

湖北楚天高速公路股份有限公司

2013 年公司债券(第一期)、(第二期)2018 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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【2018】跟踪第
【869】号 01

债券简称：
第一期：13 楚天 01
第二期：13 楚天 02
增信方式：保证担保
担保主体：湖北省交通
投资集团有限公司
债券剩余规模：
13 楚天 01：6 亿元
13 楚天 02：6 亿元

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

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

分析师

姓名：
张晨 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@pyrating.cn

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

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

湖北楚天高速公路股份有限公司¹2013 年公司债券 (第一期)、(第二期) 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	13 楚天 01：AAA	13 楚天 01：AAA
	13 楚天 02：AAA	13 楚天 02：AAA
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 26 日	2017 年 05 月 26 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖北楚天智能交通股份有限公司（以下简称“楚天高速”或“公司”）及其 2014 年 5 月 26 日发行的 13 楚天 01 和 2015 年 6 月 8 日发行的 13 楚天 02（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：13 楚天 01 和 13 楚天 02 信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司收入和利润规模显著增长，所辖高速公路车流量及收费持续增加，经营现金流表现较好，非公开发行股份收购深圳市三木智能技术有限公司（以下简称“三木智能”），增强了资本实力，且湖北省交通投资集团有限公司（以下简称“湖北交投”或“担保方”）提供的保证担保有效地提升了债券的信用水平；同时我们也关注到了高速公路行业存在一定政策风险，三木智能 2017 年盈利略低于业绩承诺，并形成一定的商誉存在减值风险，三木智能的客户集中度高，经营易受汇率波动影响，公司资产流动性一般，存在一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司收入和利润规模显著增长。收购三木智能后，2017 年公司营业收入和净利润规模分别达到 26.88 亿元和 5.72 亿元，较上年分别增长 111.26%和 47.80%。随着公司高速公路业务及智能产业业务的稳步增长，未来公司收入规模有望进一步提升。

¹ 2017 年 9 月 25 日，公司名称由湖北楚天高速公路股份有限公司变更为湖北楚天智能交通股份有限公司。

- **公司高速公路经营业务发展平稳。**2017 年公司车辆通行费收入规模为 13.22 亿元，较上年增长 9.48%。其中汉宜高速持续带来稳定收入，收入规模为 11.75 亿元，大随和黄咸高速实现收入规模不大，但保持增长，增长率分别为 38.68%和 10.66%。
- **公司主营业务能够带来稳定的现金流。**高速公路运营行业的固有特征决定公司经营现金流入较有保障，2017 年公司经营现金净流入金额达到 8.34 亿元。
- **非公开发行股份收购三木智能，增强了资本实力。**2017 年公司非公开发行股份新增实收资本合计 2.77 亿元，新增资本公积 10.04 亿元，截至 2018 年 3 月末公司实收资本为 17.31 亿元，资本实力增强。
- **湖北交投的保证担保有效地提升了债券的信用水平。**经鹏元综合评定，湖北交投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了债券的信用水平。

关注：

- **高速公路行业存在一定的政策风险。**高速公路作为国家交通运输的重要组成部分，其收费经营期限和收费标准均由政府制定，行业发展受国家宏观政策变动影响较大。2017 度公司所辖路段绿色通道车辆减免金额约 4,587.67 万元，重大节假日小型客车免费金额约 13,808.45 万元，对公司主营业务收入造成一定影响。
- **三木智能 2017 年盈利略低于业绩承诺，并购形成的商誉存在减值的风险。**公司并入的三木智能业务与原有高速公路运营业务有较为明显的差异，后续在业务、人员和财务等方面能否顺利整合需进一步关注。2017 年三木智能实现扣非后归属母公司股东的净利润 10,507.02 万元，略低于业绩承诺的 11,800.00 万元，并购过程中形成 8.85 亿元商誉，有一定的减值风险。
- **三木智能客户集中度高，经营易受汇率波动影响。**三木智能 2016-2017 年前五大客户销售额占当期销售总额比例分别为 67.97%和 54.87%，对主要客户依赖性较强。同时公司海外业务收入占比较大，主要以美元结算，存在一定汇率风险。
- **公司资产中非流动资产占比较高，整体资产流动性一般。**截至 2017 年末，公司无形资产为 73.39 亿元，占总资产的 69.00%，主要为高速公路收费权，其中账面价值为 55.29 亿元的收费权已被质押。
- **公司有息负债规模较大，存在一定的债务压力。**截至 2018 年 3 月末，公司有息债务为 34.85 亿元，2019-2020 年每年需偿还公司发行的两期公司债本金 6 亿元，公司面临一定的偿还压力。

公司主要财务指标:

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	1,075,760.86	1,063,481.68	888,680.68	890,340.54
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	618,055.27	601,249.64	432,686.77	406,721.51
有息债务 (万元)	348,519.86	346,608.65	379,875.56	401,680.32
资产负债率	42.42%	43.33%	51.11%	54.08%
流动比率	0.94	0.83	0.52	0.46
速动比率	0.83	0.76	0.52	0.46
营业收入 (万元)	65,707.61	268,843.52	127,260.19	123,065.05
营业利润 (万元)	21,413.66	74,940.10	53,412.81	43,821.19
净利润 (万元)	16,639.98	57,191.66	38,695.04	42,621.34
综合毛利率	44.59%	38.05%	65.04%	63.75%
总资产回报率	-	9.65%	8.31%	7.70%
EBITDA (万元)	-	124,004.95	98,688.24	91,967.64
EBITDA 利息保障倍数	-	6.44	4.85	3.64
经营活动现金流净额 (万元)	10,596.02	83,385.44	87,151.08	68,928.16

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表, 鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	36,597,875.77	35,045,246.89	31,727,461.87	30,019,514.61
归属于母公司所有者权益 (万元)	10,545,726.35	10,513,859.53	9,785,223.95	8,971,251.94
资产负债率	68.76%	67.52%	67.70%	68.18%
营业收入 (万元)	504,757.48	2,212,363.03	1,729,375.59	1,311,139.60
净利润 (万元)	58,088.16	248,984.11	175,839.61	152,384.10
经营活动现金流净额 (万元)	57,112.29	383,949.85	629,987.10	389,436.51

资料来源: 湖北交投2015-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2014年5月26日和2015年6月8日发行5年期6亿元（两期共12亿元）公司债券，目前本期债券募集资金已经使用完毕，其中9亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充公司的流动资金。

二、发行主体概况

2017年9月25日，公司名称由湖北楚天高速公路股份有限公司变更为湖北楚天智能交通股份有限公司，并办理了工商变更登记手续。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，截至2018年3月31日，湖北交投持有公司35.02%的股份，为公司的控股股东。湖北省人民政府国有资产监督管理委员会持有湖北交投100%的股份，为公司的实际控制人。

2017年1月，公司以发行股份及支付现金方式购买三木智能合计100%的股权。三木智能主营业务为平板电脑、手机等电子产品生产及销售，于2017年1月20日完成过户。此外，公司还新设成立湖北楚天高速智能产业研究院有限公司和宜宾美泰琦智能设备有限公司，并纳入合并报表范围。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市三木智能技术有限公司	100%	5,190.50	通信及相关终端产品	收购
湖北楚天高速智能产业研究院有限公司	100%	2,000.00	技术开发	新设
宜宾美泰琦智能设备有限公司	100%	1,000.00	工业生产	新设

注：宜宾美泰琦智能设备有限公司为三木智能全资子公司。

资料来源：公司 2017 年审计报告

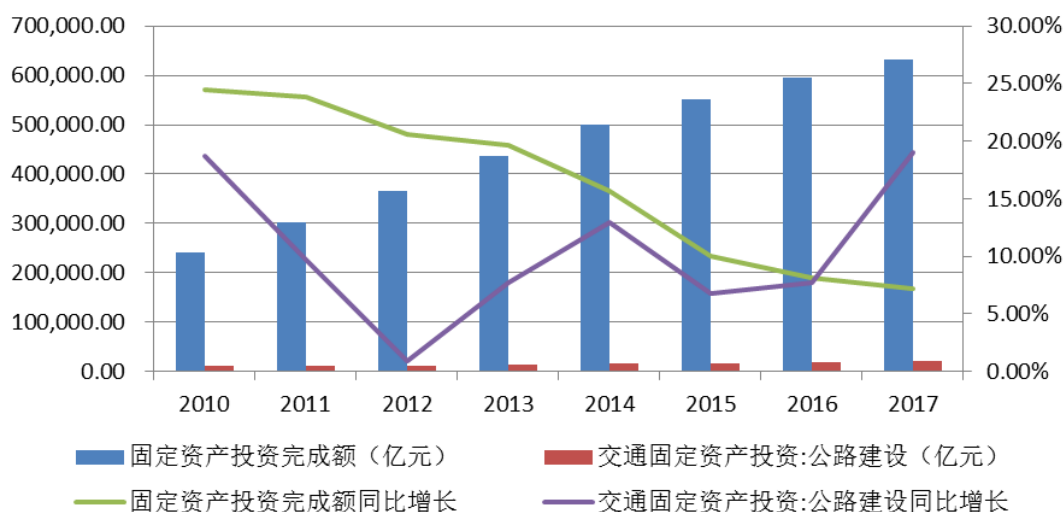
截至2018年3月31日，公司资产总额为107.58亿元，归属于母公司的所有者权益为61.81亿元，资产负债率为42.42%；2017年度，公司实现营业收入26.88亿元，净利润5.72亿元，经营活动现金流净额8.34亿元；2018年1-3月，公司实现营业收入6.57亿元，净利润1.66亿元，经营活动现金流净额1.06亿元。

三、运营环境

2017年我国公路建设投资规模增加，高速公路通车里程继续增长，公路运输量及机动车保有量总体保持增长，为高速公路公司发展提供良好的外部环境，但高速铁路的通车里程及密度的持续增加可能对高速公路运输形成一定分流；高速公路行业政策环境整体稳定，但仍面临一定不确定

2017年，我国供给侧结构性改革稳步推进，经济运行稳中向好。全年实现国内生产总值827,122亿元，较上年增长6.9%。其中，第一产业增加值65,468亿元，增长3.9%；第二产业增加值334,623亿元，增长6.1%；第三产业增加值427,032亿元，增长8.0%。全年人均国内生产总值59,660元，较上年增长6.3%。包括基础设施建设在内的固定资产投资是拉动中国经济的主要力量。2017年，全国全年固定资产投资完成额为641,238亿元，较上年增长7.0%，其中基础设施建设投资（不含农户）额140,005亿元，增长19.0%，占固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%。交通运输作为基础设施建设投资的重要内容，2017年全国完成交通固定资产投资22,706.79亿元，较上年增长15.37%，完成公路建设固定资产投资21,162.53亿元，较上年增长18.97%。

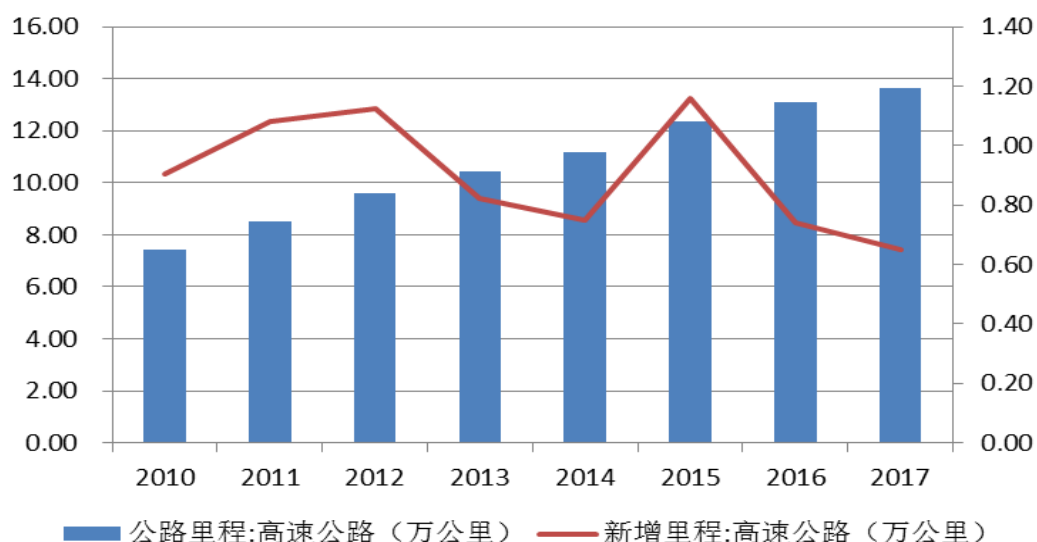
图1 近年全国固定资产投资、公路建设固定资产投资及其增速情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

伴随我国公路建设投资额的逐年增长，全国高速公路通车里程不断增长。根据《2017年交通运输行业发展统计公报》统计，2017年末我国高速公路里程为13.65万公里，较上年增加0.65万公里；高速公路车道里程60.44万公里，较上年增加2.90万公里。

图2 全国高速公路里程及每年新增里程情况



资料来源：Wind资讯及《2017年交通运输行业发展统计公报》，鹏元整理

运输量及汽车保有量是影响高速公路车流量的重要因素。从公路运输情况来看，2017年全国旅客公路运输量减少但货物运输量增加的状况依然没有发生改变。2017年，全国公路运输人次为145.9亿人次，货物运输量为368.0亿吨，较上年分别下降5.4%及增加10.1%。因公路运输中货物运输占绝大比例，总体来看，2017年全国公路运输量依旧有所增长。从汽车保有量来看，截至2017年末，全国机动车保有量为31,000万辆，较2016年末增长6.90%。

表2 2016-2017 年全国公路旅客及货物运输情况

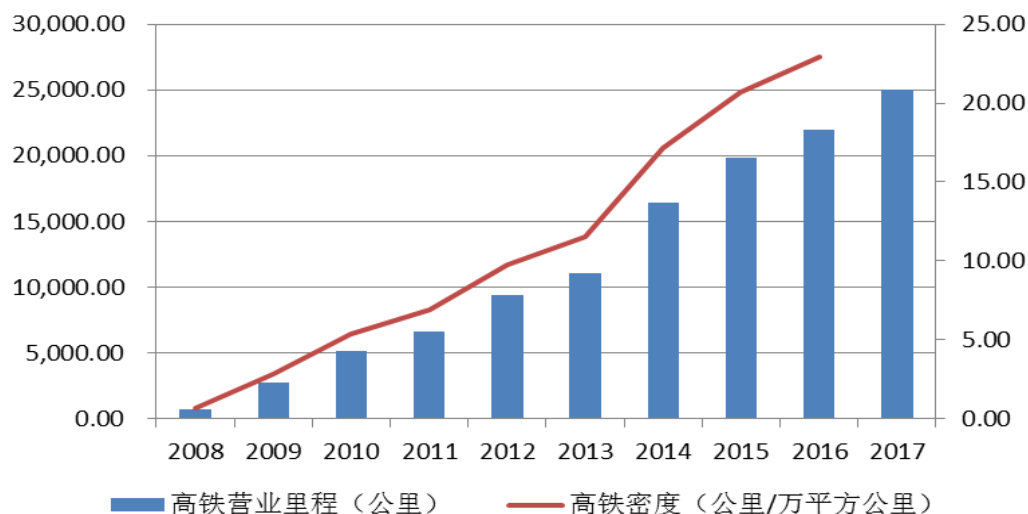
项目		2017 年		2016 年	
		数值	增长率	数值	增长率
旅客运输	运输量（亿人次）	145.9	-5.4%	156.3	-3.5%
	周转量（亿人公里）	9,765.1	-4.5%	10,294.9	-4.2%
货物运输	运输量（亿吨）	368.0	10.1%	336.3	6.8%
	周转量（亿吨公里）	66,712.5	9.2%	61,210.98	5.6%

资料来源：2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

高铁对高速公路运输分流影响方面，国内高铁的运行速度在250-350公里/小时，在运行速度和运行效率方面相对于高速公路，具备较强的竞争优势，高铁的快速发展对高速公路车流量形成一定的分流作用。根据《2017年交通运输行业发展统计公报》，截至2017年末，我国高铁营业里程为2.5万公里，较2016年末增长13.64%，占铁路营业里程的19.69%；高速铁路密度为25.95公里/万平方公里，较2016年末增长13.22%。2017年我国铁路旅客运输量30.84亿人次，同比增长9.6%，货物运输量36.89亿吨，同比增长10.7%。我国高铁营业里程、密度的持续增长对高速公路运输产生一定分流影响。

行业政策环境与竞争格局趋于稳定，但仍面临一定不确定性。虽然绿色通道和重大节假日小型客车免费通行政策对收费路桥运营业务的影响仍将继续存在，但近年来行业政策环境已基本趋于稳定，2015 年交通运输部发布《收费公路管理条例》征求意见稿明确了一系列行业改革的方向，总体有利于行业的长期健康发展。但高速公路作为国家交通运输的重要组成部分，其收费经营期限和收费标准均由政府制定，行业发展受国家宏观政策变动影响较大。目前《收费公路管理条例（修订稿）》仍未正式出台，国家收费公路政策仍具有一定的不确定性。

图3 近年全国高铁里程及密度增长情况



资料来源：Wind资讯及《2017年交通运输行业发展统计公报》，鹏元整理

2017年湖北省地区经济稳中有升，继续推动全省高速公路行业发展；行业政策环境整体趋于稳定，新实施的高速公路通行费优惠政策将对高速公路经营企业产生一定不利影响

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

根据《2017年湖北省国民经济和社会发展统计公报》，2017年湖北省经济运行稳中有升，全年完成生产总值36,522.95亿元，增长7.8%。湖北省经济发展、居民收入水平提高及生活节奏加快，使得居民购车增加，另外，随着湖北省交通基础设施的不断完善，七纵五横三环”高速公路网的建成和农村公路实现“村村通”，为驾车出行提供了便利，湖北省民用汽车保有量大幅上升，根据湖北省统计局显示，2016年全省民用汽车保有量达到593.33万辆，全年新注册民用汽车106.86万辆，增长15.7%。

湖北省以及周边地区经济的快速发展、汽车保有量快速增加推动全省高速公路行

业发展，2017年全省全年完成货物周转量6,589.58亿吨公里，比上年增长7.0%；旅客周转量1,601.97亿人公里，增长4.9%；公路营运里程达269,484.03公里，增长3.6%；高速公路里程达6,251.66公里，增长0.8%。

2017年，湖北省人民政府办公厅下发《省人民政府办公厅关于进一步降低企业成本振兴实体经济的意见》（鄂政办发[2017]24号），规定自2017年5月1日起，对使用通衢卡电子支付的货车用户，高速公路通行费优惠比例由10%提高到15%；自2017年6月1日起，对经指定收费站进出省内长江沿岸主要港口的集装箱卡车，实行收费公路通行费50%优惠。该意见施行后将会降低省内相关高速公路经营企业的利润。

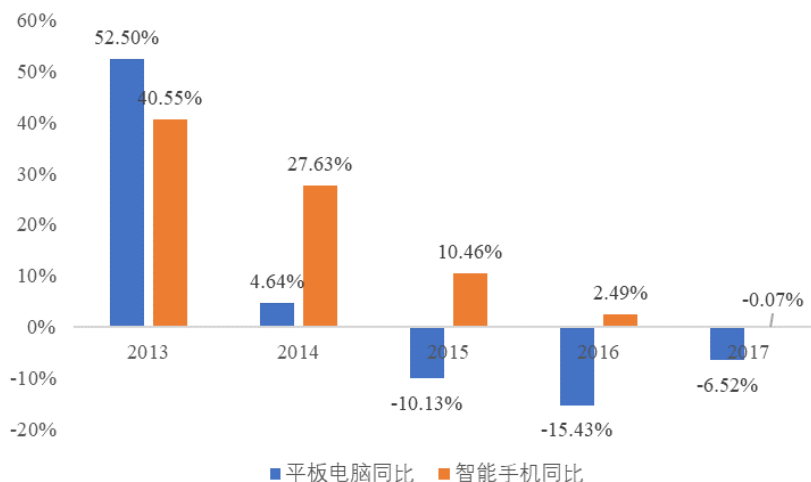
2017年全球平板电脑出货量下滑、智能手机市场增速放缓，原始设计商（ODM²）生产企业业务增长速度受限，行业竞争仍较为激烈

近几年，随着智能手机屏幕增大和低价笔记本电脑增多，平板电脑市场逐渐被抢占，加之平板电脑的功能相对较少，且在创新方面暂未有较大空间，消费者更换新机的驱动力不足，平板电脑出货量不断下降。Wind数据显示，2017年全球平板电脑出货量为1.64亿台，较2016年下降6.52%，已是2015年起连续第三年下跌。智能手机方面，随着渗透率不断提高，全球智能手机市场正趋饱和，增速近年持续回落，2017年全球智能手机出货量为14.72亿台，较2016年下降0.07%。

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

² ODM，即 Original design manufacture(原始设计商)的缩写。是一家厂商根据另一家厂商的规格和要求，设计和生产产品。受委托方拥有设计能力和技术水平，基于授权合同生产产品。

图4 近年全球平板电脑及智能手机出货量同比变动情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

由于ODM模式能够帮助手机厂商更有效的控制成本、更迅速的对市场变化做出反应，因此受到厂商认可。根据研究机构Counterpoint发布的全球ODM/IDH行业分析数据显示，2017年全球出货的所有智能手机中，有近4亿台手机采用ODM/IDH（统称为ODM）模式生产和制造，占比达26%；Counterpoint预测2018年ODM/IDH手机出货量将增长至4.4亿部。

基于产品质量和成本控制的考量，品牌商将继续遵循高端机型自行研发，中低端机型委外设计的原则。小米2017年委外项目出货达到8,000万部，占比最大；华为委外项目出货6,000万部左右；其次为联想、魅族、中国移动和LG等。对比2016年数据来看，品牌厂商正将越来越多的智能手机订单交给ODM厂商。目前海外市场出货主要集中在中低端机型，预计2018年小米、华为和联想委外项目出货将继续增长。三星，OPPO和vivo等品牌开始尝试释放委外项目。

由于技术升级换代加快和物料紧张，在选择ODM企业时，不仅注重研发设计实力，还将在资金、供应链管理、品质管控能力等方面提出更高的要求，因此，随着竞争加剧，ODM行业市场将加快向大中型厂商集中。目前，全球智能终端设备ODM厂商众多，市场竞争激烈，主要包括台湾地区的华冠、英业达，国内的闻泰、华勤、龙旗、与德、天珑、三木智能等。国内ODM厂商中，闻泰、华勤、龙旗和与德四大厂商的主要市场集中在国内，导致国内市场竞争十分激烈，天珑和三木智能以海外客户为主，天珑多为欧洲客户，主要经营自有品牌Wiko和Sugar，三木智能客户多集中在印度、东南亚，2016年起向非洲和欧洲拓展取得一定成果。

车联网、物联网产业发展较快，成为ODM厂商重要进军方向

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

2009年温家宝“感知中国”的讲话成为我国物联网领域研究和应用开发的推动力，2013年2月，《国务院关于推进物联网有序健康发展的指导意见》提出，到2015年实现物联网在经济社会重要领域的规模示范应用，突破一批核心技术，初步形成物联网产业体系，安全保障能力明显提高。政府对物联网的重视程度加深，在《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》、《关于加快推进农业供给侧结构性改革大力发展粮食产业经济的意见》等政策中不断完善物联网技术在智慧医疗、智慧建筑、智慧消防、智慧农业等行业中的渗透。

受益于市场推动和政策支持，我国物联网产业发展迅速。根据前瞻产业研究院发布的《2018-2023 年中国物联网行业细分市场需求与投资机会分析报告》预计，到2018年中国物联网行业的市场规模将达到 2.05 万亿元，同比增速达174%；而到2022年市场规模将达到7.24万亿元。

随着汽车不断智能化，车联网概念营运而生，车联网可以整合对车载硬件、软件、TSP、通信服务、应用开发等诸多环节，是融合互联网、移动通信、科技、汽车多个行业的未来发展趋势，近年来，车联网市场规模快速扩张。根据IHS预测，2022年全球联网汽车的市场保有量将达3.5亿台，市场占比达94%。

四、经营与竞争

公司目前收入来源主要为车辆通行费收入及智能产业收入。公司原有业务为高速收费公路的投资、建设及经营管理，所辖路段采取特许经营模式运营。2017年公司完成对三木智能的收购，于2月开始将其纳入合并报表。三木智能主要业务为平板电脑、智能手机方案设计和整机生产服务，以及基于移动通信技术的物联网通信产品研发生产。2017年公司营业收入为26.88亿元，较2016年增长111.26%，主要系新增智能产业收入。2017年公司毛利率为38.05%，较2016年下滑26.99个百分点，主要系平板、手机生产等智能产业相关业务毛利率相对较低。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
车辆通行费收入	34,792.07	70.28%	132,180.40	61.03%	120,732.62	65.38%
智能产业收入	29,317.17	12.24%	129,203.03	13.56%	-	-
其他业务	1,598.36	78.75%	7,460.09	55.11%	6,527.57	58.84%
合计	65,707.61	44.59%	268,843.52	38.05%	127,260.19	65.04%

资料来源：公司提供

2017年公司车辆通行费收入保持增长，利润来源稳定，国家收费公路费用减免优惠政策对公司收入造成一定影响

公司目前拥有特许经营权的高速公路运营里程数合计419.22公里，包括汉宜高速、麻竹高速大随段、黄咸高速大冶段及黄咸高速咸宁段。其中，武汉至宜昌的汉宜高速公路里程为278.86公里，大悟至随州的麻竹高速公路大随段里程为84.39公里，黄石至咸宁的武汉城市圈环线高速公路黄咸段的高速公路（以下简称“黄咸高速”）里程为55.97公里。

表4 截至2017年末公司在运营高速公路情况

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

资料来源：公司提供

近几年收入及盈利主要来源于汉宜高速公路，汉宜高速公路是沪渝高速公路（国道G50）在湖北省内的路段，全长278.86公里，途经武汉、仙桃、潜江、荆州、宜昌等9个县市（区），地理位置较为优越。汉宜高速所经地区经济发展较快，汽车保有量不断增加，且武汉、荆州、宜昌等地为旅游城市，有较大的车辆通行需求，车流量较有保障。

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

麻竹高速公路大悟-随州段（大随段）是公司自主投资、建设并进行管理运营的高速公路，总投资规模为37.21亿元，于2011年6月建成通车，收费年限为30年。麻竹高速公路

是湖北省“七纵五横三环”高速公路网中的第一横，是横贯湖北省中北部的一条东西向省际通道。

表5 公司在运营高速公路车流量及收入情况表

路段名称	车型类别	2017 年		2016 年	
		车流量 (万辆)	收入 (万元)	车流量 (万辆)	收入 (万元)
汉宜高速	货车	789.85	58,462.66	660.51	55,093.71
	客车	2,608.14	59,038.55	2,256.81	53,256.80
	合计	3,397.99	117,501.21	2,917.32	108,350.51
黄咸高速	货车	24.32	6,377.52	17.48	5,992.79
	客车	85.31	3,465.50	64.52	2,901.88
	合计	109.63	9,843.03	82.00	8,894.67
大随高速	货车	38.66	1,528.64	28.25	917.84
	客车	180.69	3,307.84	131.83	2,569.60
	合计	219.35	4,836.49	160.07	3,487.44

资料来源：公司提供

2017年，汉宜高速车流量3,397.99万辆，较2016年增长19.58%，车辆通行费收入11.75亿元，较2016年增长8.45%。汉宜高速公路车辆通行费是公司主要业务收入来源，该路段车流量及收入的稳定增长，为公司持续经营提供了保障。

黄咸路段2017年车流量和收入分别为109.63万辆和0.98亿元，分别同比增长33.70%和10.66%。黄咸高速公路是武汉“1+8”城市圈环线高速公路的重要组成部分，目前武汉城市圈环线正在逐步打通，随着黄咸路段所处区域的路网不断完善，该路段车流及收入有望进一步增长。

麻安高速大悟段仍未通车，大随高速受“断头路”影响，目前车流量和收入规模仍然不大，2017年实现车流量和通行费收入分别为219.35万辆和0.48亿元。

从国家收费公路费用减免优惠政策执行结果来看，2017年公司所辖路段绿色通道车辆减免金额约4,587.67万元，重大节假日小型客车免费金额约13,808.45万元，对公司主营业务收入造成一定影响。从现阶段来看，上述免费范围尚无进一步扩大迹象。

2017年三木智能盈利略低于当年业绩承诺，考虑到收购三木智能时形成商誉规模较大，存在一定的减值风险；另外，三木智能对客户依赖性强，存在客户集中度高的风险

公司智能产业主要由全资子公司三木智能负责。2017年1月20日，公司通过发行股份及支付现金方式购买三木智能100%股份，交易价格为12.60亿元。2017年2月，公司将其纳入合并范围，形成88,500.61万元商誉。

三木智能成立于2005年7月，主要致力于移动通信和产品的研发、设计和制造服务，目前主要提供平板电脑、智能手机方案设计和整机生产服务，以及基于移动通信技术的物联网产品研发生产。三木智能的主要产品包括平板电脑、智能手机、物联网应用终端、车联网应用通信模块、智能手表与智慧医疗多参仪PAD板等。为规避国内激烈的同业竞争，2008年开始，三木智能将主要业务转移到海外，目前市场主要在印度、东南亚、非洲和东欧。近年来，三木智能逐步从东南亚向南美洲、非洲、欧洲和国内市场拓展，成功开发印度（Micromax、Lava）、南美（Polaroid、DIAMOND）以及国内阿里巴巴、新东方、深圳桑菲等客户，在考勤机、教育平板、智慧医疗、智能家居平板等领域研发新产品，先后中标阿里巴巴阿里钉钉智能前台、新东方智能教育平板等项目。

2017年三木智能实现主营业务收入13.53亿元，较上年增长3.97%，其中平板和手机的销售收入占主营业务收入的75.28%。

表6 三木智能主要产品营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
手机	29,283.07	27,064.97
平板	72,544.58	90,034.01
软件及技术服务	2,100.64	830.92
材料配件	10,775.87	6,709.18
车联网及其他产品	20,560.76	5,460.72
合计	135,264.92	130,099.80

资料来源：公司提供

三木智能生产模式为以销定产，根据客户的订单需求制定生产计划，主要为其他品牌提供ODM服务，产品采取自行生产模式或外协生产相结合的方式进行生产。2016年开始，三木智能逐步将自有生产线剥离，将自行生产模式逐步调整为外协生产模式。三木智能主要外协合作厂商为惠州市米琦科技有限公司（以下简称“米琦科技”），外协供应商非常集中，但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，并且在珠三角地区外协加工厂商数量较多，较易找到替代合作厂商，外协厂商集中度高的风险不大。2017年三木智能合计产量440.50万台，产量较上一年增长2.28%，99.27%产量均委托外协加工厂商生产。

三木智能主要原材料为屏、摄像头、内存等，多数在国内采购。产品原材料由三木智能自行采购，由于行业优势不明显，对供应商的议价能力较弱，采购付款期多为月结（10-30天）。2016-2017年公司向前五大供应商采购的金额合计占当期采购总额的比例分别为37.91%和29.47%。

三木智能主要面向海外市场，主要客户位于东南亚、印度、南非和欧洲等区域，多数为当地本土手机品牌商，拥有独立的品牌和营销网络。三木智能与境外客户签订销售协议，一般客户下订单时即预付10%-30%的订金（或全额信用证），发货时以现金、信用证或保理等方式收取剩余货款。三木智能营业收入中外销占比较大，主要以美元结算，若人民币升值，将对三木智能盈利造成一定不利影响。

三木智能产品中平板电脑、智能手机、智能手表、其他物联网产品采用ODM合作模式，车联网通信模块和多参仪PAD板采用提供产品组件的合作模式。受全球平板产品出货量下滑影响，2017年三木智能销售收入占比最大的平板产品销量及销售收入同比下滑，但手机和车联网等其他业务保持增长，其中车联网及其他产品板块增长显著，销售收入同比增长276.52%，主要系2017年钉钉考勤机、教育平板新产品上线，同时原有车联网、多参仪产品同比增速较大。材料配件产品主要是原材料、TP屏、按键等材料，大部份为客户整机订单的售后所需配料。

公司车联网等新兴业务发展迅速，但全球平板及手机出货量增速趋势性下滑，ODM市场竞争日益激烈，若公司无法保持竞争优势，订单规模及盈利能力将收到一定影响。

表7 三木智能分类产品销售情况（单位：万元、万台、元/台、元/个）

产品	项目	2017 年	2016 年
手机	销售收入	29,283.07	27,064.97
	销量	96.96	94.89
	均价	302.01	285.22
平板	销售收入	72,544.58	90,034.01
	销量	269.55	353.96
	均价	269.13	254.36
软件及技术服务	销售收入	2,100.64	830.92
	销量	-	-
	均价	-	-
材料配件	销售收入	10,775.87	6,709.18
	销量	720.77	392.49
	均价	14.95	17.93
车联网及其他产品	销售收入	20,560.76	5,460.72
	销量	74.52	13.41
	均价	275.91	407.21

资料来源：公司提供

2016-2017年前五大客户销售额占当期销售总额比例分别为67.97%和54.87%，前五大客户销售额占比有所下降，但仍存在一定的客户集中度较高的风险。

表8 三木智能前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2017 年销售额	销售内容	占当期销售总额比例	结算方式
客户一	32,516.61	手机/平板	23.9%	转账 TT
客户二	12,864.20	主板	9.46%	月结 30 天
客户三	10,915.29	手机/平板	8.02%	信用证 LC60 天
客户四	10,842.87	手机/平板	7.97%	信用证 LC60 天
客户五	7,504.16	手机/平板	5.52%	信用证 LC60 天
合计	74,643.13		54.87%	
客户名称	2016 年销售额	销售内容	占当期销售总额比例	结算方式
客户一	51,674.42	平板+手机	34.38%	转账 TT
客户二	17,890.41	平板+手机	11.90%	信用证 LC90 天
客户三	14,143.4	平板+手机	9.41%	预付 15%TT, 信用证 LC85%尾款 60 天
客户四	12,393.00	平板	8.24%	预付 10%TT, 90%LC 信用证 90 天
客户五	6,057.95	车联网产品	4.03%	转账 TT
合计	102,159.19	-	67.97%	-

资料来源：公司提供

经过多年的经营累积，三木智能培养了一支专业的研发团队，现有180余名研究人员。三木智能目前拥有深圳和惠州两大研发中心，研发事业部涵盖ID和包装设计、结构、软件、硬件和测试等部门，可以按照客户要求进行完整的ODM设计，并根据市场需求不断开发和推出新产品。三木智能已获得授权专利81项，其中发明专利12项；软件著作权40项。

根据2016年公司与三木智能收购交易对方签署的《购买资产协议》和《业绩补偿协议》，交易对方承诺三木智能在2016年度、2017年度、2018年度、2019年度经审计的归属于母公司股东的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低为准）分别不低于9,800万元、11,800万元、14,000万元、17,000万元。2017年，三木智能实现净利润11,314.68万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为10,507.02万元，未实现当年盈利目标，经公司股东大会审议通过，回购重组交易对手方将以股份方式进行补偿，公司回购补偿股份共计2,709,103股并予以注销。公司收购三木智能产生的商誉较大，后续若三木智能业绩不达预期，公司或面临商誉减值风险。同时，仍需要关注到，公司自成立以来一直经营高速公路业务，三

木智能业务与原有业务有非常明显的差异，后续在业务、人员和财务等方面能否顺利整合需要进一步观察。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年至2017年及未经审计的2018年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

三木智能的并入使得公司资产规模有所增长，但存在一定的坏账、存货跌价和商誉减值风险；公司资产中非流动资产占比较高，整体资产流动性一般

2017年末，公司总资产规模为106.35亿元，较2016年末增加19.67%，主要受非公开发行股票收购三木智能影响。截至2018年3月末，公司总资产规模为107.58亿元，较2016年末增长22.14%，其中，非流动资产占比为85.40%，仍是公司资产中最主要组成部分。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	74,899.21	6.96%	59,058.35	5.55%	45,459.25	5.12%
应收账款	33,041.10	3.07%	39,247.02	3.69%	7,507.47	0.84%
存货	18,712.34	1.74%	11,956.95	1.12%	129.71	0.01%
流动资产合计	157,070.01	14.60%	139,994.06	13.16%	56,137.03	6.32%
可供出售金融资产	16,500.00	1.53%	14,500.00	1.36%	17,000.00	1.91%
长期股权投资	17,830.05	1.66%	17,830.05	1.68%	9,250.00	1.04%
固定资产	61,064.92	5.68%	62,506.48	5.88%	51,846.73	5.83%
无形资产	727,840.74	67.66%	733,852.92	69.00%	742,137.86	83.51%
商誉	88,500.61	8.23%	88,500.61	8.32%	0.00	0.00%
非流动资产合计	918,690.84	85.40%	923,487.62	86.84%	832,543.65	93.68%
资产总计	1,075,760.86	100.00%	1,063,481.68	100.00%	888,680.68	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

流动资产方面，截至2017年末公司货币资金余额5.91亿元，同比增长29.91%，其中0.27亿元作为保函或汇票保证金使用受限。公司应收账款年末账面价值3.92亿元，较2016年末

增加较多，主要系智能制造板块新增，智能制造板块应收账款账面余额3.24亿元，其中账龄在1年以内的占比98.24%，公司前五大客户应收账款对象占比为59.30%，应收账款客户集中度较高，当年共计提坏账准备942.34万元。2017年末公司存货为1.20亿元，主要为三木智能生产的手机、平板电脑等产品，受电子消费品产品市场供需状况影响或存在一定的跌价风险，公司本年冲回以前年度计提的存货跌价准备148.78万元。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉。2017年末公司可供出售金融资产为1.45亿元，其中0.2亿元是公司2016年投资的武汉长瑞新兴投资中心（有限合伙）新三板基金，本年新增投资1.25亿元，包括睿海天泽咸宁股权投资合伙企业（有限合伙）、广州市弘得信股权投资管理有限公司、灯塔财经信息有限公司等，去年持有的1.5亿元武汉天风睿信资本投资中心（有限合伙）的并购基金本年兑付，实现投资收益0.62亿元。长期股权投资是对湖北嘉鱼长江公路大桥有限公司及武汉腾路智行科技有限公司的投资。公司固定资产主要是房屋建筑物、安全设施、收费设施等，2017年末账面价值6.25亿元，较2016年末增加1.07亿元，主要系企业合并增加及在建工程转入。无形资产主要为高速公路收费权，2017年末包括麻竹高速公路大悟至随州段收费权30.98亿元、汉宜高速公路收费权14.35亿元、武汉城市圈环线高速公路黄石至大冶段14.59亿元、武汉城市圈环线高速公路咸宁段收费权9.85亿元等，上述高速公路收费权除汉宜高速公路收费权外其他均已质押，被质押部分账面价值为55.29亿元。2017年1月公司购入三木智能形成88,500.61万元商誉，三木智能所处行业竞争激烈，公司智能产业业务毛利率不高，2017年三木智能盈利略低于当年业绩承诺，未来若因行业竞争加剧等原因导致三木智能经营情况出现恶化，公司大额商誉或面临一定减值风险。

截至2017年末，公司受限资产主要为高速公路收费权、房屋建筑物及货币资金，受限资产规模56.08亿元，占2017年末总资产比例为52.73%，受限资产规模较大。

公司资产仍以非流动资产为主，且受限资产规模较大，整体流动性一般；2017年公司将三木智能纳入合并范围，资产规模扩大，但存在一定的坏账、存货跌价及商誉减值风险。

盈利能力

公司高速公路盈利能力较为稳定，收购三木智能后，公司业务收入显著增长

2017年，公司收购三木智能，增加智能产业收入，营业收入大幅增加。公司高速公路收费业务毛利率较高，达60%以上，较高的毛利率为公司的利润提供了保障。由于ODM行业毛利率较低，拉低了公司综合毛利率。

尽管毛利率下滑，但收入大幅增长及获得投资收益等使2017年三木智能实现净利润

11,314.68万元，公司整体盈利水平提升。2017年公司实现投资收益及其他收益合计0.82亿元，主要为投资并购基金所获收益0.62亿元，提升了公司的利润水平。2017年，公司实现营业利润7.49亿元，较2016年增加40.30%。2017年公司收入扩大，期间费用增幅小于收入增幅，期间费用率下降。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入（万元）	65,707.61	268,843.52	127,260.19
投资收益	79.09	6,210.57	-
其他收益	534.37	2,005.00	-
营业利润（万元）	21,413.66	74,940.10	53,412.81
利润总额（万元）	21,399.46	74,916.94	53,604.18
净利润（万元）	16,639.98	57,191.66	38,695.04
综合毛利率	44.59%	38.05%	65.04%
期间费用率	11.81%	12.88%	21.26%
总资产回报率	-	9.65%	8.31%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

现金流

公司业务现金生成能力较强，为其持续经营提供了保障

2017年公司现金生成能力仍较强，FFO规模较大，并随着利润增长有所提升。总体来看，公司经营活动现金流来自汉宜高速公路的通行费收入及三木智能的产品销售收入，高速公路获现能力较为稳定，三木智能属于电子设备制造业，营运资本投入较大，经营活动现金流表现一般。

公司目前在建工程规模较小，2017年公司投资活动产生的现金流出净额较上年增加主要系本年公司对外股权投资力度较大，支付三木智能收购款等股权投资款项。

筹资活动方面，2017年公司取得借款较多，但由于偿还到期债务规模较大，筹资活动现金净流出2.92亿元。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
净利润	57,191.66	38,695.04
非付现费用	30,691.77	24,761.04
非经营损益	11,905.37	22,440.82

FFO	99,788.80	85,896.91
营运资本变化	-17,181.39	1,254.18
其中：存货减少（减：增加）	204.54	79.77
经营性应收项目的减少（减：增加）	-56,295.35	-7,088.12
经营性应付项目增加（减：减少）	38,909.42	8,262.54
经营活动产生的现金流量净额	83,385.44	87,151.08
投资活动产生的现金流量净额	-42,913.26	-24,061.37
筹资活动产生的现金流量净额	-29,238.07	-47,640.74
现金及现金等价物净增加额	10,944.73	15,448.98

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模较大，短期和长期均存在一定的偿债压力

2017年公司发行股票1.90亿股购买三木智能并募集配套资金4.05亿元，同时随着利润不断累积，公司所有者权益进一步增长。截至2017年末，公司所有者权益总额60.27亿元，较2016年末增长38.71%。由于公司所有者权益增加较多，公司资本对负债保障程度有所提升。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	456,348.28	460,805.89	454,189.17
所有者权益	619,412.58	602,675.79	434,491.52
负债与所有者权益比率	73.67%	76.46%	104.53%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

2017年末公司流动负债主要有短期借款、应付账款及一年内到期的非流动负债。短期借款主要为信用借款4.80亿元及抵押借款0.24亿元，全部为2017年新增，主要是置换2017年到期的短期融资券。应付账款主要是应付货款和应付工程款及租金，2017年增加较多主要系将三木智能纳入合并范围影响。2017年末公司一年内到期的非流动负债4.37亿元，全部为即将到期的长期借款。

截至2017年末，公司非流动负债为29.19亿元，主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。长期借款主要是高速公路建设期间借入的银行借款，借款期限与建设投资回收期较匹配，公司长期借款的年利率区间为4.41-5.29%。2017年末，公司应付债券规模为11.95亿元，为13楚天01和13楚天02，分别将于2019年和2020年到期。递延收益主要是预收加油站租金形成的递延收益1.74亿元及收到政府补助形成的递延收益2.11亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	74,400.00	16.30%	50,400.00	10.94%	-	-
应付账款	26,535.76	5.81%	38,787.86	8.42%	15,058.47	3.32%
一年内到期的非流动负债	23,703.95	5.19%	43,703.95	9.48%	11,935.00	2.63%
流动负债合计	166,955.86	36.59%	168,859.32	36.64%	108,091.32	23.80%
长期借款	130,830.00	28.67%	132,980.00	28.86%	198,674.95	43.74%
应付债券	119,585.91	26.20%	119,524.69	25.94%	119,289.39	26.26%
递延收益	38,043.83	8.34%	38,472.04	8.35%	28,133.50	6.19%
非流动负债合计	289,392.41	63.41%	291,946.57	63.36%	346,097.85	76.20%
负债合计	456,348.28	100.00%	460,805.89	100.00%	454,189.17	100.00%
其中：有息债务	348,519.86	76.37%	346,608.65	75.22%	379,875.56	83.64%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

2017年公司有关息负债有所下降，2017年末为34.85亿元。未来三年内，公司分别需偿还还有息债务金额5.48亿元、10.78亿元及8.47亿元，其中2019-2020年需偿还公司发行的两期债券，从偿付规模上看，公司存在一定的债务压力。

表14 截至 2018 年 3 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

年份	本金金额
2018 年	54,853.95
2019 年	107,830.00
2020 年	84,650.00
2021 年及以后	101,600.00

资料来源：公司提供

从偿债能力指标上看，受2017年发行股票收购三木智能及募集配套资金影响，公司资产负债率较2016年有所下降。公司流动比率和速动比率低，存在一定的短期偿债压力。2017年公司由于收购导致经营规模显著扩大，EBITDA同比增长25.65%，且2017年公司有关息负债规模下降，利息支出有所下降，EBITDA对于利息支出的保障程度有所提高。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	42.42%	43.33%	51.11%
流动比率	0.94	0.83	0.52
速动比率	0.83	0.76	0.52
EBITDA（万元）	-	124,004.95	98,688.24

EBITDA 利息保障倍数	-	6.44	4.85
有息债务/EBITDA	-	2.80	3.85

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

控股股东湖北交投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了13楚天01和13楚天02的信用水平

湖北交投为公司控股股东，其为公司13楚天01和13楚天02提供的保证担保范围包括债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。担保方承担保证责任的期间为债券发行首日至本期债券到期日后六个月止。

湖北交投是湖北省最主要的高速公路投资建设和运营主体，经过多年的发展，已经形成了以高速公路投建管运为主导，贸易、施工等为辅助的业务格局，多元化的经营与发展分散了经营风险。2017年湖北交投营业收入有较大幅度增长，增幅为27.55%，主要系大宗商品贸易、车辆通行费及销售油品业务收入持续增长，同时新增了智能制造业务。2017年湖北交投综合毛利率39.12%，较2016年下降4.04个百分点，主要系收入结构变化及部分业务毛利率下降、以及新增的智能制造业务毛利率较低。

表16 担保方营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
车辆通行费收入	1,079,255.17	69.39%	974,209.74	69.77%
销售油品	311,394.39	1.73%	208,852.34	1.37%
大宗商品贸易	232,663.71	2.77%	27,267.38	4.15%
施工收入	168,789.25	17.45%	219,966.60	7.42%
智能制造收入	129,257.03	13.60%	-	-
销售钢材	106,640.55	10.52%	65,668.41	13.00%
销售水泥	71,527.59	8.00%	91,439.54	13.51%
公路监理检测检测试养护交安	54,782.67	20.42%	53,286.34	14.25%
建材收入	10,126.81	8.99%	13,721.36	9.12%
客运收入	8,045.42	36.04%	8,015.13	42.80%
其他收入	32,910.98	70.07%	66,625.18	19.57%
合计	2,205,393.58	39.12%	1,729,052.01	43.16%

资料来源：湖北交投 2017 年审计报告，2016 年数据为 2017 年期初数，鹏元整理

表17 担保方主要财务指标

项目	2018年3月	2017年	2016年
总资产（万元）	36,597,875.77	35,045,246.89	31,727,461.87
归属于母公司所有者权益（万元）	10,545,726.35	10,513,859.53	9,785,223.95
有息债务（万元）	22,965,657.79	21,283,760.05	19,446,934.95
资产负债率	68.76%	67.52%	67.70%
流动比率	1.25	1.03	0.81
速动比率	1.13	0.89	0.71
营业收入（万元）	504,757.48	2,212,363.03	1,729,375.59
营业利润（万元）	66,199.99	285,040.32	178,199.85
利润总额（万元）	69,378.31	294,869.18	211,927.80
综合毛利率	45.43%	39.31%	43.17%
总资产回报率	-	2.71%	2.50%
EBITDA（万元）	-	1,020,543.34	869,859.87
EBITDA 利息保障倍数	-	0.82	0.76
经营活动现金流净额（万元）	57,112.29	383,949.85	629,987.10

资料来源：湖北交投 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

湖北交投负责省内高速公路投资建设和管理运营，截至2018年3月末，湖北交投管理运营的高速公路达4,439.63公里，较2016年末增长约2.40%，占湖北省高速公路里程总数约70%。随着建成高速公路里程数提升及车流量增长，2017年湖北交投通行费收入较上年增长10.78%，占营业收入的比重为48.94%。2017年湖北交投大宗商品贸易、油品销售、施工业务持续增长，同时新增智能制造业务，收入来源更加多元化。

截至2018年3月31日，湖北交投资产总额3,659.79亿元，所有者权益1,143.26亿元，资产负债率为68.76%。2017年度，实现营业收入221.24亿元，利润总额29.49亿元，经营活动现金流净额38.39亿元；2018年1-3月实现营业收入50.48亿元，利润总额6.94亿元，经营活动现金流净额5.71亿元。

经鹏元综合评定，湖北交投主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了13楚天01和13楚天02的信用水平。

七、评级结论

跟踪期内，收购三木智能后，公司收入和利润规模显著增长，随着公司高速公路业务及智能产业业务的稳步增长，未来公司收入规模有望进一步提升。公司原有高速公路经营业务稳定增长，主要收入来源较有保障。公司非公开发行股份收购三木智能，新增实收资本及资本公积2.77亿元及10.40亿元，截至2018年3月末公司实收资本为17.31元，资本实力增强。公司有较好的盈利能力，经营现金流表现良好。湖北交投的保证担保有效地提升了13楚天01和13楚天02的安全性。

同时我们关注到，高速公路行业存在一定政策风险，行业发展受国家宏观政策变动影响较大。新引入业务与公司原有业务差异较大，仍需进行业务、人员及财务等诸多方面的整合，2017年三木智能盈利略低于业绩承诺，并购形成的商誉存在减值风险。三木智能客户集中度高，对主要客户依赖性较强。同时公司海外业务收入占比较大，主要以美元结算，存在一定汇率风险。公司整体资产流动性一般，截至2017年末，公司无形资产占总资产的69.00%，主要为高速公路收费权，其中账面价值为55.29亿元的收费权已被质押。公司有息负债规模较大，2019-2020年每年需偿还公司发行的两期公司债本金6亿元，存在一定的债务压力。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	74,899.21	59,058.35	45,459.25	30,510.27
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,411.44	1,411.44	-	-
应收票据	5,352.41	2,310.91	120.20	141.05
应收账款	33,041.10	39,247.02	7,507.47	5,413.04
预付款项	7,381.21	3,542.08	1,672.92	603.24
其他应收款	9,943.80	8,017.31	1,177.49	925.43
存货	18,712.34	11,956.95	129.71	209.48
其他流动资产	6,328.50	14,449.99	70.00	1,298.66
流动资产合计	157,070.01	139,994.06	56,137.03	39,101.17
可供出售金融资产	16,500.00	14,500.00	17,000.00	17,000.00
长期股权投资	17,830.05	17,830.05	9,250.00	2,500.00
固定资产	61,064.92	62,506.48	51,846.73	62,216.84
在建工程	1,001.11	543.95	5,341.41	1,507.78
无形资产	727,840.74	733,852.92	742,137.86	758,691.64
商誉	88,500.61	88,500.61	-	-
长期待摊费用	2,302.41	2,336.33	2,391.10	2,484.45
递延所得税资产	3,650.99	3,417.27	4,576.55	6,838.65
非流动资产合计	918,690.84	923,487.62	832,543.65	851,239.37
资产总计	1,075,760.86	1,063,481.68	888,680.68	890,340.54
短期借款	74,400.00	50,400.00	-	20,000.00
应付票据	8,495.31	6,260.93	-	-
应付账款	26,535.76	38,787.86	15,058.47	32,266.64
预收款项	5,491.07	1,787.01	289.50	353.18
应付职工薪酬	4,856.82	5,984.90	2,862.80	2,085.77
应交税费	7,815.40	8,487.20	3,027.84	1,420.03
应付利息	5,661.51	4,104.12	4,565.92	4,153.81
其他应付款	9,996.04	9,343.34	20,375.58	18,385.49
一年内到期的非流动负债	23,703.95	43,703.95	11,935.00	5,810.00
其他流动负债	-	-	49,976.21	-
流动负债合计	166,955.86	168,859.32	108,091.32	84,474.92
长期借款	130,830.00	132,980.00	198,674.95	256,803.95
应付债券	119,585.91	119,524.69	119,289.39	119,066.37

递延收益	38,043.83	38,472.04	28,133.50	21,118.41
递延所得税负债	932.68	969.84	-	-
非流动负债合计	289,392.41	291,946.57	346,097.85	396,988.73
负债合计	456,348.28	460,805.89	454,189.17	481,463.66
股本	173,079.59	173,079.59	145,337.79	145,337.79
资本公积	136,261.85	136,261.85	35,862.56	35,862.56
其他综合收益	256.28	159.48	-	-
盈余公积	93,255.47	93,255.47	82,657.93	74,233.78
未分配利润	215,202.07	198,493.24	168,828.48	151,287.38
归属于母公司股东权益合计	618,055.27	601,249.64	432,686.77	406,721.51
少数股东权益	1,357.31	1,426.15	1,804.75	2,155.37
股东权益合计	619,412.58	602,675.79	434,491.52	408,876.88
负债和股东权益总计	1,075,760.86	1,063,481.68	888,680.68	890,340.54

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	65,707.61	268,843.52	127,260.19	123,065.05
营业成本	36,409.10	166,544.22	44,489.47	44,607.46
税金及附加	263.82	1,436.91	2,443.05	4,245.09
销售费用	319.21	1,077.73	212.10	215.20
管理费用	2,843.92	13,958.39	6,890.12	5,967.05
财务费用	4,596.33	19,603.40	19,956.94	24,093.75
资产减值损失	475.04	866.78	21.71	-130.09
加：公允价值变动净收益（损失以“-”号填列）	-	1,411.44	-	-
投资收益（损失以“-”号填列）	79.09	6,210.57	-	-245.39
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-	-43.01	166.00	-
其他收益（损失以“-”号填列）	534.37	2,005.00	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	21,413.66	74,940.10	53,412.81	43,821.19
加：营业外收入	10.91	115.83	291.66	651.58
减：营业外支出	25.11	138.99	100.30	9.70
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	21,399.46	74,916.94	53,604.18	44,463.08
减：所得税费用	4,759.48	17,725.28	14,909.14	1,841.73
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	16,639.98	57,191.66	38,695.04	42,621.34
少数股东损益	-68.85	-378.60	-350.62	-343.84
归属于母公司股东的净利润	16,708.83	57,570.26	39,045.66	42,965.18

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 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	73,205.89	252,041.33	130,768.87	122,110.33
收到的税费返还	1,239.98	13,175.41	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	686.28	3,046.21	965.45	1,076.70
经营活动现金流入小计	75,132.15	268,262.95	131,734.31	123,187.02
购买商品、接受劳务支付的现金	48,877.09	121,468.58	12,425.16	13,779.05
支付给职工以及为职工支付的现金	5,848.23	20,712.33	13,974.70	13,759.83
支付的各项税费	6,962.70	22,545.02	14,570.61	23,516.21
支付其他与经营活动有关的现金	2,848.11	20,151.59	3,612.76	3,203.77
经营活动现金流出小计	64,536.13	184,877.52	44,583.23	54,258.86
经营活动产生的现金流量净额	10,596.02	83,385.44	87,151.08	68,928.16
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	21,700.00	17,000.00	-	-
取得投资收益收到的现金	109.80	6,188.66	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	6,794.95	-	-
投资活动现金流入小计	21,809.80	29,983.62	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,584.58	18,726.61	17,311.37	32,154.41
投资支付的现金	14,000.00	30,787.50	6,750.00	2,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	23,382.77	-	-
投资活动现金流出小计	16,584.58	72,896.88	24,061.37	34,154.41
投资活动产生的现金流量净额	5,225.21	-42,913.26	-24,061.37	-34,154.41
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	38,482.54	-	-
取得借款收到的现金	41,400.00	68,000.00	31,980.00	45,000.00
发行债券收到的现金	-	-	49,945.10	59,442.80
收到其他与筹资活动有关的现金	-	11,443.08	7,539.56	5,000.00
筹资活动现金流入小计	41,400.00	117,925.61	89,464.66	109,442.80
偿还债务支付的现金	39,550.00	106,026.00	103,984.00	129,812.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,815.71	37,303.82	33,121.40	32,305.26
支付其他与筹资活动有关的现金	-	3,833.86	-	-

筹资活动现金流出小计	42,365.71	147,163.68	137,105.40	162,117.26
筹资活动产生的现金流量净额	-965.71	-29,238.07	-47,640.74	-52,674.46
四、汇率变动对现金的影响	-261.56	-289.38	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	14,593.96	10,944.73	15,448.98	-17,900.71

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	57,191.66	38,695.04	42,621.34
加：资产减值准备	866.78	21.71	-130.09
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,577.21	5,360.03	5,254.13
无形资产摊销	24,122.00	19,285.95	17,638.36
长期待摊费用摊销	125.78	93.35	120.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	43.01	-166.00	-0.59
财务费用	19,263.02	20,344.72	24,491.70
投资损失	-7,622.01	-	245.39
递延所得税资产减少	221.35	2,262.11	-6,100.26
存货的减少	204.54	79.77	-111.27
经营性应收项目的减少	-56,295.35	-7,088.12	-8,144.19
经营性应付项目的增加	38,909.42	8,262.54	-6,956.72
其他	778.02	-	-
经营活动产生的现金流量净额	83,385.44	87,151.08	68,928.16

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	42.42%	43.33%	51.11%	54.08%
流动比率	0.94	0.83	0.52	0.46
速动比率	0.83	0.76	0.52	0.46
综合毛利率	44.59%	38.05%	65.04%	63.75%
期间费用率	11.81%	12.88%	21.26%	24.60%
总资产回报率	-	9.65%	8.31%	7.70%
EBITDA(万元)	-	124,004.95	98,688.24	91,967.64
EBITDA 利息保障倍数	-	6.44	4.85	3.64
收现比	1.11	0.94	1.03	0.99

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度报表，鹏元整理

附录五 截至2018年3月末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
湖北楚天高速公路有限公司	100%	1,000.00	高速公路经营管理；道路工程、公路工程设计、施工；高速公路员工岗位培训；教育咨询（不含中小学文化类教育培训）；交通行业咨询服务；软件开发；信息系统集成；信息技术咨询及数据处理、存储服务；智能交通技术研发、服务；网上销售日用百货、文化办公用品、工艺礼品（象牙及其制品除外）、文体用品、电脑硬件及配件（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖北楚天高速公路经营开发有限公司	100%	300.00	公路区域服务设施开发、建设与经营管理；公路交通安全设施、给排水工程施工；道路车辆故障清理服务；交通障碍清理服务；车辆托运、牵引服务；餐饮管理服务；日用百货的批零兼营；初级农产品的销售；苗木种植、销售；园林绿化工程施工；房地产开发与经营、物业管理；建筑设备、机械设备的租赁服务；国内货物运输代理、仓储服务；卷烟、雪茄烟、预包装食品、散装食品、乳制品（不含婴幼儿乳制品）零售（限分支机构经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖北楚天高速文化传媒有限公司	100%	1,000.00	文化艺术交流活动的策划与咨询；对文化行业投资；广告设计、制作、代理、发布；图文设计制作；标识、标牌安装、租赁；会务及展览服务；企业形象策划；企业营销策划；商务信息咨询；电子产品、计算机软硬件及辅助设备、通讯设备（不含无线发射装置及卫星地面接收装置）、办公用品、文化用品、工艺品（象牙及其制品除外）批发、零售；摄影摄像服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。
湖北楚天高速咸宁有限公司	100%	10,000.00	对公路、桥梁和其他交通基础设施的投资；管辖范围内高速公路的经营、养护、道路设施的开发。（涉及行业许可证经营）
湖北楚天高速投资有限责任公司	100%	20,000.00	实业投资；投资高速公路、物流、旅游等路衍产业；投资基础设施建设工程；投资开发智能交通、节能环保、智能物联、生物制药等新兴领域的高新技术产业项目；投资文化产业；投资金融服务项目并进行投资管理；证券投资；从事其他投资及投资管理（上述经营范围中国家有专项规定的项目审批后或凭许可证在核定期限内经营）。（涉及许可经营项目，应取得相

			关部门许可后方可经营)
深圳市三木智能技术有限公司	100%	5,190.50	通信及相关终端产品软件、手机、电子元器件的研发与销售；国内贸易（法律、行政法规、国务院决定禁止和规定在登记前须经批准的项目除外）；房屋租赁；经营进出口业务（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）；国际货运代理业务（法律、行政法规、国务院决定规定需要交通部门审批的，需取得相关批准文件方可经营）。
湖北楚天高速智能产业研究院有限公司	100%	2,000.00	电子产品、通讯设备、医疗器械、自动化控制系统技术研发；软件开发；计算机技术开发、技术服务；信息技术咨询；数据处理和存储服务；信息系统集成服务（依法须经审批的项目，经相关部门审批后方可开展经营活动）。
湖北楚天鄂东高速公路有限公司	90%	30,782.00	组织实施项目高速公路的投资、设计、建设；项目高速路养护、项目高速公路沿线规定区域内的饮食、娱乐、住宿、加油、车辆维修、商店、旅游、广告、仓储、租赁等附属设施的项目开发。（涉及行业许可持证经营）

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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