

湖北国创高新材料股份有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

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

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【124】号 01

增信方式: 武麻高速公路
收费权质押+保证担
保

担保主体: 国创高科实
业集团有限公司

债券剩余规模: 2.7 亿元

债券到期日期: 2017 年
7 月 10 日

债券偿还方式: 到期一
次还本

分析师

姓名:
董斌 林心平

电话:
0755-82872104

邮箱:
dongb@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
2 楼

湖北国创高新材料股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 05 月 22 日	2014 年 05 月 28 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对湖北国创高新材料股份有限公司 (以下简称“国创高新”或“公司”) 及其 2012 年 7 月发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2015 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到跟踪期内公司经营状况较好, 未来短期内业务规模有一定的保障, 并且国创高科实业集团有限公司 (以下简称“国创高科集团”) 提供的保证担保及武麻高速公路收费权质押担保仍可为本期债券的偿付提供较好保障; 同时我们也关注到公司应收账款存在一定的回收风险, 经营现金流持续表现不佳, 存在偿债压力等风险因素。

正面:

- 跟踪期内, 公司收入规模显著增长, 经营状况较好。2014 年公司改性沥青和重交沥青收入均大幅增长, 全年实现营业收入 194,758.90 万元, 同比增长 66.22%, 实现净利润 4,640.12 万元, 同比增长 1.59 倍。
- 公司正在履行的合同较多, 未来短期内业务规模有一定的保障。截至 2015 年 3 月末, 公司正在履行的主要合同金额合计 7.46 亿元, 另外还有约 6 亿元已中标尚未开始供货的合同。
- 国创高科集团提供的保证担保及武麻高速公路收费权质押担保仍可为本期债券的偿付提供较好保障。国创高科集团经营相对稳健, 武麻高速公路通行费继续较快增长, 2014 年全年获得通行费收入 12,470.98 万元, 同比增长 24.50%。

关注：

- **公司经营业绩易受原油价格波动影响。**近年来原油价格持续波动，导致基质沥青价格随之波动，加大了公司的经营风险。
- **公司销售回款期较长，应收账款存在一定的回收风险。**截至 2014 年末应收账款达到 6.98 亿元，同比增长 55.91%，占年末总资产的 27.10%，2014 年应收账款周转天数为 106 天，公司若不能对应收账款实施高效管理，将给经营业绩带来较大影响。
- **公司经营现金流表现不佳，存在一定的资金压力。**公司已经连续两年经营现金流呈净流出状态，未来经营现金流若无明显改善，资金压力将进一步上升。
- **公司有息债务占总债务比重较大，存在一定的债务压力。**截至 2015 年 3 月末，公司有息债务合计为 8.03 亿元，占公司负债总额的 65.38%，存在一定的债务压力。

主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	210,601.29	231,763.50	168,741.87	155,889.98
归属于母公司所有者权益（万元）	74,056.64	75,261.89	74,676.33	72,954.03
有息债务（万元）	80,267.16	94,240.59	55,260.81	56,123.89
资产负债率	58.30%	61.51%	55.35%	52.76%
流动比率	1.46	1.40	1.91	2.44
速动比率	1.18	1.28	1.49	1.87
营业收入（万元）	14,468.87	194,758.90	117,172.75	126,114.63
营业利润（万元）	-505.65	5,502.25	1,839.20	2,584.71
利润总额（万元）	-446.26	5,614.25	2,188.44	2,797.66
综合毛利率	12.71%	12.53%	11.73%	10.80%
总资产回报率	-	5.16%	4.04%	4.07%
EBITDA（万元）	-	12,301.89	8,478.25	7,596.89
EBITDA 利息保障倍数	-	2.60	1.94	2.50
经营活动净现金流（万元）	-21,028.81	-846.42	-3,078.40	10,639.49

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]299号文核准，公司于2012年7月发行5年期2.7亿元人民币公司债券，票面利率为6.20%。

本期债券起息日为2012年7月10日，按年付息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券募集资金已全部用于补充公司流动资金。

2014年7月10日公司已经按期支付了本期债券第二期利息。

表 1 截至 2015 年 3 月 31 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013.7.10	0	1,674	27,000
2014.7.10	0	1,674	27,000

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2014年，公司注册资本由21,400万元增加至43,814万元，控股股东及实际控制人均未发生变化，公司主营业务未发生重大变化。2014年公司新设了武汉市江夏区尚泽小额贷款有限责任公司（以下简称“尚泽小贷公司”），纳入合并范围的业务收入中新增利息收入。

跟踪期内，公司通过收购、新设的方式，增加了4家纳入报表合并范围的子公司。

表 2 2014 年公司财务报表合并范围新增子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	变化原因
Sahara Energy Ltd.（加拿大）	28,968.41 万加元	69.04%	收购（新增）
JKInvestment(Hong Kong)Co.Limited	1 万港元	100%	收购（新增）
湖北国创高新能源投资有限公司	10,553.65 万元	100%	新设（新增）
武汉市江夏区尚泽小额贷款有限责任公司	20,000 万元	50%	新设（新增）

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

截至2015年3月31日，公司资产总额210,601.29万元，归属于母公司所有者权益74,056.64万元，资产负债率58.30%。2014年度，公司实现营业收入194,758.90万元，净利润5,614.25万元，经营活动净现金流-846.42万元。

三、运营环境

跟踪期，我国沥青产品市场需求保持增长，专业沥青行业前景较好

近年来随着我国高速公路的大规模建设，专业沥青行业发展较为迅速。交通部公布的

2014年交通运输行业发展统计公报显示：2014年末全国公路总里程达446.39万公里，比上年末增加10.77万公里；公路密度46.50公里/百平方公里，较上年末提高1.12公里/百平方公里；公路养护里程435.38万公里，占公路总里程97.5%。2014年全年完成公路建设投资15,460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7,818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完成投资4,611.82亿元，增长18.9%。

2014年中国沥青消费保持增长，增速有所放缓，据百川资讯统计数据 displays：（1）2014年中国沥青消费量在2,428万吨左右，同比上涨5%。其中产量2,046万吨，同比上涨2%，进口403万吨，同比上涨21%，出口21万吨，同比上涨24%；（2）2014年中国道路用沥青消费量在2,090万吨左右，占总消费量的比重为86%，同比下降2个百分点，非道路用沥青消费量在338万吨左右，占总消费量的14%，同比上涨2个百分点。

未来沥青产品相对较高的经济性以及非道路沥青的潜在需求预计会刺激沥青产量走高。不过近年交通基础设施建设特别是公路建设投资增速呈现放缓趋势，新开工项目资金到位率偏低，部分地方重点项目延后建设或延长了建设期，造成沥青销售回款相对滞后，增加了沥青经营企业的应收账款的清收与管理难度。

沥青行业市场竞争较激烈，行业平均利润水平较低，原材料价格的波动也加大了生产企业的经营风险

以改性沥青为主的高等级公路新材料具有广阔的市场前景，近年越来越多的企业涉足改性沥青的生产，国内沥青行业竞争激烈。部分厂商不惜打价格战，使得通用型改性沥青毛利率不高。根据公开资料显示，国内专业从事沥青生产的三家上市公司宝利沥青、路翔股份、国创高新2014年的综合毛利率均不超过14%。

改性沥青生产过程中主要原材料为基质沥青，基质沥青为石化产品，价格受原油价格影响较大。近年来原油价格持续波动，导致基质沥青价格随之波动。2014年国际原油价格震荡走跌，纽约和伦敦两市油价整体下行且波动幅度逐渐加大，2014年下半年原油价格震荡暴跌。2014年国内沥青现货市场整体走势主要分为三个阶段：1-4月份下行、4-10份弱势震荡、10-12月份再次大幅下行。原材料价格的波动对专业沥青行业内企业的生产经营造成了一定程度的不利影响，增加了其经营风险。

四、经营与竞争

公司主营业务为改性沥青、乳化沥青等路用材料的研发、生产和销售，2014年实现营业收入194,758.90万元，同比增长66.22%，其中改性沥青和重交沥青收入大幅增长，仍然是公司最主要的收入和利润来源。受个别工程毛利率较高影响，2014年道路工程施工及养护

毛利率显著提高。另外，2014年5月公司新设了尚泽小贷公司，新增利息收入，目前公司小额贷款业务在武汉市范围内开展，经营时间较短。

表 3 2013-2014 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
改性沥青	121,449.37	12.22%	61,346.50	13.08%
重交沥青	60,566.47	7.36%	46,744.61	8.74%
乳化沥青	122.00	3.86%	221.77	2.11%
改性沥青加工	1,262.57	2.92%	95.54	-0.28%
道路工程施工及养护	8,362.57	36.93%	8,085.85	18.21%
其他业务	1,658.28	38.79%	678.46	23.28%
利息收入	1,337.64	100.00%	-	-
合计	194,758.90	12.53%	117,172.75	11.73%

资料来源：公司 2013-2014 年年报

2014年公司改性沥青、重交沥青销量均显著增长，收入规模、盈利水平均大幅增长

公司是国内沥青行业的三家上市公司之一，具备较强的市场竞争优势。近年公司通过自主创新，产学研结合、引进吸收消化创新等多个途径积累技术优势，加强新工艺、新产品研发及创新力度，产品逐渐实现从沥青结合料产品转向沥青结合料产品、沥青混合料产品、沥青路面养护类产品的综合发展。

销售方面，2014年公司中标项目较多，改性沥青、重交沥青销量均显著上升，当年销售改性沥青25.17万吨、同比增长1.27倍；销售重交沥青14.67万吨、同比增长44.73%。公司主要产品改性沥青全部用于公路路面铺设，受天气等客观因素影响，公路路面施工存在明显的季节性。

表 4 2013-2014 年公司主要产品的产能、产量和销量情况（单位：吨）

产品	2014 年			2013 年		
	日产能	年产量	年销量	日产能	年产量	年销量
改性沥青	5,000	251,663	251,663	5,000	110,762	110,762
乳化沥青	600	348	348	600	617	617
重交沥青	-	-	146,725	-	-	101,378

注：1、改性沥青产能是移动设备和固定设备一起的产能；
 2、假设设备每天生产的总时间为 20 小时，日产能为理论值，与实际存在一定差异；
 3、公司不生产重交沥青，只代理销售，因此没有产能和产量；
 4、重交沥青也叫基质沥青。

资料来源：公司提供

改性沥青的原材料主要为重交沥青和改性剂，其中重交沥青占到原材料成本的80%以上，其直接由原油提炼，因此公司改性沥青的销售价格以及原材料基质沥青的采购价格均受原油价格影响较大。2014年原油价格下跌，沥青产品价格也有所下跌。2014年公司改性

沥青销售均价同比下降12.74%，而主要原材料基质沥青采购均价下降9.79%。受此影响，2014年公司改性沥青毛利率较2013年略有下滑。

表 5 2013-2014 年公司主要产品销售价格和主要原材料采购价格（单位：元/吨）

项目	2014 年	2013 年	同比增幅
改性沥青销售均价	4,876.05	5,587.62	-12.73%
乳化沥青销售均价	3,503.40	3,594.32	-2.53%
重交沥青销售均价	4,127.88	4,610.92	-10.48%
基质沥青采购均价	3,849.97	4,267.93	-9.79%

资料来源：公司提供

得益于公司整体业务规模大幅上升，2014年公司实现净利润4,469.54万元、同比增长1.59倍。

综上，2014年公司收入大幅增长，由于产品销售价格的下降幅度大于原材料成本的下降幅度，公司毛利率略有下滑。原油价格的波动对公司原材料采购计划的制订和实施造成一定程度的不利影响，不利于公司成本控制，增加了公司的经营风险。

跟踪期内，公司销售收入仍主要来自华中区，对该区域销售依存度较高

公司总部位于武汉，已在湖北、陕西、广西、四川建立四个生产基地，产品辐射华中、西北、西南等地区，有利于区域的多元化经营。经过多年的努力，公司在华中地区已树立良好市场形象，与主要客户建立起了良好合作关系，具有一定的渠道优势。2014年公司中标项目大量集中于华中地区，主要收入来源客户包括湖北交投商贸物流有限公司、湖北长江路桥股份有限公司等。

表 6 2014 年公司改性沥青主要收入来源明细

客户名称	工程名称	合同量 (吨)	合同金额 (万元)	2014 年 供货量 (吨)	2014 年 收入 (万元)
湖北交投商贸物流有限公司	恩来恩黔高速	41,900	25,894	40,371	19,899
湖北交投商贸物流有限公司	江南高速	29,230	16,895	31,327	14,673
湖北长江路桥股份有限公司	谷竹高速			11,026	5,190
沈阳高等级公路建设总公司	谷竹高速	30,000	18,381	10,693	5,221
中交第一公路工程局有限公司	谷竹高速			7,280	3,563
陕西省交通建设集团公司	咸旬高速	19,891	12,637	22,192	12,022
广西路桥总公司	靖那高速	13,208	9,655	7,477	4,490
合计		134,229	83,462	130,366	65,058

资料来源：公司提供

表 7 2014 年重交沥青主要收入来源明细

客户名称	工程名称	合同量 (吨)	合同金额 (万元)	2014 年 供货量 (吨)	2014 年 收入 (万元)
湖北交投商贸物流有限公司	恩来恩黔高速	17,500	9,240	15,386	6,490

湖北交投商贸物流有限公司	江南高速	13,380	6,489	14,780	5,750
湖北长江路桥股份有限公司	谷竹高速			4,312	1,863
沈阳高等级公路建设总公司	谷竹高速	13,900	7,620	5,682	2,480
中交第一公路工程局有限公司	谷竹高速			3,875	1,676
南宁市市政工程集团有限公司	市政工程	10,000	4,780	7,174	2,937
广西路桥总公司	靖那高速	14,854	9,209	3,376	1,701
合计		69,634	37,338	54,585	22,897

资料来源：公司提供

2014年公司西南区销售大幅增长，西北区销售下滑，西南区收入的提升有利于分散区域风险，不过2014年公司华中地区销售占比仍较大，对该区域销售依存度高。同时，西北区业务规模的下滑使得陕西生产基地的产能利用率处于较低状态。公司经营场所的分散使公司面临如何高效管理和运营资产、以及如何完善内部管理体制、开拓市场等问题。

表8 2013-2014年公司主营业务分区域收入构成情况（单位：万元）

地区名称	2014年		2013年	
	收入	占比	收入	占比
华中区	126,534.96	65.99%	95,629.79	82.09%
西北区	5,548.11	2.89%	9,306.80	7.99%
西南区	59,679.90	31.12%	11,557.69	9.92%
合计	191,762.97	100.00%	116,494.28	100.00%

资料来源：公司2013-2014年年报

表9 2014年公司沥青基地主要产销数据（单位：吨；万元）

基地位置	日产能	年产量	年销售量	年销售收入
湖北	1,400	280,725	280,725	131,375.24
广西	1,400	94,060	94,060	39,469.10
四川	1,400	78,052	78,052	32,821.75
陕西	1,400	37,727	37,727	19,017.32

注：以上为合并抵消前的数据；日产能为理论值，与实际存在一定差异。

资料来源：公司提供

公司目前正在履行的合同较多，未来短期内业务规模有一定的保障

公司下游客户主要为工程投资、施工企业，目前公司正在履行的沥青合同较多，另外还有多个已中标尚未开始供货的大额合同，未来短期内业务规模有一定的保障，实际业务规模受施工方施工进度等因素影响较大。

表10 截至2015年3月末正在履行的主要改性沥青合同（单位：吨；万元）

客户名称	工程名称	合同量	合同金额	供货年份	已供货量
中国水利水电第十一工程局有限公司	陇海路快速通道	23,000	12,900	2014-2015	10,122
十堰至天水高速公路甘肃段项目 STLM06 标项目经理部	十堰至天水高速	6,605	3,280	2014-2015	3,366
浙江大成建设集团有限公司	十堰至天水高速	8,000	3,963	2014-2015	4,421

陕西省交通建设集团公司	延安至延川高速	18,500	11,433	2015-2016	0
广西壮族自治区公路桥梁工程总公司	成都二绕	22,100	9,650	2015	5,517
湖南金沙路桥建设有限公司	贵梧高速	18,562	10,575	2014-2015	7,474
河北建设集团有限公司	贵梧高速	16,238	9,251	2014-2015	10,318
广东省佛山公路工程有限公司	贵梧高速	7,862	4,479	2014-2015	3,590
广西壮族自治区公路桥梁工程总公司	沿海高速改扩建	17,000	9,058	2014-2015	12,303
合计		137,867	74,589		57,111

资料来源：公司提供

表 11 2014 年 9 月以来公司中标的主要供货合同（单位：亿元）

中标时间	招标单位名称	工程名称	合同金额
2014.9	广西壮族自治区公路桥梁工程总公司	成都第二绕城高速公路（东段）	1.80
2014.12	甘肃喜易达物资有限公司	柳州至武宣公路工程	1.15
2015.1	陕西省交通建设集团公司	包头至茂名线（g65） 陕西境黄陵至延安高速	1.15
2015.3	四川交投物流有限公司	遂西高速	1.08
2015.4	四川交投建设工程股份有限公司	养护项目	0.43
2015.5	中交路桥建设忠万高速公路 LM1合同段项目经理部	忠万高速	0.43
合计			6.04

注：除成都第二绕城高速公路（东段）工程外，其他尚未开始供货。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增小额贷款业务，其业务规模尚不大，风险管理能力尚有待检验

2014年5月公司新设了尚泽小贷公司，持有其50%的股权。尚泽小贷公司注册资本2亿元，主要在武汉市范围内开展小额贷款业务，截至2014年末发放贷款余额1.97亿元，所有贷款均为正常，尚未出现违约，尚泽小贷公司已按1%计提损失准备，2014年实现利息收入1,337.64万元。受制于资本金规模较小等因素，尚泽小贷公司业务规模尚不大，由于经营时间较短，其风险管理能力尚有待检验。

五、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于经众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2013-2014年审计报告和未经审计的2015年1季度财务报表。2014年公司合并报表新纳入合并范围的子公司4家。

资产结构与质量

2014年公司资产规模进一步增长，资产仍以应收账款、货币资金、存货等为主，整体流动性一般

截至2014年末，公司总资产规模达到23.18亿元，较2013年末增长37.35%。公司资产结构依然以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货构成。2014年末货币资金4.75亿元，其中使用权受到限制的金额为1.11亿元（为银行保函保证金、信用证保证金和汇票承兑保证金）。近年应收票据波动较大，2014年末金额较大，全部为银行承兑票据。

近年应收账款占比均较大，2014年末账龄在1年以内的占87.37%、1-2年的占10.49%，前五大债务人欠款合计占应收账款总额的38.87%。近年部分地方重点项目延后建设或延长了建设期，造成公司销售回款相对滞后，应收账款的清收与管理难度增加，回收风险有所加大。随着公司区域市场开拓加大，各区域市场的差异性更为明显，应收账款的清收与管理难度增加。如果公司在销售收入持续增长的同时，不能对应收账款实施高效管理，将给公司经营业绩带来较大影响。

近年预付账款金额波动较大，主要为预付的原材料采购款，2015年1季度根据市场情况采购的原材料较多，使得期末预付账款金额较大。

近年存货金额波动较大，2014年末存货中原材料占57.80%、产成品占40.93%。2015年3月末存货较年初显著上升，主要是新增的原材料较多。公司产品价格与原油价格密切相关，近年国际油价波动明显，未来原油价格若大幅走低，可能增加存货的跌价风险。

非流动资产方面，2014年末发放贷款及垫款金额较大，全部由小额贷款业务形成，按五级分类全部归为正常类。近年其他非流动资产金额未发生变化，为合作建房支出。

总体而言，跟踪期内，公司资产规模呈增长趋势，资产整体流动性一般。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	139,601.07	66.29%	160,893.30	69.42%	128,012.15	75.86%
其中：货币资金	25,689.41	12.20%	47,535.62	20.51%	32,996.92	19.55%
应收票据	915.00	0.43%	14,472.43	6.24%	6,347.90	3.76%
应收账款	57,071.64	27.10%	69,756.68	30.10%	44,742.94	26.52%
预付款项	19,789.47	9.40%	8,307.15	3.58%	10,118.98	6.00%
存货	26,781.59	12.72%	13,003.29	5.61%	28,070.22	16.64%
非流动资产合计	71,000.22	33.71%	70,870.21	30.58%	40,729.71	24.14%

其中： 固定资产	15,044.40	7.14%	15,417.64	6.65%	12,965.92	7.68%
发放贷款及垫款	20,246.49	9.61%	19,661.40	8.48%	0.00	0.00%
其他非流动资产	20,000.00	9.50%	20,000.00	8.63%	20,000.00	11.85%
资产总计	210,601.29	100.00%	231,763.50	100.00%	168,741.87	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

资产运营效率

公司应收账款周转期较长，整理资产周转效率表现一般

2014年公司业务规模大幅增长，应收账款、存货周转天数均显著下降。公司下游客户主要为道路工程类企业，整体而言，应收账款周转周期仍较长，占用了公司较多的资金，整体资产运营效率表现一般。

表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	105.82	133.39
存货周转天数	43.40	103.44
应付账款周转天数	69.54	90.09
净营业周期	79.68	146.74
流动资产周转天数	267.01	405.57
固定资产周转天数	26.23	41.38
总资产周转天数	370.15	498.70

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014年公司收入、盈利均大幅增长，整体盈利水平尚可

2014年公司营业收入同比大幅增长66.22%，当年销售规模显著扩大。由于公司主营业务经营时间较长，具有一定的渠道和技术优势，目前正在履行的合同较多，未来短期内业务规模有一定的保障。

2014年公司改性沥青、重交沥青毛利率均略有下滑，不过受新增利息收入等因素影响，当年综合毛利率有所上升。2014年期间费用率下降，期间费用中仅管理费用增加较多。

近年资产减值损失波动较大，全部由坏账损失形成。近年营业外收入有所波动，2013年营业外收入较多，其中违约赔偿收入280万元、政府补助121万元；2014年营业外收入包括政府补助128万元、长期无法支付款项76.52万元。

由于公司整体业务规模增长，加上期间费用率下降，2014年公司实现净利润4,640.12万元、同比增长1.59倍。2015年1季度收入规模较小、呈亏损状态，主要是受季节性因素影

响（2014年1季度营业收入为7,954.83万元，净利润为-917.16万元）。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入	14,468.87	194,758.90	117,172.75
资产减值损失	-902.99	1,784.25	-584.82
营业利润	-505.65	5,502.25	1,839.20
利润总额	-446.26	5,614.25	2,188.44
营业外收入	74.42	256.31	430.42
净利润	-701.03	4,640.12	1,789.29
综合毛利率	12.71%	12.53%	11.73%
期间费用率	21.68%	8.22%	10.22%
总资产回报率	-	5.16%	4.04%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

现金流

跟踪期公司经营净现金流继续呈净流出状态，经营对筹资活动依赖性较高

2014年公司业务规模扩大，当年应收账款、预付账款等占用资金大幅增加，经营现金流继续呈净流出状态。目前公司尚无大额投资计划，未来短期内投资性资金支出不大。为满足经营和投资活动资金需求，公司2014年筹资活动现金流继续表现为净流入状态，表明公司跟踪期内对筹资活动的依赖性持续存在。目前公司正在筹划非公开增发，若增发成功则有利于降低资金压力。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
净利润	-701.03	4,640.12	1,789.29
经营活动现金流量净额	-21,028.81	-846.42	-3,078.40
投资活动现金流量净额	-553.35	-2,127.17	-2,176.67
筹资活动现金流量净额	4,564.46	12,227.94	17,329.27
现金及现金等价物净增加额	-17,588.14	8,719.55	12,074.20

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2014年公司负债规模大幅增长，有息债务占比较高，面临一定的偿债压力

近年公司所有者权益呈增长趋势，截至2014年底，公司所有者权益8.92亿元。另一方面，公司总负债保持了增长趋势，负债规模的快速增长主要是由于公司业务规模扩大所致。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
负债总额	122,776.35	142,551.22	93,400.77
所有者权益	87,824.94	89,212.28	75,341.09
负债与所有者权益比率	139.80%	159.79%	123.97%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

2014年末公司负债仍以流动负债为主，其中短期借款、应付票据增加较多。2014年末公司有息债务为9.42亿元，占负债总额比重较大，刚性债务压力较大。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	95,385.73	77.69%	115,166.59	80.79%	66,872.83	71.60%
其中：短期借款	41,138.00	33.51%	40,100.00	28.13%	23,395.88	25.05%
应付票据	12,440.01	10.13%	27,484.34	19.28%	5,336.99	5.71%
应付账款	30,666.99	24.98%	34,683.76	24.33%	31,131.65	33.33%
非流动负债合计	27,390.63	22.31%	27,384.63	19.21%	26,527.94	28.40%
其中：应付债券	26,689.15	21.74%	26,656.25	18.70%	26,527.94	28.40%
负债总额	122,776.35	100.00%	142,551.22	100.00%	93,400.77	100.00%
有息债务	80,267.16	65.38%	94,240.59	66.11%	55,260.81	59.17%

注：有息债务=短期借款+应付票据+应付债券。

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

偿债能力指标方面，2014年，随着公司负债水平的逐步攀升，公司资产负债率上升，2014年末达到61.51%。2014年流动比率、速动比率均下降，考虑到公司货币资金保有量尚可，我们认为公司短期支付能力尚可。由于利润水平上升，2014年公司EBITDA利息保障倍数上升，偿付借款利息的能力上升。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	58.30%	61.51%	55.35%
流动比率	1.46	1.40	1.91
速动比率	1.18	1.28	1.49
EBITDA（万元）	-	12,301.89	8,478.25
EBITDA 利息保障倍数	-	2.60	1.94

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

国创高科集团经营相对稳健，其提供的保证担保及湖北武麻高速公路有限公司的高速

公路收费权质押担保仍可为本期债券的偿付提供较好保障

（一）保证担保

公司控股股东国创高科集团为本期债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保责任期间为债券存续期及债券到期之日起6个月。

国创高科集团成立于1996年，属于交通建设行业，是一家以道路产业为核心，以房地产酒店业和风险投资为辅业的综合性投资控股集团。

表 19 国创高科集团 2012-2014 年主要财务指标

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	622,741.83	490,898.20	453,761.33
归属于母公司所有者权益（万元）	178,472.78	170,398.28	146,915.71
资产负债率	60.72%	55.06%	57.66%
流动比率	1.74	2.06	1.88
营业收入（万元）	254,298.11	152,443.21	152,664.47
营业利润（万元）	10,476.43	5,333.71	5,465.35
利润总额（万元）	10,911.63	5,987.98	7,246.58
综合毛利率	17.94%	19.75%	15.42%
经营活动现金流净额（万元）	1,181.65	8,892.82	14,275.61

资料来源：国创高科集团 2012-2014 年连审审计报告，鹏元整理

（二）高速公路收费权质押

国创高科集团以其子公司湖北武麻高速公路有限公司（国创高科集团控股比例 100.00%）的高速公路收费权为本期债券还本付息提供质押。根据质押协议，该出质权利估价为人民币 212,559.61 万元（未考虑以下所述的收费权已为银行借款提供质押的影响），在本期债券本息全部清偿完毕前，公路收费权的价值与本期债券未偿还本息比率不低于 1.80。同时，国创高科集团可以申请质押资产置换，但应保证拟置入质押资产的评估价值不低于拟置出质押资产的评估价值。在为本期债券提供质押之前，国创高科集团已经以该高速公路收费权为质押资产，向农业银行、工商银行和交通银行取得贷款 9.46 亿元。2012 年 3 月 27 日，湖北武麻高速公路有限公司的高速公路收费权为本期债券本息偿付提供质押已在中国人民银行办妥质押手续。

跟踪期内，武麻高速的通行费收入呈快速增长趋势，2014 年武麻高速通行费进一步增长，全年获得清分后通行费收入 12,470.98 万元，同比增长 24.50%。

表 20 2008 年至 2015 年 3 月湖北武麻高速公路有限公司营业收入（单位：万元）

年份	清分后总收入	日均收入
2008 年	29.92	0.94
2009 年	572.71	1.57
2010 年	1,512.56	4.14
2011 年	5,059.45	13.86
2012 年	7,615.71	20.86
2013 年	10,016.92	27.44
2014 年	12,470.98	34.17
2015 年 1-3 月	3,630.61	40.34

资料来源：国创高科集团提供

七、评级结论

公司具有一定的渠道和技术优势，经营可持续性较好。2014年公司改性沥青、重交沥青销量均上升，收入规模大幅增长，盈利水平提升。国创高科集团提供的保证担保及湖北武麻高速公路有限公司的高速公路收费权质押担保仍可为本期债券的偿付提供较好保障。

但我们也注意到，公司经营易受原油价格波动影响；沥青业务华中区销售占比较大，对该区域销售依存度较高；公司沥青销售收款期有所延长，2014年应收账款大幅增加，回收风险上升。跟踪期内，公司经营活动现金流持续为负值，债务规模持续增长，债务压力加大。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级AA+，主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
流动资产：				
货币资金	25,689.41	47,535.62	32,996.92	25,558.45
应收票据	915.00	14,472.43	6,347.90	4,688.88
应收账款	57,071.64	69,756.68	44,742.94	42,091.76
预付款项	19,789.47	8,307.15	10,118.98	29,297.33
应收利息	510.13	467.95	0.00	0.00
其他应收款	8,843.82	7,350.17	5,735.19	2,998.08
存货	26,781.59	13,003.29	28,070.22	31,365.46
流动资产合计	139,601.07	160,893.30	128,012.15	135,999.97
非流动资产：				
可供出售金融资产	1,000.00	1,000.00	0.00	0.00
长期应收款	5,244.79	5,244.79	0.00	0.00
固定资产	15,044.40	15,417.64	12,965.92	13,969.41
在建工程	382.94	0.00	3,881.45	2,619.91
无形资产	2,390.51	2,404.42	2,460.14	2,509.44
油气资源	2,945.41	3,191.69	0.00	0.00
商誉	1,841.65	1,841.65	0.00	0.00
长期待摊费用	59.29	66.40	0.00	0.00
递延所得税资产	1,844.74	2,042.22	1,422.20	791.25
发放贷款及垫款	20,246.49	19,661.40	0.00	0.00
其他非流动资产	20,000.00	20,000.00	20,000.00	0.00
非流动资产合计	71,000.22	70,870.21	40,729.71	19,890.02
资产总计	210,601.29	231,763.50	168,741.87	155,889.98
流动负债：				
短期借款	41,138.00	40,100.00	23,395.88	9,000.00
应付票据	12,440.01	27,484.34	5,336.99	20,716.09
应付账款	30,666.99	34,683.76	31,131.65	20,635.47
预收款项	6,399.27	4,201.86	1,672.46	3,036.59
应付职工薪酬	86.32	131.13	124.85	89.45
应交税费	2,095.00	6,597.43	2,702.89	218.34
应付利息	1,232.25	813.75	813.75	813.75
应付股利	146.21	146.21	56.12	0.00
其他应付款	1,181.68	1,008.12	1,638.23	1,336.51
流动负债合计	95,385.73	115,166.59	66,872.83	55,846.20

非流动负债：				
应付债券	26,689.15	26,656.25	26,527.94	26,407.80
预计负债	425.96	451.81	0.00	0.00
递延所得税负债	275.52	276.56	0.00	0.00
非流动负债合计	27,390.63	27,384.63	26,527.94	26,407.80
负债合计	122,776.35	142,551.22	93,400.77	82,254.00
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（股本）	43,814.00	43,814.00	21,400.00	21,400.00
资本公积	17,696.35	17,568.02	36,822.14	36,822.14
盈余公积	1,695.37	1,695.37	1,567.55	1,358.29
未分配利润	11,897.95	12,654.46	14,886.64	13,373.59
其他综合收益	-1,047.04	-469.96	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	74,056.64	75,261.89	74,676.33	72,954.03
少数股东权益	13,768.30	13,950.39	664.76	681.96
所有者权益合计	87,824.94	89,212.28	75,341.09	73,635.99
负债和所有者权益总计	210,601.29	231,763.50	168,741.87	155,889.98

资料来源：公司 2012-2014 审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年 1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	14,468.87	194,758.90	117,172.75	126,114.63
减：营业成本	12,629.46	170,347.43	103,429.88	112,491.37
营业税金及附加	104.79	1,097.92	550.65	378.47
销售费用	443.93	1,659.70	1,638.05	1,069.79
管理费用	1,554.59	9,636.09	6,133.69	6,678.75
财务费用	1,138.76	4,713.46	4,205.82	3,123.86
资产减值损失	-902.99	1,784.25	-584.82	-212.33
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-5.98	-17.80	39.72	0.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-505.65	5,502.25	1,839.20	2,584.71
加：营业外收入	74.42	256.31	430.42	237.19
减：营业外支出	15.03	144.31	81.18	24.25
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-446.26	5,614.25	2,188.44	2,797.66
减：所得税费用	254.77	974.13	399.15	580.20
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	-701.03	4,640.12	1,789.29	2,217.46
减：少数股东损益	55.48	170.58	66.98	113.66
五、归属于母公司所有者的净利润	-756.51	4,469.54	1,722.31	2,103.79

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年 1-3月	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	46,100.54	194,395.37	113,173.57	125,196.47
收到其他与经营活动有关的现金	350.01	1,672.27	3,431.00	4,696.62
收取利息和手续费净增加额	0.00	869.69	0.00	0.00
经营活动现金流入小计	46,450.55	196,937.33	116,604.57	129,893.09
购买商品、接受劳务支付的现金	59,212.84	159,283.39	103,775.42	101,044.44
支付给职工以及为职工支付的现金	1,088.54	3,043.00	2,278.19	2,117.70
支付的各项税费	4,139.35	4,239.36	2,329.76	4,620.43
支付其他与经营活动有关的现金	2,447.63	11,357.99	11,299.61	11,471.04
客户贷款及垫款净增加额(万元)	591.00	19,860.00	0.00	0.00
经营活动现金流出小计	67,479.36	197,783.74	119,682.98	119,253.60
经营活动产生的现金流量净额	-21,028.81	-846.42	-3,078.40	10,639.49
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	27,000.00	22,965.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	20.30	39.72	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.13	9.10	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	49.15	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	27,069.59	23,013.82	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	553.35	1,196.75	2,225.49	23,723.71
投资支付的现金	0.00	28,000.00	22,965.00	
投资活动现金流出小计	553.35	29,196.75	25,190.49	23,723.71
投资活动产生的现金流量净额	-553.35	-2,127.17	-2,176.67	-23,723.71
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	11,825.20	0.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	10,000.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	11,038.00	61,600.00	52,395.88	42,110.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	26,568.00
收到其他与筹资活动有关的现金	4,144.15	200.00	5,263.36	0.00
筹资活动现金流入小计	15,182.15	73,625.20	57,659.24	68,678.00
偿还债务支付的现金	10,000.00	44,895.88	38,000.00	58,061.35
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	617.69	11,208.51	2,129.97	2,203.77
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	5,292.86	200.00	6,023.06
筹资活动现金流出小计	10,617.69	61,397.26	40,329.97	66,288.18
筹资活动产生的现金流量净额	4,564.46	12,227.94	17,329.27	2,389.82

四、汇率变动对现金的影响	-570.45	-534.81	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-17,588.14	8,719.55	12,074.20	-10,694.40

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	4,640.12	1,789.29	2,217.46
加：资产减值准备	1,784.25	-584.82	-212.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,888.24	1,872.57	1,689.05
无形资产摊销	55.73	55.01	75.49
长期待摊费用摊销	18.97	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	-0.10	-3.80	0.96
财务费用(收益以“-”号填列)	4,724.70	2,101.91	3,034.69
投资损失(收益以“-”号填列)	17.80	-39.72	0.00
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-620.02	-630.95	-18.57
存货的减少(增加以“-”号填列)	15,066.93	3,295.24	-7,990.32
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-59,025.24	-10,101.31	4,195.84
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	29,811.37	-404.20	11,765.76
其他	790.84	-427.63	-4,118.53
经营活动产生的现金流量净额	-846.42	-3,078.40	10,639.49
现金的期末余额	36,436.62	27,717.07	15,642.87
减：现金的期初余额	27,717.07	15,642.87	26,337.26
现金及现金等价物净增加额	8,719.55	12,074.20	-10,694.40

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	80,267.16	94,240.59	55,260.81	56,123.89
资产负债率	58.30%	61.51%	55.35%	52.76%
流动比率	1.46	1.40	1.91	2.44
速动比率	1.18	1.28	1.49	1.87
综合毛利率	12.71%	12.53%	11.73%	10.80%
期间费用率	21.68%	8.22%	10.22%	8.62%
总资产回报率	-	5.16%	4.04%	4.07%
EBITDA（万元）	-	12,301.89	8,478.25	7,596.89
EBITDA 利息保障倍数	-	2.60	1.94	2.50
应收账款周转天数（天）	-	105.82	133.39	122.35
存货周转天数（天）	-	43.40	103.44	87.59
应付账款周转天数（天）	-	69.54	90.09	72.70
净营业周期（天）	-	79.68	146.74	137.24
流动资产周转天数（天）	-	267.01	405.57	355.07
固定资产周转天数（天）	-	26.23	41.38	30.21
总资产周转天数（天）	-	370.15	498.70	408.70

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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