

信用评级公告

联合〔2022〕3361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⁺，维持“19山路01”“20山路01”“21山路01”和“17高速路桥MTN001”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：

二〇二二年六月七日

山东高速路桥集团股份有限公司

2022 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 高速路桥 MTN001	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 高速路桥 MTN001	3.20 亿元	3.20 亿元	2022/09/27

注: 标“*”债券附提前回售条款, 到期兑付日为债券的下一个行权日; 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: 2022 年 6 月 7 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上市子公司。跟踪期内,公司继续获得有力的外部支持,业务持续性进一步增强,公司经营规模继续扩大,盈利能力仍很强。同时,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,公司债务负担仍较重且债务期限结构有待调整、资产流动性仍较弱及回款质量继续下降等因素可能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进一步提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+, 维持“19 山路 01”“20 山路 01”“21 山路 01”和“17 高速路桥 MTN001”的信用等级为 AA+, 评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内,公司继续获得有力的外部支持。**跟踪期内,公司在项目承接方面继续获得了股东的有力支持。2021年,公司新签合同金额1010.40亿元,同比增长44.04%。2021年,公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的项目收入占44.53%。
- 跟踪期内,业务持续性进一步增强。**截至2022年3月底,公司工程业务在手未完工合同金额1009.50亿元,较2020年底增长103.00%,对未来收入形成有力支撑。
- 跟踪期内,公司经营规模继续扩大,盈利能力仍很强。**跟踪期内,公司收入及利润规模同比增幅较大,2021年,公司营业总收入和利润总额分别较上年增长67.03%和86.62%;同期,公司总资本收益率和净资产收益率分别为8.91%和13.75%,分别较上年提高1.80个和2.31个百分点。公司盈利能力仍很强。

关注

- 跟踪期内,公司债务负担仍较重且债务期限结构有待调整。**截至2022年3月底,公司全部债务中短期债务占60.37%,债务期限结构有待调整;公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为75.22%和52.98%;同时,考虑到公

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	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	6
		资本结构		2
		偿债能力		2
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:

王默璇 (R0150221070001)

李颖 (R0150221060004)

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

司发行永续债的影响, 公司债务负担仍较重。

- 跟踪期内, 公司资产流动性仍较弱。跟踪期内, 公司合同资产保持增长, 截至 2022 年 3 月底, 占总资产的比重为 36.54%; 同时, 公司存在较大规模的投资类资产, 回收期限长, 对资金占用较大, 公司资产流动性仍较弱。
- 跟踪期内, 公司回款质量继续下降。2021 年, 公司现金收入比 61.61%, 较上年同期下降 7.74 个百分点。同时, 随着公司新签合同额的大幅增长, 公司或将更加依赖对外融资进行项目投入, 未来偿债压力可能加大。

主要财务数据:

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

注: 1. 2019-2021 年财务数据取自当年审计报告期末数, 非追溯调整数据; 2. 2022 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未年化; 3. 本报告合并口径中, 已将公司其他流动负债中带息部分纳入短期债务核算, 将公司长期应付款和其他非流动负债中带息部分纳入长期债务核算; 4. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 5. 除特别说明外, 均指人民币; 6. "--" 代表数据不适用

资料来源: 根据公司审计报告、2022 年一季度及公司提供资料整理

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	2021/06/17	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
	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	2021/06/17	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
	AA+	AA+	稳定	2020/03/27	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	2021/06/17	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
	AA+	AA+	稳定	2019/09/27	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 高速公路桥 ATN001	AA+	AA+	稳定	2021/06/17	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
	AA+	AA+	稳定	2019/06/11	兰迪、邱成、马晓驭	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	2017/09/19	闫蓉、朱煜	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

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

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

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

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

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：王跃武 李颖

联合资信评估股份有限公司

山东高速路桥集团股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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，公司控股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 49.78%，并通过下属子公司山东高速投资控股有限公司间接持有公司 5.93% 的股权，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，因公司股价上涨，员工行使股权激励机制，公司股本由 2020 年底的 21.48 亿元增至 21.50 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 15.57 亿元，股本为 21.50 亿元¹。

跟踪期内，公司职能定位、主要经营范围和组织结构均未发生重大变化。截至 2022 年 3 月底，公司本部内设 15 个职能部门，主要包括办公室、投资发展部、经营开发部和财务管理部等；截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 17 家。

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

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 818.88 亿元，所有者权益 202.94 亿元（含少数股

东权益 65.89 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 105.25 亿元，利润总额 3.86 亿元。

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

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月 2 日，公司由联合资信所评债券“19 山路 01”“20 山路 01”“21 山路 01”及“17 高速路桥 MTN001”余额为 16.20 亿元，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，“19 山路 01”“20 山路 01”“21 山路 01”和“17 高速路桥 MTN001”公司均已正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
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 高速路桥 MTN001	3.20	3.20	2017/09/27	5
合计	16.20	16.20	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策

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（以下简称“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。

的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速²（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资

仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。

2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转

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

下同。

升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

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

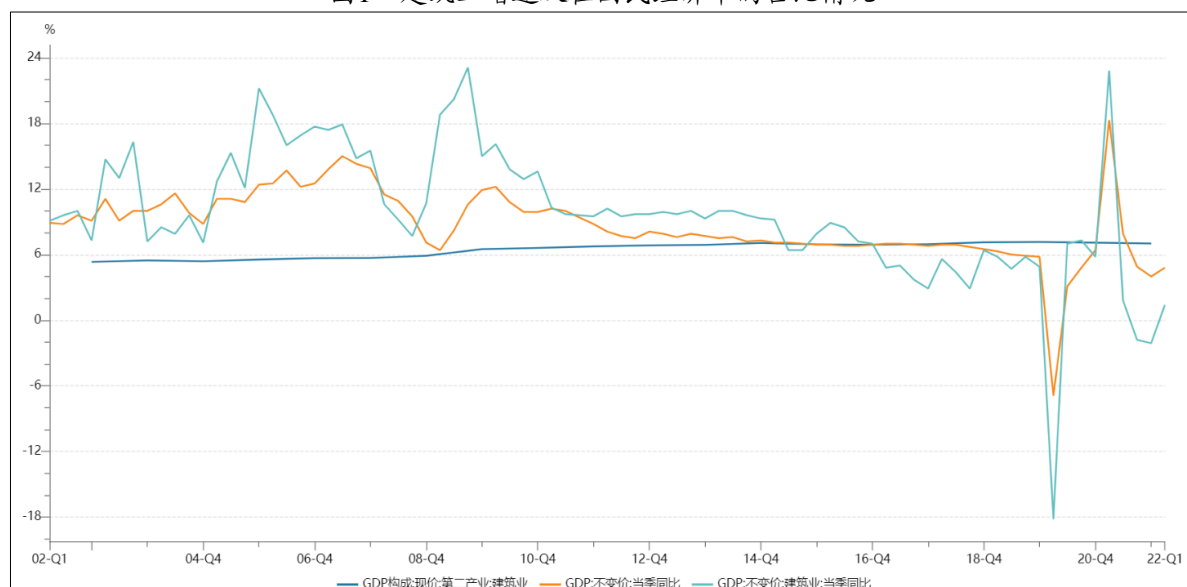
建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大。未来，在经济增速下行的背景下，建筑业增速或将持续放缓。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。受2020年“新冠”疫情冲击，经济

下行压力显著加大。2021 年以来，建筑业增加值单季增速持续下降，一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为 22.80%、1.80%、-1.80% 和 -2.10%，三季度和四季度增速同比均呈现负增长。2022 年一季度增速由负转正，为 1.40%，但仍未回到疫情前增长态势，建筑业增速或将持续放缓。

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

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况



资料来源: wind 数据

(1) 上游原材料供给及下游需求

2021 年,随着复产复工带动下游需求逐步恢复,水泥和钢铁价格快速回升,但 10 月底以来价格均出现回落。未来,水泥及钢材价格或将高位波动。

建筑施工企业的上游原材料主要为各类建材,其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过 30%,因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。

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

大幅上涨,水泥价格上涨至历史新高;10 月底以来,受需求下降及煤炭价格大幅下调影响,水泥价格持续下降。

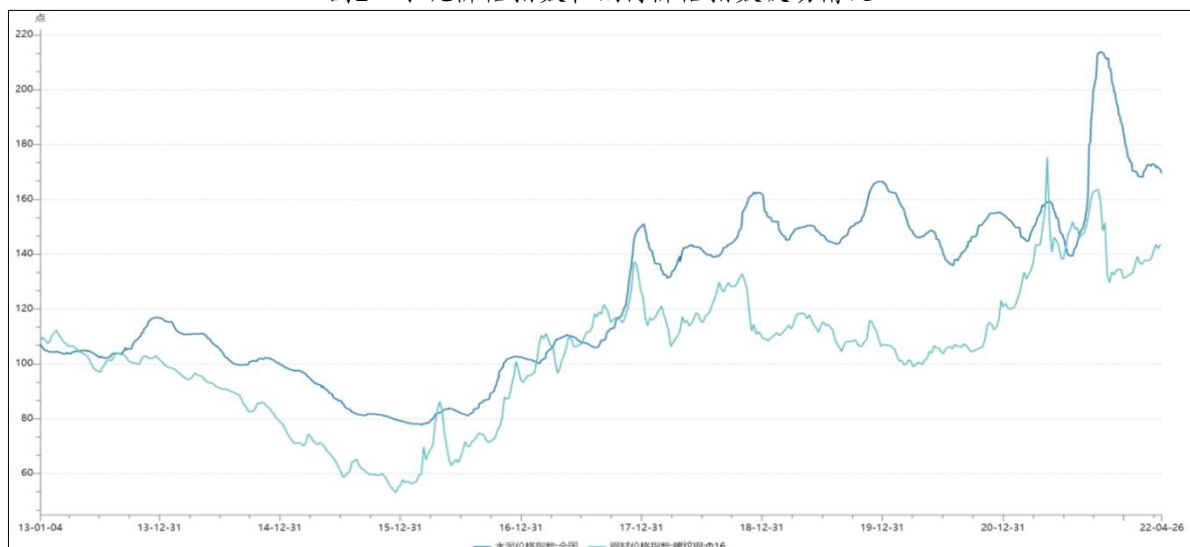
钢材价格方面,受钢铁企业内部的“降本增效”和“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导,钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2021 年,钢铁供需两端均呈现先增后降态势,钢材价格呈现先升后降、大幅波动态势。具体来看,一季度钢材价格开启上涨态势;二季度环保限产,同时叠加下游用钢需求和投机需求旺盛,供需紧张推动钢材价格持续上涨;此后,随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓,钢材价格有所回落,但由于原材料焦炭价格快速攀升至历史高位,对钢材价格形成一定支撑;10 月底以来,焦炭价格在政府干预下明显下降,同时叠加上游用钢需求下降,钢材价格大

幅回落，但仍高于上年同期水平。

总体来看，水泥、钢铁价格波动较大，2021年以来随着经济及建筑业复苏带动需求的稳步

提升，水泥、钢铁价格快速回暖，但10月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

图2 水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源：wind 数据

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

2021年，全国完成房地产开发投资147602.08亿元，同比增长4.40%，增速较上年下降2.6个百分点，增速低于固定资产投资整体增速0.5个百分点，增速下降明显，创2016年以来增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速进一步下降至0.70%，增速低于固定资产投资整体增速8.6个百分点，房地产开发投资对固定资产投资的拉动作用明显弱化。同时，房地产新开工面积增速出现负增长，2021年和2022年一季度增速分别为-11.40%和-17.50%，增速进一步下降。从拿地情况来看，2021年购置土地面积同比下降15.50%，2022年一季度同比下降41.80%，房企拿地热情继续低迷。从销售情况来看，2021年商品房销售面积和销售额分别同比增长1.90%和4.80%，增速较上年分别下降0.7个百分点和3.9个百分点，2022年一季度商品房销售面积和销售额增速均由正转负，增速

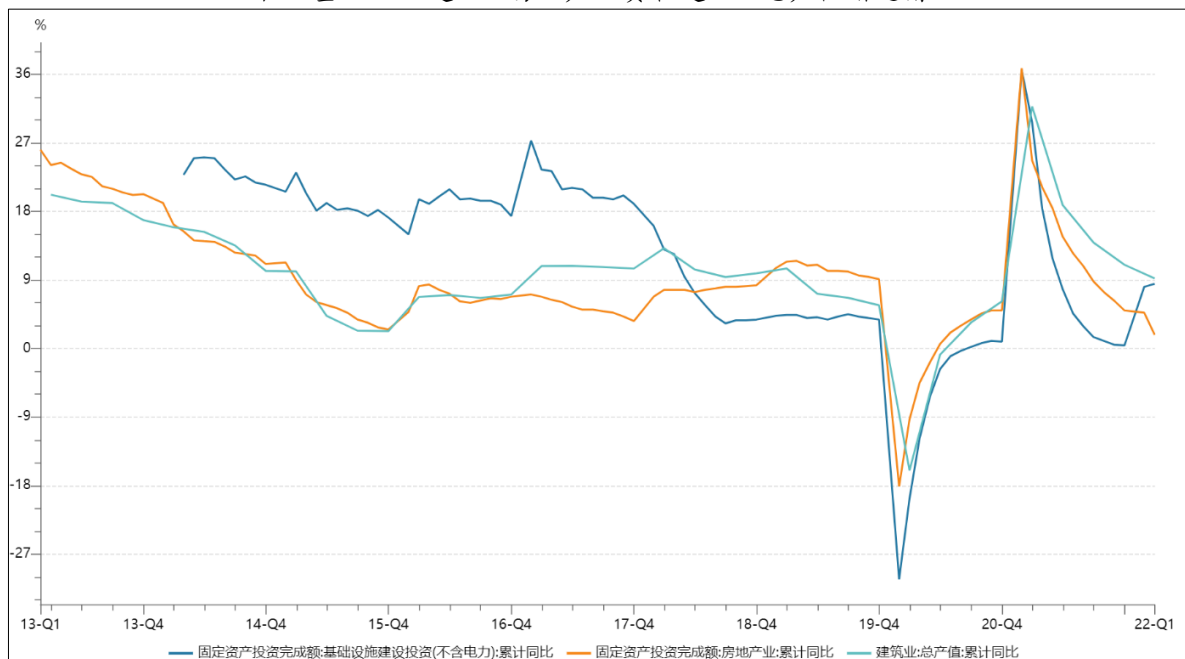
分别为-13.80%和-22.70%。

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

2021年，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长0.40%，增速较上年小幅下降0.5个百分点；2022年一季度增速回升明显，为8.50%，主要由于“稳增长”政策发力，财政支持资金到位。2022年宏观政策定调为稳健有效，国民经济稳字当头，实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2022年一季度人民贷款增加值为8.34万亿元，同比增加6636.00亿元；一季度社会融资规模累计为12.06万亿元，累计增速为18.00%，其中政府债券累计增速为140.00%。

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

图3 基础设施建设、房地产投资和建筑业总产值增速情况



资料来源: wind 数据

(2) 建筑施工行业竞争态势分析

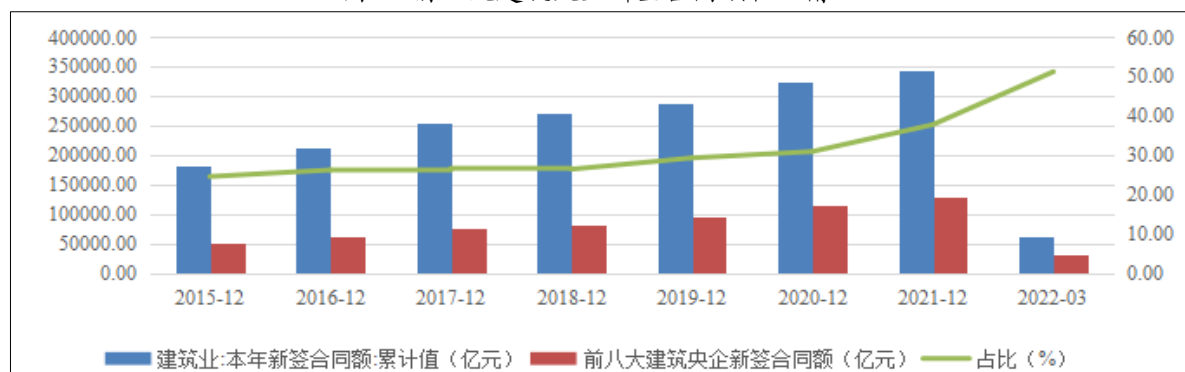
在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

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

在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为

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

图4 前八大建筑央企新签合同额占比情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

(3) 建筑施工行业发展趋势

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

2. 区域经济概况

跟踪期内,山东省经济保持增长,固定资产投资规模保持稳定增长,为公司创造了良好的外部环境。

2021年,山东省实现生产总值83095.90亿元,较上年增长8.30%。分产业看,第一产业增加值6029.00亿元,同比增长7.50%;第二产业增加值33187.20亿元,同比增长7.20%;第三产业增加值43879.70亿元,同比增长9.20%。三次产业结构由2020年的7.4:39.1:53.5调整为7.3:39.9:52.8。

2021年,山东省建筑业实力明显增强。建筑业总产值16412.0亿元,同比增长9.8%。具有总承包或专业承包资质的有工作量建筑业企业9297家,同比增加1216家。其中,国有及国有控股企业652家,增加70家。

2021年,山东省固定资产投资保持稳定增长,同比增长6.00%。三次产业投资构成为1.90:32.40:65.70。重点投资领域中,民间投资增长8.20%,占固定资产投资的比重为65.20%,同比提高1.30个百分点;制造业投资增长13.10%,占固定资产投资的比重为27.50%,同比提高1.70个百分点;高新技术产业投资增长11.60%,高于工业投资增速1.80个百分点。

2021年,山东省房地产开发投资9819.70亿元,同比增长3.90%。其中,住宅投资7694.50亿元,同比增长5.50%。商品房施工面积82771.70万平方米,同比增长3.70%。其中,住宅施工面积60712.60万平方米,同比增长3.10%。商品房

销售面积14272.80万平方米,同比增长7.50%。其中,住宅销售面积12632.00万平方米,同比增长6.10%。商品房销售额12155.60亿元,同比增长9.90%。其中,住宅销售额11044.10亿元,同比增长9.20%。

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,控股股东仍为山东高速集团,直接持有公司股权49.78%,并通过下属子公司山东高速投资控股有限公司间接持有公司5.93%的股权;实际控制人仍为山东省国资委。截至2022年3月底,公司注册资本为15.57亿元,股本为21.50亿元。

2. 企业规模和竞争优势

跟踪期内,公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的上市子公司,在山东省路桥建设领域市场占有率仍高;公司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,公司主营业务仍为路桥工程施工与路桥养护施工,控股股东山东高速集团主要负责山东省交通基础设施领域的投资、建设、运营和管理,公司作为山东高速集团主要从事路桥建设施工的子公司,在山东省路桥建设领域市场占有率仍高。

公司主要通过子公司路桥集团开展路桥工程施工业务,路桥养护施工则主要由二级子公司山东省高速路桥养护有限公司(以下简称“路桥养护”)进行。路桥集团拥有公路工程施工总承包特级以及市政公用工程施工总承包特级资质,公路行业工程设计甲级、市政行业工程设计甲级和建筑工程施工总承包壹级等资质。

跟踪期内,公司各项资质较2020年底增加161项,其中施工类资质增加81项。路桥集团取得建筑装饰装修工程专业承包壹级资质;路桥养护取得了市政公用工程施工总承包壹级资

质；新并购二级子公司滨州交通发展集团有限公司具有公路工程施工总承包壹级、桥梁工程专业承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级、公路交通工程（公路安全设施）专业承包壹级资质等 47 项资质；新并购二级子公司聊城市交通发展有限公司具有公路工程施工总承包壹级、公路路面工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级、公路交通工程（公路安全设施）专业承包壹级、桥梁工程专业承包壹级资质等 5 项资质；新并购二级子公司中工武大设计集团有限公司具有工程设计、测绘、水文水资源调查评价等 9 大类，41 项资质，公司施工资质得到进一步完善。

3. 企业信用记录

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

根据中国建设银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9137000012010586X8），截至 2022 年 5 月 27 日，公司本部已结清信贷中有 2 笔不良类和 35 笔关注类贷款，7 笔不良/违约类银行承兑汇票，1 笔不良/违约类信用证；公司未结清信贷中有 56 笔不良类贷款，逾期本金 2.04 亿元，欠息余额 0.83 亿元，以上信息均为原借壳上市公司丹东化学纤维（集团）有限责任公司破产重组的遗留问题，目前尚未处理完毕。跟踪期内，公司无新增不良类或关注类贷款。

根据中国建设银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000163048885W），截至 2022 年 5 月 27 日，重要子公司路桥集团本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，存在一条强制执行记录。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。截至报告出具日，联合资信发现路桥集团有 2 笔被执行人记录，其中，一笔执行标的 65099.00 元，系路桥集团施工路段及四川攀西高速公路开发有限公司管理路段发生交通事故所致，目前已执行完毕，

但因银行疏忽导致重复冻结路桥集团账户（两次），因此尚有一项冻结未解除，仍在积极解决；另一笔执行标的 124072.00 元，系渭源高速收费站发生人员受伤所致，目前已执行完毕。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生了变动；在治理结构和管理制度等方面无重大变化。

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

周新波先生，1967 年 12 月生，本科学历，工程技术应用研究员；历任路桥集团党委书记，山东高速四川产业发展有限公司总经理、党委副书记，公司副董事长、总经理；现任山东高速集团总工程师、党委委员，公司董事长、党委书记。

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。公司高层管理人员均具有相关业务的工作和管理经验，治理结构和管理体制合理有效。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司经营规模继续扩大，营业总收入保持增长，仍主要来自路桥工程施工业务的增长；2021 年综合毛利率有所上升。

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。其中，路桥施工收入仍为公司收入的主要来源，占营业总收入的比重进一步上升。2021 年，公司营业总收入同比增长 67.03%，主要系路桥工程施工业务增长所致。

从毛利率变化情况看，2021 年，公司综合毛利率为 11.77%，同比提高 1.40 个百分点，主

要系路桥施工板块毛利率增长所致。其中，公司路桥工程施工业务毛利率同比提高 1.19 个百分点，公司路桥养护施工业务毛利率同比提高 0.93 个百分点。

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

表 3 公司营业总收入构成和毛利率情况

项目	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
路桥工程施工板块	297.54	86.40	10.03	518.66	90.17	11.22	95.87	91.09	9.55
路桥养护施工板块	24.31	7.06	12.82	31.60	5.49	13.75	2.43	2.31	5.81
其他板块	22.52	6.54	12.30	24.96	4.34	20.74	6.94	6.60	16.30
合计	344.37	100.00	10.37	575.22	100.00	11.77	105.25	100.00	9.91

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

2021 年，公司新签合同数量和金额同比大幅增长，在手合同规模较大，充足的项目储备使得业务持续性进一步增强。同时，投资/入股施工一体化项目和 PPP 项目回款周期长，公司在建项目规模较大，存在较大资金支出压力。

跟踪期内，公司路桥工程施工业务模式、账务处理模式及工程回款模式均未发生变化。公司路桥工程施工业务仍主要由子公司路桥集团负责。

业务模式及账务处理方面，公司建筑业务仍主要通过公开招标方式获取。业务模式除传统的工程总承包模式外，还包括 PPP 项目和入股/投资-施工一体化项目等。其中，公司 PPP 项目系公司作为社会资本方与当地政府合作成立项目公司（公司一般为控股股东），公司按照所持项目股份出资。项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等，特许经营期满后项目移交给政府或政府指定机构。运营期内，政府方根据事先签订的政府购买协议分期向项目公司支付项目运营分红。PPP 项目周期较长，公司将控股的 PPP 项目公司纳入合并范围，对合营项目公司的投入计入“长期股权投资”或“其他非流动金融资产”，将进入运营期的 PPP 项目收入计入“营业收入”。此外，公司采用“入股/投资-施工一体化”模式的项目主要集中在山东

省，业主方为山东高速集团。公司在中标后，以委托信托机构或发起设立基金方式和山东高速集团成立项目公司，由公司或公司指定的机构将资金通过信托机构的专项资管计划或发行的基金产品投入到项目公司，获得投资回报；同时签订工程施工合同，赚取施工利润。由于此类出资公司享有固定收益，且在项目公司无表决权，公司根据项目持股比例及合同约定内容将此类资产分别计入“债权投资”“其他权益工具投资”“长期股权投资”及“其他非流动金融资产”科目核算。盈利来源主要为路桥施工业务利润及项目投资收益。

工程回款方面，公司采用完工百分比法确认工程收入，一般在合同签订后业主方预付合同约定比例的开工动员款和材料预付款（两项一般为 10.00%），正式开工后业主按月计量工程完工量并按比例支付工程款，交工验收后剩余 5.00~10.00%的质保金，质保期结束后支付剩余款项。

项目承接方面，公司继续获得了股东山东高速集团的有力支持。2021 年，公司新签合同金额 1010.40 亿元，同比增长 44.04%，主要因为控股股东山东高速集团为贯彻落实山东省建设交通强国战略，加快补齐基础设施短板，完善高速公路网，在项目承接方面继续给予公司有力的支持；公司新签合同额中，新签投资/入股施工一体化项目的合同金额占比进一步上升。

同时，公司利用上市公司平台优势，向城市综合开发、轨道交通和河道疏浚、污水处理等领域加大投入力度，并获得较好的成效。此外，公司继续通过招投标方式承接海外业务，整体规模不大。

2021年，公司路桥工程施工收入保持增长，

同比增长 74.32%，其中，投资/施工一体化项目收入占比进一步上升；同期，路桥工程施工板块毛利率同比增长 1.19 个百分点，主要系投资/入股施工一体化项目收益较高所致。2022 年 1—3 月，公司路桥工程施工收入同比增长 56.68%。

表 4 公司路桥工程施工项目合同签订情况

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

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司在手未完工合同数量和金额保持增长，公司在手合同共 258 个，未完成合同金额 968.70 亿元。2022 年 1—3 月，公司新签合同金额 75.07 亿元。截至 2022 年 3

月底，公司在手未完工项目的合同金额为 1009.50 亿元，同比增长 103.00%，公司在手合同额仍充足，业务持续性进一步增强，对公司未来收入形成有力支撑。

表 5 截至 2022 年 3 月底公司主要在建工程总承包施工项目情况

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

资料来源：公司提供

表 6 截至 2022 年 3 月底公司主要投资/入股-施工一体化路桥工程项目情况

项目名称	合同金额	开工日期	工期	工程进度（%）	公司资本金出资额（万元）	已投资本金金额（万元）	确认施工收入（万元）	施工回款（万元）
京沪高速公路莱芜至临沂（鲁苏界）段改扩建工程项目施工二标段	269581.00	2018/03	40 个月	98.09	53900.00	0.00 ³	220947.27	179100.53

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

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四标段	236520.00	2019/06	42 个月	97.68	23900.00	0.00 ⁴	193033.74	150285.29
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	391597.00	2019/06	42 个月	99.89	117500.00	117500.00	334640.38	328705.70
潍坊至青岛公路及连接线工程施工三标段	154287.00	2020/09	36 个月	53.68	22041.00	0.00	67510.40	72127.16
潍坊至青岛公路及连接线工程施工四标段	94746.00	2020/09	36 个月	69.27	13600.00	0.00	99208.20	83564.21
潍坊至青岛公路及连接线工程施工五标段	67005.00	2020/09	36 个月	67.53	9600.00	0.00	73835.33	67372.75
潍坊至青岛公路及连接线工程施工六标段	314678.00	2020/09	36 个月	67.14	44954.00	0.00	159728.39	125253.67
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-5）	95750.12	2020/11	1095 天	62.05	14500.00	14500.00	55328.92	39036.93
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-6）	310677.16	2020/11	1095 天	38.54	27400.00	27400.00	119725.16	116008.27
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-7）	288820.48	2020/11	1095 天	58.26	41300.00	41300.00	137487.54	121657.32
济南至潍坊高速公路工程（JWSG-8）	170058.72	2020/11	1095 天	59.50	36800.00	36800.00	91547.84	66967.62
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-1）	235908.00	2021/03	1095 天	17.07	33800.00	33800.00	36943.27	31530.61
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-2）	259081.88	2021/03	1095 天	43.21	37100.00	37100.00	98129.45	35565.49
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-3）	243826.89	2021/01	1095 天	37.27	34900.00	34900.00	80052.85	41638.78
临淄至临沂高速公路工程（LLSG-4）	192214.86	2021/03	1095 天	37.29	27500.00	27500.00	64100.41	24053.53
明村至董家口公路工程施工（第二合同段）	181665.59	2021/05	36 个月	26.39	36333.00	18166.60	40602.26	25559.28
明村至董家口公路工程施工（第三合同段）	109696.58	2021/05	36 个月	17.31	21939.32	10969.70	16549.64	13676.62
明村至董家口公路工程施工（第四合同段）	263791.00	2021/03	36 个月	23.28	52758.20	26379.10	57754.33	33696.24
济南绕城高速公司二环线北环段工程施工（第一标段）	195769.00	2021/05	1460 天	8.33	39154.00	19577.00	14251.58	9788.45
济南绕城高速公司二环线北环段工程施工（第四标段）	189846.00	2021/05	1460 天	6.00	27514.29	27514.29	10388.29	9492.30
合计	4265520.28⁵	--	--	--	716493.81	473406.69	1971765.25	1575080.75

注：已投资金额为公司在融资合同模式下支付的项目资本金
资料来源：公司提供

表 7 截至 2022 年 3 月底公司主要 PPP 项目情况

项目名称	项目业主方	建设周期	项目总投资（亿元）	资本金额（亿元）	已投资本金额（亿元）	是否并表
高密市 2017—2018 年城建工程 PPP 项目	高密市住房和城乡建设局	3.5 年	10.67	10.67	4.69	是
石城县工业园建设 PPP 项目	石城县工业园区管委会	3 年	10.26	10.26	0.95	是
连城县市政基础设施 PPP 项目	连城县住房和城乡建设局	3 年	5.58	5.58	5.09	是
会东县绕城公路工程、会东县城南新区规划道路（主干道除外）工程、会东县老城区道路改造工程（PPP）项目	会东县交通运输局	2 年	7.96	7.96	4.06	是
兴山县古夫绕城、昭君绕城及 S287 百果园至水月寺公路改建工程 PPP 项目	兴山县交通运输局	3 年	10.71	10.71	4.62	是
省道 103 线青神至五通桥段公路工程乐山段	乐山市交通委员会	3 年	2.48	2.48	0.35	是

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

⁵ 合同额中包括其他出资方

漳浦县公路建设改造项目	漳浦县交通运输局	2年	5.26	5.47	1.62	是
龙泉驿区西江河流域水环境综合整治项目二期 PPP 项目	成都市龙泉驿区水务局	2年	25.62	2.18	0.34	否
阆中国道 212 线苍溪回水至阆中双龙段公路（阆中段）PPP 项目	阆中市交通运输局	3年	14.00	3.10	1.50	是
莱阳市东部城区基础设施建设 PPP 项目	莱阳市住房和城乡建设局	3年	6.49	1.17	0.00	
合计	--	--	99.03	59.58	23.22	--

资料来源：公司提供

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

截至 2022 年 3 月底，公司主要“投资/入股-施工一体化”项目合同金额合计 426.55 亿元。其中，公司资本金投资额合计为 71.65 亿元，已投资本金金额为 47.34 亿元；施工部分累计确认收入 197.18 亿元，累计施工回款 157.51 亿元。

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

（2）路桥养护施工板块

2021 年，路桥养护业务收入保持增长，毛利率有所上升。整体看，路桥养护业务收入占总收入比重仍小。

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。2021 年，公司路桥养护施工业务收入为 31.60 亿元，同比增长 29.99%；毛利率 13.75%，同比增长 0.93 个百分点。2022 年 1—3 月，路桥养护施工业务营业收入为 2.43 亿元，毛利率为 5.81%。

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。2021 年，公司营业收入中来自山东高速集团及其下属子公司的项目收入占 44.53%。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，围绕主业及上下游产业链发展，持续增强竞争实力。

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

5. 经营效率

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

2021 年，公司销售债权周转次数和总资产

周转次数同比均有所上升，存货周转次数同比小幅下降；同期，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.70 次、1.89 次和 0.83 次。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年财务报告，信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2021 年，公司合并范围内新增 4 家一级子公司，均为投资设立所得，分别为山东高速路桥科技有限公司、山东高速

湖北建设投资有限公司、济南山高半岛投资合伙企业(有限合伙)和山东高速西部建设投资有限公司。2022 年 1—3 月，公司合并范围内一级子公司无变化。截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围内一级子公司共 17 家。考虑合并范围内新增子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持快速增长，主要系并购子公司及合同资产增长所致，资产仍以流动资产为主；同时公司存在较大规模的投资类资产，回收期限长，对公司资金形成较大占用。总体看，公司资产流动性较弱。

表 8 公司主要资产构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	73.94	13.42	73.05	8.76	66.32	8.10
应收账款	61.79	11.22	86.28	10.35	79.35	9.69
其他应收款	23.31	4.23	24.48	2.94	30.22	3.69
合同资产	175.84	31.92	319.54	38.32	299.19	36.54
其他流动资产	31.13	5.65	56.09	6.73	52.42	6.40
流动资产	402.22	73.02	616.68	73.95	597.42	72.96
债权投资	16.74	3.04	19.90	2.39	20.04	2.45
其他非流动金融资产	19.43	3.53	10.44	1.25	11.77	1.44
长期应收款	25.09	4.55	48.18	5.78	46.18	5.64
固定资产	23.19	4.21	32.37	3.88	32.58	3.98
在建工程	21.84	3.96	29.30	3.51	29.36	3.58
长期股权投资	25.79	4.68	48.98	5.87	53.72	6.56
非流动资产	148.59	26.98	217.19	26.05	221.46	27.04
资产总额	550.81	100.00	833.87	100.00	818.88	100.00

注：上表中“其他应收款”不包含“应收利息”和“应收股利”

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度报表整理

截至 2021 年底，公司合并资产总额 833.87 亿元，较上年底增长 51.39%，主要系合同资产、应收账款、其他流动资产、长期应收款及长期股权投资等增长所致，公司资产仍以流动资产为主。

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 616.68 亿元，较上年底增长 53.32%，主要系应收账款、

合同资产和其他非流动资产增加所致。

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

截至 2021 年底，公司应收账款 86.28 亿元，

较上年底增长 39.64%，主要系增加应收工程款及增加并购子公司的应收账款所致。同期末，公司应收账款账龄 1 年以内占比为 71.92%，1~2 年占比为 14.76%，累计计提坏账准备 5.01 亿元；从集中度看，应收账款前五大欠款方合计金额 16.46 亿元，占应收账款总额的比例为 18.03%，公司应收账款集中度低。

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

表 9 截至 2021 年底其他应收款余额前五名情况

债务人名称	金额 (亿元)	账龄	占比 (%)
滨州市城建投资集团有限公司	2.49	1年以内	9.69
山东高速股份有限公司	1.81	1年以内	7.05
蒲江县城乡建设项目建设管理有限公司	1.79	1年以内	6.95
临朐沂山实业有限公司	1.52	1年以内	5.90
山东丰源产业发展有限公司	0.66	1年以内	2.57
合计	8.27	--	32.16

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司合同资产金额为 319.54 亿元，较上年底增长 81.72%，主要系已完工未结算投资/入股施工一体化类项目增长所致。公司合同资产累计计提减值准备 6.26 亿元。

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

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 217.19 亿元，较上年底增长 46.17%，主要系长期应收款和长期股权投资增长所致。

截至 2021 年底，公司债权投资 19.90 亿元，较上年底增长 18.85%，主要系新增对山东高速泰东公路有限公司和山东铁路投资控股集团有

限公司等投资施工一体化项目资本金的投入所致。

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

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

截至 2021 年底，公司长期股权投资 48.98 亿元，较上年底增长 89.90%，主要系公司入股-施工一体化项目对合营及联营企业的投资增加所致。

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

截至 2021 年底，公司在建工程 29.30 亿元，较上年底增长 34.17%，主要系增加对孟加拉达卡机场高架快速路项目的投资所致。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额为 818.88 亿元，较上年底下降 1.80%，仍以流动资产为主。具体来看，截至 2022 年 3 月底，公司货币资金 66.32 亿元，较上年底下降 9.22%；公司应收账款账面价值 79.35 亿元，较上年底下降 8.03%，主要系春节期间大量结算工程款所致；公司其他应收款 30.22 亿元，较上年底增长 23.43%，主要为支付的履约保证金。截至 2022 年 3 月底，公司存货 30.88 亿元，较上年底增长 23.60%，主要系库存材料增加所致；公司合同资产 299.19 亿元，较上年底下降 6.37%；公司长期股权投资 53.72 亿元，较上年底增长 9.68%，主要系投资/入股施工一体化项目投入增加所致。其余资产类科目较上年底变化不大。

资产流动性方面，截至 2021 年底，公司合同资产占资产总额比重为 38.32%；截至 2022 年

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

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

表 10 截至 2021 年底公司资产受限情况

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，主要系发行永续债和未分配利润增长所致，构成仍以未分配利润和少数股东权益为主，权益结

构稳定性差。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 200.13 亿元，较上年底增长 55.21%。公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比 17.09%，未分配利润和少数股东权益占比仍高，权益稳定性差。

截至 2021 年底，公司股本 21.50 亿元，较上年底增长 0.05%，主要系公司股价上涨及员工行使股权激励机制所致；同期末，公司未分配利润 63.62 亿元，较上年底增长 41.19%。

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

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

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

表 11 公司主要所有者权益构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
股本	21.48	16.66	21.50	10.74	21.50	10.60
资本公积	12.38	9.60	12.72	6.35	12.75	6.28
未分配利润	45.06	34.94	63.62	31.79	65.61	32.33
其他权益工具	0.00	0.00	29.00	14.49	29.00	14.29
少数股东权益	42.49	32.95	64.88	32.42	65.89	32.47
所有者权益合计	128.94	100.00	200.13	100.00	202.94	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度报表整理

(2) 负债

跟踪期内，公司负债规模仍增长较快，应付账款占比仍较高；有息债务仍以短期债务为主，且短期债务占比有所提升，债务期限结构有待调整，整体债务负担仍较重。

截至 2021 年底，公司负债总额 633.74 亿元，较上年底增长 50.22%，主要系流动负债增

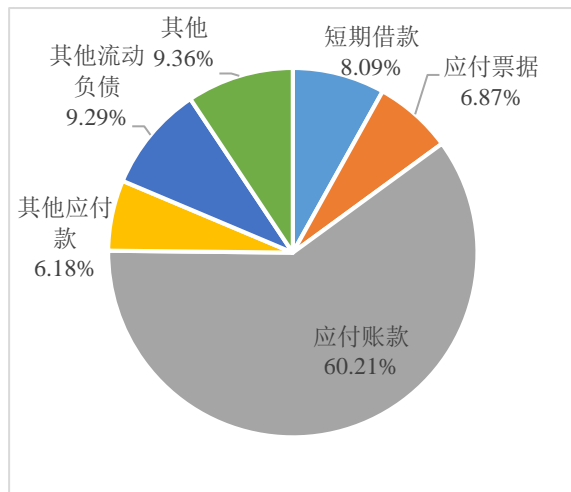
加所致。公司负债仍以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债 555.34 亿元，较上年底增长 58.15%，主要系应付票据及账款、其他流动负债和其他应付款等增加所致。

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

截至2021年底,公司应付票据38.15亿元,较上年底增长99.95%,主要为公司支付材料、劳务等成本新增的商业汇票;应付账款334.38亿元,较上年底增长63.19%,主要系公司业务规模扩大,应付原材料款增加所致。公司应付账款账龄1年以内占比为88.92%,1~2年占比为8.64%。

图5 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底,公司其他应付款(不包含“应付股利”)34.33亿元,较上年底增长37.71%,主要系公司押金、保证金及单位往来款增加所致。

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

截至2021年底,公司非流动负债78.40亿元,较上年底增长10.86%,主要系长期借款增长所致。

截至2021年底,公司长期借款52.99亿元,较上年底增长17.14%,主要系担保借款增长所致;长期借款主要由保证借款2.20亿元、信用

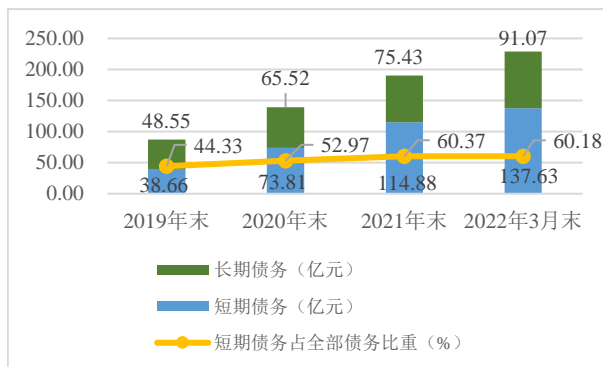
借款21.48亿元、担保借款10.05亿元和质押借款19.26亿元构成;长期借款利率区间为1.30%~6.50%。

截至2021年底,公司长期应付款3.30亿元,较上年底增长112.63%,均为售后回租租赁款,已将其纳入有息长期债务核算。

截至2022年3月底,公司负债总额为615.94亿元,较上年底增长8.12%,主要系短期借款和长期借款增长所致,负债结构仍以流动负债为主。具体来看,截至2022年3月底,公司短期借款56.82亿元,较上年底增长26.52%;公司应付票据57.87亿元,较上年底增长51.69%;公司应付账款286.64亿元,较上年底下降14.28%,主要系春节期间大量结算工程款所致;公司长期借款70.12亿元,较上年底增长32.32%,主要系PPP项目借款增加所致。公司其他负债类科目较上年底变化不大。

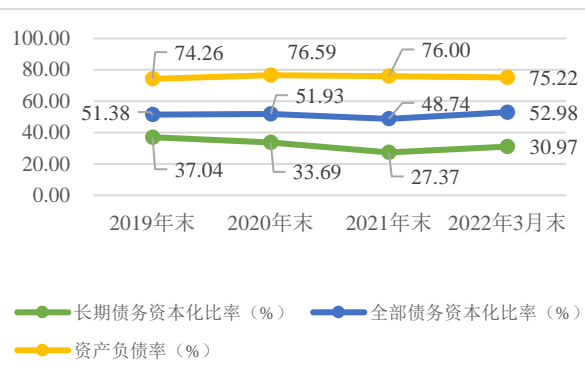
有息债务方面,将其他流动负债和长期应付款中的带息部分纳入有息债务计算,截至2021年底,公司全部债务190.30亿元,较上年底增长36.59%,主要系短期债务增加所致。债务结构方面,短期债务占60.37%,长期债务占39.63%,以短期债务为主,且短期债务占比有所提升,债务期限结构有待调整。从债务指标来看,截至2021年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降0.59个百分点、下降3.19个百分点和下降6.32个百分点。截至2022年3月底,公司全部债务228.69亿元,较上年底增长20.17%,主要系长期债务增加所致,债务结构仍以短期债务为主;公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降0.78个百分点、提高4.24个百分点和提高3.60个百分点。考虑到公司所有者权益中其他权益工具规模较大,公司实际债务负担和指标高于上述测算值。整体看,公司债务负担仍较重。

图 6 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图 7 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从债务分布情况来看，公司于 2022 年面临一定的集中偿债压力。

表 12 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

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

注：上表未统计应付票据

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，公司业务快速发展，营业总收入及利润总额同比大幅增长，期间费用控制能力尚可，整体盈利能力仍很强。

受国家加大对基础设施建设投资力度的政策影响，2021 年，公司营业总收入同比增长 67.03%。同期，公司营业成本同比增长 64.44%，利润总额同比增长 86.62%。2021 年，公司营业利润率为 11.54%，同比提高 1.39 个百分点。

表 13 公司盈利情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业总收入 (亿元)	344.37	575.22	105.25
营业成本 (亿元)	308.65	507.53	94.82
期间费用 (亿元)	17.50	31.36	6.19
其中：管理费用 (亿元)	7.94	13.80	3.38
研发费用 (亿元)	7.47	12.57	1.67
财务费用 (亿元)	2.10	4.88	1.12
投资收益 (亿元)	1.08	1.66	0.04

利润总额 (亿元)	18.17	33.92	3.86
营业利润率 (%)	10.16	11.54	9.54
总资产收益率 (%)	7.11	8.91	--
净资产收益率 (%)	11.44	13.75	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2022 年一季度报表整理

从期间费用看，2021 年，公司期间费用总额 31.36 亿元，同比增长 79.24%。其中，管理费用同比增长 73.87%，系公司业务规模扩大且新并购企业管理费用增加所致；研发费用同比增长 68.43%，主要系对桥梁、隧道建设等施工过程中研发增加所致；财务费用为同比增长 132.71%，主要系利息费用增加所致。2021 年，公司期间费用率为 5.45%，同比提升 0.37 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，2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别提高 1.80 个百分点、提高 2.30 个百分点。跟踪期内，公司整体盈利能力仍很强。

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

与所选同行业公司比较，公司总资产收益率相对较高，销售毛利率水平居中。从行业看，整体盈利能力强。

表 14 2021 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业总收入 (亿元)	销售毛利 率(%)	总资本收益 率(%)	净资产收益 率(%)
四川路桥	850.49	16.14	6.83	18.65
浙江建投	953.35	5.18	4.11	15.07
公司	575.22	11.57	8.91	13.75

注：四川路桥和浙江建投分别指代“四川路桥建设集团股份有限公司”和“浙江省建设投资集团股份有限公司”

资料来源：公开资料

5. 现金流分析

2021 年，公司经营活动现金流净额由正转负，回款质量继续下降；投资活动规模同比明显增大且现金流保持净流出状态。此外，考虑到新签合同金额的大幅增长，公司或将更加依赖对外融资进行项目投入，未来资金压力可能加大。

经营活动方面，2021 年，公司经营活动现金流入同比增长 58.60%，主要系收到的项目回款和退还的保证金增加所致；同期，公司经营活动现金流出同比增长 17.48%，主要系支付的保证金增加所致。2021 年，公司经营活动现金流净额由正转负；同期，公司现金收入比为 61.61%，同比下降 7.74 个百分点，主要系投资/入股—施工一体化项目大幅增长，资金回收期限延长所致。

表 15 公司现金流情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入（亿元）	274.06	434.66	147.19
经营活动现金流出（亿元）	264.31	458.22	160.15
经营活动现金流量净额（亿元）	9.74	-23.56	-12.96
投资活动现金流入（亿元）	14.62	38.12	0.25
投资活动现金流出（亿元）	37.93	67.57	9.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-23.30	-29.45	-8.76
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-13.56	-53.02	-21.73
筹资活动现金流入（亿元）	128.80	182.73	36.50
筹资活动现金流出（亿元）	88.52	132.95	21.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	40.28	49.78	15.38
现金收入比（%）	69.35	61.61	108.02

资料来源：根据公司审计报告及 2022 年一季度报表整理

投资活动方面，2021 年，公司投资活动规模明显增大，公司投资活动现金流入同比增长 160.70%，主要系投资/入股—施工一体化项目收益增加所致；同期，投资活动现金流出同比增长

78.17%，主要系对投资/入股—施工一体化项目的投资增长所致。2021 年，公司投资活动现金流量净额保持净流出状态。

筹资活动方面，2021 年，公司筹资活动现金流入同比增长 41.87%，主要由发行永续债、子公司吸收少数股东等收到的资金构成。2021 年，筹资活动现金流出同比增长 50.18%，主要为偿还债务支付的现金。同期，公司筹资活动产生的现金流量同比增长 23.58% 且仍为净流入状态。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额仍为净流出，现金收入比较上年全年大幅提升，主要系春节期间结算大量工程款所致。同期，公司投资活动现金流出主要为投资/入股—施工一体化项目支付的现金。2022 年 1—3 月，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流净额仍保持净流入。

6. 偿债指标

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

表 16 公司偿债能力指标

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

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”代表数据不适用

资料来源：根据公司审计报告、2022 年一季报及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率分别较上年底降低 3.51 个百分点和 10.70 个百分点；公司流动资产中，合同资产占比较大，变现能力弱；同期末，公司现

金类资产短期债务比较上年底下降 0.39 倍。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别提高 3.44 个百分点和 2.23 个百分点；同期末，公司现金短期债务比较上年底下降 0.14 倍。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比增长 84.95%，主要由折旧（占 12.18%）、计入财务费用的利息支出（占 15.17%）和利润总额（占 70.71%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数较上年提高 0.37 倍；公司全部债务/EBITDA 较上年下降 1.40 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金对全部债务无保障。整体看，公司长期偿债指标表现很强。

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

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

7. 公司本部（母公司）财务分析

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

截至 2021 年底，母公司资产总额 178.32 亿元，较上年底增长 50.84%。其中，流动资产 69.55 亿元（占 39.00%），非流动资产 108.77 亿元（占 61.00%）。母公司资产主要由货币资金、其他应收款和构成。母公司资产总额占合并报表资产总额的 21.38%，占比较低。

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

截至 2021 年底，母公司负债总额 80.84 亿

元，较上年底增长 46.40%，结构以流动资产为主。母公司负债主要由其他应付款（占 74.96%）、一年内到期的非流动负债（占 17.11%）、长期借款（占 31.64%）、应付债券（占 68.25%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 45.34%，较 2020 年下降 1.37 个百分点；全部债务资本化比率 26.79%，母公司债务负担一般。同期末，母公司负债占合并口径的 12.76%，占比较低。

2021 年，母公司营业总收入为 0.10 亿元，占合并口径的 0.02%；利润总额为 6.98 亿元。同期，母公司投资收益为 8.10 亿元，为母公司利润来源。

2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 6.18 亿元，投资活动现金流净额 -15.69 亿元，筹资活动现金流净额 36.92 亿元。

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

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

十、外部支持

跟踪期内，公司在项目承接方面继续得到股东的有力支持。

项目承接方面，公司继续获得了股东山东高速集团的有力支持。2021 年，公司新签合同金额 1010.40 亿元，同比增长 44.04%。同期，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的项目收入占 44.53%，公司来自关联方的收入占比仍较高。

十一、债券偿还能力分析

1. 普通债券

截至 2022 年 5 月底，公司存续债券余额为 21.20 亿元。

联合资信所评债券中，“19 山路 01”“20

山路 01”和“21 山路 01”均附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

2. 永续债券

截至 2021 年底，公司存续期永续债合计金额 29.00 亿元。将其纳入长期债务测算，2021 年，公司经营现金流入对长期债务的偿还能力指标表现强，EBITDA 对长期债务的偿还能力指标表现很强，经营现金对长期债务无偿还能力。

表 17 公司永续债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务* (亿元)	104.43
经营现金流入/长期债务 (倍)	4.16
经营现金/长期债务 (倍)	-0.23
长期债务/EBITDA (倍)	2.18

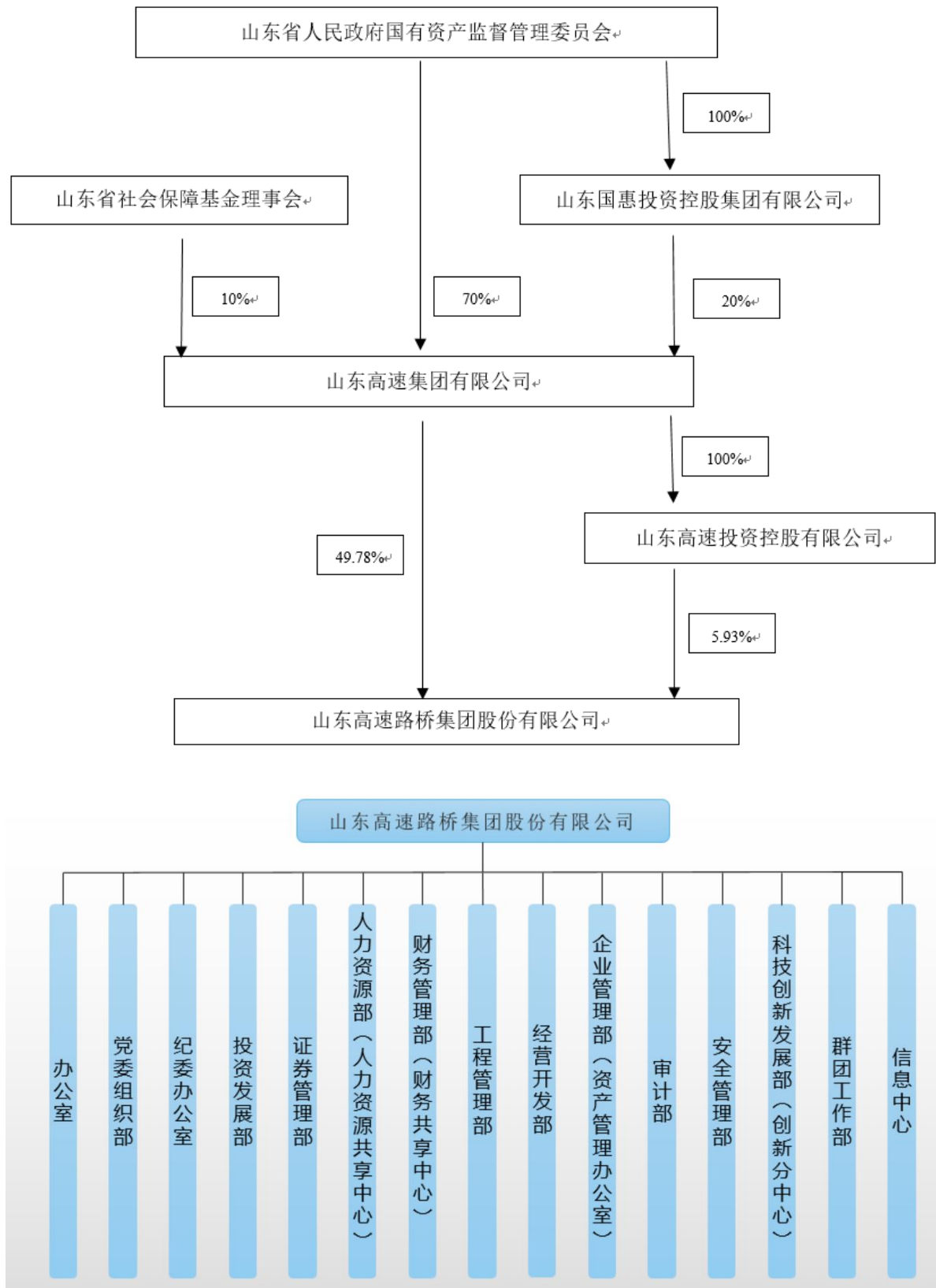
注：1. 上表中的长期债务为将永续债券计入后的金额，采用 2021 年底数据；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2021 年度数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十二、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“19 山路01”“20 山路01”“21 山路01”和“17 高速路桥MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2022 年 3 月底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

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

资料来源：公司提供

附件3 主要财务数据及指标（合并口径）

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

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

资料来源：根据公司审计报告、2022年一季度报及公司提供资料整理

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

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

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2022 年一季度财务报表整理

附件 5 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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

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

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