

湖北楚天高速公路股份有限公司

2013 年公司债券(第一期)、(第二期)2017 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券
信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【192】号 01

增信方式：保证担保

担保主体：湖北省交通
投资集团有限公司

债券剩余规模：13 楚天
01：6 亿元；13 楚天 02：
6 亿元

债券到期日：13 楚天 01：
2019-05-26；13 楚天 02：
2020-06-08

债券偿还方式：到期一
次还本，其中 13 楚天 01
附第 3 年末公司上调票
面利率选择权和投资者
回售选择权

分析师

姓名：
张涛 刘志强

电话：
0755-82873121

邮箱：
zhangt@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司高速公路
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已披
露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

湖北楚天高速公路股份有限公司 2013 年公司债券(第一期)、 (第二期) 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	13 楚天 01: AAA	AAA
	13 楚天 02: AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 05 月 26 日	2016 年 05 月 30 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖北楚天高速公路股份有限公司（以下简称“楚天高速”或“公司”）及其于 2014 年 5 月 26 日和 2015 年 6 月 8 日分别发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司所辖高速公路车流量及收费持续增加，非公开发行股份收购深圳市三木智能技术有限公司（以下简称“三木智能”），增强了资本实力，经营现金流表现良好，且湖北省交通投资集团有限公司（以下简称“湖北交投”或“担保方”）的提供的保证担保有效地提升了本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司引入的新业务与原有业务差异大，仍需进行业务、人员及财务等诸多方面的整合，商誉存在减值风险，三木智能的客户集中度高，公司资产流动性一般，存在一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司高速公路经营业务发展平稳。2016 年公司车辆通行费收入规模为 120,732.62 万元，较上年增长 3.27%。其中汉宜高速持续带来稳定收入，收入规模为 108,350.51 万元，大随和黄咸高速实现收入规模不大，但保持增长，增长率分别为 15.63%和 8.57%。
- 公司主营业务能够带来稳定的现金流。高速公路运营行业的固有特征决定公司经营现金流入较有保障，2016 年公司经营现金净流入金额达到 8.72 亿元。

- **非公开发行股份收购三木智能，增强了资本实力。**公司非公开发行股份使得新增实收资本合计 27,741.80 万元，新增资本公积 100,399.29 万元，截至 2017 年 3 月末公司实收资本为 173,079.59 万元，资本实力增强。
- **湖北交投的保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。**经鹏元综合评定，湖北交投 2017 年主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **高速公路行业存在一定的政策风险。**根据湖北省《省人民政府办公厅关于进一步降低企业成本振兴实体经济的意见》（鄂政办发[2017]24 号）规定，自 2017 年 5 月 1 日起，对使用通衢卡电子支付的货车用户，高速公路通行费优惠比例由 10% 提高到 15%；自 2017 年 6 月 1 日起，对经指定收费站进出省内长江沿岸主要港口的集装箱卡车，实行收费公路通行费 50% 优惠。该政策正式施行后将可能会对公司收入及利润水平形成一定负面影响。
- **因并购导致的业务、人员、财务等各方面的整合运营存在不确定性，并购形成的商誉存在减值的风险。**公司并入的三木智能业务与原有高速公路运营业务有较为明显的差异，后续在业务、人员和财务等方面能否顺利整合需进一步关注。并购过程中形成 88,500.61 万元商誉，溢价较高，有一定的减值风险。
- **三木智能存在客户集中度高的风险。**三木智能 2015-2016 年及 2017 年第 1 季度前五大客户销售额占当期销售总额比例分别为 76.95%、67.97% 和 87.83%，对主要客户依赖性较强。
- **公司资产中非流动资产占比较高，整体资产流动性一般。**截至 2016 年末，公司无形资产为 74.21 亿元，占总资产的 83.51%，主要为高速公路收费权，其中 75.19% 已被质押。
- **公司有息负债规模较大，存在一定的债务压力。**截至 2017 年 3 月末，公司有息债务为 38.84 亿元，有一定的偿还压力。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,085,402.95	888,680.68	890,340.54	901,303.29
归属于母公司所有者权益合计（万元）	578,124.21	432,686.77	406,721.51	372,234.37
有息债务（万元）	388,401.87	379,875.55	401,680.32	426,879.94
资产负债率	46.58%	51.11%	54.08%	58.42%

流动比率	1.10	0.52	0.46	0.36
速动比率	0.99	0.52	0.46	0.36
营业收入（万元）	52,365.86	127,260.19	123,065.05	113,024.25
营业利润（万元）	23,088.60	53,246.81	43,821.19	43,821.68
利润总额（万元）	23,213.72	53,604.18	44,463.08	43,962.81
综合毛利率	52.44%	65.04%	63.75%	63.49%
总资产回报率	-	8.31%	7.70%	6.48%
EBITDA（万元）	-	98,688.23	91,967.64	92,421.54
EBITDA 利息保障倍数	-	4.85	3.64	3.16
经营活动现金流净额（万元）	27,802.03	87,151.08	68,928.16	70,796.39

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2013]1667”号文核准，公司分别于2014年5月26日和2015年6月8日发行5年期6亿元（两期共12亿元）公司债券，票面利率分别为5.88%和4.58%。

截至2017年3月31日，本期债券募集资金已经使用完毕，其中9亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充公司的流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2017年3月31日，湖北交投持有公司35.02%的股份，为公司的控股股东。湖北省人民政府国有资产监督管理委员会持有湖北交投100%的股份，为公司的实际控制人。

2017年1月，公司以发行股份及支付现金方式购买三木智能合计100%的股权。三木智能主营业务为平板电脑、手机等电子产品生产及销售，已于2017年1月20日完成过户。截至2017年3月31日，三木智能账面净资产（母公司口径）为28,039.93万元，标的资产交易价格增值率为349.36%，形成商誉88,500.61万元，本次交易增值率较高，存在一定的商誉减值风险。

上述交易中，公司合计非公开发行股份277,418,030股，其中发行股份购买资产部分非公开发行190,085,929股，募集配套资金部分非公开发行87,332,101股，发行价格均为4.64元/股。据中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）出具《验资报告》（众环验字（2017）010010号）和《验资报告》（众环验字（2017）010009号），本次非公开发行使得新增实收资本合计27,741.80万元，新增资本公积100,399.29万元，截至2017年3月末公司实收资本为173,079.59万元。

由于上述交易完成于2017年1月，2016年公司主营业务无变化。2016年公司合并报表范围未发生变化。2017年3月末公司合并范围增加三木智能，公司主要业务增加平板电脑、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。

截至2016年末，公司资产总额为888,680.68万元，归属于母公司所有者权益合计为432,686.77万元，资产负债率为51.11%；2016年度，公司实现营业收入127,260.19万元，利润总额53,604.18万元，经营活动现金净流入87,151.08万元。

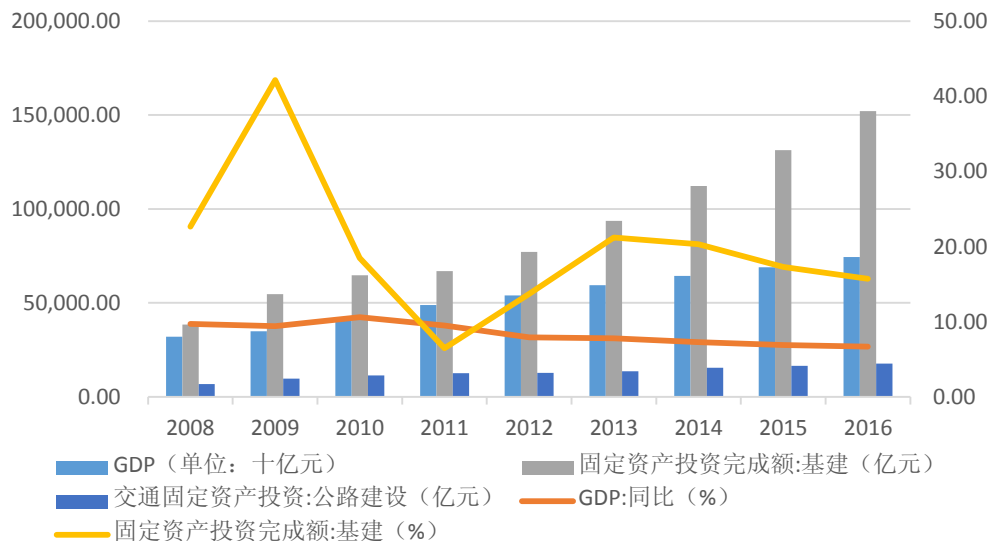
截至2017年3月31日，公司资产总额为1,085,402.95万元，归属于母公司所有者权益合

计为578,124.21万元，资产负债率为46.58%；2017年第一季度，公司实现营业收入52,365.86万元，利润总额23,213.72万元，经营活动现金净流入27,802.03亿元。

三、运营环境

2016年随着公路建设投资规模增加，我国高速公路通车里程不断增长；我国公路运输量及机动车保有量总体保持增长，但高速铁路的通车里程及密度的持续增加可能对高速公路运输形成一定分流

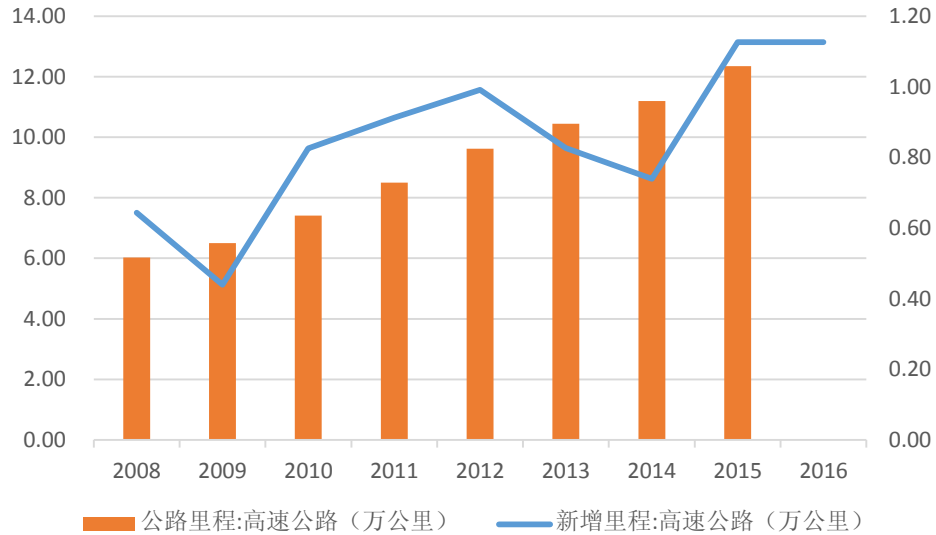
图1 近几年全国GDP、基建、交通固定资产投资及其增速情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

随着公路建设投资额增加，全国高速公路通车里程不断增长。截至2015年末，我国高速公路里程为12.00万公里，较2011年末增长3.51万公里。2015年及2016年新增高速公路里程均为1.13万公里。

图2 全国高速公路里程及每年新增里程情况



注：2016年高速公路里程数尚未披露。
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

运输量及汽车保有量是影响高速公路车流量的重要因素。从公路运输情况来看，2016年全国旅客公路运输量减少但货物运输量增加的状况没有发生改变。2016年，全国公路运输人次为156.3亿人次，货物运输量为336.3亿吨，较上年分别下降3.5%及上升6.8%。因公路运输中货物运输占绝大比例，总体来看，2016年全国公路运输量依旧有所增长。从汽车保有量来看，截至2016年末，全国机动车保有量为29,000万辆，较2015年末增长3.94%。

表1 2015-2016年全国公路旅客及货物运输情况

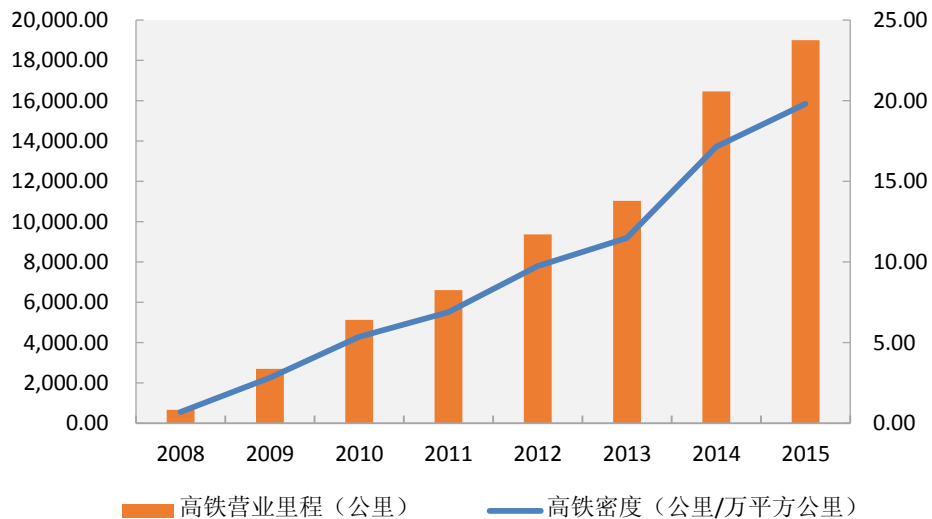
项目		2016年		2015年	
		数值	增长率	数值	增长率
旅客运输	运输量 (亿人次)	156.3	-3.5%	161.9	-6.7%
	周转量 (亿人公里)	10,294.9	-4.2%	10,742.7	-2.3%
货物运输	运输量 (亿吨)	336.3	6.8%	315.0	1.2%
	周转量 (亿吨公里)	61,210.98	5.6%	57,955.7	2.0%

资料来源：2015年国民经济和社会发展统计公报及2016年公路货运客运运输量快报数据，鹏元整理

高铁对高速公路运输分流影响方面，国内高铁的运行速度在250-300公里/小时，在运行速度和运行效率方面相对于高速公路，具备较强的竞争优势，高铁的快速发展对高速公路车流量形成一定的分流作用。截至2015年末，我国高铁营业里程为19,838公里，较2014年增长20.55%；高速铁路密度为20.66公里/万平方公里，较2014年增长20.55%，客运量为9.61亿人次，较2014年增长36.60%。2016年，根据中国铁路总公司工作会议数据，沪昆高铁、渝万高铁等高铁线路全线运营，截至2016年末，高铁营业里程已超2.2万公里。我国

高铁营业里程、密度的持续增长对高速公路运输产生一定分流影响。

图3 近几年全国高铁里程及密度增长情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2016年湖北省地区经济稳中有升，继续推动全省高速公路行业发展，新实施的高速公路通行费优惠政策将对高速公路经营企业产生一定不利影响

湖北省地处我国中部，地理位置承东启西、接南纳北，具有得天独厚的区位优势，素有“九省通衢”之称，是国家重要的交通枢纽。

根据《2016年湖北省国民经济和社会发展统计公报》，2016年湖北省经济运行稳中有升，全年完成生产总值32,297.91亿元，增长8.1%。湖北省经济发展、居民收入水平提高及生活节奏加快，使得居民购车增加，另外，随着湖北省交通基础设施的不断完善，七纵五横三环”高速公路网的建成和农村公路实现“村村通”，为驾车出行提供了便利，湖北省民用汽车保有量大幅上升，根据湖北省统计局显示，2016年全省民用汽车保有量达到593.33万辆，比上年末增长17.6%，全年新注册民用汽车106.86万辆，增长15.7%，平均每天新注册2,928辆。

湖北省以及周边地区经济的快速发展、汽车保有量快速增加推动全省高速公路行业发展，2016年全省全年完成货物周转量6,159.90亿吨公里，比上年增长4.3%；旅客周转量1,521.05亿人公里，增长2.0%；公路营运里程达260,178.84公里，增长2.8%；高速公路里程达6,204.29公里，与上年持平。

2017年，湖北省人民政府办公厅下发《省人民政府办公厅关于进一步降低企业成本振兴实体经济的意见》（鄂政办发[2017]24号），规定自2017年5月1日起，对使用通衢卡电子支付的货车用户，高速公路通行费优惠比例由10%提高到15%；自2017年6月1日起，对

经指定收费站进出省内长江沿岸主要港口的集装箱卡车，实行收费公路通行费50%优惠。该意见施行后将会降低省内相关高速公路经营企业的利润。

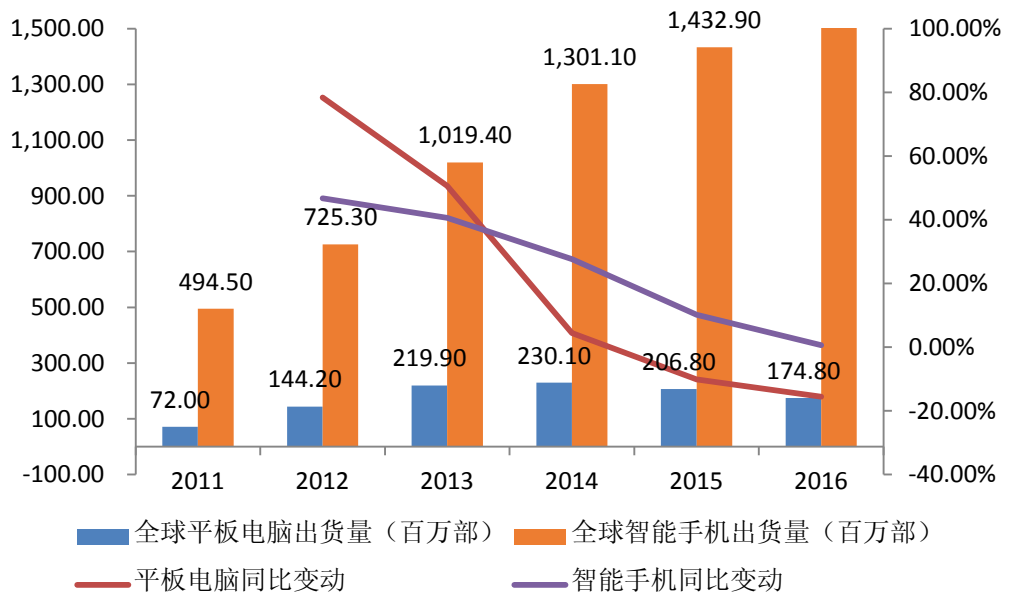
2016年全球平板电脑出货量下滑、智能手机市场增速放缓，ODM生产企业业务增长速度受限，另外需要关注较为激烈的行业竞争

近几年，随着智能手机屏幕增大和低价笔记本电脑增多，平板电脑市场逐渐被抢占，加之平板电脑的功能相对较少，且在创新方面暂未有较大空间，消费者更换新机的驱动力不足，平板电脑出货量不断下降。万得显示，2016年全球平板电脑出货量为17,480万台，较2015年下降15.60%，而此前，2015年出货量相较于2014年已下降10.10%。

智能手机方面，随着渗透率不断提高，全球出货量增速大幅回落，自2010年的75.09%降至2015年的10.13%，据IDC最新发布的2016年度智能手机预测报告，2016年度全球智能手机市场前景黯淡，出货量年度增幅仅为0.6%，全球智能手机市场正趋饱和。

平板电脑出货量下滑及智能手机出货量增速趋缓，负责为此类终端智能设备提供设计生产的ODM生产企业发展受到一定影响。

图4 近几年全球平板电脑出货量



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

目前，全球智能终端设备ODM厂商众多，市场竞争激烈，主要包括台湾地区的华冠、英业达，国内的闻泰、华勤、龙旗、与德、天珑、三木智能等。国内ODM厂商中，闻泰、华勤、龙旗和与德四大厂商的主要市场集中在国内，导致国内市场竞争十分激烈，天珑和三木智能以海外客户为主，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，2016年向非洲和欧洲拓展取得一定成果。

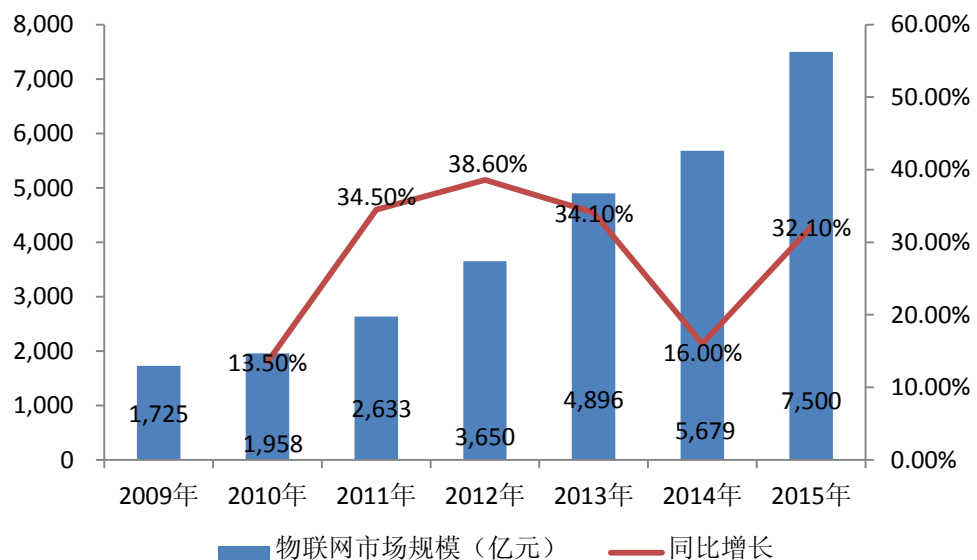
车联网、物联网产业发展较快，成为ODM厂商重要进军方向

近年来，“物联网”概念生起并迅速发展，其概念由国际电信联盟（ITU）于2005年发布的《ITU互联网报告2005：物联网》中正式提出，指为实现智能化识别、定位、跟踪、监控和管理，将各种信息传感设备装置与互联网结合，是继计算机、互联网与移动通信网之后的一个全新的技术领域。

2009年温家宝“感知中国”的讲话成为我国物联网领域研究和应用开发的推动力，2013年2月，《国务院关于推进物联网有序健康发展的指导意见》提出，到2015年实现物联网在经济社会重要领域的规模示范应用，突破一批核心技术，初步形成物联网产业体系，安全保障能力明显提高。受益于市场推动和政策支持，我国物联网产业发展迅速，市场规模自2009年1,725.00亿元发展到2015年的7,500.00亿元，复合增长率达到27.76%。

据Gartner预测，2016年全球有64亿个物联网设备，较2015年增加30%，预计到2020年全球物联网设备数量将达到208亿个。

图5 2009-2015年我国物联网市场规模



数据来源：Wind 资讯，鹏元整理

随着汽车不断智能化，车联网概念营运而生，车联网可以整合对车载硬件、软件、TSP、通信服务、应用开发等诸多环节，是融合互联网、移动通信、科技、汽车多个行业的未来发展趋势，近年来，车联网市场规模快速扩张。根据中国证券网的报道，易观智库预测，2015年我国车联网市场规模已达1,500亿元，车联网的渗透率达到10%，未来几年，车联网

的渗透率将提高至20%，市场规模有望翻番。

四、经营与竞争

公司原有业务为高速收费公路的投资、建设及经营管理，所辖路段采取特许经营模式运营。车辆通行费是公司业务收入和利润的主要来源，2016年公司主营业务收入规模为120,732.62万元，保持小幅增长。车辆通行收费业务毛利率较高，近两年公司整体毛利率维持在63%以上，其他业务主要是服务区经营租赁、广告等，毛利率也较高。

2017年公司完成对三木智能的收购，于2月开始将其纳入合并报表。三木智能主要业务为平板电脑、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。2016年三木智能实现收入130,868.55万元、净利润10,960.73万元，完成了业绩承诺（业绩承诺数为净利润实现2016年度9,800.00万元、2017年度11,800.00万元、2018年度14,000.00万元及2019年度17,000.00万元）。2016年三木智能实现收入规模大于公司原有业务，对其完成收购后，未来公司形成双主业模式，收入规模将大幅提高。

2017年第一季度，公司共实现业务收入52,365.86万元，其中72.06%来源于原有高速公路业务，27.94%来源于三木智能的智能产业收入。由于平板、手机等ODM生产相关业务毛利率相对较低，公司综合毛利率下降。

表 2 2015-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年 1-3 月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
车辆通行费收入	36,072.42	67.49%	120,732.62	65.38%	116,907.70	63.23%
其他业务	1,662.27	63.61%	6,527.57	58.84%	6,157.35	73.61%
智能产业收入	14,631.17	14.07%	-	-	-	-
合计	52,365.86	52.44%	127,260.19	65.04%	123,065.05	63.75%

资料来源：公司提供，鹏元整理

跟踪期，公司车辆通行费收入保持增长，利润来源稳定，2017年湖北省高速公路收费政策调整，预计对公司产生一定不利影响

公司目前拥有武汉至宜昌里程为278.86公里的汉宜高速公路、大悟至随州里程为84.39公里的麻竹高速公路大随段以及黄石至咸宁里程为55.97公里的武汉城市圈环线高速公路黄咸段的高速公路（以下简称“黄咸高速”）特许经营权，近几年收入及盈利主要来源于汉宜高速公路。汉宜高速公路是沪渝高速公路（国道G50）在湖北省内的路段，全长278.86公里，途经武汉、仙桃、潜江、荆州、宜昌等9个县市（区），地理位置较为优越。汉宜高速所经地区经济发展较快，汽车保有量不断增加，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。

表 3 截至 2016 年末公司在运营高速公路情况

路段名称	通车时间	经营期限	全长 (公里)	股权 比例	获取 方式	收费 性质	
汉宜高速	汉荆段	1992.7	2000.11-2030.11	179.95	100%	资产注入	经营性
	江宜段	1995.9	2004.10-2026.10	98.91	100%	收购	经营性
麻竹高速大随段	2011.6	2011.6-2040.12	84.39	100%	投资建设	经营性	
黄咸高速大冶段	2013.12	2013.12-2043.12	33.15	90%	投资建设	经营性	
黄咸高速咸宁段	2013.12	2013.12-2043.12	22.82	100%	投资建设	经营性	

资料来源：公司提供

黄咸高速公路是武汉城市圈环线高速公路黄石至大冶段和武汉城市圈环线高速公路咸宁东段两者简称，其中武汉城市圈环线高速公路黄石至大冶段全长33.15公里，武汉城市圈环线高速公路咸宁东段全长22.82公里。黄咸高速车流量构成主要以往返鄂南、界子墩、白羊塘等省界收费站路线的车辆为主。黄咸高速公路于2013年12月26日通车试运营，收费期限为30年。

麻竹高速公路大悟-随州段（大随段）是公司自主投资、建设并进行管理运营的高速公路，总投资规模为37.21亿元，于2011年6月建成通车，收费年限为30年。麻竹高速公路是湖北省“七纵五横三环”高速公路网中的第一横，是横贯湖北省中北部的一条东西向省际通道。

表 4 公司在运营高速公路车流量及收入情况表

路段名称	车型类别	2016 年		2015 年	
		车流量 (万辆)	收入 (万元)	车流量 (万辆)	收入 (万元)
汉宜高速	货车	660.51	55,093.71	649.38	56,210.21
	客车	2,256.81	53,256.80	1,999.97	49,488.76
	合计	2,917.32	108,350.51	2,649.35	105,698.97
大随高速	货车	28.25	917.84	33.07	976.86
	客车	131.83	2,569.60	101.50	2,039.29
	合计	160.07	3,487.44	134.57	3,016.15
黄咸高速	货车	17.48	5,992.79	16.96	5,892.36
	客车	64.52	2,901.88	56.57	2,300.22
	合计	82.00	8,894.67	73.53	8,192.58

资料来源：公司提供

2016年，汉宜高速车流量2,917.32万辆，较2015年增长10.11%，车辆通行费收入108,350.51万元，较2015年增长2.51%，2016年车流量增长主要来源于客车车流量，客车收

费相对货车较低，使得车辆通行费收入增幅小于车流量增幅。汉宜高速公路车辆通行费是公司主要业务收入来源，该路段车流量及收入的稳定增长，为公司持续经营提供了保障。

黄咸路段2016年车流量和收入分别为82万辆和8,894.67万元，分别同比增长11.52%和8.57%。黄咸高速公路是武汉“1+8”城市圈¹环线高速公路的重要组成部分，目前武汉城市圈环线正在逐步打通，2016年2月武汉城市圈环线高速公路仙桃段通车，2016年底武汉城市圈环线高速公路洪湖段已竣工。随着黄咸路段所处区域的路网不断完善，该路段车流量及收入有望进一步增长。

麻安高速大悟段仍未通车，大随高速受“断头路”影响，目前车流量和收入规模均不大，2016年实现车流量和通行费收入分别为160.07万量和3,487.44万元。

表 5 2015-2016 年所辖各高速路段营业收入情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
汉宜高速	108,350.51	105,698.97
大随高速	3,487.44	3,016.15
黄咸高速	8,894.67	8,192.58
合计	120,732.62	116,907.70

资料来源：公司提供

需要关注的是，由于高速公路收费政策调整，将会对公司构成一定的不利影响，根据公司初步测算，由于对使用通衢卡电子支付的货车用户施行新的优惠政策，将减少2017年度收入约382万元（约占公司最近一个会计年度经审计营业收入的0.3%），减少2017年度净利润约286万元（约占公司最近一个会计年度经审计净利润的0.73%）。另外对集装箱卡车优惠政策对公司的影响暂时无法计算。

公司非公开发行股份购买三木智能，增强了资本实力，但收购形成商誉规模较大，存在一定的减值风险，另外，三木智能对大客户依赖性强，存在客户集中度高的风险

公司通过发行股份购买三木智能100%股份，2017年1月20日，三木智能股权已变更登记至楚天高速名下，成为楚天高速的全资子公司，2017年2月，公司将其纳入合并范围，形成88,500.61万元商誉，溢价较高。根据签署的《业绩补偿协议》，三木智能于2016-2019年净利润承诺数分别为2016年度9,800.00万元、2017年度11,800.00万元、2018年度14,000.00万元及2019年度17,000.00万元，若相应会计年度归属于母公司股东的净利润数未达预期，公司将获得差额补偿。

¹ 武汉“1+8”城市圈：是指以武汉为圆心，覆盖黄石、鄂州、黄冈、孝感、咸宁、仙桃、天门、潜江周边8个大中型城市所组成的城市群。武汉城市圈环线高速公路总里程约560公里，又称武汉六环线，其中东环为大广高速公路麻城至黄石段，南环为黄石至咸宁高速公路，西环为咸宁经仙桃至孝感高速公路，北环为麻竹高速公路麻城至大悟段。

三木智能成立于2005年7月，主要致力于移动通信和产品的研发、设计和制造服务，目前主要提供平板电脑、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产品研发生产。三木智能的主要产品包括平板电脑、智能手机、物联网应用终端、车联网应用通信模块、智能手表与智慧医疗多参仪PAD板等。为规避国内激烈的同业竞争，2008年开始，三木智能将主要业务转移到海外，目前市场主要在印度、东南亚、非洲和东欧。

表 6 2014-2016 年三木智能主要财务指标（单位：万元）

	2016年	2015年	2014年
总资产	82,531.59	67,959.61	65,285.54
净资产	31,995.81	23,794.99	23,729.52
营业收入	130,868.55	123,031.43	157,298.85
利润总额	14,651.54	6,835.77	8,706.96
净利润	10,960.73	5,296.21	7,258.09

资料来源：三木智能2016年1-3月份、2014年、2015年连审报告及2016年审计报告

2016年三木智能实现营业总收入130,868.55万元，较上年增长6.37%，其中平板和手机的销售收入占营业总收入的89.48%。

表 7 三木智能主要产品营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
手机	3,163.33	12.69%	27,064.97	12.67%	25,018.85	8.05%
平板	14,442.11	16.64%	90,034.01	14.16%	85,741.07	10.94%
软件及技术服务	-	-	830.92	91.82%	851.93	93.71%
材料配件	895.30	8.46%	6,709.18	22.16%	8,010.64	10.65%
车联网及其他产品	1,844.13	33.00%	5,460.72	29.34%	2,597.31	17.59%
合计	20,344.87	17.15%	130,099.80	15.39%	122,219.80	11.05%

资料来源：公司提供

（一）生产方面

三木智能生产模式为以销定产，根据客户的订单需求制定生产计划，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。三木智能主要外协合作厂商为惠州市米琦科技有限公司（以下简称“米琦科技”），外协供应商非常集中，但考虑到三木智能已与宝捷讯集团有限公司（以下简称“宝捷讯”）、深圳市星工场科技有限公司（以下简称“星工场”）、惠州市联代科技有限公司（以下简称“惠州联代”）等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

宝捷讯、星工场及惠州联代等外协厂进行生产。并且在珠三角地区外协加工厂商数量较多，较易找到替代合作厂商，外协厂商集中度高的风险不大。

表 8 2015-2016 年公司自行生产和委托加工情况（单位：万台）

期间	自行生产		委托外协厂代工生产		产量合计
	数量	占比	数量	占比	
2015年	199.77	44.67%	247.48	55.33%	447.25
2016年	3.68	0.85%	426.98	99.15%	430.66

资料来源：公司提供

2016年三木智能合计产量430.66万台，产量较上一年有所下降，由于自营产品线剥离，99.15%产量均委托外协加工厂商生产。

表 9 2015-2016 年公司主要外协厂委托加工情况

时期	项目	米琦科技	惠州联代
	产能（万台）	1,000.00	500.00
2017年1-3月	加工额（万元）	429.00	-
	加工量（台）	178.47	-
	占当期外协加工总额之比	100%	-
2016年	加工额（万元）	3,745.25	20.07
	加工量（台）	423.87	3.11
	占当期外协加工总额之比	99.47%	0.53%
2015年	加工额（万元）	1,926.71	-
	加工量（台）	247.48	-
	占当期外协加工总额之比	100%	-

资料来源：公司提供

（二）采购方面

三木智能主要原材料为屏、摄像头、内存等，多数在国内采购。产品原材料由三木智能自行采购，由于行业优势不明显，对供应商的议价能力较弱，采购付款期多为月结10-30天。2015-2016年及2017年第1季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45.76%、37.91%和43.74%。

表 10 三木智能主要前 5 大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	2017年1季度采购额	采购内容	占当期采购总额比例	结算方式
深圳市国显光电有限公司	2,272.51	屏	11.77%	月结 30 天
富威国际股份有限公司	2,182.46	内存	11.30%	月结 30 天
品佳股份有限公司	1,863.40	基带芯片，电源管理器，射频处理器	9.65%	月结 15 天
星源电子科技（深圳）有限公司	1,117.82	屏	5.79%	月结 10 天

欣泰亚洲有限公司	1,010.49	内存	5.23%	月结 30 天
合计	8,446.68	-	43.74%	-
供应商名称	2016 年采购额	采购内容	占当期采购总额比例	结算方式
品佳股份有限公司	13,816.77	基带芯片, 电源管理器, 射频处理器	14.77%	月结 15 天
深圳国显科技股份有限公司	9,767.29	手机屏, 平板屏	10.44%	月结 30 天
星源电子科技(深圳)有限公司	5,247.95	手机屏, 平板屏	5.61%	月结 10 天
東棉景盛电子(香港)有限公司	3,913.50	FLASH	4.18%	月结 45 天
DRAGON POWER ELECTRONIC C	2,721.63	FLASH	2.91%	月结 30 天
合计	35,467.14	-	37.91%	-
供应商名称	2015 年采购额	采购内容	占当期采购总额比例	结算方式
品佳股份有限公司	16,641.28	基带芯片, 电源管理器, 射频处理器	15.88%	月结 15 天
星源电子科技(深圳)有限公司	9,981.97	手机屏, 平板屏	9.52%	月结 10 天
東棉景盛电子(香港)有限公司	8,121.19	FLASH	7.75%	月结 45 天
深圳国显科技股份有限公司	7,439.92	手机屏	7.10%	月结 30 天
DRAGON POWER ELECTRONIC C	5,773.70	FLASH	5.51%	月结 30 天
合计	47,958.06	-	45.76%	-

资料来源: 公司提供

(三) 销售方面

三木智能主要面向海外市场, 主要客户位于东南亚、印度、南非和欧洲等区域, 多数为当地本土手机品牌商, 拥有独立的品牌和营销网络。三木智能与境外客户签订销售协议, 一般客户下订单时即预付10%-30%的订金(或全额信用证), 发货时以现金、信用证或保理等方式收取剩余货款。三木智能产品中平板电脑、智能手机、智能手表、其他物联网产品采用ODM合作模式, 车联网通信模块和多参仪PAD板采用提供产品组件的合作模式。2016年三木智能平板、手机和车联网及其他产品销量均有所提高, 且产品单价均有所上升。

表 11 三木智能分类产品销售情况(单位: 万元、万台、元/台、元/个)

产品	项目	2017 年 1 季度	2016 年	2015 年
手机	销售收入	3,163.33	27,064.97	25,018.85
	销量	10.20	94.89	90.50
	均价	310.13	285.22	276.45
	销售毛利率	13%	12%	8%
平板	销售收入	14,442.11	90,034.01	85,741.07
	销量	49.45	353.96	340.15
	均价	292.05	254.36	252.06

	销售毛利率	17%	14%	11%
软件及技术服务	销售收入	-	830.92	851.93
	销量	-	3.50	3.90
	均价	-	237.41	218.44
	销售毛利率	-	92%	94%
材料配件	销售收入	895.30	6,709.18	8,010.64
	销量	78.70	392.49	412.00
	均价	11.38	17.93	19.44
	销售毛利率	8.50%	22%	11%
车联网及其他产品	销售收入	1,844.13	5,460.72	2,597.31
	销量	6.12	13.41	9.54
	均价	301.33	407.21	272.25
	销售毛利率	33%	29%	18%

资料来源：公司提供

2015-2016年及2017年第1季度前五大客户销售额占当期销售总额比例分别为76.95%、67.97%和87.83%，对大客户的依赖性强，有较大的客户集中度高的风险。

表 12 三木智能主要前 5 大客户情况（单位：万元）

客户名称	2017年1季度 销售额	销售内容	占当期销售 总额比例	结算方式
PT. ARGA MAS LESTARI	8,444.96	平板+手机	54.13%	转账 TT
Best IT World(India) Private Limit	2,924.23	平板+手机	18.74%	信用证 LC90 天
深圳桑菲消费通信有限公司	1,114.42	手机	7.14%	预付款 10% 尾款 TT 转账
SC VISUAL FAN SRL	762.34	平板+手机	4.89%	15%TT, 信用 证 LC85%尾 款 69 天
MLS Firmware SA	456.06	平板+手机	2.92%	信用证
合计	13,702.01	-	87.83%	-
客户名称	2016年销售额	销售内容	占当期销售 总额比例	结算方式
PT.ARGAMAS LESTARI	51,674.42	平板+手机	34.38%	转账 TT
BEST IT WORLD(INDIA) PRIV	17,890.41	平板+手机	11.90%	信用证 LC90 天
SC VISUAL FAN SRL	14,143.4	平板+手机	9.41%	预付 15%TT, 信用证 LC85%尾款 60 天
INTERACTIVE TRADING 226 C	12,393.00	平板	8.24%	预付 10%TT, 90%LC 信用 证 90 天

欧亚美华	6,057.95	车联网产品	4.03%	转账 TT
合计	102,159.19	-	67.97%	-
客户名称	2015年销售额	销售内容	占当期销售总额比例	结算方式
PT.ARGAMAS LESTARI	46,139.52	平板+手机	37.50%	转账 TT
BEST IT WORLD(INDIA) PRIV	15,907.50	平板+手机	12.93%	信用证 LC90天
INTERACTIVE TRADING 226 C	14,627.77	平板	11.89%	预付 10%TT, 90%LC 信用证 90天
SC VISUAL FAN SRL	12,200.59	平板+手机	9.92%	预付 15%TT, 信用证 LC85%尾款 90天
MASSCOM VIETNAM CORPORATI	5,801.57	平板+手机	4.72%	预付 10%TT, 90%信用证 90天
合计	94,676.95	-	76.95%	-

资料来源：公司提供

（四）研发方面

经过多年的经营累积，三木智能培养了一支专业的研发团队，截至2017年3月末研发人员数量108人，占员工总数的67.5%。作为一家以研发、设计和制造为主的ODM生产企业，三木智能每年在研发方面有一定投入，2015-2016年研发投入金额分别为2,400.66万元和2,294.09万元，分别占当期营业收入的1.95%和1.75%。

2015-2016年三木智能已获得证书的实用新型专利11个、发明19个。

表 13 三木智能研发投入情况

	2017年3月	2016年	2015年
研发人员数量（人）	108	98	111
研发人员数量占比	67.5%	62%	61%
研发投入金额（万元）	-	2,294.09	2,400.66
研发投入占当期营业收入比例	-	1.75%	1.95%

资料来源：公司提供

根据三木智能近几年的经营情况来看，若其经营稳定，未来将会大幅提升公司的收入规模及盈利，但需要关注到的是，公司自成立以来一直经营高速公路业务，新并入的三木智能业务与原有业务有非常明显的差异，后续在业务、人员和财务等方面能否顺利整合需要进一步观察，同时在收购过程中公司形成商誉规模较大，若未来业绩不达预期，存在商誉减值的风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）（原众环海华会计师事务所（特殊普通合伙））审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告以及未经审计的2017年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2016年合并范围未发生变化，2017年1季度合并范围二级子公司增加三木智能。

资产结构与质量

2016年由于高速公路收费权逐年摊销，资产规模小幅下降；三木智能的并入使得2017年3月末资产规模大幅增长，资产流动性提高，但存在一定的坏账、存货跌价和商誉减值风险

2016年末，公司总资产规模为88.87亿元，较2015年末下降0.19%，主要是高速公路收费权逐年摊销，使得无形资产减少。2017年2月，公司将三木智能纳入合并范围，资产规模有较大增长，由于三木智能将生产线剥离后，属于注重研发设计的轻资产企业，将其合并后，资产的流动性有所提高。截至2017年3月末，公司总资产规模为108.54亿元，较2016年末增长22.14%，其中，非流动资产占比为84.89%，较2016年末下降8.79个百分点，仍是公司资产中最主要组成部分。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	87,667.10	8.08%	45,459.25	5.12%	30,510.27	3.43%
应收账款	31,287.85	2.88%	7,507.47	0.84%	5,413.04	0.61%
预付款项	10,430.68	0.96%	1,672.92	0.19%	603.24	0.07%
存货	16,691.91	1.54%	129.71	0.01%	209.48	0.02%
流动资产合计	164,056.30	15.11%	56,137.03	6.32%	39,101.17	4.39%
可供出售金融资产	10,790.00	0.99%	17,000.00	1.91%	17,000.00	1.91%
长期股权投资	9,250.00	0.85%	9,250.00	1.04%	2,500.00	0.28%
固定资产净额	59,971.15	5.53%	51,846.73	5.83%	62,216.84	6.99%
无形资产	738,877.80	68.07%	742,137.86	83.51%	758,691.64	85.21%
商誉	88,500.61	8.15%	-	-	-	-
非流动资产合计	921,346.65	84.89%	832,543.65	93.68%	851,239.37	95.61%
资产总计	1,085,402.95	100.00%	888,680.68	100.00%	890,340.54	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

流动资产方面，截至2016年末公司货币资金余额45,459.25万元，同比增长49%，无受限资金。公司应收账款年末账面价值7,507.47万元，多数为应收湖北省高速公路联网收费管理委员会代为收取的高速公路车辆通行费，湖北省高速公路联网收费管理委员会统一对联网各方进行运行管理及收入结算，车辆通行费收入由系统于次日进行自动分账，结算期为5日。2017年3月末公司应收账款和存货大幅增长，主要是三木智能经营过程中的应收账款及存货。应收账款31,287.85万元，其中账龄在1年以内的占比99.02%，有一定的坏账风险；存货主要为手机、平板电脑等产品，存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产。2016年末可供出售金融资产中，15,000万元是子公司投资的武汉天风睿信资本投资中心（有限合伙）的并购基金，持股比例30%，另外2,000万元是公司新投资的武汉长瑞新兴投资中心（有限合伙）新三板基金。长期股权投资是对湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司的投资，2016年根据该公司章程和工程进度追加投资6,750.00万元，持股比例不变，仍为25%。公司固定资产主要是房屋建筑物、安全设施、收费设施等，2016年因调整前期预转固的工程项目已在本期按工程竣工决算报告对原预转固会计处理进行调整，调减固定资产5,730.16万元。无形资产主要为高速公路收费权，2016年末包括麻竹高速公路大悟至随州段收费权31.28亿元、汉宜高速公路收费权15.01亿元、武汉城市圈环线高速公路黄石至大冶段14.59亿元、武汉城市圈环线高速公路咸宁段收费权9.94亿元等，上述高速公路收费权除汉宜高速公路收费权外其他均以质押，被质押部分账面价值为55.80亿元。需要注意的是，2017年1月公司购入三木智能形成88,500.61万元商誉，溢价较高，有一定的减值风险。

公司资产仍以非流动资产为主，整体流动性一般。2017年3月末由于将三木智能纳入合并范围，资产流动性有所提升，但存在一定的坏账、存货跌价及商誉减值风险。

盈利能力

2016年公司业务收入保持增长，盈利能力稳定，三木智能并入后，新业务有望提升公司利润水平

2016年，公司主要经营业务收入仍为车辆通行费，整体收入保持增长，较上年增长3.41%。高速公路收费业务毛利率较高，近几年公司综合毛利率一直在63%以上，较高的毛利率为公司的利润提供了保障。公司期间费用率逐年下降，主要是财务费用下降。

2016年公司所得税较上年大幅增长，主要是由于前期吸收合并子公司弥补其合并前的亏损，2015年所得税适用特殊性税务处理。因所得税影响，2016年净利润同比稍有下降。

表 15 公司主要盈利指标

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入（万元）	52,365.86	127,260.19	123,065.05
营业利润（万元）	23,088.60	53,246.81	43,821.19
利润总额（万元）	23,213.72	53,604.18	44,463.08
所得税（万元）	5,967.75	14,909.14	1,841.73
净利润（万元）	17,245.97	38,695.04	42,621.34
综合毛利率	52.44%	65.04%	63.75%
期间费用率	15.98%	21.26%	24.60%
总资产回报率	-	8.31%	7.70%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

2017 年第一季度共确认营业收入 52,365.86 万元，其中来自于三木智能的收入为 14,631.17 万元，占比 27.94%。由于 ODM 行业毛利率较低，拉低了公司综合毛利率，但据近两年三木智能经营情况，将其纳入合并范围后，若其经营情况稳定，公司盈利能力将增强。

表 16 三木智能 2015-2016 年主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	130,868.55	123,031.43
营业利润	13,089.84	5,111.24
利润总额	14,651.54	6,835.77
所得税	3,690.81	1,539.56
净利润	10,960.73	5,296.21

资料来源：三木智能 2016 年审计报告。

现金流

公司业务现金生成能力较强，为其持续经营提供了保障

2016年公司现金生成能力仍较强，FFO规模仍较大，并随着收入增长而小幅增长。总体来看，公司经营活动现金流主要来自汉宜高速公路的通行费收入，高速公路行业的特征决定其具备较为稳定的获现能力。

公司在建工程中的“沪渝高速公路排湖互通新建工程”项目已近完工，但由于工程结算手续仍在办理中，2016年末账面未结算该笔投资款项，2016年公司投资活动产生的现金流出净额较上年减少，规模较小。

筹资方面，2016年公司发行超短期融资债券“16楚天高速SCP001”，募集资金5亿元，扣除发行费用后收到现金净额4.99亿元。公司于2016年偿还较多银行借款，筹资活动表现

为现金净流出47,640.74万元。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
净利润	38,695.04	42,621.34
非付现费用	24,761.04	22,882.77
非经营损益	22,440.83	18,636.24
FFO	85,896.91	84,140.35
营运资本变化	1,254.18	-15,212.18
其中：存货减少（减：增加）	79.77	-111.27
经营性应收项目的减少（减：增加）	-7,196.37	-8,144.19
经营性应付项目增加（减：减少）	8,370.78	-6,956.72
经营活动产生的现金流量净额	87,151.08	68,928.16
投资活动产生的现金流量净额	-24,061.37	-34,154.41
筹资活动产生的现金流量净额	-47,640.74	-52,674.46
现金及现金等价物净增加额	15,448.98	-17,900.71

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模较大，短期和长期均存在一定的偿债压力

随着经营不断累积，2016年末公司所有者权益进一步增长。截至2016年末，公司所有者权益总额43.45亿元，较2015年末增长6.26%，同期，负债规模持续下降，公司资本对负债保障程度有所提升。2017年3月末，公司发行股份购买资产并募集配套资金的相关手续办理完成，所有者权益大幅增加，使得公司负债与所有者权益比率下降。

2016年末公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占总负债比重为76.20%。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年 1-3月	2016年	2015年
负债总额	505,546.38	454,189.17	481,463.66
所有者权益	579,856.57	434,491.52	408,876.88
负债与所有者权益比率	87.18%	104.53%	117.75%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

2016年末公司流动负债主要有应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。2016年公司偿还所有短期借款。应付账款主要是向施工单位应付的高速公路工程款。其他应付款为收到施工单位的工程质保金、保证金及押金，以及应付的代垫款项。2016年末一年内到期的非流动负债1.19亿元，系即将到期的长期借款。2016年8月2日，公司发行超短期融资债券“16楚天高速SCP001”（到期日2017年4月28日），募集资金49,976.21

万元，公司将其计入其他流动负债。

截至2016年末，公司非流动负债为34.61亿元，主要由长期借款和应付债券构成。长期借款主要是高速公路建设期间借入的银行借款，借款期限与建设投资回收期较匹配，公司长期借款的年利率区建委4.41-5.39%。2016年末，公司应付债券规模为11.93亿元，附有第三年投资者回售选择权，其中“13楚天01”于2017年5月到达第一次回售期，根据公司公告，截至2017年4月28日债券回售申报有效数量为0。

2017年3月末公司将三木智能纳入合并报表后，对公司负债的影响不大，影响科目主要是应付账款，系三木智能经营过程中应付供应商的货款。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,500.00	0.89%	0.00	0.00%	20,000.00	4.15%
应付账款	38,932.45	7.70%	15,058.47	3.32%	32,266.64	6.70%
其他应付款	8,079.57	1.60%	20,375.58	4.49%	18,385.49	3.82%
一年内到期的非流动负债	11,935.00	2.36%	11,935.00	2.63%	5,810.00	1.21%
其他流动负债	49,994.51	9.89%	49,976.21	11.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	148,863.31	29.45%	108,091.32	23.80%	84,474.92	17.55%
长期借款	202,624.95	40.08%	198,674.95	43.74%	256,803.95	53.34%
应付债券	119,347.41	23.61%	119,289.39	26.26%	119,066.37	24.73%
非流动负债合计	356,683.07	70.55%	346,097.85	76.20%	396,988.73	82.45%
负债合计	505,546.38	100.00%	454,189.17	100.00%	481,463.66	100.00%
其中：有息负债	388,401.87	76.83%	379,875.55	83.64%	401,680.32	83.43%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

2016年公司有息负债有所下降，2016年末为379,875.55万元，其中短期内需要偿付的规模不大。公司有息债务偿还期限较长，其中偿还期在1-4年的主要是公司发行的两期债券，长期借款到期时间较长。从规模上来看，公司存在一定的债务压力。

表 20 截至 2016 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
61,935.00	18,135.00	71,905.00	71,982.00	14,810.00	141,842.95

资料来源：公司提供

从偿债能力指标上看，截至2016年末公司资产负债率51.11%，尽管债务水平逐年下降，但整体仍较高。2017年3月末公司纳入三木智能后，资产规模扩大，资产负债率下降4.53个百分点。公司流动比率和速动比率低，存在一定的短期偿债压力。公司经营稳定增长，EBITDA有所提升，且2016年公司有息负债降低，利息支出有所减少，EBITDA对于利息支出的保障程度有所提高。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	46.58%	51.11%	54.08%
流动比率	1.10	0.52	0.46
速动比率	0.99	0.52	0.46
EBITDA (万元)	-	98,688.23	91,967.64
EBITDA 利息保障倍数	-	4.85	3.64
有息债务/EBITDA	-	3.85	4.37

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

控股股东湖北交投为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

湖北交投为公司控股股东，其为公司本期债券提供的保证担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。担保方承担保证责任的期间为本期债券发行首日至本期债券到期日后六个月止。

跟踪期内，湖北交投业务收入保持增长，盈利能力较为稳定，2016年收入同比增长31.90%、净利润同比增长15.39%。车辆通行费收入仍为其主要业务收入来源，2016年湖北交投实现车辆通行费收入97.42亿元，较2015年度增长7.54%，车辆通行费收入在营业收入中的占比为56.34%。2016年湖北交投新增油品销售业务，该业务毛利率偏低，另外，由于工程施工业务收入确认方式改变，由以前的按加成确认改为按项目总价款确认，导致施工收入规模大幅增长，而毛利率下降，导致湖北交投当年综合毛利率下降。

表 22 担保方营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
车辆通行费收入	310,780.03	70.48%	974,209.74	69.77%	905,921.49	70.07%
销售油品	76,899.77	1.03%	208,852.34	1.37%	0	0
施工收入	52,703.53	5.67%	219,966.60	7.42%	22,981.91	92.19%
销售钢材	14,333.76	10.16%	65,668.41	13.00%	81,014.74	4.84%
销售水泥	14,764.54	8.90%	91,439.54	13.51%	176,849.16	13.79%
公路监理检测检测 测试养护交安	2,118.13	-4.10%	45,737.37	12.01%	46,186.90	18.59%
客运收入	1,327.47	28.95%	8,015.13	42.80%	16,268.97	37.16%
监理咨询	1,295.25	43.38%	7,548.97	27.83%	10,427.43	24.01%
建材收入	39,764.13	2.73%	40,988.73	5.82%	15,974.18	18.28%

其他收入	10,810.17	48.89%	66,625.18	19.57%	35,514.82	33.59%
合计	524,796.79	44.37%	1,729,052.01	43.16%	1,311,139.60	54.63%

资料来源：公司提供

表 23 担保方主要财务指标

项目	2017年3月	2016年	2015年
总资产（万元）	32,325,963.67	31,727,461.87	30,019,514.61
归属于母公司所有者权益（万元）	10,469,581.73	10,247,294.13	9,552,644.66
有息债务（万元）	20,084,767.38	19,446,934.95	18,735,760.70
资产负债率	67.61%	67.70%	68.18%
流动比率	0.99	0.81	1.26
速动比率	0.88	0.71	1.18
营业收入（万元）	524,796.79	1,729,375.59	1,311,139.60
营业利润（万元）	83,010.41	178,199.85	171,302.84
利润总额（万元）	83,741.47	211,927.80	172,828.12
综合毛利率	44.37%	43.17%	54.63%
总资产回报率	-	2.50%	2.36%
EBITDA（万元）	-	869,859.87	775,612.94
EBITDA 利息保障倍数	-	0.76	0.70
经营活动现金流净额（万元）	11,122.11	629,987.10	389,436.51

资料来源：湖北交投 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

湖北交投是湖北省高速公路投资建设和管理运营主体，在省内高速公路行业的地位较为突出。截至2017年3月末，湖北交投管理运营的路产里程数约为4,335.47公里。湖北交投运营管理的高速公路中2010年以后竣工通车的高速公路通车时间较晚，通行车辆距离计划通行量仍有较大差距，当前对通行费收入贡献较大的高速公路主要为2010年以前通车的路段，包括京港澳高速、汉十高速、沪蓉西高速、汉宜高速、随岳高速，该五段高速公路车辆通行费收入占总通行费总收入的77.42%。。

截至2017年3月31日，湖北交投资产总额3,232.60亿元，所有者权益1,046.96亿元，资产负债率为67.61%；2017年1-3月实现营业收入52.48亿元，利润总额8.37亿元，经营活动现金流净额1.11亿元。

截至2016年12月末，湖北交投资产总额3,172.75亿元，所有者权益1,024.73亿元，资产负债率为67.70%；2016年度，湖北交投实现营业收入172.94亿元，利润总额21.19亿元，经营活动现金流净额63.00亿元。

经鹏元综合评定，湖北交投2017年主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

七、评级结论

跟踪期内，公司原有高速公路经营业务稳定增长，主要收入来源较有保障。公司非公开发行股份收购三木智能，使得资本实力增强。公司有较好的盈利能力，经营现金流表现良好。湖北交投的保证担保有效地提升了本期债券的安全性。同时我们关注到，新引入业务与公司原有业务差异较大，仍需进行业务、人员及财务等诸多方面的整合，并购形成的商誉存在减值风险，三木智能客户集中度高。公司整体资产流动性一般，有息负债规模较大，存在一定的债务压力。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA+，本期债券信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	87,667.10	45,459.25	30,510.27	48,410.98
应收票据	168.48	120.20	141.05	197.28
应收账款	31,287.85	7,507.47	5,413.04	4,924.40
预付款项	10,430.68	1,672.92	603.24	1,133.17
其他应收款	3,056.61	1,177.49	925.43	739.07
存货	16,691.91	129.71	209.48	98.21
一年内到期的非流动资产	690.56	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	4,951.99	70.00	1,298.66	0.00
流动资产合计	164,056.30	56,137.03	39,101.17	55,503.11
可供出售金融资产	10,790.00	17,000.00	17,000.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	15,245.39
长期股权投资	9,250.00	9,250.00	2,500.00	2,500.00
固定资产净额	59,971.15	51,846.73	62,216.84	51,872.08
在建工程	6,748.72	5,341.41	1,507.78	25,181.69
无形资产	738,877.80	742,137.86	758,691.64	747,963.07
商誉	88,500.61	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用（递延资产）	2,497.61	2,391.10	2,484.45	2,299.57
递延所得税资产	4,710.77	4,576.55	6,838.65	738.39
非流动资产合计	921,346.65	832,543.65	851,239.37	845,800.19
资产总计	1,085,402.95	888,680.68	890,340.54	901,303.29
短期借款	4,500.00	0.00	20,000.00	0.00
应付票据	9,641.33	0.00	0.00	0.00
应付账款	38,932.45	15,058.47	32,266.64	47,558.80
预收款项	6,753.31	289.50	353.18	486.44
应付职工薪酬	1,749.66	2,862.80	2,085.77	2,238.96
应交税费	10,791.24	3,027.84	1,420.03	10,678.36
应付利息	6,486.23	4,565.92	4,153.81	2,856.74
其他应付款	8,079.57	20,375.58	18,385.49	18,936.33
一年内到期的非流动负债	11,935.00	11,935.00	5,810.00	70,320.00
其他流动负债	49,994.51	49,976.21	0.00	0.00
流动负债合计	148,863.31	108,091.32	84,474.92	153,075.63
长期借款	202,624.95	198,674.95	256,803.95	297,105.95
应付债券	119,347.41	119,289.39	119,066.37	59,453.99
递延收益	33,879.06	28,133.50	21,118.41	16,934.13

递延所得税负债	831.65	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	356,683.07	346,097.85	396,988.73	373,494.08
负债合计	505,546.38	454,189.17	481,463.66	526,569.71
实收资本（股本）	173,079.59	145,337.79	145,337.79	121,114.82
资本公积	136,261.85	35,862.56	35,862.56	60,085.53
盈余公积	82,657.93	82,657.93	74,233.78	64,958.88
未分配利润	186,146.84	168,828.48	151,287.38	126,075.14
归属于母公司所有者权益合计	578,124.21	432,686.77	406,721.51	372,234.37
*少数股东权益	1,732.36	1,804.75	2,155.37	2,499.20
所有者权益合计	579,856.57	434,491.52	408,876.88	374,733.58
负债和所有者权益总计	1,085,402.95	888,680.68	890,340.54	901,303.29

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	52,365.86	127,260.19	123,065.05	113,024.25
减：营业成本	24,903.87	44,489.47	44,607.46	41,270.51
营业税金及附加	270.15	2,443.05	4,245.09	3,987.37
销售费用	113.42	212.10	215.20	4.30
管理费用	3,543.24	6,890.12	5,967.05	5,873.78
财务费用	4,713.01	19,956.94	24,093.75	27,002.89
资产减值损失	-15.75	21.71	-130.09	-116.47
加：投资收益（损失以“-”号填列）	4,250.69	-	-245.39	8,819.81
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	23,088.60	53,246.81	43,821.19	43,821.68
加：营业外收入	125.26	461.60	651.58	158.65
减：营业外支出	0.14	104.23	9.70	17.52
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	23,213.72	53,604.18	44,463.08	43,962.81
减：所得税费用	5,967.75	14,909.14	1,841.73	16,145.22
加：#*未确认的投资损失	-	-	-	-
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	17,245.97	38,695.04	42,621.34	27,817.59
减：*少数股东损益	-72.38	-350.62	-343.84	-567.55
五、归属于母公司所有者的净利润	17,318.35	39,045.66	42,965.18	28,385.14

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	48,554.11	130,768.87	122,110.33	109,076.65
收到其他与经营活动有关的现金	5,852.02	965.45	1,076.70	1,256.70
经营活动现金流入小计	54,406.13	131,734.31	123,187.02	110,333.35
购买商品、接受劳务支付的现金	13,769.97	12,425.16	13,779.05	9,827.30
支付给职工以及为职工支付的现金	5,260.15	13,974.70	13,759.83	12,885.28
支付的各项税费	3,845.03	14,570.61	23,516.21	15,598.55
支付其他与经营活动有关的现金	3,728.95	3,612.76	3,203.77	1,225.84
经营活动现金流出小计	26,604.10	44,583.23	54,258.86	39,536.96
经营活动产生的现金流量净额	27,802.03	87,151.08	68,928.16	70,796.39
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	6,210.00	0.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	4,250.69	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,000.00	0.00	0.00	114.57
收到其他与投资活动有关的现金	4,004.97	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	15,465.66	0.00	0.00	114.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,699.14	17,311.37	32,154.41	95,464.98
投资支付的现金	0.00	6,750.00	2,000.00	17,500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	27,209.53	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	4,933.34
投资活动现金流出小计	44,908.66	24,061.37	34,154.41	117,898.32
投资活动产生的现金流量净额	-29,443.00	-24,061.37	-34,154.41	-117,783.74
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	38,054.79	0.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	5,000.00	31,980.00	45,000.00	155,245.00
发行债券收到的现金	0.00	49,945.10	59,442.80	59,460.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	7,539.56	5,000.00	61,000.00
筹资活动现金流入小计	43,054.79	89,464.66	109,442.80	275,705.00
偿还债务支付的现金	1,050.00	103,984.00	129,812.00	189,480.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,706.08	33,121.40	32,305.26	36,266.15
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	20,073.81
筹资活动现金流出小计	3,756.08	137,105.40	162,117.26	245,819.96

筹资活动产生的现金流量净额	39,298.72	-47,640.74	-52,674.46	29,885.04
四、汇率变动对现金的影响	46.50	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	37,704.25	15,448.98	-17,900.71	-17,102.31

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	38,695.04	42,621.34	27,817.59
加：资产减值准备	21.71	-130.09	-116.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,360.03	5,254.13	4,775.89
无形资产摊销	19,285.95	17,638.36	15,894.26
长期待摊费用摊销	93.35	120.37	78.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-166.00	-0.59	-96.66
财务费用	20,344.72	24,491.70	27,760.55
投资损失	-	245.39	-8,819.81
递延所得税资产减少	2,262.11	-6,100.26	-16.32
存货的减少	79.77	-111.27	82.49
经营性应收项目的减少	-7,196.37	-8,144.19	1,748.84
经营性应付项目的增加	8,370.78	-6,956.72	1,687.97
经营活动产生的现金流量净额	87,151.08	68,928.16	70,796.39
现金的期末余额	45,459.25	30,010.27	47,910.98
减：现金的期初余额	30,010.27	47,910.98	65,013.29
间接法-现金及现金等价物净增加额	15,448.98	-17,900.71	-17,102.31

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	46.58%	51.11%	54.08%	58.42%
流动比率	1.10	0.52	0.46	0.36
速动比率	0.99	0.52	0.46	0.36
综合毛利率	52.44%	65.04%	63.75%	63.49%
期间费用率	15.98%	21.26%	24.60%	29.09%
总资产回报率	-	8.31%	7.70%	6.48%
EBITDA(万元)	-	98,688.23	91,967.64	92,421.54
EBITDA 利息保障倍数	-	4.85	3.64	3.16
收现比	0.93	1.03	0.99	0.97

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报表，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖北楚天鄂东高速公路有限公司	30,782	90%	组织实施项目高速公路的投资、设计、建设；项目高速路养护、项目高速公路沿线规定区域内的饮食、娱乐、住宿、加油、车辆维修、商店、旅游、广告、仓储、租赁等附属设施的项目开发。（涉及行业许可持证经营）
湖北楚天高速咸宁有限公司	10,000	100%	对公路、桥梁和其它交通基础设施的投资；管辖范围内高速公路的经营、养护、道路设施的开发。（涉及行业许可持证经营）
湖北楚天高速公路经营开发有限公司	300	100%	公路区域服务设施投资、建设与经营管理；公路交通安全设施、给排水工程施工；道路车辆故障清理服务；交通障碍清理服务；车辆拖运、牵引服务；餐饮管理服务；日用百货的批零兼营；初级农产品的销售；苗木种植、销售；园林绿化工程施工；房地产开发与经营、物业管理；建筑设备、机械设备的租赁服务；国内货物运输代理、仓储服务；卷烟、雪茄烟、预包装食品、散装食品、乳制品（不含婴幼儿乳制品）零售（限分支机构经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖北楚天高速文化传媒有限公司	1,000	100%	文化艺术交流活动的策划与咨询；对文化行业投资；广告设计、制作、代理、发布；图文设计制作及标识、标牌安装；会务及展览服务；企业形象策划；企业营销策划；商务咨询服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖北楚天高速投资有限责任公司	20,000	100%	实业投资；投资高速公路、物流、旅游等路衍产业；投资基础设施建设工程；投资开发智能交通、节能环保、智能物联、生物制药等新兴领域的高新技术产业项目；投资文化产业；投资金融服务项目并进行投资管理；证券投资；从事其他投资及投资管理。（上述经营范围中国家有专项规定的项目经审批后或凭许可证在核定期限内经营）
湖北楚天高速运营管理有限公司	1,000	100%	高速公路经营管理；高速公路员工岗位培训；教育咨询；交通行业咨询服务；软件开发；信息系统集成；信息技术咨询及数据处理、存储服务；智能交通技术研发、服务；网上销售日 1,000 万元日用百货、文化办公用品、工艺礼品、文体用品、电脑软硬件及配件（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	期间费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+预提费用增加+待摊费用减少
	非经营损益	固定资产报废损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加+处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务
	负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益×100%

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。