

湖北楚天智能交通股份有限公司
及其发行的 19 楚天 01 与 20 楚天 01

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021) 100248】

评级对象: 湖北楚天智能交通股份有限公司及其发行的 19 楚天 01 与 20 楚天 01

	19 楚天 01	20 楚天 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 23 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 23 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2020 年 07 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 07 月 28 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2018 年 11 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 03 月 10 日

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	5.15	7.56	4.63	7.23
刚性债务	24.19	44.74	34.69	36.00
所有者权益	64.52	67.41	64.80	66.77
经营性现金净流入量	6.21	9.50	8.63	1.80
合并口径数据及指标:				
总资产	108.97	133.92	158.14	161.16
总负债	46.65	68.34	85.63	86.01
刚性债务	35.42	54.60	71.08	72.52
所有者权益	62.33	65.58	72.51	75.15
营业收入	30.70	28.73	24.87	8.22
净利润	4.41	6.34	3.44	2.63
经营性现金净流入量	6.02	10.77	12.98	2.84
EBITDA	11.07	15.00	12.58	—
资产负债率[%]	42.81	51.03	54.15	53.37
权益资本与刚性债务 比率[%]	175.94	120.10	102.01	103.63
流动比率[%]	85.94	75.68	40.79	55.85
现金比率[%]	44.31	35.90	19.59	30.05
利息保障倍数[倍]	4.49	7.40	2.50	—
净资产收益率[%]	7.19	9.91	4.98	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	29.68	37.84	36.63	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	12.44	-26.53	20.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.09	9.37	3.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.33	0.20	—

注: 根据楚天高速经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com
刘思静 liusijing@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对湖北楚天智能交通股份有限公司(简称“楚天高速”、“该公司”或“公司”)及其发行的 19 楚天 01 和 20 楚天 01 的跟踪评级反映了 2020 年以来楚天高速在外部环境、资金回笼能力、存量债务消化能力、财务结构和融资渠道等方面继续保持优势,同时也反映了公司面临政策性风险和智能制造业转型升级压力。

主要优势:

- **外部环境较好。**湖北省是全国重要的交通运输枢纽之一,经济发展较稳定,为楚天高速收费公路运营业务发展提供较好的外部环境。
- **资金回笼能力较强。**近年来楚天高速收费公路业务经营较稳健,收购大广北高速后,公路效益资产进一步扩大,且主业资金回笼能力强,经营环节资金持续净流入,可对即期债务偿付与资金周转提供较强保障。
- **汉宜高速已无债务,存量债务消化水平可控。**楚天高速核心路产汉宜高速已无存量债务,且得益于汉宜高速持续较大额通行费收入公司存量债务整体消化周期可控。
- **财务结构较稳健。**近年来,楚天高速资产负债率水平适中,财务结构较稳健。虽于 2020 年收购及并表大广北高速后,负债规模和财务杠杆有所上升,但债务结构仍保持合理水平。
- **融资渠道较畅通,债务成本尚可控。**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:

- **政策性风险。**收费公路行业的政策属性相当明显,行业对政策及细则变化的敏感度较高,行业内企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到

地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍有不确定性。2020年初疫情期政策性免收通行费等因素对行业及收费公路企业经营与现金流产生短期冲击，目前该政策影响已基本出清。

- **智能制造行业竞争较激烈，辅业充分计提商誉减值。**楚天高速多元涉足智能制造业务，该业务与收费公路业务在运营管理方面存在较大差异：近年来受全球市场需求饱和影响，细分行业面临运行压力，加之 ODM 领域市场竞争较为激烈，市场集中度偏高，中小厂商经营压力大。2017-2019 年三木智能盈利低于业绩承诺，公司以 1 元总价定向回购并注销重组交易对方当年度应补偿股份，且 2018-2020 年持续计提商誉减值并减值完毕。
- **三木智能转型升级压力较大。**2020 年，三木智能受国内电子产品 ODM 市场竞争环境加剧、上游原材料短缺及新冠疫情冲击等多重因素影响下，业绩持续下滑，且智能交通与医疗器械等领域仍有待开发和拓展，中短期内三木智能产业转型提效仍将承压。

➤ 未来展望

通过对楚天高速及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 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 及其发行的 19 楚天 01 与 20 楚天 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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)(简称“19 楚天 01”)、2020 年公开发行公司债券(第一期)(疫情防控债)(简称“20 楚天 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据楚天高速提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据,对楚天高速的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

截至 2021 年 5 月 21 日,该公司存续的债券共计 15.00 亿元。其中 19 楚天 01 募集资金已全部用于偿还公司有息债务,20 楚天 01 募集资金已全部用于偿还有息债务及疫情防控支出。

图表 1. 截至 2021 年 5 月 21 日公司存续债券情况(单位:亿元,年,%)

债项名称	发行金额	期限	发行利率	起息日	到期时间
19 楚天 01	6.00	5(3+2)	4.34	2019-04-15	2024-04-15
20 楚天 01	6.00	5(3+2)	3.38	2020-03-19	2025-03-19
21 楚天智能 SCP001	3.00	0.25	2.90	2021-05-10	2021-08-08

资料来源:楚天高速

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来,全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化,部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力,宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验,而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性,我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内,宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好,同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化;中长期看,“双循环”新发展格局下,我国

改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的

修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

国内收费公路网络不断完善，并提供相对透明、较稳定收入来源和较充沛现金流。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回收期拉长和造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力；区域经济及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突出，全行业还本付息将持续承压。2020 年因新冠疫情，公众出行意愿下降，叠加政策性免收费措施，对收费公路行业当年经营和现金流产生明显短期冲击，但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化，且随着疫情良性防控，行业现金流已基本恢复常态。

A. 行业概况

交通运输是国民经济发展的基础，是社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转和协调发展的先决条件，对保障国民经济持续健康快速发展、人民生活改善具有十分重要的作用。近年来在大规模投资的带动下，我国交通运输业发展迅速，以公路建设为例，2016-2020 年，我国公路建设投资累计完成额 10.67 万亿元（“十三五”公路规划投资 7.80 万亿元），已超额完成投资计划，细分项中高速公路仍为主力；2021 年第一季度，公路建设完成投资 0.43 万亿元，较上年同期增长 60.6%。随着高速公路建设推进，我国已建成世界最大的高速公路网络，高速公路通车里程从 2001 年末 1.94 万公里增至 2020 年末 16.10 万公里，我国公路网络不断完善，2020 年末国家高速公路通车里程 11.30 万公里。2019 年末¹，收费公路里程达 17.11 万公里，其中收费高速公路里程为 14.28 万公里，占收费总里程的 83.48%，占比进一步上升。

图表 2. 我国收费公路里程规模（单位：公里）

里程规模	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	132637.50	6.53%	137876.70	3.95%	142831.10	3.59%
收费公路：一级公路	20666.60	-12.10%	19592.30	-5.20%	18577.90	-5.18%
收费公路：二级公路	9549.70	-56.49%	9651.00	1.06%	8659.50	-10.27%
收费公路：独立桥梁	779.10	-19.15%	818.40	5.04%	899.40	9.90%
收费公路：独立隧道	103.70	-34.86%	133.00	28.25%	125.00	-6.02%
收费公路里程总计	163736.60	-4.30%	168071.40	2.65%	171092.90	1.80%

资料来源：交通运输部各年收费公路统计公报

¹ 交通运输部尚未披露《2020 年全国收费公路统计公报》相关数据。

中长期内，公路行业仍保持较大规模和较强力度的投资建设进程。根据 2021 年 2 月国务院发布《国家综合立体交通网规划纲要》计划到 2035 年，国家综合立体交通网络中公路（包括国家高速公路网、普通国道网）将达 46 万公里左右，其中国家高速公路网 16 万公里²。根据 2021 年 3 月国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》交通强国建设工程板块将新改建高速公路里程 2.5 万公里，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设。

收费公路投建及运营主体经营情况与区域内路网规划息息相关，北京、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，其公路投建及运营主体新建高速里程相对较小。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，同时因地形构造较复杂，建设成本通常较高，区域内投建主体面临较大的投融资压力。2019 年末全国收费高速公路债务余额 58044.58 亿元，其中年末银行贷款余额 48322.41 亿元，单公里债务余额达 4064 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率偏高；而后续项目建设资金需求高，对外融资依存度高，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表 3. 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	2017 年末	2018 年末	2019 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	23230.55	24461.74	27193.01
收费高速公路财政性资本金累计投入	13132.04	13575.33	15363.05
收费高速公路非财政性资本金累计投入	10098.51	10886.40	11829.96
收费高速公路投资银行贷款	49091.03	53494.43	56553.85
收费高速公路年末债务余额	49867.38	53666.19	58044.58
收费高速公路年末银行贷款余额	43409.83	45373.00	48322.41
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3760	0.3892	0.4064

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等（四舍五入存在尾差）

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，加之区域战略地位，较易获得地方政府和金融机构支持，降低企业的项目资金风险。但就目前而言，收费公路行业面临着收支难抵的重大困境，近期通车路产的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，2017-2019 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3770.99 亿元、-3857.30 亿元和-4673.92 亿元，入不敷出局面严峻，且预计中短期内收支缺口仍将处于高位。考虑到新冠疫情影响，2020 年全行业通行费收入规模面临明显缩减境况，收入规模缩减也进一步加重刚性兑付的利息支出压力，年度收支缺口或处于历史高位。

2017-2019 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 6976.22 亿元、7265.45 亿元和 7987.74 亿元，占收费高速公路总支出比重近 80%，自 2014 年

² 由 7 条首都放射线、11 条南北纵向线、18 条东西横向线及若干地区环线、都市圈环线、城市绕城环线、联络线、并行线组成。

起，我国收费高速公路收费收入已难以覆盖行业债务本息，其中 2015-2019 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%、48.36% 和 48.21%，行业付息压力重，债务循环压力大。

图表 4. 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	2017 年	2018 年	2019 年
收费高速公路通行费收入	4752.75	5168.38	5551.03
收费高速公路支出	8523.75	9025.69	10224.94
还本付息支出	6976.22	7265.45	7987.74
偿还债务本金	4603.73	4766.20	5311.80
偿还债务利息	2372.49	2499.24	2675.93
收费高速公路收支平衡结果	-3770.99	-3857.30	-4673.92
单公里年通行费收入[万元/公里]	358.33	374.86	388.64
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.00	2.07	2.07
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.03	1.08	1.05
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.68	0.71	0.69

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

不同区域的收费公路发展趋势来看，东部地区大规模建设高峰已经过去，路网趋于稳定和完善，通行费收入随着交通量增长而增加，收费公路的偿债能力将不断增强，届时债务规模会逐步下降，收支趋于平衡，直到偿还全部债务，东部地区的债务清偿更多通过路段自身经营效益有效积累进行偿付。中西部地区建设规划任务仍旧繁重，增量债务叠加存量债务集中偿付，通行费收入规模预计不及国内主动脉收益贡献，收支平衡的实现难度偏大，中西部地区收费公路仅依赖于自身控股路产的效益释放或难以有效化解债务，一定程度上也更多依赖于政策导向及上级资金支持。

政策环境

收费公路行业具有很强的政策导向性，其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，收费公路行业对收费政策及细则变化的敏感度高。

2018 年 12 月，交通部公布《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》，明确政府收费公路项目的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年，实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。并进一步提出省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。同时，为防止盲目投资建设，明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路。尚未落地实施的政策修订稿逐步释放的信号是有条件延长收费期限和实行养护管理收费，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。

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:“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。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。2017-2020年全国收费公路专项债券发行规模分别为440.04亿元、749.60亿元、1525.51亿元和1895.67亿元。

收费公路行业的政策属性相当明显,行业对政策及细则变化的敏感度高,企业面临政策管控的压力仍较大。往年春节假期收费公路免收小型客车通行费时间为7天,2020年春节假期收费公路免收小型客车通行费免收费时间由7天增至16天;加之受疫情影响及防控措施相关要求,高速公路车流量恢复期拉长。交通运输部信息:2020年2月17日零时起至疫情防控工作结束,全国收费公路免收车辆通行费;根据交通运输部《关于恢复收费公路收费的公告》,自2020年5月6日零时起,经依法批准的收费公路恢复收费(含收费桥梁和隧道)。2020年春节假期收费公路免收小型客车通行费截止时间延长、疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费等收费政策对行业经营产生明显的短期削弱影响,并带来部分企业亏损,需关注中央及地方政府对此次疫情免收通行费的相关补助政策和配套保障措施等其他相关形式支持。

此外,2020年初,全国各省交通运输厅等部门陆续出台地方收费公路车型分类及车辆通行费收费标准调整公告³,在不考虑车辆自然增长的基础上,此次收费标准和车型结构调整,或将带来收费公路行业内企业通行费业务收入的波动,该变动实际影响力度有待政策实施期间的持续观察,对疫情防控工作结束后,收费公路主体收费带来进一步不确定性。

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

³ 本次修订主要包括了对车辆类别体系重新划分,增加“专项作业车”大类,修订后的收费车辆将分为客车、货车和专项作业车三个大类。同时,新标准调整一类客车的分类界值:1类和2类客车分类界限值由核定载人数7人修订为9人;新标准中各类货车调整为均按总轴数、车长和最大允许总质量进行车型分类,并补充六轴以上货车分类规定,以及明确专项作业车分类规定。

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；(2) 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：单公里收费水平、路产收费对利息的覆盖能力等；(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) 对刚开始探索多元化且未形成多元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。

图表 5. 收费公路上市公司经营财务表现（单位：亿元，%）

简称	营业收入	毛利率	净利润	经营性净 现金流入	资产	带息负债	资产 负债率
招商公路	70.69	34.91	25.77	32.16	940.09	256.90	36.46
山东高速	113.65	33.48	21.39	43.09	929.17	440.47	60.94
深高速	80.27	35.04	22.36	11.01	551.45	153.94	52.35
四川成渝	54.59	35.65	7.31	22.86	404.63	182.44	59.14
粤高速 A	37.90	56.15	13.64	26.36	197.49	68.70	48.19
赣粤高速	50.66	28.47	5.45	23.28	353.65	108.73	49.82
宁沪高速	80.32	41.65	25.19	31.37	610.96	243.66	45.91
中原高速	50.77	32.40	2.45	22.70	474.76	317.87	74.81
皖通高速	26.33	50.52	8.66	17.04	162.41	23.14	26.64
福建高速	23.26	50.31	5.78	17.60	161.81	23.74	24.44
吉林高速	8.50	28.21	0.67	4.06	66.52	19.12	39.07
现代投资	140.31	10.98	5.61	-3.38	455.56	300.36	74.34
楚天高速	24.87	44.12	3.44	12.98	158.14	70.88	54.15
五洲交通	17.23	40.31	5.61	7.77	104.77	46.55	54.80
东莞控股	12.56	59.40	9.17	28.58	139.87	33.98	35.50
龙江交通	5.60	37.36	2.33	3.02	51.66	0.00	9.25
山西路桥	6.35	41.27	-0.50	4.84	81.34	47.01	85.68

资料来源：Wind 资讯，数据时间节点为 2020 年（末）

风险关注

(1) 政策性风险。收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度高，企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍存在一定不确定性。2020 年新冠疫情期间，春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费等措施对行业经营产生明显的短期冲击；而后随着疫情有效控制和良性消退，国内公路客货运输需求释放并基本恢复至常态。

(2) 收费公路行业面临收入增长趋缓及盈利空间收窄压力。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回收期拉长和造价成本居高等因素，行

业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力，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）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。对于收费公路发债主体而言，养护成本上升叠加资金成本，将加大收费公路经营企业总成本控制压力，但通行费收入环节受制于价格管制及舆论导向，未来通过提升价格以补偿增量成本的可能性几乎为零。

(3) 行业债务循环和利息偿付继续承压，财务杠杆较高。收费公路行业存量债务规模大，通行费收入难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿债；同时，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，全行业还本付息或将持续承压。收费公路行业因基建投资支出规模大，负债率较高，未来行业对外筹融资需求仍较强烈，增量债务滚动存量债务，财务杠杆或持续居高。

(4) 多元化业务对收费主业经营和财务的波动影响。收费公路行业内部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，多元化带来的风险不容低估。

(5) 不同区域高速公路主体信用质量分化。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，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，则更易受冲击，不同区域还本付息质量（债务化解）、收支平衡能力及发债主体信用质量的分化趋势将进一步显现。

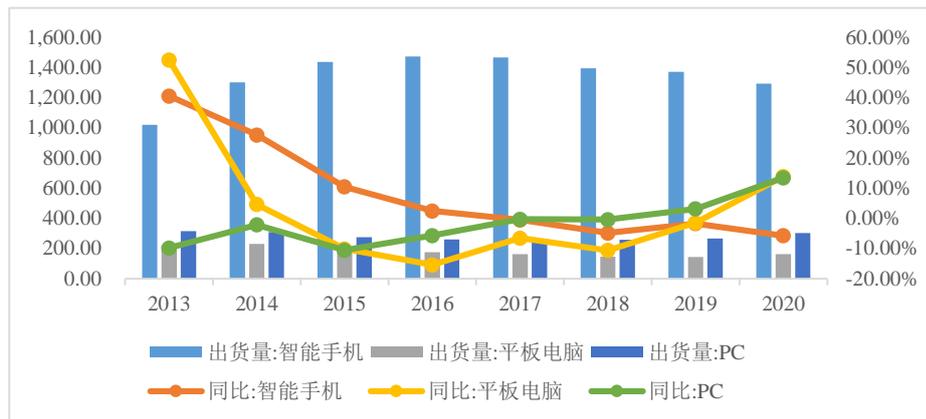
纵观行业发展趋势，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及政府支持而保持较高的信用质量。但随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险将进一步上升。未来一段时间，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖将继续承压，且不同区域分化明显。

电子信息制造业

电子信息制造业随终端市场需求逐步饱和和发展有所放缓，2020年疫情之下需求回升，部分终端产品出货量增速上扬，但ODM领域市场竞争激烈，市场集中度持续提升，中小厂商经营压力大。

近年来随着全球终端市场逐步饱和，电子信息制造业终端细分产品出货量规模和增速出现分化，2020年受新冠疫情影响，不同终端产品增速的分化态势加剧：其中智能手机全球出货量1292.20百万台，同比减少5.75%，延续下滑趋势且降幅扩大；因新冠疫情个人对居家办公和线上学习需求的爆发，PC产品全球出货量302.61百万台，同比增长13.47%，实现较快增长，同期平板电脑出货量164.10百万台，同比增长13.88%，近6年来首次实现正增长。

图表 6. 全球智能手机、平板电脑和 PC 出货量及增长情况（百万台，%）



资料来源：Wind 资讯，IDC

我国电子信息制造业总体起步较晚，但与世界经济联系较为紧密。目前我国手机和计算机产量已占全球 90% 以上，因此全球市场增速放缓也给我我国电子信息制造业带来一定的行业运行压力，行业增速有所放缓。但得益于庞大的国内市场容量、周边印度和东南亚等新兴市场崛起，我国电子信息制造业仍保持正向增长趋势。据工业和信息化部统计数据，2020 年我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 7.7%，增速比去年同期回落 1.6 个百分点；规模以上电子信息制造业出口交货值同比增长 6.4%，增速同比加快 4.7 个百分点。2021 年第一季度，受去年同期低基数的影响，我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 30%，增速同比大幅上升 32.8 个百分点；规模以上电子信息制造业出口交货值同比增长 31.1%，增速同比上升加快 36.9 个百分点。

随着智能手机的普及、国内品牌的崛起以及国际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，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。根据赛诺市场研究报告：2020 年行业马太效应日益凸显，当年 ODM/IDH 手机出货量 4.8 亿台，市场集中度进一步上升，其中闻泰、华勤和龙旗前三大厂商领衔，市场份额升至 76%。

图表 7. 2020 年末国内主要 ODM 厂商对比（单位：百万台，%，亿元）

ODM 厂商	智能手机出货量	研发投入	资产总额	资产负债率	营业收入	净利润
闻泰	114.00	22.21	598.91	51.45	517.07	24.60
华勤	160.00	/	/	/	/	/
龙旗	92.00	/	/	/	/	/
三木智能	0.41	0.40	7.54	35.81%	6.54	-0.68

资料来源：赛诺市场研究、Counterpoint Research

在 ODM 制造领域，前三大厂商的市场份额占据全球 ODM 份额的 76%，市场集中度较高且竞争激烈，中小型 ODM 企业由于缺少大客户订单，且订单不稳定，利润率低，逐步向其他产品转型或退出。2020 年因新冠疫情对原材料供应链的限制，以及居家办公带来的 PC 终端产品增长、全球 5G 基础设施建设和 5G 手机的批量出货、新能源汽车的大批量销售，全球芯片缺货导致芯片价格普涨，电子制造产业链原材料短缺压力亦进一步凸显。此外，随着智能

手机品牌厂商对成本结构优化，并将中低端手机设计生产交由具有自主设计能力的 ODM 厂商，预计未来 ODM/IDH 市场马太效应可能进一步凸显，中小厂商所面临的竞争压力将进一步加剧。

细分行业风险方面，（1）市场饱和和压力突显。终端产品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 年开始出现负增长，行业面临的下行压力加大。（2）ODM 制造领域竞争激烈，市场马太效应进一步凸显；同时新冠疫情以来原料供应短缺和资金链压力进一步凸显，以及手机品牌商经营策略转变，将导致 ODM 订单竞争激烈，并进一步集中于头部厂商，中小型 ODM 厂商生存压力加大；（3）电子信息行业中的硬件产品更新换代快，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，经济与投资保持良性发展，2020 年新冠疫情爆发对省内经济与投资产生明显冲击，但随着全面复工复产进程，社会经济与发展呈有序恢复态势。

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。2020 年初湖北省作为新冠疫情爆发重灾区，全省经济运行受强烈冲击，但随着区域内疫情得以控制及全面加快复工复产进程，2020 年第二季度以来整体经济呈有序恢复态势，全年全省地区完成生产总值 43443.46 亿元，同比下降 5.0%。其中第一产业完成增加值 4131.91 亿元，基本与上年持平；第二产业完成增加值 17023.90 亿元，同比下降 7.4%；第三产业完成增加值 22287.65 亿元，同比下降 3.8%。三次产业结构由 2019 年的 8.3:41.7:50.0 调整为 9.51:39.19:51.30。受 2020 年年初新冠疫情爆发导致的低基数影响，2021 年第一季度全省地区完成生产总值同比增长 58.3% 至 9872.67 亿元，其中第一产业完成增加值 775.81 亿元，同比增长 24.9%；第二产业完成增加值 4092.12 亿元，同比增长 88.9%；第三产业完成增加值 5004.74 亿元，同比增长 45.7%。

图表 8. 近年来湖北省经济情况（单位：%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	39367	7.8	45828	7.5	43443	-5.0	9873	58.3
第一产业增加值（亿元）	3548	2.9	3809	3.2	4132	--	776	24.9
第二产业增加值（亿元）	17089	6.8	19099	8.0	17024	-7.4	4092	88.9
第三产业增加值（亿元）	18730	9.9	22921	7.8	22288	-3.8	5005	45.7
城镇居民人均可支配收入（元）	34455	8.0	37601	9.1	36706	-2.4	11573	23.0
社会消费品零售总额（亿元）	18334	10.9	20224	10.3	17985	-20.8	4783	62.7
固定资产投资（亿元）	--	11.0	--	10.6	--	-18.8	--	284.8
进出口总额（亿元）	3487	11.2	3944	13.1	4294	8.8	1175	88.1

资料来源：湖北省统计局

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。2020年湖北省规模以上工业增加值比上年下降 6.1%，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，形成汽车产业集群，2020年汽车产量同比缩减 6.0%至 209.4 万辆；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，并形成武汉-鄂州-黄石为基地的钢铁工业基地，2020年钢材产量同比缩减 2.2%至 3649.1 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，湖北省已引进或培育一批电子信息板块的龙头企业，2020年高技术制造业增长 4.1%，快于规模以上工业 10.2 个百分点。其中，全年光纤、锂离子电池、电子计算整机、印刷电路板产量分别增长 4.9%、2.9%、36.1%和 4.9%。

根据《促进中部地区崛起规划（2016至2025年）》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2020年末，省内公路营运里程 29.00 万公里，较上年末增长 0.3%，其中高速公路 7229.81 公里，较上年末增长 5.4%。

根据《中共湖北省委关于制定全省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，“十四五”期间湖北省将围绕“建设交通强国示范区、打造新时代九省通衢”目标，完善“三枢纽、两走廊、三区域、九通道”综合交通运输格局，加快构建引领中部、辐射全国、通达世界的现代化综合交通运输体系。2021年1月召开湖北省交通运输工作会议，全省已谋划完成“十四五”综合交通运输规划雏形，根据规划，到2025年，全省高速公路里程将达到 8000 公里，一级公路里程达到 8500 公里，二级公路里程达到 25000 公里；普通国省道二级以上公路比例达到 88%以上。2021年是“十四五”开局之年，主要目标：确保完成公路水路固定资产投资 1000 亿元以上；力争建成高速公路 132 公里，加快推进鄂州机场高速公路、呼北高速宜都至鄂湘界段、燕矶长江大桥、十浙高速等一批高速公路和过江通道项目建设。

2. 业务运营

该公司以收费公路建设及运营为传统主业，收费公路业务经营较稳健，且为利润的主要来源，但部分路产收费质量仍偏弱；2020年，随着大广北高速完成工商变更，公司路产效益资产规模进一步扩大；新冠疫情政策性收费减免影响了各路段 2020 年效益水平，但属于短期冲击，目前公路收费业务恢复稳健

运行；公司暂无大型在建高速公路项目，短期内资本支出压力尚可控。此外，副业智能制造业务受市场竞争加剧及上游原材料短缺等因素影响，经营持续承压，持续关注智能制造业务转型升级能力。

该公司以收费公路建设及运营为主业，近年来收费公路运营业务收入（通行费收入）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。2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现营业收入 24.87 亿元和 8.22 亿元，其中收费公路运营业务收入分别为 17.47 亿元和 6.08 亿元，占营业收入比重分别为 70.24% 和 73.88%；同期，智能制造业务分别实现收入 6.64 亿元和 1.91 亿元，占营业收入比重分别为 26.70% 和 23.25%。

图表 9. 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/国内	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 10. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计		30.70	28.73	24.87	8.22	2.82
其中：核心业务营业收入	金额	29.93	27.95	24.11	7.99	2.69
	占比	97.47	97.30	96.94	97.13	95.36
其中：（1）收费公路运营	金额	13.70	15.15	17.47	6.08	1.40
	占比	44.61	52.73	70.24	73.88	49.52
（2）智能制造	金额	16.23	12.80	6.64	1.91	1.29
	占比	52.86	44.57	26.70	23.25	45.84

资料来源：楚天高速

A. 收费公路建设及运营业务

路产规模及效益

截至 2021 年 3 月末，该公司控股收费路产主要包括汉宜高速、麻竹高速大随段、黄咸高速（大冶段和咸宁段）及大广北高速，均为经营性高速公路。

2019 年 10 月 1 日，宜昌市人民政府收回该公司所辖汉宜高速公路宜昌城区路段 15.206 公里收费公路，并以现金 5.2 亿元对公司进行补偿（含相关税费，根据公告，补偿款支付安排为：协议签订六个月内，宜昌政府支付至补偿金额的 50%；协议签订十二个月内，宜昌政府支付到补偿金额的 100%），公司控股汉宜高速江宜段收费里程由 99.664 公里降至 84.46 公里。根据 2020 年 12 月公告，公司已收到宜昌政府支付的全部补偿款 5.2 亿元。

2019年11月27日，中国葛洲坝集团公路运营有限公司（简称“葛洲坝运营公司”、“转让方”）在北京产权交易所（简称“北交所”）挂牌转让其持有的湖北大广北高速公路有限责任公司（简称“大广北公司”、“标的企业”）100%股权，挂牌转让底价为31.84亿元；另以受让方偿还1.26亿元股东借款及利息为股权转让附加条件。2019年12月30日，该公司与关联方湖北交投建设集团有限公司以联合体形式中标大广北公司100%股权挂牌转让项目，获取大广北高速（里程147.115公里）收费权益，最终成交价格为34.57亿元，公司权益占比75%，付款总额为25.93亿元，已于2019年末完成支付。付款资金主要来自自有资金（10.37亿元）和并购贷款（15.56亿元），其中并购贷款行主要为工商银行、交通银行、兴业银行和招商银行，借款期限7年期。2020年4月15日，大广北公司完成工商变更，成为公司控股子公司，公司控股路段里程增至551.14公里。

图表 11. 截至 2021 年 3 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	179.20	100%	-	资产注入	国高	双向四车道
	江宜段	1995.9	2004.10-2026.10	84.46	100%	-	收购		
麻竹高速大随段		2011.6	2011.6-2041.6	84.39	100%	13.50	投资建设	省高	
黄咸高速大冶段		2013.12	2013.12-2043.12	33.15	90%	14.36	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		
大广北高速		2009.04	2009.04-2039.04	147.12	75%	27.54	收购	国高	
合计		--	--	551.14	--	--	--	--	--

资料来源：楚天高速（债务余额为截至2021年3月末数据）

图表 12. 公司控股路产收费情况（单位：万元，万辆）

路段名称	指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
汉宜高速	收入	119316.00	131860.00	108185.87	35727.92	11998.74
	年车流量	3606.00	4052.00	4329.60	1094.82	1319.00
	单公里年通行费收入	429.02	472.85	410.32	--	--
麻竹高速大随段	收入	5322.00	7040.00	6764.87	2402.99	751.01
	年车流量	253.00	303.83	316.65	111.73	59.37
	单公里年通行费收入	63.06	83.42	80.16	--	--
黄咸高速大冶段和咸宁段	收入	12326.00	12599.00	15458.12	5377.56	1450.06
	年车流量	249.00	261.44	395.89	119.84	129.90
	单公里年通行费收入	220.23	225.10	276.19	--	25.91
大广北高速	收入	45402.94	50676.98	44256.25	17250.57	--
	年车流量	884.91	1073.99	778.18	336.91	--
	单位公里通行费收入	308.61	344.46	300.83	--	--

资料来源：楚天高速

注：宜昌市人民政府收回公司所辖汉宜高速公路宜昌城区路段为2019年10月，因收回路段当年贡献了近9个月收入，在计算2019年收费里程和单公里收费水平时，暂将收回路段纳入计算范围。

图表 13. 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	2018年		2019年		2020年		2021年 第一季度	
		车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入
汉宜高速	货车	795.16	56648.89	946.00	65577.00	818.7	56138.11	229.38	15648.52
	客车	2810.47	62667.52	3106.00	66283.00	3503.67	51852.40	863.01	20002.93
	专项作业车	--	--	--	--	5.47	170.21	2.43	76.46
	小计	3605.62	119316.41	4052.00	131860.00	4329.6	108185.87	1094.82	35727.92

路段名称	指标	2018年		2019年		2020年		2021年第一季度	
		车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入
麻竹高速大随段	货车	44.75	1639.07	67.08	2820.00	78.43	3050.13	24.18	906.37
	客车	207.83	3683.15	236.75	4220.00	236.44	3690.64	87.11	1486.96
	专项作业车	--	--	--	--	0.89	22.71	0.44	9.66
	小计	252.57	5322.22	303.83	7040.00	316.65	6764.87	111.73	2402.99
黄咸高速大冶段和咸宁段	货车	94.82	8329.05	95.61	8293.00	119.96	10677.85	31.09	2840.16
	客车	153.84	3996.64	165.83	4306.00	274.07	4745.69	88.49	2525.51
	专项作业车	--	--	--	--	0.63	29.50	0.26	11.89
	小计	248.66	12325.68	261.44	12599.00	395.89	15458.12	119.84	5377.56
大广北高速	货车					320.40	34381.07	106.08	10560.07
	客车	884.91	45402.94	1073.99	50676.98	455.60	9791.15	229.81	6657.80
	专项作业车					2.18	84.01	1.02	32.70
	小计					778.18	44256.25	336.91	17250.57

资料来源：楚天高速

注：2020年度数据中各路段车流量小计除货车、客车及专项作业车外，还包含由于新旧系统切换造成数据无法区分车型的车流量，收入小计除货车、客车、及专项作业车通行费收入外，还包括特情操作收入及长短款收入。

2018-2020年及2021年第一季度，该公司收费公路运营业务收入分别为13.70亿元、15.15亿元、17.47亿元和6.08亿元，单公里年通行费平均收费水平处于行业中等水平。2020年虽受疫情影响，但当期大广北高速完成工商变更登记并纳入合并口径，收费公路运营收入同比增长15.29%；2021年第一季度各路段收费较上年同期也均有增幅。

2020年，汉宜高速实现通行费收入10.82亿元，占通行费收入比重超过60%，同比减少17.95%，降幅系新冠疫情爆发期间，暂停收取全国车辆通行费政策影响所致，而路段收费降幅低于行业态势主要系路网变化及道路施工因素⁴影响；同期汉宜高速单公里年通行费收费水平为410.32万元，收费质量仍处于行业中等偏上水平。该路段为公司收入和利润做出很大贡献，但汉宜高速部分路段剩余收费期限不足，江宜段将于2026年收费到期，公司或计划在“十四五”规划（末期）对路段进行改扩建工程，关注后续改扩建方案、开工安排和资本支出计划。

2020年，麻竹高速大随段实现通行费收入0.68亿元，同比下滑3.91%，降幅较低系麻安高速红安段于2020年10月1日建成通车，进一步缓解汉十高速通行压力，十堰往返安徽方向车辆可行驶麻安高速。该路段收费质量处于行业偏下水平，麻竹高速实现全线通车，后续关注路段效益实际提升能力。

2020年，黄咸高速大冶段和咸宁段实现通行费收入1.55亿元，逆势增长22.69%，主要系一方面高速沿线采石场重新允许开采，带动货车运输需求增长；另一方面继嘉鱼长江公路大桥2019年11月28日开通后，棋盘洲长江公路大桥连接线于2020年10月1日建成通车，鄂西、鄂南往返鄂东方向途径黄咸高速的车辆有一定增加。该路段2020年单公里年通行费收入约276.19万元，路段收费能力有所提升。

2020年，该公司新增大庆至广州高速公路（G45）湖北境内麻城至浠水段

⁴ 自2019年7月30日至2020年12月31日核桃树大桥维修施工，期间禁止货车及7座以上客车通行，鄂东南往返鄂西方向车辆继续分流至汉宜高速；安福寺至猴亭三峡机场与汉宜高速并行路段以及宜昌至猇亭段峡州大道地方道路施工，部分车辆改走高速公路。

高速公路(简称“大广北高速”)里程 147.115 公里,路段北接大广高速河南段,与湖北麻武、武英高速公路连接,止于鄂东长江公路大桥北岸散花枢纽互通处,南端与大广高速湖北南段相连,和湖北黄黄、武黄高速公路贯通,是河南经湖北通往江西境内的快捷通道。大广北高速总投资 54.02 亿元,双向 4 车道,收费年限 30 年。2020 年路段通行费收入同比下降 12.67%至 4.43 亿元,单公里年收费水平约 300 万元,收费能力处于行业中等水平。

受新冠疫情及免费政策影响,该公司高速公路全年免费天数为 103 天(2019 年为 21 天),同时公司积极履行社会责任,加大疫情防控投入,相关成本费用有所增加;2020 年收费公路运营业务毛利率为 58.03%,较上年同期下降 8.12 个百分点。因疫情属于突发事件,2020 年 5 月恢复收费和后期疫情防控常态化,收费业务恢复稳健运行,2021 年第一季度该业务毛利率为 70.15%。

收费标准

该公司所辖沪渝高速公路汉宜段、麻竹高速公路大随段、武汉城市圈环线高速公路黄咸段,以及大广北高速,客车车型分类及收费标准如下:

图表 14. 湖北省高速公路车辆通行费客车新收费标准

客车类别	车辆类型	核定载人数	高速公路(元/车公里)		
			沪渝高速公路汉宜段	大广北高速	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
1 类	微型、小型	≤9	0.4	0.55	0.64
2 类	中型、乘用车列车	10~19	0.6	0.825	0.96
3 类	大型	20~39	0.8	1.1	1.28
4 类		≥40	1.0	1.375	1.60

资料来源:楚天高速

该公司于 2021 年 1 月 15 日收到湖北省交通运输厅、湖北省发展和改革委员会、湖北省财政厅联合下发的《关于优化调整湖北省高速公路车辆通行费货车收费标准的通知》(鄂交发〔2021〕6 号),经湖北省政府同意,决定从 2021 年 1 月 16 日零时起,对通行全省联网收费高速公路和长江大桥的货车收费标准按《湖北省高速公路车辆通行费货车收费标准》执行,专项作业车按照货车收费标准收费,对 ETC 车辆给予应缴纳通行费 5%的基本优惠。

图表 15. 湖北省高速公路车辆通行费货车新收费标准

货车类别	高速公路(元/车公里)					
	总轴数(含悬浮轴)	车长和最大允许总质量	沪渝高速公路汉宜段		大广北高速、麻竹高速公路大随段及武汉城市圈环线高速公路黄咸段	
			调整前	调整后	调整前	调整后
1 类	2	车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg	0.40	0.40	0.50	0.50
2 类	2	车长不小于 6000mm 或最大允许总质量不小于 4500kg	0.96	0.74	1.20	0.93

货车类别	高速公路（元/车公里）					
	总轴数 （含悬 浮轴）	车长和最大允许总质量	沪渝高速公路 汉宜段		大广北高速、麻竹高速公路大随段及武 汉城市圈环线高速公路黄咸段	
			调整前	调整后	调整前	调整后
3类	3	--	1.36	1.21	1.70	1.53
4类	4		1.76	1.76	2.20	2.20
5类	5		2.16	2.05	2.65	2.54
6类	6		2.56	2.34	3.10	2.87
7轴以上	--		每增加一轴在6类货车基础上加收0.4元		每增加一轴在6类货车基础上加收0.5元	

资料来源：楚天高速

资本支出与存量债务

目前，该公司暂无重大高速公路在建项目，主要在建项目为沪渝高速公路新建八岭互通工程和枝江互通工程。其中，八岭互通工程总投资为1.97亿元，建设资金主要来源于政府补助和自有资金，截至2021年3月末累计投资1.92亿元；枝江互通工程总投资额估算总金额不超过2.5亿元，建设资金主要来源于政府补助和资源资金，建设工期为18个月，截至2021年3月末累计投资0.16亿元。公司在建项目较少且投资规模不大，短期内资本支出压力小。

图表 16. 截至 2021 年 3 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	--	11.75	--
麻竹高速大随段	13.50	0.66	20.58
黄咸高速大冶段和咸宁段	14.36	1.40	10.28
大广北高速	27.54	4.64	5.93
合计（综合）	55.40	18.45	3.00
公司合并口径刚性债务	72.52	18.45	3.93
近三年业务非付现成本加权平均=利息支出、养护支出和征收成本与其他		5.05	
扣除上述年度支出后的通行费收入与债务消化周期	72.52	13.39	5.42

资料来源：楚天高速（注：近三年通行费收入加权平均=0.2*2018年路段通行费收入+0.3*2021年路段通行费收入+0.5*2020年路段通行费收入；近三年业务非付现成本加权平均参照上述公式）

截至2021年3月末，该公司路段对应债务余额合计为55.40亿元，2018-2020年加权通行费收入为18.45亿元，其中汉宜高速已无存量债务，大广北高速存量债务消化周期适中，而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。

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，三木智能主要产品包括平板电脑、智能手机、车联网应用通信模块等。2020年智能业务收入同比下降48.14%至6.64亿元，毛利率下降3.15个百分点至7.81%，一方面系2020年新冠疫情爆发初期订单大幅缩减，人员工资等刚性成本持续支出导致

收入与效益下滑；另一方面下半年以来受原材料短缺影响，公司生产无法快速满足订单需求，导致出货量有所下滑，且原材料短缺带来的成本上涨亦影响产品毛利水平。2021年第一季度，公司智能制造业务收入同比增长47.80%至1.91亿元，增幅主要系上年同期疫情影响导致可比基数较低所致。

2018年以来全球智能手机及智能平板等已进入存量市场竞争阶段，加之受中美贸易战影响，国内手机品牌将东南亚区域作为海外业务的投入重点，以小米、华为、oppo、vivo为代表的国产品牌手机在印尼、印度等地占有率快速攀升，三木智能原有客户的市场份额持续缩减，进而导致三木智能海外订单下降，尤其是平板电脑的销售收入严重下滑。为应对智能手机和平板市场变动，三木智能针对性调整市场布局和客户结构，拓展魅族、科大讯飞、中国移动、传音科技等国内客户，但新客户和新业务的开发尚处于培育期，短期内尚难以填补海外市场订单减少带来的负面影响。

2019年以来，三木智能业务和产品结构逐步调整，其中智能交通板块进入起步阶段，完成了ETC天线、OBU、CPC卡和一体化智能机柜等各类高速公路ETC设备的研发和制造，并承接湖北交投沿线存量和在建高速公路所需ETC门架系统设备及相关的安装调试等技术服务。该公司已分别与湖北交投取消省界收费站项目部、湖北黄黄高速公路经营有限公司（简称“黄黄公司”）签署了《取消省界收费站ETC门架系统设备采购及安装服务协议》，合同金额估算分别为3.03亿元和0.17亿元，截至2020年末，公司已分别收到项目部和黄黄公司转来合同款项1.75亿元和0.02亿元。

图表 17. 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	2018年		2019年		2020年		2021年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
手机	3.37	11.51%	3.50	10.07%	1.37	4.66%	0.03	4.15%
平板	2.59	10.37%	1.07	13.88%	1.20	5.60%	0.41	6.22%
软件及技术服务	0.12	94.73%	0.22	100%	0.01	100%	0.01	100%
材料配件	1.30	13.70%	2.43	4.76%	0.87	12.37%	0.33	3.40%
车联网及其他产品	2.72	8.62%	2.27	5.78%	0.95	7.37%	0.09	6.22%
智能设备销售代理	6.13	5.17%	2.16	3.81%	1.43	2.71%	0.19	2.99%
ETC项目	--	--	0.86	38.56%	0.35	41.55%	--	--
机器人 ⁵	--	--	0.31	12.96%	--	--	--	--
加工费收入	--	--	0.08	1.17%	0.36	4.27%	0.86	4.40%
合计	16.24	9.24%	12.89	11.01%	6.54	7.86%	1.91	4.94%

资料来源：楚天高速（三木智能口径）

原材料采购按照市场价格水平进行结算，一般原材料采购采取比价形式选择合作供应商，部分核心材料为市场独家供货。根据合同约定，材料结算方式主要有款到发货，月结等模式，支付方式主要为现金与票据。

图表 18. 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	2020年采购	占当期采购总额的比例	结算方式
品佳股份有限公司	基带处理器/IC	0.69	12.52%	半月结 30天
TOP KEEN INTERNATIONAL(HK)CO.,L	整机 W8016/FW1011/W8017	0.59	10.78%	预付款 10% 出货前付清 90%余款

⁵ 机器人产品属于非经常性业务，上游原料提供商：江苏锦明工业机器人自动化有限公司，下游需求方：广西福斯派环保科技有限公司。

供应商名称	采购内容	2020年采购	占当期采购总额的比例	结算方式
广东九联科技股份有限公司	机顶盒套料	0.54	9.81%	月结30天
深圳鸿祥源科技有限公司	主板	0.44	8.05%	款到发货
国民科技(香港)有限公司	IC EMMC/EMCP(内存)	0.16	2.85%	款到发货
合计	--	2.43	44.02%	--
供应商名称	采购内容	2021年第一季度采购	占当期采购总额的比例	结算方式
TOP KEEN INTERNATIONAL(HK)CO.,LIM IT	辅料配件/其他物料	0.29	20.56%	预付款10%,出货前付清90%余款
科大讯飞股份有限公司	电子(电容、电阻)/配件	0.20	14.00%	款到发货
广东九联科技股份有限公司	整机/配件	0.16	11.75%	月结30天
星星触控科技(深圳)有限公司	屏 贴合屏	0.09	6.13%	月结60天+3个月银行承兑
途鼎科技股份有限公司	IC EMMC/EMCP(内存)	0.04	2.95%	月结30天
合计	--	0.77	55.38%	--

资料来源：楚天高速（四舍五入存在尾差）

生产环节上，三木智能采用以销定产的生产模式，根据客户下达的销售订单制定生产计划，主要为其他品牌客户提供产品开发及代工服务，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，电子产品的贴片及组装业务主要外协合作厂商为惠州市米琦科技有限公司（简称“米琦科技”），在米琦科技产能不足，或无法安排作业计划时，将委托其他已签署合作框架协议外协厂进行生产，外协供应商较为单一。壳料等结构件供应商主要包括东莞市广正模具塑胶有限公司、深圳同兴达科技股份有限公司等。

图表 19. 三木智能产品生产与出货情况（单位：万台）

产品	2018年		2019年		2020年		2021年第一季度	
	产量	出货量	产量	出货量	产量	出货量	产量	出货量
手机	131.90	120.84	87.59	99.75	37.33	41.35	1.02	0.59
平板	78.13	78.52	30.91	30.59	30.01	37.67	10.48	9.33
软件及技术服务	--	--	--	--	--	--	--	--
配件及材料	902.22	1001.4	--	1468.66	--	--	--	--
车联网及其他产品	158.53	155.93	282.51	127.15	262.35	429.93	75.20	70.68
智能设备销售代理	--	272.87	--	609.71	--	295.66	--	19.76

资料来源：楚天高速

图表 20. 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	2020年收入	占当期销售总额比重	结算方式
Edison Technologies Limited	手机、平板	0.63	9.63%	信用证90天
中移物联网有限公司	机顶盒	0.59	9.06%	出货后120天+6个月 汇票
榆林贸融通企业服务有限公司	主板	0.42	6.47%	月结30天
深圳市欧亚美华电子科技有限公司	材料	0.42	6.42%	月结30天
Ruiming Technology(HK) Co.,Limited	材料	0.39	6.04%	月结30天
合计	--	2.46	37.62%	--
客户名称	销售内容	2021Q1收入	占当期销售总额比重	结算方式
科大讯飞股份有限公司	学习机、翻译机	0.30	15.67%	月结30天+6个月承 兑汇票
中移物联网有限公司	机顶盒	0.22	11.37%	出货后120天+6个月 汇票
CASPER BILGISAYAR SISTEMLERI A.S.	平板	0.19	10.01%	信用证90天
安徽淘云科技股份有限公司	词典笔	0.19	9.69%	月结30天
SC VISUAL FAN SRL	手机、平板	0.12	6.44%	信用证60天
合计	--	1.02	53.17%	--

资料来源：楚天高速

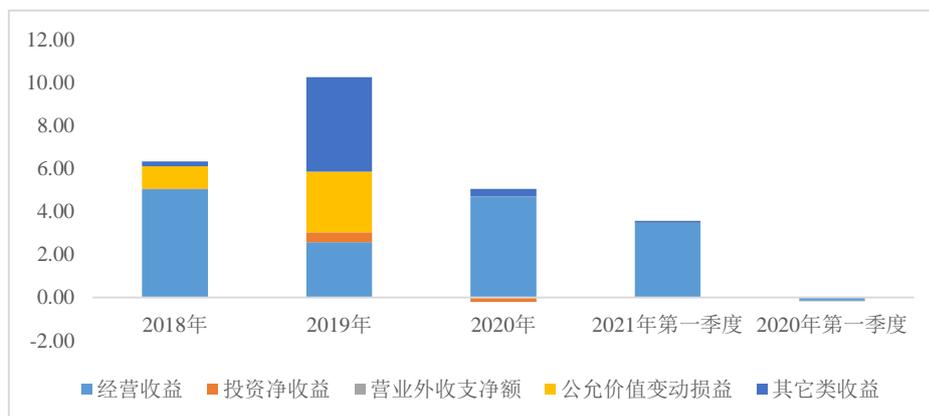
产品销售上除了智能手机、平板及新拓展的 ETC 项目，2020 年因疫情带来医疗器械的进一步发展，三木智能在检测门红外探测体温安检门、额温枪等产品上进行了研发和生产。在国内 ODM 市场竞争白热化的环境下，三木智能传统业务持续收缩，智能交通和医疗器械尚未形成规模化和稳健经营。

研发环节上，该公司拥有深圳和惠州两大研发中心，拥有 78 余名研究人员。2018-2020 年研发投入分别为 3667.10 万元、4098.46 万元和 4004.39 万元，科研投入占智能制造业务收入比重分别为 2.26%、3.20%和 6.03%。

综上，在国内 ODM 市场竞争环境日益加剧的背景下，2020 年以来三木智能受新冠疫情及上游原材料短缺的冲击，传统智能制造业务规模进一步下滑，且智能交通和医疗器械等领域仍有待开发和拓展，中短期内三木智能产业转型提效仍将承压。

(2) 盈利能力

图表 21. 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。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司营业收入分别为 30.70 亿元、28.73 亿元、24.87 亿元和 8.22 亿元，综合毛利率分别为 35.38%、41.15%、44.12%和 54.82%。分业务看，公司主业收费公路主营业务经营较稳健，并为收益提供较大规模贡献，同期业务收入分别为 13.70 亿元、15.15 亿元、17.47 亿元和 6.08 亿元，2020 年虽有疫情和政策短期冲击，但得益于并购大广北高速带来了增量收入；业务毛利率分别为 65.34%、66.15%、58.03%和 70.15%，2020 年疫情期间相关防疫成本和日常持续支出导致毛利水平下滑。辅业智能制造业务的传统产品因面临激烈竞争，近年来出现收入和收益下滑，而新拓展的智能交通与医疗器械尚未形成规模化，同期业务收入分别为 16.23 亿元、12.80 亿元、6.64 亿元和 1.91 亿元，业务毛利率分别为 9.21%、10.95%、7.81%和 4.11%。同期，公司经营收益分别为 5.05 亿元、2.57 亿元、4.69 亿元和 3.49 亿元，其中 2019 年经营收益因计提大额商誉减值（5.47 亿元）而出现明显缩减，2020 年因新增大广北高速收益和充分计提剩余商誉减值（0.95 亿元）较上年缩减，经营收益有所回升，2021 年第一季度经营收益就较上年同期增加 3.62 亿元，主业收费

公路业务已恢复至常态运行，并持续贡献主要收益。

2018-2020年及2021年第一季度，该公司期间费用分别为3.26亿元、3.28亿元、4.74亿元和0.97亿元，期间费用率分别为10.63%、11.42%、19.06%和11.83%，其中2020年期间费用同比增长44.47%，主要系当期大广北高速纳入合并报表范围后，刚性债务大幅增长带动财务费用同比增长117.79%至3.25亿元。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计(亿元)	30.70	28.73	24.87	8.22	2.82
毛利(亿元)	10.86	11.82	10.98	4.51	0.75
其中:高速公路运营业务(亿元)	8.95	10.02	10.14	4.26	0.57
智能制造业务(亿元)	1.49	1.40	0.52	0.08	0.10
毛利率(%)	35.38	41.15	44.12	54.82	26.62
其中:高速公路运营业务(%)	65.34	66.15	58.03	70.15	40.74
智能制造业务(%)	9.21	10.95	7.81	4.11	7.67
期间费用率(%)	10.63	11.42	19.06	11.83	30.08
其中:财务费用率(%)	5.69	5.20	13.08	8.11	20.27
全年利息支出总额(亿元)	1.82	1.60	3.23	--	--
其中:资本化利息数额(亿元)	--	--	--	--	--
收费公路通行费收入(利润表)	13.70	15.15	17.47	--	--
通行费收入对利息的覆盖倍数[倍]	7.53	9.46	5.41	--	--

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有息债务，每年产生一定规模利息支出，2018-2020年利息支出合计分别为1.82亿元、1.60亿元和3.23亿元，同期收费公路通行费收入分别为13.70亿元、15.15亿元和17.47亿元，通行费收入对利息的覆盖倍数为7.53倍、9.46倍和5.41倍，其中2020年受疫情冲击和政策性减免收费影响，通行费收入对利息偿付的保障水平有所下滑，但仍旧处于较强的水平。

其他支出上，2018-2020年该公司资产减值损失分别为2.42亿元、5.75亿元和1.43亿元，主要为计提商誉减值损失所致：三木智能未能完成年度业绩承诺，公司将三木智能ODM业务作为与商誉有关的资产计提减值准备，上述三次充分计提减值后，公司商誉账面价值为0。

此外，2020年该公司投资净收益和其他收益分别为-0.20亿元和0.35亿元，其中投资收益为负，主要系公司回购三木智能业绩补偿股份时，其市场价值要小于账面价值所致；其他收益主要是与日常活动相关的政府补助。

2018-2020年及2021年第一季度，该公司实现净利润分别为4.41亿元、6.34亿元、3.44亿元和2.63亿元，其中2019年净利润增长43.83%，增幅来自自主利润留存和宜昌市政府补偿款（一次性），2020年净利润减少45.77%，降幅系宜昌市政府补偿款不具有持续性、疫情及免费政策影响及加大疫情防控投入导致相关成本费用有所增加所致；2021年第一季度，通行费减免政策影响出清及大广北高速并表补充收益，净利润较上年同期亦有明显好转。

图表 23. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益	0.02	0.47	-0.20	--	--
其中：处置可供出售金融资产取得投资收益	0.01	--	--	--	--
处置交易性金融资产取得投资收益	--	0.15	-0.33	--	--
业绩补偿（返还现金股利）	0.08	0.32	0.13	--	--
其他收益	0.23	0.25	0.35	0.09	0.03
营业外收入	0.01	0.00	0.06	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.04	2.82	--	--	--
资产处置收益	0.00	4.13	--	--	--

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，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，公司根据在手资金充裕度，参与并购基金、股权基金、创业基金等基金项目投资，间接参与中小企业（含拟 IPO 企业）前期投资，获取稳定投资回报，提高投资收益。

融资安排上，2021 年该公司计划通过银行借款、发行超短期融资券及短期融资券等，以偿还到期债务和补充流动性资金需求。

图表 24. 公司未来投融资规划

主导产品或服务	2021 年度
资本性支出计划（亿元）	1.01
其中：沪渝高速枝江互通新建项目投资金额	0.40
沪渝高速公路车马阵停车区建设项目	0.61
营运资金需求（亿元，含还本付息）	35.00
融资安排（亿元）	35.00
其中：权益类融资（亿元）	--
债务类融资（亿元）	35.00

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司控股股东仍为湖北交投，实际控制人为湖北省国资委，产权结构清晰，且公司治理结构未发生重大变化。

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构等方面无重大变化，控股股东仍为湖北省交通投资集团有限公司（简称“湖北交投”），实际控制人为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”）。截至 2021 年 3 月末，公司总股本 16.10 亿元，控股股东持有公司股份 6.06 亿股，持股比例

37.64%，第二大股东招商局公路网络科技控股股份有限公司持股比例 16.32%。

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，2020 年公司向关联方采购商品/接受劳务金额为 0.73 亿元，主要为 ETC 改造、道路养护等；同期，公司向关联方出售商品/提供劳务金额为 0.50 亿元，主要为商品销售。跟踪期内，公司应收关联方往来规模较小，2020 年末，应收关联方资金合计为 0.32 亿元，同期应付关联方资金合计 1.12 亿元。

关联方资金拆借方面，2020 年该公司向湖北交投建设集团有限公司和湖北交投集团财务有限公司分别拆入 0.32 亿元和 2.11 亿元，利率成本分别为 4.35% 和 3-3.85%。

关联担保方面，截至 2020 年末，湖北交投建设集团有限公司为该公司子公司湖北大广北高速公路有限责任公司借款提供的连带责任保证担保余额为 1.31 亿元。

根据该公司提供的 2021 年 4 月 9 日《企业征信报告》，公司暂无债务违约情况。

图表 25. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	公司本部/母公司	三木智能
欠贷欠息	中国人民银行征信局	--	2021.4.9 正常	2021.1.8 正常
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.23	正常	不涉及
诉讼	天眼查及国家企业信用信息公示系统、天眼查	2021.5.23	多笔合同纠纷，影响可控	不涉及
行政处罚			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，2020 年大广北高速纳入合并口径，负债规模明显上升，但财务杠杆尚属可控；公司账面短期刚性债务规模较大，账面可动用现金类资产对即期债务的覆盖水平一般。得益于并购大广北高速获得通行费补充，2020 年经营环节现金流并未出现下滑，且较大规模的现金流入为即期债务偿付和日常周转提供一定保障；跟踪期内暂无重大在建项目投入，外部融资主要用于还本付息与运营周转。

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 2020 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。

2020 年，该公司完成对大广北公司并购事项及工商变更手续，并将其纳入合并口径；截至 2020 年末，公司合并口径内共计 14 家子公司。

2017年1月，该公司申请向交易对手⁶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（标的资产交易价格为12.60亿元）；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。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；同时收购三木智能形成商誉8.85亿元。

业绩承诺方面，交易对手对三木智能2016-2019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。

图表 26. 2016-2019年三木智能业绩承诺实现情况表（单位：亿元）

信息类别	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	累计
三木智能实际盈利数	1.06	1.05	0.72	0.36	/	3.19
业绩承诺数	0.98	1.18	1.40	1.70	/	5.25
业绩实际差异额	0.08	-0.13	-0.68	-1.34	/	-2.07
业绩完成率	107.84%	89.04%	51.35%	21.47%	/	60.67%
公司当期拟回购补偿股份（万股）	--	270.91	3515.95	8281.14	/	12068.00
公司定向回购价	--	1元	1元	1元	/	--
交易对手返还现金净额	--	0.0062	0.1195	0.4141	/	0.5398
公司商誉计提减值	--	--	2.44	5.47	0.95	8.85

资料来源：楚天高速各年公开披露信息，其中三木智能实际盈利数系每年实现的扣除非经常性损益前后归属于母公司股东的净利润孰低数。（四舍五入存在尾差）

三木智能2019年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为0.36亿元，当期未能实现2019年度业绩承诺，与承诺数1.70亿元相比，差额为1.34亿元，业绩完成率为21.47%。因三木智能未能实现2019年业绩承诺，按照《业绩补偿协议》约定，交易对方应向公司补偿股份6892.05万股；另因三木智能100%股权期末减值额大于补偿期限内已实际补偿金额，还需另行补偿股份1389.09万股，交易对方2019年度需补偿股份合计为8281.14万股并返还在业绩补偿期间补偿股份的现金分红。上述补偿股份由公司总价人民币1.00元向交易对方定向回购，并依法予以注销；2020年9月上述股份注销完成后，公司总股本由169292.73万股降至161011.59万股；现金返还部分，交易对手需返还现金净额0.41亿元。截至2020年末，2019年度业绩补偿已全部实施完成，公司收到交易对方业绩补偿款及逾期利息合计0.42亿元。

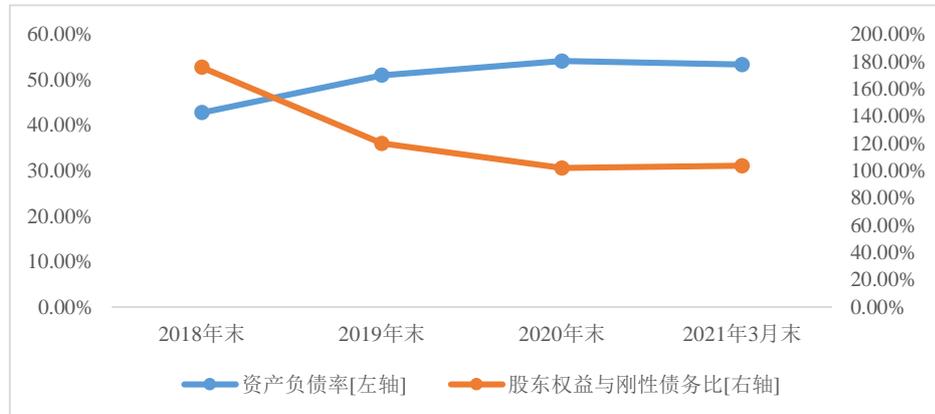
因三木智能未能完成2017-2019年业绩承诺，2018-2020年该公司对收购三木智能形成商誉进行减值测试，并分别确认商誉减值准备2.44亿元、5.47亿元和0.95亿元，并于2020年末商誉减值至0元。

⁶ 具体指北海三木创业投资有限公司(简称“三木投资”)、北海市九番投资管理合伙企业(有限合伙)，(简称“九番投资”)、诺球电子(深圳)有限公司(简称“诺球电子”)、张旭辉、云亚峰、杨海燕、黄国昊、张黎君、叶培锋、熊胜峰、黄日红、张建辉。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 27. 公司财务杠杆水平变动趋势



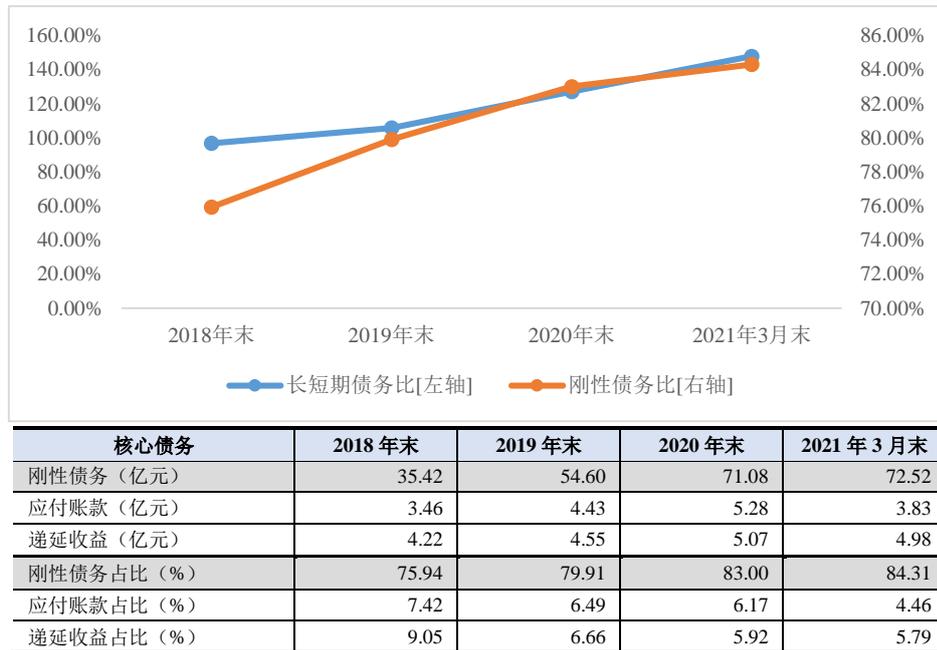
资料来源：根据楚天高速所提供数据绘制。

因前期收费公路项目投建，该公司积累一定规模债务，2020年末因大广北高速纳入合并口径，带动负债规模进一步上升，但财务杠杆水平基本可控。2020年末及2021年3月末，负债总额分别为85.63亿元和86.01亿元，资产负债率分别为54.15%和53.37%，2020年末负债总额较上年末增长25.31%，财务杠杆水平较上年末增加3.12个百分点。

2020年末及2021年3月末，该公司所有者权益分别为72.51亿元和75.15亿元，其中股本均为16.10亿元，2020年末股本金额较上年末减少4.89%系三木智能未完成2019年度业绩承诺，公司以金额1元于2020年9月份完成8281.14万股股份回购并予以注销所致；2020年末及2021年3月末，未分配利润分别为24.13亿元和26.63亿元，所有者权益比重分别为33.28%和35.44%，公司未分配利润较大，如遇股东要求大额利润分配，或将影响权益结构和财务质量，2018-2020年公司分红规模（含税）分别为1.90亿元、2.70亿元和1.13亿元，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42.77%、42.49%和34.74%，并于次年实现红利现金支付。

(2) 债务结构

图表 28. 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，2020 年及 2021 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 127.16% 和 147.92%，债务期限偏中长期化，符合收费公路行业特性。从债务构成来看，负债主要由刚性债务、应付账款和递延收益等构成，2020 年末应付账款 5.28 亿元，较上年末增长 19.14%，主要为应付工程款及租金、应付货款；递延收益为 5.07 亿元，较上年末增长 11.37%，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。截至 2021 年 3 月末，债务构成较上年末暂无重大变化。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	17.00	24.78	28.29	26.57
其中：短期借款	10.10	14.27	14.17	22.46
应付票据	-	-	0.20	0.35
一年内到期长期借款	0.49	4.17	3.44	3.49
其他短期刚性债务	6.41	6.34	10.48	0.27
中长期刚性债务合计	18.42	29.83	42.79	45.95
其中：长期借款	12.44	23.86	30.85	34.01
应付债券	5.98	5.97	11.94	11.95
公司融资成本利率区间 (%)	3.47-6.20	4.20-5.655	2.40-4.80	2.76-4.80

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）

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 71.08 亿元和 72.52 亿元，占负债比重分别为 83.00% 和 84.31%，其中 2020 年末刚性债务较上年末增长 30.17%，增幅系大广北高速纳入合并报表范围所致。2020 年末及 2021 年 3

月末，短期刚性债务分别为 28.29 亿元和 26.57 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 26.11% 和 39.24%，货币资金等现金类资产对短期刚性债务偿付保障能力有限。同期末中长期刚性债务分别为 42.79 亿元和 45.95 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，其中 2020 年长期借款较上年末增长 29.31% 至 42.79 亿元，应付债券较上年末增长 100.01% 至 11.94 亿元，增幅为发行 20 楚天 01。

图表 30. 2021 年 3 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	合计
质押借款	--	3.40	30.05	33.45
抵押借款	--	--	--	--
信用借款	15.00	0.04	3.96	19.00
保证借款	7.41	--	--	7.41
应付利息	0.05	0.05	--	--
合计	22.46	3.49	34.01	59.95

资料来源：楚天高速（四舍五入存在尾差）

截至 2021 年 3 月末，该公司银行借款余额 59.95 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、黄咸高速收费权、大广北高速收费权及大广北公司股权。融资成本方面，跟踪期内公司融资成本控制较好，2020 年末及 2021 年 3 月末融资成本区间分别为 2.4-4.8% 和 2.76-4.8%；2020 年加权存量债务融资成本约 3.8%，其中短期刚性债务加权融资成本约 2.8%，中长期刚性债务加权融资成本约 4.4%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 31. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入现金率（%）	112.76	97.85	105.67	91.64	195.35
业务现金收支净额（亿元）	6.44	11.42	12.68	2.80	1.66
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.42	-0.65	0.30	0.04	-0.08
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.02	10.77	12.98	2.84	1.58
EBITDA（亿元）	11.07	15.00	12.58	--	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.31	0.33	0.20	--	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.09	9.37	3.90	--	--

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理

该公司收费公路运营业务的获现能力较强，智能制造业务因存在一定账期，现金流相对滞后但影响尚可控，公司现金流水平整体较稳定。2020 年及 2021 年第一季度，营业收入现金率分别为 105.67% 和 91.64%，同期，经营活动产生的现金流量净额分别为 12.98 亿元和 2.84 亿元，公司经营活动现金主要来源于自身经营业务相对有效的现金回笼，同期业务现金收支净额分别为 12.68 亿元和 2.80 亿元，2020 年在疫情影响下仍有小幅增长主要系并购大广北高速带来的增量流入。

该公司收到其他与经营活动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，2020年及2021年第一季度，其他因素现金收支净额分别为0.30亿元和0.04亿元。

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，EBITDA对利息支出可形成有效保障，但对刚性债务保障程度较低。

(2) 投资环节

图表 32. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.03	-26.09 ⁷	-0.03	0.06	0.00
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	-0.23	0.07	2.61	-0.17	-0.83
其他因素对投资环节现金流量影响净额（含取得子公司支付的现金）	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.18
投资环节产生的现金流量净额	-0.26	-26.02	3.03	-0.12	-1.01

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理

该公司新建及扩建高速公路项目资金支出较少，2020年及2021年第一季度，购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额分别为2.61亿元和-0.17亿元，其中2020年净流入2.61亿元主要系收到宜昌政府回购路段补偿款3.80亿元所致；2020年及2021年第一季度，投资活动产生的现金流量净额分别为3.03亿元和-0.12亿元。

(3) 筹资环节

图表 33. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
权益类净融资额	-2.23	-1.61	-2.71	0.00	0.00
其中：现金分红支出	2.23	1.61	2.71	0.00	0.00
债务类净融资额	-1.54	17.30	-13.92	0.47	-1.22
其中：现金利息支出	1.84	1.90	3.29	0.72	0.44
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.61	0.00	-0.86	0.00	0.00
筹资环节产生的现金流量净额	-3.16	15.68	-17.49	0.47	-1.22

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理

注：2020年支付其他与筹资活动有关的现金中归还融资租赁本金4.35亿元，已归口至债务类净融资额核算。

除了2019年末并购大广北高速事项外，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，筹资活动主要用于债务偿付与循环。2020年及2021年第一季度，筹资活动产生现金流净额分别为-17.49亿元和0.47亿元。

⁷ 2019年因公司出资25.93亿元与关联方湖北交投建设集团有限公司组成的联合体竞得大广北公司100%股权使得当期回收投资与投资支付现金流呈大幅净流出。

4. 资产质量

图表 34. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比，%）	20.37	25.12	15.38	19.38
	18.69	18.76	9.72	12.02
其中：现金类资产（亿元）	10.50	11.92	7.39	10.42
应收款项（亿元）	4.24	4.93	4.89	5.90
存货（亿元）	3.11	2.29	2.10	1.92
其他应收款（亿元）	0.59	5.12	0.14	0.16
非流动资产（亿元，在总资产中占比，%）	88.60	108.80	142.76	141.79
	81.31	81.24	90.28	87.98
其中：可供出售金融资产（亿元）	1.82	--	--	--
其他权益工具投资（亿元）	--	1.88	2.09	2.08
长期股权投资（亿元）	2.40	2.63	2.65	2.65
固定资产（亿元）	5.75	6.96	7.31	7.12
无形资产（亿元）	71.09	69.75	129.98	128.72
商誉（亿元）	6.41	0.95	--	--
其他非流动资产（亿元）	--	25.93	--	--
期末全部受限资产账面金额价值（亿元）	45.14	71.18	115.05	114.17
期末抵质押融资余额（亿元）	11.16	26.26	34.25	33.45
受限资产账面余额/总资产（%）	41.42	53.15	72.75	70.84

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司资产总额分别为 158.14 亿元和 161.16 亿元，其中非流动资产占资产总额比重分别为 90.28% 和 87.98%，以非流动资产为主的资产结构与公司业务性质较为一致。2020 年末资产较上年末增长 18.09%，主要系并购大广北高速所致。

资产构成上，该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产等构成。2020 年末长期股权投资余额为 2.65 亿元，主要为对湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司及广西福斯派环保科技有限公司的股权投资款；固定资产净额为 7.31 亿元，主要为房屋建筑物，增幅系在建工程转入收费设施等所致；无形资产余额为 129.98 亿元，较上年末增长 86.35%，主要为收费公路特许经营权和土地使用权，增幅系本期新增大广北高速收费特许经营权所致；而原先因预付股权收购款所形成的其他非流动资产同期末亦转换为母公司口径的长期股权投资。2021 年 3 月末，公司非流动资产余额为 141.79 亿元，资产结构较上年末未发生重大变化。

截至 2020 年末，该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款及存货构成。期末，现金类资产余额为 7.39 亿元，其中货币资金 7.22 亿元，使用权均不受限制；应收账款为 4.89 亿元，主要应收货款和往来款；存货余额为 2.10 亿元，主要为三木智能的原材料、在产品以及库存商品等；其他应收款 0.14 亿元，较上年末减少 97.19%，降幅系收到宜昌市人民政府补偿款 3.80 亿元和收回大广北公司股东借款本金与利息 0.99 亿元（大广北公司于 2020 年 4 月纳入合并范围）所致。2021 年 3 月末，公司流动资产结构较上年末暂无重大变化，其中现金类资产较上年末增长 44.14% 至 10.42 亿元，主要系母公司银行存款增加所致。

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	85.94	75.68	40.79	55.85
速动比率 (%)	68.51	68.03	34.74	49.73
现金比率 (%)	44.31	35.90	19.59	30.05
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	61.76	48.09	26.11	39.24

资料来源：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较大，账面流动比率和速动比率均较低，2020 年末流动比率和速动比率分别为 40.79% 和 34.74%。公司用于抵质押的收费公路收费权等资产较大，截至 2021 年 3 月末，受限资产账面金额为 114.17 亿元，受限比率 70.84%。

图表 36. 2021 年 3 月末公司资产受限明细 (单位：亿元)

科目	期末账面价值	受限原因
无形资产	105.53	收费权质押 (麻竹高速公路大随段、黄咸高速大冶段、大广北高速)
长期股权投资 (母公司科目口径)	8.64	子公司大广北公司股权质押 (公司分别于 2019 年 12 月和 2020 年 7 月与交通银行咸宁分行签订借款合同及股权质押合同，将公司持有的湖北大广北高速公路有限责任公司 25% 股权用于质押，质押期限为 2019-2026 年)
合计	114.17	--

资料来源：资料来源：根据楚天高速所提供数据整理

6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司未对合并口径之外企业进行担保。

截至 2021 年 3 月末，该公司前十大股东合计质押公司股权 0.35 亿股，占总股本比重 2.20%，其中北海三木创业投资有限公司质押公司股权 0.22 亿股，占其所持公司股份数的 100.00%，占公司总股本的 1.32%；北海市九番投资管理合伙企业(有限合伙)质押公司股权 0.14 亿股，占其所持公司股份数的 100.00%，占公司总股本的 0.89%。

7. 母公司/集团本部财务质量

母公司 (即该公司本部) 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高速公路业务则由三木智能和其他子公司负责经营，2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司资产总额分别为 111.13 亿元和 113.92 亿元，主要包括货币资金、其他应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产等，2021 年 3 月末上述科目余额分别为 7.23 亿元、6.60 亿元、50.45 亿元、5.17 亿元和 42.07 亿元。2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司刚性债务分别为 34.69 亿元和 36.00 亿元，资产负债率分别为 41.69% 和 41.39%，负债经营水平可控。2020 年及 2021 年第一季度，母公司实现营业收入 12.09 亿元和 3.84 亿元，主要为通行费收入，净利润分别为 2.59 亿元和 1.96 亿元。同期，母公司经营环节净现金流入分别为 8.63 亿元和 1.80 亿元，持续稳定的现金流入加之母公司口径货币资金较为充

裕，且作为上市公司，融资渠道较通畅，可为债务偿付和资金周转提供一定保障。

外部支持因素

1. 政府/控股股东支持

2018-2020 年，该公司获得政府补贴分别为 0.51 亿元、0.59 亿元和 0.51 亿元，入账递延收益科目，2018-2020 年为沪渝高速公路新建八岭互通项目和枝江互通项目补偿资金。

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 2021 年 3 月末，银行授信总额度 111.80 亿元，剩余未使用 51.44 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 37. 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）	111.80	60.36	51.44
其中：国家政策性金融机构（亿元）	12.78	12.78	0.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	40.54	27.10	13.44
其中：大型国有金融机构占比（%）	47.69	66.07	26.14

资料来源：楚天高速（截至 2021 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

19 楚天 01 和 20 楚天 01：调整票面利率选择权和投资者回售选择权

投资者回售选择权：在该公司就上述债券发出关于是否调整上述债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在上述债券的第 3 个计息年度付息日将持有的上述债券按照票面金额全部或部分回售给公司。自公司就上述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上述债券进行回售申报；回售登记期不进行申报的，则被视为放弃回售选择权，继续持有上述债券并接受上述关于是否调整上述债券票面利率及调整幅度的决定。

调整票面利率选择权：该公司有权决定在上述债券存续期的第 3 年末调整上述债券后 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。

跟踪评级结论

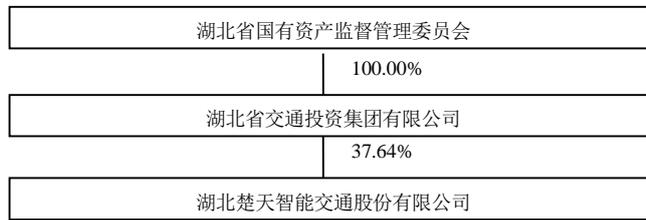
跟踪期内，该公司控股股东仍为湖北交投，实际控制人为湖北省国资委，产权结构清晰，且公司治理结构未发生重大变化。

该公司以收费公路建设及运营为传统主业，收费公路业务经营较稳健，且为利润的主要来源，但部分路产收费质量仍偏弱；2020年，随着大广北高速完成工商变更，公司路产效益资产规模进一步扩大；新冠疫情政策性收费减免影响了各路段2020年效益水平，但属于短期冲击，目前公路收费业务恢复稳健运行；公司暂无大型在建高速公路项目，短期内资本支出压力尚可控。此外，副业智能制造业务受市场竞争加剧及上游原材料短缺等因素影响，经营持续承压，持续关注智能制造业务转型升级能力。

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，2020年大广北高速纳入合并口径，负债规模明显上升，但财务杠杆尚属可控。目前公司账面短期刚性债务规模较大，账面可动用现金类资产对即期债务的覆盖水平一般。得益于并购大广北高速获得通行费补充，2020年经营环节现金流并未出现下滑，且较大规模的现金流入为即期债务偿付和日常周转提供一定保障；跟踪期内暂无重大在建项目投入，外部融资主要用于还本付息和运营周转。

附录一：

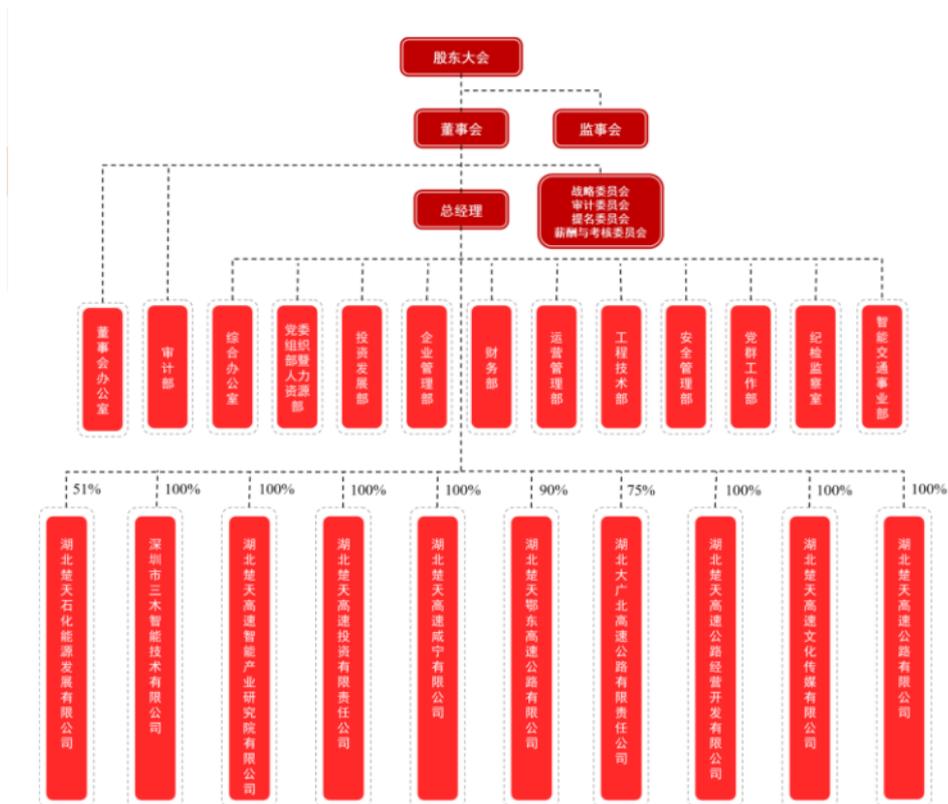
公司与实际控制人关系图



注：根据楚天高速提供的资料绘制（截至 2021 年 3 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 2021 年 3 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	2020 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	3145.88	1419.30	332.49	17.22	41.62	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/母公司	--	高速公路建设及运营	34.69	64.80	12.09	2.59	8.63	本部/母公司口径
深圳市三木智能技术有限公司	三木智能	二级子公司	100	智能制造	0.20	4.84	6.54	-0.68	0.42	合并
湖北楚天鄂东高速公路有限公司	鄂东高速	二级子公司	90	高速公路运营	8.67	0.49	0.91	-0.20	1.11	
湖北楚天高速咸宁有限公司	咸宁高速	二级子公司	100	高速公路运营	--	11.60	0.69	0.28	0.14	
湖北大广北高速公路有限责任公司	大广北高速	二级子公司	75	高速公路运营	27.52	15.04	5.04	1.11	4.28	

注：根据楚天高速 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	108.97	133.92	158.14	161.16
货币资金 [亿元]	8.26	8.70	7.22	10.40
刚性债务[亿元]	35.42	54.60	71.08	72.52
所有者权益 [亿元]	62.33	65.58	72.51	75.15
营业收入[亿元]	30.70	28.73	24.87	8.22
净利润 [亿元]	4.41	6.34	3.44	2.63
EBITDA[亿元]	11.07	15.00	12.58	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.02	10.77	12.98	2.84
投资性现金净流入量[亿元]	-0.26	-26.02	3.03	-0.12
资产负债率[%]	42.81	51.03	54.15	53.37
权益资本与刚性债务比率[%]	175.94	120.10	102.01	103.63
流动比率[%]	85.94	75.68	40.79	55.85
现金比率[%]	44.31	35.90	19.59	30.05
利息保障倍数[倍]	4.49	7.40	2.50	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	88.07	116.50	129.86	—
毛利率[%]	35.38	41.15	44.12	54.82
营业利润率[%]	20.63	35.67	19.46	43.43
总资产报酬率[%]	7.57	9.75	5.54	—
净资产收益率[%]	7.19	9.91	4.98	—
净资产收益率*[%]	7.26	9.98	5.03	—
营业收入现金率[%]	112.76	97.85	105.67	91.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	29.68	37.84	36.63	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.44	-26.53	20.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.09	9.37	3.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.33	0.20	—

注：表中数据依据楚天高速经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、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%
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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	1
		市场竞争	4
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	1
		流动性	8
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA+

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2018年11月21日	AA+/稳定	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年7月28日	AA+/稳定	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 收费公路行业(运营类)信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(收费公路行业-运营类)MX-GS025(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月23日	AA+/稳定	张佳、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 收费公路行业(运营类)信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(收费公路行业-运营类)MX-GS025(2020.4)	-
债项评级 (19楚天01)	历史首次评级	2018年11月21日	AA+	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年7月28日	AA+	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 收费公路行业(运营类)信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(收费公路行业-运营类)MX-GS025(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月23日	AA+	张佳、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 收费公路行业(运营类)信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(收费公路行业-运营类)MX-GS025(2020.4)	-
债项评级 (20楚天01)	历史首次评级	2020年3月10日	AA+	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2020年7月28日	AA+	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 收费公路行业(运营类)信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(收费公路行业-运营类)MX-GS025(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月23日	AA+	张佳、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 收费公路行业(运营类)信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(收费公路行业-运营类)MX-GS025(2020.4)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。