70%；第三产业增加值 1446.69 亿元，增长 8.00%。产业结构进一步优化，三次产业比例由上年的 11.1:42.6:46.3 调整为 10.3:41.8:47.9。人均 GDP 达到约 52295 元。

截至 2019 年底，资质内建筑企业 286 家，较上年增加 4 家；完成总产值 335.70 亿元，下降 2.40%。竣工产值 127.77 亿元，下降 0.90%。全年房屋建筑施工面积 2552.68 万平方米，增长 5.80%。

德州市 2019 年一般公共预算收入达到 206.27 亿元，增长 1.90%。其中税收收入 156.48 亿元，增长 0.60%，占一般公共预算收入比重为 75.90%。一般公共预算支出 437.36 亿元，增长 5.60%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 9.49 亿元，股东仍为德州市国资委和德达城投，分别持股 60.89%和 39.11%，公司实际控制人为德州市国资委。

2. 人员素质

跟踪期内，根据《德州市人民政府任免通知》德政任〔2020〕6 号以及《中共德州市委关于王力同、赵传峰同志任免职的通知》德委〔2020〕48 号，任命王力同同志为公司董事长以及党委书记，根据《中共德州市委组织部任

免通知》德组任〔2019〕104 号，任命马忠峰同志为公司党委副书记。根据《关于刘德平等同志职务任免的通知》鲁金鲁班党〔2019〕49 号，任命刘德平同志兼任公司总会计师。上述变动为正常人事变动，对公司生产经营无重大影响。

王力同先生，中共党员，高级审计师。先后任德州市审计局财金审计科科长、办公室主任、经济责任审计办公主任、副局长；现任公司党委书记、董事长。

马忠峰先生，中共党员，高级工程师。历任德州市公路管理局副科长、德州市公路管理局副科长、国道 104 陵县收费站主任、临邑县公路管理局局长、乐陵市公路局局长、滨德高速公路乐陵管理处党支部书记（兼乐陵市公路局局长）、滨德高速乐陵管理处党支部书记，挂职乐陵市市政府副市长，现任公司副党委书记、金鲁班（德州）高铁新城投资发展有限公司总经理。

刘德平先生，工程师。先后任德州市公路管理局禹城公路局局长、山东禹城丽富达公路工程有限公司经理、公司副总经理等职务。现任公司总会计师。

3. 企业规模和竞争力

公司是德州市区域内最大的路桥建设单位，跟踪期内，所占区域市场份额仍高，具有一定区域专营优势。

公司是德州市国资委下属大型国有企业，是德州市区域内最大的路桥建设单位，整合了德州市 11 个区市县原有的公路建设部门，跟踪期内，仍占据 80%以上的德州路桥市场。

4. 技术优势

公司具有公路工程施工总承包贰级资质、公路路面工程专业承包贰级资质、公路路基工程专业承包贰级资质。根据《关于明确德州市公路工程总公司产权关系的通知》，从 2012 年 1 月 12 日起，公路总公司归公司统一管理。同时，根据《德州市公路管理局关于划转德州市公路工程总公司部分下属项目的批复》，公司自 2016 年 1 月 1 日起，免费使用德州市公路工程总公司（以下简称“公路总公司”）资质。2019 年 8 月，随着政府将公路总公司无偿划入公司并纳入公司合并范围，公司拥有的资质扩宽到公路工程施工总承包特级、桥梁工程专业承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级和公路交通工程（公路安全设）专业承包壹级资质。

5. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1037140200062950L），截至 2020 年 6 月 12 日，公司无未结清及已结清的不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 6 月 20 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度等方面未发生重大变化，整体运行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

受公司其他业务板块新增房地产销售业务影响，2019 年公司主营业务收入大幅增长。跟踪期内，公司承接的业务仍主要以公路、桥梁等大型建筑施工工程为主，但收入占比较上年大幅下降，综合毛利率略有下降。

跟踪期内，公司承接的业务仍主要以公路、桥梁等大型建筑施工工程为主，继续向材料销售业务、高速公路通行费等方向延伸，同时辅以有机农业、商务旅游、物流商贸、清洁能源等业务，并于 2019 年新增房地产销售业务。

2019 年，公司实现主营业务收入 31.94 亿元，同比增长 25.70%。其中，工程施工业务收入 19.12 亿元，同比下降 11.15%，主要系 2018 年 1—3 月公司原子公司山东省公路建设（集团）有限公司（以下简称“山建集团”）收入包含在当年收入内，山建集团划出后 2019 年工程施工收入无此部分构成所致；该业务收入占比 59.84%，较上年下降 24.82 个百分点。同期，其他业务占比较上年大幅上升至 31.71%。

2019 年，公司主营业务毛利率 19.79%，同比下降 0.64 个百分点，主要系占比较大的其他业务板块毛利率较上年下降所致。跟踪期内，公司其他业务板块新增房地产销售业务，2019 年公司其他业务板块中分别实现通行费收入和房地产销售收入 1.22 亿元和 7.04 亿元。同期，公司其他业务毛利率 30.11%，较上年下降 29.49 个百分点，主要系 2019 年新增的房地产板块毛利率相对较低所致。

2020 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 6.04 亿元，相当于 2019 年的 18.91%，收入构成仍主要以工程施工为主；主营业务毛利率为 21.60%，较 2019 年有所上升，主要系其他业务板块毛利率上升所致。

表 2　公司主营业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	21.52	84.69	15.91	19.12	59.87	16.32	4.07	67.46	16.11
材料销售	2.03	7.98	32.41	2.69	8.41	5.64	0.12	1.92	5.61
其他	1.86	7.33	59.60	10.13	31.71	30.11	1.85	30.62	34.71
合计	**25.41**	**100.00**	**20.43**	**31.94**	**100.00**	**19.79**	**6.04**	**100.00**	**21.60**

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致（下同）
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司工程施工业务模式未发生变化。受公司工程承揽能力逐步提升影响，公司新签合同额呈增长趋势，但总体规模偏小，毛利率较为稳定，仍面临一定的单一市场风险。公司施工合同总额尚可，在建项目尚需投资规模较大，面临较大融资压力。同时联合资信将密切关注公司自营项目未来收益实现情况。

公司工程施工业务以路桥施工为主，是公司的传统优势业务，跟踪期内，该业务模式未发生变化，仍以传统总包模式以及 PPP 模式为主。受公司工程承揽能力提升影响，公司新签合同额呈增长趋势，2019 年为 22.06 亿元，同比增长 42.51%，其中 2 亿元以上的新签合同占比为 48.64%，较上年下降 8.27 个百分点。2020 年 1—3 月，公司新接工程 7 个，新签合同总额 0.48 亿元。未来，随着公路总公司与公司本部进一步合并，公司整体承揽能力将得到进一步提升。

表 3　公司合同签订情况（单位：个、亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
施工工程个数	92	103	79
新接工程个数	43	42	7
施工合同总额	47.22	101.49	93.19
新接合同总额	15.48	22.06	0.48
其中：2 亿元以上	8.81	10.73	--
2 亿元以上占比	56.91	48.64	--

资料来源：公司提供

公司作为德州市国有建筑企业，跟踪期内，在经营区域上仍以德州市为主。2019 年，公司新签合同中，德州市占比 77.83%；2020 年 1－3 月，公司新签合同来自德州市占比为 66.38%。公司仍面临一定的单一市场风险。

表 4　公司新签施工合同地区分布情况（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
德州市	151454.09	171718.8	3165.48
其他	3366.69	48897.15	1603.29
合计	**154820.78**	**220615.95**	**4768.77**

注：未包含山建集团数据
资料来源：公司提供

2019 年，公司工程施工业务收入 19.12 亿元，同比下降 11.15%，主要系 2018 年 1－3 月公司原子山建集团收入包含在当年收入内，山建集团划出后 2019 年工程施工收入无此部分构成所致。同期，公司工程施工业务毛利率 16.32%，同比下降 0.41 个百分点，较为稳定；2020 年 1－3 月，公司工程施工业务收入 4.07 亿元，相当于上年的 21.29%，毛利率 16.11%，较 2019 年基本持平。2019 年，公司前 5 大结算项目金额合计 4.51 亿元，占收入比重为 23.59%。

表 5　2019 年公司前 5 大结算项目（单位：万元）

项目	金额
平原县 2019 年农村公路提档升级工程	12972.09
齐河县“三年集中攻坚”专项行动道路修建工程施工及监理项目（一标段）	11228.72
2017 年南浔区双林镇农村公路提升工程设计施工总承包	7867.09
陵城区农村公路建设项目二期（“三年集中攻坚”专项行动）	7650.80
G308 文石线齐河姜屯至禹城高唐界段大中修工程第一合同段	5340.23
合计	**45058.92**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司前十大在建的施工项目如表 7 所示，项目总投资 27.63 亿元，已投资 15.67 亿元，尚需投资 11.96 亿元。此外，公司在建项目中包括 6 个 PPP 项目，公司作为社会资本方并成立项目公司，持股比例在 80%~95%，建设期 2~3 年，运营期 10~13 年，项目总投资 55.59 亿元（其中资本金 14.49 亿元），已投资 13.20 亿元，PPP 项目的建设和运营对公司资金、管理能力等方面提出较高要求。

表 6 截至 2020 年 3 月底公司前十大在建施工项目情况　（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额
青岛市黄岛区公路建设项目一揽子工程	87800.00	62300.00
S240 盐济线绕城改建工程一合同	30594.99	22241.19
2017 年南浔区双林镇农村公路提升工程设计施工总承包	26082.84	13000.00
齐河县南部新区一期市政工程	23550.90	10640.26
陵城区农村公路建设项目二期（“三年集中攻坚”专项行动）	22661.21	7901.98
文莱高速公路路面工程第十八标段	22007.29	9162.00
G205 山深线及 G339 滨榆线庆云绕城段改建工程一合同段	16610.15	15755.57
重庆市潼南区滨江路（双江至金佛大桥）道路工程	16247.68	4478.15
齐河县“三年集中攻坚”专项行动道路修建工程施工及监理项目（一标段）	15609.87	11228.72
G240 保台线武城县鲁冀界至孟王庄段改建工程标段二	15115.00	--
合计	**276279.90**	**156707.90**

资料来源：公司提供

表 7　截至 2020 年 3 月底公司 PPP 项目情况（单位：年、%、亿元）

项目名称	总投资	建设工期	项目运营期	资本金总额（比例）	SPV 中公司持股比例	回报机制	已投资	已获银行授信额度
云南省曲靖市麒麟区水石公路市政道路工程 PPP 项目	17.28	2018.05－2020.05	13	5.28（30.56）	80.00	可行性缺口补助	6.53	12.00
通江县诺江镇环城南路建设工程 PPP 项目	8.52	2018.05－2020.05	12	2.56（30.00）	95.00	可行性缺口补助	1.09	2.84
德州市陵城区城乡道路基础设施提升及配套工程 PPP 项目	7.82	2018.07－2020.07	13	1.56（20.00）	95.00	可行性缺口补助	1.80	6.20
澄城县市政道路建设 PPP 项目、澄城县西河水域生态综合治理 PPP 项目、澄城县公园新城及北城水岸 PPP 项目	5.97	2018.01－2020.12	10	1.49（25.00）	95.00	政府付费	1.62	0.80
乐陵市城市公共基础设施综合提升（道路）PPP 建设项目	3.51	2018.07－2020.07	13	1.10（31.67）	95.00	政府付费	2.15	2.43
夏津县基础设施建设及城区道路改造工程 PPP 项目	12.49	2019.10－2021.10	13	2.50（20.00）	80.00	可行性缺口补助	0.01	0.00
合计	**55.59**	--	--	**14.49**	--	--	**13.20**	**24.27**

资料来源：公司提供

除传统总包模式以及 PPP 项目外，公司部分工程施工项目采取自营模式。公司自营的项目，主要通过公司自身运营方式来实现资金平衡。跟踪期内，公司投入运营的项目未发生变化，仍为德商高速德州（冀鲁界）至夏津段项目（以下简称“德商高速”），该项目总投资 35.19 亿元，截至 2020 年 3 月底，工程累计完成投资 35.09 亿元，已完工 66.40 公里，预计 2020 年 6 月底全面完工；项目建成后，将由公司子公司山东省金鲁班德商高速公路发展有限公司负责运营管理，项目收益归属于项目公司。该项目于 2016 年 8 月部分路段投入运行，2019 年和 2020 年 1－3 月，分别实现收入 12180.66 万元和 1115.00 万元，在“主营业务收入-其他”中反映。2019 年，该项目通车量 727.80 万辆，同比增长 24.83%，主要系德商高速有效分流了其他平台高速公路车流量所致。

截至2020年3月底，公司主要在建的自营项目计划总投资61.20亿元，已完成投资45.36亿元，尚需投资15.84亿元。其中，国高德上线京台高速至G105段项目总投资额23.14亿元，已投资8.44亿元，资金来源于自筹资金，项目建设完成后，由公司负责运营管理并拥有收费权，预计运营后25年内能够实现高速公路通行费64.71亿元；其余项目中，除德商高速外，主要通过租赁方式实现资金平衡。目前，公司无重大拟建项目。公司在建自营项目投资大，联合资信将密切关注未来收益实现情况。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	累计投入	2020 年 4－12 月投资额	2021 年投资额	2022 年投资额
德商高速项目	35.76	35.09	--	--	--
.国家级电/扶梯齐河实训总部基地	2.30	1.83	0.30	0.17	--
国高德上线京台高速至 G105 段项目	23.14	8.44	8.00	6.7	--
合计	**61.20**	**45.36**	**8.30**	**6.87**	--

注：德商高速项目已经基本完工，故未统计其未来尚需投资规模
资料来源：公司提供

材料销售

跟踪期内，公司材料销售业务较上年有所增长；受原材料价格增长影响，该业务毛利率大幅下降。

目前，材料销售业务主要由子公司山东鲁班工程材料有限公司（简称“鲁班材料”）运营，其前身为德州市公路管理局材料供应处，占地面积 7 万平方米，拥有一万吨沥青储存罐、木材经营市场，铁路专用线一条。现主要从事公路建设用沥青和钢材的采购，供应商主要是中化弘润石油化工有限公司。

2019 年，公司实现材料销售收入 2.69 亿元，同比增长 32.51%，主要系钢材销售业务收入增加所致；同期，该业务毛利率 5.64%，较上年下降 26.77 个百分点，主要系原材料价格增长所致。2020 年 1－3 月，公司材料销售业务收入 0.12 亿元，毛利率 5.61%。

其他业务

跟踪期内，因合并鲁班房地产，公司 2019 年其他业务新增房地产销售业务，该业务成为公司整体收入和利润的重要补充。

（1）房地产业务

因合并德州市鲁班房地产开发有限公司（以下简称“鲁班房地产”），公司 2019 年新增房地产销售业务。截至 2020 年 3 月底，公司在售房地产项目为鲁班御景国际项目和鲁班·御景龙山项目，鲁班·御景龙山项目采用商品房业务经营模式，已实现销售面积 22.92 万平方米，销售均价 0.45 万/平方米，未销售面积总计 1.87 万平方米，预计未销售面积可实现

收入1.20亿元;鲁班御景国际项目分为两部分，大部分属于商品房，小部分属于棚改房，商品房部分已全部销售，棚改房部分已建设完毕，由政府核算棚改项目的总成本后，通过土地出让金返还方式进行整体回购（目前正在和政府协商，金额尚未确定）；公司在建房地产项目为鲁班·御景龙山，总投额资9.43亿元，已投资8.17亿元，未来投资规模一般。2019年，公司实现房地产销售收入7.04亿元，毛利率为28.98%。

（2）其他

除房地产业务之外，公司其他业务主要包括物业管理、农产品销售、广告服务和高速公路运营等。2019年，公司其他业务收入除房地产板块外，实现其他收入3.09亿元，同比增长66.13%，主要来自于高速公路通行费的增长。

3. 未来发展

未来，公司将继续坚持以公路施工业务为主，并将大力投资承接政府的应用技术研究院、德州市太阳能小镇等自营项目。截至2020年3月底，公司在建项目未来投资规模较大，将面临较大筹资压力。联合资信同时关注到，公司投资的主要在建自营项目将依靠对项目的运营来实现资金平衡，对公司的技术水平和管理能力提出了较高要求，且增大了公司的投资支出压力。

八、财务分析

公司提供了2019年度合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年1－3月财务报告未经审计。

跟踪期内，公司合并范围新增五家子公司，分别为山东智行咨询勘察设计院、山东省德州市交通工程监理公司、公路总公司、鲁班房地产以及金鲁班融创有限公司，减少一家子公司为山东金鲁班集团交通发展有限公司。合并日新增和减少子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响较小。2020年1－3月，公司合并范围未发生变化。截至2020年3月底，公司合并范围内子公司共36家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额大幅增长，资产结构仍以流动资产为主，公司应收类款项和存货占比仍大，对资金形成占用，且货币资金中受限规模较大，公司资产流动性一般、资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额237.78亿元，较上年底增长25.80%。其中流动资产占50.13%，非流动资产占49.87%，资产构成仍以流动资产为主，较上年保持相对稳定。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.97	2.63	15.95	6.71	17.33	7.26
应收账款	10.54	5.58	10.17	4.28	10.88	4.56
预付款项	8.06	4.26	9.84	4.14	9.74	4.08
其他应收款	32.61	17.25	31.54	13.26	29.55	12.38
存货	43.86	23.20	48.67	20.47	46.87	19.63
流动资产	**102.13**	**54.03**	**119.19**	**50.13**	**118.32**	**49.56**
在建工程	31.78	16.81	42.85	18.02	44.97	18.84
无形资产	34.06	18.02	33.44	14.06	33.41	13.99
非流动资产	**86.89**	**45.97**	**118.59**	**49.87**	**120.42**	**50.44**
资产总额	**189.02**	**100.00**	**237.78**	**100.00**	**238.73**	**100.00**

注：“其他应收款”科目不包括“应收股利”和“应收利息”科目

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 119.19 亿元，较上年底增长 16.71%。公司货币资金 15.95 亿元，较上年底大幅增长 10.98 亿元，包括银行存款 4.94 亿元和其他货币资金 11.01 亿元，其中其他货币资金全部为受限的保证金。公司应收账款 10.17 亿元，较上年底下降 3.44%。公司应收账款前五名单位合计 7.03 亿元，占比 58.27%，集中度较高，主要系应收青岛市黄岛区交通运输局、德州市公路管理局、齐河县交通运输局款项。公司预付款项 9.84 亿元，较上年底增长 22.10%，主要系预付的工程款，前五大预付对象为惠普软件（济宁）人才产业投资有限公司、京师远望教育科技有限公司、德州市经济技术开发区财政局、青岛市黄岛区隐珠街道办事处财政审计统计中心和德州市经济技术开发区财政局，占比 66.66%，集中度较高；预付款项 1 年以内的占 21.84%、1~2 年的占 30.17%、2~3 年的占 6.74%、3 年以上的占 41.25%，账龄偏长。公司其他应收款 31.54 亿元，较上年底减少 3.27%，主要由往来款和拆借款构成；按账龄分析法计提坏账准备的款项 4.97 亿元，大部分在 1 年以内；公司其他应收款主要系与其他公司的往来款（占 92.71%）以及投标保证金押金（占 5.88%）等，前五名单位合计 14.17 亿元，占比 44.35%，集中度一般。公司存货 48.67 亿元，较上年底增长 10.97%；存货中开发成本（土地）31.17 亿元、工程施工 15.70 亿元、原材料 1.41 亿元。公司其他流动资产 2.97 亿元，较上年底增长 0.92 亿元，主要由待抵扣进项税 2.43 亿元构成。

截至 2019 年底，公司非流动资产 118.59 亿元，较上年底增长 36.47%，主要来自于在建工程以及可供出售金融资产的大幅增长。公司可供出售金融资产 25.49 亿元，较上年底增长 20.93 亿元，主要系当年购入可供出售债务工具（主要由理财产品构成）较上年增长 20.82 亿元所致。公司长期股权投资 0.60 亿元，较上年底下降 81.80%，主要系减少对山建集团投资 2.50 亿元。公司固定资产 13.44 亿元，较上年底增长 19.28%，主要系购置和在建工程转入部分房屋建筑物所致。公司在建工程 42.85 亿元，较上年底增长 34.85%，主要系国高德上线京台高速至 G105 段建设项目、材料钢结构大棚建设以及通江县诺江镇环城南路建设 PPP 项目投资所致；在建工程中重大项目为德商高速项目、国高德上线京台高速至 G105 段建设项目等，为公司自营建设项目。公司无形资产 33.44 亿元，较上年底略有减少，主要由德商高速项目的公路收费权 31.50 亿元构成。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 238.73 亿元，较 2019 年底保持相对稳定。公司资产仍以流动资产为主，占比为 49.56%，较上年底有所下降。其他各科目较上年底均无重大变化。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月底，公司受限资产 18.71 亿元，占资产总额 7.84%，占比一般，包括货币资金 11.60 亿元、在建工程、固定资产和无形资产 7.11 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益较上年底小幅增长，未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益 59.62 亿元（含少数股东权益 0.91 亿元），较上年底增长 4.02%。公司实收资本仍为 9.49 亿元；资本公积 31.18 亿元，保持相对稳定；未分配利润 16.85 亿元，较上年底增长 9.21%。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 59.86 亿元，较 2019 年底保持相对稳定。公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

表10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	9.49	16.56	9.49	15.92	9.49	15.85
资本公积	30.32	52.91	31.18	52.30	31.24	52.19
未分配利润	15.43	26.92	16.85	28.26	17.04	28.47
少数股东权益	0.90	1.57	**0.91**	**1.53**	**0.89**	**1.49**
所有者权益合计	**57.31**	**100.00**	**59.62**	**100.00**	**59.86**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

2019 年公司有息债务规模大幅增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负进一步加重。随着公司施工项目和自营项目的推进，预计未来债务负担将进一步上升。

截至 2019 年底，公司负债总额 178.16 亿元，较上年底增长 35.27%，负债结构仍以流动负债为主，但占比较上年底有所下降。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.41	5.63	14.02	7.87	16.71	9.34
应付票据	5.18	3.93	17.56	9.86	18.84	10.53
应付账款	21.48	16.31	21.25	11.93	20.45	11.43
预收款项	0.54	0.41	1.66	0.93	1.32	0.74
其他应付款	20.12	15.28	24.21	13.59	20.04	11.20
一年内到期的非流动负债	20.88	15.85	13.08	7.34	10.36	5.79
流动负债	**81.96**	**62.23**	**98.41**	**55.24**	**93.76**	**52.42**
长期借款	7.18	5.45	18.84	10.57	26.15	14.62
应付债券	6.85	5.20	30.35	17.04	30.35	16.97
长期应付款	34.48	26.18	29.47	16.54	27.53	15.39
非流动负债	**49.74**	**37.76**	**79.75**	**44.76**	**85.12**	**47.58**
负债总额	**131.71**	**100.00**	**178.16**	**100.00**	**178.88**	**100.00**

注：“其他应付款”科目不包括“应付股利”和“应付利息”科目；“长期应付款”科目不包括“专项应付款”科目

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司流动负债98.41亿元，较上年底增长20.07%，主要来自于短期借款、应付票据以及其他应付款的增长。短期借款14.02亿元，较上年底增长89.14%，主要由保证借款10.55亿元构成。应付票据17.56亿元，较上年底增长12.38亿元，主要由银行承兑汇票15.58亿元构成。应付账款21.25亿元，较上年底略有减少，主要系应付工程款，其中1年以内的占73.93%、1年以上的占26.07%；预收款项1.66亿元，较上年底增长1.13亿元，系尚未结算的工程款。其他应付款24.21亿元，较上年底增长20.34%，主要系与其他公司的往来款增加所致；一年内到期的非流动负债13.08亿元，较上年底减少37.38%，包括一年内到期的长期借款3.68亿元、长期应付款9.40亿元。

截至2019年底，公司非流动负债79.75亿元，较上年底大幅增长60.33%。公司长期借款18.84亿元，较上年底增长162.49%，包括抵押借款1.24亿元和保证借款17.60亿元。公司应付债券30.35亿元，较上年底增长343.07%，主要系发行“19金鲁班MTN001”“19金鲁班MTN002”“19金鲁班MTN003”以及“19鲁班01”合计29.00亿元所致。公司长期应付款29.47亿元，较上年底下降14.55%，主要由德商高速银团借款20.60亿元和融资租赁款

8.87 亿元构成，全部为有息性质。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 93.84 亿元，较上年底大幅增长 97.56%。其中，短期债务 44.65 亿元（占 47.58%）、长期债务 49.19 亿元（占 52.42%）。若将长期应付款的有息债务调整至长期债务核算，公司调整后全部债务 123.31 亿元，较上年底增长 50.40%。其中，调整后长期债务 78.66 亿元（占 63.79%），公司债务结构以长期债务为主。2020－2021 年，公司每年需偿还有息债务 27.29 亿元、10.63 亿元和 28.42 亿元。2020 年需偿还债务低于 2019 年底短期债务主要系应付票据部分于 2020 年以后到期所致），2020 年及 2021 年，公司面临一定集中偿还压力。2019 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 74.93%、67.41%和 56.89%，较上年底分别上升 5.25 个百分点、8.55 个百分点和 11.04 个百分点，债务负担进一步加重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 178.88 亿元，较上年底略有增长。其中，短期借款 16.71 亿元，较 2019 年底增长 19.22%；其他应付款 20.45 亿元，较 2019 年底下降 3.80%，主要系往来款减少所致；长期借款 26.15 亿元，较上年底增长 38.78%。有息债务方面，公司调整后全部债务 129.94 亿元，较 2019 年底增长 5.38%，其中短期债务 45.91 亿元（占 35.33%）、调整后长期债务 84.03 亿元（占 64.67%）；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 74.93%、68.46%和 58.40%，较 2019 年底略有增长。

3. 盈利能力

因合并鲁班房地产，2019 年公司其他业务新增房地产销售业务影响，公司营业收入大幅增长；由于期间费用的大幅增长，利润总额有所下降；期间费用控制能力有待加强，投资收益对利润贡献较大；公司盈利能力仍较弱。

2019 年，公司实现营业收入 33.85 亿元，较上年增长 21.53%。营业成本较上年增长 21.70%。公司营业利润率 17.49%，较上年略有下降。

期间费用方面，2019 年公司期间费用 6.79 亿元，同比大幅增长 81.36%，其中管理费用 3.59 亿元，同比增长 34.00%，主要由职工薪酬和折旧摊销构成；财务费用 3.05 亿元，同比增长 217.82%，主要系随着有息债务规模的增加财务费用增加所致。公司期间费用率 20.06%，同比上升 6.62 个百分点，期间费用控制能力有待加强。

2019 年，公司投资收益 4.03 亿元，同比大幅增长 223.97%，主要由公司对合作开发的部分房地产项目前期进行垫款等产生的投资收益构成（该部分款项前期主要以往来款的形式体现，产生收益部分对应的往来款目前在账面上已无体现），对利润贡献较大。

2019 年，公司实现利润总额 2.28 亿元，同比下降 13.41%，主要系期间费用增加所致。盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均大幅下降，分别为 2.10%和 2.91%，较上年分别下降 1.67 个百分点和 0.69 个百分点。总体看，公司盈利能力仍较弱。

2020 年 1－3 月，公司营业收入 6.41 亿元，相当于 2019 年的 18.94%。公司期间费用率 18.24%，较 2019 年有所下降。公司利润总额 0.19 亿元，相当于 2019 年的 8.33%。

4. 现金流分析

公司经营活动现金流量持续净流入，收入实现质量一般；受自营项目投资支出大幅增加影响，公司投资活动现金流量持续净流出，资金缺口有所收缩；受当年借款规模上升影响，公司筹资活动现金流量净额大幅增长。

公司经营活动现金流主要以营业收支和往来款、保证金收支为主。2019 年，公司经营活动现金流入量和流出量分别为 152.58 亿元和 148.89 亿元，分别同比增长 28.26%和 28.61%，主要来于往来款收支的增长。2019

年，公司经营活动现金流量净额 3.69 亿元，同比增长 15.71%。2019 年，公司现金收入比 79.44%，同比有所下降，收入实现质量一般。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入 15.13 亿元，同比大幅减少 31.10%，主要系银行理财产品收回减少所致；公司投资活动现金流出 42.51 亿元，同比增长 20.77%，主要系投资支付的现金大幅增长所致。同期，公司投资支付的现金 26.41 亿元，同比大幅增长 417.46%，主要由 20.82 亿元理财产品投资构成。2019 年，公司投资活动现金流量净额-27.38 亿元，资金缺口大幅增加。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入量 76.54 亿元，主要系取得借款和融资租赁款。公司筹资活动现金流出量 49.88 亿元，主要系偿还债务本息以及偿还其他借款本息。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 26.66 亿元，同比大幅增长 1044.36%，主要系借款规模大幅增加所致。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额 1.11 亿元，主要系经营业务收支和往来款、保证金收支；投资活动现金流量净额-2.50 亿元，主要系银行理财产品、委托贷款收支以及自营项目的投资；筹资活动现金流量净额 0.38 亿元，主要系取得借款、发行债券和融资租赁款以及偿还债务本息支付的现金。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司长期及短期偿债能力弱，对外担保规模大，存在一定或有负债风险。公司间接融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 121.12%和 71.66%，同比均有所下降。2019 年 3 月底，上述指标分别小幅上升至 126.19%和 76.20%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 3.75%，对流动负债保障能力弱。2019 年底，公司扣除受限后现金类资金资产为 4.99 亿元，为同期短期债务的 0.11 倍。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 8.50 亿元，同比增长 57.95%，其中利润总额 2.28 亿元。调整后全部债务/EBITDA 为 14.51 倍，同比有所下降。总体看，公司长期偿债能力弱。考虑到，公司在德州持续的专营优势，公司整体偿债能力强。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 22.60 亿元以及 0.05 亿美元，其中对德州市公路管理局（事业单位）担保余额 21.40 亿元，对惠普软件（济宁）人才产业投资有限公司担保余额 1.20 亿元。被担保单位目前经营情况正常。总体看，公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

截至 2020 年 3 月底，公司获得各银行授信额度共计 200.20 亿元，未使用额度 84.48 亿元，公司间接融资渠道通畅。

6. 母公司财务概况

母公司资产规模及所有者权益占合并口径规模大，收入规模占合并口径规模小，同期，母公司债务负担较山年底有所上升。

截至 2019 年底，母公司资产总额 171.10 亿元，较上年底增长 18.36%，主要系其他应收款和长期股权投资增加所致。母公司资产总额相当于合并口径的 71.96%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 47.15 亿元，较上年底减少 2.18%。截至 2019 年底，母公司负债总额 123.96 亿元，较上年底增长 28.63%，主要系其他应付款增加所致。母公司所有者权益相当于上年底的 79.08%。

2019 年，母公司实现营业收入 2.22 亿元，同比下降 3.61%；财务费用 0.95 亿元，同比增长 27.14%；利润总额-1.98 亿元，同比下降 7734.75%。母公司营业收入相当于合并口径的 6.56%。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额-6.91 亿元，投资活动现金流量净额-8.78 亿元，筹资活动现金流量净额 15.39 亿元。

截至 2019 年底，母公司全部债务规模

64.19 亿元，较上年底增长 57.83%，资产负债率上升至 72.44%，较上年底上升 5.78 个百分点。

九、存续债券偿还能力分析

截至 2020 年 5 月底，公司一年内到期的应付债券 2.85 亿元，公司非受限现金类资产对其保障能力一般，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力强。

截至 2020 年 5 月底，公司存续债券余额 31.85 亿元，一年内到期兑付债券 2.85 亿元。截至 2019 年底，公司非受限现金类资产 4.99 亿元，对一年内到期兑付债券保障能力一般。2019 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 152.58 亿元、3.69 亿元和 5.53 亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力强。

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

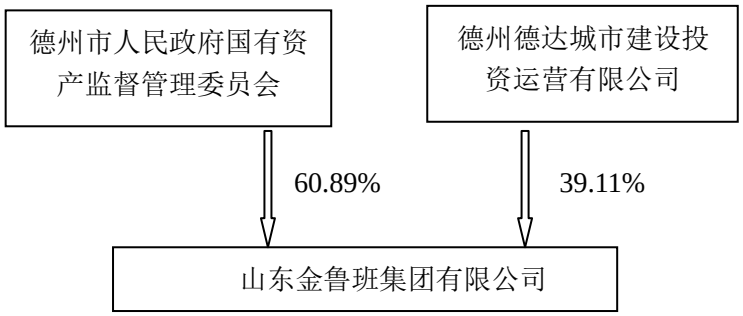
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	2.85
未来待偿债券本金峰值	19.00
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	1.75
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	8.03
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.29

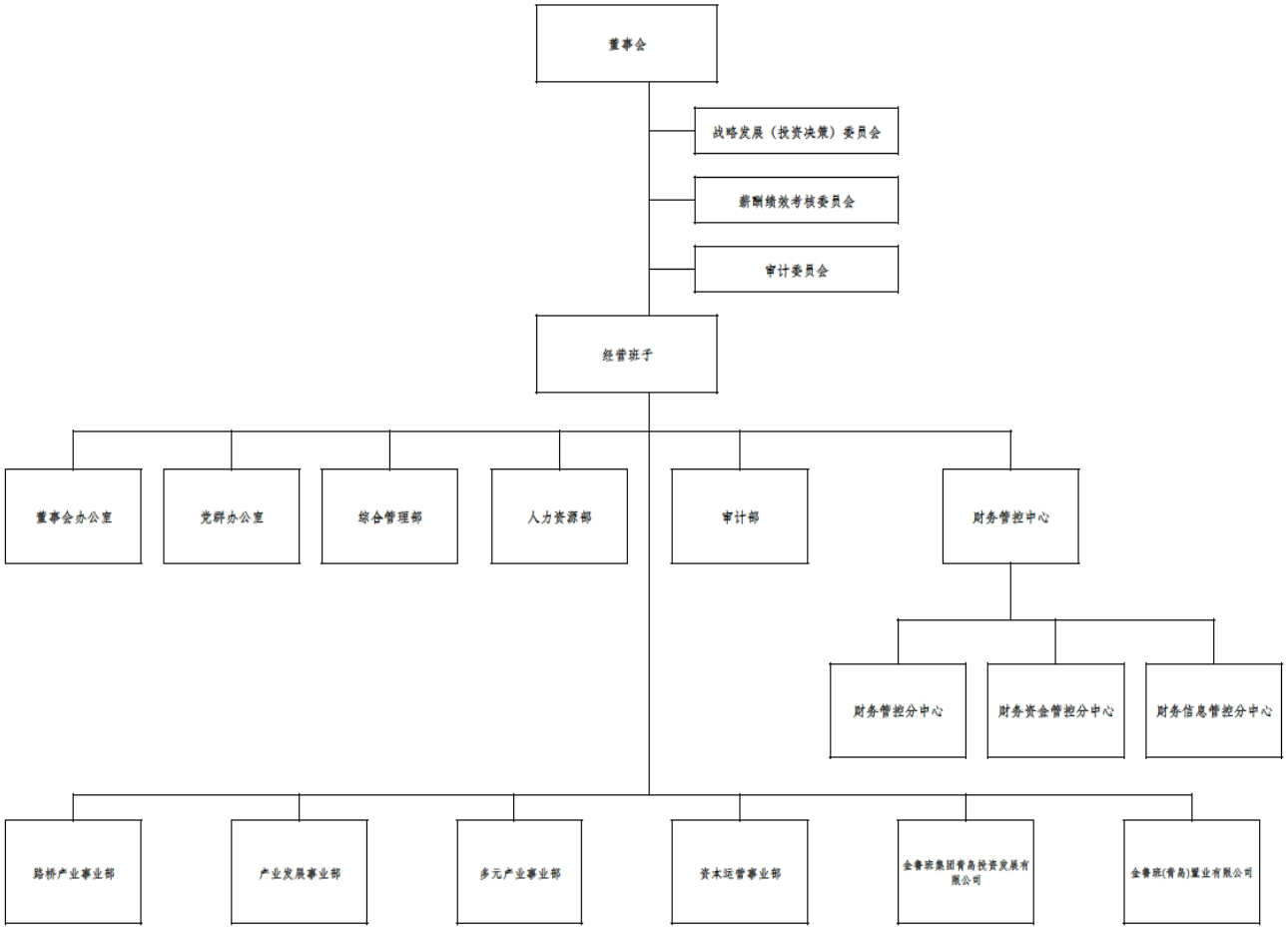
资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 金鲁班 MTN001”“19 金鲁班 MTN002”和“19 金鲁班 MTN003”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 1-2　截至 2020 年 3 月底合并范围一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
山东鲁班工程材料有限公司	德州市	德州德城区	材料销售	100.00	
德州九达公路工程机械设备有限公司	德州市	德州德城区	设备租赁	70.00	
德州路通公路工程有限公司	德州市	德州德城区	工程施工	100.00	
德州昶达路桥有限公司	德州市	德州夏津	工程施工	100.00	
山东禹城丽富达公路工程有限公司	德州市	德州禹城市	工程施工	100.00	
齐河恒晟公路工程有限责任公司	德州市	德州齐河县	工程施工	100.00	
山东庆云通泰工程有限公司	德州市	德州庆云县	工程施工	100.00	
山东翌纬公路工程有限公司	德州市	德州临邑县	工程施工	100.00	
德州市九衢公路工程有限公司	德州市	德州武城县	工程施工	100.00	
山东通力路桥工程有限公司	德州市	德州平原县	工程施工	100.00	
宁津县昌达公路工程有限公司	德州市	德州宁津县	工程施工	100.00	
山东云红公路工程有限公司	德州市	德州乐陵市	工程施工	100.00	
山东路泰公路工程有限公司	德州市	德州陵县	工程施工	100.00	
山东金鲁班有机农业科技有限公司	德州市	德州齐河	农产品生产及销售	100.00	
山东金鲁班洁能有限公司	德州市	德州平原县	LNG 天然气生产项目	60.00	
金鲁班（青岛）建设发展有限公司	青岛市	青岛市黄岛区	道路桥梁、市政、园林绿化工程施工；工程勘察设计、监理等	100.00	
东营市黄河三角洲国际物流港投资有限公司	东营市	东营市开发区	物流经营	85.00	
山东金鲁班商务旅行社有限公司	德州市	德州德城区	旅游业务	100.00	
山东省金鲁班德商高速公路发展有限公司	德州市	德州市经济开发区	公路建设	100.00	
山东金鲁班文化传媒有限公司	济南市	济南市历下区	广告制作、活动策划、会议服务、咨询	100.00	
德州道景园林景观工程有限公司	德州市	德州市德城区	园林绿化工程施工	100.00	
德州德沃道路设备有限公司	德州市	德州市经济开发区	设备生产及销售	100.00	
金鲁班集团青岛投资发展有限公司	青岛市	青岛市黄岛区	投资管理	100.00	

山东金鲁班投资有限公司	济南市	济南市历下区	项目投资、股权投资、投资管理、投资咨询	100.00	
金鲁班（海南）投资发展有限公司	海口市	海口市龙华区	对外投资、投资管理	100.00	
金鲁班华南（深圳）投资发展有限公司	深圳市	深圳市南山区	交通道路项目、市政基础设施的投资，投资咨询，企业营销策划及相关信息咨询，企业管理咨询等	100.00	
德州德上高速公路建设运营有限公司	德州市	德州市经济技术开发区	高速公路投资、建设、收费、运营、养护、救援、清障及沿线附属设施经营的项目管理。等	99.00	
澄城县金徵投资建设有限公司	陕西省渭南市	陕西省渭南市澄城县	建筑工程、公路工程、桥梁工程、市政公用工程、园林工程、城市公共事业的投资、建设、施工、勘察、设计	95.00	
金鲁班（德州）高铁新城投资发展有限公司	德州市	德州市经济开发区	企业管理咨询；房地产开发与销售；房屋和土木工程建筑施工等	100.00	
德州金基石建设投资有限公司	德州市	德州市陵城区	以自有资金对建筑工程项目、公路工程项目、桥梁工程项目、市政公用工程项目进行投资、建筑、商务服务、运营和维护服务及经营管理等	66.50	
曲靖市金鲁信投资有限公司	曲靖市	曲靖市麒麟区	项目投资及对所投资项目进行管理	56.00	
山东智行咨询勘察设计院	德州市	德州市德城区	工程勘察专业类（工程测量）甲级；工程设计公路行业（公路、特长隧道、特大桥梁）专业甲级；风景园林工程设计等	100.00	
山东省德州市交通工程监理公司	德州市	德州市德城区	公路工程监理；房屋建筑工程监理；市政公用工程监理；水利水电工程监理；园林绿化工程监理等	100.00	
德州市公路工程总公司	德州市	德州市经济开发区	公路工程、桥梁工程、隧道工程、水利工程、公路路面工程、公路路基工程、建筑工程	100.00	

德州市鲁班房地产开发有限公司	德州市	德州市德城区	房地产开发、经营（凭资质证经营）；建材销售（不含木材）；建筑机械销售、租赁等	100.00	
金鲁班融创有限公司	北京市	北京市朝阳区	建设工程项目管理；工程勘察；工程设计；物业管理；销售建筑材料	100.00	

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.00	5.01	16.00	18.37
资产总额(亿元)	215.85	189.02	237.78	238.73
所有者权益(亿元)	59.04	57.31	59.62	59.86
短期债务(亿元)	39.20	33.47	44.65	45.91
长期债务(亿元)	22.32	14.03	49.19	56.50
调整后长期债务（亿元）	52.02	48.51	78.66	84.03
全部债务(亿元)	61.52	47.50	93.84	102.42
调整后全部债务(亿元)	91.23	81.99	123.31	129.94
营业收入(亿元)	35.21	27.85	33.85	6.41
利润总额(亿元)	5.00	2.63	2.28	0.19
EBITDA(亿元)	10.09	5.38	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	4.52	3.19	3.69	1.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.79	1.41	3.25	--
存货周转次数(次)	0.63	0.48	0.59	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.14	0.16	--
现金收入比(%)	79.91	85.17	79.44	150.14
营业利润率(%)	17.49	18.60	17.49	21.27
总资本收益率(%)	5.79	3.77	2.10	0.48
净资产收益率(%)	7.28	3.60	2.91	1.29
长期债务资本化比率(%)	27.44	19.66	45.21	48.56
调整后长期债务资本化比率（%）	46.84	45.84	56.89	58.40
全部债务资本化比率(%)	51.03	45.32	61.15	63.11
调整后全部债务资本化比率(%)	60.71	58.86	67.41	68.46
资产负债率(%)	72.65	69.68	74.93	74.93
流动比率(%)	143.57	124.60	121.12	126.19
速动比率(%)	95.06	71.09	71.66	76.20
经营现金流动负债比(%)	4.37	3.89	3.75	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.15	0.36	0.40
全部债务/EBITDA(倍)	6.10	8.83	11.04	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.04	15.24	14.51	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.53	1.62	1.85	--

注：　2020 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；调整后全部债务=短期债务+ 调整后长期债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.65	4.80	8.60	8.05
资产总额(亿元)	126.39	144.57	171.10	84.06
所有者权益(亿元)	47.25	48.20	47.15	46.97
短期债务(亿元)	23.77	26.16	31.84	30.03
长期债务(亿元)	18.77	9.55	32.35	34.40
全部债务(亿元)	42.54	35.71	64.19	64.43
营业收入(亿元)	5.06	2.31	2.22	0.02
利润总额(亿元)	1.39	0.31	-1.98	-0.24
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	7.31	-10.11	-6.91	7.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.87	0.38	0.44	--
存货周转次数(次)	0.11	0.03	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.02	0.01	--
现金收入比(%)	31.23	102.65	87.24	1171.14
营业利润率(%)	21.07	52.39	18.25	99.18
总资本收益率(%)	4.07	2.26	-1.66	-0.85
净资产收益率(%)	2.94	0.81	-3.91	-2.03
长期债务资本化比率(%)	28.43	16.54	40.69	42.27
全部债务资本化比率(%)	47.38	42.56	57.65	57.83
资产负债率(%)	62.62	66.66	72.44	85.34
流动比率(%)	183.59	147.55	157.98	130.54
速动比率(%)	121.85	101.84	115.62	34.45
现金短期债务比(%)	0.24	0.18	0.27	
经营现金流动负债比(%)	13.10	-13.39	-8.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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