

信用评级公告

联合〔2021〕3260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 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）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⁺，山东高速路桥集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）信用等级为 AA⁺，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：

二〇二一年五月十九日

山东高速路桥集团股份有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：3.00 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；回售完毕后仍有剩余债券的，在债券存续期限后 2 年的票面利率为债券存续期限前 3 年票面利率加/减调整基点，在债券存续期限后 2 年固定不变

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：偿还银行借款

评级时间：2021 年 5 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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”）主要的路桥建设施工子公司。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公司持续获得股东支持、收入和利润规模快速增长盈利能力较强、业务持续性很强、定向增发提升了公司资本实力。同时，联合资信也关注到公司债务负担偏重、存在一定集中偿付压力、资金占用较大、回款效率下降等因素对其信用水平带来的不利影响。

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保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券发行对公司现有债务规模影响较小，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券保障能力很强。

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，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司持续获得控股股东的大力支持。公司作为山东高速集团主要负责路桥建设施工的子公司，持续获得了山东高速集团在项目承接上的大力支持。
2. 公司经营情况较好，盈利能力较强。近年来，公司工程施工项目经营情况较好，收入及净利润规模均快速增长，2020 年，公司实现营业收入和利润总额分别为 344.37 亿元和 18.17 亿元，分别较上年增长 48.05%和 69.81%，公司盈利能力较强。
3. 公司在手未完工合同金额很大，对未来收入形成很强的支撑。截至 2020 年底，公司路桥工程施工业务在手未完工合同金额 497.30 亿元，业务持续性很强。
4. 公司完成定向增发，资本实力进一步增强。2020 年公司增发股份 43682.01 万股，公司股本由 2019 年底 17.11 亿元增加至 2020 年底 21.48 亿元。公司资本实力进一步增强。

关注

1. 公司债务负担较重。公司主要从事公路工程施工业务，包括投标、采购、组织施工、竣工验收、质保期内维护等过程，从我国建筑行业目前的总体情况来看，企业资产负债率

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	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	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	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
--				--

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

姜泰钰 （登记编号：R0150220110003）

高志杰 （登记编号：R0150220120076）

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

普遍较高。2018—2020 年末，公司资产负债率分别为 73.38%、74.26%和 76.59%，债务负担较重。

2. 公司面临一定集中偿债压力。截至 2020 年底，公司有息债务规模为 139.32 亿元，其中一年以内到期规模 63.20 亿元，占比较高，公司面临一定的集中偿付压力。

3. 公司资金占用较大。公司应收账款规模较大，且存在较大规模的已完工未结算工程成本，形成大规模合同资产，截至 2020 年底，上述科目分别占比 11.22 和 31.92%，对资金占用较大。

4. 公司回款效率下降，导致对外融资依赖度增强，未来偿债压力增加。2018—2020 年，公司现金收入比分别为 111.82%、82.91%和 69.35%，持续下降。另外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。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	37.55	40.82	84.30
资产总额(亿元)	238.92	320.61	550.81
所有者权益(亿元)	63.60	82.52	128.94
短期债务(亿元)	46.98	38.66	73.81
长期债务(亿元)	24.44	48.55	65.52
全部债务(亿元)	71.42	87.21	139.32
营业收入(亿元)	147.68	232.60	344.37
利润总额(亿元)	9.02	10.70	18.17
EBITDA(亿元)	13.08	15.60	25.94
经营性净现金流(亿元)	8.30	0.48	9.74
营业利润率(%)	10.48	9.03	10.16
净资产收益率(%)	10.65	9.93	11.44
资产负债率(%)	73.38	74.26	76.59
全部债务资本化比率(%)	52.90	51.38	51.93
流动比率(%)	118.48	118.10	114.55
经营现金流动负债比(%)	5.59	0.26	2.78
现金短期债务比(倍)	0.80	1.06	1.14
EBITDA 利息倍数(倍)	4.62	4.70	6.02
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	5.59	5.37
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	47.19	71.33	118.22
所有者权益(亿元)	35.57	38.78	63.00
全部债务(亿元)	11.20	16.51	24.83
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.01
利润总额(亿元)	1.33	4.33	5.06
资产负债率(%)	24.61	45.63	46.71
全部债务资本化比率(%)	23.94	29.86	28.27
流动比率(%)	3415.23	156.85	80.89
经营现金流动负债比(%)	-122.59	67.20	20.83
现金短期债务比(倍)	--	14.90	1.77

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 将其他流动负债中有息债务纳入短期债务进行核算；长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务进行核算；3. 以上数据节点均采用期末数据

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 ⁺	稳定	2020/07/07	张婷婷、邱成	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表 V3.0.201907）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/5/10	王金磊、张婧茜	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
AA	稳定	2017/02/24	周旭、刘明亮	建筑行业企业信用分析要点（2013 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高速路桥集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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。

分析师：



山东高速路桥集团股份有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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”），由原丹东化学纤维工业（集团）总公司（该公司于 1996 年 11 月改制为丹东化学纤维（集团）有限责任公司）独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。2012 年 10 月，中国证券监督管理委员会核准了丹东化纤的重大资产重组方案，即丹东化纤向山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）发行 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%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有限公司、山东高速投资控股有限公司、四川交投创新投资发展有限公司、红塔证券股份有限公司、中国人寿资产管理有限公司（PIPE20）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。本次发行完成后，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。截至 2020 年底，公司注册资本为 15.57 亿元，股本为 21.48 亿元¹。公司控股股东仍为山东高速集团，实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围为：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 2020 年底，公司内设办公室、党委组织部、纪委办公室、投资发展部、证券管理部、人力资源部、财务管理部、运营管理部、企业管理部、审计部、安全质量环保监督部、科技创新发展部（创新分中心）和群团工作部共 13 个主要部门。公司合并范围合计 13 家子公司。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 550.81 亿元，所有者权益 128.94 亿元（含少数股东权益 42.49 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 344.37 亿元，利润总额 18.17 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区经十路 14677 号。法定代表人：王振江。

二、本次债券概况

1. 本期债券概况

公司于 2020 年 9 月 30 日获得中国证券监督管理委员会证监许可（2020）2309 号文同意向专业投资者发行面值不超过人民币 20.00 亿元公司债券的注册。本次公司债券采用分期发行方式，其中首期发行自证监会同意注册之日起 12 个月内完成；其余各期债券发行，自证监

¹ 2012 年山东高速集团与公司实施重大资产重组，本公司向山东高速集团发行股份购买其所拥有的山东省路桥集团有限公司（路桥集团）100%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。

会同意注册之日起 24 个月内完成。本期计划发行 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）发行规模 3.00 亿元。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行规模 3.00 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司银行贷款。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加

积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。

2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有

所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速

增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。

2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响线下教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。

2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。

截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐

季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国

宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高

的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

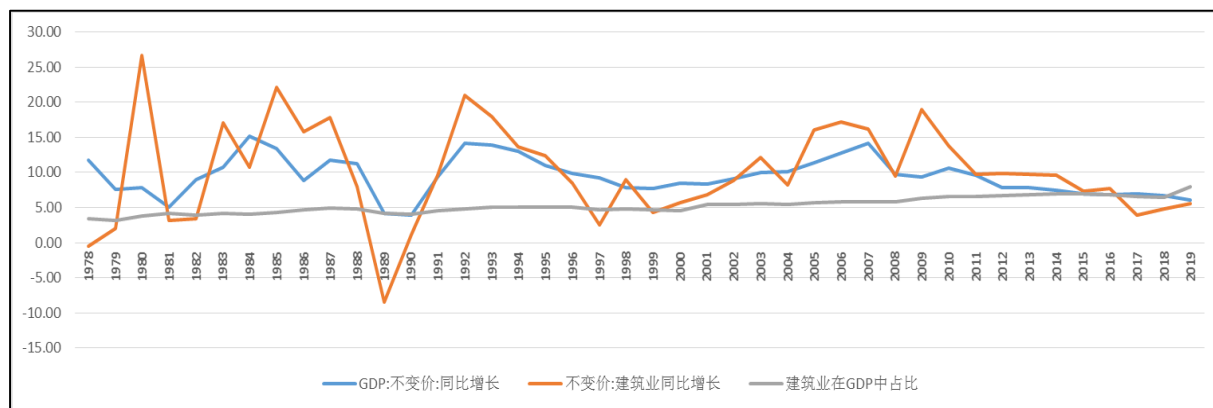
四、行业及区域环境分析

1. 行业概况

（1）建筑业概况

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

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

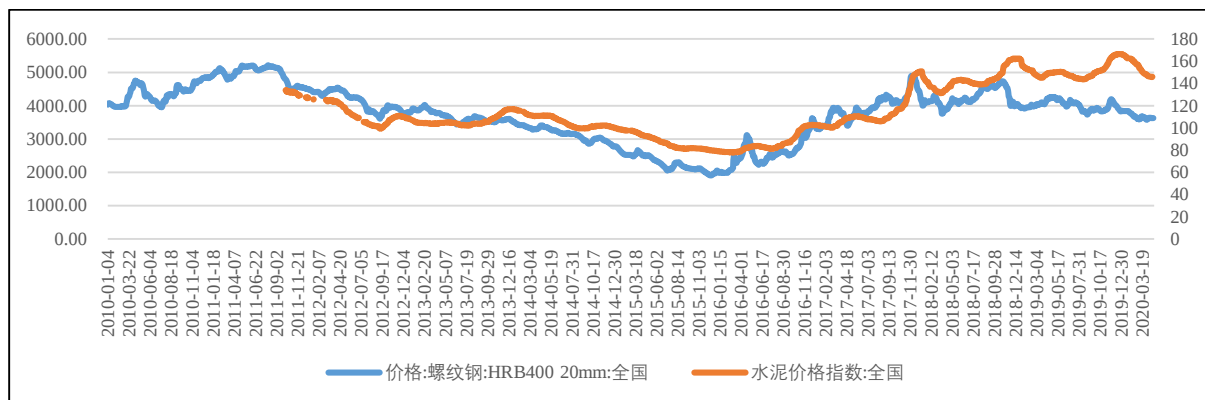
(2) 上游原材料供给及下游需求

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

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中

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

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

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

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

基建投资方面，2019 年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.8%，增速较上年同期持平。从细分领

域来看,水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 2.9%,增速较 2019 年 1—11 月回落 0.1 个百分点,仍然处于较低水平;交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%,增速自 2019 年以来持续回落,其中道路运输业投资同比增长 9.00%,铁路运输业投资同比下降 0.1%。

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

(3) 建筑行业竞争态势分析

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

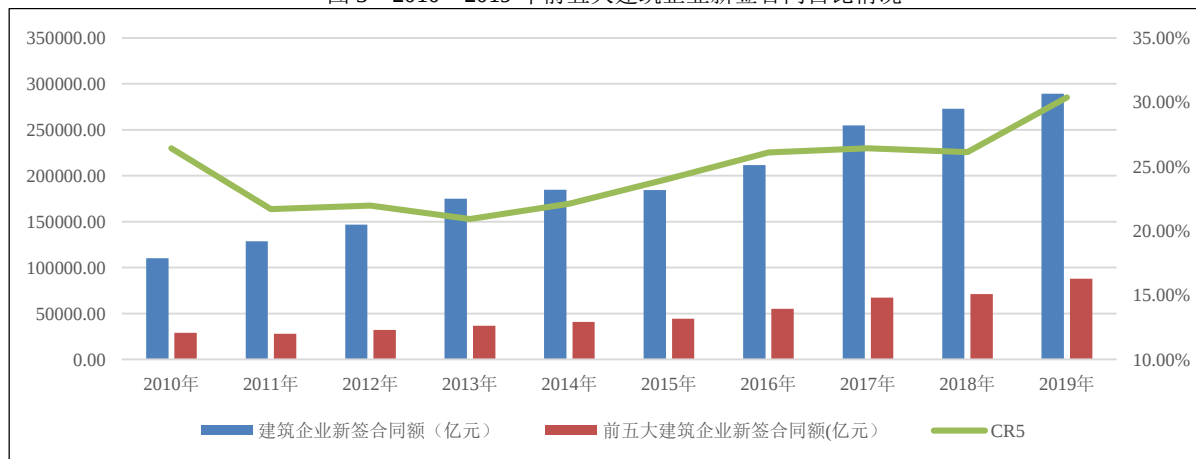
从需求端来看,2016—2017 年,随着棚改以及 PPP 项目的大力推行,建筑业的需求较为旺盛,中小企业获取工程承包项目相对容易;而从资金端来看,市场流动性相对宽松导致企业之间

融资能力差异体现不明显,资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019 年,由于地产面临周期性下行,基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了 2018 年以来的低迷态势,建筑行业需求端有所萎缩;此外,2018 年以来投资者风险偏好降低,叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看,2019 年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清,进而导致建筑业集中度的提升。

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

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

图 3 2010—2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况



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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(4) 建筑行业发展趋势

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

2. 区域环境

山东省经济稳质量稳步提升,固定资产投资稳定增长,公司发展具备良好的外部环境。

山东是中国经济最发达的省份之一,中国经济实力最强的省份之一,也是发展较快的省份之一,2007年以来经济总量居第3位。根据山东省统计局统计,2020年全省实现生产总值73129.0亿元,较上年增长3.6%。第一产业增加值5363.76亿元,增长2.7%;第二产业增加值28612.19亿元,增长3.3%;第三产业增加值39153.05亿元,增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3:39.9:52.8调整为7.3:39.1:53.6。区域产业结构有所优化。

此外,统计局数据显示,山东省2020年固定资产投资较上年增长3.6%。为公司发展营造了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年底,公司注册资本为15.57亿元,股本为21.48亿元,公司控股股东为山东高速集团,实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模和竞争力

公司有一定技术优势,且资质齐全、施工经验丰富,公司整体施工实力较强。

公司主营业务为路桥工程施工与路桥养护施工,控股股东山东高速集团是山东省交通建设的主要投融资主体,公司是山东高速集团主

要负责路桥建设施工的子公司。公司主要通过子公司山东省路桥集团有限公司(以下简称“路桥集团”)开展路桥工程施工业务,路桥养护施工则主要由二级子公司山东省高速路桥养护有限公司(以下简称“路桥养护”)进行。

子公司路桥集团拥有公路工程施工总承包特级以及市政公用工程施工总承包特级资质,公路行业工程设计甲级、市政行业工程设计甲级、建筑工程施工总承包壹级等资质。公司修建的各级公路分布于全国二十多个省市自治区,并参加了安哥拉、阿尔及利亚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。

公司先后六次获国家建筑工程最高奖鲁班奖,两次获詹天佑奖,三次获国家优质工程金质奖、两次获国家科技进步奖。截至2020年底,公司现拥有14个省级技术中心、2个共建研究机构和7个技术专家委员会。公司荣获国家科学技术奖及省部级科学技术奖共计14项,国家级工法及省部级工法共计165项,专利授权共计299项,其中发明专利62项。

3. 人员素质

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

截至2020年底,公司董事、监事、高级管理人员共计18名,其中董事会成员11名。

公司董事长王振江先生,1976年9月出生,硕士研究生,注册会计师。曾任中国山东高速金融集团有限公司执行董事、副总裁、党委委员,山东高速集团有限公司投资发展部(产权管理部)副部长(主持工作),山东高速集团有限公司办公室主任,本公司总经理。现任本公司董事长(法定代表人)。

公司副总经理兼董事会秘书赵明学先生,1978年9月出生,本科,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。

截至 2020 年底,公司共有在职职工 14020 人。从专业构成看,生产人员 9090 人、技术人员 4268 人、财务人员 492 人、行政人员 170 人;从学历构成看,硕士及以上学历 353 人、本科学历 4321 人、大专及以下学历 9346 人。

4. 股东支持

公司股东实力强、经营规模大,在工程施工以及养护项目的承接方面为公司提供了大力支持。2020 年公司完成定向增发,提升公司资本实力。

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、由山东省人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责的国有独资特大型企业集团,主营业务为高速公路、铁路、机场、港口等交通基础设施投资、建设、经营与管护,成立于 1997 年 7 月,注册资本 459 亿元。山东高速集团曾多次入选“中国企业 500 强”。截至 2020 年底,山东高速集团资产总额 10707.47 亿元,所有者权益为 3090.31 亿元。2020 年,山东高速集团营业总收入为 1559.39 亿元,净利润为 29.40 亿元。

山东高速集团是山东省内最大的高速公路和桥梁建设发包商,在山东省路桥建设市场上占重要地位,公司承接了大量的山东高速集团路桥工程施工业务,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。

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有限公司、山东高速投资控股有限公司、四川交投创新投资发展有限公司、红塔证券股份有限公司、中国人寿资产管理有限公司(PIPE20)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。本次发行完成后,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,公司资本实力增强。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》(统一社会信用代码:9137000012010586X8),截至 2021 年 5 月 12 日,公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往信用记录良好。

截至 2021 年 5 月 18 日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司作为上市公司,目前已内部建立了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、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,对公司重大事项进行决策和管理。

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,系公司的权利机构。公司设董事会,对股东大会负责,公司董事、监事、高级管理人员共计 18 名,其中董事会成员 11 名,监事会成员 5 名,高级管理人员 2 名。

公司设监事会,由 5 名监事组成,设主席 1 人。监事会中职工代表监事的比例不低于三分之一,职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

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

2. 管理水平

公司部门设置齐全、内部管理制度较为健全,可满足公司日常经营和管理的需求。

公司目前内设办公室、党委组织部、纪委办公室、投资发展部、证券管理部、人力资源部、财务管理部、运营管理部、企业管理部、审计部、安全质量环保监督部、科技创新发展部(创新分中心)、群团工作部共 13 个主要部门,并在财务、投资、工程、子公司、对外担保和关联交易等方面制定了一系列的管理制度。

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

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

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

工程管理方面,公司工程项目部、财务管理部、内控自我评价工作组分别从不同角度依据《工程质量管理办法》《工程项目成本管理办法》

《内部控制手册》等制度,对工程的技术、质量、安全、预算和成本控制进行管理。

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

关联交易管理方面,公司设定了关联交易审议权限和程序,逐级授权审批,按交易额分别交由独立董事、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

公司收入规模持续快速增长,但毛利率受材料成本和劳务费用增长的影响呈波动趋势,公司在华东地区收入占比最大但同上年相比呈下降趋势。

公司以路桥工程施工和路桥养护施工为主业,2018—2020 年,公司营业收入持续快速增长,年均复合增长 52.70%。2020 年,公司营业收入为 344.37 亿元,较上年增长 48.05%,主要系 2020 年公司开拓国内外施工市场、新中标项目增长,同时公司加强对重点工程项目的调度,年内济泰、枣菏等多个项目先后如期建成通车所致。

表 2 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
路桥工程施工板块	129.95	87.99	10.59	212.87	91.51	8.66	297.54	86.40	10.03
路桥养护施工板块	13.85	9.38	9.40	11.22	4.82	8.25	24.31	7.06	12.82
其他板块	3.89	2.63	20.29	8.52	3.66	26.04	22.52	6.54	12.30
合计	147.69	100.00	10.73	232.61	100.00	9.28	344.37	100.00	10.37

资料来源:公司审计报告及公司提供,联合资信整理

毛利率方面,2018—2019 年,公司路桥工程建筑业务毛利率整体有所下滑,主要系随着国家环保政策的日趋严格、原材料价格的上涨,建筑行业生产成本不断攀升所致。2020 年公司整体毛利率水平较 2019 年有所提升。

从区域分布情况来看,2020 年,公司在华东地区业务收入规模仍然最大(占比 77.90%),但较 2019 年(占比 87.87%)相比,华东地区业务对公司建筑业务总量的占比有所下降。

公司其他板块主要指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，营业收入和成本占比均较低。

2. 建筑业务

近年来公司建筑业务发展较快，公司客户主要为山东高速集团及其子公司，在手未完工合同金额很大，对未来收入形成较强的支撑。

公司建筑业务主要由路桥集团负责，分为路桥工程施工及路桥养护施工。2018—2020年，公司路桥工程施工业务收入分别为129.95亿元、212.87亿元和297.54亿元，占营业收入比重分别为87.99%、91.51%和86.40%。

公司路桥工程施工项目主要以工程总承包模式为主，通过公开招投标的方式承接项目，施工过程中，涉及核心技术及难度较高部分由公司完成，其他部分采用分包模式。公司按完工百分比确认收入。工程回款方面，一般在合同签订

后业主方预付合同约定比例的开工动员款和材料预付款（两项一般为10%），正式开工后业主按月计量工程完工量并按比例支付工程款，交工验收后剩余5~10%的质保金，质保期结束后支付剩余款项。

公司作为山东高速集团的主要负责工程施工的子公司，在项目承接方面获得的支持力度较大。2018—2020年，公司新签合同金额持续增长。公司路桥工程施工板块新签合同额分别为232.68亿元、302.3亿元和701.46亿元，其中2020年呈现大幅增长，主要系山东省贯彻落实建设交通强国战略，公司作为山东省基础设施建设主要承建单位，市场占有率高。同时，公司利用上市公司平台优势，向市政、房建、轨道交通和河道疏浚、污水处理等（收入占比24.81%）领域加大投入力度，并获得较好的成效。

表3 截至2020年底公司主要路桥施工在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目业主方	合同期间	合同总金额	已投资额	累计确认的合同收入
济南绕城高速二环线西环段	山东高速建设管理集团有限公司	2020.10-2024.04	125.52	1.77	1.68
济南至微山公路济宁新机场至枣荷高速段工程施工	山东高速建设管理集团有限公司	2020.03-2023.03	52.96	17.54	8.53
京台高速公路泰安至枣庄(鲁苏界)段改扩建工程项目主体工程施工第五标段	山东高速集团有限公司京台公路泰安至枣庄改扩建项目建设管理办公室	2019.05-2022.11	39.16	25.62	24.26
孟加拉国达卡机场高架桥快速路项目	第一达卡高架高速公路(FDEE)有限公司	2019.09-2022.03	37.59	0.72	0.69
潍青高速公路项目第六合同段	山东高速济青中线公路有限公司	2020.09-2023.09	31.47	0.35	1.90
济南至潍坊高速公路工程施工六合同	山东高速集团有限公司建设管理分公司	2020.11-2023.10	31.07	0.00	0.00
济南至潍坊高速公路工程七合同	山东高速集团有限公司建设管理分公司	2020.11-2023.10	28.88	0.00	0.00
京沪高速公路莱芜至临沂(鲁苏界)段改扩建施工二标	山东高速基础设施建设有限公司	2018.03-2021.09	26.96	20.59	15.90
京台高速公路泰安至枣庄(鲁苏界)段改扩建工程项目主体工程第四标段	山东高速集团有限公司京台公路泰安至枣庄改扩建项目建设管理办公室	2019.05-2022.11	23.65	11.96	10.1
合 计	--	--	397.26	78.55	63.06

资料来源：公司提供

表4 截至2020年底公司主要路桥施工项目入股施工一体化情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	前期入股投资额	已投资	未来回款安排	累计投资回款金额
泰东公路-路桥集团	39个月	11.00	11.00	从2020年至2022年每年回购本金3.67亿元	3.67
泰东公路-公路桥梁	39个月	6.00	0.00	从2020年至2022年每年回购本金3.67亿元	0.00
枣木路	3年	6.00	6.00	从2020年至2022年每年回购本金2亿元	2.00
京沪改扩建	1218天	5.39	5.39	2018年中标，满5年一次性退出	0.00
新泰至台儿庄马兰屯施工项目	27个月	2.39	2.39	2018年中标，满5年一次性退出	0.00
京台改扩建南线-路桥集团	42个月	7.10	7.10	2019年中标，从第4年末开始分4期等额回购	0.00

				本金	
京台改扩建南线-鲁桥建设	42 个月	11.74	11.74	2019 年中标, 从第 4 年末开始分 4 期等额回购本金	0.00
京台改扩建北线-路桥集团	42 个月	5.02	5.02	2019 年中标, 从第 4 年末开始分 4 期等额回购本金	0.00
莱泰公路	20 个月	2.08	2.08	2024 年到期清算, 回购期 5 年	0.00
新建潍坊至烟台铁路工程 WYTLSG-1 标段	4 年	2.42	0.73	2020 年中标, 第六年第七年末两年等额回购	0.00
新建鲁南高速铁路临沂至曲阜段 LQTJ-3 标段	4 年	1.50	1.50	2018 年中标, 第 10 年末一次性回购	0.00
武汉长江新城起步区基础设施工程 项目	3 年	1.00	0.61	在项目运营期后逐步减资退出	0.00
合计	--	61.64	53.56	--	5.67

资料来源: 公司提供

表 5 截至 2020 年底公司主要在建 PPP 项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	建设周期	总投入金额	计划资本金 出资额	已投资金额	是否并表
高密市 2017-2018 年城建工程 PPP 项目	3.5 年	10.67	2.25	1.79	是
石城县工业园建设 PPP 项目	3 年	10.26	0.30	0.30	是
连城县市政基础设施 PPP 项目	3 年	5.58	1.33	2.73	是
滨海路蓬莱段公路工程	1 年	11.59	0.96	0.96	否
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	2 年	7.96	1.51	0.60	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	3 年	10.71	1.93	1.65	是
武平县环城东路、环城北路 PPP 项目	2 年	5.60	1.34	1.17	是
省道 103 线青神至五通桥段公路工程乐山段	3 年	2.48	2.48	0.00	是
国道 212 线苍溪回水至阆中双龙段公路(阆中段) PPP 项目	3 年	14.00	3.50	0.00	是
漳浦县公路建设改造项目	2 年	5.26	1.35	1.50	是
龙泉驿区西江河流域水环境综合整治项目二期 PPP 项目	2 年	25.62	2.18	0.34	否
蚂蝗河综合整治及山下内涝区海绵城市建设 PPP 项目	2 年	4.47	0.98	0.98	否
合计	--	114.20	18.77	12.02	-

资料来源: 公司提供

此外, 公司业务还包括 PPP、入股施工投资一体化项目和投资施工一体化等, 其中公司 PPP 项目系公司作为社会资本方和其他各方出资组成项目公司, 项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等, 合作期满后项目移交给政府或政府指定机构, PPP 项目周期较长, 公司将控股的 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。公司在建的 PPP 项目均列入财政部 PPP 项目库。

截至 2020 年底, 公司在手未完工合同数量和金额呈上升趋势, 公司在手合同共 149 个, 未完成合同金额 497.30 亿元, 主要包括京台高速公路泰安至枣庄(鲁苏界)段改扩建工程项目主体工程施工、济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段工程施工项目、济南绕城高速公路

二环线西环段工程设计施工总承包项目等。公司在手未完成合同金额很大, 对未来收入形成较强的支撑。

截至 2020 年底, 公司主要“入股-施工一体化”项目合计承诺投资额为 61.64 亿元, 已投资金额为 53.56 亿元, 累计回款投资额为 5.67 亿元, 回款较慢。

截至 2020 年底, 公司主要在建 PPP 项目计划出资额 18.77 亿元, 已投资 12.02 亿元, 面临投资压力尚可。

客户集中度方面, 2020 年, 公司前五大客户销售金额占公司年度销售额的 59.49%, 客户集中度较 2019 年相比有所下降, 整体集中度仍较高。

3. 关联交易

公司关联交易规模较大，但近三年对关联方依赖持续减轻。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）等公司关联交易规模较大。2018—2020 年，公司来自高速集团及其下属子公司的项目在施工总收入中的占比分别为 70.85%、46.96%和 46.85%。公司来自关联方的收入占比较高，但呈逐年减轻趋势。其中 2020 年，与非关联方的交易额占比为 53.17%，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、呼和浩特市市政工程项目管理局。2012 年 6 月，山东高速集团对与公司的关联交易作出承诺，山东高速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

2018—2020 年，公司销售债权周转次数持续增长，分别为 3.03 次、4.20 次和 5.14 次。

2018—2020 年，公司存货周转次数持续增长，分别为 1.97 次、2.49 次和 5.40 次。

2018—2020 年，公司总资产周转次数保持相对稳定，分别为 0.71 次、0.83 次和 0.79 次。

5. 未来发展

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，城市升级中的旧城改造、保障房建设、节能环保业务，以及服务于施工、养护的工程机械、建材等业务，作为培育业务进行布局。配合“投资带动建设”模式，围绕主业及上下游产业链，发展股权投资等业务，增强可持续发展能力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018—2020 年度合并财务报表均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定，编制财务报表。

合并范围方面，2018—2020 年公司新增 4 家纳入合并范围内的子公司。截至 2020 年底，公司纳入合并范围内子公司共 13 家。公司新增纳入合并范围子公司整体规模不大（包括中国山东对外经济技术合作集团有限公司和山东高速尼罗投资发展有限公司，其资产约 47.90 亿元，占公司总资产 8.7%），财务数据可比性尚可。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主，货币资金储备较多，但应收账款及合同资产规模较大，对公司资金形成较大占用。总体看，公司资产质量一般。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 51.84%。截至 2020 年底，公司合并资产总额 550.81 亿元，较上年底增长 71.80%，主要系并购子公司及业务规模扩大所致。其中，流动资产占 73.02%，非流动资产占 26.98%。公司资产以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	35.58	14.89	34.44	10.74	73.94	13.42

应收账款	46.65	19.52	55.80	17.40	61.79	11.22
其他应收款	4.89	2.05	4.07	1.27	23.31	4.23
存货	72.12	30.18	97.53	30.42	16.71	3.03
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	175.84	31.92
流动资产	175.88	73.62	218.36	68.11	402.22	73.02
债券投资	0.00	0.00	29.13	9.09	16.74	3.04
其他非流动金融资产	0.00	0.00	16.86	5.26	19.43	3.53
长期应收款	10.86	4.54	18.39	5.74	25.09	4.55
固定资产	6.48	2.71	9.08	2.83	23.19	1.86
在建工程	0.83	0.35	0.02	0.01	21.84	3.96
长期股权投资	2.74	1.15	14.16	4.42	25.79	4.68
其他非流动资产	28.22	11.81	10.63	3.32	8.57	1.56
非流动资产	63.03	26.38	102.25	31.89	148.59	26.98
资产总额	238.92	100.00	320.61	100.00	550.81	100.00

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 51.22%。截至 2020 年底，公司流动资产 402.22 亿元，较上年底增长 84.20%，主要系合同资产、货币资金及应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、合同资产和其他流动资产等构成。

截至 2020 年底，公司货币资金较 2019 年底增加 39.51 亿元，较上年增长 114.72%，主要系部分子公司引入少数股东并收回部分债权投资所致。

2018—2020 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 15.09%。截至 2020 年底，公司应收账款 61.79 亿元，较上年增长 10.73%；从账龄结构来看，公司应收账款账龄主要集中在 1 年以内，占比 66.66%；公司共计提坏账准备 4.17 亿元，计提比例较低；从集中度看，公司应收账款前五名合计占比 19.42%，集中度低。

表 7 公司应收款前五名明细（单位：亿元、%）

单位名称	关联关系	账面余额	占比
泰安市住房和城乡建设局	非关联方	3.63	5.51
呼和浩特市市政工程项目管理局	非关联方	2.71	4.11
中信建设有限责任公司	非关联方	2.59	3.93
山东高速蓬莱发展有限公司	关联方	2.04	3.09
内蒙古公路交通投资发展有限公司草高吐至乌兰浩特高速公路项目建设管理分公司	非关联方	1.83	2.78
合计	--	12.80	19.42

注：尾差为四舍五入导致

资料来源：公司提供

2018—2020 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 118.31%。截至 2020 年底，公司其他应收款 23.52 亿元，较上年增加 19.23 亿元，主要系公司对外支付的投标、履约、复垦等保证金及押金增多所致；公司其他应收款计提坏账准备 0.88 亿元；从集中度看，公司其他应收款前五名合计占比 33.13%，集中度一般。

表 8 公司其他应收款前五名明细（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	占比
聊城市民安置业有限公司	押金保证金	4.87	20.14
蒲江县城乡建设项目管理投资有限公司	押金保证金	1.70	7.03
成都凯祺瑞企业管理有限公司	单位往来款	0.53	2.17
清徐经济开发区开发有限公司	押金保证金	0.50	2.07
重庆建工集团股份有限公司	单位往来款	0.42	1.72
合计	--	8.20	33.13

注：尾差为四舍五入导致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司存货波动下降，年均复合下降 51.87%。截至 2020 年底，存货账面价值为 16.70 亿元，较去年底下降 82.87%，主要系公司根据新收入准则将部分存货调整至合同资产核算所致。截至 2020 年底，公司合同资产金额为 175.84 亿元，占总资产 31.92%，公司合同资产计提减值准备 3.11 亿元。

2018—2020 年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 67.87%。截至 2020 年底，公司其他流动资产为 31.13 亿元，较上年增长 90.75%，公司其他流动资产主要由应收增值税构成，2020 年内公司营业收入增加导致留抵税

额、预交增值税和应收增值税增加。

截至 2020 年底,公司非流动资产 148.59 亿元,较上年底增长 45.31%,公司非流动资产主要由债权投资、其他非流动金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

截至 2019 年底,公司新增债权投资,主要系公司执行新金融准则所致。截至 2020 年底,债券投资 16.74 亿元,较上年减少 42.53%,主要系 2020 年收回泰东项目、龙青项目、枣木项目、济泰等投资施工一体化项目投资本金所致。

截至 2020 年底,其他非流动金融资产 19.43 亿元,较上年增长 15.19%,主要系新增对山东高速济高高速公路有限公司(对该公司投资未达到重大影响且投资回收期超过一年)、中信建设私募投资基金及有限合伙企业投资所致。

2018—2020 年末,公司长期应收款持续增长,年均复合增长 52.02%。截至 2020 年底,公司长期应收款 25.09 亿元,较上年增长 36.39%,主要系 2020 年度 PPP 项目公司完成工作量确认长期应收款所致。

2018—2020 年末,公司长期股权投资持续增长,年均复合增长 206.63%。截至 2020 年底,公司长期股权投资 25.79 亿元,较上年增加 82.19%,主要系公司因入股施工一体化项目对合营及联营企业的投资增多所致,其中对山东高速京台投资合伙企业投资 9.42 亿元。

2018—2020 年末,公司固定资产持续增长,年均复合增长 89.20%。截至 2020 年底,公司固定资产 23.19 亿元,较上年增长 155.23%,主要系 2020 年公司新并购企业及相关购置机器设备所致。

2018—2020 年末,公司在建工程波动增长,年均复合增长 414.27%。截至 2020 年底,在建工程 21.84 亿元,较上年增加 21.82 亿元,主要系 2020 年公司新并购子公司中国山东对外经济

技术合作集团有限公司在海外的施工项目和达卡高架路等项目所致。

2018—2020 年末,公司其他非流动资产持续下降,年均复合下降 44.89%。截至 2020 年底,公司其他非流动资产 8.57 亿元,较上年减少 19.39%,主要系借款及借款利息的减少。

截至 2020 年底,公司受限资产 23.62 亿元,占总资产比例为 15.28%,其中货币资金受限 5.06 亿元,固定资产受限 1.04 亿元,应收账款受限 3.34 亿元,在建工程受限 3.71 亿元,长期应收款受限 10.47 亿元。其中,货币资金用于保证金抵押,其余用于抵质押贷款。

3. 资本结构

公司所有者权益稳定增长,构成以未分配利润和少数股东权益为主,权益结构稳定性一般。

2018—2020 年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 42.39%。截至 2020 年底,公司所有者权益 128.94 亿元,较上年底增长 56.26%,发行股份逐层增加资本至 15 亿。其中,归属于母公司所有者权益占比为 67.05%,少数股东权益占比为 32.95%。在所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 16.66%、9.60%、0.61%、34.94%和 32.95%,少数股东权益及未分配利润占比较高,所有者权益稳定性一般。

2018—2020 年末,公司实收资本分别为 17.12 亿元、17.12 亿元和 21.48 亿元,占所有者权益的比例为 26.91%、20.74%和 16.66%。截至 2020 年末公司股本有所增加,主要系公司定向发行新股所致。

2018—2020 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,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9 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	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	17.12	26.91	17.12	20.74	21.48	16.66
资本公积	-1.78	-2.80	-0.34	-0.41	12.38	9.60

未分配利润	30.54	48.01	33.36	40.43	45.06	34.94
少数股东权益	13.59	21.37	27.40	33.21	42.49	32.95
所有者权益合计	63.60	100.00	82.51	100.00	128.94	100.00

资料来源：根据公司审计报告

2018—2020 年末，公司未分配利润持续增长，截至 2020 年底，公司未分配利润 45.06 亿元，较上年底增长 35.07%。

2018—2020 年末，公司少数股东权益持续增长，主要系合并统一范围内子公司进行混改时增加了少数股东权益，以及为弥补资质、人才及技术短板，拓展上下游和市场，采用非全资收购方式收购的部分企业。

近年来，公司负债持续增长，债务规模持续扩张，有息债务以短期债务为主，债务负担较重，存在一定集中偿付压力。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 55.12%。截至 2020 年底，公司负债总额 421.86 亿元，较上年底增长 77.18%，主要系应付账款、合同负债及其他应付款增加所致。其中，流动负债占 83.24%，非流动负债占 16.76%。公司负债仍以流动负债为主。

表10 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.00	10.27	22.11	9.29	36.09	8.56
应付账款	62.06	35.40	90.27	37.91	204.90	48.57
其他应付款	7.09	4.04	9.48	3.98	25.01	5.93
一年内到期的非流动负债	10.00	5.70	2.64	1.11	8.03	1.90
其他流动负债	6.40	3.65	12.44	5.22	37.32	8.85
流动负债	148.45	84.68	184.90	77.66	351.14	83.24
长期借款	13.12	7.48	30.70	12.89	45.24	10.72
应付债券	11.20	6.39	16.20	6.80	18.20	4.31
其他非流动负债	6.40	3.65	12.44	5.22	37.32	8.85
非流动负债	26.86	15.32	53.20	22.34	70.72	16.76
负债总额	175.31	100.00	238.10	100.00	421.86	100.00

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 53.80%。截至 2020 年底，公司流动负债 351.14 亿元，较上年底增长 89.91%，主要系应付账款、其他应付款及其他流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成。

2018—2020 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 41.60%。截至 2020 年底，公司短期借款 36.09 亿元，较上年底增长 63.25%，其中质押借款 1.31 亿元、保证借款 25.88 亿元、信用借款 8.42 亿元。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 81.70%。截至 2020 年底，公司应

付账款 204.90 亿元，较上年底增长 126.99%，主要系并购子公司及业务规模增加，应付工程款增加所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 87.86%。截至 2020 年底，公司其他应付款 25.01 亿元，较上年底增长 163.81%，主要系公司押金、保证金及单位往来款增加所致。

2018—2020 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 141.49%。截至 2020 年底，公司其他流动负债 37.32 亿元，较上年底增长 200.06%，主要系新增子公司山东高速莱钢绿地发展有限公司贷款 10.61 亿元和待结转增值税增

长所致，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。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 62.25%。截至 2020 年底，公司非流动负债 70.72 亿元，较上年底增长 32.94%，主要系公司即将到期的长期借款及一年内到期的应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 85.67%。截至 2020 年底，公司长期借款 45.24 亿元，较上年增长 47.37%，主要因为公司根据发展要求并购新企业，需申请办理并购贷款，并购贷款均为长期借款。

2018—2020 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 27.48%。截至 2020 年底，公司应付债券 18.20 亿元，较上年底增长 12.35%，系公司于 2020 年 4 月发行 5.00 亿元公司债券(20 山路 01) 所致。

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 39.67%。截至 2020 年底，公司全部债务 139.32 亿元，较上年底增长 59.76%。其中，短期债务 73.81 亿元，长期债务 65.52 亿元。从债务指标来看，截至 2020 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 76.59%、51.93%和 33.69%。公司债务负担较重。从债务期限结构来看，截至 2020 年底，公司一年内到期有息债务规模很大，存在一定集中偿付压力。

表11 截至2020年底公司有息债务期限结构情况

(单位: 亿元)

	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年以上
到期金额	63.20	18.81	14.81	8.73	33.78

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

公司营业收入持续增长，期间费用控制能力尚可，整体盈利能力较强。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 52.70%，2020 年，公司实现营业收入 344.37 亿元，同比增长 48.05%，主要系 2020

年公司新并购子公司业务增长所致。同期，公司营业成本持续增长，年均复合增长 53.01%，其中 2020 年为 308.65 亿元，同比增长 46.26%，主要系公司业务规模增长，对应营业成本也增长；营业利润率为 10.16%，同比提高 1.13 个百分点。

期间费用方面，2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 63.31%，2020 年，公司费用总额为 17.50 亿元，同比增长 78.50%，主要来自管理费用和研发费用的增长。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 0.00%、45.36%、42.67%和 11.98%，以管理费用和研发费用为主。其中，管理费用为 7.94 亿元，同比增长 51.76%，原因是公司规模增大且 2020 年存在新并购企业，管理费用同比增加；研发费用为 7.47 亿元，同比增长 122.58%，主要系公司 2020 年研发立项逐年增多，公司按照研发进度实际投入增加所致；财务费用为 2.10 亿元，同比增长 71.90%，主要系 2020 年同期融资规模增加且存在新并购企业。期间费用率分别为 4.44%、4.21%和 5.08%。公司费用控制能力尚可。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率分别为 7.11%、6.78%和 7.11%，有所波动；净资产收益率分别为 10.65%、9.93%和 11.44%，波动增长。公司整理盈利能力较强。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金波动增长，持续净流入，筹资活动前现金呈净流出，公司主要依靠对外融资筹集资金。此外，公司现金收入比持续下降，回款效率降低，另外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。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入分别为 185.72 亿元、225.47 亿元和 274.06 亿元，持续增长，年均复合增长 21.48%，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 21.55%，主要系收到的项目回款和支付的保证金所致；2018—2020 年，公司经营活动现金流出分别为 177.42 亿元、224.99 亿元和 264.31

亿元，持续增长，年均复合增长 22.06%，其中 2020 年经营活动现金流出同比增长 17.48%，主要系支付的保证金所致。2018—2020 年，公司经营活动现金净额分别为 8.30 亿元、0.48 亿元和 9.74 亿元，波动增长，年均复合增长 8.35%。2018—2020 年，公司现金收入比分别为 111.82%、82.91%和 69.35%，持续下降，另外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。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入分别为 2.23 亿元、1.20 亿元和 14.62 亿元，其中 2020 年增长主要系收回投资资本金；同期，公司投资活动现金流出分别为 23.85 亿元、33.44 亿元和 37.93 亿元，持续增长，年均复合增长 26.11%，其中 2020 年投资活动现金流出同比增长 13.42%，主要系并购子公司支付的资金增长所致。2018—2020 年，公司投资活动现金净额分别为 -21.62 亿元、-32.24 亿元和 -23.30 亿元，保持净流出状态。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入分别为 56.95 亿元、78.69 亿元和 128.80 亿元，2020 年，公司筹资活动现金流入主要由发行公司债、定向增发、子公司吸收少数股东等收到的资金构成；同期，公司筹资活动现金流出分别为 31.63 亿元、45.94 亿元和 88.52 亿元，2020 年，主要由偿还永续债 7.50 亿元及其他债务支出的现金构成。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额分别为 25.33 亿元、32.76 亿元和 40.28 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力较强，融资渠道畅通，考虑到公司在山东省的整体地位及持续获得股东的支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率分别为 118.48%、118.10%和 114.55%，持续下降；速动比率分别为 69.90%、65.35%和 109.79%，波动增长。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比为分别为 5.59%、0.26%和 2.78%，经营活动现金流量净额对公司流动负

债保障能力较强。2018—2020 年，公司现金短期债务比持续增长，分别为 0.80 倍、1.06 倍和 1.14 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 13.08 亿元、15.60 亿元和 25.94 亿元，持续增长；公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.62 倍、4.70 倍和 6.02 倍，全部债务/EBITDA 持续增长，总体处于较高水平。公司长期偿债能力较强。

截至 2020 年底，公司无对外担保。

截至 2020 年底，公司合并口径授信总额为 586.21 亿元，其中已使用授信额度 152.19 亿元，未使用授信余额 434.02 亿元。同时，公司作为深交所上市公司，2020 年通过非公开发行股份方式融资规模较大，整体看，公司间接融资渠道很好。

考虑到公司作为山东省内最大、最主要的从事路桥基础设施建设、交通系统设施施工的主体，持续受到山东省人民政府、山东高速集团及各相关部门的大力支持，在山东省内市场处于主导地位，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

近年来，母公司资产和负债占合并口径比重较低，整体债务负担较重，盈利能力较强。

2018—2020 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 58.28%。截至 2020 年底，母公司资产总额 118.22 亿元，较上年底增长 65.74%。其中，流动资产 27.30 亿元（占比 23.10%），非流动资产 90.91 亿元（占比 76.90%）。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。母公司资产总额占合并报表资产总额的 21.46%，占比较低。

2018—2020 年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 33.07%。截至 2020 年底，母公司所有者权益为 63.00 亿元，较上年底增长 62.45%。在所有者权益中，实收资本为 15.57 亿元、资本公积 35.06 亿元、未分配利润 10.56 亿元和盈余公积合计 1.81 亿元构成。截至 2020 年底，母公司所有者权益占合并口径的 48.85%，占比

一般。

2018—2020年末，母公司负债持续增长，年均复合增长118.06%。截至2020年底，母公司负债总额55.22亿元，较上年底增长69.66%。其中，流动负债33.75亿元（占比61.12%），非流动负债21.47亿元（占比38.88%）。从构成看，流动负债主要由应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2020年底，母公司资产负债率为46.71%，较2019年提高1.08个百分点。同期，母公司负债占合并口径的13.09%，占比较低。

2020年，母公司营业收入为0.01亿元，利润总额为5.06亿元。同期，母公司投资收益为5.64亿元。2020年，母公司总资本收益率为5.77%，净资产收益率为8.05%。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务规模和结构影响较小。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券保障能力很强。

1. 本期债券对公司债务的影响

本期债券发行金额 3.00 亿元，以发行金额上限进行测算，相当于 2020 年底公司全部债务和长期债务的 2.15%和 4.58%，对公司现有债务结构影响较小。

以 2020 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 76.59%、51.93%和 33.69%上升至 76.72%、52.47%和 34.70%，公司负债水平有所上升，债务负担略微增加。考虑到本期债券募集资金全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券的偿债资金将来源于公司经营活动和投资活动产生的现金流入。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 13.08 亿元、15.60 亿元和

25.94 亿元，分别为本期债券发行额度的 4.36 倍、5.20 倍和 8.65 倍。2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 185.72 亿元、225.47 亿元和 274.06 亿元，分别为本期债券发行额度 61.91 倍、75.16 倍和 91.35 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 8.30 亿元、0.48 亿元和 9.74 亿元，分别为本期债券发行额度 2.77 倍、0.16 倍和 3.25 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券保障能力很强。

集中兑付方面，若考虑本期债券于 2021 年发行，以存续期限 3 年测算，在 2024 年兑付，公司当年待偿还债券本金为 5 亿元，将本期债券考虑在内，公司当年待偿还债券本金为 8 亿元。公司或将于 2024 年面临一定的集中兑付压力。

十、结论

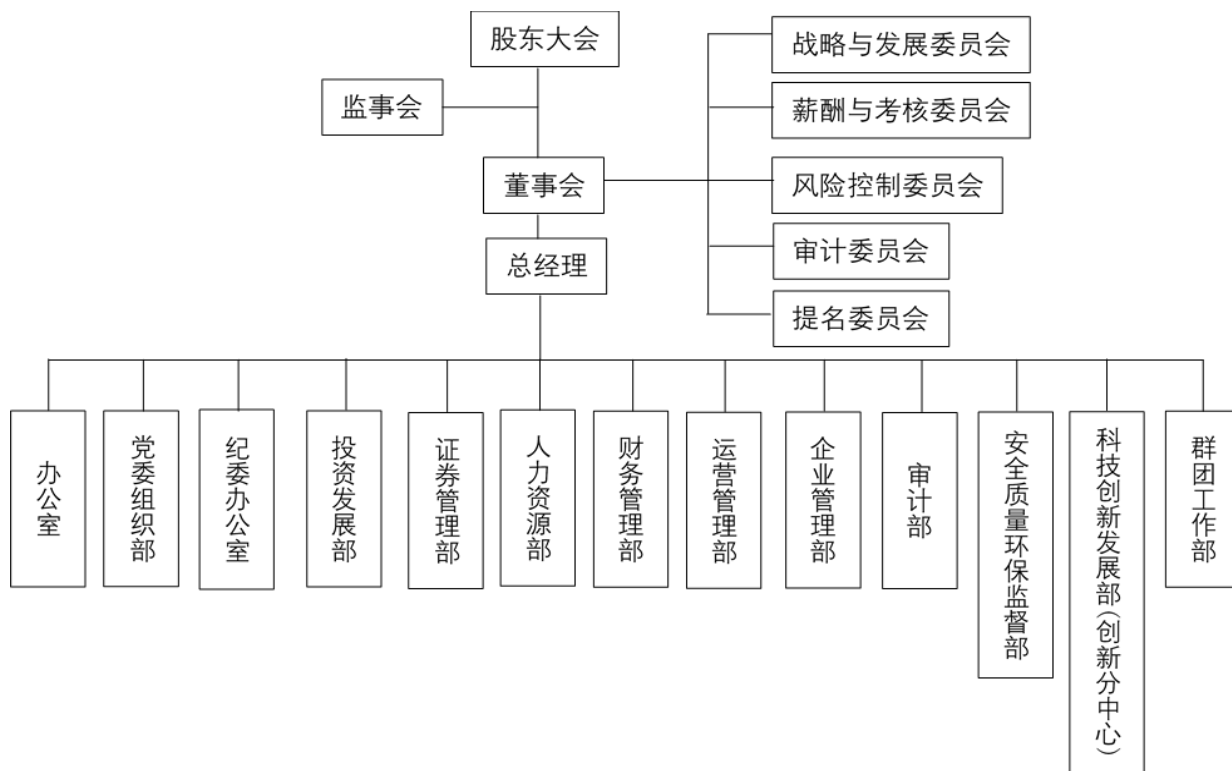
公司是山东省重要的路桥建设主体。近年来，山东省经济实力稳步增长，省内综合实力稳健提升，为公司发展提供了良好的外部环境。近年来，公司收入和利润规模持续扩大，整体盈利能力较强；公司路桥工程施工业务在手未完工合同金额很大，对未来收入形成很强的支撑。同时，公司债务负担较重，资金占用较大，面临一定的集中偿债压力。

本期债券发行对公司债务结构影响较小，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券保障能力很强。

未来，公司将在进行路桥建设及道路维护的同时，逐步拓展市场化业务，继续多元化发展，公司收入规模和盈利水平有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

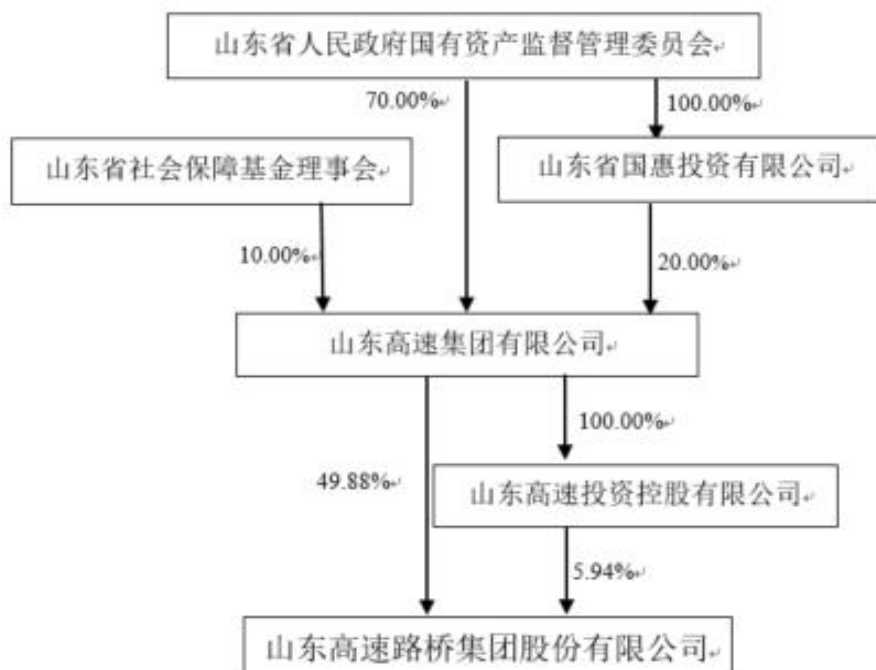
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司股权架构图



附件 2 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

单位：万元、%

序号	企业名称	持股比例	注册资本	与本公司的关系	业务范围
1	山东省路桥集团有限公司	100.00	301000.00	全资子公司	施工
2	山东高速路桥国际工程有限公司	100.00	30050.00	全资子公司	施工
3	山东高速路桥投资管理有限公司	100.00	200000.00	全资子公司	商务服务
4	四川鲁桥乐夹大道建设管理有限公司	100.00	9103.00	全资子公司	建设项目管理
5	四川鲁桥石棉渡建设管理有限公司	100.00	968.00	全资子公司	建设项目管理
6	四川鲁桥夹木路建设管理有限公司	100.00	2480.00	全资子公司	建设项目管理
7	四川鲁桥千佛岩隧道建设管理有限公司	100.00	2920.00	全资子公司	建设项目管理
8	攀枝花市鲁桥炳东线建设管理有限公司	90.00	2000.00	控股子公司	施工
9	青岛西海岸森林公园管理有限公司	90.00	3000.00	控股子公司	公共设施管理业
10	山东高速齐鲁建设集团有限公司	100.00	51338.30	全资子公司	施工
11	中国山东对外经济技术合作集团有限公司	100.00	152000.00	全资子公司	批发业
12	山东高速尼罗投资发展有限公司	100.00	10000.00	全资子公司	商务服务业
13	云南山高鲁通建设管理有限公司	51.00	30000.00	控股子公司	商务服务业

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	37.55	40.82	84.30
资产总额(亿元)	238.92	320.61	550.81
所有者权益(亿元)	63.60	82.52	128.94
短期债务(亿元)	46.98	38.66	73.81
长期债务(亿元)	24.44	48.55	65.52
全部债务(亿元)	71.42	87.21	139.32
营业收入(亿元)	147.68	232.60	344.37
利润总额(亿元)	9.02	10.70	18.17
EBITDA(亿元)	13.08	15.60	25.94
经营性净现金流(亿元)	8.30	0.48	9.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.03	4.20	5.14
存货周转次数(次)	1.97	2.49	5.40
总资产周转次数(次)	0.71	0.83	0.79
现金收入比(%)	111.82	82.91	69.35
营业利润率(%)	10.48	9.03	10.16
总资本收益率(%)	7.11	6.78	7.11
净资产收益率(%)	10.65	9.93	11.44
长期债务资本化比率(%)	27.76	37.04	33.69
全部债务资本化比率(%)	52.90	51.38	51.93
资产负债率(%)	73.38	74.26	76.59
流动比率(%)	118.48	118.10	114.55
速动比率(%)	69.90	65.35	109.79
经营现金流动负债比(%)	5.59	0.26	2.78
现金短期债务比(倍)	0.80	1.06	1.14
EBITDA 利息倍数(倍)	4.62	4.70	6.02
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	5.59	5.37

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 将其他流动负债中有息债务纳入短期债务进行核算；长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务进行核算

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.03	4.63	6.01
资产总额(亿元)	47.19	71.33	118.22
所有者权益(亿元)	35.57	38.78	63.00
短期债务(亿元)	0.00	0.31	3.40
长期债务(亿元)	11.20	16.20	21.43
全部债务(亿元)	11.20	16.51	24.83
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.01
利润总额(亿元)	1.33	4.33	5.06
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-0.51	10.98	7.03
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	106.90
营业利润率(%)	100.00	99.07	74.97
总资本收益率(%)	2.86	7.83	5.77
净资产收益率(%)	3.76	11.16	8.05
长期债务资本化比率(%)	23.94	29.47	25.38
全部债务资本化比率(%)	23.94	29.86	28.27
资产负债率(%)	24.61	45.63	46.71
流动比率(%)	3415.23	156.85	80.89
速动比率(%)	3415.23	156.85	80.88
经营现金流动负债比(%)	-122.59	67.20	20.83
现金短期债务比(倍)	--	14.90	1.77
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、母公司未获得折旧及摊销数据，EBITDA 相关指标无法计算

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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

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 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

山东高速路桥集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山东高速路桥集团股份有限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山东高速路桥集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山东高速路桥集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山东高速路桥集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山东高速路桥集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东高速路桥集团股份有限公司、监管部门等。跟踪评级结果将同时报送山东高速路桥集团股份有限公司、监管部门、交易机构等。若需在本公司和交易所等网站公布，交易所网站公布时间不晚于本公司等网站。