信用评级公告

联合〔2021〕4524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，确定维持山东高速路桥集团股份有限公司主体长期信用等级为AA^+，“17山路01”“19山路01”“20山路01”和“21山路01”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：

二〇二一年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东高速路桥集团股份有限公司
公开发行公司债券 2021 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
山东高速路桥集团股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
21 山路 01	AA+	稳定	AA+	稳定
20 山路 01	AA+	稳定	AA+	稳定
19 山路 01	AA+	稳定	AA+	稳定
17 山路 01	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
21 山路 01	3.00 亿元	3.00 亿元	2024-06-01
20 山路 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2023-04-14
19 山路 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2022-11-14
17 山路 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2022-03-10

注：到期兑付日为本期债券的下个行权日；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：2021 年 6 月 17 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”）主要从事路桥建设施工的子公司。跟踪期内，公司在山东省内市场保持主导地位，新签订单大幅增加，项目储备充足，同时，公司完成定向增发，进一步提升了公司资本实力，收入和利润规模均快速增长，盈利能力强。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司债务负担加重、资金占用较大、资金支出压力较大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。

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“17 山路 01”“19 山路 01”“20 山路 01”和“21 山路 01”的债项信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司在山东省内市场保持主导地位。**跟踪期内，施工资质进一步提高，在设计、施工、研发方面实力进一步提升。
2. **跟踪期内，公司获得了股东山东高速集团的大力支持，新签订单大幅增加，项目储备充足。**跟踪期内，公司获得了股东山东高速集团的大力支持。2020年，公司新签合同金额701.46亿元，较上年相比增加399.16亿元。公司在手合同额规模较大，截至2021年3月底，公司工程承包业务在手未完工合同金额863.70亿元，公司项目储备充足，对未来收入形成有力支撑。
3. **跟踪期内，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，资本公积由-0.34亿元增加至12.38亿元，公司资本实力进一步增强。
4. **跟踪期内，公司经营规模扩大，盈利能力强。**跟踪期内，公司工程施工项目经营规模扩大，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344.47亿元和18.17亿元，分别较上年增长48.05%和69.81%，公司盈利能力强。

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	F3	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				调整子级
--				--

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

关注

1. **跟踪期内，公司债务负担加重。**跟踪期内，公司资产负债率持续上升，截至2020年底，公司资产负债率为76.59%，较上年增长2.33个百分点，债务负担加重。
2. **跟踪期内，应收账款及合同资产对公司资金占用较大。**跟踪期内，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2021年3月底，应收账款及合同资产占总资产比重为41.19%，对资金形成较大占用。
3. **跟踪期内，公司项目建设存在较大的资金支出压力。**截至2021年3月底，公司主要在建施工项目合同金额合计457.93亿元，已完成投入82.30亿元，公司未来资金支出压力较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	37.55	40.82	84.30	72.73
资产总额(亿元)	238.92	320.61	550.81	597.61
所有者权益(亿元)	63.60	82.52	128.94	141.47
短期债务(亿元)	46.98	38.66	73.81	83.79
长期债务(亿元)	24.44	48.55	65.52	78.19
全部债务(亿元)	71.42	87.21	139.32	161.98
营业收入(亿元)	147.68	232.60	344.37	65.13
利润总额(亿元)	9.02	10.70	18.17	2.81
EBITDA(亿元)	13.08	15.60	25.94	--
经营性净现金流(亿元)	8.30	0.48	9.74	2.43
营业利润率(%)	10.48	9.03	10.16	10.92
净资产收益率(%)	10.65	9.93	11.44	--
资产负债率(%)	73.38	74.26	76.59	76.33
全部债务资本化比率(%)	52.90	51.38	51.93	53.38
流动比率(%)	118.48	118.10	114.55	117.09
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	0.87
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	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	47.19	71.33	118.22	137.41
所有者权益(亿元)	35.57	38.78	63.00	63.28
全部债务(亿元)	11.20	16.51	24.83	30.85
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.01	0.01
利润总额(亿元)	1.33	4.33	5.06	0.29
资产负债率(%)	24.61	45.63	46.71	53.95
全部债务资本化比率(%)	23.94	29.86	28.27	32.77
流动比率(%)	3415.23	156.85	80.89	88.85
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	1.23

注：2021 年 1—3 月财务报表未经审计；本报告合并口径将公司其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中有息债务纳入长期债务进行核算；以上数据节点均采用期末数据

跟踪评级历史：

债券简称	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
21 山路 01	AA+	AA+	稳定	2021/05/19	姜泰钰、高志杰	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
20 山路 01	AA+	AA+	稳定	2020/06/18	王金磊、倪昕	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+	AA+	稳定	2020/04/09	王金磊、倪昕	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
19 山路 01	AA+	AA+	稳定	2020/06/18	王金磊、倪昕	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+	AA+	稳定	2019/11/11	王金磊、倪昕	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
17 山路 01	AA+	AA+	稳定	2020/06/18	王金磊、倪昕	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	阅读全文
	AA+	AA+	稳定	2019/05/10	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	AA	稳定	2017/03/08	周旭、刘晓亮	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：

联合资信评估股份有限公司

山东高速路桥集团股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东高速路桥集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其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，山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速集团”）仍为公司控股股东，山东高速集团直接持有公司股权 49.88%，公司实际控制人仍为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。跟踪期内，公司注册资本和实收资本均有发生变化，2020 年 9 月 18 日，公司向山东铁路发展基金有限公司发行 20055.18 万股股份、向光大金瓯资产管理有限公司发行 3008.28 万股股份购买资产，新增股份于 2020 年 10 月 19 日在深圳证券交易所上市；同时公司向山东高速集团、山东高速投资控股有限公司、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 20618.56 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 2021 年 3 月底，公司注册资本为 15.57 亿元，股本为 21.48 亿元[1]。

跟踪期内，公司职能定位、主要经营范围、组织结构未发生重大变化。截至 2020 年底，公司本部内设 13 个职能部门（办公室、投资发展部、运营管理部、安全质量环保监督部等）及 5 个委员会（战略与发展委员会、薪酬与考核委员会、风险控制委员会、审计委员会和提名委员会）；截至 2020 年底，公司合并范围内有 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。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 597.61 亿元，所有者权益 141.47 亿元（含少数股东权益 53.12 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 65.13 亿元，利润总额 2.81 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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评债券“17 山路01”“19山路01”“20山路01”和“21山路01”余额为18.00亿元（详见表1），募集资金已按计划全部用于补充流动资金和偿还有息债务。跟踪期内，“17山路01”“19山路01”和“20山路01”公司已正常付息，“21山路01”尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 山路 01	3.00	3.00	2021/06/01	5（3+2）
20 山路 01	5.00	5.00	2020/04/14	5（3+2）
19 山路 01	5.00	5.00	2019/11/14	5（3+2）
17 山路 01	5.00	5.00	2017/03/10	5（3+2）
合计	**18.0**	**18.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

[1] 2012 年山东高速集团与公司实施重大资产重组，公司向山东高速集团发行股份购买其所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。

四、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负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[2]，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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[3]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍

[2]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[3]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳

增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

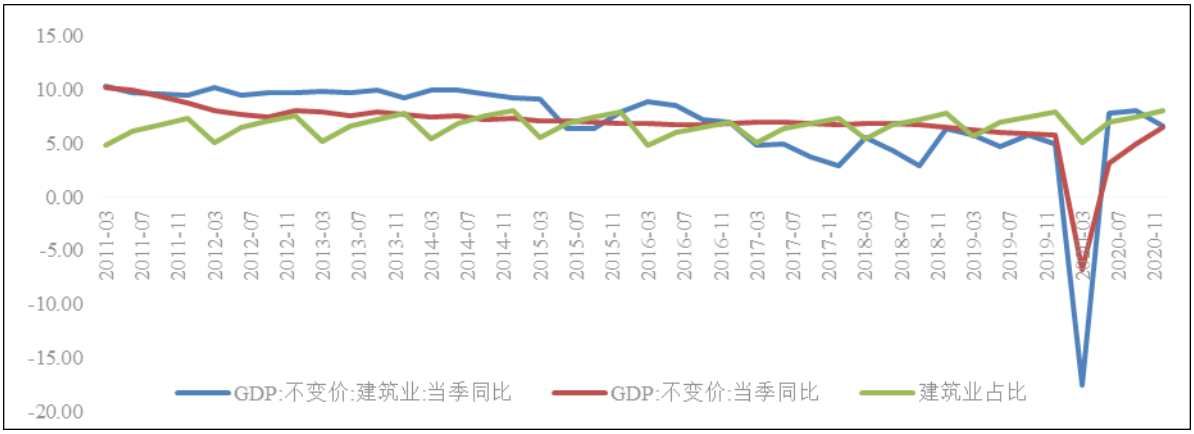
1. 建筑行业分析

（1）建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。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，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

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

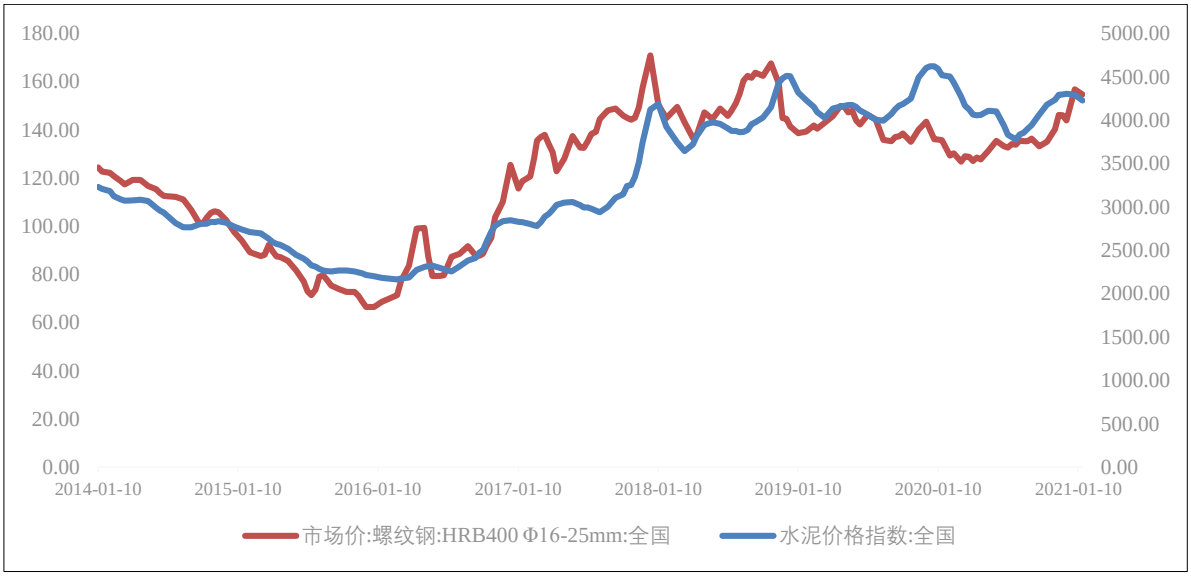
（2）上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5－10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11－12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

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

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售

面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

（3）建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

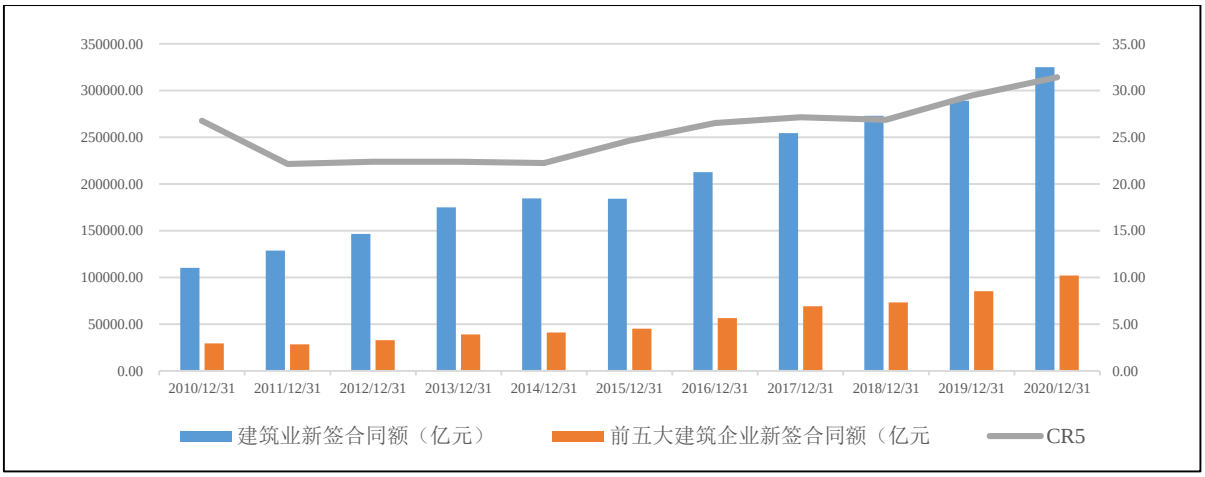
近年来我国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

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。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020 年的 31.41%，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　2010－2020 年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑施工行业发展趋势

2020 年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

2.　区域经济概况

跟踪期内，山东省经济仍保持增长，产业结构有所优化，为公司创造了良好的外部环境。

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。

六、基础素质分析

1.　产权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，股东仍为山东高速集团，实际控制人仍为山东省国资委。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 15.57 亿元，股本为 21.48 亿元。

2.　企业规模和竞争优势

跟踪期内，公司在山东省内市场保持主导地位，施工资质进一步完善，在设计、施工、研发方面的实力进一步提升，加强了公司在施工行业的核心竞争优势。

跟踪期内，公司仍是山东省内主要的从事路桥基础设施建设、交通系统设施施工的主体，在山东省内市场保持主导地位。

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从事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和建筑工程施工总承包壹级等资质。

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。

跟踪期内，公司各项资质较上年增加 68 项，其中施工类资质增加 60 项。新收购的重要非全资子公司中铁隆工程集团有限公司具有工程设计市政行业轨道交通工程专业甲级、铁路工程施工总承包贰级等资质，使公司施工资质进一步完善。

3. 外部支持

跟踪期内，公司持续得到股东大力支持，并完成定向增发，进一步提升了公司资本实力。

项目承接方面，公司获得了股东山东高速集团的大力支持。2020 年，公司新签合同金额 701.46 亿元，较上年相比增加 399.16 亿元。同期，公司来自山东高速集团及其下属子公司的项目施工收入占总营业收入的 46.85%，公司来自关联方的收入占比较高。

定向增发方面，2020 年 9 月 18 日，公司向山东铁路发展基金有限公司发行 20055.18 万股股份，向光大金瓯资产管理有限公司发行 3008.28 万股股份购买资产，新增股份于 2020 年 10 月 19 日在深圳证券交易所上市；同时公司向山东高速集团、山东高速投资控股有限公司、四川交投创新投资发展有限公司、红塔证券股份有限公司和中国人寿资产管理有限公司（PIPE20）共发行股份 20618.56 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。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部其他不良信贷记录。

根据《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91370000120105 86X8），截至 2021年5月12日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，公司本部过往债务履约情况良好。

截至2021年6月15日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化；跟踪期内，公司高级管理人员发生了变动。公司新任高级管理人员管理经验丰富。

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

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，山东高速集团投资发展部（产权管理部）副部长（主持工作），山东高速集团办公室主任，公司总经理；现任公司董事长（法定代表人）。

林存友先生，1969 年 10 月出生，博士研究生，工程技术应用研究员；曾任中铁十四局集团第四工程有限公司副总经理，中铁十四局集团沪昆客专湖南段项目经理、黔张常铁路项目经理，公司副总经理；现任公司董事、总经理。

赵明学先生，1978 年 9 月出生，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；现任公司董事、副总经理、董事会秘书。

此外，跟踪期内，公司在治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司经营规模扩大，营业收入保持增长，综合毛利率呈上升趋势。

跟踪期内，公司收入仍以路桥工程施工收入和路桥养护施工收入为主业。2020 年，公司营业收入 344.37 亿元，同比增长 48.05%，主要系路桥工程施工业务增长所致。

从毛利率变化情况看，2020 年，公司综合毛利率为 10.37%，同比提高 1.09 个百分点。其中，公司路桥工程施工业务毛利率为 10.03%，同比提高 1.37 个百分点，公司路桥养护施工业务毛利率为 12.82%，同比提高 4.57 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 65.13 亿元，相当于 2020 年全年的 18.91%，同比增长 64.11%，主要系路桥业务规模持续扩大所致；利润总额 2.81 亿元，同比增长 56.34%，业务规模稳定增长。

表 3　2019－2020 年及 2021 年 1—3 月公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 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
路桥工程施工板块	212.87	91.51	8.66	297.54	86.40	10.03	61.19	93.96	9.19
路桥养护施工板块	11.22	4.82	8.25	24.31	7.06	12.82	0.64	0.97	21.40
其他板块	8.52	3.66	26.04	22.52	6.54	12.30	3.30	5.07	14.80
合　计	**232.60**	**100.00**	**9.28**	**344.37**	**100.00**	**10.37**	**65.13**	**100.00**	**11.31**

注：尾差系四舍五入所致，下同
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）路桥工程施工板块

跟踪期内，公司新签合同数量和金额大幅增长，在手合同额规模较大。充足的项目储备对公司未来收入形成有力支撑。同时，公司在建项目规模较大，存在较大资金支出压力。

跟踪期内，公司路桥工程施工业务仍主要由子公司路桥集团负责。2020 年，公司建筑业务中，路桥工程施工收入保持增长。公司建筑业务模式仍主要通过公开投标方式获取。公司业务除传统的工程总承包模式外，还包括 PPP、入股施工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，合作期满后将项目移交给实施机构或政府指定机构，PPP 项目期限较长，公司将控制的项目公司纳入合并范围。此外，对合营项目公司的投入计入长期股权投资，主要系对入股施工一体化项目的投入。项目承接方面，公司获得了股东山东高速集团的大力支持。2020 年，公司新签合同金额 701.46 亿元，较上年相比增加 399.16 亿元，主要因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。

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[4]，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

[4]截至 2020 年底，公司在手未完工合同额与新签合同额差异原因为存在约 200 亿新签合同由于拆迁工作等未完成无法进场，未统计入在手未完工合同额中。

机场至枣菏高速段工程施工项目和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。2021 年 1—3 月，公司新签合同金额 244.12 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司在手未完工项目的合同金额为 863.70 亿元，较上年底增加 366.40 亿元，公司在手合同额仍充足，对公司未来收入形成有力支撑。

表 4　2020 年及 2021 年 1－3 月公司工程承包合同情况（单位：个、亿元）

合同类型	2020 年新签合同		截至 2020 年底在手未完工合同		2021 年 1—3 月新签合同		截至 2021 年 3 月底在手未完工合同	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额	个数	金额
正常施工	402	451.23	107	278.60	132	102.48	221	504.90
投资/入股施工一体化	17	208.79	22	176.90	7	141.07	26	319.50
PPP 项目	4	41.44	9	31.40	1	0.57	9	30.60
其他	--	--	11	10.40	--	--	11	8.70
合　计	**423**	**701.46**	**149**	**497.30**	**140**	**244.12**	**267**	**863.70**

资料来源：公司提供

公司采用完工百分比法确认工程收入，在工程回款方面，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。

表 5　截至 2021 年 3 月底公司主要在建的施工项目情况（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菏高速段工程施工	山东高速建设管理集团有限公司	2020.03-2023.03	52.96	20.88	17.47
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
潍坊至青岛公路项目第三合同段	山东高速济青中线公路有限公司	2020.09-2023.09	15.42	--	0.84
潍坊至青岛公路项目第四合同段	山东高速济青中线公路有限公司	2020.09-2023.09	10.43	--	1.57
潍坊至青岛公路项目第五合同段	山东高速济青中线公路有限公司	2020.09-2023.09	8.25	--	0.52
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五合同	山东高速集团建设管理分公司	2020.11-2023.10	9.71	0.41	0.36
济南至潍坊高速公路工程六合同	山东高速集团建设管理分公司	2020.11-2023.10	31.07	0.00	0.00
济南至潍坊高速公路工程七合同	山东高速集团建设管理分公司	2020.11-2023.10	28.88	0.00	0.00
济南至潍坊高速公路工程八合同	山东高速集团建设管理分公司	2020.11-2023.10	17.00	--	0.25
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	21.04

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	--	--	**458.70**	**82.30**	**80.68**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建施工项目合同金额合计 457.93 亿元，已完成投入 82.30 亿元，已产生回款 80.68 亿元。公司主要在建项目以路桥施工类项目为主，公司未来资金支出压力较大。

截至 2021 年 3 月底，公司主要“投资/入股-施工一体化”项目合计承诺投资额为 44.01 亿元，已投资金额为 27.80 亿元，目前尚未回款，对公司资金占用较大。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建 PPP 项目总投 78.54 亿元，其中来自银行筹资 65.21 亿元，自有资金计划投资额 13.33 亿元（已投资 8.91 亿元），公司未来面临资金压力较大。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司主要路桥施工项目投资/入股施工一体化情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	中标额	公司入股/投资额	已投资额	未来回款安排	累计投资回款金额
京台改扩建南线-路桥集团	42 个月	23.65	7.10	7.10	2019 年中标，从第 4 年末开始分 4 期等额回购本金	0.00
京台改扩建南线-鲁桥建设	42 个月	39.16	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	16.71	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
新建潍坊至烟台铁路工程 WYTLSG-1 标段	4 年	16.96	2.42	0.73	2020 年中标，第六年第七年末两年等额回购	0.00
济南至潍坊高速公路工程五合同	1095 天	10.20	1.45	0.00	2021 年中标，满 7 年一次性退出	0.00
济南至潍坊高速公路工程六合同	1095 天	19.13	2.74	0.00	2021 年中标，满 7 年一次性退出	0.00
济南至潍坊高速公路工程七合同	1095 天	28.88	4.13	0.00	2021 年中标，满 7 年一次性退出	0.00
济南至潍坊高速公路工程施工 8 标	1095 天	17.01	2.43	0.00	2021 年中标，满 7 年一次性退出	0.00
济南至高青高速公路工程施工施工四标段-路桥集团	1080 天	18.94	3.21	3.21	2019 年中标，项目建成通车后，经各方一致同意，各方可转让、出售、抵押或以其他方式处置其全部或部分出资（股权）。	0.00
新建郑州至济南铁路山东段站前工程施工总价承包招标 ZJTLSG-1	48 个月	12.58	3.77	0.00	2020 年中标，第八年第九年末两年等额回购	0.00
合　计	--	**203.22**[5]	**44.01**	**27.80**	--	**0.00**

资料来源：公司提供

表 7　截至 2021 年 3 月底公司主要 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投入金额	自有资金出资额	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
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)	2 年	7.96	1.51	0.60	是

[5] 中标额中包括其他出资方

工程、会东县老城区道路改造工程(PPP)项目					
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
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
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
合 计	--	**78.54**	**13.33**	**8.91**	-

资料来源：公司提供

（2）路桥养护施工板块

跟踪期内，路桥养护业务收入增长较快，毛利率保持上升。

跟踪期内，公司路桥养护施工业务仍主要由子公司路桥养护负责。2020 年，公司路桥养护施工业务收入为 24.31 亿元，较上年大幅增长，主要因为 2020 年为每 5 年一次的迎接国检年，使得以往签约项目在 2020 年产生较多的营业收入。2021 年 1－3 月，路桥养护施工业务营业收入为 0.64 亿元，毛利率保持上升。

3. 关联交易

跟踪期内，公司对关联方交易依赖度有所下降，但关联交易规模仍较大。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。2020 年，公司来自山东高速集团及其下属子公司的项目在施工总收入中的占比为 46.85%，较上年下降 0.11 个百分点。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. 未来发展

公司未来将进一步扩大经营规模，促进公司业务多元化发展，加强“投资带动建设”业务模式。

公司未来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。

5. 经营效率

2020 年，公司销售债权周转次数为 5.14 次，存货周转次数为 2.13 次，总资产周转次数为 0.79 次。与同行业其他企业相比，公司经营效率表现一般。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年1－3月财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2019 年底，公司合并范围内的子公司 11 家；2020 年，公司合并范围内的子公司较上年底新增两家；截至 2020 年底，公司纳入合并范围内子公司共 13 家。新增

合并范围子公司整体规模不大[6]（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），财务数据可比性尚可。2021 年 1－3 月公司纳入合并范围内子公司新增 1 家（宁夏公路桥梁建设有限公司，总资产 10.07 亿元）。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产仍以流动资产为主，货币资金储备量稍有下降但占比仍然较多，同时应收款项类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。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34.44	10.74	73.94	13.42	63.48	10.62
应收账款	55.80	17.40	61.79	11.22	76.64	12.82
其他应收款	4.07	1.27	23.31	4.23	52.81	8.84
存货	97.53	30.42	16.71	3.03	20.12	3.37
合同资产	0.00	0.00	175.84	31.92	169.54	28.37
流动资产	**218.36**	**68.11**	**402.22**	**73.02**	**434.28**	**72.67**
债券投资	29.13	9.09	16.74	3.04	20.37	3.41
其他非流动金融资产	16.86	5.26	19.43	3.53	18.64	3.12
长期应收款	18.39	5.74	25.09	4.55	22.58	3.78
固定资产	9.08	2.83	23.19	1.86	27.61	4.62
在建工程	0.02	0.01	21.84	3.96	22.71	3.80
长期股权投资	14.16	4.42	25.79	4.68	29.41	4.92
其他非流动资产	10.63	3.32	8.57	1.56	10.41	1.74
非流动资产	**102.25**	**31.89**	**148.59**	**26.98**	**173.38**	**32.39**
资产总额	**320.61**	**100.00**	**550.81**	**100.00**	**535.31**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

受公司业务规模扩大及并购子公司影响，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%。公司资产仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 402.22 亿元，较上年底增长 84.20%，主要系货币资金、其他应收款及合同资产增加所致。

截至 2020 年底，公司货币资金 73.94 亿元，较上年底增长 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，其中受限货币资金 5.06 亿元，主要为保证金。公司应收账款 61.79 亿元，较上年底增长 10.73%，主要系随着公司业务开展，应收工程款增加所致。公司应收账款前五名合计金额 12.80 亿元，占应收账款总额的比例为 19.42%，公司应收账款集中度低。公司应收账款累计计提坏账准备 4.17 亿元。公司其他应收款 23.31 亿元，较上年底大幅增长，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。公司存货账面价值为 16.71 亿元，较上年底下降 82.87%，主要系公司根据新收入准

[6]截至 2020 年底，中国山东对外经济技术合作集团有限公司总资产 43.99 亿元，负债总额 22.47 亿元，所有者权益合计 21.52 亿元，营业收入 13.55 亿元，净利润 0.20 亿元；山东高速尼罗投资发展有限公司总资产 3.91 亿元，负债总额 2.09 亿元，所有者权益合计 1.82 亿元，营业收入 4.23 亿元，净利润 0.61 亿元。

则将部分存货调整至合同资产核算所致。公司合同资产金额为175.84亿元，占总资产31.92%，公司合同资产累计计提减值准备3.11亿元。公司其他流动资产为31.13亿元，较上年底增长90.75%，公司其他流动资产主要由应收增值税构成，增长原因为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。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产148.59亿元，较上年底增长114.75%，主要系长期应付款、固定资产、在建工程及长期股权投资增长所致。

截至2020年底，公司债券投资16.74亿元，较上年底下降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。公司其他非流动金融资产19.43亿元，较上年底增长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。公司长期应收款25.09亿元，较上年底增长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（其中存在往年完工未在当年确认的部分）。公司长期股权投资25.79亿元，较上年底增长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。公司固定资产23.19亿元，较上年底增长155.23%，主要系2020年公司新并购企业及新购置机器设备所致。公司在建工程21.84亿元，较上年底大幅增长，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。公司其他非流动资产8.57亿，较上年底下降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4.29%。受限资产中货币资金5.06亿元，固定资产1.04亿元，应收账款3.34亿元，在建工程3.71亿元，长期应收款10.47亿元。其中，货币资金用于保证金抵压，其余用于抵质押贷款。

截至2021年3月底，公司资产总额为597.61亿元，较上年底增长8.50%，主要系应收账款、其他应收款和长期股权投资增长所致。截至2021年3月底，公司流动资产占比为72.67%，公司资产仍以流动资产为主。截至2021年3月底，公司货币资金63.48亿元，较上年底下降14.16%，主要系春节期间结算工程款及对外投资金额加大所致。公司应收账款账面价值为76.64亿元，较上年底增长24.04%，主要系已完工项目计量增加所致。公司其他应收款52.81亿元，较上年底增长124.55%，主要系业务规模扩大后应收的保证金、押金增多所致，且增加了新纳入合并范围企业（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）在合并前形成的其他应收款。公司合同资产169.54亿元，较上年底下降3.58%，主要系已完工未计量资产减少所致。公司其他资产科目较2020年底变动较小。

截至2021年3月底，应收账款及合同资产占总资产比重为41.19%，对资金形成较大占用总体看，公司资产质量一般。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受定向增发、未分配利润和少数股东权益增加影响，公司所有者权益增幅明显，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。

截至2020年底，公司所有者权益合计128.94亿元，较上年底增长56.26%，增幅明显。其中，实收资本有所增加，主要系公司定向发行新股所致；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；公司未分配利润45.06亿元，较上年底增长35.07%；少公司少数股东权益较上年增长55.07%，主要因为公司规模较

上年大幅增长，合并统一范围内子公司引进投资者进行混改时增加了少数股东权益，以及新收购非全资控股企业。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比仍较高，稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 141.47 亿元，较上年底增长 9.71%，主要来自于少数股东权益的增长。截至 2021 年 3 月底，公司少数股东权益为 53.12 亿元，较上年底增长 25.02%，主要系子公司引进投资者进行混改及新收购企业所致。

表 9　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	17.12	20.74	21.48	16.66	21.48	15.19
资本公积	-0.34	-0.41	12.38	9.60	12.95	9.15
未分配利润	33.36	40.43	45.06	34.94	46.72	33.03
少数股东权益	27.40	33.21	42.49	32.95	53.12	37.55
所有者权益合计	**82.51**	**100.00**	**128.94**	**100.00**	**141.47**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

表 10　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22.11	9.29	36.09	8.56	34.57	7.58
应付账款	90.27	37.91	204.90	48.57	172.55	37.83
其他应付款	9.48	3.98	25.01	5.93	55.94	12.26
一年内到期的非流动负债	2.64	1.11	8.03	1.90	11.61	2.54
其他流动负债	12.44	5.22	37.32	8.85	33.18	7.27
流动负债	**184.90**	**77.66**	**351.14**	**83.24**	**370.89**	**81.31**
长期借款	30.70	12.89	45.24	10.72	56.73	12.44
应付债券	16.20	6.80	18.20	4.31	18.20	3.99
其他非流动负债	2.25	0.95	2.82	0.67	2.77	0.61
非流动负债	**53.20**	**22.34**	**70.72**	**16.76**	**85.25**	**18.69**
负债总额	**238.10**	**100.00**	**421.86**	**100.00**	**456.14**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

（2）负债

跟踪期内，公司负债规模保持增长，债务规模保持扩张，债务负担较重。

截至 2020 年底，公司负债总额 421.86 亿元，较上年底增长 77.18%；仍以流动负债为主。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。公司应付账款 204.90 亿元，较上年底增长 126.99%，主要系公司业务规模扩大，相应上游应付原材料款增加及新并购企业应付款增加所致。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。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。公司长期借款 45.24 亿元，较上年增长 47.37%，主要系公司

因并购需求申请并购贷款额增加所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 456.14 亿元，较上年底增长 8.12%，主要系其他应付账款和长期借款增长所致。截至 2021 年 3 月底，其他应付款为 55.94 亿元，较上年底增长 123.69%，主要系业务规模扩大后应付的保证金、押金类增多所致，且增加了新并购企业的其他应付款；公司长期借款为 56.73 亿元，较上年底增长 25.40%，主要系为并购权属单位增加的并购贷款所致。同期，应付账款大幅下降，主要系春节期间大量结算工程款所致。公司其他负债科目较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务规模为 139.32 亿元，其中短期债务 73.81 亿元（占 52.98%），长期债务 65.52 亿元（占 47.03%）。债务结构以短期债务为主。截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底保持增长，长期债务资本化比率较上年底有所下降，分别为 76.59%、51.93%和 33.69%。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务规模为 161.98 亿元，较上年底有所增长，结构仍以短期债务为主。截至 2021 年 3 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 76.33%、53.38%和 35.60%。

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 底公司有息债务期限结构情况

（单位：亿元）

期限	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

注：上表未将其他流动负债中的带息部分计算在一年内到期债务
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用控制能力尚可，整体盈利能力强。

2020 年，受国家加大对基础设施建设投资力度的政策影响，公司营业收入为 344.37 亿元，同比增长 48.05%。同期，公司营业成本为 308.65 亿元，同比增长 46.26%。2020 年，公司营业利润率为 10.16%，同比提高 1.13 个百分点。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额 17.50 亿元，同比增长 78.50%。其中，管理费用为 7.94 亿元，同比增长 51.76%，系公司业务规模扩大且新并购企业管理费用增加所致；研发费用为 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 年融资规模增加且存在新并购企业。2020 年，公司期间费用率为 5.08%，同比提升 0.87 个百分点，公司期间费用控制能力尚可。

从盈利指标看，公司整体盈利能力较上年有所增长，2020 年总资本收益率和净资产收益率分别为 7.11%和 11.44%，同比均有所增长。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 65.13 亿元，相当于 2020 年全年的 18.91%。期间费用为 4.42 亿元，期间费用率为 6.79%；利润总额 2.81 亿元；营业利润率为 10.92%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动规模？有所增长，保持净流入，投资活动保持净流出。此外，公司现金收入比在 2020 年大幅下降，回款效率降低，且考虑到新签合同金额的大幅增长，公司对外部融资依赖程度仍然较高。

经营活动方面，公司经营活动现金流入、流出规模大，主要为各项业务产生的现金收支。2020 年，公司经营活动现金流入 274.06 亿元，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。2020 年，公司经营活动现金流出 264.31 亿元，同比增长 17.48%，主要系支付的保证金所致。2020 年，公司经营活动现金流净额较 2019 年大幅增长，为 9.74 亿元。2020 年，公司现金收入比为 69.35%，较 2019 年的 82.91%有所下降，主要系疫情之后公司收到的现金以外的结算方式增多。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

名称	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入	225.47	274.06	115.44
经营活动现金流出	224.99	264.31	113.01

经营活动产生的现金流量净额	**0.48**	**9.74**	**2.43**
投资活动现金流入	1.20	14.62	2.14
投资活动现金流出	33.44	37.93	14.70
投资活动产生的现金流量净额	**-32.24**	**-23.30**	**-12.56**
筹资活动现金流入	78.69	128.80	31.23
筹资活动现金流出	45.94	88.52	28.50
筹资活动产生的现金流量净额	**32.76**	**40.28**	**2.72**
现金收入比	**82.91**	**69.35**	**132.35**

资料来源：根据公司审计报告整理

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入为 14.62 亿元，主要系收回投资资本金。2020 年，投资活动现金流出为 37.93 亿元，同比增长 13.42%，主要系并购子公司支付的资金、债券投资、对联营企业股权投资及其他权益工具投资增长所致。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-23.30 亿元，保持净流出状态。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入 128.80 亿元，同比增长 63.68%，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。2020 年，筹资活动现金流出 88.52 亿元，同比增长 92.71%，主要由偿还永续债 7.50 亿元及其他债务支出的现金构成。2020 年，公司筹资活动产生的现金流量为 40.28 亿元，同比增长 22.98%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流入 115.44 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出为 113.01 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成，经营活动现金流量净额为 2.43 亿元。2021 年 1－3 月，公司现金收入比为 132.35%，较 2020 年大幅上升，主要系春节期间结算大量工程款所致。同期，公司投资活动现金流入 2.14 亿元；投资活动现金流出 14.70 亿元，投资活动现金净流量为-12.56 亿元，主要系新收购企业投资增加所致。2021 年 1－3 月，筹资活动现金流入 31.23 亿元，主要为取得借款收到的现金 24.60 亿元。筹资活动现金流出 28.50 亿元，主要由偿还债务支付的现金 24.90 亿元构成，筹资活动现金流净额为 2.72 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较强，融资渠道畅通，同时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。

从短期偿债指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 114.55%和 59.71%，分别较上年底降低 3.55 个百分点和提高 5.64 个百分点；截至 2021 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 117.09%和 64.26%，较上年底分别提高 2.55%和 4.54%。2020 年，公司经营现金流动负债比率为 2.78%，同比提高 2.52 个百分点。截至 2020 年底，公司现金类资产为 84.30 亿元，为短期债务的 0.87 倍。截至 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.99 倍，较上年底有所提升。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 25.94 亿元，同比增长 66.23%；全部债务/EBITDA 为 5.37 倍，同比降低 0.22 个百分点，但仍处于较高水平，公司长期偿债能力较强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 622.63 亿元，已使用额度为 167.56 亿元，未使用额度为 455.07 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，公司直接和间接融资渠道畅通。

考虑到，公司山东省内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. 母公司财务概况

母公司所有者权益稳定性较强，收入规模较小，利润主要依靠投资收益，母公司债务负担处于合理水平。

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 23.10%)，非流动资产 90.91 亿元(占 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。

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。

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 61.12%），非流动负债 21.47 亿元（占 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，收入规模较小，利润总额为5.06亿元。同期，母公司投资收益为5.64亿元，为母公司利润的主要来源。2020年，母公司总资本收益率为5.77%，净资产收益率为8.05%.

2020年，母公司经营活动现金流净额为7.03亿元，投资活动现金流净额-21.91亿元，筹资活动现金流净额10.88亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额137.41亿元，所有者权益为63.28亿元，负债总额74.13亿元；母公司资产负债率53.95%；全部债务30.85亿元，全部债务资本化比率32.77%。2021年1－3月，母公司营业收入0.01亿元，利润总额0.29亿元，投资收益0.57亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障程度很强。同时，较强的股东实力和畅通的融资渠道等优势也保障了公司存续债券本息偿付的安全性。

截至 2021 年 5 月底，公司存续债券余额为 24.20 亿元，一年内到期兑付债券余额为 3.00 亿元。

2021 年 3 月底，公司现金类资产对一年内到期债券的保证倍数为 24.24 倍，保证程度很强。若公司在下个行权日行权，公司存续债券集中兑付峰值出现在 2022 年，公司需于当年兑付 13.20 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为 20.76 倍、0.74 倍和 1.97 倍，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度很强，EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力尚可。

若公司在下个行权日不行权，公司存续债券集中兑付峰值出现在 2022 年，公司需于当年兑付 8.20 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为 33.42 倍、1.19 倍和 3.16 倍，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度很强，EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力尚可。同时，公司股东实力强、经营规模较大以及融资渠道畅通等方面的竞争优势，保障了公司存续债券本息的安全性。

表 13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	行权保障情况	不行权保障情况
截至 2021 年 5 月底一年内到期债券余额	3.00	3.00
未来待偿债券本金峰值	13.20	8.20
2020 年底现金类资产/一年内到期债券余额	24.24	24.24
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	20.76	33.42
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.74	1.19
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.97	3.16

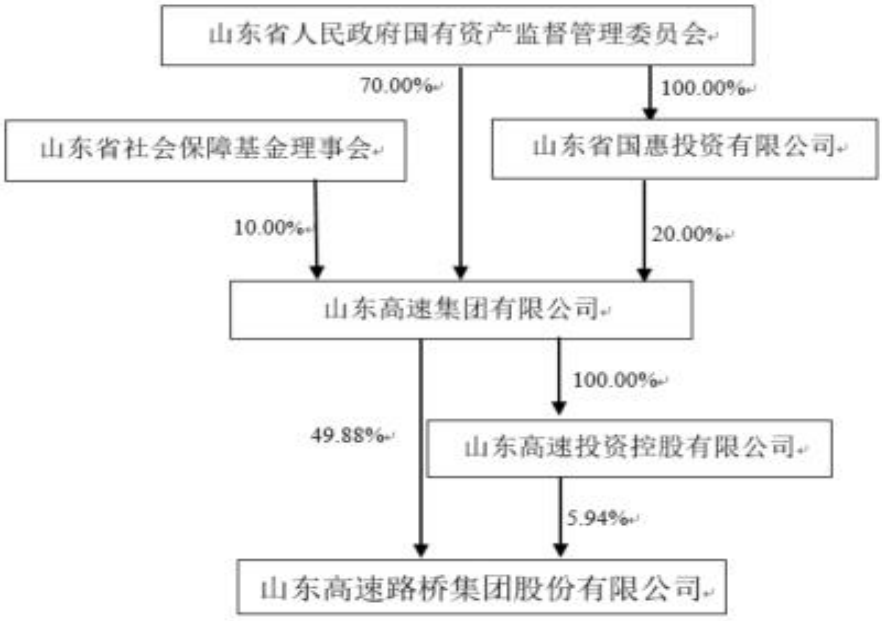
资料来源：联合资信整理

十一、 结论

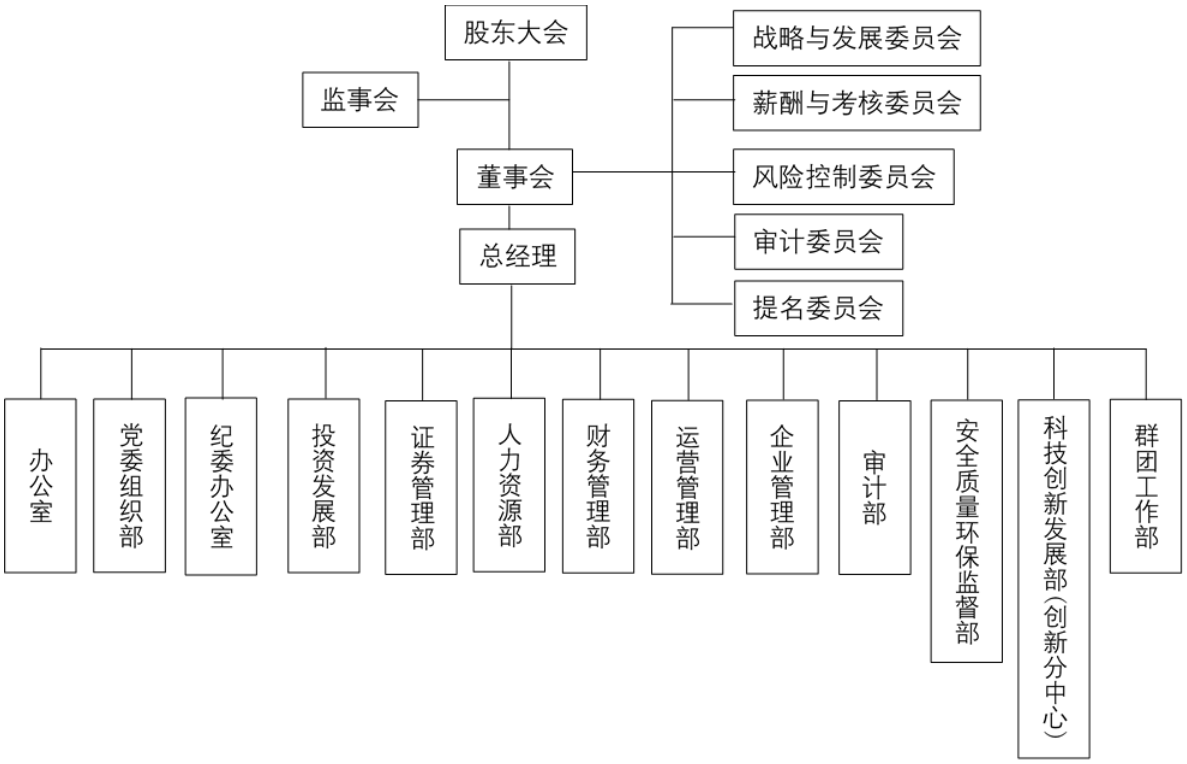
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^+$，维持“17山路01”“19山

路01”“20山路01”和“21山路01”的债项信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2021 年 3 月底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 年 3 月底公司子公司情况

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　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.55	40.82	84.30	72.73
资产总额(亿元)	238.92	320.61	550.81	597.61
所有者权益(亿元)	63.60	82.52	128.94	141.47
短期债务(亿元)	46.98	38.66	73.81	83.79
长期债务(亿元)	24.44	48.55	65.52	78.19
全部债务(亿元)	71.42	87.21	139.32	161.98
营业收入(亿元)	147.68	232.60	344.37	65.13
利润总额(亿元)	9.02	10.70	18.17	2.81
EBITDA(亿元)	13.08	15.60	25.94	--
经营性净现金流(亿元)	8.30	0.48	9.74	2.43
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	2.13	--
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	132.35
营业利润率(%)	10.48	9.03	10.16	10.92
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	35.60
全部债务资本化比率(%)	52.90	51.38	51.93	53.38
资产负债率(%)	73.38	74.26	76.59	76.33
流动比率(%)	118.48	118.10	114.55	117.09
速动比率(%)	69.90	65.35	59.71	64.26
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	0.87
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. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告合并口径中已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. 公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计；4. 已将合同资产调入存货周转次数和速动比率核算；5. 以上数据节点均采用期末数据

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.03	4.63	6.01	4.18
资产总额(亿元)	47.19	71.33	118.22	137.41
所有者权益(亿元)	35.57	38.78	63.00	63.28
短期债务(亿元)	0.00	0.31	3.40	3.39
长期债务(亿元)	11.20	16.20	21.43	27.46
全部债务(亿元)	11.20	16.51	24.83	30.85
营业收入(亿元)	0.02	0.02	0.01	0.01
利润总额(亿元)	1.33	4.33	5.06	0.29
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-0.51	10.98	7.03	3.42
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	0.00
营业利润率(%)	100.00	99.07	74.97	89.65
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	30.26
全部债务资本化比率(%)	23.94	29.86	28.27	32.77
资产负债率(%)	24.61	45.63	46.71	53.95
流动比率(%)	3415.23	156.85	80.89	88.85
速动比率(%)	3415.23	156.85	80.88	88.84
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	1.23
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注： 1. 母公司未获得折旧及摊销数据，EBITDA 相关指标无法计算；2. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计

附件 5 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 6-1　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 6-2　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 6-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。