

# 信用等级公告

联合〔2019〕1439号

联合资信评估有限公司通过对“16株汽博园项目 NPB01”和“18株汽博园项目 NPB01”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“16株汽博园项目 NPB01”和“18株汽博园项目 NPB01”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年六月十八日



# 株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券

## 跟踪评级报告

### 债项信用

债券简称	债券余额	到期兑付日	第一差额补偿人级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 株汽博园项目 NPB01	3.0 亿元	2023/11/3	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18 株汽博园项目 NPB01	0.8 亿元	2025/8/14	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 18 日

### 第一差额补偿人财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	45.16	49.20	46.57
资产总额(亿元)	358.38	412.77	460.14
所有者权益(亿元)	157.42	170.01	180.71
短期债务(亿元)	27.09	21.38	13.67
长期债务(亿元)	135.21	176.26	215.76
全部债务(亿元)	162.30	197.64	229.43
营业收入(亿元)	18.17	19.76	23.32
利润总额(亿元)	3.15	2.92	2.83
EBITDA(亿元)	3.52	3.36	3.64
经营性净现金流(亿元)	-3.67	2.48	-4.76
应收类款项/资产总额(%)	3.31	2.90	2.80
营业利润率(%)	17.52	19.57	14.73
净资产收益率(%)	1.92	1.64	1.49
资产负债率(%)	56.08	58.81	60.73
全部债务资本化比率(%)	50.76	53.76	55.94
流动比率(%)	600.85	701.52	721.94
经营现金流动负债比(%)	-6.53	4.66	-8.70
全部债务/EBITDA(倍)	46.07	58.87	62.97

分析师：张宁 张 铖 王中天

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“2016 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券”和“2018 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券”（以下简称“两期债券”）的评级反映了跟踪期内，募集资金按时投入，株洲汽车博览园汽车贸易板块项目（以下简称“募投项目”）持续推进，差额补偿人株洲高科集团有限公司（以下简称“高科集团”）在政府补贴、债务置换和土地出让金返还方面持续获得强有力的外部支持，营业收入持续增长，为募投项目经营发展提供了良好保障。联合资信也关注到，募投项目未如期完工，仍处于建设期，自身产生收益规模小，利息偿还对外部支持依赖程度高等因素对债券信用水平带来不利影响。

两期债券均设置了差额补偿机制，差额补偿人高科集团需按差额补偿协议正常履行差额补偿义务，高科集团对两期债券偿债保障能力很强。同时，两期债券均设置了分期偿还本金的条款，缓解了集中兑付压力，有效提升了两期债券到期偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持“16 株汽博园项目 NPB01”和“18 株汽博园项目 NPB01”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 跟踪期内，株洲市及高新区经济持续发展，为募投项目建设运营提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，高科集团在政府补贴、债务置换和土地出让金返还方面持续获得强有力

的外部支持，营业收入持续增长，为募投资项目经营发展提供了良好保障。

3. 两期债券募集资金封闭管理，跟踪期内，项目收益流入流出均有严格监管，募集资金按时投入。
4. 差额补偿人高科集团是项目实施主体的实际控制人，差额补偿义务执行力度强且对两期债券偿债保障能力很强。同时，两期债券均设置了分期偿还本金的条款，缓解了集中兑付压力，有效提升了债券到期偿还的安全性。

### 关注

1. 跟踪期内募投项目未如期完工，资金募集情况和项目建设进度均落后于进度计划。
2. 募投项目仍处于建设期，自身产生的收入低于预期收入测算值，利息偿还对差额补偿人依赖程度高。
3. 跟踪期内，高科集团土地开发业务规模大，对资金形成较大占用，资产流动性较弱，其变现及盈利易受土地市场及宏观调控影响，资金回流与投入在时间和金额上匹配度不高。
4. 跟踪期内，高科集团有息债务规模快速增长，土地开发及在建房屋销售项目未来投资规模较大，有息债务可能进一步增长。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由株洲高科汽博园开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券 跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于“16株汽博园项目 NPB01”和“18株汽博园项目 NPB01”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券概况与募集资金使用情况

### 1. 债券概况

株洲高科汽博园开发有限公司（以下简称“项目实施主体”或“公司”）负责株洲汽车博览园汽车贸易板块项目（以下简称“募投项目”）的投资、建设及运营服务。

募投项目总投资 16.43 亿元，其中 6.43 亿元由公司自筹解决，占总投资的 39.14%；10.00 亿元计划通过发行债券筹集，占总投资的 60.86%。2016 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券（16 株汽博园项目 NPB01）已于 2016 年 11 月 2 日发行，募集资金 3.00 亿元；2018 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券（18 株汽博园项目 NPB01）已于 2018 年 8 月 13 日发行，募集资金 0.80 亿元，两期债券期限均为 7 年且募集资金全部用于募投项目的投资建设。

两期债券还本付息方式均为每年付息一次，分次还本。本金分期偿还条款均系从第 4 个计息年度开始偿还本金，第 4~7 个计息年度末按债券发行总额 25% 的比例偿还本金。跟踪期内，“16 株汽博园项目 NPB01”公司已按时支付利息；“18 株汽博园项目 NPB01”尚未到付息日。

公司实际控制人株洲高科集团有限公司（以下简称“高科集团”）是上述两期债券

的差额补偿人，对两期债券的差额补偿承担连带责任，包括：支付上述两期债券存续期第一个、第二个和第三个计息年度的债券利息；当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付债券当期本息时，或无论何种原因导致提前兑付的情况发生且偿债资金专户内的账户余额不足以支付本金、利息以及提前兑付补偿金时，由差额补偿人按协议约定补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金（如有）总额之间的差额部分。

表1 项目收益债概要

项目收益债名称	2016 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券	2018 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券
债券规模	3.0 亿元	0.8 亿元
债券期限	7 年	7 年
还本付息方式	每年付息一次，第 4~7 个计息年度末按本期债券发行总额的 25% 的比例偿还本金。	每年付息一次，第 4~7 个计息年度末按本期债券发行总额的 25% 的比例偿还本金。
项目实施主体	株洲高科汽博园开发有限公司	株洲高科汽博园开发有限公司
增信措施	实际控制人株洲高科集团有限公司为本期债券提供差额补偿。	实际控制人株洲高科集团有限公司为本期债券提供差额补偿。

资料来源：联合资信整理

根据公司出具的《株洲高科汽博园开发有限公司关于 2019 年度企业债券本息兑付风险的自查报告》（以下简称“《风险自查报告》”），上述两期债券募集资金均实行封闭管理，项目收益流入流出有严格监管。截至 2019 年 5 月底，上述两期债券尚无信息披露事项，公司已在上述两期债券资金监管银行长沙银行科技支行开立了收入归集专户和偿债专户。

### 2. 募投项目概况

两期债券的募投项目均为株洲汽车博览

园汽车贸易板块项目，系株洲市汽车博览园（以下简称“汽博园”）总体功能布局“四大板块”之一，募投项目位于株洲市国家高新区（新马工业园和栗雨工业园之间，北临中华路，南至吉利路，西临一汽大道，东至北汽大道），预计总投资16.43亿元。截至2018年底，募投项目已投资12.01亿元，其中使用“16株汽博园项目NPB01”募集资金3.00亿元，使用“18株汽博园项目NPB01”募集资金0.80亿元。

募投项目主要建设内容包括汽车文化广场（汽车博物馆）、汽车交易会会展中心、汽车城市展厅（A厅、B厅）、汽车后市场、园区综合服务中心等主体工程及其给排水、供配电、消防、暖通等附属工程。根据公司提供资料，截至2018年底项目总体建设进度约70%，具体情况见下表。

表2 截至2018年底募投项目建设进度

项目名称	建设进度
------	------

汽车文化广场（汽车博物馆）	地面正铺地砖
汽车交易会会展中心	正在拆外墙架子，准备进入竣工验收。
汽车城市展A厅	已完工，现在进入竣工验收阶段
汽车城市展B厅	正办理竣工验收
园区综合服务中心	铺装完成3000平米，管网已全部完工。
汽车后市场	二手车市场正办理竣工验收，其他地块暂未建设

资料来源：公司提供

根据募投项目《可行性研究报告》，募投项目工程建设期3年，计划于2018年5月竣工验收，目前实际资金募集情况和项目建设进度均落后于进度计划。两期债券还本付息的首要资金来源是募投项目的运营收入，其中包括建成后房屋的出租收入、销售收入和物业管理收入。根据募投项目《可行性研究报告》的测算，“16株汽博园项目NPB01”和“18株汽博园项目NPB01”存续期间（第1~10年）项目累计总收入和经营现金流入量均为26.71亿元，为两期债券还本付息总额的5.15倍，对两期债券覆盖能力较好。

表3 两期债券偿还测算表（单位：亿元）

利率	项目	合计	建设期			运营期						
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
--	现金流入	26.71	--	0.12	0.92	4.93	5.37	5.39	5.33	1.49	1.55	1.62
--	总收入	26.71	--	0.12	0.92	4.93	5.37	5.39	5.33	1.49	1.55	1.62
4.47%	“16株汽博园项目NPB01”当期还本付息额	3.94	0.13	0.13	0.13	0.88	0.88	0.88	0.88	--	--	--
8.00%	“18株汽博园项目NPB01”当期还本付息额	1.25	--	--	--	0.06	0.06	0.06	0.26	0.26	0.26	0.26
--	当期还本付息额合计	5.19	0.13	0.13	0.13	0.95	0.95	0.95	1.15	0.26	0.26	0.26
--	现金流入保障倍数	5.15	--	0.86	6.83	5.20	5.66	5.68	4.64	5.64	5.89	6.14
--	总收入保障倍数	5.15	--	0.86	6.83	5.20	5.66	5.68	4.64	5.64	5.89	6.14

注：“16株汽博园项目NPB01”票面利率为4.47%；“18株汽博园项目NPB01”票面利率为8.00%

资料来源：《株洲汽车博览园汽车贸易板块项目可行性研究报告》，联合资信整理

跟踪期内，两期债券募投项目基本按照计划进行，募集资金如期投入。募投项目整体尚处于建设期，由于竣工验收项目（反映在“投资性房地产”）较少，2018年营业收入215.52万元（主要为租金收入）低于预期收入测算值，2019年两期债券利息将由差额补偿人高科集团进行补足。联合资信将持续关

注募投项目后续建设情况及投产后的运营收益对后续利息覆盖情况。

### 三、行业及区域环境分析

#### 1. 汽车行业概况

根据公安部统计数据，截至2018年底，

中国的汽车保有量达2.40亿辆，相较去年底增长10.51%；其中，私人汽车保有量为2.07亿辆，相较去年底增长10.89%。近十年来，中国汽车保有量始终保持两位数增长，人均保有量相比国际平均水平仍有差距，但受制于人口密度、交通拥堵、限行政策以及基数规模大等因素，保有量增速呈现逐年放缓的态势。2018年，中国汽车产销规模已连续10年蝉联全球第一，产销规模分别为2808.06万辆和2780.92万辆。

2017年，中国汽车市场销量为2887.89万辆，同比增长3.04%，增速较上年大幅回落，步入低速增长；二手车交易量1240.09万辆，同比增长19.33%，占新车市场销量的42.94%。其中，乘用车销量2471.83万辆，同比增长1.40%，增速较上年同期回落13.53个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量SUV增速下滑；商用车销量416.06万辆，同比增长13.95%，增速较上年增加8.15个百分点，主要源于货车销量的增长，一方面是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等对轻型货车、新能源车的需求增长，另一方面由于国五油品标准、治超新规的执行以及产品配置升级，牵引车、重型货车销量持续攀升。尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，

2017年累计销售77.70万辆，同比增长53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长59.41%和27.55%），增速与上年持平。

2018年，受乘用车市场下滑的拖累，中国汽车市场首度出现负增长，实现销量2808.06万辆，同比下降2.76%；但与此同时，二手车交易量仍维持了两位数的增长，同比增长11.46%至1382.19万辆，交易量占新车市场销量的比重进一步提升至49.22%。其中，乘用车销量2370.98万辆，同比下降4.08%，之前年度高速增长的SUV销量首次出现小幅回落，轿车、MPV等车型销量不同程度下滑；中国品牌乘用车销量同比下降7.99%至997.99万辆，占乘用车总销量的42.09%，占有率同比减少1.79个百分点。商用车在上年销量大幅释放的基础上仍实现了稳定增长，主要由于治超新规等政策因素的影响以及物流、地产行业的采购需求仍有所延续，叠加消费者2010~2011年间（销量均位于400万辆以上）购置的车辆面临更新换代，当年销量同比增长5.05%至437.08万辆；其中，客车市场延续下滑态势，货车市场同比增长6.94%，主要源于重型车和轻型车的销量拉动。新能源市场仍维持快速扩张，2018年累计销售125.62万辆，同比增长61.67%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为98.37万辆和27.09万辆，同比增长50.88%和116.74%。

表4 2016~2018年各细分市场的销量及同比变动情况（单位：万辆、%）

指标	乘用车					商用车		
	轿车	MPV	SUV	其他	合计	客车	货车	合计
2016年	1214.99	249.65	904.70	68.35	2437.69	54.34	310.79	365.13
同比	3.67	18.50	45.44	-37.81	14.93	-8.73	8.82	5.80
2017年	1184.80	207.07	1025.27	54.70	2471.83	52.72	363.34	416.06
同比	-2.48	-17.06	13.33	-19.97	1.40	-2.98	16.91	13.95
2018年	1152.78	173.46	999.47	45.26	2370.98	48.52	388.56	437.08
同比	-2.70	-16.23	-2.52	-17.26	-4.08	-7.98	6.94	5.05

注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆。

数据来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

2019年1~4月，中国汽车销量为835.33万

辆，同比下降12.12%，降幅比1~3月扩大0.80

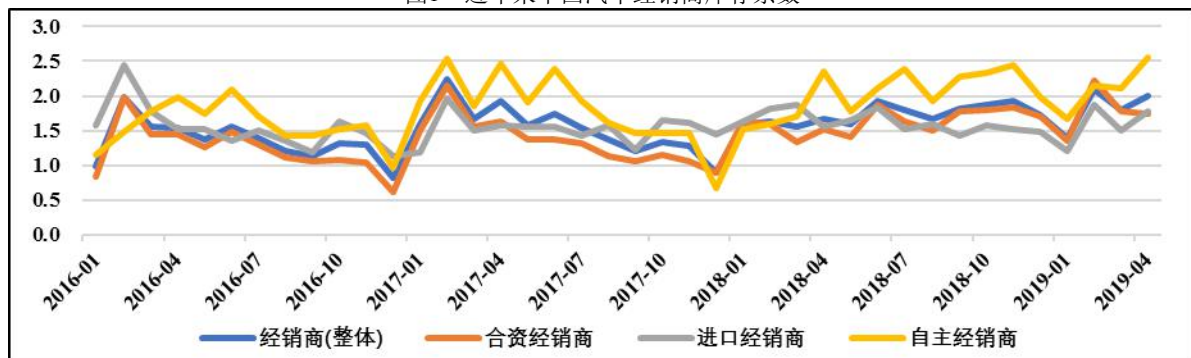
个百分点。其中，乘用车销量683.76万辆，同比下降14.65%，降幅较1~3月扩大0.93个百分点，轿车、SUV和MPV销量同比分别下降12.56%、15.77%和24.24%；商用车销量151.58万辆，同比增长1.49%，增速比1~3月下降0.73个百分点，客车和货车销量的同比变动率分别为-2.96%和1.94%。新能源汽车实现销量36.00万辆，同比增长约60%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为27.76万辆和8.22万辆，同比增长约65%和44%。

进出口方面。2017年，中国汽车整车进口结束2015年以来连续下降趋势，累计进口汽车和汽车底盘124.15万辆，同比增长16.74%，进口金额506.58亿美元，同比增长14.65%；累计出口104.46万辆，同比增长44.19%，出口金额133.54亿美元，同比增长25.17%。2018年，受中美贸易摩擦和国内需

求疲弱影响，中国整车进口再度步入下滑，平行进口汽车出现近年来首次下滑，出口增速也有明显回落，累计进口汽车和汽车底盘113.17万辆，同比下降7.52%，进口金额506.76亿美元，同比略增1%；累计出口115.17万辆，同比增长12.32%，出口金额148.54亿美元，同比增长12.29%，进口量和进口金额增速较上年分别下跌31.86个和12.89个百分点。

经销商库存方面。汽车经销商库存系数自2016年2月起震荡下行，相比往年处于较低水平，2017年以来出现明显增长，下半年则震荡回落，12月降至0.90的低点（略高于2016年12月）；2018年以来，库存系数整体处于近三年的高位，除前4个月稳定在1.59~1.66之间（低于2017年同期），其余月份均高于2017年同期，12月为1.73。从品牌角度分析，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

图1 近年来中国汽车经销商库存系数



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

行业集中度方面。根据中汽协统计数据，2018年，汽车销量排名前十位的企业集团销

量合计为2503.63万辆，占汽车销售总量的89.16%，行业集中度高。

表5 2018年汽车分车型前十家生产企业销量排名（单位：万辆）

排名	汽车（按集团）		乘用车		商用车	
	公司	销量	公司	销量	公司	销量
1	上汽集团	701.25	上汽大众	206.51	东风公司	53.14
2	东风公司	383.08	一汽大众	203.70	北汽福田	49.35
3	中国一汽	341.84	上汽通用	196.96	上汽通用五菱	39.75
4	北汽集团	240.21	上汽通用五菱	166.25	中国一汽	33.68
5	广汽集团	214.28	吉利控股	150.08	中国重汽	32.66
6	中国长安	213.78	东风有限（本部）	128.81	江铃控股	27.25
7	吉利控股	152.31	长城汽车	91.50	江淮股份	25.76
8	长城汽车	105.30	长安汽车	87.44	长安汽车	24.25



9	华晨汽车	77.86	北京现代	81.02	陕汽集团	18.32
10	奇瑞汽车	73.71	广汽本田	74.14	长城汽车	13.80
合计		2503.63		1486.41		317.97

资料来源：中国汽车工业协会

注：上表中汽车企业数据按集团口径统计，乘用车和商用车企业数据按子公司口径统计

综上所述，由于现有市场基数规模大、之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受制于人口密度大、部分城市交通拥堵的现状，2017年以来汽车市场增速明显放缓，2018年首度出现负向增长，行业整体需求偏弱，且受SUV增速由正转负的影响，自主品牌销售承压。由于产业链的传导，汽车经销商面临库存压力。

## 2. 行业政策

汽车市场受政策影响较为显著。2016年公布的油品标准升级、新版《GB1589-2016》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等政策促进了商用车市场产品结构的调整。2015年10月以来施行的小排量乘用车购置税优惠政策自2017年起“优惠退坡”（财政部、国家税务总局发布：于2017年对购置1.6升及以下排量的乘用车按

7.5%税率征收车辆购置税，于2018年初恢复10%的法定税率），抑制了相应车型的销售，2017年出台多项政策主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域，前者对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，后者意图弱化品牌厂商对售后环节的垄断，降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离，该等政策的影响在时间上具备延续性。

2018年以来，国家陆续出台了针对新能源汽车生产及补贴、车辆购置税、节能减排、外商投资、关税调整、商业车险费率改革等多项政策法规，对目前乃至今后的整条产业链发展以及市场竞争格局均有影响。与此同时，中美贸易战持续，其项下的关税加征政策对整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响尚不能完全确定，各方对该政策的应对方式仍有待关注。

表6 2018年以来中国汽车行业出台的主要政策概述及影响

	政策概述	政策影响
中美贸易摩擦升级	<p>2018年3月22日，美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并于同月9日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收25%和10%的关税；6月15日，美国政府发布加征关税的商品清单；9月17日，美国政府宣布将于9月24日起对约2000亿美元的中国产品加征关税，税率为10%，并将在2019年1月1日起上升至25%。</p> <p>针对上述加征关税措施，中国商务部陆续出台相应的政策措施。2018年4月2日，中国对自美进口的128项产品加征15%或25%的关税；8月3日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税。</p> <p>2019年5月10日，美国正式将对2000亿美元中国进口商品关税征收率从10%提高到25%。国务院关税税则委员会随即决定自2019年6月1日起，对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施25%、20%或10%加征关税，对之前加征5%关税的税目商品，仍继续加征5%关税。</p>	<p>2018年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级，始终未得到最终解决。对全球汽车产业乃至中国汽车市场的发展均带来影响。</p> <p>其一，对各品牌在美国本土的整车及零部件业务乃至投资均带来一定负面影响；且在当前“汽车合资企业股比逐步放开”的大环境下，跨国车企的全球产能布局、全球研发布局均可能有所调整。</p> <p>其二，中国汽车企业现阶段将面临产销下行、出口受阻以及中美贸易摩擦带来的进口成本上涨（钢铝成本以及部件成本均有涉及）、跨国公司调整布局等多重压力，但也有望获得替代进口、进入跨国企业本土化供应链的市场机遇。</p> <p>但综合来看，中美贸易摩擦对汽车产业链的影响仍充满不确定性。</p>

外商投资负面清单发布	<p>2018年4月,国家发改委官网在“就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问”中公布,汽车行业将分类型实行过渡期开放。</p> <p>2018年6月,国家发改委颁布《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》,该负面清单长度由63条减至48条,共在22个领域推出开放措施,放宽外资市场准入,自同年7月28日起施行,其中包括“2018年取消专用车、新能源汽车整车制造外资股比限制,2020年取消商用车外资股比限制,2022年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。”</p>	<p>国家发改委发布新的外商投资负面清单:其一,放宽了外资的市场准入,增加了中高档汽车及车型的供给,有助于推动本土企业与外资企业在基础材料、零部件配套、整车组装和汽车后服务等各方面的竞争和合作;其二,为外商独资或控股新能源车企创造了条件,促进新能源产业竞争的同时,对国内自主品牌也带来了压力,倒逼自主品牌降低产业链成本、提升生产效率;其三,该时间表给予乘用车企业一定缓冲期,而且落实了“专用车、新能源车、商用车、乘用车”的开放顺序,有助于本土、合资品牌做好应对准备。</p>
汽车整车和零部件关税下调	<p>《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》于2018年5月22日颁布,自7月1日起实施,将汽车整车税率为25%的135个税号和税率为20%的4个税号的税率降至15%,将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。</p>	<p>目前中国仍处于“贸易摩擦”中,但降低汽车关税也是长远规划之一。</p> <p>对于整车厂商,关税下调有助于引入更多有竞争力的海外车型,消费者将面对更多选择,也相应对国内市场现有品牌、尤其是中高端品牌形成了竞争压力。</p> <p>对于经销商,关税下降使其购车成本下调,将有更多利润空间用于市场拓展和加大优惠力度。</p>
双积分	<p>2017年9月,五部委联合发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》,乘用车企业将按照乘用车平均燃料消耗量积分与新能源汽车比重积分进行考核,2019~2020年乘用车企业新能源汽车积分的比例要求分别为10%和12%。</p> <p>2018年7月2日,工信部装备工业司发布《关于乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分交易平台上线的通知》,明确积分交易平台地址、交易平台账号获取及功能开通,积分交易相关要求,积分交易审核等内容。</p>	<p>双积分政策意在促进节能减排,以及通过财政补贴之外的途径来鼓励新能源汽车的生产销售,部分抵消补贴退坡带来的影响。积分交易或可为行业排名靠前的新能源车企提供较为稳定的利润来源。</p> <p>展望2019年,无论自主品牌还是合资品牌,新能源产品都将面临集中的布局和投放,随着2019年进入考核期,各家车企申报、考核、交易的实施进展有待关注。</p>
商业车险费率改革	<p>2018年7月20日,银保监会发布《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》(自发布之日起施行),规定各财产保险公司在报送各地区(不含广西壮族自治区、陕西省和青海省)商业车险费率方案时,不得以任何形式开展不正当竞争;要报送新车业务费率折扣系数的平均使用情况;应报送手续费的取值范围和使用规则;原有商业车险产品最迟可销售至9月30日。</p> <p>根据《通知》,手续费为财产保险公司向保险中介机构和个人代理人(营销员)支付的所有费用,包括手续费、服务费、推广费、薪酬、绩效、奖金、佣金等,其中新车业务手续费的取值范围和使用规则应单独列示。这是银保监首次明确要求财险公司报送商业车险手续费率。</p>	<p>监管机构希望通过对商业车险费率的监管,达到“推动车险市场由价格战转向以产品、服务为核心的良性竞争方式”,进而倒逼保险公司实现精准定价。</p>
新能源补贴出台新政	<p>2019年3月,财政部等四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》,该版《通知》规定3月26日至6月25日为过渡期,过渡期内,符合2018年技术指标要求但不符合2019年指标要求的销售上牌车辆,按2018年版《通知》标准0.1倍补偿;符合2019年指标要求的销售上牌车辆,按2018年版《通知》标准0.6倍补偿;正式期补贴退坡基本维持在50%左右,且地方不再对新能源汽车(公交车和燃料电池汽车除外)给予购置补贴,转为用于支持充电(加氢)基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。</p> <p>2019年版《通知》提高了对新能源汽车的技术要求。以纯电动汽车为例:首先,续航里程补贴门槛从2018年的150km提升至250km;其次,针对各档续航里程的退坡程度不同,续航里程250(含)~400km的纯电动乘用车补贴金额为1.8万元(2018年分为3.5万元和4.5万元两档),续航里程大于等于400km的纯电动乘用车补贴金额为2.5万元(2018年为5万元)。同时,对电池组能量密度的要求也有所调整:首先,能量密度的最低标准从2018年的105Wh/kg调整至125Wh/kg;其次,补贴系数的分档也更细,125(含)~140Wh/kg的车型按0.8倍补贴,140(含)~160Wh/kg的车型按0.9倍补贴,160Wh/kg及以上车型按1倍补贴。</p> <p>为应对企业营运资金占用压力大和行业安全问题,《通知》规定对有运营里程要求的车辆,完成销售上牌后即预拨部分资金,满足里程要求后再予以清算,同时要求由行业主管部门加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。</p>	<p>2009年以来,中央财政开始大力支持新能源汽车推广应用,中国新能源汽车产销规模在各方努力下呈现持续性的快速增长。但行业高速发展中,也出现了企业依赖于补贴而自身竞争力不足,补贴还款周期长、企业营运资金占用压力大,部分地区对使用环节投入不足、消费应用环境待改善以及新能源汽车产品存在运行安全风险等问题。</p> <p>为应对上述问题,2019年版《通知》提出了分阶段释放“补贴退坡”压力、优化清算制度(预拨部分资金算)、设置政策过度期(考虑技术升级周期及库存去化周期)、营造公平竞争环境(取消地方购车补贴)、加强产品质量监管等要求和措施。</p> <p>考虑到2018年以来,汽车行业增速明显放缓,各家车企纷纷加大布局新能源汽车,新能源业务也有望成为新的利润增长点。但考虑新能源汽车产业链上各项配套和自有技术尚有待进一步磨合和提升,资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存,政策“退坡”对整个行业的销售和获利产生较大影响。</p>

<p>车辆购置税立法</p>	<p>《中华人民共和国车辆购置税法》（以下简称“《车辆购置税法》”）已由第13届全国人民代表大会常务委员会第七次会议于2018年12月29日通过，自2019年7月1日起施行。</p> <p>《车辆购置税法》明确规定，所有应税车辆的税率都定为10%，但对于新能源汽车购置税的相关事宜，未做明确规定（也未在“免征车辆购置税”的情况中）。</p> <p>《车辆购置税法》同时规定，纳税人购买自用应税车辆的计税价格，为纳税人实际支付给销售者的全部价款。</p>	<p>《车辆购置税法》对税率作了具体的规定，导致短期内，针对购置税的优惠政策出现的可能性不大；且对计税价格的明确定义，进一步规范了流通各环节的操作。</p> <p>《车辆购置税法》未对新能源汽车购置税提出明确要求。目前看来，新能源汽车购置税的设置仍通过《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。</p>
<p>国六标准提前实施</p>	<p>环保部于2016年12月23日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，提出轻型车国六标准采用分步实施的方式，设置国六a和国六b两个排放限值方案，自2020年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合国六（a）限值要求。自2023年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合国六（b）限值要求。</p> <p>国务院于2018年7月3日公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出自2019年7月1日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。</p>	<p>尽管国家环保部对国六全国性的实施时间做了规定，但为相应《打赢蓝天保卫战三年行动计划》。据初步统计，截至2019年5月初，全国共有15个省、直辖市相继出台了2019年提前实施国六排放标准的文件，除深圳、北京、河南、安徽对部分重型车、柴油车有要求外，大部分针对轻型汽车。</p> <p>国六排放标准的提前实施可能对车企和经销商形成较大的影响：其一，可能会加大经销商国五车型的库存去化压力；其二，消费者在现阶段可能会持观望态度，延迟购车，短期内对汽车销量产生一定压力；其三，国六排放的提前实施，可能会促进部分车企调整产品布局方案和时间表，对现有的竞争环境、尤其是自主品牌竞争环境带来一定影响。</p>

数据来源：联合资信整理

### 3. 区域经济

#### 株洲市

**跟踪期内，株洲市经济持续增长，产业结构不断优化，高技术产业投资和房地产开发投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。**

根据《株洲市2018年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018年，株洲市地区生产总值2631.5亿元，按可比价计算，较上年增长7.8%，高于全国平均水平1.2个百分点，与全省平均水平持平。其中，第一产业增加值185.5亿元，增长3.6%；第二产业增加值1149.2亿元，增长7.1%，其中，工业增加值增长7.4%，建筑业增加值增长5%；第三产业增加值1296.8亿元，增长9.6%。全市三次产业结构由2017年的7.2：47.9：44.9调整为7.1：43.7：49.2。2018年末城镇化率为67.15%。全市居民人均可支配收入33953元，较上年增长8.7%。

2018年株洲市固定资产投资较上年增长7%。分投资方向看，高技术产业投资增长84.6%；生态环境投资增长38.7%；基础设施投资下降27.2%

2018年株洲市房地产开发投资较上年增长27.8%。商品房销售面积859.1万平方米，增长13.8%；商品房销售额505亿元，增长36.1%；年末房屋待售面积104.6万平方米，增

长12.3%。

根据《2018年1~12月株洲市财政收支情况》，2018年，全市一般公共预算收入完成313.10亿元，较上年下降7.32%，其中税收收入250.65亿元，非税收入62.45亿元。全市一般公共预算支出457.22亿元，增长2.27%。2018年株洲市财政自给率68.48%，财政平衡能力一般。全市政府性基金预算收入完成233.87亿元，增长167.9%；全市政府性基金支出195.48亿元，增长114.99%。政府性基金收支增幅较大的原因，主要是土地收入和征拆成本大幅增加。

#### 株洲市高新区

**跟踪期内，高新区经济实力和财政实力持续提升，且高新区财政平衡能力强，为公司的发展提供了良好的外部环境。**

根据《株洲·天元区2018年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018年高新区地区生产总值374.6亿元，同比增长9%，增幅分别快于国家、省、市2.4个、1.2个、1.2个百分点，增速居全市第一。其中第一产业增加值增长3.1%；第二产业增加值增长7.1%；第三产业增加值增长11.2%，增幅快于GDP2.2个百分点。全年三次产业比重为2.7：41.7：55.6，其中第二产业提高4.5个百分点；一、二、三产业对GDP增长贡献率分别为1.2%、

36.4%和 62.4%，三产业对 GDP 增长贡献率继续保持 50%以上。GDP 总量占株洲市比重 14.2%，较上年提高 2.1 个百分点。高新技术产品增加值占地区生产总值比重达到 39.8%，同比提高 8.8 个百分点；园区规模工业占全部规模工业比重 98.7%，占比排全市第一。

2018 年高新区固定资产投资增长 5%。产业投资增长 47.2%，其中工业投资增长 41.1%、工业技改增长 43.1%；房地产开发项目投资同比增长 28.7%，占全部投资的 46.5%，对全部投资贡献率达到 217.4%。

2018 年高新区商品房销售面积 336 万平方米，增长 12.8%，其中住宅销售面积 268 万平方米，增长 0.75%。商品房销售额 223 亿元，增长 26.7%，其中住宅销售额 196 亿元，增长 31.5%。

根据《株洲市天元区 2018 年财政预算执行情况及 2019 财政预算草案的报告》，2018 年，高新区一般公共预算收入完成 80.16 亿元，增长 3.89%。其中税收收入 70.02 亿元，非税收入 10.14 亿元；全区完成一般公共预算支出 53.03 亿元，增长 5%；全区政府性基金收入完成 17.9 亿元，政府性基金支出完成 12.9 亿元。天元区政府自给率为 151.16%，财政平衡能力强。截至 2018 年底，高新区政府债务余额 33.06 亿元，其中一般债务 29.13 亿元，专项债务 3.93 亿元，全部为政府债券。

## 五、募投项目实施主体情况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化。株洲高科汽车园投资发展有限公司（以下简称“投资公司”）仍为公司控股股东；高科集团仍为公司的最终实际控制人（见附件 1）。跟踪期内，公司注册资本仍为 4.50 亿元，实收资本 4.20 亿元。联合资信将持续关注后续资本金到位情况。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2018 年底，公司资产总额 12.40 亿元，

同比增长 19.11%，主要系公司存货和投资性房地产增长所致。截至 2018 年底，公司货币资金 0.22 亿元，同比下降 90.60%；存货 8.07 亿元，系募投项目中房地产开发成本的投资支出；公司投资性房地产 3.94 亿元，系部分由存货转入的已完工房屋建筑物。

截至 2018 年底，公司所有者权益 3.99 亿元，同比下降 3.11%，主要系项目处于建设期，公司亏损所致。截至 2018 年底，公司负债总额 8.41 亿元，同比增长 33.62%，主要系与高科集团和投资公司的内部往来款增加以及发行“18 株汽博园项目 NPB002” 0.80 亿元所致。

2018 年，公司实现营业收入 215.52 万元（主要为租金收入）；公司开始进行广告费、代理费、职工薪酬等前期投入，2018 年期间费用为 1134.82 万元，同比大幅增长 99.49%，公司利润总额 -1279.53 万元。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G1043021100368910F），截至 2019 年 6 月 11 日，公司无未结清及已结清贷款不良记录，过往履约记录良好。

公司注册地址：株洲市天元区株洲大道 898 号高科总部壹号 15 层；法定代表人：段新宇。

## 六、增信措施

为了保证按时偿还“16 株汽博园项目 NPB01”和“18 株汽博园项目 NPB01”到期本金和利息，高科集团为上述两期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。高科集团对两期债券的偿还承担连带责任。

### 1. 高科集团概况

高科集团成立于 1999 年 3 月 17 日，由株洲高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“株洲高新区管委会”）出资设立，截至 2018 年底，高科集团注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，株洲高新区管委会为高科集团的唯一股东和实际控制人。

株洲高新区是国家级高新区和湖南省长株潭“两型社会”示范区，区域经济和财政实力持续增强，产业政策支持力度较大。

高科集团作为株洲市高新区的园区发展商，主要负责株洲高新区投资、建设、开发、经营和管理，主营业务包括土地开发和房屋销售。高科集团发展定位清晰，园区运营经验丰富，并且在债务置换、土地收入返还和政府补贴方面获得了政府的大力支持。

截至2018年底，高科集团本部拥有办公室、人力资源部、企划部、融资财务部、审计资产部、总工办、拆迁管理部、工程开发部、营销服务部9个职能部门，高科集团（合并口径）拥有8家一级子公司。

截至2018年底，高科集团资产总额合计460.14亿元，所有者权益180.71亿元（其中少数股东权益6.19亿元）；2018年高科集团实现营业收入23.32亿元，利润总额2.83亿元。

2018年，高科集团资产和收入规模持续增长，但资产流动性较弱、资产质量一般，盈利能力弱，高科集团土地开发业务规模有所增长，但其变现及盈利易受土地市场及宏观调控影响，债务规模快速增长，未来投资支出压力仍较大。考虑到高科集团现有商业土地储备较为充裕，在土地出让金等方面得到了持续稳定的外部支持，有助于进一步支撑高科集团整体偿债能力。

根据联合资信于2019年6月17日出具的《株洲高科集团有限公司跟踪评级报告》，高科集团主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

## 2. 高科集团对两期债券的保障能力

2018年，高科集团经营活动产生的现金流量为33.38亿元，是“16株汽博园项目NPB01”募集资金的11.13倍，是“18株汽博园项目NPB01”募集资金的41.73倍，现金流量对两期债券的覆盖倍数很高。EBITDA为3.64亿元，是“16株汽博园项目NPB01”募集资金的1.21倍，是“18株汽博园项目

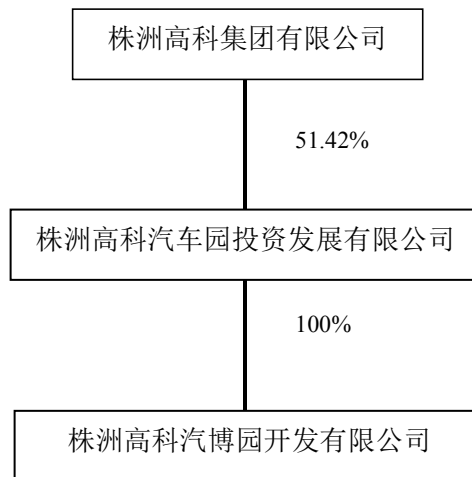
NPB01”募集资金的4.55倍，覆盖程度较高。同时，两期债券均设置了分期偿还本金的条款，分散了集中偿付本金的压力。总体看，高科集团对“16株汽博园项目NPB01”和“18株汽博园项目NPB01”两期债券的偿债保障能力很强。

## 七、结论

综合评估，联合资信确定维持“16株汽博园项目NPB01”和“18株汽博园项目NPB01”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

。

### 附件 1 公司股权结构图



## 附件 2 《株洲高科集团有限公司跟踪评级报告》

### 附件 3 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

### 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变



# 信用等级公告

联合〔2019〕1432号

联合资信评估有限公司通过对株洲高科集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持株洲高科集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“PR 株高 01/14 株高科债 01”“PR 株高 02/14 株高科债 02”和“16 高科专项债/16 株高孵”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年六月十七日



## 株洲高科集团有限公司跟踪评级报告

### 评级结果

本次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

上次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
PR 株高 01/14 株高科债 01	6.00 亿元	2021/8/11	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
PR 株高 02/14 株高科债 02	6.00 亿元	2022/4/17	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 高科专项债 /16 株高髯	11.30 亿元	2023/9/28	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 17 日

### 财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产（亿元）	45.16	49.20	46.57
资产总额(亿元)	358.38	412.77	460.14
所有者权益(亿元)	157.42	170.01	180.71
短期债务（亿元）	27.09	21.38	13.67
长期债务(亿元)	135.21	176.26	215.76
全部债务(亿元)	162.30	197.64	229.43
营业收入(亿元)	18.17	19.76	23.32
利润总额(亿元)	3.15	2.92	2.83
EBITDA(亿元)	3.52	3.36	3.64
经营性净现金流(亿元)	-3.67	2.48	-4.76
应收类款项/资产总额（%）	3.31	2.90	2.80
营业利润率(%)	17.52	19.57	14.73
净资产收益率(%)	1.92	1.64	1.49
资产负债率(%)	56.08	58.81	60.73
全部债务资本化比率(%)	50.76	53.76	55.94
流动比率(%)	600.85	701.52	721.94
经营现金流负债比(%)	-6.53	4.66	-8.70
全部债务/EBITDA(倍)	46.07	58.87	62.97

分析师：张宁 张 斌 王中天

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

株洲高科集团有限公司（以下简称“公司”）是株洲市高新区重要的园区开发主体，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了跟踪期内株洲市及高新区（天元区）经济持续增长，公司在政府补贴、债务置换和土地出让金返还方面持续获得强有力的外部支持，营业收入持续增长。同时联合资信也关注到，跟踪期内，公司有息债务规模快速增长、未来投资支出大、资产流动性较弱等因素对公司经营带来的不利影响。

近年来，株洲市高新区作为湖南省重要的国家级高新技术产业开发区经济持续发展，财政实力稳步增强，同时株洲市高新区政府在多方面给予公司持续支持。公司现有商业土地储备较为充裕，未来随着园区开发进度的逐步推进，公司土地一级开发收益与投融资规模将逐步实现动态平衡，有助于支撑公司整体偿债能力。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“PR株高01/14株高科债01”“PR株高02/14株高科债02”和“16高科专项债/16株高髯”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 跟踪期内，株洲市及高新区经济持续增长，为公司创造了良好的外部发展环境，公司营业收入持续增长。
2. 跟踪期内，公司在政府补贴、债务置换和土地出让金返还等方面持续获得强有力的外部支持。

### 关注

1. 跟踪期内，公司土地开发业务规模大，其变现及盈利易受土地市场及宏观调控影响，资金回流与投入在时间和金额上匹配度不高。

2. 公司流动资产中存货占比高，对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，土地开发及在建房屋销售项目未来投资规模较大，有息债务可能进一步增长。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由株洲高科集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 株洲高科集团有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关于株洲高科集团有限公司(以下简称“公司”)的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司是株洲高新技术产业开发区管理委员会(以下简称“高新区管委会”)出资成立的国有独资公司。跟踪期内,公司注册和实收资本均为20.00亿元,高新区管委会为公司的唯一股东及实际控制人。

公司是株洲市高新区(天元区)开发建设主体之一,是株洲高新区河西示范区唯一的开发主体。跟踪期内,公司经营范围和组织结构均未发生变化。截至2018年底,公司纳入合并范围子公司共8家(见附件2)。

截至2018年底,公司资产总额合计460.14亿元,所有者权益180.71亿元(其中少数股东权益6.19亿元);2018年公司实现营业收入23.32亿元,利润总额2.83亿元。

公司注册地址:湖南省株洲市天元区株洲大道898号高科总部壹号;法定代表人:巢亮。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底,联合资信所评公司存续债券为“PR株高01/14株高科债01”“PR株高02/14株高科债02”和“16高科专项债/16株高孵”,债券余额合计23.30亿元。跟踪期内,公司均已按时支付债券利息,并于2018年4月和2019年4月偿还“PR株高02/14株高科债02”分期本金4.00亿元,于2018年8月偿还“PR株高01/14株高科债01”分期本金2.00亿元,债券具体情况见表1。

“PR株高01/14株高科债01”“PR株高02/14株高科债02”的募集资金均已全部使用,募投项目中国动力谷核心区建设项目预计总投资42.25亿元,截至2018年底累计投资39.25亿元,完工进度为92.90%。“16高科专项债/16株高孵”募集资金5.65亿元用于募投项目中国动力谷核心区创新园二期项目,项目总投资12.66亿元,截至2018年底已累计投资11.30亿元,完工进度89.26%,募集资金5.65亿元已全部使用;另外5.65亿元用于补充流动资金,已全部使用。

表1 截至2019年5月底跟踪评级债券概况  
(单位:亿元)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
PR株高01/14株高科债01	10.00	6.00	2014/8/11	7年
PR株高02/14株高科债02	10.00	6.00	2015/4/17	7年
16高科专项债/16株高孵	11.30	11.30	2016/9/28	7年
合计	31.30	23.30	--	--

资料来源:联合资信整理

### 四、行业及区域经济环境

#### 1. 城市基础设施建设行业

##### (1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

## （2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府

债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有

	(2018) 23 号	限责任, 相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司, 依法实施破产重整或清算, 坚决防止‘大而不倒’, 坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发(2018) 101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下, 引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度, 支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发(2019) 6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保, 不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金(2018) 10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目, 不得出现以下行为: 存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同, 或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式, 由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券, 减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式, 妥善解决融资平台到期债务问题, 不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目, 以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排, 以直接投资方式为主; 对确需支持的经营性项目, 主要采取资本金注入方式, 也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策, 结合财政收支状况, 统筹安排使用政府投资资金的项目, 规范使用各类政府投资资金。

资料来源: 联合资信整理

### (3) 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下, 城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来, 经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险, 出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化, 相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善, 城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前, 中国的城市基础设施建设尚不完善, 城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底, 中国城镇化率为 59.58%, 较 2017 年底提高 1.06 个百分点, 相较于中等发达国家 80% 的城镇化率, 仍处于较低水平, 未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日, 《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署, 将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体, 仍有一定发展空间。

### 2. 区域经济

公司是株洲市高新区重要的园区开发主体, 主要负责株洲市高新区河西示范园区的土地整理, 工业厂房、公租房建设, 写字楼和商品住房的销售, 以及以市政工程和房建工程为主的工程项目。株洲市及高新区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

**跟踪期内, 株洲市经济持续增长, 产业结构不断优化, 高技术产业投资和房地产开发投资保持快速增长, 为公司创造了良好的外部环境。**

根据《株洲市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》, 初步核算, 2018 年, 株洲市地区生产总值 2631.5 亿元, 按可比价计算, 较上年增长 7.8%, 高于全国平均水平 1.2 个百分点, 与全省平均水平持平。其中, 第一产业增加值 185.5 亿元, 增长 3.6%; 第二产业增加值 1149.2 亿元, 增长 7.1%, 其中, 工业增加值增长 7.4%, 建筑业增加值增长 5%; 第三产业增加值 1296.8 亿元, 增长 9.6%。全市三次产业结构由 2017 年的 7.2:47.9:44.9 调整为 7.1:43.7:49.2。2018 年末城镇化率为 67.15%。全

市居民人均可支配收入 33953 元，较上年增长 8.7%。

2018 年株洲市固定资产投资较上年增长 7%。分投资方向看，高技术产业投资增长 84.6%；生态环境投资增长 38.7%；基础设施投资下降 27.2%

2018 年株洲市房地产开发投资较上年增长 27.8%。商品房销售面积 859.1 万平方米，增长 13.8%；商品房销售额 505 亿元，增长 36.1%；年末房屋待售面积 104.6 万平方米，增长 12.3%。

**跟踪期内，作为湖南省重要的国家级高新技术产业开发区之一，株洲高新区经济实力快速提升，发展前景良好。**

株洲高新技术产业开发区是 1992 年经国务院批准设立的国家级高新技术产业开发区，与天元区实行统一的财政体制和领导体制。经科技部批准同意，高新区实行“一区四园”的发展格局，“一区”即株洲国家高新技术产业开发区；“四园”即河西示范园、田心高科园、董家墩高科园和金山科技工业园。2012 年 2 月，经湖南省政府批准行政区划调整后高新区总面积 327.60 平方公里。河西示范区是高新区的主要构成部分，主要包含天台工业园、金德工业园，栗雨工业园、新马工业园及汽车博览园五个主力园。根据《株洲·天元区 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018 年高新区地区生产总值 374.6 亿元，同比增长 9%，增幅分别快于国家、省、市 2.4 个、1.2 个、1.2 个百分点，增速居全市第一。其中第一产业增加值增长 3.1%；第二产业增加值增长 7.1%；第三产业增加值增长 11.2%，增幅快于 GDP 2.2 个百分点。全年三次产业比重为 2.7：41.7：55.6，其中第二产业提高 4.5 个百分点；一、二、三产业对 GDP 增长贡献率分别为 1.2%、36.4%和 62.4%，三产业对 GDP 增长贡献率继续保持 50%以上。GDP 总量占株洲市比重 14.2%，较上年提高 2.1 个百分点。高新技术产品增加值占地区生产总值比重达到 39.8%，同比提高 8.8 个百分点；园区规模

工业占全部规模工业比重 98.7%，占比排全市第一。

2018 年高新区固定资产投资增长 5%。产业投资增长 47.2%，其中工业投资增长 41.1%、工业技改增长 43.1%；房地产开发项目投资同比增长 28.7%，占全部投资的 46.5%，对全部投资贡献率达到 217.4%。

2018 年高新区商品房销售面积 336 万平方米，增长 12.8%，其中住宅销售面积 268 万平方米，增长 0.75%。商品房销售额 223 亿元，增长 26.7%，其中住宅销售额 196 亿元，增长 31.5%。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司实收资本和注册资本无变化，截至 2018 年底均为 20.00 亿元，高新区管委会为公司的唯一股东和实际控制人。

### 2. 人员素质

**跟踪期内，公司高管人员未发生变化，合并范围员工数量增长明显。**

截至 2018 年底，公司共有员工 414 人，同比增加 57 人。其中，本科及以上学历占 82.37%、大专及以下学历占 17.63%；46 岁及以上占 16.18%、29~45 岁占 65.70%、28 岁及以下占 18.12%。

### 3. 外部支持

**2018 年株洲市一般公共预算收入有所下降，政府性基金收支增幅较大，整体财务自给能力一般；高新区（天元区）财政收入持续增长，且财政平衡能力强；跟踪期内，公司持续在土地收入返还、债务置换和财政补贴方面获得政府的大力支持。**

根据《2018 年 1~12 月株洲市财政收支情况》，2018 年，全市一般公共预算收入完成 313.10 亿元，较上年下降 7.32%，主要系非税收入下降所致。其中，税收收入 250.65 亿元，非税收入 62.45 亿元。全市一般公共预算支出



457.22 亿元，增长 2.27%。2018 年株洲市财政自给率 68.48%，财政平衡能力一般。全市政府性基金预算收入完成 233.87 亿元，增长 167.9%；全市政府性基金支出 195.48 亿元，增长 114.99%。政府性基金收支增幅较大的原因，主要是土地收入和征拆成本大幅增加。

根据《株洲市天元区 2018 年财政预算执行情况及 2019 财政预算草案的报告》，2018 年，全区一般公共预算收入完成 80.16 亿元，增长 3.89%，其中税收收入 70.02 亿元，非税收入 10.14 亿元；全区完成一般公共预算支出 53.03 亿元，增长 5%；全区政府性基金收入完成 17.9 亿元，政府性基金支出完成 12.9 亿元。天元区政府自给率为 151.16%，财政平衡能力强。截至 2018 年底，天元区政府债务余额 33.06 亿元，其中一般债务 29.13 亿元，专项债务 3.93 亿元，全部为政府债券。

高新区管委会对公司承担发展园区建设项目给予一定政府补助。跟踪期内，公司获得政府补助 1.18 亿元。

2013 年 6 月 30 日国家审计署认定的政府负有偿还责任的债务已于之前年度完成债务置换，但公司仍承担偿还 40%置换政府债券的责任。跟踪期内，公司向高新区管委会提交了《关于株洲高科集团置换债券资金用于公益性项目投资的请示》并取得高新区管委会批准，故直接核减了长期应付款中偿债基金 4.39 亿元和其他应付款 1.97 亿元，并移交了存货中的公益性资产。

跟踪期内，公司土地收入返还政策未发生变化。2018 年，公司收到土地返还款 14.48 亿元。土地返还收入规模较大，是公司平衡资本性支出的重要资金来源。

#### 4. 企业信用记录

**跟踪期内，公司无新增债务违约记录；未发现公司有其他不良信用记录。**

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1043021100043140T），截至 2019 年 5 月 16 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清业务中有 1 笔关注类贷

款，根据华融湘江银行出具的说明，该笔贷款到期为 2009 年 5 月 30 日，而当天为法定节假日，该笔贷款顺延至 2009 年 5 月 31 日予以结清，银行系统将其自动调整为关注类，非公司恶意拖欠；已结清业务中有 8 笔欠息记录，最近一次结清日期发生于 2015 年 7 月 24 日，根据相关银行出具的说明，系还款账户记错等原因，非公司恶意拖欠。

截至 2019 年 5 月 16 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化，且管理制度执行情况良好。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司营业收入持续增长，收入结构仍以高新区土地开发和房屋销售为主，兼营其他业务，综合毛利率同比有所下降，各经营板块毛利率同比变动大。**

2018 年，公司各经营板块均实现较好发展，营业收入为 23.32 亿元，同比增长 18.02%，构成上仍以土地一级开发和房屋销售收入为主，兼营少量物业管理和建设工程业务。其他收入包括代收水电费、租金等产生的服务收入以及酒店的服务收入等。2018 年公司其他收入 2.40 亿元，同比大幅增长 172.16%，主要系租金及酒店等服务类收入大幅增长所致。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 16.76%，同比下降 6.63 个百分点，主要系收入占比较高的土地开发业务和房屋销售毛利率下降所致。2018 年各经营板块毛利率同比变动幅度均较大。其中，房屋销售毛利率大幅下降，毛利率为 -0.77%，主要系工业厂房销售价格较低所致，公司以优惠价格进行招商引资，亏损部分由政府补贴进行弥补；物业管理毛利率为 -4.14%，同比下降明显，系为吸引企业入驻高

科总部办公楼，主动降低房租，导致物业管理业务收入不及预期所致；建设工程毛利率

63.09%，同比大幅增长，主要系部分成本尚未结转所致。

表3 2017~2018年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	13.73	69.47	26.21	14.48	62.06	21.39
房屋销售	4.47	22.59	11.68	5.34	22.89	-0.77
物业管理	0.62	3.14	9.93	0.64	2.72	-4.14
建设工程	0.06	0.33	13.01	0.47	2.03	63.09
其他	0.88	4.46	48.91	2.40	10.3	24.19
合计	19.76	100.00	23.29	23.32	100.00	16.76

资料来源：公司审计报告

## 2. 业务经营分析

### (1) 土地开发

跟踪期内，公司土地开发业务进展顺利，土地出让收入稳步增长，且待开发区域面积较多；未来随着公司土地开发计划的进一步执行，公司收入规模有望保持稳定增长。

公司是株洲高新区河西示范园唯一的开发主体，享有高新区管委会和天元区政府“园政合一”的管理体制。公司受高新区管委会委托，对河西示范园范围内的土地统一开发、经

营，并享有土地开发权、收益权。公司土地开发业务主要由公司本部负责。

跟踪期内，公司继续对新马工业园和汽车博览园进行土地开发。截至2018年底，天台工业园、金德工业园和栗雨工业园已基本开发出让完毕，未报批面积不再开发；新马工业园和汽车博览园尚有较多未报批面积，待开发区域面积可支撑公司土地开发业务进一步开展。公司目前主要负责的园区开发情况如下表所示。

表4 截至2018年底公司园区土地资源开发情况（单位：亩）

园区	规划面积	已报批面积	未报批面积	已拆迁面积	已平整面积	已出让面积	可供出让面积
天台工业园	3540.00	3055.00	485.00	3055.00	2948.00	2948.00	-
金德工业园	1000.00	1000.00	-	1000.00	1000.00	1000.00	-
栗雨工业园	20250.00	13598.94	6651.06	13342.69	12875.49	11241.00	1634.49
新马工业园	30255.93	17247.49	13008.44	15426.57	14496.74	6995.10	7501.64
汽车博览园	11190.00	5913.47	5276.53	5621.48	4923.21	1745.50	3177.71
合计	66235.93	40814.90	25421.03	38445.74	36243.44	23929.60	12313.84

资料来源：公司提供

2018年公司土地开发业务实现收入14.48亿元，同比增长5.44%；毛利率为21.39%，同比下降4.83个百分点，主要系征拆成本上升造成土地销售业务成本上升以及出让价格下降所致。具体出让情况如下表。由于公司以实际收到的土地出让款确认收入，而财政拨款土地出让款会有时滞性，因此公司每年出让土地总价跟确认的收入会有一定差异。

表5 2017~2018年公司土地出让情况

项目	2017年	2018年
出让面积（亩）	982.10	1838.39
其中：工业用地	121.01	990.99
商业用地	861.09	847.40
出让总价（亿元）	18.35	12.14
其中：工业用地	0.30	2.29
商业用地	18.05	9.84
出让均价（万元/亩）	186.84	66.01
其中：工业用地	24.79	23.15
商业用地	213.10	116.13

当年确认的收入(亿元)	13.73	14.48
-------------	-------	-------

资料来源: 公司提供

从土地储备情况看,截至2018年底,公司拥有土地权证的土地合计7298.04亩,系高新区管委会注入的商业用地,按照评估价值入账金额合计101.91亿元。目前公司主要集中在新马工业园和汽车博览园内进行土地开发,预计未来三年整理后可供出让面积达6000亩左右,按照目前市场出让均价测算,未来三年可累计实现收入约70.53亿元。

表6 公司未来三年土地开发计划(单位:亩、万元)

年份	地块范围	规划用途	面积	预计收入
2019年	汽车博览园、新马工业园	汽车博览园、中国动力谷项目	1996.13	223713.62
2020年	汽车博览园、新马工业园	汽车博览园、中国动力谷项目	1999.79	234899.31
2021年	汽车博览园、新马工业园	汽车博览园、中国动力谷项目	2099.78	246644.28
合计			6095.70	705257.21

数据来源: 公司提供

## (2) 房屋销售

跟踪期内,公司房屋销售情况良好,收入同比大幅增长,但受工业厂房销售亏损影响毛利率为负。随着在建项目的持续推进,该板块

## 未来收入规模有望持续增长。

公司工业厂房、写字楼、公租房的开发、建设及经营主体为公司全资子公司株洲高科发展有限公司(以下简称“高科发展”)。其中,公租房系为入驻园区企业员工提供服务,只用于出租,不进行对外销售,故无销售收入;商业住宅建设与销售业务的经营主体为高科发展的全资子公司株洲高科房地产开发有限公司(以下简称“高科房产”)。2018年,公司实现房屋销售收入5.34亿元,同比增长19.56%,主要来自于湖韵二期、壹号领域等楼盘的销售收入;公司租金收入计入其他业务收入。

### 工业厂房销售

工业厂房系为入驻株洲高新区企业提供专业化厂房和配套服务。跟踪期内,新增已完工工业厂房项目有新马金谷三期、新马金谷1.2期。截至2018年底,公司工业厂房可租售面积95.61万平方米,同比大幅增长47.16%。其中,累计已销售面积44.40万平方米,累计回笼资金13.92亿元;已出租面积23.38万平方米。2018年,公司实现工业厂房销售收入1.80亿元,毛利率-25.86%,系公司以优惠价格进行招商引资,工业厂房销售价格较低所致。

表7 截至2018年底公司已完工工业厂房项目(单位:亩、万平方米、亿元)

项目名称	土地面积	可租售面积	总投资	累计投资	项目用途	已售面积	已售面积回笼资金	已出租面积	已租售面积合计
汽配园	454.00	28.11	6.99	6.39	租售	27.00	7.03	--	27.00
留学生创业园	58.57	3.90	0.75	0.75	出租	--	--	3.90	3.90
中小企业促进园	67.35	4.40	0.86	0.86	出租	--	--	4.40	4.40
天台金谷	78.00	0.33	1.50	1.50	出租	--	--	0.33	0.33
硬质合金园	66.87	0.18	0.61	0.61	出租	--	--	0.18	0.18
动力谷3.1期	160.80	13.80	3.65	3.65	租售	4.06	2.35	7.23	11.29
动力谷6期	124.95	9.05	2.87	2.87	租售	2.03	0.99	0.64	2.67
新马金谷1.1期	36.00	5.20	1.28	1.28	租售	1.28	0.01	3.20	4.48
新马金谷1.2期	354.50	19.74	5.40	5.40	租售	3.73	1.19	0.20	3.93
新马金谷三期	171.00	10.90	4.50	4.50	租售	6.30	2.35	3.30	9.60
合计	1572.04	95.61	28.41	27.81	-	44.40	13.92	23.38	67.78

资料来源: 公司提供

在建工业厂房项目主要为动力谷北片、动力谷南片、动力谷大二期动力部件产业园、动力谷大二期新马制造园等，总投资41.30亿元，截至2018年底已完成投资30.98亿元；拟建项目

两个，分别为新能源汽车产业园1.2期和奇点汽车，总投资12.78亿元。在建及拟建工业厂房未来仍通过租售结合方式实现收入。

表 8 截至 2018 年底高科发展重要在建及拟建工业厂房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	开工时间	拟完工时间	总建筑面积	总投资	已完成投资	未来预计投资额	
						2019 年	2020 年
动力谷北片	2014.01	2019.12	44.17	14.60	13.00	1.60	--
动力谷南片	2015.01	2020.12	46.89	16.40	13.00	1.00	2.40
动力谷大二期动力部件园	2018.12	2020.12	4.90	1.80	0.41	0.70	0.69
动力谷大二期新马制造园	2018.10	2021.12	4.59	4.00	0.77	0.15	0.80
风电产业园	2016.01	2019.12	10.40	4.50	3.80	0.70	--
新能源汽车产业园 1.2 期	2019.07	2021.12	6.45	2.61	--	0.23	0.95
奇点汽车	2019.05	2021.04	18.92	10.17	--	3.40	3.60
<b>合计</b>	--	--	<b>136.32</b>	<b>54.08</b>	<b>30.98</b>	<b>7.78</b>	<b>8.44</b>

数据来源：公司提供

### 写字楼销售

写字楼方面，跟踪期内公司无新完工写字楼项目且无拟建计划。高科发展已完工写字楼总部壹号一期工程，总投资6.75亿元，总建筑面积10.67万平方米。其中，自用面积3.67万平方米，可租售面积7.00万平方米。可租售面积中，累计已销售面积1.26万平方米，累计实现销售金额1.32亿元；已出租面积4.05万平方米。2018年，公司实现写字楼销售收入356.94万元，毛利率14.99%。

### 商品房销售

商品房方面，截至 2018 年底，已完工商品房住房项目总投资 24.54 亿元，建筑面积共 83.03 万平方米，可售面积 66.86 万平方米，已售面积 64.57 万平方米，剩余可销售面积较少，累计已实现收入 23.53 亿元，累计已回笼资金 23.12 亿元，资金回笼情况较好。2018 年，公司实现商品房销售收入 3.50 亿元，毛利率 12.01%。

表 9 截至 2018 年底高科房产已完工项目情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	所在城市	开工时间	完工时间	总投资	建筑面积	可售面积	累计已售面积	累计已回笼资金
香山美境	天元区	2005.12	2007.06	2.17	12.17	11.82	11.50	2.71
颐景园	天元区	2009.04	2011.10	4.13	24.24	19.82	19.82	4.62
蓝筹公寓	天元区	2011.03	2011.12	0.64	2.20	2.21	2.21	0.91
慧谷阳光	天元区	2012.04	2013.12	10.70	27.97	23.34	23.00	10.16
左岸	天元区	2016.11	2018.06	3.40	8.65	6.13	4.80	1.95
湖韵一期	天元区	2016.07	2018.03	3.50	7.80	3.54	3.24	2.78
<b>总计</b>	--	--	--	<b>24.54</b>	<b>83.03</b>	<b>66.86</b>	<b>64.57</b>	<b>23.12</b>

截至 2018 年底，高科房产主要在建项目为湖韵二期和壹号领域项目，预计总投资 11.00

亿元，累计已完成投资 7.81 亿元；拟建项目为万丰院·西郡（7-14 栋）。具体情况如下表所示。

表 10 截至 2018 年底高科房产主要在建及拟建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建设周期（年、月）	总投资	总建筑面积	累计完成投资	已累计销售金额	未来预计投资额	
						2019 年	2020 年
湖韵二期	2017.3~2021.3	6.50	12.69	4.16	2.75	1.70	0.51

壹号领域	2017.6~2019.12	4.50	10.00	3.65	2.45	0.85	--
万丰院·西郡 (7-14栋)	2019.10~2020.10	7.31	12.60	--	--		
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>18.31</b>	<b>35.29</b>	<b>7.81</b>	<b>5.20</b>	<b>2.55</b>	<b>0.51</b>

数据来源：公司提供

### 3. 未来发展

未来公司继续立足于园区，仍以土地开发和房屋销售业务为主，主营业务持续性较好；考虑到公司目前待开发土地以及在建房屋销售项目未来投资规模较大，有息债务可能进一步增长。

公司定位为园区发展商，通过管理和运营推动园区的发展，从而分享土地的增值和企业带来的税收。

“一体两翼”是公司中长期的发展战略，即以园区土地开发为主体，以产业化和城市化滚动开发为两翼，通过工业土地的开发，引入企业，聚集人气；以商业土地的开发完善园区的配套服务，实现土地开发收益；同时通过孵化服务和产业投资，深入挖掘园区发展带来的机会，使得公司成为中部地区领先的园区发展商。

土地开发方面，未来公司将继续采取组团或片区的模式提高新马工业园的开发效率，未来仍将以土地开发业务为主；工业厂房及配套开发建设方面，高科发展将重点推进新马金谷和动力谷的工业厂房项目建设；产业投资及孵化服务方面，公司设立湖南园创企业管理服务

有限公司，全面整合孵化、投资、金融、物业管理等服务板块，促进园区持续快速发展。

## 八、财务分析

公司提供了2017~2018年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留审计意见。

截至2018年底，公司合并范围内子公司8家，较上年增加1家，系通过投资新设的株洲高科小额贷款有限公司（以下简称“株洲小额贷款公司”）。该合并范围变化对公司整体财务数据可比性影响小。

### 1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长；资产中存货占比高，对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额460.14亿元，同比增长13.31%，主要系存货、可供出售金融资产和投资性房地产增长所致。资产结构仍以流动资产为主。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	49.18	11.91	46.47	10.10
预付款项	30.11	7.29	33.98	7.38
存货	270.45	65.52	298.34	64.84
<b>流动资产</b>	<b>372.97</b>	<b>90.36</b>	<b>394.80</b>	<b>85.80</b>
可供出售金融资产	9.88	2.39	26.80	5.82
投资性房地产	13.14	3.18	19.82	4.31
在建工程	10.53	2.55	7.16	1.56
<b>非流动资产</b>	<b>39.79</b>	<b>9.64</b>	<b>65.34</b>	<b>14.20</b>
<b>资产合计</b>	<b>412.77</b>	<b>100.00</b>	<b>460.14</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动资产394.80亿元，同比增长5.85%。其中，货币资金46.47

亿元，同比下降 5.51%，其中受限资金 0.19 亿元，系用于担保的定期存款或通知存款；公司预付款项 33.98 亿元，同比增长 12.85%，主要系预付工程费用和拆迁款增加所致；公司存货 298.34 亿元，同比增加 10.31%，主要系土地开发成本和房产开发成本投入增加所致。存货构成同比变化不大；其他流动资产 3.02 亿元，同比下降 73.19%，主要系理财产品回收所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产 65.34 亿元，同比增长 64.21%。其中可供出售金融资产 26.80 亿元，同比增长 171.25%，主要系新增对株洲长银光大新能源汽车产业投资基金的投资 12.12 亿元，对株洲华泰汽车新能源车身制造有限公司的投资 2.45 亿元所致。投资性房地产 19.82 亿元，同比增长 50.80%，主要系株洲汽博园汽车交易中心等未来用于出租的房屋及建筑物增加所致；公司在建工程 7.16 亿元，同比下降 32.00%，主要系株洲汽博园汽车交易中心完工转入投资性房地产科

目所致；持有至到期投资 4.10 亿元，系对东海基金管理有限责任公司和渤海国际信托公司信托资金的新增投资。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 45.18 亿元。其中，货币资金 0.19 亿元，用于存单质押；存货 38.01 亿元，投资性房地产 6.97 亿元，全部用于抵押借款，抵押标的主要为土地使用权和少量房产。

## 2. 资本结构

跟踪期内，公司新发行永续中票带动所有者权益增长；由于公司投资规模较大，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担较重；未来随着在建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

截至 2018 年底，公司所有者权益 180.71 亿元（含少数股东权益 6.19 亿元），同比增长 6.29%，主要系公司新发行 10.00 亿元永续中票所致。

表12 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	20.00	11.76	20.00	11.07
其他权益工具	10.00	5.88	20.00	11.07
资本公积	105.59	62.11	105.59	58.43
未分配利润	24.08	14.16	26.50	14.66
归属于母公司权益	161.88	95.22	174.52	96.57
少数股东权益	8.13	4.78	6.19	3.43
所有者权益合计	170.01	100.00	180.71	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司负债总额 279.43 亿元，同比增长 15.11%，主要系其他应付款、

长期借款和应付债券增长所致。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	8.90	3.67	10.85	3.88
其他应付款	15.33	6.32	23.54	8.42
一年内到期的非流动负债	19.33	7.96	12.62	4.52
<b>流动负债</b>	<b>53.17</b>	<b>21.90</b>	<b>54.69</b>	<b>19.57</b>
长期借款	54.18	22.32	79.54	28.47
应付债券	122.08	50.29	136.22	48.75
专项应付款	6.10	2.51	0.16	0.06

非流动负债	189.59	78.10	224.74	80.43
负债合计	242.75	100.00	279.43	100.00

注：2018年专项应付款金额系根据2017年长期应付款及专项应付款分类标准，从长期应付款明细中拆分得到  
 资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 54.69 亿元，同比增长 2.86%。其中，应付账款 10.85 亿元，同比增长 21.86%，构成主要系应付工程款。随着公司经营规模不断扩大，应付账款规模逐年增长；其他应付款 23.54 亿元，同比增长 53.55%，主要系新增 14.60 亿元株洲长银光大新能源汽车产业投资基金项目诚意金，该项目实际已经退资，待项目公司注销后冲减可供出售金融资产科目中对株洲长银光大新能源汽车产业投资基金和株洲华泰汽车新能源车身制造有限公司的投资；公司一年内到期的非流动负债 12.62 亿元，同比下降 34.69%，系偿还一年内到期的长期借款所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 224.74 亿元，同比增长 18.54%。其中长期借款 79.54 亿元，同比增长 46.79%，主要由抵质押借款构成；公司应付债券 136.22 亿元，同比增长 11.58%，主要系公司发行“18 株洲高科 MTN001”“18 株洲高科 MTN002”和“18 株高 01”所致；公司专项应付款 0.16 亿元，同比大幅下降，主要系债务置换所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 229.43 亿元（其中长期债务占比 94.04%），同比增长 22.41%。受公司长期借款和应付债券规模增长影响，截至 2018 年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别同比上升至 60.73%、54.42%和 55.94%。将公司长期应付款中融资租赁款纳入公司调整后全部债务核算，截至 2018 年底公司调整后全部债务 234.72 亿元，调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 55.02%和 56.50%。考虑到公司所有者权益包含永续中票，公司实际债务规模较大，整体债务负担较重。2019~2021 年，公司分别需偿还 53.45 亿元、55.84 亿元和 89.05 亿元，公司偿债高峰在 2021 年。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入持续增长，但期间费用率有所增长，政府补助对利润总额贡献较大，公司整体盈利能力弱。**

2018 年，公司实现营业收入 23.32 亿元，同比增长 18.02%；同期，公司营业成本增长 28.24%，高于营业收入的增长。营业利润率 14.73%，同比有所下降。

2018 年公司期间费用 1.90 亿元，同比增长 25.57%，主要系职工薪酬、广告宣传、折旧费等增加导致销售费用和管理费用增加所致。公司期间费用率 8.14%，同比有所上升。

2018 年，公司获得的政府补助 1.18 亿元，实现利润总额 2.83 亿元，政府补助对利润总额贡献较大。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.68%和 1.49%，同比有所下降。公司整体盈利能力弱。

### 4. 现金流分析

**跟踪期内，主要受公司土地开发和房产开发投入增长影响，经营活动现金流量净额由正转负，公司对外投资力度大幅提升，为平衡资金需求，公司对外融资规模较大。**

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、与其他单位的往来款和政府补贴资金等。2018年，公司经营活动现金流入33.38亿元，同比增长24.83%，主要系公司收到土地款和房屋销售款增长所致；同期，主要受公司当年业务规模同比增长影响，经营活动现金流出也随之增长。2018年公司经营活动现金流量净额-4.76亿元，由正转负。公司现金收入比109.52%，同比小幅上升，收入实现质量好。

2018年，公司收回投资收到的现金9.67亿元，同比大幅增长，系收回理财产品投资所致；收到其他与投资活动有关的现金3.00亿元，系售后回租融资租赁款3亿元；投资支付的现金

25.40亿元，主要系公司对株洲长银光大新能源汽车产业投资基金、株洲华泰汽车新能源车身制造有限公司、东海基金管理有限责任公司和渤海国际信托公司信托资金等项目的投资款。2018年公司投资活动现金流量净额-19.23亿元，持续净流出状态。

2018年，公司筹资活动现金流入主要系公司通过直接以及间接渠道获得的现金流入，合计87.84亿元；公司筹资活动现金流出主要是当年偿还借款本金支付的现金。公司筹资活动现金流量净额21.75亿元。

#### 5. 偿债能力

**相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，公司短期债务支付能力较好；公司长期偿债能力弱，但考虑到公司获得的外部支持，且间接融资渠道畅通，整体偿债风险很低。**

截至2018年底，公司流动比率721.94%，同比有所上升；速动比率176.38%，同比有所下降。2018年，公司经营现金流动负债比由正转负，为-8.70%，对流动负债保障能力弱。截至2018年底，公司剔除受限后的现金类资产46.37亿元，为短期债务的3.39倍。整体看，公司短期支付能力较好。

2018年，公司EBITDA为3.64亿元；由于公司同期有息债务规模增长较快，调整后全部债务/EBITDA上升至64.42倍。整体看，公司长期偿债能力弱。

截至2018年底，公司获得金融机构授信额度156.11亿元，未使用额度58.36亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年底，公司对外担保金额11.06亿元，担保比率6.12%，同比有所下降，担保比率较低。被担保企业均正常经营，其中有3家国有企业，担保金额9.09亿元，35家民营企业，担保金额1.97亿元，存在一定或有负债风险。

#### 6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额369.57

亿元，同比增长10.78%，主要系预付款项、存货和可供出售金融资产增长所致。其中流动资产占82.61%、非流动资产占17.39%，非流动资产比重略有上升。

截至2018年底，母公司所有者权益合计149.57亿元，同比增长8.95%，主要系公司发行了永续中票所致。其中实收资本占13.37%、资本公积占56.98%、未分配利润占14.65%、其他权益工具（永续中票）占13.37%。

截至2018年底，母公司负债合计220.00亿元，同比增长7.83%，主要系长期借款和应付债券增长所致。其中流动负债占18.88%、非流动负债占81.12%，非流动负债占比略有提升。

2018年，母公司实现营业收入11.72亿元，同比下降14.02%，营业利润率为23.09%；利润总额2.29亿元。

### 九、存续债券偿债能力分析

**截至2019年5月底，公司存续债券余额147.80亿元，一年内到期的应付债券8.26亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来存在一定集中兑付压力。**

截至2019年5月底，公司一年内到期兑付债券偿还本金8.26亿元，包含“PR株高01/14株高科债01”分期本金2.00亿元、“PR株高02/14株高科债02”分期本金2.00亿元、“16高科专项债/16株高孵”分期本金2.26亿元以及“12株高科债”本金2.00亿元。若公司在“17株洲高科MTN001”存续期第5年末行使赎回权，投资者在“17株洲高科PPN001”存续期第3年末不行使回售权选择权，2022年公司将达到存续债券待偿本金峰值61.56亿元（包含“PR株高02/14株高科债02”分期本金2.00亿元、“16高科专项债/16株高孵”分期本金2.26亿元）。截至2018年底，公司剔除受限后的现金类资产46.37亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为33.38亿元、-4.76亿元和3.64亿元，对公司存



续债券保障情况如下表。存续债券的短期偿债压力小，未来存在一定集中兑付压力。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

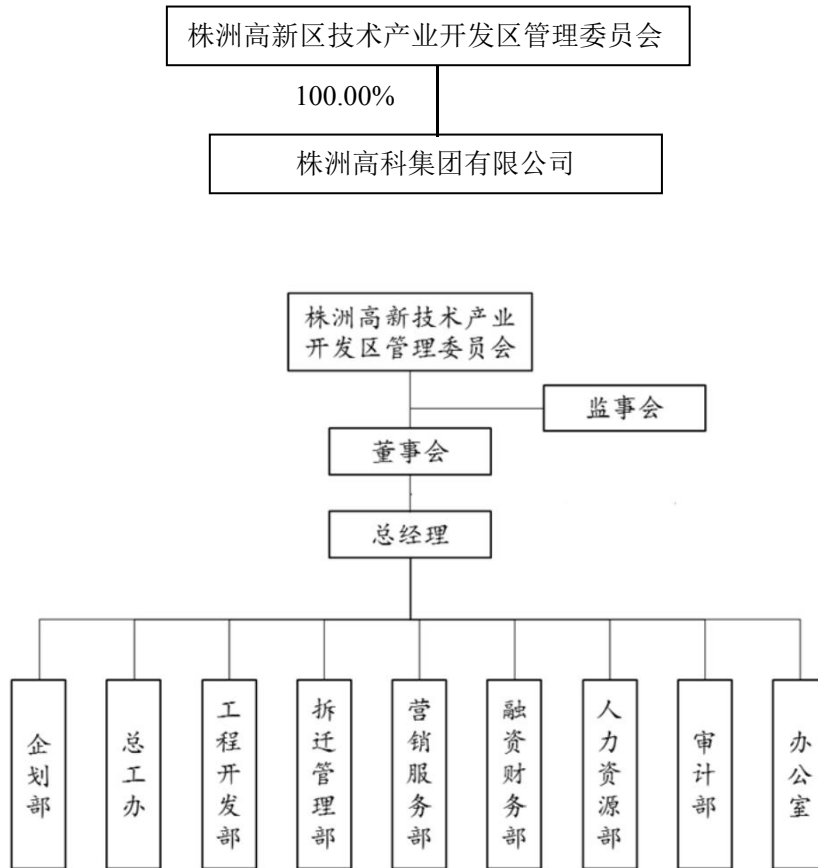
项目	2019年5月
一年内到期债券余额	8.26
未来待偿债券本金峰值	61.56
剔除受限后的现金类资产/一年内到期债券余额	5.61
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.54
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.08
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.06

资料来源：联合资信整理

## 十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“PR株高01/14株高科债01”“PR株高02/14株高科债02”和“16高科专项债/16株高孵”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 附件 1 公司股权结构图及组织结构图



## 附件 2 截至 2018 年底公司合并范围子公司情况

序号	公司名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质	子公司 层级
1	株洲高科发展有限公司	130000.00	100	园区综合开发、创业投资、工业产房及配套物业开发经营等。	一级
2	株洲高科火炬非融资性投资担保有限公司	10000.00	100	非融资担保及咨询服务	一级
3	株洲高科汽车园投资发展有限公司	97232.00	100	土地平整，实业的投资与管理，房屋租赁	一级
4	湖南高科园创企业管理服务股份有限公司	12500.00	100	高科技孵化器基地建设与管理，高科技项目引进与管理	一级
5	株洲高新动力产业投资发展有限公司	5000.00	100	利用自有资金从事产业投资活动及投资管理服务	一级
6	株洲高新时代投资管理有限公司	5000.00	98	实业投资活动；投资项目管理活动；投资咨询服务	一级
7	湖南高科园创能源管理有限公司	2000.00	100	能源管理服务；能源评估服务；能效管理服务；合同能源管理；新能源的技术开发	一级
8	株洲高科小额贷款有限公司	30000.00	100	发放小额贷款、提供财务咨询	一级

资料来源：公司审计报告

## 附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	45.16	49.20	46.57
资产总额(亿元)	358.38	412.77	460.14
所有者权益(亿元)	157.42	170.01	180.71
短期债务(亿元)	27.09	21.38	13.67
调整后短期债务	30.59	21.38	13.67
长期债务(亿元)	135.21	176.26	215.76
调整后长期债务	140.64	180.18	221.05
全部债务(亿元)	162.30	197.64	229.43
调整后全部债务(亿元)	171.23	201.56	234.72
营业收入(亿元)	18.17	19.76	23.32
利润总额(亿元)	3.15	2.92	2.83
EBITDA(亿元)	3.52	3.36	3.64
经营性净现金流(亿元)	-3.67	2.48	-4.76
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	23.34	23.76	21.22
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.07
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05
现金收入比(%)	101.28	103.85	109.52
应收类款项/资产总额(%)	3.31	2.90	2.80
营业利润率(%)	17.52	19.57	14.73
总资本收益率(%)	0.96	0.78	0.68
调整后总资本收益率(%)	0.94	0.77	0.67
净资产收益率(%)	1.92	1.64	1.49
长期债务资本化比率(%)	46.21	50.90	54.42
调整后长期债务资本化比率(%)	47.18	51.45	55.02
全部债务资本化比率(%)	50.76	53.76	55.94
调整后全部债务资本化比率(%)	52.10	54.24	56.50
资产负债率(%)	56.08	58.81	60.73
流动比率(%)	600.85	701.52	721.94
速动比率(%)	140.54	192.83	176.38
经营现金流动负债比(%)	-6.53	4.66	-8.70
全部债务/EBITDA(倍)	46.07	58.87	62.97
调整后全部债务/EBITDA(倍)	48.60	60.04	64.42

注：调整后短期债务=短期债务+其他应付款中有息部分+其他流动负债；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务。

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

## 附件 5 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

## 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变