

湖北国创高新材料股份有限公司

2012 年 2.7 亿元公司债券

2014 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。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。



湖北国创高新材料股份有限公司

2012年2.7亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：武麻高速收费权质押+保证担保

债券剩余规模：2.7亿元

债券到期日期：2017年7月10日

评级日期：2014年05月28日

上次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：武麻高速收费权质押+保证担保

债券剩余规模：2.7亿元

评级日期：2013年06月25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”）2012年2.7亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014年跟踪信用评级结果维持为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	168,741.87	155,889.98	130,457.86
所有者权益合计（万元）	75,341.09	73,635.99	71,418.53
资产负债率	55.35%	52.76%	45.26%
有息债务（万元）	55,260.81	56,123.89	24,951.35
流动比率	1.91	2.44	1.91
营业收入（万元）	117,172.75	126,114.63	91,728.47
利润总额（万元）	2,188.44	2,797.66	4,941.12
综合毛利率	11.73%	10.80%	14.63%
总资产回报率	4.04%	4.07%	5.33%
EBITDA（万元）	8,478.25	7,596.89	8,355.56
EBITDA 利息保障倍数	1.94	2.50	4.28
经营活动现金流净额（万元）	-3,078.40	10,639.49	-17,000.79

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付债券。

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，公司经营相对稳定，具有较强的竞争优势；
- 公司具有一定的渠道和技术优势，经营可持续性较好；
- 跟踪期内，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，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。

关注：

- 公司经营业绩受原油价格波动影响较大；
- 2013 年公司改性沥青业务规模显著下滑，产能利用率下降；
- 2013 年公司华中区销售占比大幅上升，对该区域销售依存度高；
- 2013 年公司销售费用、财务费用显著上升，降低了短期盈利能力；
- 公司销售回款期较长，应收账款回收风险有所增加；
- 公司有息债务占总债务比重较大，存在一定的债务压力。

分析师

姓名：董斌 王一峰

电话： 0755-82872104

邮箱： dongb@pyrating.cn

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 10 日发行 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。

截至 2013 年 12 月 31 日，本期债券募集资金已全部用于补充公司流动资金。

2013 年 7 月 10 日公司已经按期支付了本期债券第一期利息。

表 1 截至 2014 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

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实际控制人和合并报表范围均未发生变化，公司主营业务未发生重大变化。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额 168,741.87 万元，所有者权益 75,341.09 万元，资产负债率 55.35%。2013 年度，公司实现营业收入 117,172.75 万元，净利润 1,789.29 元，经营活动净现金流 -3,078.40 万元。

三、运营环境

我国沥青产品市场需求较大，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《2013 年公路水路交通运输行业发展统计公报》显示：2013 年末全国公路总里程达 435.62 万公里，比上年末增加 11.87 万公里。公路密度为 45.38 公里/百平方公里，提高 1.24 公里/百平方公里。公路养护里程 425.14 万公里，占公路总里程 97.6%，提高 0.4 个百分点。

高速公路的大规模建设促进了沥青使用量的增加，在道路沥青中所占的比例提高。根据安迅思息旺（ICIS C1）和海关总署的统计数据，2013 年中国沥青表观消费量达到 2,398 万吨，同比上涨 13%。其中国内产量 2,083 万吨、同比上涨 12%，进口量 332 万吨、同比大涨

22%。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。

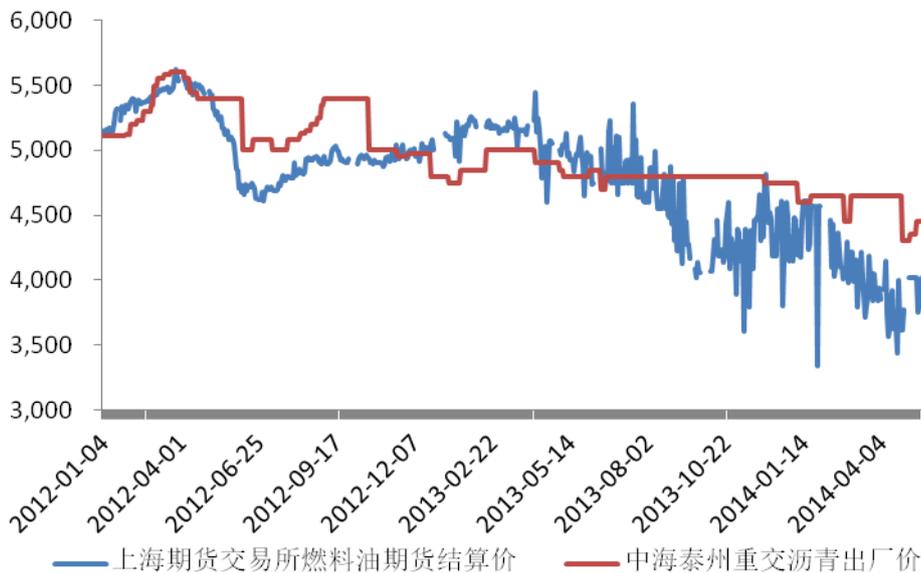
不过近年交通基础设施建设特别是公路建设投资增速呈现放缓趋势，新开工项目资金到位率偏低，部分地方重点项目延后建设或延长了建设期，造成沥青销售回款相对滞后，增加了沥青经营企业的应收账款的清收与管理难度。

沥青行业目前市场竞争较激烈，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 2011-2013 年的综合毛利率均不超过 16%。

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。2013 年国际石油市场供需宽松局势持续，但是各季度石油价格差异明显。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。

图 1 2012-2014 年 4 月国内燃料油和沥青价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 数据库

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，2013年实现营业

收入117,172.75万元，同比下降7.09%，其中改性沥青和重交沥青仍然是公司最主要的收入和利润来源。

表 2 2012-2013 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
改性沥青	61,346.50	13.08%	97,774.04	11.07%
重交沥青	46,744.61	8.74%	23,744.79	8.35%
乳化沥青	221.77	2.11%	158.60	7.39%
改性沥青加工	95.54	-0.28%	1,400.55	19.88%
道路工程施工及养护	8,085.85	18.21%	2,225.00	10.03%
合 计	116,494.28	11.66%	125,302.97	10.63%

资料来源：公司审计报告

2013 年公司改性沥青销量下滑、重交沥青销售上升，毛利率小幅回升，受营业收入下滑、期间费用率上升等因素影响，盈利水平继续下滑

2013 年公司改性沥青生产产能维持在 5,000 吨/天，乳化沥青生产产能维持在 600 吨/天，较大产能规模为公司业务发展奠定了较好的基础。

销售方面，2013 年受中标项目对沥青需求类别的差异等因素影响，公司销售的沥青产品结构变化较大。2013 年公司改性沥青销量显著下滑、重交沥青销售上升，当年销售改性沥青 11.08 万吨、同比下降 41.66%；销售重交沥青 10.14 万吨、同比增长 88.36%。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，公司整体产能利用率较低。

表 3 2012-2013 年公司主要产品的产能、产量和销量情况（单位：吨）

产品	2013 年			2012 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	110,762	110,762	5,000	189,867	189,867
乳化沥青	600	617	617	600	442	442
重交沥青	-	-	101,378	-	-	53,820

注：1、改性沥青产能是移动设备和固定设备一起的产能，产量包括改性沥青成品和改性沥青加工的数量；
 2、假设设备每天生产的总时间为 20 小时；
 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。受项目中标价格差异等因素影响，2013 年公司改性沥青销售均价同比

上升 6.97%，而主要原材料基质沥青采购均价仅上升 0.66%。受此影响，2013 年公司改性沥青毛利率较 2012 年上升 2.01 个百分点。

表 4 2012-2013 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	2013 年	2012 年	同比增幅
改性沥青销售均价	5,587.62	5,223.37	6.97%
基质沥青采购均价	4,267.93	4,240.00	0.66%

资料来源：公司提供

不过由于公司整体业务规模下滑，加上期间费用率上升（销售费用和财务费用增加较多），多重因素影响下 2013 年公司实现净利润 1,789.29 万元、同比下降 19.31%。

综上，2013 年公司产能保持稳定，销售的沥青产品结构变化较大、整体销量有所下滑，收入小幅下降；但由于产品销售价格的增长幅度大于原材料成本的上涨幅度，公司毛利率水平小幅提升。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，公司华中区销售占比大幅上升，对该区域销售依存度高

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。2012 年由于下属子公司陕西国创沥青材料有限公司销售业绩的提升，以及西南物流与生产基地的投产，公司西北区和西南区销售占比较大。2013 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陕西中交榆佳高速公路有限公司、重庆交通建设集团有限责任公司、中铁十局第二工程有限公司等。

表 5 2013 年公司改性沥青主要收入来源明细（单位：吨；万元）

客户名称	工程名称	合同量	合同金额	2013 年供货量	2013 年销售收入
陕西中交榆佳高速公路有限公司	榆佳高速	13,401	9,662	13,269	8,176
重庆交通建设集团有限责任公司	怀通高速	8,200	5,248	7,828	4,568
中铁十局第二工程有限公司	凤大高速	6,700	4,335	7,198	4,189
湖南省湘筑工程有限公司	怀通高速	8,100	5,241	6,990	4,066
广西壮族自治区公路桥梁工程总公司	靖那高速	26,007	19,011	4,679	2,799
合计		62,408	43,497	39,964	23,798

资料来源：公司提供

表 6 2013 年重交沥青主要收入来源明细（单位：吨；万元）

客户名称	工程名称	合同量	合同金额	2013 年 供货量	2013 年 销售收入
重庆交通建设集团有限责任公司	怀通高速	3,600	2,008	3,769	1,912
中铁十局第二工程有限公司	凤大高速	3,300	1,716	4,312	2,019
湖南省湘筑工程有限公司	怀通高速	4,200	2,344	3,735	1,900
广西壮族自治区公路桥梁工程总公司	靖那高速	17,121	10,615	6,311	3,178
广西路桥建设有限公司	靖那高速	17,121	10,615	2,732	1,381
合计		45,342	27,298	20,859	10,390

资料来源：公司提供

2013 年公司西北区和西南区销售显著下滑，其中广西子公司部分合同业主要求延期供货，四川子公司当年中标项目较少。2013 年公司华中地区销售占比大幅上升，对该区域销售依存度高，这可能带来因销售区域较集中而引起的经营风险。同时，西北区、西南区业务规模的下滑使得广西、四川、陕西等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 7 2012-2013 年公司主营业务分区域收入构成情况（单位：万元）

地区名称	2013 年		2012 年	
	收入	占比	收入	占比
华中区	95,629.79	82.09%	60,785.64	48.51%
西北区	9,306.80	7.99%	13,805.07	11.02%
西南区	11,557.69	9.92%	50,712.27	40.47%
合计	116,494.28	100.00%	125,302.97	100.00%

资料来源：公司提供

表 8 2013 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	170,430	170,430	87,543
广西	1,400	11,640	11,640	5,675
四川	1,800	12,515	12,515	5,883
陕西	1,000	18,172	18,172	9,307
合计	5,600	212,757	212,757	108,408

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 9 截至 2014 年 4 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
广西红都高速公路有限公司	靖那高速	19,363	19,011	2013-2014	3,528
湖北省宜昌到巴东高速公路指挥	宜巴高速	8,714	21,808	2013-2014	2,336
湖北省谷竹高速公路建设指挥部	谷竹高速	30,000	18,381	2013-2014	0
广西凤城高速公路有限公司	灌凤高速	11,530	8,340	2014	0
陕西省交通建设集团公司	咸旬高速	19,891	12,637	2014	0
湖南金沙路桥建设有限公司	桂梧高速	18,562	10,575	2014	2,101
广西省佛山公路工程有限公司	桂梧高速	7,862	4,479	2014	0
河北建设集团有限公司	桂梧高速	16,238	9,251	2014	1,130
合计		132,160	104,482		9,095

资料来源：公司提供

表 10 2014 年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
2014.3.24	湖北交投商贸物流有限公司	石首至松滋段高速公路	2.34
2014.3.24	湖北交投商贸物流有限公司	恩来、恩黔高速公路	3.51
2014.5.5	陕西省交通建设集团公司	延安至延川高速公路	1.14
2014.5.22	湖北交投商贸物流有限公司	麻竹高速、鄯十高速、十房高速	2.95
合计			9.94

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续加强产品技术研发，推进产品转型升级

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。2013 年公司继续通过自主创新，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。2013 年公司投入研发费用 2,750 万元（同比减少 25.82%），占当年营业收入的 2.35%，进行了“各种基质沥青和 SBS 进行配伍性试验”、“SBS/胶粉复合改性沥青配方与工艺研究”、“含砂雾封层预养护技术研究与应用”、“细级配超薄罩面层沥青混合料设计与施工成套技术研究”、“长寿命重载路面用橡胶沥青及水泥乳化沥青砂浆技术产业化”和“城市干道快速大中修成套技术研究”等多个课题的研究，产品逐渐地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。

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 2012-2013 年审计报告。2013 年公司合并报表纳入合并范围的子公司无变化。

资产结构与质量

2013 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

2013 年公司资产规模进一步增长，截至 2013 年末，公司总资产规模达到 16.87 亿元，较 2012 年末增长 8.24%。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。2013 年末货币资金 3.30 亿元，其中使用权受到限制的金额为 0.53 亿元（为银行保函保证金和信用证保证金、汇票承兑保证金）。

近年应收账款金额波动较小，2013 年末账龄在 1 年以内的占 85.74%、1-2 年的占 8.87%，前五大债务人欠款合计占应收账款总额的 29.74%，其中应收关联方湖北国创道路工程有限公司 3,850 万元（2013 年公司与湖北国创道路工程有限公司的合同金额约为 5,000 万，当年确认收入 4,801 万元）。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，截至 2013 年应收账款账期超过合同约定收款期的比例为 1.74%。如果公司在经营发展过程中，不能对应收账款实施高效管理，将给公司经营业绩带来负面影响。

2013 年末预付账款同比大幅减少，2012 年末预付账款中包括了预付土地保证金 2 亿元（用于建设公司新办公楼），2013 年末该笔支出转入其他非流动资产。

2013 年末存货小幅下降，其中原材料占 84.18%、产成品占 14.93%。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波动，可能增加存货的跌价风险。

非流动资产方面，2013 年末其他非流动资产为合作建房支出。公司于 2013 年与湖北国创房地产开发有限公司、武汉国苑置业有限公司共同投资设立湖北国创光谷房地产开发有限公司，开发武汉市东湖新技术开发区 P(2012)255 号地块。公司以自有资金投资人民币 20,000 万元，占湖北国创光谷房地产开发有限公司股东资本金投入总额的 30%。公司不参与湖北国创光谷房地产开发有限公司的收益及利润的分配，也不承担其风险和亏损，确保分配到的房产不少于 35,000 平方米，其中用于建设企业总部、公司工程技术研发中心和重点实

验室的房产不少于 20,000 平方米，用于建设科技人员宿舍及相关配套设施的房产不少于 10,000 平方米。

总体而言，跟踪期内，公司资产规模逐步增长，资产整体流动性一般。

表11 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	128,012.15	75.86%	135,999.97	87.24%
其中：货币资金	32,996.92	19.55%	25,558.45	16.40%
应收账款	44,742.94	26.52%	42,091.76	27.00%
预付款项	10,118.98	6.00%	29,297.33	18.79%
存货	28,070.22	16.64%	31,365.46	20.12%
非流动资产合计	40,729.71	24.14%	19,890.02	12.76%
其中：固定资产	12,965.92	7.68%	13,969.41	8.96%
其他非流动资产	20,000.00	11.85%	0.00	0.00%
资产总计	168,741.87	100.00%	155,889.98	100.00%

资料来源：公司审计报告

资产运营效率

2013 年公司整体运营效率较稳定，但是应收票据和应收账款、存货的周转效率仍较慢

2013 年公司应收票据和应收账款周转天数、存货周转天数较 2012 年均有所上升。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。同时，2013 年公司对部分供应商的付款期有所延长，为自身赢得了更长的付款周期，应付票据和应付账款的周转天数上升。受以上两方面因素的影响，2013 年公司整体运营效率较稳定，净营业周期变化小。但我们也看到，目前公司应收票据和应收账款、存货的周转效率仍较慢，有进一步提升的空间。

表 12 2012-2013 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2013 年	2012 年
应收票据和应收账款周转天数	150.35	135.28
存货周转天数	103.44	87.59
应付票据和应付账款周转天数	135.43	105.84
净营业周期	118.36	117.03

资料来源：公司审计报告

盈利能力

2013 年公司收入、盈利均小幅下滑，整体盈利水平尚可

2013 年公司营业收入小幅下滑，当年改性沥青销量显著下滑、重交沥青销售上升。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，目前正在目前履行的合同较多，未来短期内业务规模有一定的保障。

2013 年公司改性沥青销售均价同比上升 6.97%，而主要原材料基质沥青采购均价仅上升 0.66%。受此影响，当年综合毛利率有所上升。2013 年期间费用率进一步上升，其中销售费用和财务费用增加较多，销售费用的增加主要因结算方式变化导致运费增加，财务费用主要系是借款增加及债券利息支出增加所致。

近年资产减值损失波动较大，全部由坏账损失形成。2013 年营业外收入增加较多，其中违约赔偿收入 280 万元、政府补助 121 万元。

由于公司整体业务规模下滑，加上期间费用率上升，2013 年公司实现净利润 1,789.29 万元、同比下降 19.31%。

表 13 2012-2013 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	117,172.75	126,114.63
资产减值损失	-584.82	-212.33
营业利润	1,839.20	2,584.71
营业外收入	430.42	237.19
利润总额	2,188.44	2,797.66
净利润	1,789.29	2,217.46
综合毛利率	11.73%	10.80%
期间费用率	10.22%	8.62%
总资产回报率	4.04%	4.07%

资料来源：公司审计报告

现金流

2013 年经营现金呈净流出状态，对筹资活动依赖性较高

2013 年公司采用票据支付的大幅减少，经营活动产生的现金流量净额较 2012 年大幅下滑；投资活动产生的现金流量净额-2,176.67 万元，主要系西南物流与生产基地、技术研究中心等投资支出。截至 2013 年末，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 2013 年筹资活动净现金流继续表现为净流入，表明公司跟踪期内对筹资活动的依赖性持续存在。

表 14 2012-2013 年公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	1,789.29	2,217.46
非付现费用	1,342.76	1,552.21
非经营损益	1,427.44	3,017.08
FFO	4,559.49	6,786.75
营运资本变化	-7,210.27	7,971.28
其中：存货减少（减：增加）	3,295.24	-7,990.32
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,101.31	4,195.84
经营性应付项目增加（减：减少）	-404.20	11,765.76
其他	-427.63	-4,118.53
经营活动现金流量净额	-3,078.40	10,639.49
投资活动的现金流量净额	-2,176.67	-23,723.71
筹资活动产生的现金流量净额	17,329.27	2,389.82
现金及现金等价物净增加额	12,074.20	-10,694.40

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债规模继续增长，以有息债务为主，存在一定的支付压力

2013 年公司负债水平继续增长，其中短期借款增加较多。2013 年末公司有息债务为 5.53 亿元，占负债总额比重较大，刚性债务压力较大。

表 15 2012-2013 年公司主要负债构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	66,872.83	71.60%	55,846.20	67.89%
其中：短期借款	23,395.88	25.05%	9,000.00	10.94%
应付票据	5,336.99	5.71%	20,716.09	25.19%
应付账款	31,131.65	33.33%	20,635.47	25.09%
非流动负债合计	26,527.94	28.40%	26,407.80	32.11%
其中：应付债券	26,527.94	28.40%	26,407.80	32.11%
负债总额	93,400.77	100.00%	82,254.00	100.00%
有息债务	55,260.81	59.17%	56,123.89	68.00%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付债券。

资料来源：公司审计报告

偿债能力指标方面，随着公司负债水平的逐步攀升，公司资产负债率不断上升，2013 年末达到 55.35%，公司长期偿债能力下降。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，我们认为公司短期偿债能力尚可。受利润水平下降，有息负债规模增加所带来的利息支出大幅增长的影响，2013 年公司 EBITDA 利息保障倍数继续下滑，偿付借款利息的能力下降。

表 16 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	55.35%	52.76%
流动比率	1.91	2.44
速动比率	1.49	1.87
EBITDA（万元）	8,478.25	7,596.89
EBITDA 利息保障倍数	1.94	2.50

资料来源：公司审计报告

六、债券偿还保障分析

跟踪期内，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

控股股东国创高科实业集团有限公司（以下简称“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。

2013 年，沥青业务收入下滑，但是道路施工业务板块和酒店业务板块经营规模扩大，同时高速公路收费开始确认收入，国创高科集团收入水平保持增长，但期间费用率上升等因素导致盈利下滑。

截至 2013 年底，国创高科集团资产总额 39.96 亿元，归属于母公司所有者权益 11.48 亿元，资产负债率 60.93%。2013 年度，国创高科集团实现营业收入 16.60 亿元，利润总额 0.27 亿元，经营活动现金流净额-0.18 亿元。

表 17 国创高科集团 2011-2013 年主要财务指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	399,585.03	375,998.00	330,630.70
归属于母公司所有者权益（万元）	114,847.68	95,941.30	82,895.97
资产负债率	60.93%	63.75%	63.04%

有息债务（万元）	184,065.78	188,423.89	145,531.35
流动比率	1.54	1.64	1.63
营业收入（万元）	166,026.58	156,628.22	119,409.93
营业利润（万元）	2,436.18	3,384.96	5,472.15
利润总额（万元）	2,746.36	3,634.36	5,616.42
综合毛利率	17.89%	12.57%	15.55%
总资产回报率	3.94%	2.19%	2.41%
EBITDA（万元）	17,613.14	10,042.29	9,989.27
EBITDA 利息保障倍数	1.41	0.95	1.17
经营活动现金流净额（万元）	-1,827.65	10,988.74	-18,071.94

资料来源：国创高科集团审计报告

（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。截至目前，该收费权未新增银行借款抵押或质押担保。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，2013 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 10,016.92 万元，同比增长 31.53%。2014 年 1-3 月，武麻高速合计获得通行费收入 2,895.99 万元，同比增长 23.99%。

表18 2008年至2014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 1-3 月	2,895.99	32.18

资料来源：国创高科集团提供

截至 2013 年末，湖北武麻高速建设贷款余额合计 9.44 亿元，其本金偿还情况如下表所示。

表 19 湖北武麻高速建设贷款的本金偿还安排（单位：万元）

年份	本金偿还金额（万元）
2014	1,620
2015	2,360
2016	3,130
2017	4,740
2018	6,410
2019 年及以后	76,180

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。2013 年公司改性沥青销量下滑、重交沥青销售上升，收入规模整体下降幅度不大；当年毛利率小幅回升，受营业收入下滑、期间费用率上升等因素影响，盈利水平有所下滑。跟踪期内，国创高科集团经营相对稳定，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。

但我们也注意到，公司经营受原油价格波动影响较大；公司生产经营具有明显的季节性，产能利用率较低；2013 年公司沥青业务华中区销售占比大幅上升，对该区域销售依存度高；公司沥青销售收款期有所延长，应收账款回收风险增加。另外，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额为负值，债务规模继续增长，债务压力加大；公司资产负债率有所上升，长期偿债能力下降。

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	2013年	2012年	2011年
流动资产：			
货币资金	32,996.92	25,558.45	26,337.26
应收票据	6,347.90	4,688.88	4,370.00
应收账款	44,742.94	42,091.76	43,628.35
预付款项	10,118.98	29,297.33	9,600.41
其他应收款	5,735.19	2,998.08	5,460.81
存货	28,070.22	31,365.46	23,375.13
流动资产合计	128,012.15	135,999.97	112,771.96
非流动资产：			
固定资产	12,965.92	13,969.41	7,195.19
在建工程	3,881.45	2,619.91	8,133.10
无形资产	2,460.14	2,509.44	1,584.94
递延所得税资产	1,422.20	791.25	772.68
其他非流动资产	20,000.00	0.00	0.00
非流动资产合计	40,729.71	19,890.02	17,685.90
资产总计	168,741.87	155,889.98	130,457.86
流动负债：			
短期借款	23,395.88	9,000.00	21,951.35
应付票据	5,336.99	20,716.09	0.00
应付账款	31,131.65	20,635.47	24,795.43
预收款项	1,672.46	3,036.59	4,984.45
应付职工薪酬	124.85	89.45	107.31
应交税费	2,702.89	218.34	3,164.44
应付利息	813.75	813.75	0.00
应付股利（应付利润）	56.12	0.00	48.63
其他应付款	1,638.23	1,336.51	987.72
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	3,000.00
流动负债合计	66,872.83	55,846.20	59,039.34
非流动负债：			
长期借款			
应付债券	26,527.94	26,407.80	0.00
非流动负债合计	26,527.94	26,407.80	0.00
负债合计	93,400.77	82,254.00	59,039.34
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	21,400.00	21,400.00	21,400.00
资本公积	36,822.14	36,822.14	36,822.14

盈余公积	1,567.55	1,358.29	1,259.40
未分配利润	14,886.64	13,373.59	11,368.70
归属于母公司所有者权益合计	74,676.33	72,954.03	70,850.23
少数股东权益	664.76	681.96	568.29
所有者权益合计	75,341.09	73,635.99	71,418.53
负债和所有者权益总计	168,741.87	155,889.98	130,457.86

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	117,172.75	126,114.63	91,728.47
减：营业成本	103,429.88	112,491.37	78,305.06
营业税金及附加	550.65	378.47	323.72
销售费用	1,638.05	1,069.79	856.68
管理费用	6,133.69	6,678.75	4,254.56
财务费用	4,205.82	3,123.86	1,452.10
资产减值损失	-584.82	-212.33	1,744.63
加：投资收益（损失以“-”号填列）	39.72	0.00	0.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	1,839.20	2,584.71	4,791.72
加：营业外收入	430.42	237.19	205.42
减：营业外支出	81.18	24.25	56.01
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	2,188.44	2,797.66	4,941.12
减：所得税费用	399.15	580.2	1,082.26
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	1,789.29	2,217.46	3,858.86
减：少数股东损益	66.98	113.66	46.32
五、归属于母公司所有者的净利润	1,722.31	2,103.79	3,812.54

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011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	113,173.57	125,196.47	83,328.03
收到其他与经营活动有关的现金	3,431.00	4,696.62	2,518.00
经营活动现金流入小计	116,604.57	129,893.09	85,846.03
购买商品、接受劳务支付的现金	103,775.42	101,044.44	91,871.69
支付给职工以及为职工支付的现金	2,278.19	2,117.70	1,716.23
支付的各项税费	2,329.76	4,620.43	2,417.61
支付其他与经营活动有关的现金	11,299.61	11,471.04	6,841.28
经营活动现金流出小计	119,682.98	119,253.60	102,846.82
经营活动产生的现金流量净额	-3,078.40	10,639.49	-17,000.79
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	22,965.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	39.72	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的 现金净额	9.10	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	23,013.82	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的 现金	2,225.49	23,723.71	7,153.24
投资支付的现金	22,965.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	25,190.49	23,723.71	7,153.24
投资活动产生的现金流量净额	-2,176.67	-23,723.71	-7,153.24
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	52,395.88	42,110.00	31,951.35
发行债券收到的现金	0.00	26,568.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	5,263.36	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	57,659.24	68,678.00	31,951.35
偿还债务支付的现金	38,000.00	58,061.35	19,922.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,129.97	2,203.77	4,351.50
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	28.06	0.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	200.00	6,023.06	0.00
筹资活动现金流出小计	40,329.97	66,288.18	24,273.50
筹资活动产生的现金流量净额	17,329.27	2,389.82	7,677.85
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	12,074.20	-10,694.40	-16,476.18

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	1,789.29	2,217.46	3,858.86
加：资产减值准备	-584.82	-212.33	1,744.63
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,872.57	1,689.05	1,427.45
无形资产摊销	55.01	75.49	35.49
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)	-3.80	0.96	0.45
财务费用(收益以“-”号填列)	2,101.91	3,034.69	1,640.54
投资损失(收益以“-”号填列)	-39.72	0.00	0.00
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-630.95	-18.57	-239.34
存货的减少(增加以“-”号填列)	3,295.24	-7,990.32	5,473.82
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-10,101.31	4,195.84	-13,544.52
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-404.20	11,765.76	-17,398.19
其他	-427.63	-4,118.53	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-3,078.40	10,639.49	-17,000.79
现金的期末余额	27,717.07	15,642.87	26,337.26
减：现金的期初余额	15,642.87	26,337.26	42,813.44
现金及现金等价物净增加额	12,074.20	-10,694.40	-16,476.18

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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

二、债务人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。