

湖北楚天智能交通股份有限公司  
2019年公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2018)011160】

**评级对象:** 湖北楚天智能交通股份有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期)

**主体信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**计划发行:** 12 亿元

**本期发行:** 6 亿元

**存续期限:** 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

**增级安排:** 无

**评级时间:** 2018 年 11 月 21 日

**发行目的:** 偿还有息债务

**偿还方式:** 按年单利计息,每年付息一次,到期一次还本

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.50	1.87	2.73	4.54
刚性债务	21.64	18.86	20.62	25.00
所有者权益	41.55	44.45	60.84	61.37
经营性现金净流入量	6.15	7.95	6.73	4.94
合并口径数据及指标:				
总资产	89.03	88.87	106.35	107.45
总负债	48.15	45.42	46.08	46.30
刚性债务	40.58	38.44	35.70	36.93
所有者权益	40.89	43.45	60.27	61.16
营业收入	12.31	12.73	26.88	14.19
净利润	4.26	3.87	5.72	3.13
经营性现金净流入量	6.89	8.72	8.34	2.18
EBITDA	9.20	9.87	12.40	—
资产负债率[%]	54.08	51.11	43.33	43.09
权益资本与刚性债务比率[%]	100.75	113.02	168.83	165.59
流动比率[%]	46.29	51.93	82.91	69.58
现金比率[%]	36.26	42.15	37.15	31.94
利息保障倍数[倍]	2.73	3.63	4.89	—
净资产收益率[%]	10.88	9.18	11.03	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	58.03	90.52	60.22	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.90	13.49	8.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.64	4.85	6.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.25	0.33	—

注:根据楚天高速经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

## 分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com  
王树玲 wangsl@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势:

- **外部环境和行业趋势较好。**湖北省是全国重要的交通运输枢纽之一,近年来经济保持较快增长,且 2017 年 4 月中国(湖北)自由贸易试验区正式挂牌,为楚天高速收费公路运营业务发展提供较好的外部环境。此外,我国收费公路行业拥有相对透明、较为稳定收入来源和较充沛现金流,行业整体发展较稳健。
- **营业收入增长,资金回笼能力较强。**楚天高速收费公路业务收入呈稳定增长趋势,业务资金回笼能力强,经营环节资金持续净流入,可对债务偿付提供较强保障。2017 年,公司收购三木智能,多元涉足智能制造业,当期营业收入大幅增长。
- **汉宜高速已无债务,存量债务整体消化周期较短。**楚天高速核心路产汉宜高速已无存量债务,公司债务主要集中于麻竹高速大随段和黄咸高速,得益于汉宜高速持续稳定流入的通行费收入,公司存量债务整体消化周期较短。
- **财务结构稳健,资本实力增强。**随着债务的逐年偿付,楚天高速资产负债率呈逐年缓慢下降趋势并维持在合理可控水平。2017 年,为完成收购三木智能,公司向北海三木投资有限公司等发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金,定增完成后,公司资本实力进一步增强。
- **融资渠道较畅通,债务成本尚可控制。**楚天高速可通过资本市场进行股权融资和债务融资,融资渠道较畅通;同时,公司存量债务融资成本控制良好,具有较强的融资能力。


### 主要风险：

- **收费公路业务对核心路产依赖度高。**目前，楚天高速控股三条路产，但通行费收入主要来源于汉宜高速，收费公路业务对核心路产依赖度高。
- **智能制造行业竞争较激烈。**楚天高速多元涉足智能制造业务，近年来，受全球市场需求饱和影响，细分行业面临一定运行压力；加之 ODM 领域市场竞争较为激烈，前五大厂商的市场份额占据全球 ODM 份额约 50%，市场集中度偏高。
- **业务多元化风险及商誉减值压力。**为改善单一业务结构，2017 年楚天高速收购三木智能，逐步涉足智能制造业，多元化业务与收费公路业务在运营管理方面存在较大差异，业务转型过程中面临因市场份额和规模化不足带来的业务拓展压力、人才与技术研究的竞争压力及业务整合压力。同时，2017 年三木智能盈利低于业绩承诺，公司商誉存在一定减值压力。
- **三木智能客户集中度较高，汇率波动带来汇兑风险。**三木智能前五大客户销售占比偏高，对主要客户的依赖性较高，且目前三木智能市场主要集中在海外，以美元结算为主，汇率波动带来汇兑风险。
- **债务期限结构有待完善，短期债务偿付压力加大。**随着长期债务的逐年到期及为应对外部融资环境增加短期借款，楚天高速债务期限结构呈现短期化，账面可动用现金类资产对短期刚性债务的覆盖水平趋弱，公司短期债务偿付压力加大。

### ➤ 未来展望

通过对楚天高速及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



湖北楚天智能交通股份有限公司  
2019年公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

2000年11月，经湖北省经济贸易委员会《关于同意设立湖北楚天高速公路股份有限公司的批复》（鄂经贸企[2000]809号文）批准，由湖北金路高速公路建设开发有限公司（后更名为“湖北交投高速公路发展有限公司”）、华建交通经济开发中心、湖北省交通规划设计院、湖北省交通开发公司、湖北省公路物资设备供应公司作为发起人，对汉宜高速公路武汉-荆州段公路资产进行改制重组，并发起设立湖北楚天高速公路股份有限公司（简称“楚天高速”、“该公司”或“公司”）。

2004年2月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2003]147号文核准，公司于2004年3月在上海证券交易所正式挂牌交易，股票简称“楚天高速”（股票代码：600035.SH）。2011年9月，根据国务院国有资产监督管理委员会（国资产权[2011]151号）及中国证监会（证监许可[2011]1376号）文件，公司原控股股东湖北交投高速公路发展有限公司将持有公司3.76亿股（占总股本的40.3656%）过户至湖北省交通投资集团有限公司（简称“湖北交投”）名下，截至2011年末，公司股本为9.32亿元，湖北交投为公司控股股东，持有公司3.76亿股股份（持股比例40.37%）。后经多次公积金转增股本，截至2016年末，公司股本为14.53亿元，湖北交投持有公司5.87亿股股份（持股比例40.37%），为公司的控股股东。

根据经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]75号文件核准，该公司申请向北海三木投资有限公司等发行1.90亿股股份以及支付现金3.78亿元购买深圳市三木智能技术有限公司（简称“三木智能”）100%股权；同时，申请非公开发行0.87亿股股份募集本次发行股份购买资产的配套资金。2017年2月16日，公司向北海三木投资有限公司等发行1.90亿股股份（增加股本1.90亿元，增加资本公积6.92亿元）。同时，公司收到募集资金4.05亿元，扣除承销费用及与本次非公开发行直接相关的其他发行费用后，募集资金净额为3.99亿元（增加股本0.87亿元，增加资本公积3.12亿元）。上述事项完成后，公司合计增加股本2.77亿元和资本公积10.04亿元。同时，公司于2017年9月更名为湖北楚天智能交通股份有限公司，并于2017年9月25日办理完毕工商变更登记手续。截至2017年末，公司总股本17.31亿股，湖北交投



持有公司 35.02% 股份，仍为公司的控股股东。

2018 年 7 月，该公司披露《关于回购并注销业绩补偿股份实施结果暨股份变动的公告》，公司回购注销应补偿股份数 270.91 万股，占回购注销前公司总股本的 0.16%。本次应补偿股份由公司总价人民币 1.00 元回购并注销，本次注销完成后，公司总股本由 17.31 亿股减至 17.28 亿股，湖北交投持有公司股份升至 35.07%。湖北省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“湖北省国资委”）持有湖北交投 100% 的股份，为公司实际控制人。

该公司是湖北省内唯一收费公路上市公司，公司以收费公路的投资、建设及经营管理为主营业务，目前拥有沪渝高速公路汉宜段、麻竹高速公路大随段以及武汉城市圈环线高速公路黄咸段的高速公路特许经营权。为改变单一业务结构和实现业务转型升级，2017 年公司实施重大资产重组，收购三木智能 100% 股权，公司主营业务在原有收费公路运营业务基础上新增智能制造业务。截至 2018 年 6 月末，公司纳入合并报表范围子公司共 14 家，公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

根据 2018 年 9 月 29 日《湖北楚天智能交通股份有限公司第六届董事会第十九次会议决议公告》，公司拟公开发行规模不超过人民币 12.00 亿元（含 12.00 亿元）公司债券（简称“本次债券”）。本次债券计划分期发行，本期发行规模为 6.00 亿元，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。

**调整票面利率选择权：**该公司有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率，公司将于第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅度的公告，若公司未行使票面利率调整选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

**投资者回售选择权：**在该公司就本期债券发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 3 个计息年度付息日将持有的本期债券按照票面金额全部或部分回售给发行人。自公司就本期债券发出关于是否调整票面利率及调整幅度的公告之日起 5 个工作日内，债券持有人可通过指定的方式对本期债券进行回售申报。债券持有人的回售申报经确认后不可撤销，相应的公司债券面值总额将被冻结交易；回售登记期不进行申报的，则被视为放弃回售选择权，继续持有本期债券并接受上述关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的决定。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

债券名称:	湖北楚天智能交通股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	12.00 亿元人民币
本期发行规模:	6.00 亿元人民币
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
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源：楚天高速

截至 2018 年 9 月末，该公司存续期内债券余额为 12.00 亿元，将于 2019 年和 2020 年相继到期，目前付息情况正常。

**图表 2. 截至 2018 年 9 月末公司存续期内债券概况（单位：亿元，年，%）**

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	到期时间
13 楚天 01	6.00	5(3+2)	5.88	2014-05-26	2019-05-26
13 楚天 02	6.00	5	4.58	2015-06-08	2020-06-08

资料来源：楚天高速

## （2）募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金全部用于偿还有息债务，以优化债务结构。截至 2018 年 6 月末，公司刚性债务为 36.93 亿元，其中短期刚性债务为 18.16 亿元。

## （3）信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

# 业务

## 1. 外部环境

### （1）宏观因素

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开

放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非

标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

### A. 收费公路行业

近年来收费公路网络不断完善，收费公路运营有相对透明和较为稳定的收入来源和较充沛现金流；但考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车路产投资回报期拉长和居高的造价成本等，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力。区域经济和客货运输需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，全行业还本付息能力或将持续弱化。

### 行业概况

收费公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分，具有高效、安全以及灵活等特点，对我国经济长远发展具有重要意义。2016年作为“十三五规划”的开局年，我国公路（含公益性公路）建设当年度完成投资额为1.80万亿元，同比增长8.90%；2017年公路（含公益性公路）建设完成投资2.12万亿元，同比增长18.97%，投资快速增长。截至2017年末我国收费高速公路累计完成投资7.63万亿元，较上年末增长9.75%，增速较上年上升0.10个百分点，其中2015-2017年年度收费高速公路投资分别为0.80万亿元、0.61万亿元和0.68



万亿元。

**图表 3. 我国收费公路投资规模与里程规模（单位：亿元，公里）**

投资额	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	63431.24	14.47%	69552.17	9.65%	76335.80	9.75%
收费公路：一级公路	3554.08	4.32%	3741.22	5.27%	3703.52	-1.01%
收费公路：二级公路	1008.93	-22.25%	1004.58	-0.43%	473.60	-52.86%
收费公路：独立桥梁	1287.53	14.82%	1353.43	5.12%	1602.40	18.40%
收费公路：独立隧道	206.72	-2.61%	206.11	-0.29%	228.63	10.93%
<b>收费公路年度总投资</b>	<b>69488.49</b>	<b>13.08%</b>	<b>75857.52</b>	<b>9.17%</b>	<b>82343.94</b>	<b>8.55%</b>
里程规模	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	117021.90	9.63%	124507.60	6.40%	132637.50	6.53%
收费公路：一级公路	23376.60	-0.17%	23512.80	0.58%	20666.60	-12.10%
收费公路：二级公路	22867.30	-27.70%	21949.00	-4.02%	9549.70	-56.49%
收费公路：独立桥梁	1007.20	43.09%	963.60	-4.33%	779.10	-19.15%
收费公路：独立隧道	161.10	80.20%	159.20	-1.18%	103.70	-34.86%
<b>收费公路里程总计</b>	<b>164434.10</b>	<b>1.14%</b>	<b>171092.20</b>	<b>4.05%</b>	<b>163736.60</b>	<b>-4.30%</b>

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

收费公路投建及运营主体经营情况与省内路网规划与建设息息相关，北京、河南、山东及江浙沪等地收费路网已较完善，未来更多侧重于扩容改造，区域内公路投建及运营主体在建及拟建高速里程相对较小，但征拆迁等成本的攀升也带来资金需求和投融资压力。中西部路网由于区域经济等因素较东部发展慢，中西部地区公路投建及运营主体仍有较大的建设里程和投资需求，同时由于地区地形构造较复杂，收费公路建设成本通常较高，企业将面临相对较大的投融资压力。2017 年末收费高速公路债务余额为 49867.38 亿元，其中年末银行贷款余额 43409.83 亿元，单公里债务余额达 3759.67 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率普遍偏高；而十三五时期，收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

**图表 4. 收费高速公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）**

收费高速公路	2015 年（末）	2016 年（末）	2017 年（末）
收费高速公路投资资本金	19671.36	21152.38	23230.55
收费高速公路财政性资本金	10733.29	11524.45	13132.04
收费高速公路非财政性资本金	8938.07	9627.94	10098.51
收费高速公路投资银行贷款	40723.05	44833.43	49091.03
<b>收费高速公路年末债务余额</b>	<b>41460.06</b>	<b>45634.98</b>	<b>49867.38</b>
收费高速公路年末银行贷款余额	35389.45	39365.54	43409.83
<b>收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]</b>	<b>0.3543</b>	<b>0.3665</b>	<b>0.3760</b>

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

收费公路行业在路产建设时期对外筹融资的资金需求大，考虑到行业内发债企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府和金融机构的支持，有利于降低企业的项目资金风险。

但就目前而言，收费公路行业面临收支难抵的重大困境，近期通车路产产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，收费公路还本付息规模超过年度通行费收入规模，行业收支严重失衡，2013-2017年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-617.57亿元、-1359.63亿元、-2942.35亿元、-3821.66亿元和-3770.99亿元，入不敷出局面严重，且预计中短期收支缺口仍将保持高位。

**图表 5. 收费高速公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）**

收费高速公路	2015年	2016年	2017年
收费高速公路通行费收入	3724.75	4181.32	4752.75
收费高速公路支出项	6667.10	8002.97	8523.75
其中：还本付息支出	5298.55	6570.07	6976.22
--偿还债务本金	3182.62	4381.67	4603.73
--偿还债务利息	2115.92	2188.40	2372.49
收费高速公路收支平衡结果	-2942.35	-3821.66	-3770.99
单公里年通行费收入[万元/公里]	318.30	335.83	358.33
存量债务消化周期[年]	11.13	10.91	10.49
通行费收入利息覆盖水平[倍]	1.76	1.91	2.00
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.17	0.95	1.03
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.70	0.64	0.68
利息支出占通行费收入比重	56.81%	52.34%	49.92%
当期债务本金支出占通行费收入比重	85.45%	104.79%	96.86%
当期还本付息占通行费收入比重	142.25%	157.13%	146.78%

资料来源：根据 Wind 资讯及各年收费公路统计公报等整理计算绘制

### 政策环境

收费公路收费具有很强的政策性，收费公路的收费年限和收费标准需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行，行业对收费公路收费政策变化的敏感度较高，具体收费方面，国家对收费公路收费期限、收费标准等均作了明确规定。

2015年7月21日，交通运输部公布《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》，根据意见稿，政府收费公路中的高速公路实行统借统还，不再规定具体的收费期限，而是以实际偿债期为准，确定收费期限。特许经营高速公路经营期限一般不超过30年，投资规模大、回报周期长的高速公路可以约定超过30年；偿债期、经营期结束后，实行养护管理收费。未来高速公路是否按照“用路者付费”的原则实行长期收费将对收费公路企业公路建设、经营规划和投融资决策产生一定影响。长期来看，条例的修订意见对国内收费公路企业是政策利好的导向，带来了政策红利，预期将改善收费公路企业的经营业绩。

收费公路投融资政策方面，2015年5月，交通运输部在《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》（简称“《交通运输投融资意见》”）中提出，我国目前基本形成了“中央投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的交通运输基础设施投融资模式。根据《交通运输投融资意见》，为开展交通运输的转型发展，各地交通运输部门要打破各类行业垄断和市场壁垒，建立公平、公开透明的市场规则，创新投资运营机制，改进政府投资安排方式，进一步完善“多

元筹资、规范高效”的投融资体制，结合自身行业特点，积极推广政府和社会资本合作模式（PPP），鼓励和吸引社会资本投入，激发社会资本投资活力。此外，交通部提出探索设立交通产业投资基金，以财政性资金为引导，吸引社会法人投入，建立稳定的公路、水路交通发展的资金渠道。同时，鼓励民间资本发起设立用于公路、水路交通基础设施建设的产业投资基金，研究探索运用财政性资金通过认购基金份额等方式支持产业基金发展。

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》财预〔2017〕97号（简称“97号文”），重点提出：（1）“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债务。（2）“收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理”。收费公路为资金密集型产业，截至97号文发布之前，地方发展收费公路主要有两种模式，一种是由社会投资者运用BOT等经营性模式投资建设，另一种是由县级以上交通运输部门采用“贷款修路、收费还贷”模式建设。97号文的颁布实施为政府收费公路融资提供新渠道的同时，也对地方收费公路的“贷款修路、收费还贷”模式进行调整，并规范和合理控制政府债务规模。（3）“收费公路专项债券资金应当专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划中的政府收费公路项目建设，不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出”。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。

### 竞争格局/态势

收费公路建设经营各环节体现政府意志，现阶段我国收费公路建设大多由国家、省、市三级政府共同投资，并由省级公路运营管理主体负责区域内收费公路的投资建设，项目公司负责具体项目的运营，区域专营现象较为明显，行业进入壁垒高。由于高初始投资成本和随后而来的规模经济，在收费公路行业内构建竞争资产通常在经济上不可行。此外，收费公路行业区域布局和规划过程复杂等，均在一定程度上限制行业内部竞争。

个体企业在经营上的差异主要体现在以下几个方面：规模、路产地位、路产效益、竞争分流、基础设施开发/改扩建和多元化业务拓展。（1）收费公路行业具有较强的规模经济特征，业务规模是其综合实力的体现，控股路产数量、收费路产里程、通行费收入规模、总资产规模等均是决定收费公路规模的关键因素。（2）收费公路作为国家重要交通基础设施，其路段地位主要体现在国家/省级收费公路网络规划，主干线收费公路在交通区位等方面具有突出表现，因此收费公路企业控股路产在国家收费公路网络布局中的地位对其发展较为重要，其竞争能力和经营稳定性较强。（3）控股路产效益是衡量收费公路企业持续竞争能力的核心标准，规模是体现企业竞争能力的“量”，而效益则是体

现竞争能力的“质”，从单公里收费水平、路产收费对利息和债务的覆盖能力等方面路产效益。(4) 竞争分流因素并非长期性，但需关注初期对车流量和收入的波动影响。(5) 基础设施开发/改扩建是规模化的延伸，持续的再投资确保收费公路设施的完善和更新，以吸引相对稳定的客货运输需求；同时也考察企业资本改善能力和增量债务压力。(6) 多元业务特定风险及对主业稳定性的影响。对于刚开始探索多元化且未形成多元化业务经营方向的收费公路企业，多元化业务风险或将被放大，或对稳健发展的收费主业产生反噬影响。

财务方面，受资本和资产驱动，收费公路行业内企业资产负债率普遍偏高（68%），利率敏感性较明显。收费公路上市公司融资渠道较多元，包括股票定增、债券发行、银行借款等方式，其财务杠杆弹性相对较大，上市公司财务杠杆平均水平在 45%，而交通集团平台资产负债率较高。由于行业特性提供了相对透明和较为稳定的收入来源和较充沛的现金流量，这一特性有助于收费公路企业运营相对稳定，并形成长期、可预期且稳定的现金流以偿还债务。此外，收费公路企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府资金或财政补贴支持。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

代码	简称	里程	通行费收入	收费水平 [万元/年/ 公里]	营业收入	毛利率	营业利润	净利润	经营性 净现金 流入	资产	负债	资产负债率
601107.SH	四川成渝	744	32.26	434	79.84	27.28	12.66	9.69	17.80	342.85	200.00	58.34
600377.SH	宁沪高速	572	71.04	1241	94.56	54.16	47.24	36.85	52.32	425.32	166.38	39.12
600350.SH	山东高速	1067	61.82	579	73.80	56.76	44.77	28.77	34.74	508.39	237.70	46.75
600269.SH	赣粤高速	794	30.78	388	43.28	41.44	9.45	9.23	19.34	340.87	180.60	52.98
600548.SH	深高速	546	42.85	792	48.37	48.34	19.08	15.46	26.61	374.74	216.99	57.91
000900.SZ	现代投资	332	23.45	707	105.93	14.84	10.03	8.46	6.42	229.98	141.43	61.50
600020.SH	中原高速	826	40.26	487	58.47	48.17	14.85	11.92	29.16	502.41	369.29	73.50
600033.SH	福建高速	282	24.42	866	24.74	60.59	11.64	8.63	17.59	176.35	70.87	40.19
600012.SH	皖通高速	526	26.75	509	28.61	58.60	15.40	10.86	18.83	141.76	41.46	29.25
000429.SZ	粤高速 A	158	29.79	1885	30.89	59.63	18.37	17.10	21.95	165.23	70.69	42.78
<b>600035.SH</b>	<b>楚天高速</b>	<b>419</b>	<b>13.22</b>	<b>315</b>	<b>26.88</b>	<b>38.05</b>	<b>7.49</b>	<b>5.72</b>	<b>8.34</b>	<b>106.35</b>	<b>46.08</b>	<b>43.33</b>
001965.SZ	招商公路	604	29.45	488	53.41	43.72	44.12	40.19	29.79	651.70	188.09	28.86
000548.SZ	湖南投资	62	1.58	255	9.71	34.03	1.63	1.22	2.65	20.81	4.47	21.48
600368.SH	五洲交通	300	11.38	379	17.92	56.22	4.48	3.56	13.74	106.93	74.40	69.58
000828.SZ	东莞控股	56	10.93	1967	14.52	65.34	11.06	8.89	0.49	102.17	45.33	44.37
601518.SH	吉林高速	152	9.73	641	9.74	64.05	3.76	2.67	6.84	63.09	30.85	48.90
600106.SH	重庆路桥	15	2.36	1585	2.38	89.86	2.98	2.80	3.33	67.06	31.25	46.61
601188.SH	龙江交通	133	4.02	303	17.87	27.26	4.57	3.91	6.81	48.74	7.95	16.31

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理、计算

### 风险关注

收费公路行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力。考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车高速投资回收期拉长、居高的造价成本以及其他运输方式竞争分流，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力，尤其是随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）的投运，部分中西部区域的收费公路财务风险或将进一步上升。



**行业债务和利息偿付将继续承压，发债主体财务杠杆普遍较高。**收费公路行业存量债务规模大，且存量债务付息的比例明显升高，通行费收入已经难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿息。考虑到未来仍有较大的投资资金需求，收费公路行业收支缺口或将扩大，行业债务和利息偿付将继续承压。区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，增量债务压力加大，全行业还本付息能力或将持续弱化。对于收费公路发债主体而言，前期积累较大规模债务且部分债务陆续到期需兑付，同时在建及拟建高速公路存在一定资金需求量，收费公路发债主体财务杠杆普遍较高，十三五时期收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

**多元化业务对收费公路企业主营业务经营和财务稳健性或产生影响。**收费公路行业内部分企业加大多元化业务的开展力度，投资或经营房地产、物流、商品销售及金融投资等板块，多元业务与收费公路行业特征相差较大，在涉足新行业新领域寻求新增长点的同时，多元化带来了主营业务稳定性的波动和其他行业典型性风险。

**不同区域高速公路信用质量分化。**中西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，中西部地区收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高，在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，更易受冲击，不同区域高速公路信用质量出现分化。

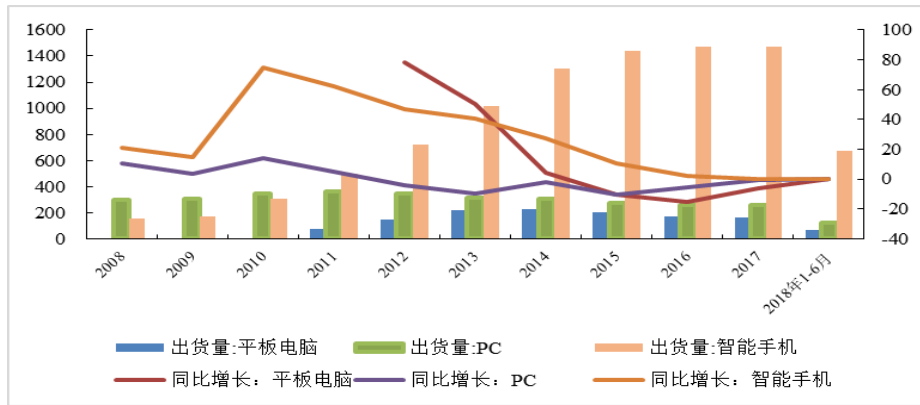
纵观行业发展趋势，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及政府支持而保持较高的信用质量。但随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险将进一步上升。未来一段时间，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖能力或将进一步弱化。

## **B. 电子信息制造业**

**电子信息制造业部分硬件产品受到全球市场需求饱和和影响面临一定行业运行压力，但得益于我国庞大的市场容量和人口基数，加上国家政策的支持，我国电子信息制造业总体仍保持较快的增长速度。**

从全球范围来看，电子信息制造业中传统的硬件产品，如智能手机、计算机、平板电脑、办公电子设备等产品全球市场逐渐饱和。2010年以来，传统消费电子产品全球出货量增速呈下滑趋势，传统两大消费电子产品之一的智能手机增速持续处于低水平并于2017年出现负增长，平板电脑出货量则在2015-2017年持续负增长。根据国际数据公司（IDC）最近公布的统计数据和Wind资讯显示，2017年全球智能手机出货量为14.72亿台，同比减少0.1%；全球平板电脑出货量为1.64亿台，同比减少6.5%。2018年上半年度，全球智能手机出货量为6.76亿台，较上年同期减少2.4%；全球平板电脑出货量为0.64亿台，较上年同期减少12.2%。

图表 7. 全球智能手机和平板电脑出货量及增长情况（百万台，%）



资料来源：Wind 资讯，IDC

但我国消费电子产品的市场非常庞大，已取代美欧成为全球最大市场，加上近年来我国消费电子产品进入了印度、东南亚、非洲、中南美洲等新兴市场，因此我国电子信息制造业行业产出总体仍保持较快增长。2017 年我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 13.8%，同比加快 3.8 个百分点，快于全部规模以上工业增速 7.2 个百分点，占规模以上工业增加值比重为 7.7%；出口实现平稳增长，2017 年我国规模以上电子信息制造业出口交货值同比增长 14.2%。具体到产品方面，2017 年我国电子信息制造业共生产手机 19.0 亿部，同比增长 1.6%，其中智能手机 14.0 亿部，同比增长 0.7%，出口交货值同比增长 13.9%。2017 年我国电子信息制造业共生产微型计算机设备 3.07 亿台，同比增长 6.8%，其中平板电脑 8628 万台，同比增长 4.4%。

效益方面，2018 年以来我国电子信息制造业主营业务收入增速趋于稳定增长，利润总额增速相对 2017 年大幅回落。根据工业和信息化部统计数据显示，2017 年我国规模以上电子信息制造业主营业务收入同比增长 13.2%，利润同比增长 22.9%，主营业务收入利润率为 5.16%，同比提高 0.41 个百分点；企业亏损面 16.4%，同比扩大 1.7 个百分点。2018 年 1-8 月，规模以上电子信息制造业实现主营业务收入同比增长 8.9%，利润总额同比增长 3.2%，主营收入利润率为 4.29%。

回款和库存变化方面，2018 年以来我国电子信息制造业行业内企业应收账款持续快速增长，企业回款能力减弱，产成品库存同比增速提高，库存积压。截至 2018 年 8 月末，全行业应收账款同比增长 24.2%，高于 2018 年 1-8 月主营业务收入增速 15.3 个百分点；产成品存货同比增长 14.9%，高于 2018 年 1-8 月主营业务收入增速 6.0 个百分点。

近年来我国针对信息技术行业的相关扶持政策不断推出，同时相关监管法律法规也日渐完善，有助于规范我国信息技术行业保持健康发展，也有助于提高行业的国际竞争力。

我国电子信息制造业从全球分工来看，目前主要还是集中在中低端的代工领域，主要产品多为发达国家转移而来的普通消费电子产品，而附加值较高的

高端电子芯片、高端集成电路的前端设计和开发等领域主要还是由发达国家垄断，最突出的一个例子就是我国目前的高端集成电路产品依赖进口。2017年2月，工业和信息化部公布《中国制造2025》产业规划，其中电子信息产业发展指南是以加快建立具有全球竞争优势、安全可控的信息产业生态体系为主线，强化科技创新能力、产业基础能力和安全保障能力，突破关键瓶颈，优化产业结构，提升产品质量，完善基础设施，深化普遍服务，促进深度融合应用，拓展网络经济空间。在国家政策支持下，我国电子信息制造业有望快速实现从低端到高端的突破，行业增速有望加快。

随着我国互联网普及程度的不断提高，互联网已成为我国第三产业增长重要的推动力量之一，尤其是近年来电子商务等新兴网络经济模式的兴起，深深影响了我国消费品零售方式。软件与服务业和互联网的发展息息相关，对我国信息安全也有重要影响，近两年国务院出台多项政策以保障和推动互联网经济的发展。2015年政府工作报告，明确提出要制定“互联网+”行动计划；2015年6月，国务院颁布《“互联网+”行动指导意见》，明确了推进“互联网+”，促进创业创新、协同制造、现代农业、智慧能源、普惠金融、公共服务、高效物流、电子商务、便捷交通、绿色生态、人工智能等若干能形成新产业模式的重点领域发展目标任务，并确定了相关支持措施；2016年8月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国家信息化发展战略纲要》，纲要指出，以信息化驱动现代化，建设网络强国，是落实“四个全面”战略布局的重要举措，是实现“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴中国梦的必然选择；2017年11月27日，国务院印发了《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，以党的十九大精神为指引，深入贯彻落实习近平新时代中国特色社会主义思想，以供给侧结构性改革为主线，以全面支撑制造强国和网络强国建设为目标，明确了我国工业互联网发展的指导思想、基本原则、发展目标、主要任务以及保障支撑。同时，近年来各省市、地方纷纷出台相关的配套政策，鼓励各地互联网、信息化相关行业发展。

**信息技术行业属于资本和技术密集型行业，行业内企业的核心竞争要素归根结底可分为资本实力的竞争和技术研发实力的竞争，资本实力充足、技术及研发实力强的企业，将在市场竞争中占据先机。**

信息技术行业有众多的细分子行业，每一个行业的技术进入壁垒均不相同，但总的来说，技术进入壁垒较高的子行业，如集成电路、各类高端电子芯片等子行业，行业内企业的信用质量趋于稳定；而技术进入壁垒较低子行业，如电脑、手机等传统消费电子产品制造行业和低端软件开发和外包行业等，行业内企业的信用质量可能出现分化。

资本对于行业内企业的影响因素不仅仅包括资本实力和研发投入等，还包括现金流充足性、资产流动性等，总体来看，资本实力充足的企业，更有加大研发投入的动力，而研发投入的增加则将进一步增强企业的技术竞争力，进而在市场竞争中占据主动。同时，我国的信息技术行业内企业由于发展时间较短，企业总体规模较小，部分企业选择了内生发展的方式进行发展，而部分企业选

择外延式并购来快速扩大企业规模，这都对企业的现金流充足性和资产流动性等提出了更高要求。

从细分行业看，智能产品制造的市场环境方面，根据 Counterpoint 报告，2014 年以来，随着智能手机的普及、国内品牌的崛起以及国际本土品牌对产品成本的敏感，上游客户陆续把业务转移给具有成本优势的国内 ODM 厂商<sup>1</sup>，国内聚集了全球大部分的 ODM 产业链（设计、研发、采购、元器件供应、物流和制造等）和 ODM 大型厂商，国内 ODM 供应商具有产业链整合的优势和成本优势。在智能手机 ODM 行业方面，2017 年全球出货的所有智能手机中，将有约 4 亿台手机采用 ODM 模式生产制造。采用 ODM 厂商制造智能产品的品牌包括：一类是国内品牌，如华为、小米、联想、ZTE 和 TCL 等，第二类是海外本土品牌和当地运营商品牌。ODM 制造的市场份额也在向前几大厂商集中：闻泰、华勤、龙旗及与德等主要集中在国内市场，天珑和三木智能主要发展海外市场，天珑多为欧洲客户，主要经营自有品牌 Wiko 和 Sugar，三木智能客户多集中在印度、东南亚、非洲和东欧。

**图表 8. 国内主要 ODM 厂商对比（单位：百万台，亿元）**

ODM 厂商	总部	重要客户	智能手机出货量	全球出货千万级客户数量	机型出货百万以上型号数量	千元以上热销机型（月均出货十万台以上）	研发投入	资产总额	资产负债率	营业收入	净利润
闻泰	上海	华为、小米、魅族、联想（MOTO）、中国移动、华硕、TCL（Akatel）	82.6	3 家	11 款	6 款	7.88	109.15	66.35	169.16	3.35
华勤		华为、小米、联想（MOTO）、LG、中国移动、深圳传音、魅族、华硕	78.8	3 家	6 款	4 款	/	/	/	239.00	/
龙旗		华为、小米、联想、TCL、360、HTC 等	41.1	2 家	2 款	2 款	/	/	/	83.00	/
与德		魅族、联想、华硕、中兴、TCL（Akatel）	28.0	1 家	2 款	2 款	/	/	/	94.00	/
天珑	深圳	Wiko、BLU、Micromax、Sugar 等	14.0	/	/	/	/	98.90	84.86	41.30	-0.01
三木智能		Advan、旗丰、Iball、Micromax、Dlamod、Gransky 等	0.97	/	/	/	0.25	8.98	51.52	13.57	1.13

资料来源：赛诺市场研究和 Counterpoint

总体看，在 ODM 制造领域，2017 年华勤和闻泰的出货量均接近 8000 万台，两家规模竞争优势明显且居于前列，与德主要聚焦于魅族产品 ODM 业务和海外组装工厂，龙旗主要支持小米产品服务及生态链硬件布局，天珑偏重海外 ODM 市场和培育自身品牌。前五大厂商的市场份额占据全球 ODM 份额的近 50%，市场集中度偏高，且竞争激烈。

细分行业风险方面，（1）市场饱和压力突显。全球智能手机、平板已经从快速增长期逐步过渡到缓慢增长期，其中智能手机增速持续处于低水平并于 2017 年出现负增长，行业面临一定运行压力。（2）ODM 制造领域竞争激烈，市场集中度偏高，中小型 ODM 厂商生存压力加大。（3）电子信息行业中的硬

<sup>1</sup> OEM 厂商是指接受他人委托进行生产，不参与产品设计和开发、销售渠道控制等，只负责生产。ODM 意为“原始设计制造商”，是指一家公司根据另一家公司的规格来设计和生产一个产品。OEM 和 ODM 的核心不同点就在于产品知识产权归属方，OEM 是委托方享有产品的知识产权，俗称“代工”；而如果是生产者所进行的整体设计，那就是 ODM，俗称“贴牌”。



件产品更新换代快，产业链内企业为保持领先地位，需不断进行创新和技术研发，作为行业的开拓者，将面临较大研发资本支出压力和技术人才培养压力。

### (3) 区域市场因素

湖北省位于我国中部地区，是全国重要的交通运输枢纽，近年来经济保持较快增长，为公司的发展提供较好的外部环境。

湖北省位于我国中部地区，东邻安徽，南界江西、湖南，西连重庆，西北与陕西接壤，是全国重要的交通运输枢纽。近年来湖北省经济保持较快增长，经济总量在全国排名中上游，2015-2017年，湖北省分别实现地区生产总值2.96万亿元、3.23万亿元和3.65万亿元，按可比价格计算，同比分别增长8.9%、8.1%和7.8%。虽然增速有所放缓，但仍高于全国水平，近三年分别高出全国平均增速2.0个百分点、1.4个百分点和0.9个百分点，同期经济总量均位列全国前十，其中2017年位居全国各省（自治区、直辖市）第7位，较上年持平。从产业结构看，2017年湖北省三次产业比为10.3:44.5:45.2，其中第三产业同比提高1.3个百分点，产业结构继续优化。

图表 9. 近年来湖北省经济情况 (%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值 (亿元)	29550	8.9	32298	8.1	36523	7.8	17958	7.8
第一产业增加值 (亿元)	3310	4.5	3659	3.9	3760	3.6	1084	3.2
第二产业增加值 (亿元)	13504	8.3	14375	7.8	16260	7.1	7946	7.4
第三产业增加值 (亿元)	12737	0.7	14263	9.5	16503	9.5	8928	8.8
城镇居民人均可支配收入 (元)	27051	8.8	29386	8.6	31889	8.5	17511	7.9
社会消费品零售总额 (亿元)	14003	--	15649	11.8	17394	11.1	3809	12.4
固定资产投资 (亿元)	29191	16.8	29504	1.1	31873	11.0	--	10.5
进出口总额 (亿美元/亿元)	456	5.9	394	-13.6	3134	20.6	1523	9.2

资料来源：根据湖北省统计年鉴（2016-2017年）和湖北省2017年国民经济和社会发展统计公报整理、计算（进出口总额2015-2016年单位为亿美元）

湖北省系我国重要工业基地，在汽车、化工、冶金等领域已形成完整的产业链及产业集群，竞争力较强，但部分主导产业仍面临产能过剩压力。2017年，湖北省第二产业增加值16259.86亿元，同比增长7.1%；全省工业增加值为13874.21亿元，同比增长7.2%。具体来看，依托东风汽车作为产业龙头，湖北省已成为国内第三大汽车工业基地，形成了一个庞大的汽车产业集群，十堰-襄阳-武汉成为我国知名的“汽车工业走廊”。围绕武钢发展的冶金产业，是湖北省又一重要支柱产业，并形成了武汉-鄂州-黄石为基地的钢铁工业基地。随着房地产和基建投资加快以及环保、去产能等政策措施，钢材价格继续回升，2017年钢材产量同比增长6.3%，年产量为3581.9万吨。近年来湖北省加快产业转型升级，新能源、光电子等新兴产业得到了长足的发展，地方经济发展质量有所提升。武汉东湖新技术产业开发区为国内知名“光谷”，光电子产业在国内具有较强的竞争力。凭借高校集聚人才优势、政策背景扶持和产业集聚效应，

近年来湖北省已引进或培育了一批电子信息板块的龙头企业，如摩托罗拉、武汉邮科院、冠捷、鸿富锦、骆驼集团、烽火科技等。以手机、集成电路圆片、光电子器件为主的电子设备制造业保持较快发展，当年增加值增速为 16.1%，较上年提升 5.1 个百分点。

根据《国务院关于促进中部地区崛起“十三五”规划的批复》(国函[2016]204号)、《国家发展改革委关于印发促进中部地区崛起“十三五”规划的通知》(发改地区[2016]2664号)以及《长江经济带发展规划纲要》，湖北全域均被纳入上述国家战略中，2017年4月中国(湖北)自由贸易试验区正式挂牌，多个国家战略叠加和自贸区的逐步发展，有助于推动湖北省综合实力和竞争力的进一步提高。

湖北省是全国重要的交通运输枢纽，其省会武汉市自古就有“九省通衢”之称。公路方面，湖北省初步形成了“七纵五横三环”高速公路骨架网，截至2017年末，境内公路营运里程 26.95 万公里，其中收费高速公路 5873.30 公里。2017年，湖北省公路完成货物周转量 2738.43 亿吨公里，同比增长 9.2%；公路旅客周转量 481.39 亿人公里，同比减少 1.2%。根据《国家公路网规划(2013~2030)》，国家高速公路网“71118网”共有 7 条主线和 1 条联络线经过湖北省。根据《湖北省综合交通运输“十三五”发展规划纲要》，“十三五”期间，湖北省综合交通固定资产投资 7000 亿元(不含城市交通)，其中公路水路 4500 亿元，到“十三五”期末，全省高速公路里程达到 7500 公里。

**图表 10. 湖北省收费公路主要指标及经营环境**

要素	2015 年	2016 年	2017 年
湖北省收费公路总里程[公里]	5279.80	6131.60	6416.10
湖北省收费高速公路总里程[公里]	4991.80	5686.10	5873.30
湖北省收费公路累计建设投资总额[亿元]	2741.59	3248.34	3658.00
湖北省收费公路年末债务余额[亿元]	2040.15	2423.89	2743.19
湖北省收费公路年通行费收入[亿元]	173.10	182.24	207.11
湖北省收费公路年支出总额[亿元]	323.83	442.46	414.12
其中：还本付息支出[亿元]	266.88	387.76	352.06
<b>湖北省收费公路年收支平衡水平[亿元]</b>	<b>-150.73</b>	<b>-260.22</b>	<b>-207.01</b>
湖北省年通行费减免金额[亿元]	31.28	38.95	45.19
湖北省私人汽车拥有量[万辆]	428.31	519.69	未披露
湖北省公路旅客周转量[亿人公里]	489.29	487.33	481.39
湖北省公路货物周转量[亿吨公里]	2380.62	2506.86	2738.43

资料来源：湖北省交通运输厅及 Wind

截至 2017 年末，湖北省收费公路里程 6416.10 公里，占当年末湖北省公路总里程 26.95 万公里的 2.4%；湖北省收费公路累计建设投资总额为 3658.00 亿元，其中举借银行贷款本金 2456.41 亿元(占比 67.15%)。2017 年，湖北省收费公路实现通行费收入 207.11 亿元，支出总额为 414.12 亿元(其中还本付息支出 352.06 亿元)，通行费收支缺口 207.01 亿元，收支缺口相较 2016 年有所控制，但缺口仍较大。通行费收入难以覆盖债务本息，区域内运营单位的债务和利息偿付将继续承压。

## 2. 业务运营

该公司以收费公路建设及运营为传统主业，近年来收费公路业务收入稳步增长，且为利润的主要来源，但因周边路网不完善，公司部分路产收费质量偏弱，公司目前暂无在建及拟建的大型公路项目，中短期内资本支出压力较小。此外，2017 年公司收购三木智能，主业拓展智能制造业务，智能制造业务成为公司收入另一增长点，但该业务与公司传统主业相差较大，关注智能制造业务整合及业务扩张的稳健性情况。

该公司以收费公路建设及运营为主业，近年来公司收费公路运营业务收入（通行费收入）逐年稳步增长。为改善单一业务结构，2017 年公司收购三木智能，主业拓展智能制造业务，该业务成为收入贡献的另一重要来源，三木智能定位于为其他品牌提供 ODM 服务。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司实现营业收入 12.31 亿元、12.73 亿元、26.88 亿元和 14.19 亿元，其中收费公路运营业务收入分别为 11.69 亿元、12.07 亿元、13.22 亿元和 6.76 亿元，占公司营业收入比重分别为 95.00%、94.87%、49.17% 和 47.61%；2017 年及 2018 年上半年度，智能制造业务分别实现收入 12.92 亿元和 7.04 亿元，占公司营业收入比重分别为 48.06% 和 49.63%。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
收费公路建设与运营	收费公路行业	湖北省	规模/资本/资产/政策等
智能制造	电子信息制造业	印度/东南亚/非洲/东欧等	规模/客户/研发与技术等

资料来源：楚天高速

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年度	2017 年上半年度
营业收入合计		12.31	12.73	26.88	14.19	11.45
其中：核心业务营业收入	金额	11.69	12.07	26.14	13.80	11.15
	占比	95.00	94.87	97.23	97.24	97.31
其中：（1）收费公路运营业务	金额	11.69	12.07	13.22	6.76	6.65
	占比	95.00	94.87	49.17	47.61	58.05
（2）智能制造业务	金额	--	--	12.92	7.04	4.50
	占比	--	--	48.06	49.63	39.26

资料来源：楚天高速

#### A. 收费公路建设及运营业务

收费公路行业具有显著的资本与资产驱动特征，收费公路资本投入不断增加形成收费公路资产（或公路收费权益），业务规模随之扩大，路产不断培育，路产效益随之提升，但不同区域和区位路产收费质量存在差异，收费公路企业在路产规模与区位、路产效益、收费政策和资本持续投入等核心驱动要素上体

现其综合业务实力和抵御周期性波动的能力。

### 路产规模及效益

截至 2018 年 6 月末，该公司控股收费路产里程为 419.22 公里，主要包括汉宜高速、麻竹高速大随段及黄咸高速（大冶段和咸宁段），均为经营性高速公路。截至 2017 年末，湖北省收费高速公路里程达 5873.3 公里，公司收费路产里程占比约 7.14%。

图表 13. 截至 2018 年 6 月末公司控股路产情况（单位：公里，亿元）

路段名称		通车时间	收费期限	收费里程	股权比例	债务余额	获取方式	行政级别	车道
汉宜高速	汉荆段	1992.7	2000.11-2030.11	179.95	100%	0	资产注入	国高	双向四车道
	江宜段	1995.9	2004.10-2026.10	98.91	100%	0	收购		
麻竹高速大随段		2011.6	2011.6-2041.6	84.39	100%	19.50	投资建设	省高	
黄咸高速大冶段		2013.12	2013.12-2043.12	33.15	90%	16.76	投资建设	地高	
黄咸高速咸宁段		2013.12	2013.12-2043.12	22.82	100%		投资建设		
合计		--	--	419.22	--	36.26	--	--	

资料来源：楚天高速

图表 14. 公司控股路产收费情况（单位：万元，万辆）

路段名称	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
汉宜高速	收入	105699.00	108350.51	117501.21	59110.68
	年车流量	2649.00	2917.32	3397.99	1784.71
	单公里年通行费收入	379.04	388.55	421.36	/
麻竹高速大随段	收入	3016.00	3487.44	4836.49	2658.12
	年车流量	135.00	160.07	219.35	126.30
	单公里年通行费收入	35.74	41.33	57.31	/
黄咸高速大冶段和咸宁段	收入	8192.00	8894.67	9843.03	5797.61
	年车流量	74.00	82.00	109.63	123.57
	单公里年通行费收入	146.36	158.92	175.86	/

资料来源：楚天高速

图表 15. 公司控股路产客货车结构情况（单位：万辆，万元）

路段名称	指标	2015 年		2016 年		2017 年	
		车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入
汉宜高速	货车	649.38	56210.21	660.51	55093.71	789.85	58462.66
	客车	1999.97	49488.76	2256.81	53256.80	2608.14	59038.55
	小计	2649.35	105698.97	2917.32	108350.51	3397.99	117501.21
麻竹高速大随段	货车	33.07	976.86	28.25	917.84	38.66	1528.64
	客车	101.5	2039.29	131.83	2569.60	180.69	3307.84
	小计	134.57	3016.15	160.07	3487.44	219.35	4836.49
黄咸高速大冶段和咸宁段	货车	16.96	5892.36	17.48	5992.79	24.32	6377.52
	客车	56.57	2300.22	64.52	2901.88	85.31	3465.50
	小计	73.53	8192.58	82.00	8894.67	109.63	9843.03

资料来源：楚天高速

汉宜高速公路是沪渝高速（国家高速公路网编号：G50）湖北省内武汉至宜昌的一段，自 1995 年全线通车，全长 278.86 公里，途经武汉、仙桃、潜江、荆州、宜昌等 9 个县市（区），是宜昌至武汉的主要通道。汉宜公路分为汉荆



段和江宜段，汉荆段于 1994 年建成通车，全长 179.95 公里；江宜段为公司上市后以 8.14 亿元收购，全长 98.91 公里。汉宜高速所经地区经济发展较快，且武汉、荆州、宜昌等地为旅游城市，有较大的车辆通行需求，车流量较有保障。2015-2017 年，汉宜高速实现通行费收入 10.57 亿元、10.84 亿元和 11.75 亿元，保持稳定增长趋势，占公司收费公路业务收入比重超过 85%，单公里年通行费收入分别为 379.04 万元、388.55 万元和 421.36 万元，处于行业中等水平。此外，沪蓉高速 G42 湖北段中的武荆-荆宜高速是汉宜高速的平行路段，也是湖北省经济主干线上的大动脉之一，自 2014 年全线通车，对汉宜高速形成一定竞争分流影响。

图表 16. 汉宜高速与竞争路段对比

指标	汉宜高速	武荆高速	荆宜高速
收费里程[公里]	278.86	185.34	95.00
路产性质	经营性	经营性	经营性
车道数	双向四车道	双向四车道	双向四车道
一类车收费标准[元/车公里]	0.44	0.50	0.40
2017 年通行费收入[亿元]	11.75	7.29	4.17
单公里年通行费收入[万元]	421.36	393.33	438.95



资料来源：楚天高速

麻竹高速公路（麻城-竹溪）是湖北省“七纵五横三环”高速公路骨架网第一横，是横贯湖北省中北部的一条东西向省际通道，规划东起鄂皖交界处的麻城长岭关，经红安、大悟、广水、随州、宜城、南漳、保康、房县、竹山，止于鄂陕交界处的竹溪关垭子，全长约 665 公里，包含麻城至红安段、大悟段、大随段、随州西段、襄阳东段、襄阳东外环、襄阳西段、保康至竹溪段，拟采用分段建设、分段通车的模式，未来延伸至陕西省安康市。由该公司投资、建设并进行管理运营的麻竹高速大随段（大悟-随州）于 2011 年 6 月 28 日全线通车，路段全长 84.39 公里。2015-2017 年，麻竹高速大随段实现通行费收入 3016.00 万元、3487.44 万元和 4836.49 万元，2017 年通行费收入增幅较大，单公里年通行费收入分别为 35.74 万元、41.33 万元和 57.31 万元。由于麻竹高速红安段仍处于停工状态及大悟段于 2018 年 8 月刚通车，麻竹高速尚未全线通车，断头路影响车流有效培育，该路段盈利能力弱，未来麻竹高速大随段路段效益的有效释放依赖于麻竹高速全线的通车及周边路网的互通水平。

黄咸高速是武汉城市圈环线高速公路（或称武汉六环线<sup>2</sup>）的重要组成部分，

<sup>2</sup> 武汉城市圈环线高速公路（或称武汉六环线）总里程约 560 公里，分四段高速组成，其中东环为大广高速（麻城至黄石段），南环为蕲嘉高速（黄石至咸宁段），西环为孝仙高速公路（咸宁经仙桃至孝感），北环为麻竹高速（麻城至大悟段）。

于 2013 年 12 月 26 日通车试运营，公司投建运营黄咸高速大冶段和咸宁段全长 55.97 公里。2015-2017 年，黄咸高速大冶段和咸宁段实现通行费收入 8192.00 万元、8894.67 万元和 9843.03 万元，保持稳定增长趋势，是公司通行费收入的重要来源，单公里年通行费收入分别为 146.36 万元、158.92 万元和 175.86 万元，路段收费能力偏弱。目前武汉城市圈环线正在逐步打通，随着黄咸路段所处区域的路网不断完善及周边路网的互通水平的提升，该路段车流及收入有望进一步增长。

综合来看，2015-2017 年及 2018 年上半年度，该公司收费公路运营业务收入分别为 11.69 亿元、12.07 亿元、13.22 亿元和 6.76 亿元，占公司营业收入比重分别为 95.00%、94.87%、49.17%和 47.61%，其中 2015-2017 年单公里年通行费收费分别为 278.87 万元、287.99 万元和 315.30 万元。此外，2015-2017 年公司因节假日和绿色通道减免通行费合计分别为 1.62 亿元、1.78 亿元和 1.97 亿元，政策性因素对收费公路行业通行费收入产生一定影响。

### 收费标准

湖北省实行全省高速公路联网收费，该公司下辖的路产的通行费由湖北省高速公路联网收费中心清算划分后，定期集中划款至公司账户。详细收费标准详见下表。汉宜高速收费标准略低于湖北省内公路收费水平，而大随段和黄咸高速的收费标准则较高。

**图表 17. 汉宜高速车辆通行费车型分类及载货类汽车计重收费标准**

车型	车型座位（吨位）界定		收费标准（元/车公里）	
	客车	货车	客车	货车
1	≤7 座	≤2t	0.44	0.44
2	8-19 座	2t-5t（含 5t）	0.66	0.66
3	20-39 座	5t-10t（含 10t）	0.88	0.88
4	≥40 座	10t-15t（含 15t） 20 英尺集装箱车	1.10	1.10
5	——	>15t 40 英尺集装箱车	——	1.32
<b>载货类汽车计重收费标准</b>				
正常装载车辆	基本费率 1	0.088 元/吨公里		
	正常装载部分 ≤20 吨	基本费率 1		
	20 吨 < 正常装载部分 ≤40 吨	20 吨及以下部分，按基本费率 1 计算；20 吨以上部分按基本费率 1 线性递减至基本费率 1 的 50% 确定费率计费		
	正常装载部分 >40 吨	20 吨及以下部分，按基本费率 1 计算；20 吨-40 吨（含 40 吨）部分按基本费率 1 线性递减至基本费率 1 的 50% 确定费率计算；40 吨以上的部分按基本费率 1 的 50% 计费		
超限装载车辆	基本费率 2	0.08 元/吨公里		
	超限率 ≤30%	正常装载部分同正常装载车辆计费；超限 30% 以内（含 30%）的部分按基本费率 2 计费。		
	30% < 超限率 ≤100%	正常装载部分同正常装载车辆计费；超限 30% 以内（含 30%）的部分按基本费率 2 计费；其他部分按基本费率 2 的 3-6 倍线性递增确定费率计费。		
	超限率 >100%	正常装载部分同正常装载车辆计费；超限 30% 以内（含 30%）的部分按基本费率 2 计费；超限 30%-100%（含 100%）的部分按基本费率 2 的 3-6 倍线性递增确定费率计费；其他部分按基本费率 2 的 6 倍计费。		

资料来源：楚天高速

**图表 18. 大随段及黄咸高速车辆通行费车型分类及载货类汽车计重收费标准**

车型	车型座位（吨位）界定		收费标准（元/车公里）	
	客车	货车	客车	货车
1	≤7 座	≤2t	0.70	0.70
2	8-19 座	2t-5t（含 5t）	1.05	1.05

3	20-39 座	5t-10t (含 10t)	1.40	1.40
4	≥40 座	10t-15t (含 15t) 20 英尺集装箱车	1.75	1.75
5	—	>15t 40 英尺集装箱车	—	2.10
<b>载货类汽车计重收费标准</b>				
正常装 载车辆	基本费率 1	0.11 元/吨公里		
	正常装载部分 ≤20 吨	基本费率 1		
	20 吨 < 正常装载部分 ≤40 吨	20 吨及以下部分, 按基本费率 1 计算; 20 吨以上部分按基本费率 1 线性递减至基本费率 1 的 50% 确定费率计费		
	正常装载部分 >40 吨	20 吨及以下部分, 按基本费率 1 计算; 20 吨-40 吨 (含 40 吨) 部分按基本费率 1 线性递减至基本费率 1 的 50% 确定费率计算; 40 吨以上的部分按基本费率 1 的 50% 计费		
超限装 载车辆	基本费率 2	0.10 元/吨公里		
	超限率 ≤30%	正常装载部分同正常装载车辆计费; 超限 30% 以内 (含 30%) 的部分按基本费率 2 计费。		
	30% < 超限率 ≤100%	正常装载部分同正常装载车辆计费; 超限 30% 以内 (含 30%) 的部分按基本费率 2 计费; 其他部分按基本费率 2 的 3-6 倍线性递增确定费率计费。		
	超限率 >100%	正常装载部分同正常装载车辆计费; 超限 30% 以内 (含 30%) 的部分按基本费率 2 计费; 超限 30%-100% (含 100%) 的部分按基本费率 2 的 3-6 倍线性递增确定费率计费; 其他部分按基本费率 2 的 6 倍计费。		

资料来源：楚天高速

### 资本支出与存量债务

目前该公司主要在建项目为沪渝高速公路新建八岭互通工程，项目总投资 1.97 亿元，建设资金主要来源于政府补助和自有资金，截至 2018 年 6 月末累计投资 0.43 亿元。公司在建项目较少且投资规模不大，短期内公司资本支出压力较小。

**图表 19. 截至 2018 年 6 月末公司控股路产对应债务情况 (单位: 亿元, 年)**

路段名称	期末债务余额	近三年通行费收入加权平均	债务消化周期
汉宜高速	--	11.24	--
麻竹高速大随段	19.50	0.41	47.94
黄咸高速大冶段和咸宁段	16.76	0.92	18.16
<b>合计 (综合)</b>	<b>36.26</b>	<b>12.57</b>	<b>2.88</b>

资料来源：楚天高速 (注：近三年通行费收入加权平均=0.2\*2015 年路段通行费收入+0.3\*2016 年路段通行费收入+0.5\*2017 年路段通行费收入)

截至 2018 年 6 月末，该公司控股三条路产存量债务余额合计为 36.26 亿元，近三年通行费收入加权平均收入为 12.57 亿元，公司路产存量债务消化周期为 2.88 年，存量债务的消化周期较短，属于行业前列 (收费公路行业存量债务消化周期约 10 年)。其中汉宜高速已无存量债务，麻竹高速大随段和黄咸高速依靠自身通行费收入消化存量债务周期偏长，更多依赖于核心路产汉宜高速相对充沛的现金流。

综上所述，该公司通行费收入呈稳定增长趋势，但公司路产规模较小且部分路段收费标准相对较低，加之麻竹高速大随段和黄咸高速的周边路网不完善，部分路产车流培育较为困难，后续随着路网的完善，上述路产通行费或将有所增长。资本支出方面，随着前期投建路程的通车运行，公司在建项目投资规模较小，后续资本支出压力较小，公司路产存量债务规模不大，整体债务消化周期尚可。

## B. 智能制造业务

该公司智能制造业务主要由全资子公司三木智能负责运营，公司通过发行股份及支付现金方式，以交易对价 12.60 亿元购买三木智能 100% 股份。2017 年 2 月，三木智能被纳入公司合并口径。

三木智能是一家提供平板电脑、智能手机方案设计和整机生产服务，以及基于移动通信技术的物联网通信产品研发生产的高新技术企业，业务流程包含移动通信和产品的研发、设计和制造服务（委外加工），拥有较为完整的工艺管理体系。三木智能的主要产品包括平板电脑、智能手机、车联网应用通信模块等，平板电脑的核心产品为带通话功能的平板电脑，智能手机则主要为客户提供相应的手机设计方案和整机生产服务，车联网应用通信模块是公司深圳元征科技股份有限公司研制开发的车联网智能设备。

图表 20. 三木智能主要产品营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

分类	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
手机	2.50	8.05%	2.71	12.67%	2.93	10.60%	2.05	12.47%
平板	8.57	10.94%	9.00	14.16%	7.25	11.88%	1.75	11.99%
车联网及其他产品	0.26	17.59%	0.55	29.34%	2.06	21.84%	1.13	6.25%
材料配件	0.80	10.65%	0.67	22.16%	1.08	5.34%	2.08	10.19%
软件及技术服务	0.09	93.71%	0.08	91.82%	0.21	86.25%	0.03	100.00%
<b>合计</b>	<b>12.22</b>	<b>11.05%</b>	<b>13.01</b>	<b>15.39%</b>	<b>13.53</b>	<b>13.75%</b>	<b>7.04</b>	<b>11.05%</b>

资料来源：楚天高速

原材料采购方面，三木智能主要原材料为手机/平板屏、处理器、摄像头、内存等，大部分在国内采购。一般大客户会指定原材料的采购商，从采购金额看，指定采购商客户的比重超过 15%。采购价格方面，对于可预期未来订单量的产品，三木智能通过公开招标确定价格；对于规模效益不明显的产品，三木智能对供应商的议价能力较弱。结算方面，根据合同一般分为款到发货、月结、货到付款等多种模式，支付方式以票据为主。2017 年及 2018 年上半年度，公司向前五大供应商采购的金额合计占当期采购总额的比例分别为 29.47% 和 32.22%。

图表 21. 三木智能前五大供应商采购情况（单位：亿元）

供应商名称	采购内容	2017 年采购金额	占当期采购总额的比例	结算方式
深圳市国显科技有限公司	手机屏、平板屏	1.06	7.63%	月结 30 天
深圳市腾瑞丰科技有限公司	FPC 连接器、光板等	0.99	7.11%	当月结
品佳股份有限公司	基带处理器、射频处理器等	0.89	6.37%	月结 45 天
住润鑫（香港）信息技术有限公司	EMCP、基带处理器等	0.64	4.63%	预付款 10%，出货前付清 90% 余款
富威国际股份有限公司	EMMC、LPDDR3 等	0.52	3.73%	月结 30 天
<b>合计</b>	--	<b>4.10</b>	<b>29.47%</b>	月结 30 天
供应商名称	采购内容	2018 年上半年度采购金额	占当期采购总额的比例	结算方式
科盛电子实业有限公司	内存	0.85	12.16%	款到发货
深圳市国显科技有限公司	手机屏、平板屏	0.38	5.40%	月结 30 天
深圳市腾瑞丰科技有限公司	内存	0.36	5.19%	月结 30 天



HK DRAGON POWER ELECTRONIC LIMITED	基带处理器	0.34	4.81%	货到付款
鑫益香港科技有限公司	基带处理器、电容、电阻、光板	0.33	4.66%	当月结
合计	--	2.26	32.22%	--

资料来源：楚天高速

生产环节上，三木智能采用以销定产的生产模式，根据客户的订单要求制定生产计划，主要为其他品牌提供 ODM 服务，产品采取自行生产模式或外协生产相结合的方式进行生产。2016 年开始，三木智能逐步将毛利率较低的自有生产线剥离，将自行生产模式逐步调整为外协生产模式（即生产外包），2017 年三木智能 99% 左右产量均委托外协加工厂商生产。三木智能主要外协合作厂商为惠州市米琦科技有限公司<sup>3</sup>（简称“米琦科技”），同时与深圳市宝捷讯电子有限公司、深圳市纽维科技有限公司签署合作框架协议，在米琦科技产能不足，或无法安排作业计划时，将委托深圳市宝捷讯电子有限公司、深圳市纽维科技有限公司进行生产，外协供应商较为单一。随着自行生产线的剥离，三木智能转变为“轻资产”运营模式，折旧和人工等固定成本可控，且不受自有设备产能的限制。三木智能产品更新速度较快，订单完成周期较短，近年来三木智能订单量呈增长趋势。

图表 22. 三木智能产品生产、销售及收入情况（单位：万台，亿元，%）

产品	2016 年				2017 年				2018 年上半年度			
	产量	出货量	销售收入	收入占比	产量	出货量	销售收入	收入占比	产量	出货量	销售收入	收入占比
手机	91.23	94.89	2.71	20.80	97.00	96.96	2.93	21.65	65.51	59.69	2.05	29.09
平板	349.14	353.96	9.00	69.20	269.39	269.55	7.25	53.63	54.86	53.26	1.75	24.84
车联网及其他产品	13.47	13.41	0.55	4.20	74.11	77.52	2.06	15.20	58.31	58.56	1.13	16.04
配件及材料	--	--	0.67	5.16	--	--	1.08	7.97	--	--	2.08	29.60
软件及技术服务	--	--	0.08	0.64	--	--	0.21	1.55	--	--	0.03	0.43
合计	--	--	13.01	100	--	--	13.53	100	--	--	7.04	100

资料来源：楚天高速

市场布局和销售环节上，三木智能市场主要在印度、东南亚、非洲和东欧，近年来，逐步拓展南美洲、非洲、欧洲和国内等市场，并开发印度（Micromax、Lava）、南美（Polaroid、DIAMOND）以及国内阿里巴巴、新东方、深圳桑菲等客户，在考勤机、教育平板、智慧医疗、智能家居平板等领域研发新产品，先后中标阿里巴巴钉钉智能前台、新东方智能教育平板等项目。三木智能客户是所在国的本土品牌商，这些品牌商拥有独立的品牌和较为完善的营销网络，并承担全部的品牌维护、广告支出、售后服务等费用。

2016-2017 年及 2018 年上半年度，三木智能实现销售收入 13.01 亿元、13.53 亿元和 7.04 亿元，主要来自手机和平板等产品，两大产品收入贡献超过 50%。受全球平板产品出货量下滑影响，2017 年三木智能销售收入占比最大的平板产品产销量及销售收入下滑，手机和车联网等其他业务保持增长，其中车联网及其他产品板块增长显著，主要系 2017 年钉钉考勤机、教育平板新产品上线，

<sup>3</sup> 米琦科技由朱启洪、北海三木投资有限公司共同于 2014 年 8 月投资设立，持股比例分别为 70% 和 30%，2015 年 3 月，北海三木投资有限公司与陈金浩签订《股权转让合同》，将其持有的米琦科技 30% 全部转让给陈金浩，米琦科技不再是三木智能的关联方。



同时原有车联网、多参仪产品同比增速较大。材料配件产品主要是原材料、TP屏、按键等材料，大部份为客户整机订单的售后所需配料。2018年上半年度，受大屏手机普及影响，三木智能平板产品销量持续下滑；手机产品因新开拓国内客户，呈增长趋势；配件及材料方面，因参与原材料和手机主板的销售，收入大幅增加，但毛利率较低。

客户关系方面，2017年三木智能前五大客户为PT.BANGGA TEKNOLOGI INDONESIA、深圳市旗丰供应链服务有限公司、Best IT World(India) Private Lirmit、Micromax Informatics Limited、Diamond Electronis，占2017年销售收入比重为54.87%，客户集中对相对较高。在客户升级方面，针对市场形势变化及时对经营策略做出调整，三木智能逐步缩减小额订单数量，专注提升产销规模，继续拓展国内市场，相继取得中国移动（5G业务<sup>4</sup>）、传音控股供应商资格，与魅族开展合作，再次中标阿里巴巴钉钉智能门禁及智能考勤系统项目。

销售定价方面，三木智能销售价格为在产品成本上加一定比例的利润，产品成本包括材料成本与组装加工费等，利润百分比则由三木智能财务部与客户价值中心共同协商决定。货款结算方面，一般客户下达订单时向三木智能预付10%-30%的订金（或全额信用证），三木智能发货时收取剩余货款（以现金、信用证或保理等方式），由于客户主要布局海外市场，多以美元结算，汇率波动带来一定汇兑风险，2017年及2018年上半年度该公司合并口径实现汇兑损益分别为-819.96万元和81.83万元。此外，因采用以销定产的生产模式，三木智能库存量控制尚可。

**图表 23. 三木智能前五大客户销售情况（单位：亿元）**

客户名称	销售内容	2017 年收入 金额	占当期销售总 额的比例	结算方式
PT.BANGGA TEKNOLOGI INDONESIA	手机/平板	3.25	23.90%	转账 TT
深圳市旗丰供应链服务有限公司	主板	1.29	9.46%	月结 30 天
Best IT World(India) Private Lirmit	手机/平板	1.09	8.02%	信用证 LC60 天
Micromax Informatics Limited	手机/平板	1.08	7.97%	信用证 LC60 天
Diamond Electronis	手机/平板	0.75	5.52%	信用证 LC60 天
<b>合计</b>	--	<b>7.46</b>	<b>54.87%</b>	转账 TT
客户名称	销售内容	2018 年上半 年度收入金额	占当期销售总 额的比例	结算方式
PT.BANGGA TEKNOLOGI INDONESIA	手机+平板	1.21	17.19%	转账
广东九联科技股份有限公司	车联网及其他 产品	0.78	11.04%	月结 90 天
SYSTEMATIC SEMICONDUCTOR LTD.	材料	0.73	10.33%	转账
PT.ICOOOL INTERNATIONAL INDONESIA	手机	0.61	8.62%	转账
深圳市旗丰供应链服务有限公司	手机主板	0.48	6.88%	月结 30 天
<b>合计</b>	--	<b>3.81</b>	<b>54.06%</b>	--

资料来源：楚天高速

研发环节上，目前三木智能拥有深圳和惠州两大研发中心，拥有 180 余名研究人员。研发事业部涵盖 ID 和包装设计、结构、软件、硬件和测试等部门，可以按照客户要求完整的 ODM 设计，并根据市场需求不断开发和推出新产品。三木智能已获得授权专利 85 项，其中发明专利 14 项；软件著作权 43

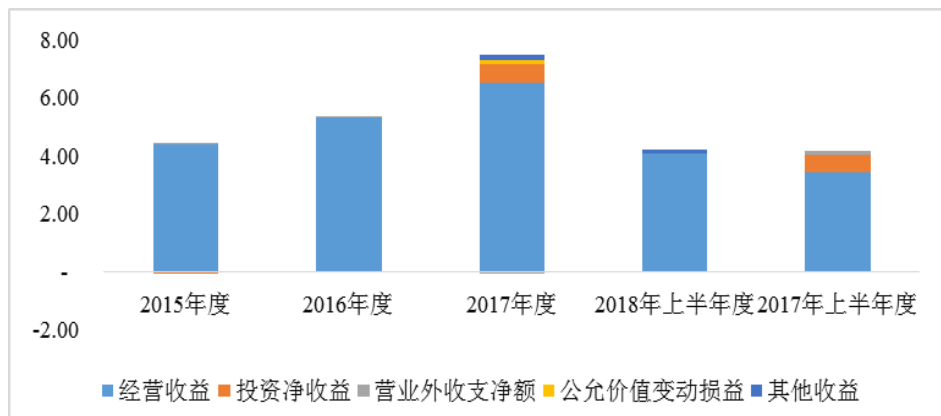
<sup>4</sup> 中国移动 2018 年 5G 试验网五大城市为武汉、杭州、上海、广州和苏州。

项。同时，三木智能与华南理工大学、深圳大学、中科院等知名院校和科研机构开展了广泛的产学研合作，在华南理工大学成立实习基地，与深圳大学计算机学院成立联合智能实验室，与中科院微电子所成立了智能应用联合创新实验室。2017 年及 2018 年上半年度，三木智能研发投入分别为 2442.61 万元和 1784.08 万元，科研投入占智能制造业务收入比重分别为 1.89%和 2.53%。

综上，目前三木智能业务规模尚小，规模效益不明显，为拓展自身业务规模，2018 年以来，三木智能逐步开发国内大型客户，但国内 ODM 市场竞争激烈，国内市场业务扩张情况需持续关注。此外，智能制造业务与传统收费公路运营业务营运模式相差较大，公司存在一定业务整合压力。

## (2) 盈利性

图表 24. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据楚天高速所提供数据绘制。注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017 年及 2018 年上半年度，该公司营业收入分别为 12.31 亿元、12.73 亿元、26.88 亿元和 14.19 亿元，综合毛利率分别为 63.75%、65.04%、38.05% 和 40.36%，公司主业为收费公路运营业务和智能制造业务，2015-2017 年公司收费公路运营业务收入分别为 11.69 亿元、12.07 亿元和 13.22 亿元，随着区域经济的快速发展以及新增路产的培育，公司高速公路运营收入逐年增加，同期毛利分别为 7.39 亿元、7.89 亿元和 8.07 亿元，业务毛利率分别为 63.23%、65.38% 和 61.03%，该业务盈利能力较强，是公司收入和利润的主要来源。2017 年智能制造业务实现收入 12.92 亿元，毛利为 1.75 亿元，业务毛利率为 13.56%。较为稳健的主业支撑起良好的经营收益留存，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司经营收益分别为 4.41 亿元、5.32 亿元、6.54 亿元和 4.06 亿元，并为公司盈利的主要来源，盈利能力较强。

2015-2017 年及 2018 年上半年度，该公司期间费用分别为 3.03 亿元、2.71 亿元、3.46 亿元和 1.55 亿元，期间费用率分别为 24.60%、21.26%、12.88% 和 10.92%，随着公司营业收入的增长，公司期间费用率呈下降趋势。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，同期公司财务费用分别为 2.41 亿元、2.00 亿元、1.96 亿元和 0.87 亿元，2015-2017 年公司有息债务规模的逐年降低，公司财务费用呈下降趋势；管理费用分别为 0.60 亿元、0.69 亿元、1.40 和 0.62

亿元，2017 年因公司收购三木智能，公司人工成本及研发支付增加，当期管理费用大幅增长。

**图表 25. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年度	2017 年 上半年度
营业收入合计（亿元）	12.31	12.73	26.88	14.19	11.45
毛利（亿元）	7.85	8.28	10.23	5.73	5.18
其中：高速公路运营业务（亿元）	7.39	7.89	8.07	4.69	4.46
智能制造业务（亿元）	--	--	1.75	0.81	0.53
毛利率（%）	63.75	65.04	38.05	40.36	45.21
其中：高速公路运营业务（%）	63.23	65.38	61.03	69.47	67.07
智能制造业务（%）	--	--	13.56	11.46	11.88
期间费用率（%）	24.60	21.26	12.88	10.92	14.38
其中：财务费用率（%）	19.58	15.68	7.29	6.10	8.27
全年利息支出总额（亿元）	2.53	2.03	1.93	/	/
其中：资本化利息数额（亿元）	0.08	-	-	/	/
收费公路通行费收入（利润表）	11.69	12.07	13.22	/	/
<b>通行费收入对利息的覆盖倍数[倍]</b>	<b>4.62</b>	<b>5.93</b>	<b>6.86</b>	<b>/</b>	<b>/</b>

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

由于前期收费公路的建设，该公司积累了一定规模的有息债务，每年产生一定规模的利息支出，2015-2017 年公司利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 2.53 亿元、2.03 亿元和 1.93 亿元。2015-2017 年，公司收费公路通行费收入分别为 11.69 亿元、12.07 亿元和 13.22 亿元，通行费收入对利息的覆盖倍数为 4.62 倍、5.93 倍和 6.86 倍，公司通行费收入对利息偿付的保障水平很强。

2017 年该公司投资净收益为 0.62 亿元，主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益。2017 年及 2018 年上半年度，公司获得其他收益分别为 0.20 亿元和 0.14 亿元，为与日常活动有关的政府补助。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司实现净利润为 4.26 亿元、3.87 亿元、5.72 亿元和 3.13 亿元，主要为经营所得。2015-2017 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.70%、8.31%、9.65% 和 10.88%、9.18%、11.03%，资产收益质量较高。

**图表 26. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年度	2017 年 上半年度
投资净收益（亿元）	-0.02	-	0.62	0.00	0.60
其中：处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	-	-	0.62	/	/
其他收益（亿元）	-	-	0.20	0.14	/
其中：政府补助（亿元）	-	-	0.20	0.14	/
营业外收入（亿元）	0.07	0.05	0.01	0.01	0.12
其中：政府补助（亿元）	0.06	0.01	0.00	/	/

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年度	2017 年 上半年度
公允价值变动损益（亿元）	-	-	0.14	-	-
其中：以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产（亿元）	-	-	0.14	-	-

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理

### (3) 运营规划/经营战略

该公司于 2017 年完成产业转型布局和管理调整，确定实施双轮驱动战略，不断巩固双主业经营格局。在巩固收费公路运营业务的基础上，以新兴产业为公司新的利润增长点，推进产业拓展，布局“路桥运营+智能制造”双主业经营格局。目前，公司在建公路项目投资规模较小，资本支出压力小；智能制造业务方面，其利用现金流较为充沛的优势，继续为三木智能提供资金支持，推进智能制造产业升级，加大新产品研发力度，增加产品附加值，增强核心竞争能力。此外，公司计划参与并购基金、股权基金、创业基金等基金项目的投资，间接参与中小企业（含拟 IPO 企业）的前期投资，获取稳定投资回报，提高投资收益。

图表 27. 公司未来投融资规划

主导产品或服务	2018 年 7-12 月	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	1.17	0.87	0.30
其中：宁波卓辉创胜股权投资合伙企业（有限合伙）	0.19	/	/
广西福斯派环保科技有限公司	0.44	/	/
湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司	0.17	/	/
沪渝高速公路新建八岭互通项目投资金额	0.37	0.87	0.30
营运资金需求（亿元，含还本付息）	1.40	9.89	6.31
融资安排（亿元）	1.40	9.89	6.31
其中：权益类融资（亿元）	/	/	/
债务类融资（亿元）	1.40	9.89	6.31

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

## 管理

该公司实际控制人为湖北省国资委，产权结构清晰。公司设有股东大会、董事会和监事会等决策、监督机构，并规范运作，法人治理结构较健全；且公司在业务、财务和资金等方面建立了较完善的运行管理体制，能够满足现阶段投融资管理需要。

## 1. 产权关系与公司治理

### (1) 产权关系

湖北交投为该公司控股股东，截至 2018 年 9 月末，湖北交投持股比例为 35.07%。湖北交投是湖北省国资委下属的地方性国有企业，湖北省国资委委公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

### (2) 主要关联方及关联交易

该公司存在一定规模关联交易与往来，采购商品或接受劳务方面，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司向关联方采购商品/接受劳务分别为 1.05 亿元、0.47 亿元、0.47 亿元和 0.09 亿元，主要为道路养护、竣工验收服务费；2015-2016 年，公司向关联方出售商品/提供劳务分别为 0.02 亿元和 0.03 亿元，2017 年及 2018 年上半年度公司未向关联方出售商品/提供劳务。

关联担保方面，该公司控股股东湖北交投为公司提供关联担保，截至 2018 年 6 月末，关联担保余额为 12.00 亿元，系湖北交投为公司发行的两期公司债提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至 2018 年 6 月末，公司为下属子公司担保余额为 0.71 亿元，担保规模较小。

该公司应收关联方往来款规模较小，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司应收关联方资金合计分别为 112.06 万元、930.91 万元、945.21 万元和 977.97 万元，同期应付关联方资金合计 9521.09 万元、5289.73 万元、3762.75 万元和 2407.22 万元。

### (3) 公司治理

该公司根据《公司法》及上市公司的相关法律法规的要求，设立有股东大会、董事会及监事会等决策及监督机构，法人治理结构健全，公司运营管理和财务具有较强的独立性。股东大会为公司的最高权力机构，由股东组成。公司依据证券登记机构提供的凭证建立股东名册，股东名册是证明股东持有公司股份的充分证据。股东按其所持有股份的种类享有权利，承担义务；持有同一种类股份的股东，享有同等权利，承担同种义务。公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年；董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名，可以设副董事长，董事会暂不设职工代表董事；9 名董事中控股股东推荐 1 名，二股东推荐 2 名，上届董事会推荐 6 名（包括 3 名独立董事）。截至 2018 年 9 月末，公司董事会到位 8 名，设董事长和副董事长。监事会由 5 名监事组成，监事会设主席 1 名，可以设副主席，5 名监事中控股股东和二股东各推荐 1 名，职工监事 2 名，上届监事会推荐 1 名；职工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。截至 2018 年 9 月末，公司监事会到位 5 名，设监事会主席，未设副主席。公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，公司设副经理，由董事会聘任或解聘。



## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了董事会办公室、审计部、综合办公室、党委组织部（暨人力资源部）、投资发展部、财务部、资产经营部、运营管理部、工程技术部、安全管理部、党群工作部及纪检监察室等 12 个职能部门，各部门之间权责较明确，能基本满足公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

该公司根据自身业务及经营管理实际情况，制定了较为完备的管理与内控制度，涉及财务管理、预算管理、担保管理、投资管理、子公司管理等方面。

### (2) 经营决策机制与风险控制

关联交易方面，该公司按照有关法律、行政法规、部门规章以及《股票上市规则》、《上市公司关联交易实施指引》等有关规定，制定了《关联交易管理制度》，公司关联交易的内部控制遵循公平、公正、合理的原则，不存在损害公司和其他股东的利益。公司明确关联交易遵循统一管理、定价公允、依法决策、合规披露的原则，划分公司股东大会、董事会、监事会等对关联交易事项的职责，对关联交易的认定、定价与交易金额、披露内容及决策程序做出详细要求。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保制度》。对担保对象及担保条件、担保审批权限、担保程序等做出了规定。

### (3) 投融资及日常资金管理

财务管理方面，该公司制定了《财务管理办法（修改稿）》、《内部审计管理制度》、《会计核算办法》、《固定资产管理办法》、《内部控制流程》等一系列财务管理制度和核算办法。

预算管理方面，该公司为强化内部控制，提高经济效益，确保公司经营目标实现，通过资金预算来平衡资金的收支，实现资金资源效益的最大化。公司年度有资金总体预算，并在此基础上，根据经营活动的变化及需求，及时对预算进行调整，实时反映资金预算盈缺，为经营决策提供依据。

投资管理方面，该公司制订了《投资管理办法》，规定对外投资的方式包括：建设项目投资、股权投资（控股或参股）、兼并、收购、联营、证券投资和股权的出让等。公司对外投资遵循合法性、前瞻性、一致性、适应性、收益性、谨慎性、可控性、公开性原则。

### (4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2018 年 7 月 17 日《企业信用报告》，公司本部及公司子公司暂未存在债务违约情况。

图表 28. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	公司本部	三木智能
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018 年 7 月	未提供	不涉及	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018 年 10 月	正常	正常	不涉及
诉讼	天眼查及国家企业信用信息公示系统	2018 年 10 月	涉及	涉及	不涉及
行政处罚			不涉及	不涉及	不涉及

资料来源：根据楚天高速所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

由于前期收费公路项目的投资建设，该公司积累了一定规模刚性债务，近年来，随着债务的到期偿付及工程款的结算，公司债务规模有所收缩，资产负债率呈逐年缓慢下降趋势并维持在合理可控水平，但公司债务期限结构趋于短期化，账面可动用现金类资产对短期刚性债务的覆盖水平趋弱，短期债务偿付压力加大。2017 年为完成收购三木智能，公司向北海三木投资有限公司等发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，资本实力进一步增强；目前公司主业获现能力较强，持续稳定的经营性净现金流入及较通畅的融资渠道为公司即期债务的偿付提供一定保障。

### 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2017 年，该公司收购三木智能<sup>5</sup>（837418.OC，已于 2017 年 1 月 10 日退市），合并口径增加 6 家子公司，此外公司设立湖北楚天高速智能产业研究院有限公司和宜宾美泰琦智能设备有限公司。截至 2017 年末，公司合并口径内 14 家子公司，其中一级子公司 8 家。2018 年以来，公司合并口径未发生变化。

根据《湖北楚天高速公路股份有限公司第五届董事会第二十七次会议决议公告》和《上海市锦天城律师事务所关于湖北楚天高速公路股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之法律意见书》等，该公司与发行股票及支付现金购买资产的交易对方<sup>6</sup>于 2016 年 7 月 15 日签署了《湖北楚天高速公路股份有限公司发行股份及支付现金购买资产协议》、《湖北楚天高速公路股份有限公司业绩补偿协议》、《湖北楚天高速公路股份有限公司非公开发行 A 股股票之附条件生效的股份认购协议》等文件。公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买三木投资及其一致行动人合计持有的三木

<sup>5</sup> 三木智能成立于 2005 年 6 月，总部设在深圳南山科技园，拥有深圳南山科技园及惠州两个研发中心，于 2016 年 5 月 26 日在全国中小企业股份转让系统挂牌。

<sup>6</sup> 深圳市三木投资有限公司、深圳市九番股权投资管理企业（有限合伙）、张旭辉、诺球电子（深圳）有限公司、云亚峰、杨海燕、黄国昊、张黎君、叶培锋、熊胜峰、黄日红和张建辉为公司本次发行股票及支付现金购买资产的交易对方，简称“三木投资及其一致行动人”。

智能 100% 股权，标的资产交易价格为 12.60 亿元。业绩承诺方面，三木投资及其一致行动人对三木智能 2016 年度、2017 年度、2018 年度及 2019 年度合并财报中归属于母公司股东的净利润数（以扣除非经常性损益前后孰低为准）与净利润承诺数分别为 0.98 亿元、1.18 亿元、1.40 亿元和 1.70 亿元，差额将予以补偿，且优先以股份方式进行补偿。

2017 年 1 月 19 日，根据《关于重大重组事项获得中国证监会核准的公告》，该公司申请向三木投资及其一致行动人发行 1.90 亿股股份以及支付三木投资现金 3.78 亿元购买三木智能 100% 股权；同时，申请非公开发行 0.87 亿股股份募集本次发行股份购买资产的配套资金。

2017 年 2 月 16 日，该公司向三木投资及其一致行动人发行 1.90 亿股股份，其中增加股本 1.90 亿元，增加资本公积 6.92 亿元。同时，公司收到非公开发行股票募集资金 4.05 亿元，扣除承销费用及与本次非公开发行直接相关的其他发行费用后，募集资金净额为 3.99 亿元，其中增加股本 0.87 亿元，增加资本公积 3.12 亿元。上述事项完成后，公司合计增加股本 2.77 亿元和资本公积 10.04 亿元。同时，公司收购三木智能形成商誉 8.85 亿元。

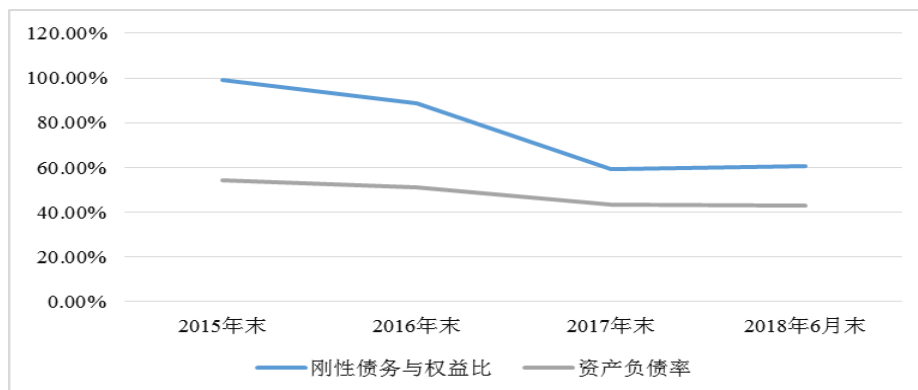
根据中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于深圳市三木智能技术有限公司业绩承诺实现情况的专项审核报告》（众环专字（2018）010790 号），三木智能 2017 年度实现归属于母公司股东的净利润为 1.13 亿元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 1.05 亿元。三木智能未能实现 2017 年度业绩承诺，其实现净利润较当年承诺净利润 1.18 亿元差额 0.13 亿元，业绩完成率 89.04%。三木智能未能实现 2017 年度业绩承诺主要原因为：①三木智能营业收入中外销占比较大，主要以美元进行结算。因 2017 年度人民币汇率中间价对美元从年初 6.9498 升值到年末 6.5342，升值比例 5.98%。受人民币升值影响，三木智能产生汇兑损失 1036.42 万元。②平板电脑市场整体下滑，三木智能平板产品的客户订单受一定影响，另外新开发客户的产品订单对业绩的积极影响尚未完全释放，导致 2017 年度业绩未能按预期实现。

2018 年 4 月 26 日，经该公司第六届董事会第十五次会议决议通过了《关于审议重大资产重组 2017 年度业绩承诺补偿方案的议案》，三木智能 2016-2017 年累计实现净利润 2.11 亿元，与累计承诺净利润数 2.16 亿元相比，差额为 0.05 亿元。2017 年公司回购补偿股份数量为 2709103 股，于 2018 年 7 月 26 日完成回购并予以注销。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 29. 公司财务杠杆水平变动趋势



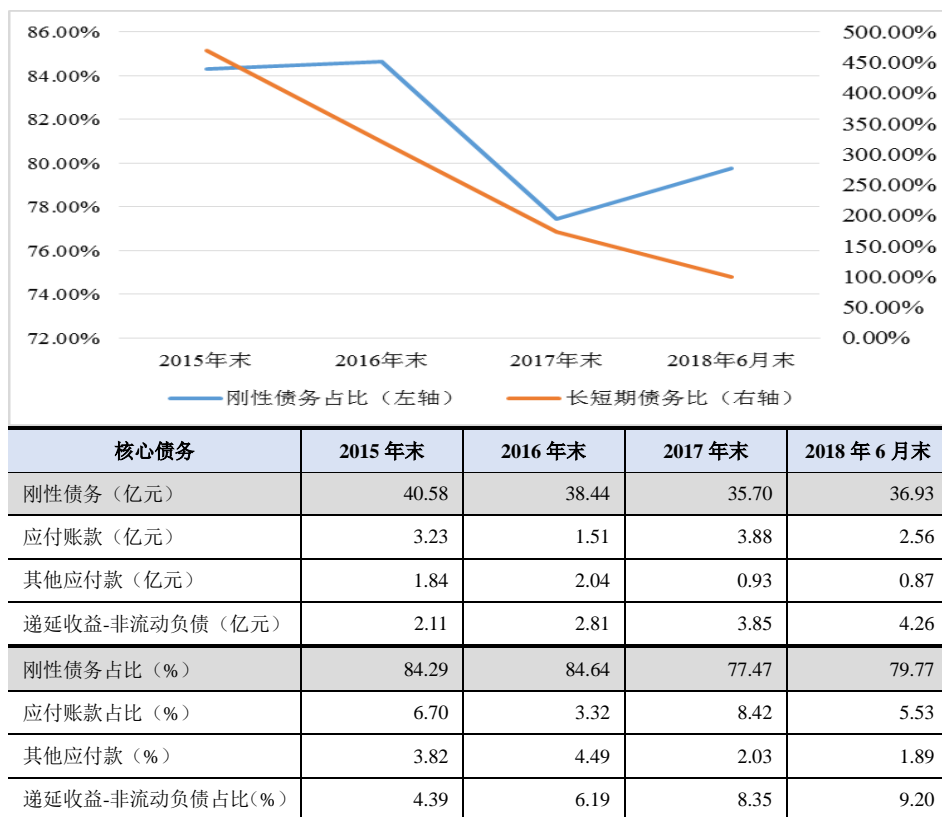
资料来源：根据楚天高速所提供数据绘制。

因前期收费公路项目投建，该公司积累一定规模债务，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司负债总额分别为 48.15 亿元、45.42 亿元、46.08 亿元和 46.30 亿元，资产负债率分别 54.08%、51.11%、43.33%和 43.09%，财务杠杆水平可控，且总体呈下降趋势。2017 年末资产负债率大幅下降主要系公司定增带来所有者权益大幅增长所致。

2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司所有者权益分别为 40.89 亿元、43.45 亿元、60.27 亿元和 61.16 亿元，2017 年所有者权益大幅增长系重大资产重组（定增）所致。同期末，公司股本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益分别为 62.47%、60.73%、66.80%和 65.83%；同期末，公司未分配利润分别为 15.13 亿元、16.88 亿元、19.85 亿元和 20.75 亿元，占所有者权益比重分别为 37.00%、38.86%、32.94%和 33.93%，公司未分配利润较大，如遇股东要求大额利润分配，或将影响公司权益结构和财务质量，2015-2017 年公司分红规模（含税）分别为 1.31 亿元、1.73 亿元和 2.25 亿元，占当年度合并报表中归属于上市公司股东净利润的比率分别为 30.44%、44.33%和 39.08%，并已于次年实现红利现金支付。

## (2) 债务结构

图表 30. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据楚天高速所提供数据绘制。

从负债期限结构来看，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司长短期债务比分别为 469.95%、320.19%、172.89%和 99.80%，债务期限结构短期化。从债务构成来看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、递延收益-非流动负债等构成，2017 年末占负债的比重分别为 77.47%、8.42%和 8.35%。2017 年末，公司应付账款 3.88 亿元，较上年末增长 157.58%，主要为应付工程款及租金、应付货款，增幅主要系合并三木智能增加的应付货款资金；递延收益-非流动负债为 3.85 亿元，较上年末增长 36.75%，主要为收到与资产相关的政府补助和预收租金形成的递延收益，增幅主要系政府补助增加所致。此外，2017 年末其他应付款 0.93 亿元，较上年末减少 54.14%，主要系部分工程质保金、保证金及押金退还。截至 2018 年 6 月末，公司应付账款较上年减少 34.03%至 2.56 亿元，主要系部分货款结算；递延收益-非流动负债为 4.26 亿元，较上年末增长 10.71%，主要系获得政府补助增加。

## (3) 刚性债务

图表 31. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
短期刚性债务合计	3.00	6.65	10.45	18.16
其中：短期借款	2.00	-	5.04	9.98



刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
一年内到期非流动负债	0.58	1.19	4.37	7.95
应付短期债券	-	5.00	-	-
应付票据	-	-	0.63	0.13
其他短期刚性债务	0.42	0.46	0.41	0.09
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>37.59</b>	<b>31.80</b>	<b>25.25</b>	<b>18.78</b>
其中：长期借款	25.68	19.87	13.30	12.80
应付债券	11.91	11.93	11.95	5.98
<b>公司融资成本利率区间（%）</b>	<b>4.41-6.55</b>	<b>2.85-5.88</b>	<b>4.13-5.88</b>	<b>3.47-5.88</b>

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理（四舍五入存在尾差）。

2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司刚性债务分别为 40.58 亿元、38.44 亿元、35.70 亿元和 36.93 亿元，占公司负债比重分别为 84.29%、84.64%、77.47% 和 79.77%。其中短期刚性债务分别为 3.00 亿元、6.65 亿元、10.45 亿元和 18.16 亿元，呈逐年增加趋势，主要由短期借款和一年内到期的非流动负债等构成。同期，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 102.22%、68.53%、60.06% 和 40.76%，货币资金等现金类资产对短期刚性债务偿付保障能力趋弱。同期末，公司中长期刚性债务分别为 37.59 亿元、31.80 亿元、25.25 亿元和 18.78 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，其中 2017 年末长期借款 13.30 亿元，较上年末减少 33.07%，主要系部分借款即将到期转入一年内到期的非流动负债核算；应付债券余额为 11.95 亿元，为公司发行的两期公司债。截至 2018 年 6 月末，公司刚性债务为 36.93 亿元，较上年末增长 3.46%，主要系短期银行借款增长，2018 年上半年融资成本增长，公司避免长期高息债务则利用短期资金周转。

**图表 32. 2018 年 6 月末公司银行借款方式（单位：亿元）**

构成	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款
质押借款	--	1.96	10.83
保证借款	0.48		--
信用借款	9.50		1.97
<b>合计</b>	<b>9.98</b>	<b>1.96</b>	<b>12.80</b>

资料来源：楚天高速

截至 2018 年 6 月末，该公司银行借款 24.74 亿元，借款方式主要为信用借款和质押借款，其中质押借款质押物为麻竹高速大随段、黄咸高速的收费权。融资成本方面，2018 年 6 月末，公司融资成本区间为 3.47-5.88%，融资成本控制尚可。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 33. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
营业收入现金率（%）	99.22	102.76	93.75	99.11

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年上半年度
业务现金收支净额（亿元）	7.11	8.98	10.05	1.61
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.21	-0.26	-1.71	0.57
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.89	8.72	8.34	2.18
EBITDA（亿元）	9.20	9.87	12.40	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.22	0.25	0.33	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.64	4.85	6.44	-

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司高速公路运营业务获现能力较强，智能制造业务因存在一定期限的账期，现金流相对滞后但影响尚可控，公司现金流总体较为稳定。2015-2017年及2018年上半年度，公司营业收入现金率分别为99.22%、102.76%、93.75%和99.11%，2017年公司新增智能制造业务，该业务存在一定账期，因此营业收入现金率略有下降。2015-2017年及2018年上半年度，经营活动产生的现金流量净额分别为6.89亿元、8.72亿元、8.34亿元和2.18亿元，公司经营现金流主要来源于自身经营业务相对有效的现金回笼。

该公司收到其他与经营活动给有关现金主要核算收到的银行利息收入、项目保证金、质保金、政府补贴收入、收到往来款等，支付其他与经营活动给有关现金主要核算支付保证金、支付的各项费用等，2015-2017年及2018年上半年度，公司其他因素现金收支净额分别为-0.21亿元、-0.26亿元、-1.71亿元和0.57亿元，2017年因支付保证金1.08亿元，加之支出的各项税费（资产重组费用和三木智能合并增加的费用）有所增长，公司当期其他因素现金支出规模较大。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和无形资产及其他资产摊销等构成，2015-2017年，公司 EBITDA 分别为 9.20 亿元、9.87 亿元和 12.40 亿元，呈增长趋势，公司 EBITDA 对利息支出形成有效保障，但对刚性债务的覆盖能力一般。

## （2）投资环节

图表 34. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年上半年度
回收投资与投资支付净流入额	-0.20	-0.68	-3.10	0.78
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.22	-1.73	-1.19	-0.58
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-0.00
投资环节产生的现金流量净额	-3.42	-2.41	-4.29	0.20

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

近年来，该公司新建及扩建高速公路项目资金支出逐渐减少，2015-2017年及2018年上半年度，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产

形成的净流出额分别为 3.22 亿元、1.73 亿元、1.19 亿元和 0.58 亿元。

2017 年，该公司投资支付的现金较大主要是公司对联营企业湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司的投资以及通过参股等方式参与投资设立基金管理公司等<sup>7</sup>，目前联营企业及参股基金公司尚处于运作初期，因此产生的现金收益较少；同期公司收回投资收到的现金 1.70 亿元，主要为收回对武汉天凤睿信资本投资中心（有限合伙）的投资款。2018 年上半年度，公司投资支付现金和收回投资收到的现金为短期理财的购买和赎回<sup>8</sup>以及对宁波梅山保税港区嘉展股权投资合伙企业（有限合伙）追加投资 0.20 亿元。

2015-2017 年及 2018 年上半年度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.42 亿元、-2.41 亿元、-4.29 亿元和 0.20 亿元。随着公司收费公路项目的逐渐完工，公司主业收费公路投资支出的现金流逐年减少，但公司逐步参与基金等金融投资业务，中短期内仍会有部分投资支出需求。

### （3）筹资环节

图表 35. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
权益类净融资额	-0.85	-1.31	2.12	-2.25
其中：现金分红支出	0.85	1.31	1.73	2.25
债务类净融资额	-4.92	-4.21	-5.80	0.83
其中：现金利息支出	2.38	2.00	2.00	1.21
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.50	0.75	0.76	-
筹资环节产生的现金流量净额	-5.27	-4.76	-2.92	-1.42

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

近年来，该公司经营活动产生的现金流入基本能满足投资所需资金，因此公司筹资活动主要用于债务的循环。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-5.27 亿元、-4.76 亿元、-2.92 亿元和-1.42 亿元。2017 年公司吸收投资收到的现金 3.85 亿元，主要系司非公开发行股份募集资金 4.05 亿元，扣除相关费用和持股保证金后，现金流入账为 3.85 亿元。

## 4. 资产质量

图表 36. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	3.91	5.61	14.00	16.12
	4.39%	6.32%	13.16%	15.00%
其中：货币资金（亿元）	3.05	4.55	5.91	6.67
应收款项（亿元）	0.54	0.75	3.92	4.68

<sup>7</sup> 2017 年公司购买理财 0.97 亿元，入账其他流动资产；投资灯塔财经信息有限公司（0.15 亿元）、睿海天泽咸宁股权投资合伙企业（有限合伙）（0.50 亿元）、宁波梅山保税港区嘉展股权投资合伙企业（有限合伙）（0.10 亿元）、广州市弘得信股权投资管理有限公司（0.50 亿元），入账可供出售金融资产；投资湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司 0.84 亿元，入账长期股权投资。

<sup>8</sup> 公司购买理财均为短期理财，期限 30-60 天，收益率在 4% 左右。

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
存货 (亿元)	0.02	0.01	1.20	1.87
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	85.12	83.25	92.35	91.33
	95.61%	93.68%	86.84%	85.00%
其中: 可供出售金融资产 (亿元)	1.70	1.70	1.45	1.65
长期股权投资 (亿元)	0.25	0.93	1.78	1.78
固定资产 (亿元)	6.22	5.18	6.25	6.00
无形资产 (亿元)	75.87	74.21	73.39	72.21
商誉 (亿元)	-	-	8.85	8.85
<b>期末全部受限资产账面金额价值 (亿元)</b>	75.03	55.80	56.08	55.14
<b>期末抵押融资余额 (亿元)</b>	25.76	19.37	14.75	12.63
<b>受限资产账面余额/总资产 (%)</b>	84.27	62.79	52.73	51.31

资料来源: 根据楚天高速所提供数据整理。

2015-2017 年末及 2018 年 6 月末, 该公司资产总额分别为 89.03 亿元、88.87 亿元、106.35 亿元和 107.45 亿元。其中, 非流动资产分别为 85.12 亿元、83.25 亿元、92.35 亿元和 91.33 亿元, 分别占资产总额的 95.61%、93.68%、86.84% 和 85.00%, 以非流动资产为主的资产结构与公司业务性质较为一致。

截至 2017 年末, 该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产以及商誉等构成。其中, 可供出售金融资产为 1.45 亿元, 较上年末减少 14.71%, 主要为投资的灯塔财经信息有限公司、睿海天泽咸宁股权投资合伙企业 (有限合伙) 等股权投资企业, 降幅主要系公司收回对武汉天风睿信资本投资中心 (有限合伙) 的投资款; 长期股权投资余额为 1.78 亿元, 较上年末增长 92.76%, 主要为系公司投资湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司等联营企业, 增幅系公司追加对湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司的投资; 固定资产净额为 6.25 亿元, 较上年末增长 20.56%, 主要为房屋建筑物, 增幅主要系三木智能并表所致; 无形资产余额为 73.39 亿元, 主要为收费公路特许经营权和土地使用权; 商誉为 8.85 亿元, 主要为公司收购三木智能所形成, 若三木智能业绩不达预期, 公司或将面临商誉减值风险。截至 2018 年 6 月末, 公司非流动资产 91.33 亿元, 较上年末减少 1.10%。

截至 2017 年末, 该公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成。其中, 货币资金余额为 5.91 亿元, 较上年末增长 29.91%, 其中受限货币资金为 0.27 亿元, 受限比例较小; 应收账款为 3.92 亿元, 较上年末增长 422.77%, 主要应收湖北省高速公路联网监控收费中心通行费以及三木智能应收货款, 其中三木智能应收账款账期 1 年以内为 3.18 亿元, 2017 年末公司应收账款周转次数为 11.50 次, 目前账款周转情况较好; 存货余额为 1.20 亿元, 较上年末增加 1.20 亿元, 主要期三木智能的原材料、在产品以及库存商品等。此外, 截至 2017 年末, 公司其他流动资产 1.44 亿元, 较上年末增长 54.55%, 主要为公司购买短期银行理财, 已于 2018 年上半年赎回; 其他应付款 0.80 亿元, 主要为三木智能对非关联公司的应收款项和应收出口退税款等。截至 2018 年 6 月末, 公司流动资产 16.12 亿元, 较上年末增长 15.17%, 主要系货币资

金增加以及三木智能业务发展带来的应收账款和存货增加所致。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 37. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率 (%)	46.29	51.93	82.91	69.58
速动比率 (%)	45.33	50.27	73.73	58.53
现金比率 (%)	36.26	42.15	37.15	31.94

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

由于该公司资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，近年来短期债务规模上升，公司账面流动比率和速动比率均较低，2018 年 6 月末流动比率和速动比率分别为 69.58% 和 58.53%。公司用于抵质押的收费公路收费权等资产较大，截至 2018 年 6 月末，公司受限资产为 55.14 亿元，占资产总额的 51.31%，其中麻竹高速大随段收费权受限 30.89 亿元，但对应质押借款仅剩 1.50 亿元。

短期债务偿付上，截至 2018 年 6 月末，该公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 31.94% 和 40.76%，现金类资产对短期刚性债务偿付保障相对有限。

## 6. 表外事项

截至 2018 年 6 月末，该公司未对合并口径之外企业进行担保。

截至 2018 年 8 月 17 日，该公司股东三木投资及其一致行动人累计质押公司 0.56 亿股，占其所持公司股数的 29.25%，占公司总股本的 3.24%。

## 7. 母公司财务质量

该公司本部主要负责收费公路的建设及运营，同时起到战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能，智能制造业务和少部分收费速公路业务则由三木智能和其他子公司负责经营发展，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司本部资产总额分别为 67.68 亿元、68.24 亿元、88.08 和 93.72 亿元，其中占比较大的主要为货币资金、其他应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产等，2018 年 6 月末分别为 4.54 亿元、5.64 亿元、29.08 亿元、4.95 亿元和 45.92 亿元。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司本部刚性债务分别为 21.64 亿元、18.86 亿元、20.62 亿元和 25.00 亿元，资产负债率分别为 38.61%、34.86%、30.93% 和 34.52%，公司本部负债经营水平较低。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司本部实现营业收入 10.87 亿元、11.19 亿元、12.36 亿元和 6.23 亿元，主要为通行费收入，净利润分别为 4.64 亿元、4.21 亿元、5.30 亿元和 2.78 亿元。同期，公司本部经营环节净现金流入分别为 6.15 亿元、7.95 亿元、6.73 亿元和 4.94 亿元，持续稳定的现金流入对公司本部即期债务的偿付提供一定保障，加之公司本部货币资金较为充裕，且作为上市公司，本部融资渠道较



通畅，可为公司债务偿付提供一定保障。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

2015-2017 年及 2018 年上半年度，该公司获得政府补贴分别为 0.50 亿元、0.50 亿元、1.16 亿元和 0.50 亿元，入账递延收益科目，主要为沪渝高速公路排湖互通新建工程项目补偿资金以及沪渝高速公路新建八岭互通项目补偿资金。

### 2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2018 年 6 月末，公司银行授信总额度 45.50 亿元，已使用 24.81 亿元，剩余未使用 20.69 亿元。同时，公司可通过资本市场进行股权融资和债务融资，具有较强的融资能力。

**图表 38. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信
全部（亿元）	45.50	24.81	20.69
其中：国家政策性金融机构（亿元）	3.48	3.48	0.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	17.49	13.17	4.32
其中：大型国有金融机构占比（%）	46.09	67.10	20.88

资料来源：楚天高速（截至 2018 年 6 月末）

## 债项信用分析

### 1. 本期债券特定条款

本期债券期限为 5（3+2）年，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

### 2. 增信措施及效果

本期债券无增信措施。

### 3. 其他偿付保障措施

#### （1）核心业务盈利保障

2015-2017 年及 2018 年上半年度，该公司营业收入分别为 12.31 亿元、12.73 亿元、26.88 亿元和 14.19 亿元，公司收入保持增长趋势；公司主业的

现金回笼能力较强，同期经营活动现金流净额分别为 6.89 亿元、8.72 亿元、8.34 亿元和 2.18 亿元，持续流入的现金净可为公司债务偿付提供一定保障。

## (2) 直接和间接融资渠道较为畅通

该公司为上市公司，可通过股票发行等方式获得投资；且公司与多家金融机构保持良好的合作关系，外部融资渠道较为畅通，截至 2018 年 6 月末，公司已获银行授信总额 45.50 亿元，未使用 20.69 亿元，尚未使用的银行授信能为即期债务提供一定保障。

## 评级结论

该公司实际控制人为湖北省国资委，产权结构清晰。公司设有股东大会、董事会和监事会等决策、监督机构，并规范运作，法人治理结构较健全；且公司在业务、财务和资金等方面建立了较完善的运行管理体制，能够满足现阶段投融资管理需要。

该公司以收费公路建设及运营为传统主业，近年来收费公路业务收入稳步增长，且为利润的主要来源，但因周边路网不完善，公司部分路产收费质量偏弱，公司目前暂无在建及拟建的大型公路项目，中短期内资本支出压力较小。此外，2017 年公司收购三木智能，主业拓展智能制造业务，智能制造业务成为公司收入另一增长点，但该业务与公司传统主业相差较大，关注智能制造业务整合及业务扩张的稳健性情况。

由于前期收费公路项目的投资建设，该公司积累了一定规模刚性债务，近年来，随着债务的到期偿付及工程款的结算，公司债务规模有所收缩，资产负债率呈逐年缓慢下降趋势并维持在合理可控水平，但公司债务期限结构趋于短期化，账面可动用现金类资产对短期刚性债务的覆盖水平趋弱，短期债务偿付压力加大。2017 年为完成收购三木智能，公司向北海三木投资有限公司等发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，资本实力进一步增强；目前公司主业获现能力较强，持续稳定的经营性净现金流入及较通畅的融资渠道为公司即期债务的偿付提供一定保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一个会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

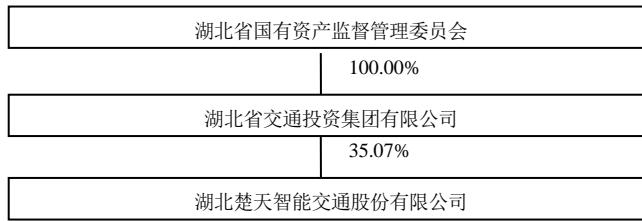
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

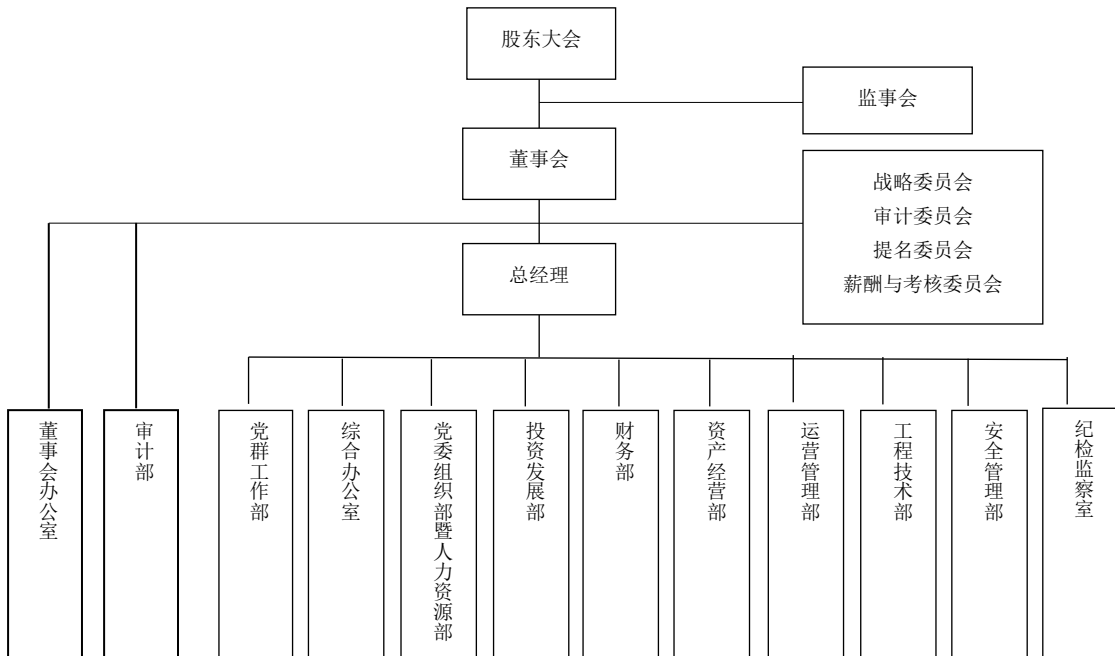
公司与实际控制人关系图



注：根据楚天高速提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据楚天高速提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）。

## 附录三：

## 相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
湖北省交通投资集团有限公司	湖北交投	控股股东	--	高速公路建设及运营	2108.76	1,138.28	220.54	24.90	38.39	控股股东合并口径
湖北楚天智能交通股份有限公司	楚天高速	本部	--	高速公路建设及运营	20.62	60.83	12.36	5.30	6.73	母公司口径
深圳市三木智能技术有限公司	三木智能	一级子公司	100	智能制造	0.74	4.35	13.57	1.13	-0.15	合并
湖北楚天鄂东高速公路有限公司	鄂东高速	一级子公司	90	交通运输	11.03	2.03	0.59	-0.38	0.97	
湖北楚天高速咸宁有限公司	咸宁高速	一级子公司	100	交通运输	3.18	6.88	0.44	-0.16	0.95	
湖北楚天高速公路经营开发有限公司	经营公司	一级子公司	100	商务服务、广告代理	--	0.25	0.47	0.08	0.06	
湖北楚天高速文化传媒有限公司	传媒公司	一级子公司	100	商务、文化服务	--	0.22	0.11	0.05	0.06	
湖北楚天高速投资有限责任公司	楚天投资	一级子公司	100	投资	--	2.48	--	0.46	-0.14	
湖北楚天高速智能产业研究院有限公司	楚天智能	一级子公司	100	技术开发	--	0.02	--	-0.01	-0.01	
湖北楚天高速公路有限公司		一级子公司	100	高速公路经营	--	0.13	--	0.00	0.00	

注：根据楚天高速 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。



附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年度
资产总额 [亿元]	89.03	88.87	106.35	107.45
货币资金 [亿元]	3.05	4.55	5.91	6.67
刚性债务[亿元]	40.58	38.44	35.70	36.93
所有者权益 [亿元]	40.89	43.45	60.27	61.16
营业收入[亿元]	12.31	12.73	26.88	14.19
净利润 [亿元]	4.26	3.87	5.72	3.13
EBITDA[亿元]	9.20	9.87	12.40	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.89	8.72	8.34	2.18
投资性现金净流入量[亿元]	-3.42	-2.41	-4.29	0.20
资产负债率[%]	54.08	51.11	43.33	43.09
权益资本与刚性债务比率[%]	100.75	113.02	168.83	165.59
流动比率[%]	46.29	51.93	82.91	69.58
现金比率[%]	36.26	42.15	37.15	31.94
利息保障倍数[倍]	2.73	3.63	4.89	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	16.59	19.92	44.98	—
毛利率[%]	63.75	65.04	38.05	40.36
营业利润率[%]	35.61	41.84	27.87	29.58
总资产报酬率[%]	7.70	8.31	9.65	—
净资产收益率[%]	10.88	9.18	11.03	—
净资产收益率*[%]	11.03	9.30	11.14	—
营业收入现金率[%]	99.22	102.76	93.75	99.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	58.03	90.52	60.22	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.90	13.49	8.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.64	4.85	6.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.25	0.33	—

注：表中数据依据楚天高速经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 5 月）
- 《工商企业评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。