信用等级公告

联合〔2020〕1934号

联合资信评估有限公司通过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^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
株洲高科集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
16 株汽博园项目 NPB01	AA+	稳定	AA+	稳定
18 株汽博园项目 NPB01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 株汽博园项目 NPB01	3.00 亿元	3.00 亿元	2023/11/3
18 株汽博园项目 NPB01	0.80 亿元	0.80 亿元	2025/8/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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。联合资信也关注到，募投项目自身产生收益规模小，收入不及预期，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，差额补偿人株洲高科集团有限公司（以下简称“高科集团”）需按差额补偿协议正常履行差额补偿义务，联合资信评定高科集团主体长期信用等级为 AA^+，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^+，评级展望为稳定。

优势

1. **募投项目建设运营面临良好外部环境。**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. **差额补偿义务执行力度强以及分期偿还本金条款的设置，提升了两期债券到期偿付安全性。**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，有效提升了两期债券到期偿还的安全性。

第一差额补偿人本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张 宁　黄 焘　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

关注

1. **利息偿还对差额补偿人依赖程度高。**跟踪期内募投项目收入不及预期，利息偿还对差额补偿人依赖程度高。
2. **高科集团土地开发业务现金回流存在一定不确定性。**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。

第一差额补偿人主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	49.20	46.57	33.71
资产总额(亿元)	412.77	460.14	481.19
所有者权益(亿元)	170.01	180.71	184.06
短期债务(亿元)	21.38	13.67	51.72
长期债务(亿元)	176.26	215.76	186.78
全部债务(亿元)	197.64	229.43	238.51
营业收入(亿元)	19.76	23.32	33.81
利润总额(亿元)	2.92	2.83	3.58
EBITDA(亿元)	3.36	3.64	4.70
经营性净现金流(亿元)	2.48	-4.76	9.60
营业利润率(%)	19.57	14.73	12.14
净资产收益率(%)	1.64	1.49	1.80
资产负债率(%)	58.81	60.73	61.75
全部债务资本化比率(%)	53.76	55.94	56.44
流动比率(%)	701.52	721.94	369.73
经营现金流动负债比(%)	4.66	-8.70	9.18
现金短期债务比(倍)	2.30	3.41	0.65
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.23	0.30
全部债务/EBITDA(倍)	32.37	58.87	50.71
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	341.31	369.57	391.95
所有者权益（亿元）	137.27	149.56	151.87
全部债务(亿元)	153.13	178.81	205.66
营业收入(亿元)	13.63	11.72	17.87
利润总额(亿元)	2.74	2.29	2.31
资产负债率（%）	59.78	59.53	61.25
全部债务资本化比率(%)	52.73	54.45	57.52
流动比率（%）	558.22	734.83	463.96
经营现金流动负债比(%)	-13.42	-32.70	7.94

评级历史：

债项简称	债项级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 株汽博园项目 NPB01/18 株汽博园项目 NPB01	AA+	稳定	2019/06/18	张宁、张铖、王中天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 株汽博园项目 NPB01	AA+	稳定	2018/07/30	张宁、张铖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 株汽博园项目 NPB01	AA+	稳定	2016/06/03	陈茜、王妍	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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
2020 年跟踪评级报告

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 3 日起息，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已于 2018 年 8 月 14 日起息，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”及“18 株汽博园项目 NPB01”已按时支付利息。

公司实际控制人株洲高科集团有限公司（以下简称“差额补偿人”或“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

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2019年底，募投项目已投资14.46亿元，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，募集资金已全部使用完毕。

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2019年底募投项目具体情况见下表。

表2　截至2019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）	已竣工
汽车交易会展中心	已竣工
汽车城市展 A 厅	已竣工
汽车城市展 B 厅	已竣工
园区综合服务中心	已完成信息大楼，酒店，员工公寓 2 栋
汽车后市场	已完成二手车市场建设

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、倍）

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，募投项目整体基本完工，由于募投项目处于培育期，出租率未达到预期状态，2019年仅实现营业收入349.05万元（主要为租金收入），低于预期收入测算值，2020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2019年底，中国的汽车保有量达2.60亿辆，相较上年底增长8.83%。其中，新能源汽车保有量达381万辆。截至2019年底，全国新能源汽车保有量达381万辆，占汽车总量的1.46%，与2018年底相比，增加120万辆，增长46.05%。其中，纯电动汽车保有量310万辆，占新能源汽车总量的81.19%。新能源汽车增量连续两年超过100万辆，呈快速增长趋势。

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

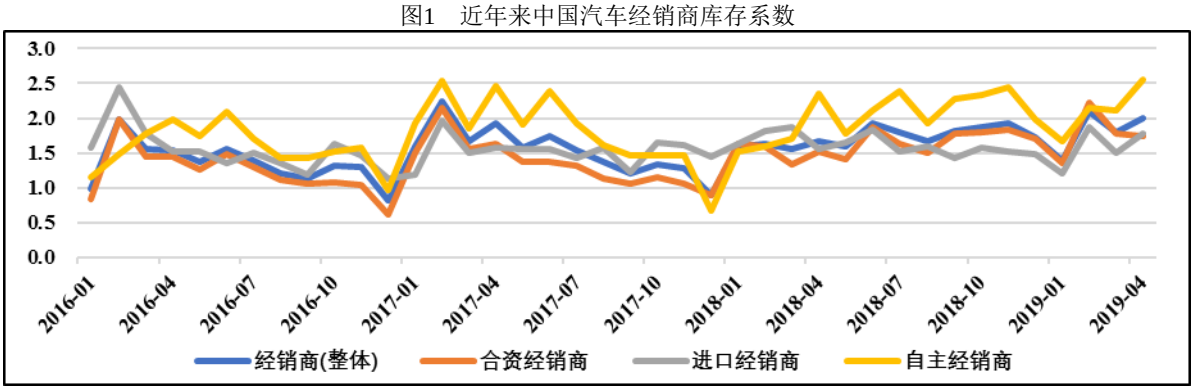
2019年1－4月，中国汽车销量为835.33万辆，同比下降12.12%，降幅比1－3月扩大0.80个百分点。其中，乘用车销量683.76万辆，同比下降14.65%，降幅较1－3月扩大0.93个百分点，轿车、SUV和MPV销量同比分别下降12.56%、15.77%和24.24%；商用车销量151.58万辆，同比增长1.49%，增速比1－3月下降0.73个百分点，客车和货车销量的同比变动率分别为-2.96%和1.94%。新能源汽车实现销量36.00万辆，同比增长约60%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为27.76万辆和8.22万辆，同比增长约65%和44%。

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	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%。 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。 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。	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。 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。 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。 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。
外商投资负面清单发布	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。 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。”	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。
汽车整车和零部件关税下调	《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%。	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。 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。 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。

双积分	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%。 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。	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。 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。
商业车险费率改革	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。 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保险公司报送商业车险手续费率。	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。
新能源补贴出台新政	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。 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，续驶里程 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 及以上的车型按 1 倍补贴。 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。	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。 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。 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。
车辆购置税立法	《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。 《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）。 《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。	《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。 《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定仍通过《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。
国六标准提前实施	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本国六（b）限值要求。 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。	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。 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。

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，为公司创造了良好的外部环境。

根据《株洲市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年，株洲市地区生产总值 3003.13 亿元，按可比价计算，较上年增长 7.90%，高于全国平均水平 1.80 个百分点。其中，第一产业增加值 220.70 亿元，增长 3.30%；第二产业增加值 1358.70 亿元，增长 8.80%，其中，工业增加值增长 8.60%，建筑业增加值增长 10.30%；第三产业增加值 1423.70 亿元，增长 7.30%。全市三次产业结构由 2018 年的 7.1：43.7：49.2 调整为 7.3：45.2：47.5。2019 年末城镇化率为 67.91%。全市居民人均可支配收入 37100 元，较上年增长 9.30%。

2019 年株洲市固定资产投资较上年增长 12.20%。从产业看，第一产业固定资产投资增长 23.8%；第二产业增长 28.5%；第三产业增长 2.8%。

2019 年，株洲市地方一般公共预算收入完成 200.90 亿元，较上年增长 6.10%。其中，税收收入 133.50 亿元，非税收入 67.50 亿元。全市一般公共预算支出 526.10 亿元，增长 2.27%。2019 年株洲市财政自给率 38.19%，财政平衡能力较弱。全市政府性基金预算收入完成 297.40 亿元，增长 27.20%；全市政府性基金支出 252.20 亿元，增长 28.70%。

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 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年高新区地区生产总值 462.90 亿元，同比增长 11.10%，增幅分别快于国家、省、市 5 个百分点、3.5 个百分点、3.2 个百分点，增速居全市第一。其中第一产业增加值增长 3.0%；第二产业增加值增长 15.40%；第三产业增加值增长 7.30%，增幅快于 GDP2.2 个百分点。全年三次产业比重为 2.6：41.6：55.9，分别对 GDP 增长贡献率为 0.6%、66.1%和 33.3%，其中二产业贡献率超过 60%以上，远高于其他产业。GDP 总量占株洲市比重 15.4%；高新技术产品增加值占地区生产总值比重达到 39.6%；园区规模工业占全部规模工业比重 99.9%。

2019 年高新区全年固定资产投资增长 2.4%，其中公有制经济投资下降 24.10%，非公有制经济投资增长 14.50%。其中：产业投资增长 43.70%，高于全市平均水平 10.70 个百分点；高新技术产业投资增长 104.70%，占产业投资比重 17.6%、民生工程投资增长 41.70%、工业投资增长 8.1%、工业技改增长 15.30%，占产业投资比重 34.30%；房地产开发项目投资同比增长 0.10%，占全部投资的 45.20%。

2019 年，高新区一般公共预算收入完成 83.70 亿元，增长 2.10%，其中税收收入 73.60 亿元，同比增长 2.50%；全区完成一般公共预算支出 59.80 亿元，增长 12.80%。天元区政府自给率为 139.97%，财政平衡能力强。

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，公司注册资本及实收资本均为 4.50 亿元。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至2019年底，公司资产总额14.67亿元，较上年底增长18.27%。截至2019年底，公司货币资金81.09万元，较上年底下降96.28%；存货0.87亿元，较上年底减少7.19亿元，主要系在建项目转入投资性房地产以及固定资产所致；公司投资性房地产7.59亿元，较上年底增长92.35%；固定资产大幅增长至6.00亿元，较上年底增长5.99亿元。

截至2019年底，公司所有者权益3.97亿元，较上年底略有下降。截至2019年底，公司负债总额10.70亿元，较上年底增长27.14%，主要来自于应付账款以及其他应付款的增长。

2019年，公司实现营业收入349.05万元（主要为租金收入）；2019年，期间费用为1413.11万元，同比增长24.52%，公司利润总额-0.32亿元。

截至2019年底，公司无对外担保。

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2019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，并且在政府补贴等方面获得了政府的持续支持。

截至2019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9家一级子公司。

截至 2019 年底，高科集团资产总额合计 481.19 亿元，所有者权益 184.06 亿元（其中少数股东权益 8.25 亿元）；2019 年，高科集团实现营业收入 33.81 亿元，利润总额 3.58 亿元。

2019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，债务规模不断增长，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 2020 年 6 月 23 日出具的《株洲高科集团有限公司 2020 年跟踪评级报告》，高科集团主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

2. 高科集团对两期债券的保障能力

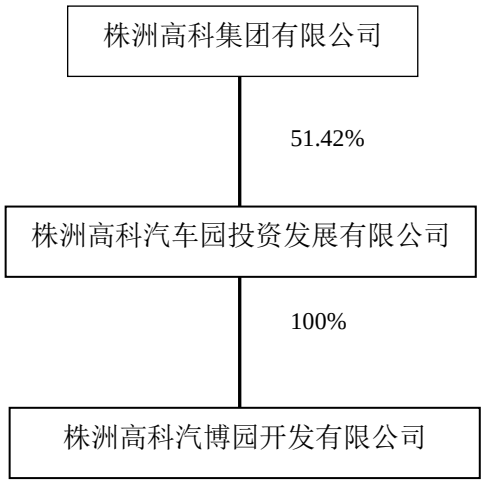
2019 年，高科集团经营活动产生的现金流入量为 58.53 亿元，是“16 株汽博园项目 NPB01”募集资金的 19.51 倍，是“18 株汽博园项目 NPB01”募集资金的 73.17 倍，现金流入量对两期债券的覆盖倍数很高。EBITDA 为 4.70 亿元，是“16 株汽博园项目 NPB01”募集资金的 1.57 倍，是“18 株汽博园项目 NPB01”募集资金的 5.88 倍，覆盖程度较高。同时，两期债券均设置了分期偿还本金的条款，分散了集中偿付本金的压力。总体看，高科集团对“16 株汽博园项目 NPB01”和“18 株汽博园项目 NPB01”两期债券的偿债保障能力很强。

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^+，评级展望为稳

定。

附件 1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 2 《株洲高科集团有限公司 2020 年跟踪评级报告》

附件 3-1　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

附件 3-2　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。

附件 3-3　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