

信用等级公告

联合[2014] 148 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信用状况进行综合分析和评估，确定

山东金鲁班集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月二十六日



山东金鲁班集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 9 月 26 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	21.46	52.09	65.47	72.03
所有者权益合计(亿元)	6.02	19.19	20.53	20.63
长期债务(亿元)	0.09	6.00	7.00	3.60
全部债务(亿元)	4.45	12.96	24.14	29.22
营业收入(亿元)	10.68	11.96	11.06	7.05
利润总额(亿元)	2.25	2.41	1.72	0.13
EBITDA(亿元)	2.81	3.46	4.49	--
营业利润率(%)	15.54	16.45	14.21	15.45
净资产收益率(%)	28.41	8.07	5.47	--
资产负债率(%)	71.95	63.16	68.64	71.36
全部债务资本化比率(%)	42.51	40.31	54.04	58.62
流动比率(%)	124.43	179.24	146.68	126.22
全部债务/EBITDA(倍)	1.59	3.74	5.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.08	5.07	2.10	--

注: 公司 2014 年半年度财务数据未经审计。

分析师

车 驰 李毅婷

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对山东金鲁班集团有限公司(以下简称“公司”或“金鲁班”)的评级,反映了公司作为区域性建筑行业龙头企业,已初步形成多元化的协调发展格局,项目承接优势显著;同时联合资信也关注到公司应收账款、其他应收款和存货占比大、债务规模不断上升,未来投资压力大等对公司经营及信用水平带来的负面影响。

未来,随着公司各业务板块协同效应的进一步发挥以及德商高速的建成通车,公司营业收入及利润总额有望增长,竞争实力有望进一步增强,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司在山东德州地区路桥建设方面具有一定的区域优势;德州市政府对公司在土地资源注入等方面支持力度大。
2. 公司已初步形成以路桥施工为主,建材等业务为辅的多元化经营格局。
3. 近年来公司资产规模增长速度较快,新签合同充足。

关注

1. 原材料价格波动对建筑企业盈利影响大。
2. 公司应收款项及存货在流动资产中占比较大,资产流动性受到一定影响。
3. 随着经营规模的扩大,公司对外融资需求上升,债务规模增长较快。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东金鲁班集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东金鲁班集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因山东金鲁班集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东金鲁班集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山东金鲁班集团有限公司主体长期信用等级自 2014 年 9 月 26 日至 2015 年 9 月 25 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

山东金鲁班集团有限公司（以下简称“金鲁班”或“公司”）成立于 2006 年 12 月，是由德州市公路管理局（事业单位）独资管理的一家大型国有企业，初始注册资本为 1 亿元，根据德州市人民政府批复文件（德政字[2010]113 号），德州市公路局所属各县（市、区）公路局以其拥有资产对其全资控股的国有企业投资，经审计评估以股权出资方式重组金鲁班，实现金鲁班对公路系统内部企业的整体控股管理。后经德州市公路管理局多次注资，截至 2014 年 6 月底，注册资本为 5.78 亿元。

公司经营范围：交通项目技术经济咨询服务；公路机械设备租赁、维修；建筑机械销售、租赁；建筑材料、公路工程材料销售。

公司内部设总经理办公室、财务管理部、内控管理部、人力资源管理部、行政管理部、路桥事业部等 8 个职能部门（详见附件 1）。截至 2014 年 6 月底，纳入合并报表范围的子公司共 28 家。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 65.47 亿元，所有者权益合计 20.53 亿元（其中少数股东权益 0.29 亿元）。2013 年公司合并口径实现营业收入 11.06 亿元，利润总额 1.72 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 72.03 亿元，所有者权益合计 20.63 亿元（其中少数股东权益 0.29 亿元）。2014 年 1~6 月，公司合并口径实现营业收入 7.05 亿元，利润总额 0.13 亿元。

公司注册地址：山东省德州市德城区东风东路 17 号；法定代表人：刘德平。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积

极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上

涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收

入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 建筑行业总体概况

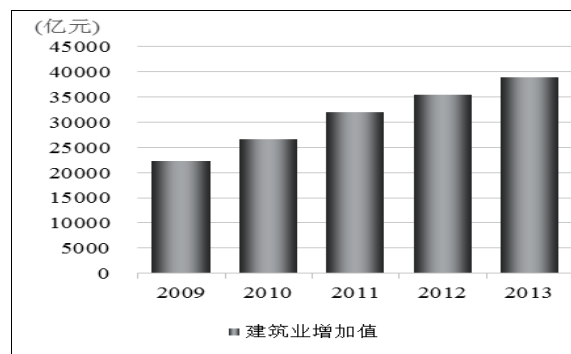
公司所属行业为建筑业。建筑行业定位于我国第二大产业范畴，在国民经济中处于举足轻重的地位。改革开放三十年来，国民经济呈现持续快速发展，全社会固定资产投资逐年增加，在此大背景下建筑业得到了迅猛发展，产业地位不断加强，对整体经济的贡献度大幅提高。

2011年以来，由于受欧债危机、国内通货膨胀、房地产调控基调从紧等因素影响，全国固定资产投资增速有所放缓。2012年全社会固定资产投资 374676 亿元，比上年增长 20.3%，增速较 2011 年下降 3.3 个百分点；2013 年全社会固定资产投资 447074 亿元，比上年增长 19.3%，增速较 2012 年下降 1 个百分点。

建筑行业与固定资产投资密切相关，在固定资产投资增速放缓的背景下，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。根据统计显示，2012 年全社会建筑业实现增加值 35459 亿元，较上年增长 9.3%；全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 4818 亿元，增长 15.6%，其中国有及国有控股企业 1236 亿元，增长 21.9%。2013 年全社会建筑业增加值 38995 亿元，比上年增长 9.5%。全国具有资质等级的总

承包和专业承包建筑业企业实现利润 5575 亿元，增长 16.7%，其中国有及国有控股企业 1363 亿元，增长 20.1%。

图 1 2009~2013 年中国建筑业增加值



资料来源：国家统计局

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。此外，建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

(2) 建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
外资企业	Shimizu（日本清水）	占有国内高端市场，主要优势在设计 and 工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska（瑞典斯堪斯卡）	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信通过公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

（3）建筑行业风险关注

行业准入门槛较低，市场竞争激烈

我国建筑行业准入门槛较低，市场竞争激烈，大量的无资质建筑行业企业通过挂靠有资质企业、低资质企业挂靠高资质企业游走在建筑行业的灰色地带。为争夺项目，这些企业在价格上恶性竞争，导致行业竞争无序化，行业产值利润下降。

原材料价格波动对成本影响大

建筑行业对水泥、钢材等原材料消耗量较大，因此原材料的价格波动对建筑企业经营和成本控制产生了重大影响。近年来国内水泥、钢材等建筑原材料需求较为旺盛，但受原材料价格下降和产能增长过快等因素的影响，国内水泥、钢材价格变动较为频繁。

钢材是建筑施工重要的原材料，2011 年以来受国家宏观调控力度加大和新增产能逐步

释放等因素影响，国内钢价整体正下降趋势。

2011 年钢材价格呈现震荡下跌走势，全年钢材价格走势可分为两阶段：第一阶段是一季度至三季度前期，钢材价格呈现震荡企稳的走势；第二阶段是三季度后期至四季度，钢材价格呈现大幅下跌后弱势震荡的走势。2012 年国内钢价整体呈“V 字型”运行，其中最高点在 4 月中上旬左右，最低点在 9 月上旬左右。2013 年，钢材产量居高不下，下游需求增长低于预期，钢材价格整体成处于震荡下行态势。

图 2 2011 年以来钢材价格综合指数

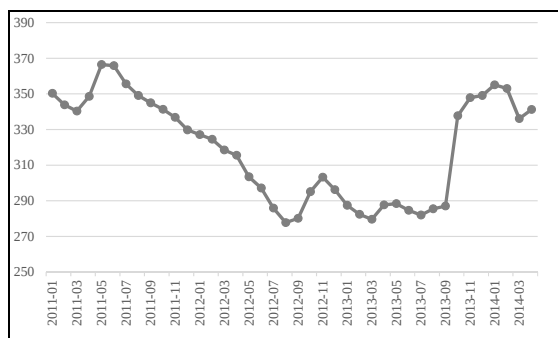


资料来源：Wind 资讯

受原材料价格下降和产能过剩等因素的影响，全国水泥平均价波动明显。2011 年一季度至 2012 年前三季度全国水泥平均价格一直处于下降趋势。2012 年三季度到 2013 年三季度，全国水泥平均价格一直处于震荡下行走势。直到三季度，水泥行情稍有好转。2013 年 3 季度淡季水泥价格开始上升，4 季度旺季真正到来时，部分地区的供给紧张，库存水平已经降至 2010 年以来的最低点。12 月是水泥行业淡旺季分水岭。北方市场渐进淡季，华北、东北市场表现不尽如人意，主要是需求不佳。南方地区中旬受降雨降雪影响，阶段性萎缩后，下旬天气转晴后，需求回暖。华东、西南等局部市场出现上行，而中南、东北价格开始季节性下滑。2014 年 1 月受制天气及春节等利空因素，全国市场整体走低，价格下滑，北方地区陆续出台冬储价格，多数水泥企业将陆续

停产检修。

图3 2011年以来全国水泥平均价



资料来源: Wind 资讯

总体看,建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2011年以来钢材水泥价格下跌,有利于减轻企业成本控制压力。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点。其主要原因如下:一方面,因工程业主的资金紧张,造成了工程欠款的增加,同时,BT 和 BOT 等资本运营项目的增多不断加大建筑企业的资金压力,从而导致建筑企业资产负债率普遍偏高;另一方面,建筑行业竞争激烈,建筑企业相对于业主的议价能力相对较弱,其利润空间被压缩;此外,近几年建筑原材料的持续上涨,建筑公司的成本转嫁能力不强,导致其利润率的降低。总体而言,建筑企业的利润率偏低和工程项目对资金的需求加大导致了其较大的对外融资需求,较高的资产负债率也导致建筑企业内部流动性压力。在这样的行业背景下,施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

(4) 建筑行业发展趋势

联合资信认为,短期内,宏观经济增速放缓,建筑行业与宏观经济的相关性高,加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱,应保持对建筑行业的谨慎态度;但从长期看,区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间,建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求,保持良好的发展前景。

2. 区域经济和财政实力

公司主要从事德州市区域内以路桥建设为主的基础设施建设,其经营发展受德州市经济实力的影响。

(1) 德州市概况

德州市,位于黄河下游,山东省的西北部,南北与济南、天津两大都市等距相望。辖三区两市六县和一个经济开发区。总面积 10356 平方公里,户籍人口 577.52 万,为山东第三大城市。

德州还是连接华北、华东的重要交通枢纽。京沪、德石、邯济铁路穿境而过,并与京广、京九铁路连接。公路四通八达,3 条高速公路、19 条国道省道纵贯全境,实现了“1 小时上天(到济南机场)、2 小时入海(到天津港)、3 小时到京”。京沪高速铁路、德龙烟铁路和德滨、德商高速公路已经开工建设,竣工后交通枢纽地位更加突出。

(2) 经济发展

德州市作为内陆城市,偏重内向型经济。目前德州市已建立了较为完善的工业体系,已形成机械制造、化工、农产品深加工、林产品加工、生物食品等主导产业,并培育了具有较大规模的新兴产业,例如太阳能、功能糖、中央空调、汽车零部件产业等。随着实施新兴产业倍增、传统产业高端化工程,德州工业生产和效益进一步得到提升。

德州市经济总量近年来持续增长,2011~2013 年,德州市全市生产总值年均复合增长 12.31%,其中第三产业增速较快,达到 15.71%。根据《2013 年德州市国民经济和社会发展统计公报》的数据显示,全市实现地区生产总值(GDP) 2460.59 亿元,按可比价格计算,比上年增长 11.2%。其中,第一产业增加值 273.54 亿元,增长 3.8%;第二产业增加值 1301.67 亿元,增长 12.6%;第三产业增加值 885.38 亿元,增长 11.2%。三次产业比例由上年的 11.0:54.1:34.9 调整为 11.1:52.9:36.0。固定资产投资完成 1401.62 亿元,增长 23.4%。

随着德州市经济总量快速提升，城镇居民可支配收入快速增长。2013 年德州市城市居民人均可支配收入 24812.00 元，增长 10.6%；城市居民人均消费性支出 15475 元，增长 9.1%。

表2 德州市 2011~2013 年经济发展情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
全市生产总值（亿元）	1950.71	2230.56	2460.59
第一产业增加值（亿元）	229.57	244.39	273.54
第二产业增加值（亿元）	1059.8	1208.65	1301.67
第三产业增加值（亿元）	661.34	777.52	885.38
固定资产投资（亿元）	1153.66	1401.62	1686.60
全社会零售商品总额（亿元）	757.50	872.30	990.50
城镇居民人均可支配收入（元）	19770.80	22440.40	24812.00

资料来源：2011~2013 年德州市国民经济和社会发展统计公报

近年来，德州市固定资产投资规模持续高速增长，固定资产投资完成 1686.6 亿元，增长 20.9%。其中，第一产业投资 17.6 亿元，增长 5.6%；第二产业投资 879.1 亿元，增长 21.3%，其中工业投资 855.4 亿元，增长 22.5%；第三产业投资 789.9 亿元，增长 28.8%。三次产业投资比例由上年的 1.5:51.8:46.7 调整为 1.1:52.1:46.8。

随着德州市固定资产投资额的增长，2011~2013 年德州市通车里程快速增长，截至 2013 年，德州市实有公路通车里程达到 4056.80 公里（不包括村级道路）。

表3 德州市 2011~2013 年通车里程

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
通车里程（公里）	3909.50	4054.40	4056.80

资料来源：2011~2013 年德州市国民经济和社会发展统计公报

（3）财政收入状况

在德州市经济快速发展的带动下，德州市财政收入增长迅速，2011~2013 年德州市地财政总收入年均复合增长率为 18.95%，2013 年为 236.66 亿元。2013 年德州市实现地方财政收入 150.02 亿元。德州市地方财政收入中，税收收入占比稳定，近三年的比值分别为

70.19%、71.21%和 77.86%，税收收入占一般预算收入的比重较高，且逐年上升。

财政支出方面，德州市财政支出规模较大，2013 年全市财政支出 267.30 亿元，同比增长 10.41%。整体看，德州市地方财政收入对财政支出的覆盖程度较低，财政自给率不足，2013 年该比值为 56.12%。

表4 德州市 2011~2013 年财政收支状况

（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财政总收入	167.25	203.24	236.66
地方财政收入	95.06	120.20	150.02
税收收入	66.72	85.60	116.80
财政支出	191.28	242.10	267.30

资料来源：2011~2013 年德州市国民经济和社会发展统计公报

总体看，德州市经济发展较快，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部保障。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 6 月底，公司注册资本为 5.78 亿元，全部由德州市公路管理局出资，德州市公路管理局为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司是德州市公路管理局独资管理的大型国有企业，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，目前占据 80%以上的德州路桥市场，业务涉足公路工程施工、交通项目技术经济咨询服务、机械设备租赁与维修、建筑材料销售、公路工程材料购销等交通建设领域，具有 20 多年公路、桥梁建设从业经历，具备国家公路工程施工总承包一级资质，路基、路面、桥梁工程专业承包一级资质，市政公用工程总承包、国外工程施工承包等多项资格资质。公司目前已经形成了以路桥建设为核心，同时涵盖了材料经营、机械设备、公路养护等上下游

配套产业。

3. 人员素质

公司董事长兼总经理刘德平，男，汉族，1964年出生，大学文化程度，高级工程师。曾任平原公路局财征科长、平原公路局副局长、禹城公路局局长、书记，2014年5月起任公司董事长、总经理。

公司现有在册职工 3680 人。其中，30 岁以下的员工 1781 人，占员工总数的 48.40%，30-40 岁员工 1102 人，占 29.95%，其余为 40 岁以上；学历方面，大学本科以上学历 1277 人，占 34.70%，专科学历 1011 人，占 29.95%，其余为高中及其他；职称构成方面，高级职称人员 183 人，占 4.97%、中级职称人员 367 人，占 9.97%，初级职称 885 人，占 24.05%。整体看，公司员工具有较好的年龄结构和知识结构。

总体看，公司高级管理人员均具有丰富的管理经验，中高级以上职员占比较高；员工以中青年为主，符合公司业务特点。

4. 技术优势

公司下属企业具有公路工程总承包壹级、路基工程专业承包壹级资质、路面工程专业承包壹级资质、桥梁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资质、质量管理体系认证证书、环境管理体系认证证书、职业健康安全管理体系认证证书、公路工程试验检测综合乙级资质、公路工程设计甲级资质、工程勘察甲级资质、公路工程监理甲级资质、特殊独立大桥专项监理甲级资质、实验检测机构公路工程检测乙级资质、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。

5. 股东支持

资本金注入

2010 年 11 月 15 日，根据德州市人民政府《关于重组山东金鲁班有限责任公司的批

复》，新增实收资本 41421.74 万元，德州市公路管理局以货币形式出资 1000.00 万元，以德州市公路管理局下属子公司股权出资 40421.74 万元。2011 年德州市公路管理局以货币形式注资 6378.26 万元，公司实收资本变更为 57800.00 万元。

土地资产注入

2012 年 4 月经德州市人民政府《关于同意向山东金鲁班集团有限公司出让国有土地使用权的批复》（德政土字[2012]5 号）德州市国土资源局将 4 宗土地（广川大道以西，东风南路以南，规划 3 号线以东的 431 亩商住用地）出让给德州市公路局，根据德州市公路管理局《关于增资山东金鲁班集团有限公司的决议》（德路发[2012]28 号），德州市公路局将该土地资产作为增资注入公司（计入“资本公积”和“存货”）。根据中威正信（北京）资产评估有限公司于 2014 年 4 月 30 日出具的《关于对“德信评报字（2012）第 044 号《山东金鲁班集团有限公司资产评估报告书》”的复核意见》，该块土地评估价值为 11.62 亿元（中威正信评咨字（2014）第 1015 号）。

财政补贴

公司作为德州市公路局下属建筑施工企业，德州市公路局每年给予公司一定的财政资金补贴。2011~2013 年，公司分别获得补助资金 1.20 亿元、2.00 亿元和 3.62 亿元。

整体看，德州市政府、德州市公路局在资产注入、资金拨付、财政补贴等方面给予公司的支持力度大，为公司经营发展提供了有力保障。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司设董事会，董事 5 名，董事长 1 名。董事每届任期三年，任期届满，可连选连任董事会成员由股东会选举产生。董事会对股东负责，执行股东决定，决定公司的经营计划。董

事长为公司法人代表。

公司不设监事会，设监事 2 人，由公司股东委派。监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司经理主持公司日常经营管理工作、拟定公司内部基本管理制度、决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员。

2. 管理水平

公司内部设总经理办公室、财务管理部、内控管理部、人力资源管理部、行政管理部、路桥事业部等 8 个职能部门，主要从事管理职能，无经营业务，部门设置能满足公司经营管理需要。

财务部是公司资金管理的职能部门。在内部资金使用的控制上，公司实行资金集中管理，子公司各种现金、银行收付款业务必须集中于公司总部资金结算中心集中结算，下属子公司财务人员全部由公司总部委派，对下属子公司资金使用上控制能力强；下属子公司重大项目招投标、投融资决策等必须报公司本部批准。

人力资源部主要职能有战略规划与管理、制度流程建设与优化、招聘管理、培训与职业发展、绩效管理、薪酬管理、员工关系管理、基础人事管理。下属子公司最高领导者由公司总部批准聘任，由公司总部进行年度考核；子公司招聘由公司总部统一组织；普通员工实行月度 and 年度双重考核机制。

在项目管理上，路桥事业部负责对下属路桥子公司所参与的重大项目进行业务管理和信息收集。

总体来看，公司法人治理结构，内部管理制度建设整体健全，基本满足公司经营需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营公路、桥梁等大型工程的建筑施工业务，与此同时向材料销售业务等方向延伸，其他业务包括有机农业、商务旅游、物流商贸、清洁能源等业务。

2011~2013 年，公司主营业务收入基本维持稳定，2013 年为 10.64 亿元。公司主营业务以工程施工板块为主，近三年工程施工板块主营业务收入占比分别为 90.27%、90.26%、93.91%。材料销售及其他业务板块，整体规模较小，对公司营业收入形成有利补充。

从毛利率看，2011~2013 年公司毛利率分别为 17.57%、18.73%和 17.60%，整体毛利率水平较高，主要原因是公司为德州市最大的公路工程专业施工单位，是德州市目前唯一一家具有公路工程施工总承包壹级资质企业，具有区域垄断性，且公司承建的项目大多为山东省内大型路桥工程施工项目，项目业主单位主要为当地各级政府部门，因此项目毛利润较高。公司其他业务整体呈亏损状态主要是有机农业业务亏损所致。

2014 年 1~6 月公司实现主营业务收入 6.78 亿元，占 2013 年全年主营业务收入的 63.72%，其中工程施工板块实现收入 6.31 亿元，较同期有所提升；综合毛利率为 18.00%。

总体来讲，公司营业收入增长较快，整体毛利率较高。

表 5 2011 年~2014 年 6 月公司主营业务情况（单位：亿元，%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	9.52	90.27	18.22	10.55	90.26	19.10	9.99	93.91	18.30	6.31	93.01	17.04
材料销售	1.01	9.55	13.10	1.09	9.36	18.27	0.54	5.03	21.17	0.37	5.45	28.08

其他	0.02	0.19	-64.65	0.05	0.39	-54.99	0.11	1.06	-61.36	0.10	1.54	40.36
合计	10.55	100.00	17.57	11.69	100.00	18.73	10.64	100.00	17.60	6.78	100.00	18.00

资料来源：公司提供

2. 业务经营

工程施工

①经营现状

路桥与建筑施工业务是公司的传统优势业务，由公司下属 12 家公路施工企业经营。公司具有 20 多年公路、桥梁建设与建筑施工从业经历，拥有国家公路工程施工总承包一级资质、二级资质 11 个和市政公用工程总承包、国外工程施工承包等多项资质，并通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO-14001 环境管理体系、OHSAS18001 职业安全健康体系认证。

公司路桥施工业务主要采用传统的施工总承包模式，仅德州外环快速通道及省道 314 线工程项采用 BT 模式。总体看，近年来受益于城市化进程的推进，公司路桥施工与建筑施工合同总额稳定增长，由 2011 年的 22.89 亿元增至 2013 年的 58.60 亿元，年均复合增长率为 60.00%；从收入结算看，2011~2013 年公司工程施工板块实现主营业务收入分别为 9.52 亿元、10.55 亿元和 9.99 亿元，占主营业务收入的比重分别为 90.27%、90.26% 和 93.91%，占比较高，对公司收入和盈利能力影响大。

表 6 2013 年公司前 5 大结算项目一览

工程名称	结算收入(万元)
高铁新区工程	7353.78
国道 205 改造示范工程德州段	5679.40
S315 永馆路改建工程	4976.14
S315 永馆路临邑陵县界至陵县小冯家改建工程二合同	4975.16
林子镇园区二期工程	4170.24
合计	27154.72

资料来源：公司提供

2014 年 1~6 月，公司路桥工程与建筑施工业务营业收入 6.31 亿元，为公司 2013 年的 63.16%。

从重大在建项目看，公司大部分项目如期开工，工期控制情况较好。截至 2014 年 6 月底，公司主要在建项目为河北省沧州至千童（冀鲁界）公路路面工程（合同额 1.01 亿元）、S254 德商线武城辣椒城至夏津县城段中修工程（2.00 亿元）、S318 临武线临邑至平原及恩城至武城段改建工程一合同段（1.78 亿元）等，重点在建项目合计 13.34 亿元。

表 7 截至 2014 年 6 月底公司主要在建项目一览（单位：万元）

序号	项目名称	业主单位	业务模式	开工时间	竣工时间	合同金额
1	河北省沧州至千童（冀鲁界）公路路面工程	沧州市高速公路建设管理局	总承包模式	2013.04	2016.12	10137.36
2	S254 德商线武城辣椒城至夏津县城段中修工程	德州市公路管理局	总承包模式	2014.05	2014.9.10	20000.00
3	S318 临武线临邑至平原及恩城至武城段改建工程一合同段	德州市公路管理局	总承包模式	2014.03	2014.11	17813.57
4	河北省沧州至千童（冀鲁界）公路路基桥梁工程	沧州市高速公路建设管理局	总承包模式	2013.04	2016.12	16726.64
5	S318 临武线临邑至平原及恩城至武城段改建工程二合同段	德州市公路管理局	总承包模式	2014.03	2014.11	12759.92
6	齐河县西一路建设工程	齐河县人民政府	总承包模式	2014.03	2014.12	7100.00
7	齐河县晏黄路改建工程	齐河县人民政府	总承包模式	2014.04	2015.01	17743.49
8	G309 线路面加宽工程	齐河县人民政府	总承包模式	2014.05	2014.12	7000.00
9	河北省沧州至千童（冀鲁界）公路路基桥梁工程	沧州市高速公路建设管理局	总承包模式	2013.04	2016.12	13685.43
10	济南至东营高速公路路桥工程	山东省济南至东营高速公路项目建设办公室	总承包模式	2013.04	2016.08	10403.25

序号	项目名称	业主单位	业务模式	开工时间	竣工时间	合同金额
	合计					133369.66

资料来源：公司提供

②业务承揽与分布

近几年，公司承揽与建设了较多重点公路、桥梁项目，在德州市具有一定的领先地位。从新签合同看，2011~2013年新签合同额分别为20.00亿元、42.18亿元和45.26亿元。2011年，受到宏观经济和银根紧缩的影响地方政府和企业融资难度增加，从而使得各地开标项目相比往年较少，导致公司的新承接工程金额较小。2012年签署的项目合同金额总计较2011年增长142.71%，主要是公司承接了17.21亿元的德州市外环快速通道项目，使得新签合同快速增长。2013年公司新签合同量45.26亿元，主要为2013年9月签署的35.19亿元德商高

速项目。截至2014年6月底新签合同额16.50亿元，为2013年全年的36.46%。

从单一项目的合同规模看，随着公司技术实力的增加以及承包能力的提高，项目承揽规模逐渐增大，2亿元以上重大项目的承接比例逐年增长。2011~2013年公司承揽的2亿元及以上大型项目合同金额合计分别为4.00亿元、20.45亿元和38.95亿元，大型项目新签合同在新接合同总额中的占比分别为20.00%、48.48%和86.07%。总体看，公司在手订单量与新签合同量能满足路桥施工板块的发展需要。

表8 2011~2014年6月新签合同额统计（单位：万元、%）

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1-6月
施工工程个数	32	64	39	27
新接工程个数	29	55	27	19
施工合同总额	228911.00	485411.00	586035.00	185128.58
新接合同总额	200000.00	421767.00	452596.00	165033.11
其中：2亿元以上	40000.00	204470.00	389530.00	47600.00
2亿元以上占比	20.00	48.48	86.07	28.84

资料来源：公司提供

从当前项目承揽情况来看，公司依托品牌、经营实力，具备较强的项目承揽能力，且路桥施工业务整体开工情况良好。目前，公司面临的主要问题是因业主资金链紧张所引致的工程款支付不到位，进而引发的垫资风险，以及已完工未结算款激增构成的账款回收风险。

经营区域上，公司一直坚持立足省内的经

营方针。作为德州市老牌的国有建筑企业，公司在德州市以及山东省内建筑施工市场具有较高的品牌认知度和较强的市场竞争力。2011~2013年，公司山东省内施工合同分别为20.81亿元、48.22亿元和58.60亿元。其中，德州市施工合同分别为16.78亿元、43.60亿元和57.50亿元。

表9 2010~2014年上半年公司施工合同按地区分布（单位：万元、%）

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1-6月
山东省内	208104.00	482171.00	586035.00	185128.58
其中：德州市	167823.00	435986.00	574964.62	134175.89
省外	20807.00	3240.00	--	--
合计	228911.00	485411.00	586035.00	185128.58

资料来源：公司提供

德州市是公司业务的核心区域，近年来，公司在德州市内先后承揽了德商公路德州冀鲁界至夏津段工程、外环快速通道及省道 314 线工程、高铁新区项目经五路项目、减河滨河东路建设工程等工程。

表 10 公司承揽的部分德州市内项目（单位：亿元）

时间	项目名称	合同金额
2013.09	德商公路德州冀鲁界至夏津段工程	35.19
2012.03	外环快速通道及省道 314 线工程	17.22
2012.03	高铁新区项目经五路	5.59
2013.05	减河滨河东路建设工程	3.77
2012.03	高铁新区项目经六路	2.06
2011.04	G105 附线德州开发区至平原东环大中桥路面工程 G105-SG-1	1.89

资料来源：公司提供

总体看，公司在路桥工程建设上资质全面，在德州市市场占有率较高；新承接项目总投资额逐年提升。此外，联合资信也注意到公司业务主要集中在德州市域内，单一市场风险较大。

③经营模式

经营模式上，公司以传统总包模式为主，仅 2012 年签署德州外环快速通道及省道 314 线工程项采用 BT 模式。2011~2013 年公司新签合同中总包项目金额分别为 13.80 亿元、17.72 亿元和 43.74 亿元，占公司新签合同总额的比重分别为 69.00%、42.01%和 96.65%。2013 年公司新签合同量 45.26 亿元，其中总包合同 43.74 亿元，主要为 2013 年 9 月签署的 35.19 亿元德商高速项目。德商高速项目全长 68.45 公里，其中主线为 41.00 公里，支线 27.45 公里，建设期为 2013 年 9 月-2015 年 12 月。项目总投资额为 35.19 亿元，其中中央专项基金 1.3 亿元，德州市财政出资 6.73 亿元，公司自筹 4.36 亿元，银行项目贷款 22.8 亿元。截至 2014 年 6 月底，德商高速已完成投资 6.95 亿元。

资本运营方面，2012 年 3 月，公司取得了德州外环快速通道及省道 314 线工程 172181.00 万元（合同估价）的 BT 项目，业主

为德州市政府，工程完工后德州市政府将分四期支付回购款。截至目前，该 BT 项目除西北绕城部分外已基本完工，目前未审计决算。该工程工期推迟的主要原因为项目西北绕城部分施工地点与河北搭界，与运河相邻，施工难度较大，致使建设期延长。根据德州市审计局 2013 年 9 月 4 日出具的《德州市审计局关于德州市外环快速通道枢纽互通至陵县西环工程、S314 线外环至中傲大道及西南连接线路面中修工程决算的审计报告》（德审[2013]19 号），除未决算的西北绕城合同段部分，该项目审定总投资为 16.34 亿元，根据德州市政府关于该事项的工作安排以及德州市相关部门出具的德州市外环快速通道及省道 314 线工程回购款支付的说明，该 BT 款项将从 2014 年开始分四期支付给公司。

表 11 公司新签合同运营模式（单位：万元）

业务类型	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
总包	138000.48	177205.75	437430.06	156616.42
分包	61999.52	72380.25	15165.94	8416.69
BT		172181.00		
合计	200000.00	421767.00	452596.00	165033.11

资料来源：公司提供

整体来看，路桥施工业务作为主的核心业务，发展势头良好。同时，联合资信也将关注公司工程项目竣工结算后工程款项不到位所引发的垫资风险对公司建筑施工业务的影响；此外，随着资本运营类项目签约金额增长，公司资本支出压力增大。

材料销售

目前，公司对主要消耗材料实施招标采购，并且通过集中采购降低采购费用，避免了项目资金占压和材料零星采购、赊销采购造成的高价格。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，山东鲁班工程材料有限公司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的采购，供应商主要是中化弘润石油化工有限公司，采购占比达 80%以上。

2011~2013 年公司材料销售板块实现主营业务收入分别为 10072.36 万元、10933.35 万元和 5352.43 万元，占主营业务收入的比重为 9.55%、9.36%和 5.03%。2013 年，公司材料销售板块业务大幅下降主要是因为 2013 年对外销售占比下降导致材料销售收入下降。2011~2013 年公司材料销售板块毛利率分别为 13.10%、18.27%和 21.17%。2014 年 1~6 月公司实现业务收入 3696.53 万元，毛利率为 28.08%。

整体看，公司材料销售业务占公司主营业务收入比重低，整体毛利率较高。

其他业务

公司其他业务主要包括机械设备租赁、有机农业、旅行社等，近三年公司其他业务板块营业收入分别为 0.02 亿元、0.05 亿元和 0.11 亿元，占主营业务收入的比重低。2013 年公司其他类业务收入大幅增长主要是机械设备租赁收入增长所致。公司其他业务板块毛利率分别为-64.65%、-54.99%和-61.36%，其他业务毛利率为负主要是由于公司有机农业业务亏损所致。2014 年 1~6 月，公司其他业务板块实现主营业务收入 1044.52 万元，毛利率大幅提升至 40.36%，主要是由于公司有机农业项目土

地资产摊销和固定资产折旧计入销售费用科目未转至营业成本所致。

3. 经营效率

从经营效率指标看，2011~2013年，公司销售债权周转效率呈下降趋势，近三年均值为 3.13次，2013年为1.62次；公司存货主要为土地，近三年存货周转效率逐年下降，近三年均值为1.03次，2013年为0.50次，存货周转率低。

从总资产运营效率指标来看，2011~2013年，公司总资产周转次数近三年均值为0.29次，2013年为0.19次，处于较低水平。

总体看，公司整体经营效率有待提高。

4. 未来发展

随着中国工业化、城镇化进程的推进，未来中国 GDP 与固定资产投资仍将保持稳定增长。中国目前正处在大规模城镇化建设的阶段，是世界最大的建筑市场，建筑量占到世界的一半以上。建筑行业将带动建材、家居等多个领域的发展，增加大量就业岗位，所以建筑业在目前和未来都是国内最重要的行业之一，发展前景广阔。

金鲁班集团坚持以公路产业为主，以有机农业、LNG 等朝阳产业为辅的多元化产业集群。

表 12 公司在建工程情况（单位：万元）

项目名称	开竣工时间	计划总投资	2014 年 6 月底 累计完成投资	未来三年投资计划		
				14 年 7-12 月	2015 年	2016 年
LNG 清洁能源项目	2013.03-2015.06	18220.06	16503.58	716.48	1000.00	--
物流项目	2013.11-2016.12	32689.00	10294.70	5000.00	8000.00	9394.30
有机农业项目	2011.05-2014.12	23841.09	22979.41	861.68	--	--
德商高速建设项目	2013.09-2015.12	351858.62	69536.17	100000.00	182322.45	--
小计	--	426608.77	119313.86	106578.16	191322.45	9394.30

资料来源：公司提供

（1）德商高速建设项目

德商高速项目由子公司山东省金鲁班德商高速公路发展有限公司（以下简称“金鲁班高速”）负责项目建设。德商高速项目全长 68.45 公里，其中主线为 41.00 公里，支线 27.45

公里，建设期为 2013 年 9 月-2015 年 12 月，初始项目单位为山东省交通厅，国家发改委在发改办基础[2012]853 号文件将项目单位变更为德州市公路管理局，项目总投资额 35.19 亿元，其中中央专项基金 1.3 亿元，德州市财政

出资 6.73 亿元，公司自筹 4.36 亿元，银行项目贷款 22.80 亿元¹。根据德州市公路管理局《关于德商高速资金落实情况的说明和相关承诺》，为确保德商高速项目按时建成并投入运营，德商高速的投资、运营等事宜全部交由金鲁班集团和金鲁班高速全权负责，德商高速项目在运营期间产生的收益优先用于偿还公司德商高速项目借款，以及日常运营、养护等产生的费用。此外，德商高速运营后，德州市公路管理局将通过专项拨款等方式确保公司按时足额偿付德商高速项目融资应付本金和管理费用。

截至 2014 年 6 月底，德商高速建设项目完成投资 69536.17 万元，主要为项目工程款支出，其中预付账款核算 29460.00 万元，主要为支付工程款对方未开具发票部分，在建工程核算 40076.17 万元。

（2）有机农业园项目

公司有机农业项目由子公司山东金鲁班有机农业科技有限公司（以下简称“金鲁班农业”）负责运营。有机农业园项目计划投资 2.38 亿元，截至 2014 年 6 月底，有机农业园项目完成投资 22979.41 万元，其中在建工程科目核算 1171.04 万元。

（3）LNG 清洁能源项目

公司清洁能源项目具体由子公司山东金鲁班洁能有限公司（以下简称“金鲁班洁能”）运营。金鲁班洁能注册资金 5000 万元（公司占比 60%），主营液化气生产、销售、储存及汽车天然气改装等业务。LNG 清洁能源计划投资 1.82 亿元，截至 2014 年 6 月底，LNG 清洁能源项目完成投资 16503.58 万元，其中基建投入 6895.66 万元，在在建工程科目核算。

（4）黄河三角洲国际物流港项目

公司物流商贸项目由控股子公司东营市黄河三角洲国际物流港投资有限公司（以下简

称“物流公司”）运营。物流公司成立于 2011 年，由公司与东营经济开发区国有资产运营有限公司共同投资创办，其中公司占总股本的 85%，主营仓储物流、工业品商贸和综合服务。公司物流商贸项目规划占地 233.6 公顷，总建筑面积 130.6 公顷，计划投资约 3.27 亿元。目前，该项目仍处于前期开发阶段。截至 2014 年 6 月底，黄河三角洲国际物流港项目完成投资 10294.7 万元，主要分为基建投资和土地投资，其中在建工程核算 170.75 万元，购置土地支出 10123.95，在无形资产科目核算。

目前公司在建项目计划投资 42.66 亿元，截至 2014 年 6 月底已完成投资 11.93 亿元，尚需投入资金 30.73 亿元，公司计划 2014 年 7-12 月、2015 年和 2016 年分别投入资金 10.66 亿元、19.13 亿元和 0.94 亿元。整体看，目前公司基础设施建设项目投资规模较大，存在一定对外融资压力；德商高速项目建设完成之后，公司收入结构和整体盈利能力将有所改善。联合资信同时关注到，公司投资的有机农业、清洁能源等项目与公司现有主业差别较大，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。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了由利安达会计师事务所审计并出具了标准无保留意见审计结论的 2011~2013 年审计报告，2014 年 1~6 月财务数据未经审计。

合并范围来看，公司合并报表范围子公司合计 28 家，其中 2013 年合并范围新增山东省金鲁班德商高速公路发展有限公司。总体来看，近三年一期合并报表变化较小，可比性较强。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 65.47 亿元，所有者权益合计 20.53 亿元（其中少数股东权益 0.29 亿元）。2013 年公司合并口径实

¹ 公司以德商高速收费权为抵押贷款 22.80 亿元，2014 年 6 月，公司与中国银行、中国工商银行签署银团贷款合同（编号：鲁中银团贷款 2014（借）字第 03 号），款项将分 6 期到位。

现营业收入 11.06 亿元，利润总额 1.72 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 72.03 亿元，所有者权益合计 20.63 亿元（其中少数股东权益 0.29 亿元）。2014 年 1~6 月，公司合并口径实现营业收入 7.05 亿元，利润总额 0.13 亿元。

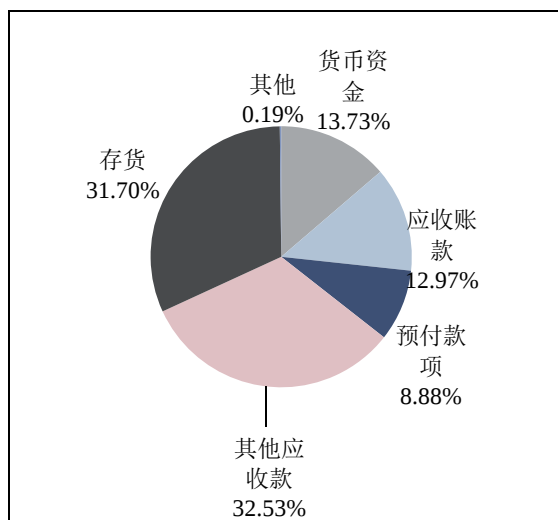
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年复合增长率为 74.67%，截至 2013 年底，公司资产总额为 65.47 亿元。公司资产规模的提升一方面是因为随着建筑施工业务量的增长，公司的货币资金、对业主的应收账款和已完工未结算款、预付的原材料款和其他应收款的增加导致流动资产规模显著上升；另一方面，是由于土地资产增加。从公司资产结构看，公司资产总额中流动资产占资产总额的比重较大（占 85.00%），符合建筑行业的特点。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年复合增长 70.69%，截至 2013 年底，公司流动资产为 55.65 亿元。流动资产构成以货币资金（占 13.73%）、应收账款（占 12.97%）、预付款项（占 8.88%）、其他应收款（占 32.53%）和存货（占 31.70%）为主。

图 4 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 44.22%。截至 2013 年底，公司货币资金为 7.64 亿元，其中银行存款占 52.19%，其他货币资金占 47.78%（主要系银行承兑汇票保证金）。

2011~2013 年，随着公司路桥承建规模的逐年增长，公司应收账款快速增长，年均复合增长 118.59%，截至 2013 年底公司应收账款为 7.22 亿元。公司应收账款主要为应收业主的工程款，按账龄分，一年以内的占 56.83%，一至二年的占 34.26%，剩余少部分账龄较长。公司已计提坏账准备 0.44 亿元。从集中度看，公司前五名债务人应收账款占总应收账款的 30.14%，主要应收临邑县财政局、德州市公路工程总公司、东海建设集团有限公司等的工程施工款。目前，公司项目数量较多，应收账款合计数额较大，联合资信将持续关注公司应收账款的回款情况。

表 13 2013 年底公司应收款前五名情况

（单位：万元）

单位名称	金额	性质
临邑县财政局	5666.72	工程款
德州市公路工程总公司	5031.14	工程款
东海建设集团有限公司	5181.16	工程款
陵县政府	5176.12	工程款
武城县李家户镇政府	2035.77	工程款
合 计	23090.91	

资料来源：公司审计报告

公司预付账款主要为预付建设工程款、原材料采购预付款等。2011~2013 年，随着新开工建设项目工程增加，公司预付账款快速增长，截至 2013 年底为 4.94 亿元。账龄方面，一年以内的预付账款占比达到 83.43%，公司未提取坏账准备。

2011~2013 年，公司其他应收款年均复合增长 36.24%，主要是支付给业主的项目保证金和往来款。截至 2013 年底，公司其他应收款为 18.10 亿元，主要是公司股东及其同一控制

下企业往来款。从账龄上看，一年以内的占其他应收款总额比例为 75.97%，一至二年的占 5.40%，二至三年的占 11.65%，剩余少部分账龄较长。从集中程度看，公司前五名债务人其他应收款占总其他应收款 72.92%，集中程度高，主要为德州市鲁班房地产开发有限公司、齐河三发置业有限公司等之间的往来款。根据德州市公路管理局《关于减少山东金鲁班集团有限公司关联方非经营性占款的承诺函》，截至 2013 年底，公司关联方非经营性占款共计 11.71 亿元，均为公司股东德州市公路管理局及其同一控制下企业的借款，为帮助公司降低经营负担和财务风险，德州市公路管理局承诺：①在 2014 年底之前，将公司的关联方非经营性占款余额中账龄在 2 年以上部分全部清偿，未来新增占款不账龄不超过 2 年；②在 2014 年底之前，将关联方非经营性占款余额降低至不超过 8 亿元；③在 2015 年底之前，将关联方非经营性占款余额降低至不超过 4 亿元。

表 14 2013 年底公司其他应收款前五名情况
(单位：万元)

债务单位	金额	性质
德州市鲁班房地产开发有限公司	56210.01	往来款
齐河三发置业有限公司	24640.00	往来款
德州市公路工程总公司	22481.32	往来款
德州市公路管理局材料供应处	19653.41	往来款
德州市公路管理局	12611.62	往来款
合计	135596.36	

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司存货快速增长，年均复合增长 131.82%，截至 2013 年底为 17.64 亿元，公司存货主要是已完工未结算的工程款、在建的施工项目以及土地资产。2012 年公司存货同比大幅增长，主要是 2012 年新增的 4 宗土地，土地证号分别为：德国用 2012 第 1001、1002、1003、1004 号，用途为住宅和商服用地（评估价值 11.62 亿元，中威正信评咨字（2014）第 1015 号）。公司存货以开发土地

为主，占 65.87%，其次为工程施工，占 32.44%。截至 2014 年 9 月 22 日，公司土地资产中土地证号为德国用 2012 第 1003 地块尚处于抵押状态。公司仅对库存商品计提跌价准备 155.85 万元。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产快速增长，年复合增长 104.02%，主要是固定资产和在建工程增长所致。截至 2013 年底，公司非流动资产为 9.82 亿元，主要由固定资产（占 40.22%）、在建工程（占 29.42%）和无形资产（占 13.45%）构成。

截至 2013 年底，公司固定资产合计为 3.95 亿元，主要以房屋建筑物（37.11%）和工程机器设备（54.46%）为主，累计折旧合计为 2.13 亿元。截至 2013 年底，公司在建工程 2.89 亿元，主要为有机农业、LNG 项目等。公司无形资产主要是土地使用权及财务软件，截至 2012 年底账面价值为 1.32 亿元，主要为公司自有土地使用权。截至 2013 年底，公司持有至到期投资 0.90 亿元，为发放给德州市鲁班房地产开发公司的委托贷款。

截至 2014 年 6 月底，公司资产达到 72.03 亿元，较 2013 年底增长 10.02%，其中流动资产占 83.77%，非流动资产占 16.23%。从构成上看较 2013 年底无明显变化。流动资产方面，截至 2014 年 6 月底，流动资产 60.34 亿元，其中，存货 19.41 亿元，较 2013 年底增长 10.01%，主要是完工未结工程款增长；应收账款 9.70 亿元，较 2013 年底增长 34.34%，主要原因为 2014 年承接的工程项目根据完工百分比确认工程收入，并未与业主进行结算所致；非流动资产方面，在建工程增长较快，主要是 LNG、物流和有机农业项目投资增加所致。

总体来看，公司资产规模快速扩张，以流动资产为主，存货中土地资产占比较大，资产流动性一般；应收账款和其他应收款占比较大，对资金形成了一定的占用，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年, 公司所有者权益快速增长, 年均复合增长 84.69%, 主要来源于未分配利润和资本公积的增长。截至 2013 年底, 公司所有者权益合计 20.53 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 20.24 亿元。归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、未分配利润和未分配利润在所有者权益中分别占 28.56%、57.41%、1.79%和 12.23%。

公司资本公积为 11.62 亿元, 为德州市人民政府于 2012 年 4 月 13 日下发德政土字【2012】5 号文件《关于同意向山东金鲁班集团有限公司出让国有土地使用权的批复》, 同意将位于经济技术开发区长河街道广州大道以西、东风南路以南、规划 8 号线以东范围内的东七林庄大社区 1 号地块、2 号地块、3 号地块、4 号地块四宗国有土地, 共计 287561.40 平方米国有土地使用权(土地证号分别为: 德国用 2012 第 1001 号、第 1002 号、第 1003 号、第 1004 号), 出让给山东金鲁班集团有限公司, 以增加市公路局对山东金鲁班集团有限公司的净资产。经中威正信(北京)资产评估有限公司于 2014 年 4 月 30 日出具的中威正信评咨字(2014)第 1015 号复核意见, 根据市场法评估, 四宗土地评估价值为 116202.35 万元, 计入资本公积。

截至 2014 年 6 月底, 公司所有者权益 20.63 亿元(含少数股东权益 0.29 亿元), 较 2013 年底略有增长。

总体看, 公司权益稳定性较好。

负债

随着公司资产规模的扩张, 公司负债规模快速增长, 2011~2013 年, 公司负债总额复合增长 70.60%, 主要是短期借款和其他应付款增加所致。2013 年底, 公司负债合计为 44.94 亿元, 其中流动负债占 84.42%, 非流动负债占 15.58%, 公司负债结构以流动负债为主。

2011~2013 年, 公司流动负债逐年快速增

长, 年均复合增长 57.21%。截至 2013 年底, 公司流动负债为 37.94 亿元, 以短期借款(占 29.02%)、应付票据(占 16.15%)、应付账款(占 11.74%)和其他应付款(占 32.71%)为主。

2011~2013 年, 公司短期借款快速增长, 年均复合增长 78.38%, 主要是近年来公司经营规模的扩大, 流动资金需求增加, 需要通过增加银行融资来满足经营的需要。截至 2013 年底, 公司短期借款为 11.01 亿元, 其中抵押借款占 32.33%、保证借款占 67.67%。2011~2013 年, 随着公司主营业务不断发展扩大对资金需求量不断增加, 票据融资比例不断增长, 年均复合增长 160.94%。整体看, 近三年公司短期借款和应付票据快速增长, 在一定程度上增加了公司短期偿付压力。

2011~2013 年, 公司应付账款波动增长, 年均复合增长 27.39%。截至 2013 年底, 公司应付账款 4.45 亿元, 主要是承建工程所需材料款、人工费机械费等工程相关支出。

表 15 截至 2013 年底公司应付账款前五名债权人明细
(单位: 万元)

应付单位	金额	内容
中航长城万鼎工程建设有限公司 济南分公司	818.96	工程款
齐河县华通运输有限公司	706.03	运费
王长林	694.97	工程款
山东大禹管业有限公司	636.90	材料款
韩胜军	587.49	工程款
合计	3444.36	

资料来源: 公司审计报告附注。

公司预收账款主要包括按合同约定在工程开工前预收的款项, 近三年波动下降。截至 2013 年底, 公司预收账款 1.08 亿元, 较 2012 年减少了 1.02 亿元, 主要因为公司预收的工程款达到确认收入的条件, 将预收款项确认收入。

2011~2013 年, 公司其他应付款快速增长, 年均复合增长 51.72%。截至 2013 年底, 公司

其他应付款为 12.41 亿元，主要公司与济南三发置业有限公司、德州市德商高速公路项目建设管理办公室的往来借款。从账龄上看，一年以内的占 75.11%，一年以上的占 24.89%。从集中程度看，公司前五名债务人其他应收款占比为 19.97%，集中程度较低。

表 16 截至 2013 年底公司其他应付账款前五名明细
(单位 万元)

客户名称	金额	内容
德州市德商高速公路项目建设管理办公室	8000.00	借款
德州市公路管理局材料供应处	7940.00	借款
济南三发置业有限公司	4845.00	借款
德州市公路勘测设计院	2993.63	借款
辽宁哈深冷气体液化设备有限公司	1000.00	借款
合计	24778.63	—

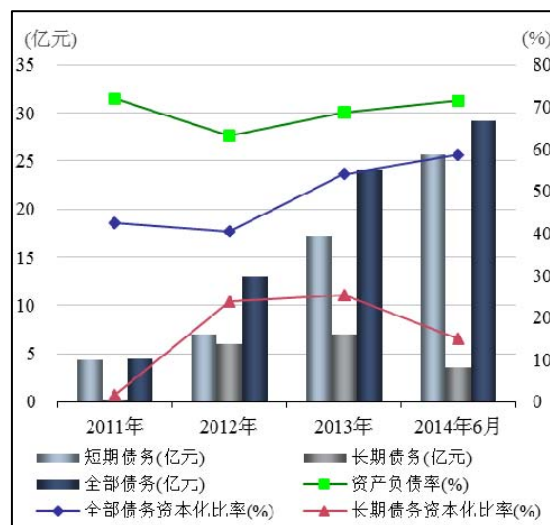
资料来源：公司审计报告附注。

公司非流动负债全部为长期借款，呈快速增长态势，截至 2013 年底为 7.00 亿元，主要是公司承建总投资额为 17.21 亿元的外环快速通道 BT 项目，造成资金紧张，根据业务需要，增加长期贷款所致。

截至 2014 年 6 月底，公司负债总额 51.40 亿元，较 2013 年底增长 14.39%。其中，流动负债共计 47.80 亿元，较上年末增长 26.00%，主要由短期借款和应付票据增长所致；非流动负债较 2013 年底下降 3.40 亿元（长期借款）。公司整体负债结构上，流动负债占比上升至 93.00%。

有息债务方面，2011~2014 年 6 月底，公司有息债务规模快速上升，分别为 4.45 亿元、12.96 亿元、24.14 亿元和 29.22 亿元。债务结构方面，公司债务以短期债务为主，2011~2014 年 6 月底短期债务占比分别为 97.98%、53.70%、71.00% 和 87.68%。公司短期债务占比具有一定波动性，同时以短期债务为主的债务结构符合建筑企业流动资金需求量大特点。预计本期短期融资券发行成功后，公司短期债务占比将会持续上升。

图 5 公司债务负担情况



资料来源：根据公司财务报表绘制

2011~2013 年，公司负债率有所波动，全部债务资本化比例波动上升，长期债务资本化比率逐年上升。截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.64%、54.04% 和 25.43%；近三年平均值分别为 67.66%、47.61% 和 20.15%。截至 2014 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.36%、58.62% 和 14.86%。

总体看，近年来随着公司项目投入的加大，公司有息债务规模呈较快增长态势，债务负担有所加重。

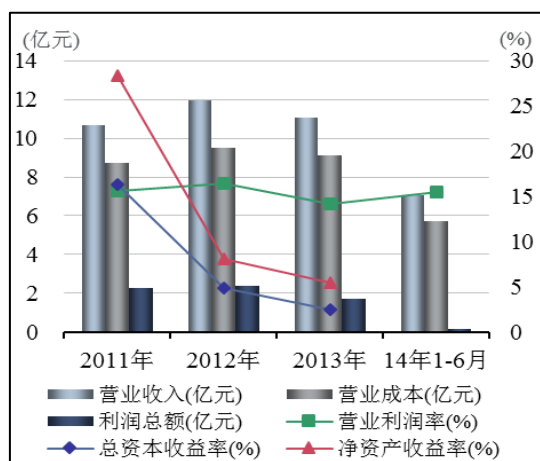
4. 盈利能力

公司主要经营公路、桥梁等大型工程的建筑施工业务，与此同时向材料销售业务方向延伸，其他业务包括有机农业、商务旅游、物流商贸、清洁能源等业务。2011~2013 年，公司主营业务收入基本维持稳定，2013 年为 10.64 亿元。公司主营业务以工程施工板块为主，近三年工程施工板块主营业务收入占比分别为 90.27%、90.26%、93.91%。材料销售及其他业务板块，整体规模较小，对公司营业收入形成有利补充。

随着公司业务的发展，公司期间费用也稳

步增长。2011~2013 年,公司期间费用合计金额分别为 0.66 亿元、1.24 亿元和 3.04 亿元。同期,期间费用占主营业务收入比分别为 6.19%、10.39%和 27.48%。从期间费用的结构看,由于公司在德州市建筑施工领域具有较高的知名度和市场占有率,且公司其他业务规模较小,公司销售费用较少。公司管理费用在期间费用中占比较高,管理费用主要由职工薪酬、办公费用等组成,规模较大与劳动密集型的建筑施工企业从业人员众多等特性密切相关。近年来,随着公司有息债务规模的上升,公司财务费用随之上升,近三年分别为 0.22 亿元、0.38 亿元和 1.82 亿元。总体看,公司对期间费用的控制能力有待加强。

图 6 2011~2013 年公司盈利能力



资料来源:公司审计报告

利润总额方面,近三年公司利润总额分别为 2.25 亿元、2.41 亿元和 1.72 亿元。

从盈利指标来看,近三年公司总资本收益率和净资产收益率逐年下降,近三年均值分别为 5.97%和 10.84%,2013 年分别为 2.51%和 5.47%,公司整体盈利水平较弱。

2014 年 1~6 月,公司实现营业收入 7.05 亿元,利润总额 0.13 亿元,公司营业利润率为 15.45%。

总体看,近年来政府对基础设施建设的投入加大为金鲁班的发展创造了有力的外部环境,公司的收入和利润规模随着业务量的增长

而稳定上升。但是,原材料和人工成本的持续上升等因素也对该公司成本控制能力提出挑战,从而对其盈利能力构成影响。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,公司流动比率呈波动上升趋势、速动比率呈波动下降趋势,近三年公司流动比率和速动比率均值分别为 152.00%和 103.21%。2014 年 6 月上述数据较 2013 年底均有所下降,分别为 126.22%和 85.62%。近三年受经营性净现金流波动的影响,公司经营现金流动负债比波动幅度大,分别为-2.98%、-19.29%和 6.24%,经营性净现金流对流动负债保障能力较弱。总体看,公司短期偿债能力一般,同时公司短期债务占比高,应收账款和其他应付款占比大,公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看,2011~2013 年,公司 EBITDA 规模快速增长,近 3 年分为 2.81 亿元、3.36 亿元和 4.49 亿元。同时受债务规模上升影响,公司全部债务/EBITDA 逐年上升,分别为 1.59 倍、3.74 倍和 5.37 倍,公司整体债务负担一般;EBITDA/利息倍数呈下降趋势,近 3 年分别为 12.08 倍、5.07 倍和 2.10 倍。整体看,公司的长期偿债能力较好。

截至 2014 年 6 月底,公司对外提供担保 5.33 亿元,分别为德州市公路工程总公司担保的 2.33 亿元和德州市公路局担保 3.00 亿元。德州市公路工程总公司成立于 1994 年 4 月 23 日,该企业隶属于德州市公路管理局,是德州市公路管理局全资子公司,公司注册资本 3.02 亿元,由德州市公路管理局全额出资。截止到 2014 年 6 月底,德州市公路工程总公司总资产为 23.14 亿元,总负债 14.77 亿元,所有者权益为 8.37 亿元。2014 年 1-6 月实现主营业务收入 2.50 亿元,利润总额为 0.11 亿元,净利润为 0.11 亿元。德州市公路管理局为公司控股股东,隶属山东省交通厅公路局,下辖 11 个县(市、区)公路局,11 个路桥收费站、2 个高

速公路管理处，公司形成代偿的可能性低。

总体看，公司对外担保比率较高（25.84%），但考虑到被担保企业均为国有企事业单位，且经营状况良好，公司或有负债风险低。

截至 2014 年 6 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 24.00 亿元，未使用额度 3.08 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1037140200062950L），截至 2014 年 8 月 13 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

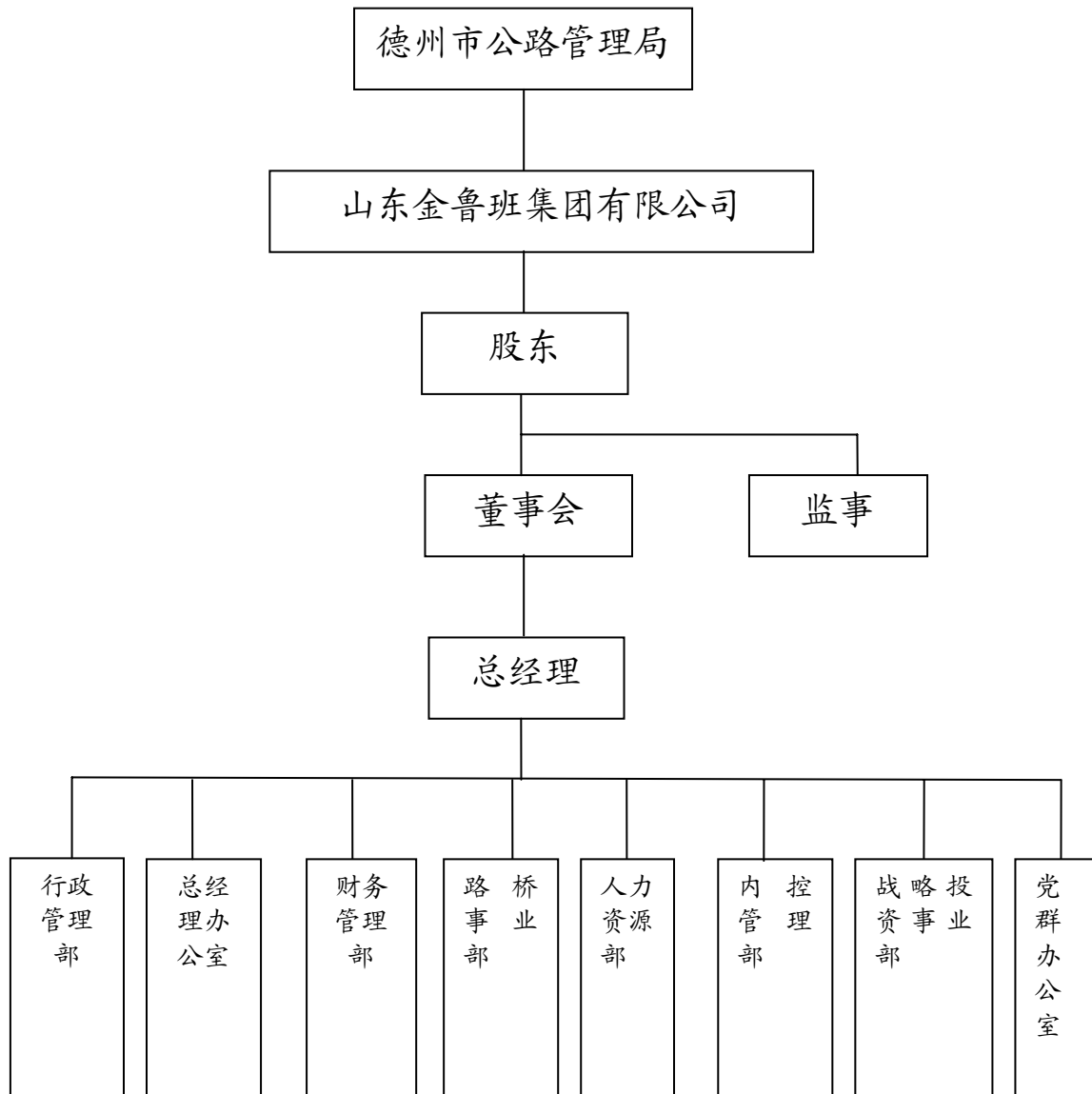
基于德州市区域经济发展及财力状况，以及对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

近年来，德州市经济社会快速发展，财政实力不断增强，固定资产投资和基础设施建设投资规模加大，将为公司经营发展创造良好的环境。

公司为德州公路局直接管理的国有独资集团公司，是德州市内最大的路桥建设公司，在德州市区域内公路建设、管理运营领域中居领导地位，在路桥建设领域具有良好的技术、管理和施工能力，此外公司还涉足有机农业、清洁能源、物流等多个行业，德商高速建成通车后公司收入结构将有所改善，盈利能力可能进一步提升。整体来看，公司主体信用风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.68	5.41	7.73	7.95
资产总额(亿元)	21.46	52.09	65.47	72.03
所有者权益(亿元)	6.02	19.19	20.53	20.63
短期债务(亿元)	4.36	6.96	17.14	25.62
长期债务(亿元)	0.09	6.00	7.00	3.60
全部债务(亿元)	4.45	12.96	24.14	29.22
营业收入(亿元)	10.68	11.96	11.06	7.05
利润总额(亿元)	2.25	2.41	1.72	0.13
EBITDA(亿元)	2.81	3.46	4.49	--
经营性净现金流(亿元)	-0.46	-5.19	2.37	0.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.05	3.03	1.62	--
存货周转次数(次)	2.65	0.85	0.50	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.33	0.19	--
现金收入比(%)	70.67	56.89	77.85	69.90
营业利润率(%)	15.54	16.45	14.21	15.45
总资本收益率(%)	18.55	6.94	7.30	--
净资产收益率(%)	28.41	8.07	5.47	--
长期债务资本化比率(%)	1.47	23.82	25.43	14.86
全部债务资本化比率(%)	42.51	40.31	54.04	58.62
资产负债率(%)	71.95	63.16	68.64	71.36
流动比率(%)	124.43	179.24	146.68	126.22
速动比率(%)	103.04	108.37	100.18	85.62
经营现金流动负债比(%)	-2.98	-19.29	6.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.08	5.07	2.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.59	3.74	5.37	--

注：公司 2014 年半年度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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
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+一年内到期的长期(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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