

湖北楚天智能交通股份有限公司

2020年公开发行公司债券(第一期)(疫情防控债)

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(2022) 100161】

评级对象: 湖北楚天智能交通股份有限公司 2020 年公开发行公司债券(第一期)(疫情防控债)

	主体	展望	债项	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2022 年 6 月 14 日
前次跟踪:	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2021 年 6 月 23 日
首次评级:	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2020 年 3 月 10 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	7.56	4.63	4.99	8.44
刚性债务	44.74	34.69	37.88	40.21
所有者权益	67.41	64.80	69.73	71.64
经营性现金净流入量	9.50	8.63	5.59	4.88
合并口径数据及指标:				
总资产	133.92	158.14	175.52	177.80
总负债	68.34	85.63	96.27	95.98
刚性债务	54.60	71.08	80.72	82.82
所有者权益	65.58	72.51	79.24	81.82
营业收入	28.73	24.87	32.64	7.63
净利润	6.34	3.44	7.73	2.57
经营性现金净流入量	10.77	12.98	16.05	3.32
EBITDA	15.00	12.58	19.73	—
资产负债率[%]	51.03	54.15	54.85	53.98
权益资本与刚性债务比率[%]	120.10	102.01	98.17	98.79
流动比率[%]	75.68	40.79	39.77	66.47
现金比率[%]	35.90	19.59	22.78	43.16
利息保障倍数[倍]	7.40	2.50	4.81	—
净资产收益率[%]	9.91	4.98	10.19	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.84	36.63	41.93	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.53	20.80	12.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.37	3.90	6.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.20	0.26	—

注:根据楚天高速经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张 佳 zhangjia@shxsj.com
林赞婧 lyj@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“20 楚天 01”的跟踪评级反映了 2021 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变动风险和多元化业务转型升级压力。

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。**跟踪期内,楚天高速收费公路业务经营较稳健,收购豫南公司后,公路效益资产规模进一步扩大,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;财务结构较稳健。**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流入,公司存量债务整体消化周期可控。虽于 2021 年收购及并表豫南公司后,公司负债规模有所积聚,但财务杠杆仍保持合理水平。
- **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较好,整体具有较强的融资能力。

主要风险:

- **政策变动风险。**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。此外仍需关注 2022 年以来全国疫情局部反复并实施封控,对部分收费公路路段车流量的影响。

- 多元产业转型提效压力较大。楚天高速前期多元涉足电子信息产品制造业务，该业务与收费公路业务在运营管理方面存在较大差异，且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。目前公司正处于多元化业务转型升级调整期，收缩传统智能产品制造的同时逐步拓展至智慧交通与科技领域，但该部分市场仍有待开发，中短期内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 20 楚天 01 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 20 楚天 01 还本付息安全性很强，并维持 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

2020年公开发行公司债券(第一期)(疫情防控债)

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”)提供的经审计的2021年财务报表、未经审计的2022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2022年5月25日,该公司存续债券余额19.70亿元,其中一年内到期债券13.70亿元。

图表1. 截至2022年5月25日公司存续债券情况(单位:亿元,年,%)

证券名称	发行规模	当前余额	发行时利率	当期利率	发行期限	起息日	到期日期
20楚天01	6.00	6.00	3.38	3.38	5(3+2)	2020-03-19	2025-03-19
21楚天智能SCP003	3.00	3.00	2.95	2.95	270天	2021-10-29	2022-07-26
21楚天智能SCP004	2.20	2.20	2.88	2.88	270天	2021-12-06	2022-09-02
22楚天智能SCP001	8.50	8.50	2.54	2.54	180天	2022-03-04	2022-08-31
合计	19.70	19.70	--	--	--	--	--

资料来源:楚天高速

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022年第一季度,全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻,受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响,全球经济恢复节奏放缓,我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击,经济发展存在较大压力。短期内,宏观政策将主要围绕“稳增长”开展,实现年度增长目标任重道远;从中长期看,在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上,贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性,我国经济

长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较

快速增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

收费公路行业

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、新通车路产投资回报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，行业收支失衡达到历史最新高位；2022年以来局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

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年公路建设完成投资2.60万亿元，同比增长6.0%，2022年第一季度，公路建设完成投资0.48万亿元，较上年同期增长11.8%。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2021年末16.91万公里，我国公路网络不断完善，2021年末国家高速公路通车里程11.70万公里。2020年末（2021年数据未披露），收费公路里程达17.92万公里，占公路总里程519.81万公里的3.45%，其中收费高速公路里程为15.29万公里，占收费总里程的85.31%，占比进一步上升，随着高速公路里程不断增长和普通收费公路逐步到期停止收费，全国收费公路结构进一步优化。

图表 2. 我国收费公路里程规模（单位：公里）

里程规模	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	137876.70	3.95%	142831.10	3.59%	152910.5	7.06%
收费公路：一级公路	19592.30	-5.20%	18577.90	-5.18%	17363.60	-6.54%
收费公路：二级公路	9651.00	1.06%	8659.50	-10.27%	7899.20	-8.78%
收费公路：独立桥梁	818.40	5.04%	899.40	9.90%	943.30	4.88%

里程规模	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：独立隧道	133.00	28.25%	125.00	-6.02%	125.00	0.00%
收费公路里程总计	168071.40	2.65%	171092.90	1.80%	179241.70	4.76%
其中：收费高速公路占比	82.03%	/	83.48%	/	85.31%	/

资料来源：各年收费公路统计公报（2021 年收费公路统计公报尚未披露）

中长期内，公路行业仍可保持较大规模和较大力度的投资建设进程。根据 2021 年 2 月国务院发布的《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¹。根据 2021 年 3 月国务院发布的《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。

受高速公路里程增加和建设投资总额扩大的影响，以及部分项目为养护管理、偿还利息举借新债等因素，收费公路债务余额持续上升。2020 年末全国收费高速公路债务余额 66983.54 亿元，其中年末银行贷款余额 55656.78 亿元，单公里债务余额达 4381 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量大，债务融资依存度高，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	2018 年末	2019 年末	2020 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	24461.74	27193.01	31620.69
收费高速公路财政性资本金累计投入	13575.33	15363.05	16760.36
收费高速公路非财政性资本金累计投入	10886.40	11829.96	14860.33
收费高速公路投资银行贷款	53494.43	56553.85	63883.71
收费高速公路年末债务余额	53666.19	58044.58	66983.54
收费高速公路年末银行贷款余额	45373.00	48322.41	55656.78
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3892	0.4064	0.4381

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，

¹ 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。

2018-2020 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3857.30 亿元、-4673.92 亿元和-7177.43 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。2020 年因疫情影响，全行业通行费收入规模明显缩减²，支出扩大³，行业收支失衡达到历史最新高位。

2018-2020 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 7265.45 亿元、7987.74 亿元和 9760.61 亿元，占收费高速公路总支出比重近 80%，自 2014 年起，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 2015-2020 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%、48.36%、48.21% 和 63.83%，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	2018 年	2019 年	2020 年
收费高速公路通行费收入	5168.38	5551.03	4566.24
收费高速公路支出	9025.69	10224.94	11743.67
还本付息支出	7265.45	7987.74	9760.61
偿还债务本金	4766.20	5311.80	6845.89
偿还债务利息	2499.24	2675.93	2914.72
收费高速公路收支平衡结果	-3857.30	-4673.92	-7177.43
单公里年通行费收入[万元/公里]	374.86	388.64	298.62
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.07	2.07	1.57
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.08	1.05	0.67
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.71	0.69	0.47

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

2020 年 5 月初恢复车辆收费以及全国范围内疫情良好防控，车流量持续恢复，2020 年下半年度至 2021 年行业现金流逐步恢复，但 2022 年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

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。

B. 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

² 2020 年度，全国收费公路共减免车辆通行费 2382.5 亿元，占 2020 年度应收通行费总额的 32.9%。其中：两次延长春节假期小型客车免费通行政策，共免收通行费 19.8 亿元，2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日期间又免收车辆通行费 1593 亿元。

³ 随着债务规模持续扩大，还本付息支出不断增加。

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。

收费标准和车型结构调整方面，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。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1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。

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，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。2017-2021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、1895.67亿元和1387.31

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。减免收费方面，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。交通运输部信息显示：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。

C. 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；（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，如单公里收费水平、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：公里，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	86.26	41.45	55.41	46.16	983.21	257.74	35.60
山东高速	162.04	43.32	39.18	97.94	1,259.06	581.34	62.83
深高速	108.72	34.87	27.06	39.42	606.13	224.08	54.18
四川成渝	90.95	25.83	19.46	15.75	407.29	199.21	54.70
粤高速 A	52.88	63.51	24.27	36.70	188.76	65.26	40.02
赣粤高速	64.30	38.95	9.96	33.81	350.63	96.93	48.29
宁沪高速	137.93	36.33	41.33	54.67	676.62	282.00	47.74
中原高速	56.07	41.21	7.43	28.38	468.17	308.02	73.51
皖通高速	39.21	59.69	15.45	20.97	199.21	51.67	40.04
福建高速	29.77	58.93	10.57	23.69	166.96	19.19	22.95

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
吉林高速	12.72	46.99	3.28	7.85	66.46	15.73	33.54
现代投资	160.99	10.24	5.97	34.49	570.29	312.46	77.91
楚天高速	32.64	49.73	7.73	16.05	175.52	74.59	54.85
五洲交通	18.31	52.75	7.00	15.99	96.21	33.82	45.26
东莞控股	53.21	19.30	9.33	13.19	166.65	38.23	32.22
城发环境	56.31	34.09	9.99	12.73	217.48	111.29	70.82
龙江交通	5.37	39.69	1.78	2.33	50.47	0.01	6.94
山西路桥	16.62	56.18	4.06	14.12	134.39	77.15	69.47

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理、计算，数据时间节点为 2021 年（末）

铁路客运和航空客运具有单次运量大和省时等优势，但班次密度较低且站点相对离市区较远；而公路运输在价格、机动便捷、班次等方面具有优势。近年来，我国高铁建设进程加快，路网布局规划陆续出台，同时航空运输呈快速发展态势，政府政策在不同时期鼓励不同运输模式发展从而增加了道路运输业的替代风险。国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）的通知（国办〔2018〕91 号）提出：以推进大宗货物运输“公转铁”、“公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系。2021 年 11 月，交通运输部关于印发《综合运输服务“十四五”发展规划》（交运发〔2021〕111 号），再次提出加快优化调整运输结构，提高道路货运组织化、集约化程度，发挥道路货运在枢纽集疏运体系方面的比较优势，推动大宗货物和中长途货物运输“公转铁”、“公转水”；发展内河集装箱运输、江海（河海）直达运输，提高航运枢纽水水中转比例。政策导向的交通运输方式分流，或将影响高速公路货车流量及路段通行费收入。

D. 风险关注

（1）政策变动风险。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。2022 年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

（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息；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但区域经济发展水平偏低，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升且融资难度加大，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。

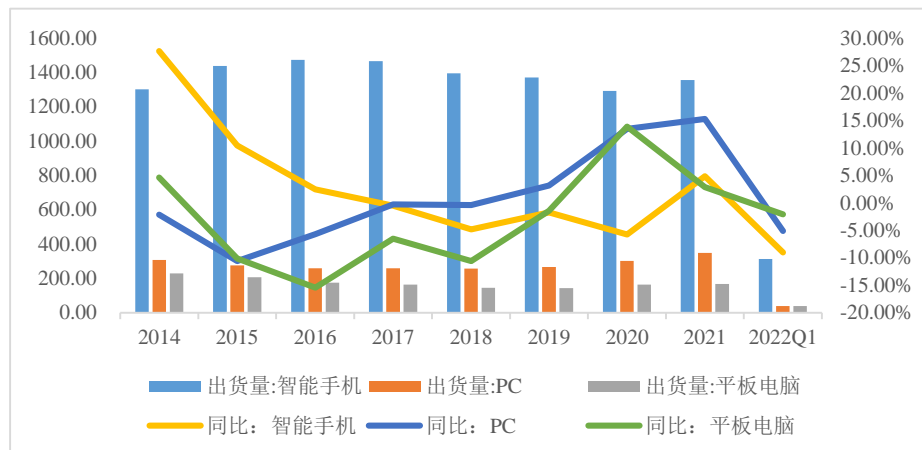
纵观行业发展趋势，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及政府支持而保持较高的信用质量。但随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险将进一步上升。未来一段时间，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖将继续承压，且不同区域分化明显。

电子信息制造业

近期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；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。受益于全球 5G 基础设施建设进一步完善及 5G 手机批量出货，2021 年智能手机全球出货量 1354.80 百万台，同比增长 4.84%，近 5 年来首次实现正增长；全球新冠疫情反复，线上学习办公需求持续增长，PC 产品全球出货量 348.80 百万台，同比增长 15.27%，延续较快增长态势；同期平板电脑出货量 168.80 百万台，同比增长 2.86%，增速较上年下滑 11.02 个百分点。2022 年第一季度智能手机全球出货量 314 百万台，同比下降 9.00%；PC 产品全球出货量 80.50 百万台，同比下降 5.10%；平板电脑全球出货量 39.13 百万台，同比下降 2.10%。

图表 6. 全球智能手机和平板电脑出货量及增长情况（单位：百万台）



资料来源：Wind 资讯，IDC

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 产业链和 ODM 大型厂商。根据赛诺市场研究报告：ODM 行业马太效应日益凸显，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%。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 年以来因新冠疫情对原材料供应链条的限制，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）市场仍面临一定饱和和压力，终端产品从快速增长期逐步过渡到缓慢增长期；（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。

智慧交通

2019 年以来，国家陆续出台智慧交通和现代化交通实施发展通知，各行业在加大与智能技术、信息技术的融合力度，高速公路行业也迎来信息化浪潮。智慧交通领域对研发能力、研发技术与产品关注度高，目前该领域细分切入角度较多，部分省级交通主体与收费公路上市公司加强科研院所合作和研发投入，布局交通领域新型产品开发应用，参与研发、制造、施工、运维养护为一体的产业服务链，并将此作为多元业务探索发展渠道，仍需关注到细分

领域的合作与竞争关系以及研发压力。

图表 7. 智慧交通政策文件

时间	政策文件	内容
2022.4.8	《“十四五”交通领域科技创新规划》（交科技发〔2022〕31号）	大力发展智慧交通，推动云计算、大数据、物联网、移动互联网、区块链、人工智能等新一代信息技术与交通运输融合，加快北斗导航技术应用，开展智能交通先导应用试点。推动5G通信技术应用，实现重点运输通道全天候、全要素、全过程实时监测。突破道路交通运输组织、路网监测、仿真测试、运营管控等智能化、自主化技术。
2022.3.25	《交通领域科技创新中长期发展规划纲要（2021—2035年）》（交科技发〔2022〕11号）	要面向经济主战场，围绕支撑落实“一带一路”建设以及京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态环境保护和高质量发展等战略任务，突破国家重大战略通道建设技术瓶颈，提升区域综合交通网络智能化协同管控水平，构建形成数字化、网络化、智能化、绿色化的综合交通运输系统。 加强工程装备研发，突破智慧工地作业环境泛在感知、自主作业与智能协调、智能建造与工业化生产等技术与装备。加强维修装备研发，加快工程维修智能机器人研发应用。
2022.1.19	国务院关于印发“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知（国发〔2021〕27号）	智能交通技术应用深度和广度有待拓展，部分关键核心产品和技术自主创新能力不强。目标到2025年，综合交通运输基本实现一体化融合发展，智能化、绿色化取得实质性突破；第五代移动通信5G、物联网、大数据、云计算、人工智能等技术与交通运输深度融合。自主化先进技术装备加快推广应用，实现北斗系统对交通运输重点领域全面覆盖，运输装备标准化率大幅提升。 加快智能技术深度推广应用；推动互联网、大数据、人工智能、区块链等新技术与交通行业深度融合，推进先进技术装备应用，构建泛在互联、柔性协同、具有全球竞争力的智能交通系统，加强科技自立自强，夯实创新发展基础，增强综合交通运输发展新动能。在智能交通领域开展基于5G应用场景和产业生态试点示范。推动车联网部署和应用，支持构建“车—路—交通管理”一体化协作智能管理系统。
2021.1.22	交通运输部关于印发《数字交通“十四五”发展规划》的通知（交规划发〔2021〕102号）	到2025年，“交通设施数字感知，信息网络广泛覆盖，运输服务便捷智能，行业治理在线协同，技术应用创新活跃，网络安全保障有力”的数字交通体系深入推进，“一脑、五网、两体系”的发展格局基本建成，交通新基建取得重要进展，行业数字化、网络化、智能化水平显著提升，有力支撑交通运输行业高质量发展和交通强国建设。 智慧公路：完善公路感知网络，推进公路基础设施全要素全周期数字化，发展车路协同和自动驾驶，推动重点路段开展恶劣天气行车诱导，缓解交通拥堵、提升运行效率。深化高速公路电子不停车收费系统（ETC）应用，建设监测、调度、管控、应急、服务一体的智慧路网平台。推动公路建设施工及养护智能化；推进公路智慧服务区建设。
2021.9.23	交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021-2025）（交规划发〔2021〕82号）	主要任务：智慧公路建设行动，提升公路智能化管理水平。推动公路感知网络与公路基础设施建设养护工程同步规划、同步实施，提升公路基础设施全要素、全周期数字化水平等。提升公路智慧化服务水平，推进高速公路电子不停车收费（ETC）系统应用，推进与公路运行监测等数据融合，全面提升公路信息服务水平。
2021.2.25	国家综合立体交通网规划纲要	加强交通基础设施与信息基础设施统筹布局、协同建设，推动车联网部署和应用，强化与新型基础设施建设统筹，加强载运工具、通信、智能交通、交通管理相关标准跨行业协同。 提升智慧发展水平，加快既有设施智能化。加强智能化载运工具和关键专用装备研发，推进智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）、智能化通用航空器应用。推动公路路网管理和出行信息服务智能化，完善道路交通监控设备及配套网络。
2019.9.19	中共中央 国务院印发《交通强国建设纲要》	大力发展智慧交通：推动大数据、互联网、人工智能、区块链、超级计算等新技术与交通行业深度融合。推进数据资源赋能交通发展，加速交通基础设施网、运输服务网、能源网与信息网络融合发展，构建泛在先进的交通信息基础设施。构建综合交通大数据中心体系，深化交通公共服务和电子政务发展。推进北斗卫星导航系统应用。

资料来源：公开信息整理

（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，2021年社会经济与发展呈持续恢复、快速增长的良好态势。

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，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，但全年全省地区完成生产总值仍同比下降5.0%。2021年湖北省经济运行总体呈现持续恢复、快速增长的良好态势，全省地区完成生产总值同比增长12.9%至50012.94亿元，其中第一产业完成增加值4661.67亿元，同比增长11.1%；第二产业完成增加值18952.90亿元，同比增长13.6%；第三产业完成增加值26398.37亿元，同比增长12.6%。三次产业比重由2020年9.5:39.2:51.3调整为2021年9.3:37.9:52.8。2022年第一季度，湖北省地区完成生产总值较上年同期增长6.7%至10804.66

亿元，第一产业完成增加值 724.54 亿元，增长 5.8%；第二产业完成增加值 4669.97 亿元，增长 7.9%；第三产业完成增加值 5410.15 亿元，增长 5.9%。

图表 8. 近年来湖北省经济情况（单位：%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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）	45828	7.5	43443	-5.0	50013	12.9	10805	6.7
第一产业增加值（亿元）	3809	3.2	4132	--	46612	11.1	724.54	5.8
第二产业增加值（亿元）	19099	8.0	17024	-7.4	189523	13.6	4669.98	7.9
第三产业增加值（亿元）	22921	7.8	22288	-3.8	26398	12.6	5410.14	5.9
城镇居民人均可支配收入（元）	37601	9.1	36706	-2.4	40278	9.7	12296	6.2
社会消费品零售总额（亿元）	20224	10.3	17985	-20.8	21561	19.9	5158.19	7.8
固定资产投资（亿元）	--	10.6	--	-18.8	--	20.4	--	20.0
进出口总额（亿元）	3944	13.1	4294	8.8	5374	24.8	1346.2	13.7

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。根据湖北省统计局信息，2021 年湖北省规模以上工业增加值比上年增长 14.8%，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，2021 年汽车产量为 209.90 万辆，同比微降 0.20%；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，2021 年钢材产量为 3852.1 万吨，同比增长 5.1%。

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，2021 年计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 40.6%，快于规模以上工业 25.8 个百分点；全年新能源汽车、工业机器人、手机和微型计算机设备产量分别增长 3.8 倍、22.1%、76.2%和 19.5%。

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 2021 年末，省内公路营运里程 29.69 万公里，较上年末增长 2.5%，其中高速公路 7378.06 公里，较上年末增长 2.1%。

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。2022年主要目标是：完成公路水路交通固定资产投资1200亿元以上，力争完成1300亿元；建成高速公路170公里。

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；2021年公司收购大广高速新县段，效益路产规模进一步扩大；公司暂无大型在建高速公路项目，短期内资本支出压力可控。此外，多元化业务中传统电子产品制造板块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，关注多元业务转型升级压力。

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年公司收购深圳市三木智能技术有限公司（简称“三木智能”），三木智能定位于为其他品牌提供ODM服务。2021年及2022年第一季度，营业收入分别为32.64亿元和7.63亿元，其中通行费收入分别为23.26亿元和6.39亿元，占营业收入比重分别为71.25%和83.74%。

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、河南省	规模/资本/资产/政策等
智能制造与智慧交通	电子信息制造业	国内为主	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（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计		28.73	24.87	32.64	7.63	8.22
其中：核心业务营业收入	金额	27.95	24.11	31.79	7.47	7.99
	占比	97.30	96.94	97.38	97.99	97.13
其中：（1）收费公路运营	金额	15.15	17.47	23.26	6.39	6.08
	占比	52.73	70.24	71.25	83.74	73.88
（2）智能制造与智慧交通	金额	12.80	6.64	8.53	1.09	1.91
	占比	44.57	26.70	26.13	14.25	23.25

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2022年3月末，该公司控股收费路产主要包括沪渝高速武汉至宜昌

段（简称“汉宜高速”）、麻安高速大悟至随州段（简称“麻安高速大随段”）、蕲嘉高速黄石至咸宁段（简称“黄咸高速大冶段和咸宁段”）及大广高速湖北省麻城至浠水段（简称“大广北高速”）及大广高速河南境内新县段（简称“大广高速新县段”），均为经营性高速公路。

2021年10月28日，该公司董事会审议通过了《关于收购河南省豫南高速投资有限公司100%股权并向其提供财务资助的议案》，同意公司以5.92亿元向河南蓝天集团股份有限公司（简称“蓝天集团”）收购其持有的河南省豫南高速投资有限公司（简称“豫南公司”）100%股权，获取大广高速新县段（收费里程35.22公里）的收费权益，并在交易完成后向豫南公司提供5.00亿元财务资助，用于补充其营运资金及归还金融机构借款等。2021年11月18日，豫南公司完成工商变更手续，成为公司全资子公司，公司控股路段里程增至586.36公里。按照转让协议，股权收购价款分四期支付，截至2022年2月末公司已支付收购价款的80%，并将于股权交割完成满一年和满两年后分别支付10%，付款资金为自有资金。收购完成后，公司对豫南公司高息债务采取了置换和降成本措施，截至2022年3月末豫南公司股东借款和拼团低息贷款余额分别为4.13亿元和11.42亿元，置换后豫南公司平均借款成本大幅下降⁴。

图表 11. 截至 2022 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	2000.11-2031.2	179.20	100%	-	资产注入	国高	双向 四车道
	江宜段	1995.9	2004.10-2027.1	84.46	100%	-	收购		
麻安高速大随段		2011.6	2011.6-2041.9	84.39	100%	13.50	投资建设	省高	
黄咸高速大冶段		2013.12	2013.12-2044.3	33.15	90%	13.61	投资建设	地高	
黄咸高速咸宁段		2013.12	2013.12-2044.3	22.82	100%		投资建设		
大广北高速		2009.04	2009.4-2039.6	147.12	75%	22.90	收购	国高	
大广高速新县段		2010.01	2010.1-2039.12	35.22	100%	15.54	收购	国高	
合计		--	--	586.36	--	65.55	--	--	

资料来源：楚天高速；

注 1：收费期限系根据 2022 年 1 月《关于顺延收费公路收费期限的公告》相应调整。

注 2：大广北高速于 2020 年 4 月并表，大广高速新县段于 2021 年 12 月并表。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
汉宜高速	收入	131860.00	108185.87	140474.38	35219.97	35727.92
	年车流量	4052.00	4329.60	4066.00	940.21	1094.82
	单公里年通行费收入	472.85	410.32	532.79	-	-
麻安高速大随段	收入	7040.00	6764.87	9943.36	2637.63	2402.99
	年车流量	303.83	316.65	446.04	117.18	111.73
	单公里年通行费收入	83.42	80.16	117.83	-	-
黄咸高速大冶段和咸宁段	收入	12599.00	15458.12	20995.21	6922.96	5377.56
	年车流量	261.44	395.89	408.71	159.35	119.84
	单公里年通行费收入	225.10	276.19	375.12	-	-
大广北高速	收入	50676.98	44256.25	66437.35	15034.70	17250.57

⁴ 豫南公司 2020-2021 年收入分别为 1.93 亿元和 2.20 亿元，利息支出 1.92 和 1.40 亿元，净利润-0.79 亿元和-0.41 亿元。在置换和减成本措施后，豫南公司 2022 年度利息费用将减少利息负担 0.44 亿元左右。2022 年第一季度豫南公司收入 0.53 亿元，净利润 0.09 亿元。豫南公司 2020-2021 年及 2022 年第一季度，经营活动净现金流分别为 1.54 亿元、-0.78 亿元和 0.38 亿元，其中 2021 年净流出主要系归还原股东蓝天集团借款所致。

路段名称	指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
	年车流量	1073.99	778.18	1234.56	302.19	336.91
	单位公里通行费收入	344.46	300.83	451.59	-	-
大广高速新县 段(2021.12并 表)	收入	18721.45	19507.14	22291.82	5393.49	5476.09
	年车流量	407.03	763.70	1263.99	368.27	365.45
	单位公里通行费收入	531.56	553.87	632.93	-	-

资料来源：楚天高速

注1：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。

注2：2019-2020年及2021年第一季度通行费收入数据为税后口径，其余通行费收入为含税口径；2020年车流量为5月6日至年底数据；下表同。

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	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度		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	车流量	收入
汉宜高速	货车	946.00	65577.00	818.7	56138.11	992.67	67995.06	190.93	14380.24	229.38	15648.52
	客车	3106.00	66283.00	3503.67	51852.40	3063.23	72131.81	746.49	20742.81	863.01	20002.93
	专项作业车	--	--	5.47	170.21	10.09	347.52	2.79	96.92	2.43	76.46
	小计	4052.00	131860.00	4329.60	108185.87	4066.00	140474.38	940.21	35219.97	1094.82	35727.92
麻安高速 大随段	货车	67.08	2820.00	78.43	3050.13	120.99	4427.43	22.91	837.36	24.18	906.37
	客车	236.75	4220.00	236.44	3690.64	323.05	5470.27	93.77	1789.38	87.11	1486.96
	专项作业车	--	--	0.89	22.71	2.00	45.66	0.50	10.90	0.44	9.66
	小计	303.83	7040.00	316.65	6764.87	446.04	9943.36	117.18	2637.63	111.73	2402.99
黄咸高速 大冶段和 咸宁段	货车	95.61	8293.00	119.96	10677.85	145.21	13555.88	38.52	3358.79	31.09	2840.16
	客车	165.83	4306.00	274.07	4745.69	262.32	7384.25	120.49	3552.72	88.49	2525.51
	专项作业车	--	--	0.63	29.50	1.19	55.07	0.34	11.44	0.26	11.89
	小计	261.44	12599.00	395.89	15458.12	408.71	20995.21	159.35	6922.96	119.84	5377.56
大广北高 速	货车	1073.99	50676.98	320.40	34381.07	497.23	47719.46	90.33	8553.97	106.08	10560.07
	客车			455.60	9791.15	733.01	18584.34	210.78	6450.37	229.81	6657.8
	专项作业车			2.18	84.01	4.32	133.56	1.08	30.35	1.02	32.7
	小计			778.18	44256.25	1234.56	66437.35	302.19	15034.70	336.91	17250.57
大广高速 新县段	货车	407.03	18721.45	763.70	19507.14	521.04	16471.35	110.40	3383.64	109.11	3394.87
	客车					741.46	5788.72	257.43	1998.14	256.06	2075.44
	专项作业车					1.49	31.75	0.44	8.04	0.28	6.49
	小计					1263.99	22291.82	368.27	5393.49	365.45	5476.09

资料来源：楚天高速

注：季度数据中各路段小计收入除货车、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；大广高速新县段年度收入包含特情操作收入；2020年车流量为5月6日至年底数据。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司收费公路通行费收入分别为15.15亿元、17.47亿元、23.26亿元和6.39亿元，保持稳定增长趋势。2021年因疫情有效控制，持续恢复的经济环境带动了交通运输经济的恢复，叠加大广北高速（2020年4月15日完成工商变更）收入全年纳入合并口径，大广高速新县段自2021年12月起并纳入合并口径，2021年通行费收入同比增长33.14%；2022年第一季度通行费收入较上年同期增长5.12%，主要系大广高速新县段带来的增量收入。2021年公司控股路产单公里年通行费平均收费水平为421.95万元，处于行业中等水平。

图表 14. 近期公司控股路段收费情况（单位：亿元，公里，万元/公里/年）

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
利润表通行费收入	15.15	17.47	23.26	6.39
年度收费里程	419.22	551.14	551.14	586.36
单公里年通行费收入	361.38	316.92	421.95	108.92

资料来源：楚天高速提供资料整理计算；

注：大广高速新县段于 2021 年 12 月并表，贡献收入仅一个月，2021 年度收费里程和单公里收费水平未将其纳入考虑；季度数据未年化。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司汉宜高速实现通行费收入 13.19 亿元、10.82 亿元、14.05 亿元和 3.52 亿元，其中 2021 年同比增长 29.85%，主要系疫情有效控制，交通运输经济恢复所致；2022 年第一季度通行费收入较上年同期减少 1.42%，一方面系 2 月下旬武汉疫情管制导致公众出行减少，另一方面系 2 月以来受油价上涨影响，部分出行者减少出行频率或以其他公共交通形式出行。2021 年汉宜高速单公里年通行费收入约 533 万元，收费质量处于行业中等较上水平。该路段为公司核心路产，对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，其中江宜段将于 2027 年收费到期，公司或计划在“十四五”阶段（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。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司麻安高速大随段实现通行费收入分别为 0.70 亿元、0.68 亿元、0.99 亿元和 0.26 亿元，其中 2021 年同比增长 46.99%，主要系连接沪蓉高速的麻安高速红安段于 2020 年 10 月 1 日通车，其对麻安高速大随段的引流效应在 2021 年逐步显现。2021 年麻安高速大随段单公里年通行费收入约 118 万元，处于行业偏下水平，后续仍需关注路段效益释放水平。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司黄咸高速大冶段和咸宁段实现通行费收入 1.26 亿元、1.55 亿元、2.10 亿元和 0.69 亿元，保持稳定增长趋势。连接沪渝高速的棋盘洲长江公路大桥及蕲太高速西段于 2021 年 9 月 17 日通车，鄂东南途径黄咸高速往返鄂西的车辆有所增加，进一步利好黄咸高速，2021 年黄咸高速通行费收入同比增长 35.82%。该路段 2021 年单公里年通行费收入约 375 万元，路段收费能力处于行业中等水平。

该公司大广北高速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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，该路段通行费收入分别为 5.07 亿元、4.43 亿元、6.64 亿元和 1.50 亿元，2021 年周边部分平行国道、省道改造施工限行封闭导致部分车辆绕行大广北高速，同时河南省疫情反复也对大广北高速产生一定影响，但受上年通行费收入低基数影响，2021 年通行费收入仍同比增长 50.12%；2022 年第一季度通行费收入较上年同期减少 12.85%，主要系 2021 年 12 月花湖互通 D 匝道侧翻事故导致相关路段封闭至 3 月底，有关车辆改道所致。2021 年该路段单公里年收费水平约 452 万元，收费能力仍处于行业

中等偏上水平。

该公司大广高速新县段起于河南省光山县泼河水库西 1 公里处，止于大广高速鄂豫省界，与公司所辖的大广北高速相连，是河南经湖北通往江西境内的快捷通道，具有良好的区位优势。2019-2021 年及 2022 年第一季度，该路段通行费收入分别为 1.87 亿元、1.95 亿元、2.23 亿元和 0.54 亿元，2021 年同比增长 14.28%，主要系疫情有效控制，交通运输经济恢复所致。2021 年单公里年收费水平约 633 万元，收费能力较好。

该公司各路段收费形势受到一定程度竞争分流影响：①“十三五”国评检查后，非收费国道路况改观，分流部分平行高速公路；②荆州和宜昌等地城市快速路、桥梁不断完善，分流短途区间车流；③沪蓉高速核桃树大桥于 2021 年 9 月末通行，前往重庆万州、巫山等地车辆不需要再绕行沪渝高速，前期引流红利减弱；④武穴长江公路大桥（2021 年 9 月 25 日建成通车）连通杭瑞高速与蕲嘉高速形成平行竞争关系，分流黄咸段部分车辆；⑤鄂咸高速（2021 年 9 月 28 日开通，10 月 29 日正常收费）通车后，对黄咸高速和大广北高速部分路段产生分流。此外，局部疫情反复和极端恶劣天气也对公司高速公路车流量造成一定影响，“拉闸限电”、柴油价格上调双重因素也会影响部分货车流量。

收费标准

该公司所辖汉宜高速、麻安高速大随段、黄咸高速大冶段和咸宁段、大广北高速及大广高速新县段，客车车型分类及收费标准如下：

图表 15. 公司所辖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）			
			汉宜高速	大广北高速	麻安高速大随段及黄咸高速大冶段和咸宁段	大广高速新县段
1 类	微型、小型	≤9	0.4	0.55	0.64	0.55
2 类	中型、乘用车列车	10~19	0.6	0.825	0.96	0.80
3 类	大型	20~39	0.8	1.1	1.28	1.00
4 类		≥40	1.0	1.375	1.60	1.20

资料来源：楚天高速、河南省交通厅

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。根据湖北省交通运输厅、湖北省发展和改革委员会、湖北省财政厅联合下发的《关于对国际标准集装箱运输车辆通行费实施差异化优惠的通知》（鄂交发〔2021〕154 号），从 2021 年 9 月 1 日零时起，对安装使用集装箱运输专用

ETC、合法装载的、通行湖北省高速公司的国际标准集装箱运输车辆，在 5% 基本优惠基础上再给予省内通行费 9 折优惠，执行期限暂定两年。

图表 16. 公司所辖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	汉宜高速		大广北高速、麻安高 速大随段及黄咸高速 大冶段和咸宁段		大广高速新县段
			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	0.55
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	1.70
3 类	3	--	1.36	1.21	1.70	1.53	2.00
4 类	4		1.76	1.76	2.20	2.20	2.30
5 类	5		2.16	2.05	2.65	2.54	2.60
6 类	6		2.56	2.34	3.10	2.87	2.80
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		N 轴以上货车收费 系数=6 轴收费系 数+ (n-6)*0.5 6 轴收费系数=6 类 货车收费标准/1 类 货车收费标准

资料来源：楚天高速、河南省交通厅

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，主要在建及拟建项目为沪渝高速新建八岭互通工程与枝江互通工程，以及沪渝高速潜江服务区综合开发项目，合计概算总投资约 7.52 亿元，公司在建/拟建项目投资规模不大且有部分政府资金支持，短期内资本支出压力小。

在建项目包括两个互通工程，建设资金来源于政府补助和自有资金，八岭互通工程总投资为 1.97 亿元，截至 2022 年 3 月末累计投资 1.95 亿元，荆州市政府同意以政府专项用途财政性资金的形式向公司拨付资金作为补偿，按项目竣工决算审计金额的 80% 予以补偿，同期末公司累计获得政府补贴 1.58 亿元。枝江互通工程总投资额估算总金额不超过 2.50 亿元，建设工期 18 个月，截至 2022 年 3 月末累计投资 0.87 亿元，枝江市政府以政府专项用途财政性资金的形式向公司拨付资金作为补贴，按项目竣工决算审计金额的 80% 对公司予以补贴，同期末公司累计获得政府补贴 1.25 亿元。

拟建项目沪渝高速潜江服务区综合开发项目占地约 338 亩，新建建筑面积约 3.0150 万平方米，包括潜江服务区改造升级和新建文旅区两部分。其中潜江服务区改造升级部分由社会投资人对现有服务区综合楼进行重建改造，增加经营面积，优化商业业态；新建文旅区部分由社会投资人对潜江服务区

北区地块进行整体开发，建设生态景观酒店、商业演艺街区等；公司负责公共区域和配套设施部分的投资建设。项目概算总投资 3.05 亿元（其中公司出资 1.29 亿元），采用与社会投资人联合开发模式：公司负责公共区域与配套设施部分投资，社会投资人负责商业建筑部分投资和商业运营，按照“保底+提成”方式向公司分享收益，潜江服务区改造升级计划于 2022 年 10 月 1 日前完成，新建文旅区计划于 2023 年内建成运营，项目建成后，全部资产归属公司所有。

图表 17. 截至 2022 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	--	12.91	--
麻竹高速大随段	13.50	0.84	16.05
黄咸高速大冶段和咸宁段	13.61	1.77	7.71
大广北高速	22.90	5.66	4.04
大广高速新县段	15.54	2.07	7.49
合计（综合）	65.55	23.25	2.82
公司合并口径刚性债务	82.82	23.25	3.56
近三年业务付现成本加权平均=利息支出、养护支出和征收成本与其他		5.83	
扣除上述年度支出后的通行费收入与债务消化周期	82.82	17.42	4.76

资料来源：楚天高速；

注：近三年通行费收入加权平均=0.2*2019 年路段通行费收入+0.3*2020 年路段通行费收入+0.5*2021 年路段通行费收入；近三年业务付现成本加权平均参照上述公式。

截至 2022 年 3 月末，该公司路段对应债务余额合计为 82.82 亿元，2019-2021 年加权通行费收入为 23.25 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，黄咸高速及大广高速新县段存量债务消化周期尚可，而麻安高速大随段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，该公司通行费收入整体稳定增长，但局部地区新冠疫情反复或对通行费业务短期收入与现金流产生一定影响，2022 年公司大广高速新县段将全年收入并表，通行费收入预计有进一步增长。资本支出方面，公司暂无大型高速公路项目建设需求，后续资本支出压力小，整体债务消化周期尚可，中长期关注汉宜高速改扩建计划实施安排。

B. 智能制造与智慧交通业务

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和智能设备加工销售等；智慧交通业务主要由湖北楚天高速智能产业研究院有限公司⁵（简称“研究院”）及公司本部智能交通事业部负责运营，主要从事机电运维等项目，目前研究院和本部的智慧交通板块收益贡献规模仍较小。

⁵ 根据该公司《关于向全资子公司湖北楚天高速数字科技有限公司增资的公告》，将以自有资金 9,000 万元及持有的研究院 100%股权作价 1,910.13 万元，向全资子公司湖北楚天数字科技有限公司（简称“楚天数科”）增资，增资完成后，楚天数科的注册资本由 2,000 万元增至 11,000 万元，并持有研究院 100%股权，未来公司智能制造与智慧交通业务板块运营主体将增加楚天数科。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司智能制造与智慧交通业务收入分别为 12.80 亿元、6.64 亿元、8.53 亿元和 1.09 亿元，其中 2021 年同比增长 28.48%，增幅主要来自于加工收入，2022 年第一季度较上年同期减少 43.16%，主要系三木智能调整业务结构而主动收缩部分业务规模所致。2019-2021 年及 2022 年第一季度，智能制造与智慧交通业务实现毛利率分别为 10.95%、7.81%、17.16%和 12.66%，因毛利率较高的研究院和智慧交通事业部收入占比提升，2021 年及 2022 年第一季度毛利率分别同比提升 9.35 个百分点和 8.56 个百分点。

2019 年以来，三木智能业务和产品结构逐步调整，尤其是传统智能制造方面，为应对智能手机和平板市场的收缩变动，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、传音科技等客户，产品扩展至智能设备（学习机、扫描笔等），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。

该公司针对多元业务实施转型升级：计划收缩传统智能制造板块，并利用三木智能、研究院和参股公司武汉腾路智行科技有限公司（简称“腾路智行”）相关技术，拓展智能交通科技领域，先后实施了湖北省内部分高速公路路段 ETC 门架系统技术改造、视频监控系统改造及配套工程、高速公路机电日常养护施工等项目，开拓高速公路外部市场，中标钟祥、天门等“智慧公安”项目，同时加大研发投入力度和获取相关资质文件⁶。公司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，并约定最终结算金额以审计单位的审计结果为准，经审计，与湖北交投取消省界收费站项目部的实际审计结算金额为 1.80 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司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。

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。生产环节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。

⁶ 研发投入：开发包括省级视频云平台、智能运维平台、智慧交通运营监测指挥调度系统等软件，以及视频上云网关、ETC 天线等硬件产品在内的 10 余款具备自主知识产权的核心产品，加强高速公路智慧化应用场景（收费稽查、服务区智慧化等）、节能改造及合同能源管理、“人工智能中台”等研发；与华中科技大学组建联合研发实验室，加强科研院所合作。目前已获得公路工程（公路机电工程分项）专业承包一级、电子与智能化二级、城市道路照明三级、建筑机电安装三级等施工资质及安全生产许可证。

图表 18. 三木智能前五大供应商采购和前五大客户销售情况（单位：亿元）

供应商名称	采购内容	2021 年采购	占当期采购总额的比例	结算方式
TOP KEEN INTERNATIONAL(HK)CO.,LIMIT	内存、TP 等进口材料	0.57	9.34%	预付款 10%, 出货前付清 90% 余款
科大讯飞股份有限公司	摄像头、电池等材料	0.37	6.06%	款到发货
广东九联科技股份有限公司	WIFI 模块、网线等	0.32	5.25%	月结 30 天
安徽帝晶光电科技有限公司	显示屏	0.32	5.20%	月结 30 天+6 月银行承兑
深圳市信濠精密技术股份有限公司	壳料	0.32	5.19%	月结 30 天+6 月银行承兑
合计	--	1.90	31.05%	--
客户名称	销售内容	2021 年收入	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、词典笔	1.38	18.57%	月结 30 天+6 个月承兑汇票
安徽淘云科技股份有限公司	词典笔	1.19	15.90%	月结 30 天+3 个月承兑汇票
北京京东方显示技术有限公司	学习机	0.93	12.53%	月结 30 天
深圳市多亲科技有限公司	手机	0.44	5.85%	出货后 90 天
CASPER BILGISAYAR SISTEMLERI A.S.	平板贸易	0.37	4.97%	LC 即期/LC90 天
合计	--	4.31	57.82%	--

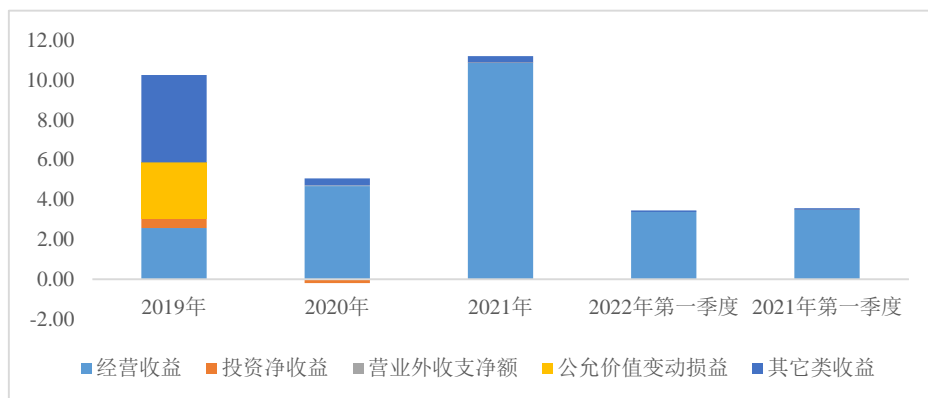
资料来源：楚天高速

研发上，该公司拥有深圳和惠州两大研发中心，因三木智能业务调整，2021 年末研究人员数量减少至 40 人。2019-2021 年研发投入分别为 4098.46 万元、4004.39 万元和 2921.33 万元，科研投入占智能制造与智慧交通业务收入比重分别为 2.26%、3.20%和 3.42%。

综上，在国内 ODM 市场竞争环境日益加剧背景下，2020 年以来受新冠疫情及上游原材料短缺的冲击，该公司传统智能制造业务规模进一步下滑，智慧交通等科技领域仍有待开发和拓展，中短期内多元业务产业转型提效仍将承压。

（2）盈利能力

图表 19. 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。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业收入分别为 32.64 亿元和 7.63 亿元，综合毛利率分别为 49.73%和 59.96%。其中收费公路业务经营较稳健，并为收益提供较大贡献，2021 年及 2022 年第一季度通行费收入分别为 23.26 亿元和 6.39 亿元，业务毛利率分别为 62.29%和 68.64%，2021 年因疫情有效控制，车流量恢复性增长，以及大广北高速全年并表较上年多贡献 3 个月收入、并购大广高速新县段贡献 1 个月收入，通行费收入增长明显，毛利水平同比有

所恢复。智能制造板块的传统产品因面临激烈竞争近年来出现持续下滑，新拓展的智慧交通等板块尚未形成规模化，2021年及2022年第一季度业务智能制造与智慧交通业务收入分别为8.53亿元和1.09亿元，得益于加工收入增长，2021年该业务收入有所回升，同期业务毛利率分别为17.16%和12.66%，因毛利率较高的研究院及智能交通事业部收入占比上升，业务毛利水平有所提高。2021年及2022年第一季度，经营收益分别为10.86亿元和3.37亿元，2021年经营收益较上年同期增加6.17亿元，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。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计(亿元)	28.73	24.87	32.64	7.63	8.22
毛利(亿元)	11.82	10.98	16.23	4.57	4.51
其中:高速公路运营(亿元)	10.02	10.14	14.49	4.38	4.26
智能制造与智慧交通(亿元)	1.40	0.52	1.46	0.14	0.08
毛利率(%)	41.15	44.12	49.73	59.96	54.82
其中:高速公路运营(%)	66.15	58.03	62.29	68.64	70.15
智能制造与智慧交通(%)	10.95	7.81	17.16	12.66	4.11
期间费用率(%)	11.42	19.06	13.62	15.45	11.83
其中:财务费用率(%)	5.20	13.08	8.72	11.00	8.11
全年利息支出总额(亿元)	1.60	3.23	2.94	/	/
其中:资本化利息数额(亿元)	--	--	--	/	/
收费公路通行费收入(利润表)	15.15	17.47	23.26	/	/
通行费收入对利息的覆盖倍数 倍	9.46	5.41	7.91	/	/

资料来源:根据楚天高速所提供数据整理。

2021年及2022年第一季度,该公司期间费用分别为4.45亿元和1.18亿元,期间费用率分别为13.62%和15.45%,2021年期间费用同比减少6.18%,主要系融资成本控制带来利息支出减少。其他支出上,2021年资产减值损失为0.74亿元,主要为存货跌价损失及合同履行成本减值损失。

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,2019-2021年利息支出合计分别为1.60亿元、3.23亿元和2.94亿元,同期收费公路通行费收入分别为15.15亿元、17.47亿元和23.26亿元,通行费收入对利息的覆盖倍数为9.46倍、5.41倍和7.91倍,随着通行费收入恢复增长,2021年通行费收入对利息偿付保障水平有所提升,并处于较强水平。

该公司非经营性收益的持续性较弱,2021年投资净收益为0.01亿元,主要来自于联营企业投资收益;其他收益主要是与日常活动相关的政府补助,2021年及2022年第一季度分别为0.32亿元和0.08亿元。

2021年及2022年第一季度,该公司实现净利润分别为7.73亿元和2.57亿元,2021年通行费减免政策影响出清及大广北高速、大广高速新县段并表补充收益,净利润较上年同期亦有明显好转。

图表 21. 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益	0.47	-0.20	0.01	--	0.001
其中：处置可供出售金融资产取得的投资收益	--	--	--	/	/
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.15	-0.33	--	/	/
业绩补偿（返还现金股利）	0.32	0.13	--	/	/
权益法核算的长期股权投资收益	-0.02	0.003	0.01	/	/
其他收益	0.25	0.35	0.32	0.08	0.09
营业外收入（万元）	13.39	554.99	272.12	14.50	1.73
公允价值变动损益	2.82	--	--	--	--
资产处置收益	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

目前，该公司在建项目投资规模小，资本支出压力小；智能制造与智慧交通业务方面，其利用现金流较为充沛的优势，推进转型至智慧交通与科技领域。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，2022 年该公司计划通过银行借款、发行超短期融资券、短期融资券及中期票据等，以偿还到期债务和补充流动性资金需求。

图表 22. 公司未来投融资规划

主导产品或服务	2022 年度
资本性支出计划（亿元）	1.22
其中：沪渝高速枝江互通新建项目投资金额（亿元）	0.92
沪渝高速公路车马阵停车区建设项目（亿元）	0.30
营运资金需求（亿元，含还本付息）	57.50
融资安排（亿元）	57.50
其中：权益类融资（亿元）	--
债务类融资（亿元）	57.50

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；跟踪期内公司进一步完善内控制度，高管人员发生变更。

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，控股股东仍为湖北交通投资集团有限公司（简称“湖北交投”⁷），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 2022 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

⁷ 根据湖北交投 2021 年度审计报告披露：湖北交投出资人湖北省国资委持有其 10% 股权无偿划转至湖北省国有股权运营管理有限公司持有并进行专户管理，于 2022 年 3 月 29 日完成工商变更。

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%。

2021 年 8 月，宋晓峰不再担任该公司董事会秘书职务，罗琳出任董事会秘书。2021 年 9 月，罗敏辞去财务负责人（总会计师）职务，乔晶出任该职务；同月，李娟因任职期满辞去独立董事、董事会提名委员会主任委员、审计委员会委员及战略委员会委员职务，改由徐一旻担任。2022 年 4 月，宋晓峰辞去副总经理、总法律顾问职务，并继续担任公司第七届董事会董事职务。

跟踪期内，该公司为满足日常经营管理需要，进一步完善了内控管理制度，修订了《财务管理办法》、《非金融企业债务融资工具信息披露事项管理制度》及《固定资产管理办法》。

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，2021 年公司向关联方采购商品/接受劳务金额为 0.66 亿元，主要为道路养护；同期，公司向关联方出售商品/提供劳务金额为 1.47 亿元，主要为 ETC 门架销售及高速公路运营维护。跟踪期内，公司应收关联方往来规模较小，2021 年末应收关联方资金合计为 0.85 亿元，同期应付关联方资金合计 1.25 亿元。

关联方资金拆借方面，2021 年该公司向湖北交投集团财务有限公司拆入 0.69 亿元，利率成本为 3.85%。关联担保方面，截至 2021 年末，公司为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 6.38 亿元。

根据该公司提供的 2022 年 4 月 20 日《企业征信报告》，公司本部暂无债务违约情况。

图表 23. 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	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	--	2022.1.5 公开资料	2022.4.20 不涉及	2022.4.24 不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.11	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	2022.5.11	建设工程施工合同纠纷，可控	可控	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，2021 年 12 月豫南公司纳入合并口径，负债规模上升，但财务杠杆尚属可控。2021 年因疫情有效控制，交通经济恢复，控股路段通行费收入增长，经营环节保持较大规模现金流入，为即期债务偿付和日常周转提供一定保障。公司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

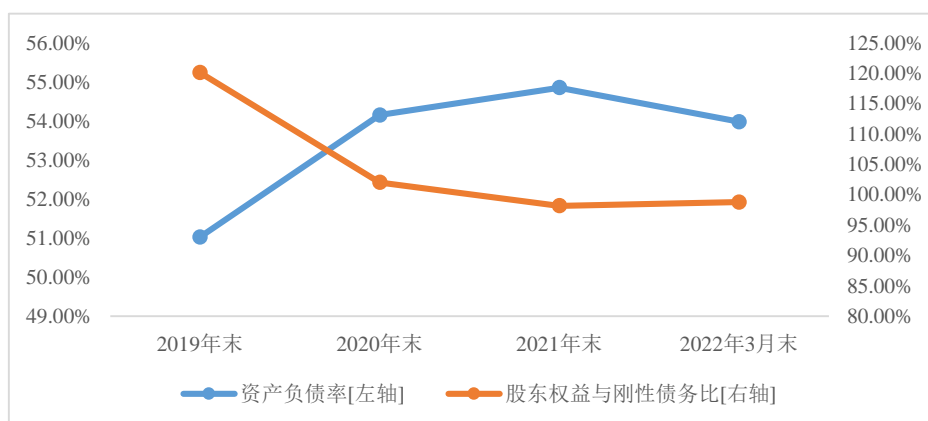
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2021 年，该公司与中国石化销售股份有限公司共同出资成立合资公司湖北楚天石化能源发展有限公司投资建设车马阵停车区、新设全资子公司湖北楚照能源管理有限责任公司开展合同能源管理、收购河南省豫南高速投资有限公司 100% 股权，截至 2021 年末，公司合并口径内共计 17 家子公司。2022 年第一季度，公司将武汉致诚达交通工程有限公司⁸纳入合并报表范围，并更名为湖北楚天高速数字科技有限公司，截至 2022 年 3 月末，合并口径内共计 18 家子公司。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 24. 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，2021 年末及 2022 年 3 月末，负债总额分别为 96.27 亿元和 95.98 亿元，资产负债率分别 54.85% 和 53.98%，财务杠杆水平可控。2021 年公司偿付部分到期债务，但因 12 月豫南公司纳入合并范围增加了负债规模，综合影响下 2021 年末负债较上年末增长 12.43%，资产负债率较上年末增加 0.70 个百分点。

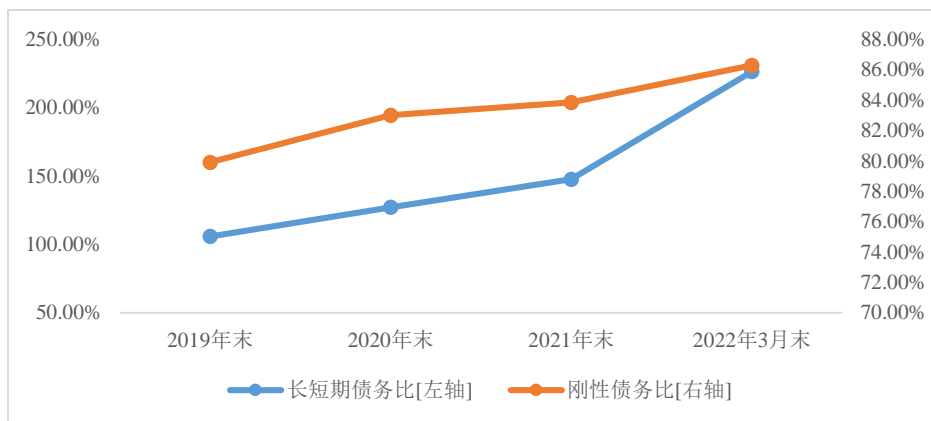
2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 79.24 亿元和 81.82 亿元，分别较上年末增长 9.29% 和 3.25%。同期末，股本均为 16.10 亿元；未分配利润分别为 29.20 亿元和 31.67 亿元，较上年末分别增长 20.99% 和 8.48%，占所有者权益比重分别为 36.85% 和 38.71%，公司未分配利润较大，如遇股东要求大额利润分配，或将影响公司权益结构和财务质量，2021 年公司分红规模

⁸ 该公司于 2021 年 11 月收购武汉致诚达交通工程有限公司，并于 2022 年第一季度并表。

(含税)分别为 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为 30.45%, 并于次年实施红利现金支付。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	54.60	71.08	80.72	82.82
应付账款 (亿元)	4.43	5.28	4.97	2.74
递延收益 (亿元)	4.55	5.07	5.55	5.70
其他应付款 (亿元)	0.83	1.00	1.67	1.58
刚性债务占比 (%)	79.91	83.00	83.84	86.29
应付账款占比 (%)	6.49	6.17	5.16	2.86
递延收益占比 (%)	6.66	5.92	5.77	5.94
其他应付款 (%)	1.21	1.16	1.73	1.65

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, 2021 年末及 2022 年 3 月末, 该公司长短期债务比分别为 147.62% 和 226.43%, 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、递延收益、应交税费和其他应付款等构成, 2021 年末应付账款 4.97 亿元, 较上年末减少 5.92%, 主要为应付工程款及租金、应付货款; 递延收益为 5.55 亿元, 较上年末增长 9.57%, 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, 增幅系收到沪渝高速公路枝江互通新建项目补助资金 0.50 亿元。此外, 2021 年末因收购豫南公司, 产生应付股权转让款 1.19 亿元, 分别计入其他应付款为 0.59 亿元和其他非流动负债 0.59 亿元。2022 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 26. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	24.78	28.29	29.95	23.00
其中: 短期借款	14.27	14.17	15.08	3.42
应付票据	-	0.20	0.37	0.59
一年内到期长期借款	4.17	3.44	8.05	4.96
应付短期融资券	-	10.12	5.22	13.77
其他短期刚性债务	6.34	0.35	1.22	0.26

刚性债务种类	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
中长期刚性债务合计	29.83	42.79	50.77	59.82
其中：长期借款	23.86	30.85	38.18	47.86
应付债券	5.97	11.94	11.96	11.96
其他中长期刚性债务	-	-	0.64	-
公司融资成本利率区间（%）	4.20-5.655	2.40-4.80	2.88-8.00	2.54-4.66

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）。

2021年末及2022年3月末，该公司刚性债务分别为80.72亿元和82.82亿元，占负债比重分别为83.84%和86.29%，2021年末刚性债务规模较上年末增长13.57%，主要为豫南公司于12月纳入合并报表范围导致相应债务增加。其中短期刚性债务分别为29.95亿元和23.00亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为29.58%和55.17%，2021年以来现金类资产对即期债务偿付保障能力有所提升。同期末，中长期刚性债务分别为50.77亿元和59.82亿元，主要由长期借款和应付债券构成，2021年末长期借款较上年末增长23.76%至38.18亿元；2021年末应付债券余额11.95亿元，为19楚天01及20楚天01；2021年末因豫南公司纳入合并报表范围，中长期刚性债务新增应付融资租赁款0.64亿元。2022年3月末，随着短期借款逐步到期偿付，期末余额较上年末减少77.36%至3.42亿元，一年内到期的长期借款减少38.42%至4.96亿元；因发行22楚天智能SCP001（8.50亿元），应付短期融资券增长163.91%至13.77亿元；长期借款增长25.36%至47.86亿元。

图表 27. 2022年3月末公司银行借款方式（单位：亿元，含息）

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	-	3.80	25.16	28.96
信用借款	3.00	0.29	6.40	9.69
保证借款	0.41	0.61	5.09	6.11
保证+质押借款	-	0.21	11.21	11.42
应付利息	0.00	0.05	-	0.05
合计	3.42	4.96	47.86	56.23

资料来源：楚天高速（四舍五入存在尾差）

截至2022年3月末，该公司银行借款余额56.23亿元，借款方式主要为质押借款、保证借款及信用借款，其中质押借款质押物为麻安高速大随段、黄咸高速、大广北高速收费权、大广北公司股权及大广高速新县段收费权等。

融资成本方面，2021年末该公司综合口径借款利率区间为2.88-8.00%，借款利率上限较上年末有所提高，主要系2021年12月新并表核算的豫南公司存量债务融资成本较高；2022年第一季度公司对豫南公司高息债务置换，并采取降成本措施，2022年3月末豫南公司融资成本大幅下降，2022年3月末公司综合口径借款利率区间为2.54-4.66%，公司融资成本控制能力较好。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入现金率 (%)	97.85	105.67	98.82	98.47	91.64
业务现金收支净额 (亿元)	11.42	12.68	15.75	3.33	2.80
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.65	0.30	0.31	-0.01	0.04
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	10.77	12.98	16.05	3.32	2.84
EBITDA (亿元)	15.00	12.58	19.73	-	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.33	0.20	0.26	-	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	9.37	3.90	6.71	-	-

资料来源：根据楚天高速所提供数据整理。

该公司高速公路运营业务获现能力较强，智能制造与智慧交通业务因存在一定账期，现金流相对滞后但影响尚可，公司现金流水平整体较稳定。2021 年及 2022 年第一季度，营业收入现金率分别为 98.82% 和 98.47%，经营活动产生的现金流量净额分别为 16.05 亿元和 3.32 亿元，经营现金流主要来源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 15.75 亿元和 3.33 亿元。

该公司收到其他与经营活动有关现金主要为政府补贴收入、收到往来款、银行利息收入和质保金、保证金及押金等，支付其他与经营活动有关现金主要为支付的各项费用、往来款及其他等，2021 年及 2022 年第一季度，其他因素现金收支净额分别为 0.31 亿元和 -0.01 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，2021 年 EBITDA 为 19.73 亿元，EBITDA 对利息支出形成有效保障，但对刚性债务覆盖能力一般。

(2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况 (单位：亿元)

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-26.09	-0.03	0.24	0.16	0.06
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	0.07	2.61	-0.63	-0.89	-0.17
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)	0.0001	0.46	-4.20	0.25	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-26.02	3.03	-4.59	-0.47	-0.12

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，2021 年及 2022 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 -0.63 亿元和 -0.89 亿元；同期公司回收投资与投资支付净额分别为 0.24 亿元和 0.16 亿元；同期其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 -4.20 亿元和 0.25 亿元，2021 年净流出主要系并购豫南公司支付股权款 4.20 亿元。同期，投资活动产

生的现金流量净额分别为-4.59 亿元和-0.47 亿元。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
权益类净融资额	-1.90	-2.71	-1.12	0.00	0.00
其中: 现金分红支出	1.90	2.71	1.15	0.00	0.00
债务类净融资额	17.59	-13.92	-8.70	0.99	0.47
其中: 现金利息支出	1.61	3.29	3.04	0.91	0.72
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.003	-0.86	-0.48	0.05	0.00
筹资环节产生的现金流量净额	15.68	-17.49	-10.30	1.04	0.47

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。

该公司经营活动产生现金流入基本能满足投资所需资金, 因此筹资活动主要用于偿还债务本息, 2021 年及 2022 年第一季度, 筹资活动现金流净额分别为-10.30 亿元和 1.04 亿元。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比, %)	25.12	15.38	15.46	19.54
其中: 现金类资产 (亿元)	18.76	9.72	8.81	10.99
应收款项 (亿元)	11.92	7.39	8.86	12.69
存货 (亿元)	4.93	4.89	4.07	4.08
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比, %)	2.29	2.10	1.34	0.83
其中: 无形资产 (亿元)	108.80	142.76	160.06	158.25
固定资产 (亿元)	81.24	90.28	91.19	89.01
长期股权投资 (亿元)	69.75	129.98	146.66	145.26
其他权益工具投资 (亿元)	6.96	7.31	6.88	6.67
在建工程 (亿元)	2.63	2.65	2.66	2.66
期末全部受限资产账面金额价值 (亿元)	1.88	2.09	1.95	1.78
期末抵押融资余额 (亿元)	0.04	0.02	1.03	1.07
受限资产账面余额/总资产 (%)	71.18	115.05	133.49	132.24
受限资产账面余额/总资产 (%)	26.26	34.25	35.72	40.38
受限资产账面余额/总资产 (%)	53.15	72.75	76.06	74.38

资料来源: 根据楚天高速所提供数据整理。

2021 年末及 2022 年 3 月末, 该公司资产总额分别为 175.52 亿元和 177.80 亿元, 其中非流动资产占资产总额比重分别为 91.19%和 89.01%, 以非流动资产为主的资产结构与公司业务性质较为一致。2021 年末资产总额较上年末增长 10.99%, 主要系并购豫南公司所致。

资产构成上, 该公司非流动资产主要由无形资产、长期股权投资、固定资产、其他权益工具投资及在建工程等构成。2021 年末, 无形资产余额为 146.66 亿元, 较上年末增长 12.83%, 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高速新县段的特许经营权所致; 长期股权投资余额为 2.66 亿

元，主要为对湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司、广西福斯派环保科技有限公司及腾路智行的股权投资款；固定资产净额为 6.88 亿元，主要为房屋建筑物，较上年末减少 5.90%；其他权益工具投资为 1.95 亿元，主要投资对象为睿海天泽咸宁股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区嘉展股权投资合伙企业（有限合伙）和广州市弘得信股权投资管理有限公司等；在建工程为 1.03 亿元，较上年末增加 4052.99%，增幅主要系沪渝高速公路枝江互通项目。2022 年 3 月末，非流动资产余额为 158.25 亿元，资产结构较上年末未发生重大变化。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款及存货构成。2021 年末，现金类资产余额为 8.86 亿元，其中货币资金 8.43 亿元，其中受限资金为 470.23 万元，受限比例为 2.68%；应收账款为 4.07 亿元，主要应收货款和往来款，较上年末减少 16.82%，主要系因三木智能传统业务收缩，应收类货款相对减少；存货为 1.34 亿元，主要为三木智能的原材料及发出商品等，较上年末减少 36.10%，主要系三木智能为降低资金风险减少带料业务所致。2022 年 3 月末，现金类资产较上年末增长 26.41%至 12.69 亿元，主要系当期经营所得留存所致；存货较上年末减少 38.51%至 0.83 亿元；此外，流动资产结构较上年末无重大变化。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	75.68	40.79	39.77	66.47
速动比率 (%)	68.03	34.74	35.66	62.63
现金比率 (%)	35.90	19.59	22.78	43.16
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	48.09	26.11	29.58	55.17

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，2021 年末流动比率和速动比率分别为 39.77%和 35.66%。公司用于抵质押的收费公路收费权等资产较大，截至 2022 年 3 月末，受限资产账面金额为 132.24 元，受限比率 74.38%。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司未对合并口径之外企业进行担保。

7. 公司本部财务质量

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，智能制造与智慧交通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，2021 年末及 2022 年 3 月末，本部资产总额分别为 121.52 亿元和 124.94 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 年末上述科目余额分别为 4.99 亿元、11.05 亿元、56.01 亿元、4.92 亿元和 40.89 亿元；长期股权投

资较上年末增加 11.09%，主要系收购大广高速新县段所致。2021 年末及 2022 年 3 月末，本部刚性债务分别为 37.88 亿元和 40.21 亿元，资产负债率分别为 42.62%和 42.66%，负债经营水平可控。2021 年及 2022 年第一季度，本部实现营业收入 16.36 亿元和 3.96 亿元，主要为通行费收入，净利润分别为 6.05 亿元和 1.92 亿元。同期，本部经营环节净现金流入分别为 5.59 亿元和 4.88 亿元，持续稳定的现金流入加之本部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. 政府支持

2019-2021 年，该公司获得政府补贴分别为 0.59 亿元、0.51 亿元和 0.53 亿元，主要为互通项目补偿资金，入账递延收益科目。

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 2022 年 3 月末，银行授信总额度 164.03 亿元，剩余未使用 90.86 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 33. 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）	164.03	73.17	90.86
其中：国家政策性金融机构（亿元）	14.00	13.00	1.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	51.84	28.74	23.10
其中：大型国有金融机构占比（%）	40.14	57.05	26.52

资料来源：楚天高速（截至 2022 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

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债券的第 3 个计息年度付息日将持有的上述债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 个交易日内，债券持有人可通过指定的方式对上述债债券进行回售申报；回售登记期不进行申报的，则被视为放弃回售选择权，继续持有上述债债券并接受上述关于是否调整上述债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债券存续期的第 3 年末调整上述债债券后 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

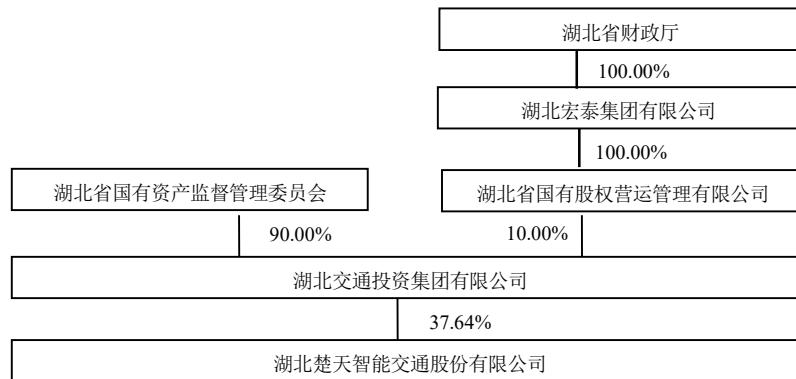
跟踪期内，该公司控股股东仍为湖北交投，实际控制人为湖北省国资委，产权结构清晰，且公司治理结构未发生重大变化；跟踪期内公司进一步完善内控制度，高管人员发生变更。

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；2021年公司收购大广高速新县段，效益路产规模进一步扩大；公司暂无大型在建高速公路项目，短期内资本支出压力可控。此外，多元化业务中传统电子产品制造板块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，关注多元业务转型升级能力。

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，2021年12月豫南公司纳入合并口径，负债规模上升，但财务杠杆尚属可控。2021年疫情有效控制，交通经济相对恢复，控股路段通行费收入增长，经营环节保持较大规模现金流入，为即期债务偿付和日常周转提供一定保障。

附录一：

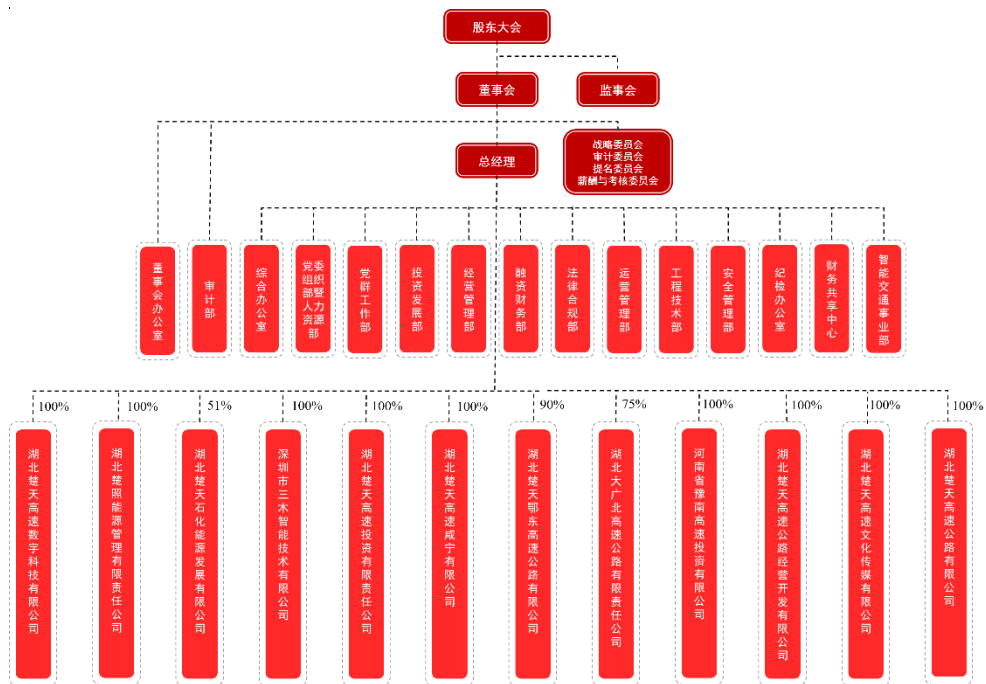
公司与实际控制人关系图



注：根据楚天高速提供的资料绘制（截至 2022 年 4 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 2022 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	2021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	经营环节现金净流量	
湖北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	3,487.84	1,685.54	520.29	52.29	46.69	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	37.88	69.73	16.36	6.05	5.59	本部/母公司口径
深圳市三木智能技术有限公司	三木智能	子公司	100.00	智能制造	--	3.65	7.46	-1.20	0.36	合并
湖北楚天鄂东高速公路有限公司	鄂东公司	子公司	90.00	高速公路运营	7.97	0.59	1.20	0.10	1.29	合并
湖北楚天高速咸宁有限公司	咸宁公司	子公司	100.00	高速公路运营	--	12.01	0.90	0.40	0.11	合并
湖北大广北高速公路有限责任公司	大广北公司	子公司	75.00	高速公路运营	23.21	17.13	6.58	2.08	4.40	合并
河南省豫南高速投资有限公司	豫南公司	子公司	100.00	高速公路运营	11.36	5.11	2.20	-0.41	-0.78	合并

注：根据楚天高速 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	133.92	158.14	175.52	177.80
货币资金 [亿元]	8.70	7.22	8.43	12.27
刚性债务[亿元]	54.60	71.08	80.72	82.82
所有者权益 [亿元]	65.58	72.51	79.24	81.82
营业收入[亿元]	28.73	24.87	32.64	7.63
净利润 [亿元]	6.34	3.44	7.73	2.57
EBITDA[亿元]	15.00	12.58	19.73	—
经营性现金净流入量[亿元]	10.77	12.98	16.05	3.32
投资性现金净流入量[亿元]	-26.02	3.03	-4.59	-0.47
资产负债率[%]	51.03	54.15	54.85	53.98
权益资本与刚性债务比率[%]	120.10	102.01	98.17	98.79
流动比率[%]	75.68	40.79	39.77	66.47
现金比率[%]	35.90	19.59	22.78	43.16
利息保障倍数[倍]	7.40	2.50	4.81	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	116.50	129.86	88.48	—
毛利率[%]	41.15	44.12	49.73	59.96
营业利润率[%]	35.67	19.46	34.28	45.27
总资产报酬率[%]	9.75	5.54	8.48	—
净资产收益率[%]	9.91	4.98	10.19	—
净资产收益率*[%]	9.98	5.03	11.08	—
营业收入现金率[%]	97.85	105.67	98.82	98.47
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.84	36.63	41.93	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.53	20.80	12.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.37	3.90	6.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.20	0.26	—

注：表中数据依据楚天高速经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 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]+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 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。

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（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。

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	3
		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	2
		流动性	9
	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	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）	报告链接
	本次评级	2022年6月14日	AA+/稳定	张佳、林贻婧	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	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）	报告链接
	本次评级	2022年6月14日	AA+	张佳、林贻婧	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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。