

信用等级公告

联合[2018] 2182 号

联合资信评估有限公司通过对 2018 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券信用状况进行综合分析和评估, 确定 2018 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月三十日



2018年第一期株洲汽车博览园 汽车贸易板块项目收益债券信用评级报告

评级结果:

差额补偿人信用等级: AA⁺

本期债券信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2018年7月30日

项目收益债概要

项目收益债名称	2018年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券
募集资金规模	0.80亿元
发行期限	7年
还本付息方式	每年付息一次,第4、5、6、7个计息年度末分别按本期债券发行总额的25%、25%、25%和25%的比例偿还本金。
信用增级	本期债券由株洲高科集团有限公司承担差额补偿责任。
项目实施主体	株洲高科汽博园开发有限公司

差额补偿人财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	39.48	45.16	49.20
资产总额(亿元)	314.02	358.38	412.77
所有者权益(亿元)	137.48	157.42	170.01
短期债务(亿元)	18.11	27.09	21.38
长期债务(亿元)	113.69	135.21	176.26
全部债务(亿元)	131.79	162.30	197.64
营业收入(亿元)	17.66	18.17	19.76
利润总额(亿元)	3.20	3.15	2.92
EBITDA(亿元)	3.43	3.52	3.36
经营性净现金流(亿元)	-11.63	-3.67	2.48
营业利润率(%)	21.94	17.52	19.57
净资产收益率(%)	2.24	1.92	1.64
资产负债率(%)	56.22	56.08	58.81
全部债务资本化比率(%)	48.94	50.76	53.76
流动比率(%)	509.27	600.85	701.52
经营现金流流动负债比(%)	-19.61	-6.53	4.66
全部债务/EBITDA(倍)	38.44	46.07	58.87

分析师

张宁 张钺

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对“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“本期债券”)的评级反映了株洲汽车博览园汽车贸易板块项目(以下简称“募投项目”)选址具有一定区位优势,债券存续期内募投项目收益对本期债券本息覆盖程度较好,同时本期债券募集资金采取封闭管理方式,项目收益流入流出均有严格监管,信息披露要求严格,可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到,本期债券募投项目目前仍处于建设前期,预期收益可能会受到项目建设或运营期风险影响;且在项目建设阶段,项目实施主体株洲高科汽博园开发有限公司自身产生收益规模小,利息支付对外部支持依赖程度较高。

本期债券偿债资金来源为募投项目自身收益,根据预测,本期债券存续期内的项目收益现金流入量对债券本息偿还覆盖程度较好。同时,本期债券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”)有义务在差额补偿协议正常履行的情况下按约定履行差额补偿义务。差额补偿人为项目实施主体的实际控制人,差额补偿义务执行力度较强。联合资信评定高科集团的主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,高科集团偿债能力较强,能有效提升本期债券到期偿还的安全性。总体看,本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 本期债券募投项目所在地为株洲国家级高新区内,具有一定的区位优势和产业集群优势。
2. 项目实施主体已与湖南津湘投资有限责任

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

公司签订了租赁承包合作框架协议，募投项目收入得到一定程度的保障。

3. 高科集团系本期债券差额补偿人，差额补偿义务执行力度较强，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。
4. 本期债券募集资金采取封闭管理方式，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 项目建设过程中的施工进展、建设资金的筹措和施工安全等因素对项目如期完工影响较大。目前，募投项目建设进度有所滞后。
2. 在项目建设阶段，项目实施主体自身产生收益规模小，且第二年实际产生的现金流远低于预测值，利息偿还对外部支持依赖程度较高。
3. 本期债券的还本付息主要依靠募投项目的运营收入，其中汽车后市场房屋的销售收入易受市场价格影响，未来收入情况具有一定不确定性。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2018 年第一期株洲汽车博览园 汽车贸易板块项目收益债券信用评级报告

一、本期债券概况

1. 基本概况

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投资、建设及运营服务。公司于 2016 年注册 10 亿元规模项目收益债，已于 2016 年发行 3 亿元“16 株汽博园项目 NPB01”；公司计划于注册额度内发行 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“本期债券”），募集资金 0.80 亿元，发行期限 7 年，募集资金计划全部用于株洲汽车博览园汽车贸易板块项目（以下简称“募投项目”）投资建设。

本期债券按年付息，分次还本，从第 4 个计息年度开始按本期债券发行总额 25% 的比例偿还本金。

本期债券设置差额补偿机制，株洲高科集团有限公司（以下简称“高科集团”）承担差额补偿责任。差额补偿责任包括：（1）支付本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；（2）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本期债券当期本息时，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期债券剩余本金、利息以及提前兑付补偿金时，由差额补偿人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。

2. 本期债券基本要素

本期债券参与方如下表所示：

表 1 本期债券基本要素

名 称	内 容
1 项目收益债名称	2018 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券
2 项目实施主体	株洲高科汽博园开发有限公司
3 募投项目	株洲汽车博览园汽车贸易板块项目
4 募集规模	0.80 亿元
5 期限	7 年
6 还本付息方式	每年付息一次，第 4、5、6、7 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 25%、25%、25% 和 25% 的比例偿还本金。
7 信用增级	株洲高科集团有限公司作为本期债券的差额补偿人
8 主承销商/债权代理人	海通证券股份有限公司
9 托管人	中央国债登记结算有限责任公司
10 监管人	长沙银行股份有限公司科技支行
11 项目可行性研究报告编制单位	长沙金智工程咨询有限公司
12 项目收益与现金流评估机构	深圳市世联土地房地产评估有限公司成都分公司
13 法律顾问	湖南启元律师事务所
14 信用评级	联合资信评估有限公司

资料来源：联合资信整理

3. 本期债券概况

（1）募集资金现金流

本期债券面向机构投资者非公开发行。本期债券的募集资金将划入公司设立的募集资金使用专户，该账户由长沙银行股份有限公司科技支行（以下简称“监管银行”）监管，募集资金用于株洲汽车博览园汽车贸易板块项目投资建设。

（2）偿债资金现金流

本期债券还本付息的首要资金来源是本期债券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。本期债券募投项目产生的运营收入将全部划入项目收入归集专户，该账户由监管银行监管。同时按照约定，公司应将全部项目收入从项目收入归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。

株洲高科集团有限公司（以下简称“高科集团”或“差额补偿人”）是本期债券的差额补偿人，对本期债券的差额补偿承担连带责任，包括：支付本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本期债券当期本息时，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。

二、行业及区域环境分析

1. 汽车行业概况

汽车制造行业具有产业集中度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，受城镇化以及国民消费升级等因素的拉动，中国汽车销量持续增长，但增速呈周期性波动。2017年，中国汽车产销规模已连续9年蝉联全球第一，产销量分别为2994.20万辆和2887.89万辆，同比分别增长3.20%和3.04%，增速较上年大幅回落，重新步入低速增长。

2017年，中国乘用车市场累计完成销量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。分车型看，轿车累计

销售1184.80万辆，同比下降2.48%；SUV累计销售1025.27万辆，同比增长13.33%，成为年内唯一增长的车型；MPV和交叉型乘用车销售规模偏小，销量降幅接近20%。分排量看，1~1.6升排量汽车累计销售1688.92万辆，同比下降1.40%；1.6~2升排量销售612.99万辆，同比增长11.47%，增幅同比推高（轿车以及二轮、四轮驱动SUV销量均稳中有升）；排量低于1升或超过2升的汽车规模小但销量波动较大。分国别看，中国品牌乘用车共销售1084.67万辆，同比增长3.02%，占乘用车销售总量的43.88%，占有率同比提升0.69个百分点；德、日、美、韩、法系乘用车销量分别占乘用车销售总量的19.62%、17.01%、12.30%、4.63%和1.84%，与上年相比，韩系和法系品牌销量均有明显下降（2016年两者销量份额分别为7.35%和2.64%），其他外国品牌均呈增长态势，日系品牌增长最明显。

2017年，中国商用车市场销量达416.06万辆，同比增长13.95%，增速较上年增加8.15个百分点。分车型看，货车累计销售363.34万辆，同比增长16.91%，增速进一步推升，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；客车累计销售52.72万辆，同比略有下降2.98%，主要源于城市、长途用中型客车以及城市、旅游用轻型客车的销量削减。

表2 2016~2017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

数据来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆。

表 3 2016~2017 年中国乘用车（国内制造）分排量销量及同比（单位：万辆、%）

年份	排量≤1 升	同比	1 升<排量≤1.6 升	同比	1.6 升<排量≤2.0 升	同比	2.0 升<排量≤2.5 升	同比	2.5 升<排量	同比
2016	39.23	-0.77	1712.85	21.68	549.94	7.77	87.20	-24.21	11.85	2.60
2017	13.48	-65.64	1688.92	-1.40	612.99	11.47	70.04	-19.67	7.90	-33.28

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

新能源汽车方面，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 年累计销量达 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。纯电动车和插电式混合动力车两个细分领域的体量存在明显差距，前者实现销量 65.20 万辆，后者实现销量 12.50 万辆；新能源客车累计销售超过 8 万辆，同比出现下降。其中 1~5 月销量大幅下滑，6 月起市场呈现复苏。

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 124.68 万辆汽车整车，同比增长 15.77%；进口金额 510.30 亿美元，同比增长 13.54%；主要进口品种中，轿车和越野车进口量呈较快增长，小型客车增速略低。同年，汽车整车累计出口 106.38 万辆，同比增长 31.37%；出口金额 140.57 亿美元，同比增长 23.05%；主要出口品种中，轿车出口增速同比大幅提升，载货车出口结束上年的下降态势，呈一定增长，客车出口增速同比有所减缓。目前，平行进口试点工作的推进一定程度上拓展了进口汽车产品的供给范围，丰富消费者购车选择的同时，也促进了进口汽车市场、尤其是中高端进口汽车市场的竞争。在此背景下，若中国对部分美国进口商品加征关税政策执行（2018 年 4 月 4 日，美国政府发布加征关税的商品清单，将对中国输美的 1333 项、500 亿美元的商品加征 25%的关税。随后，中国政府做出反制，对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为 25%，涉及 2017 年

中国自美国进口金额约 500 亿美元。具体实施日期将视美国政府对商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会另行公布。），进口整车的关税成本将难以全部转移至消费端，对进口品牌厂商、经销商的利润空间形成压力。

2018 年一季度，中国汽车产销分别完成 713.10 万辆和 718.27 万辆，前者同比回落 2.60%，后者同比增长 2.79%。其中，乘用车完成销量 610.00 万辆，同比增长 2.56%（上年同期增速为 4.63%）；商用车完成销量 108.27 万辆，同比增长 4.06%（上年同期增速为 22.85%），增速较上年同期进一步回落。

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，6 月达到 1.75 的高点后逐步回落，至 9 月降至 1.21（略高于上年同期的 1.13），之后由于购置税优惠即将到期等可能利好需求的因素，经销商多于 10 月补充了库存，10~11 月库存系数有所回升，12 月再度回落至 0.90 的低点（略高于上年同期的 0.82）。2015~2017 年，汽车经销商库存系数的年度平均值（按“月度库存系数之和/12”计算）分别为 1.53、1.35 和 1.53，2016 年位于低位，随着市场增速回落，2017 年库存系数有所回升；从品牌角度分析，近三年，合资品牌库存系数在多数月份低于自主品牌库存系数，前者的年度均值分别为 1.33、1.23 和 1.35，后者均值分别为 1.74、1.57 和 1.80，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

行业集中度方面，汽车生产企业集中度高，汽车销量排名前 10 名的企业集团销量合计为 2556 万辆，同比增长 3.2%，高于行业增

速 0.2 个百分点，占汽车销售总量的 88.5%；汽车经销行业集中度相对较低，2016 年（暂未公开披露 2017 年数据），汽车经销商百强企业整车销量合计 783 万辆，占汽车销量总量的 27.9%。其中，前十名销量合计 293 万辆，占销量总量的 10.5%。近年来，汽车经销企业一方面通过并购来弥补自身在品牌覆盖、地域布局等方面的不足，在采购、售后、资源的配置上形成规模效应，未来行业集中度有望进一步提升；另一方面，由于新车销售业务毛利率偏薄，企业纷纷延伸产业链，加大投入于汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等盈利能力较强的汽车后市场业务，随着中国汽车保有量基数逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

表 4 2016~2017 年中国前十大汽车生产企业销量
(单位: 万辆)

排名	2017 年		2016 年	
	公司	销量	公司	销量
1	上汽	691.64	上汽	647.16
2	东风	412.07	东风	427.67
3	一汽	334.60	一汽	310.57
4	长安	287.25	长安	306.34
5	北汽	251.20	北汽	284.67
6	广汽	200.10	广汽	164.92
7	吉利	130.52	长城	107.45
8	长城	107.02	吉利	79.92
9	华晨	74.57	华晨	77.44
10	奇瑞	67.27	奇瑞	69.85

资料来源：中国汽车工业协会

表 5 2017 年中国汽车经销商集团前十名企业
(单位: 亿元、万辆)

排名	集团名称	营业收入	销量
1	广汇汽车服务股份公司	1354.22	91.50
2	中升集团控股有限公司	715.99	32.80
3	利星行汽车	661.77	15.75
4	庞大汽贸集团股份有限公司	660.09	52.18
5	上海永达控股（集团）有限公司	559.89	17.26
6	国机汽车股份有限公司	505.85	17.07
7	恒信汽车集团股份有限公司	442.84	24.12

8	大昌行集团有限公司	399.57	8.33
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	363.94	23.20
10	中国正通汽车服务控股有限公司	315.19	10.56

注：上表中销量包含二手车销量

资料来源：中国汽车流通协会

总体看，2017 年以来，“购买 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半”政策的“退坡”（2015 年 10 月起实施，2017 年 1 月起调整购置税率为 7.5%）抑制了小排量车的快速增长，乘用车增速大幅回落，价格指数水平整体优于上年，8 月后逐步回落；而在国内房地产开发投资增速回升、大宗商品价格回升、物流需求持续的综合作用下，货车市场强势回升，但下半年销量增速已体现回落态势，新能源汽车延续高速增长。汽车经销企业为提升盈利能力，加大投入于汽车后市场。

2. 行业政策

2017 年的市场态势受政策影响较为显著。一方面，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 1.6 升（含）以下车型的销售，乘用车市场增速大幅回落。另一方面，2017 年内新出台多项政策，主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域（如下表），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，该等政策的影响将延续至 2018 年。

表6 2017年内汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述	政策影响
新能源汽车推广应用财政支持将逐步“退坡”	2015年4月，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委发布《关于2016~2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，提出“2017~2018年在2016年基础上下降20%，2019~2020年在2016年基础上下降40%”。2016年末，四部委再度发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，提出设置中央和地方补贴上限，其中地方财政补贴（地方各级财政补贴总和）不得超过中央财政单车补贴额的50%。
免征新能源汽车车辆购置税政策延续	2017年12月26日，财政部、税务总局、工信部、科技部联合发布公告，自2018年1月1日至2020年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税；对免征车辆通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（下称“《目录》”）实施管理，2017年12月31日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。
乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理	2017年9月27日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《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》（下称“《办法》”），自2018年4月1日起施行。 《办法》共八章、四十条，主要包括建立积分核算制度和积分管理平台、明确积分核算方法、有条件地放宽小规模企业的燃料消耗量达标要求、设立新能源汽车积分比例要求的门槛、实行积分并行管理以及完善监督管理制度等内容，并规定了企业若未能按照积分管理要求及时将负积分抵偿归零，可能面临的处罚。 《办法》是在近年出台的《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和新能源汽车推广应用等支持政策的基础上实行积分并行管理，促进了节能和新能源汽车产业协同发展。并且考虑到小规模企业短期内规模效益难以体现，降耗难度大，对小规模提升节能技术水平、拓展生存空间提供一定缓冲时间，同时，新能源汽车正积分交易的自由度较高，在“补贴退坡”环境下，为新能源企业提供新“收益渠道”，并鼓励传统燃油汽车厂商进入新能源汽车产业。 若未按《办法》规定完成达标，乘用车企业在年度生产计划、新产品推出等方面均会受到限制。 值得关注的是，《办法》未对积分转让的定价做出规定，也未对在积分交易中的潜在不合理行为作出处罚规定。
四部委就2016年度、2017年度乘用车企业平均燃料消耗量管理工作提出具体要求	2017年11月2日，工信部、商务部、海关总署、质检总局发布《关于2016年度、2017年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知》（下称“《通知》”），尽管《办法》于2018年4月1日开始实施，但针对2016~2017年度的企业平均燃料消耗量管理，《通知》仍提出了明确的抵偿要求。 《通知》确定了乘用车企业2016年度、2017年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分的核算方法，并要求相关企业对2016年度、2017年度平均燃料消耗量负积分进行抵偿，同时提出“2013~2016年企业平均燃料消耗量正积分每向后结转一次，均需乘以80%的比例，结转有效期不超过3年；2016年的新能源汽车正积分可以等额结转1年”。 《通知》表示对2016年之前的燃料消耗量负积分不做考虑和处罚，但2013~2015年的燃料消耗量正积分可以向后结转，能够适度缓解企业的积分压力。 《通知》对2016~2017年的负积分提出了抵偿要求，且2016年的新能源积分可以等额结转，市场可能会迎来首批新能源积分交易，届时应对于具体的执行案例、评价标准等予以关注，进而对后续的操作改进提供指导。 值得关注的是，从公示的2016年乘用车企业平均燃料消耗量情况看，未达标企业既包括国内乘用车企业、也包括进口乘用车企业，国内汽车企业已纷纷布局新能源市场，而部分进口汽车企业由于豪华、超豪华品牌因自身大排量产品较多等原因存在达标难度或达标压力，未来可能通过调整产品结构、提升降耗投入、进行积分交易等方式来应对监管压力。
商务部颁布《汽车销售管理办法》	《汽车销售管理办法》（商务部令2017年第1号文，下称“《办法》”）于2017年4月正式颁布，自7月1日起实施；《汽车品牌销售管理实施办法》（下称“《旧办法》”）同时废止。新《办法》包括总则、销售行为规范、销售市场秩序、监督管理、法律责任、附则等6章共计37条，核心在于规范市场中参与各方的权责及约束。 相对于旧《办法》，新《办法》在法规名称、适用范围、授权制度和期限、销售及售后服务、供应商对经销商禁止实施行为等多方面做出了调整，并新增鼓励共享、节约型汽车销售的条款。 新《办法》在保障消费者权益的基础上，放宽市场准入，推动销售、售后分离，提倡资源共享，降低经销商的投资门槛和营运开支，促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”，鼓励尝试营销新模式，行业集中度和运行效率有望进一步提升。 但同时也应关注到，非授权经销商的运营水平和服务质量仍有待提高，运作成熟的“以4S店为标志的品牌授权经营模式”可能仍是市场主要业态；经销商虽被松绑，但新制度下的多元化发展将引入更多竞争、加速优胜劣汰，初期也会出现抬升流转成本、非合理竞争的短期行为，厂商和监管机构应在新《办法》的宏观框架下，对经销群体加强合同约定、举报和监督，进而达到“发展共享型、节约型、社会化的汽车销售和售后服务网络”的目标。

数据来源：联合资信整理

三、本期债券募投项目情况

1. 项目实施主体

本期债券的项目实施主体为株洲高科汽车园投资发展有限公司（以下简称“投资公

司”）设立的株洲高科汽博园开发有限公司（法人独资），高科集团直接和间接合计持有投资公司股权比例为51.42%，为投资公司的控股股东。截至2017年底，投资公司实际控制人为高科集团。

截至2017年底，公司注册资本4.50亿元，

实收资本 4.20 亿元，投资公司将于 2018 年底之前缴足剩余 0.30 亿元注册资本。

公司经营范围：房地产开发、经营；物业管理；房地产信息咨询；建筑材料、金属材料、五金交电、一般劳保用品销售。

2017年底，公司资产总额10.41亿元，同比增长43.75%，主要系公司新建株洲市汽车交易中心增加在建工程3.31亿元所致。2017年底，公司存货4.26亿元，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0.44亿元，系完工的房屋建筑物。

2017年底，公司所有者权益4.12亿元，同比下降1.43%，主要系项目处于建设期，公司亏损所致。2017年底，公司负债总额6.30亿元，同比增长105.19%，主要系与高科集团和投资公司的内部往来款增加所致。

2017年，公司实现营业收入126.28万元（主要为租金收入）；公司开始进行广告费、展览费、宣传费等前期投入，2017年期间费用为568.85万元，同比大幅增长168.54%，公司利润总额-598.84万元。

截至2017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。

2. 项目概况

本期债券的募投项目为株洲汽车博览园汽车贸易板块，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”¹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（正在施工建设中），西临一汽大道，东至北汽大道）。

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。主要建筑物包括汽车文化广场（汽车博物馆）中包含2栋2F博物馆；汽车交易会展中心包含1栋3F展厅；汽车城市展厅A厅中包含2栋3F展厅；汽车城市展厅B厅中包含3栋3F展厅；汽车后市场中包含13栋3F商业楼；园区综合服务中心中包含1栋21F酒店、1栋16F办公楼、1栋4F和1栋3F综合服务配套中心和1栋3F商业楼。

募投项目总用地面积 343226.7 m²（合 515.35 亩）。其中代征道路面积 88540.7 m²，项目净用地面积 254686 m²（约 382.42 亩）；规划总建筑面积 352380 m²、汽车文化广场 12000 m²、汽车交易会展中心 24000 m²、汽车城市展厅 A 厅 10000 m²、汽车城市展厅 B 厅 29510 m²、汽车后市场 210828 m²、园区综合服务中心 66042 m²。

表7 募投项目可租售面积（单位：平方米）

序号	物业类型	可租面积	可售面积
1	汽车文化广场（汽车博物馆）	12000	12000
2	汽车交易会展中心	24000	24000
3	汽车城市展 A 厅	10000	10000
4	汽车城市展 B 厅	29510	29510
5	酒店	23328	23328
6	办公大楼	17696	17696
7	配套服务中心	7688	7688
8	商业楼	17330	17330
9	汽车后市场	210828	210828
	合计	352380	352380

资料来源：《株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益及现金流评估专项意见报告》（世联估字CD2015Z110006号）

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%。第一期发行3.00亿元（即“16株汽博园项目NPB01”），占总投资的18.26%；本期计划发行0.80亿元，占总投资的4.87%。

截至2018年4月底，募投项目已累计投资8.96亿元，主要构成板块建设进度如下表，整体建设进度约60%，因建设资金筹措较慢，与预期建设进度70%相比有所滞后。

¹ 包括汽车商贸与物流区 2540 亩、汽车文化博览和运动区 900 亩、汽车研发与商务区 700 亩、商业与居住配套区 1500 亩。

表8 2018年4月底募投项目建设进度（单位：万元）

项目名称	已投资金	建设进度
汽车文化广场（汽车博物馆）	19130.42	C 馆网架施工完成。
汽车交易会展中心	18627.19	A 馆进入验收阶段。
汽车城市展 A 厅	6129.07	A 厅已验收。
汽车城市展 B 厅	4137.03	B 厅进入外墙装饰阶段。
园区综合服务中心	30165.52	信息大楼、1 号公寓进入收尾阶段，酒店完成二层砌筑，2 号公寓完成 13 层。
汽车后市场	11453.77	二手车交易中心进入验收阶段。

资料来源：公司提供

3. 合理性和合规性

项目合理性

株洲汽车博览园位于株洲湘江下游，与湘潭交界，项目按“产城一体”的理念规划，包括产业区、生态区、生活和服务用地三个部分。本项目拟开发土地地处商务区，是汽车博览园

最具开发价值潜力的区域。

随着汽车使用环境的逐渐优化，汽车消费政策的日益改善，城镇居民家庭汽车普及率将大幅度提高。目前株洲没有专业的大型汽车交易市场，购车客户为购置满意的车辆，必须在全市区分散的汽车销售点之间来回奔波，汽博园项目将零散资源整合，形成产业集群带来规模经济效益。

株洲汽车博览园是株洲高新区的重点项目，株洲市政府将借助汽车博览园的建设，打造一个汽车整车及零配件的专业市场。该项目被高新区视为推动区域经济发展的重要措施，通过市场带动相关制造业与辅助行业的发展，包括物流中心、酒店、餐饮娱乐等，必将有力地带动高新区区域经济的快速发展。

项目合规性

本期债券募投项目已获得相关部门批复，具体情况如下表所示。

表9 本期债券募投项目相关批复文件

时间	文件名称	发文机关
2015 年 7 月 14 日	株洲市发展和改革委员会关于株洲汽车博览园汽车贸易板块项目备案的通知（株发改备〔2015〕66 号）	株洲市发改委
2015 年 7 月 14 日	项目环境批复意见（株天环备〔2015〕47 号）	株洲市环境保护局高新技术产业开发区分局
2015 年 7 月 30 日	《株洲汽车博览园汽车贸易板块建设项目用地预审意见》（株国土资预审〔2015〕205 号）	株洲市国土资源局
2015 年 11 月 19 日	建规（地）字第株规用〔2015〕0073 号	株洲市规划局
2016 年	株国用〔2016〕第 A0008 号、株国用〔2016〕第 A4006、A4007 号文件及《建设用地规划许可证》（建规（地）字第株规用〔2016〕0004 号、0005 号、0105 号）、《建设工程规划许可证》（建规（建）字第株规建〔2016〕0027 号）	株洲市国土资源局、株洲市规划局
2017 年	湘 2017 株洲市不动产权第 0007258 号、湘 2017 株洲市不动产权第 0014264 号（均为出让地）	株洲市国土资源
2017 年	《建设用地规划许可证》（建规（地）字第株规用〔2017〕0025 号）	株洲市规划局
2017 年	《建筑工程施工许可证》（编号 430200201701220101A）、《建筑工程施工许可证》（编号 430200201701040101A）	株洲高新技术产业开发区开发建设局

资料来源：公司提供

总体看，本期债券募投项目符合国家政策支持导向。

四、本期债券募投项目收益预测

1. 项目收益预测

本期项目收益债收益预测依据长沙金智工程咨询有限公司出具的《株洲汽车博览园汽

车贸易板块项目可行性研究报告》（以下简称“《可行性研究报告》”）。

项目工程建设期3年，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，占比60.86%。本项目的财务预测基于以下条件：项目计算期为12年（含建设期3年）。

项目收入预测

募投项目收入来源于租金收入、销售收入和物业管理收入三部分，根据《可行性研究报告》，项目年均收入为2.51亿元。

(1) 租金收入

项目出租物业包括汽车文化广场（汽车博物馆）、汽车交易会会展中心、汽车城市展厅AB厅、园区综合服务中心、汽车后市场。其中：

汽车文化广场（汽车博物馆）、汽车城市展厅AB厅于计算期第2年下半年开始对外出租，第一年的出租率为40%、第二年的出租率为80%、第三年满负荷。汽车文化广场（汽车博物馆）第一年（建设期第2年）的租金为360元/m²、汽车城市展厅AB厅第一年的租金为480元/m²、之后每年均按照5%~8%的比例增长。

园区综合服务中心于计算期第3年开始对外出租，第一年的出租率为40%、第二年的出租率为80%、第三年满负荷。园区综合服务中心第一年租金价格为360元/m²、汽车后市场租金价格为540元/m²、之后每年均按照5%~8%的比例增长。

汽车后市场于计算期第3年开始对外出租，第一年出租率为40%、第二年为60%、第三年为60%、第四年为40%、第五年及以后均为20%。租金价格为540元/m²，之后每年均按照5%~8%的比例增长。

汽车交易会会展中心于计算期第4年开始对外出租，第一年的出租率为40%、第二年出租80%、第三年满负荷。汽车交易会会展中心租金价格为840元/m²，之后每年均按照5%~8%的比例增长。

因出租收入在计算期内总收入的占比较大，为保证该部分收入实现的有效性并降低投资风险，公司已与湖南津湘投资有限责任公司（以下简称“津湘公司”）签订了《株洲汽车博览园汽车贸易板块租赁承包合作框架协议》（以下简称“租赁承包框架协议”），双方约定待募投项目竣工并验收后，由公司将其部分房屋出租给津湘公司，房屋租赁期为5年，

拟出租部分包括：（1）汽车文化广场（汽车博物馆），包含2栋2F博物馆；（2）汽车交易会会展中心包含1栋3F展厅；（3）汽车城市展厅B厅中包含3栋3F展厅；（4）园区综合服务中心中包含1栋21F酒店、1栋16F办公楼、1栋4F和1栋3F综合服务配套中心和1栋3F商业楼。

租金计算方面，约定租金核算面积与租金单价均与可行性研究报告中预测租金一致，具体支付方式为押六付六，即房屋交房后支付6个月租金并押6个月租金为保证金，此后每半年支付一次租金。

表10 纳入租赁承包框架协议的子项目

（单位：平方米）

序号	物业类型	可租面积	是否纳入框架协议
1	汽车文化广场（汽车博物馆）	12000	是
2	汽车交易会会展中心	24000	是
3	汽车城市展 A 厅	10000	否
4	汽车城市展 B 厅	29510	是
5	酒店	23328	是
6	办公大楼	17696	是
7	配套服务中心	7688	是
8	商业楼	17330	是
9	汽车后市场	210828	否
合计		352380	--

资料来源：《株洲汽车博览园汽车贸易板块租赁承包合作框架协议》，联合资信整理。

双方待项目租赁标的建成后将就每处房屋单独签订租赁承包合同，自项目竣工验收交付之日起计算。其中汽车文化广场（汽车博物馆）和汽车城市展厅B厅交付时间不晚于2016年12月31日，汽车交易会会展中心交付时间不晚于2018年6月30日，但目前竣工验收手续均未办理完毕并未实际交付。

津湘公司系于2010年9月25日注册成立的有限责任公司（自然人投资或控股），注册资本4.00亿元，是湖南省区域范围内汽车服务企业，业务内容包括：汽车品牌4S店、汽车金融、二手车综合服务、汽车保险、汽车周边服务（GPS、ETC等）、社区汽车服务等；同时提供拼车、打车、专车、租车等以出行为主的综合服务。

(2) 销售收入

《可行性研究报告》预测，汽车后市场于计算期第4至第7年对外出售，每年出售20%。

销售单价为8000元/m²，并按每年5%上涨计算。

(3) 物业管理收入

项目物业管理费按照108元/m²·年计算。

表11 项目收入预测表（单位：亿元、万平方米）

项目	合计	建设期			运营期								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
总收入	30.17	0.00	0.12	0.92	4.93	5.37	5.39	5.33	1.49	1.55	1.62	1.69	1.77
1.出租收入	13.47	0.00	0.09	0.75	1.30	1.54	1.42	1.23	1.29	1.36	1.42	1.49	1.57
1.1 汽车文化广场	0.65	0.00	0.02	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08
出租面积	--	0.00	0.48	0.96	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
出租价格（元/m ² ）	--	0.00	360	389	420	453	490	529	555	583	612	643	675
1.2 汽车交易会展中心	2.22	0.00	0.00	0.00	0.08	0.17	0.24	0.25	0.27	0.28	0.29	0.30	0.32
出租面积	--	0.00	0.00	0.00	0.96	1.92	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
出租价格（元/m ² ）	--	0.00	0.00	0.00	840	907	980	1058	1111	1167	1225	1286	1351
1.3 汽车城市展厅A厅	0.72	0.00	0.02	0.04	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09
出租面积	--	0.00	0.40	0.80	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
出租价格（元/m ² ）	--	0.00	480	518	560	605	653	705	741	778	816	857	900
1.4 汽车城市展厅B厅	2.13	0.00	0.06	0.12	0.17	0.18	0.19	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	0.27
出租面积	--	0.00	1.18	2.36	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
出租价格（元/m ² ）	--	0.00	480	518	560	605	653	705	741	778	816	857	900
1.5 园区综合服务中心	3.07	0.00	0.00	0.10	0.21	0.28	0.30	0.32	0.34	0.36	0.37	0.39	0.41
出租面积	--	0.00	0.00	2.64	5.28	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60
出租价格（元/m ² ）	--	0.00	0.00	360	389	420	453	490	514	540	567	595	625
1.6 汽车后市场	4.69	0.00	0.00	0.46	0.74	0.80	0.57	0.31	0.33	0.34	0.36	0.38	0.40
出租面积	--	0.00	0.00	8.43	12.65	12.65	8.43	4.22	4.22	4.22	4.22	4.22	4.22
出租价格（元/m ² ）	--	0.00	0.00	540	583	630	680	735	771	810	850	893	937
2.销售收入	14.54	0.00	0.00	0.00	3.37	3.54	3.72	3.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售面积	16.87	0.00	0.00	0.00	4.22	4.22	4.22	4.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售单价（元/m ² ）	--	0.00	0.00	0.00	8000	8400	8820	9261	9724	10210	10721	11257	11820
3.物业管理收入	2.16	0.00	0.02	0.16	0.26	0.28	0.24	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
物业管理面积	--	0.00	2.06	15.20	24.04	26.32	22.59	18.37	18.37	18.37	18.37	18.37	18.37
物业管理单价(元/m ²)	--	0.00	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108

注：项目于2016年4月开工建设，表中项目计算期第1年从开工日开始计算，而非自然年度，下同；

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。

总体看，公司与津湘公司签订的租赁承包框架协议的履行与募投项目实际竣工时间有直接联系，在一定程度上确保了出租收入的可行性和稳定性，但收入实现对建设工期要求高；销售收入系募投项目第4~7年项目总收入上浮的重要原因，但该部分收入易受房地产市

场影响，存在一定不确定性。

成本预测

募投项目成本主要包括折旧费、摊销费、修理费、财务费用、管理费及相关税费。其中项目的房屋建筑按照20年直线折旧，净残值0；项目土地费用按照50年摊销，工程其他费用按

照20年摊销计入成本；修理费主要为房屋修缮，设备维修发生的费用，按照折旧费的5%计取；管理费为建设单位的员工工资，销售费用按照总收入的3%计取；房产税按照租金收入

的12%、销售收入的1.2%计取；土地增值税按销售收入的4%计算。

根据以上各项预测，公司计算期利润表情况如下所示。

表12 本期债券募投项目利润预测表主要指标（单位：亿元）

项目	合计	建设期			运营期								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
总收入	30.17	0.00	0.12	0.92	4.93	5.37	5.39	5.33	1.49	1.55	1.62	1.69	1.77
总成本费用	9.99	0.00	0.06	0.48	1.81	1.73	1.45	1.14	0.64	0.65	0.66	0.67	0.68
利润总额	18.50	0.00	0.04	0.38	2.84	3.34	3.64	3.89	0.76	0.81	0.87	0.92	0.98
净利润	13.87	0.00	0.00	0.29	2.13	2.50	2.73	2.92	0.57	0.61	0.65	0.69	0.74

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。

现金流预测

根据《可行性研究报告》，计算期内项目现金流入均来自项目收入，暂未计算固定资产回收残值；现金流出则主要由项目建设阶段的投资、后期运营成本以及营业税金及附加为主。其中计算期的第1~3年为建设期，建设投资产生的现金流出规模较大，三年合计现金流出14.83亿元，项目从第2年开始产生经营性支

出包括运营成本和营业税金。计算期第4~12年为运营期，预测现金流出合计4.35亿元；从净现金流量看，项目从第4年开始实现现金净流入，第7年开始实现累计净现金净流入。目前，募投项目尚处于建设期，由于竣工验收项目较少，2017年实现营业收入126.28万元（主要是租金收入）远低于预期收入测算值。

表13 本期债券募投项目投资现金流量预测表（单位：亿元）

项目	合计	建设期			运营期								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
现金流入	30.17	0.00	0.12	0.92	4.93	5.37	5.39	5.33	1.49	1.55	1.62	1.69	1.77
总收入	30.17	0.00	0.12	0.92	4.93	5.37	5.39	5.33	1.49	1.55	1.62	1.69	1.77
现金流出	19.18	4.00	6.02	4.81	0.64	0.71	0.70	0.67	0.30	0.31	0.32	0.34	0.36
建设投资	14.63	4.00	6.00	4.63	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营成本	2.86	0.00	0.02	0.13	0.36	0.41	0.40	0.37	0.21	0.22	0.23	0.24	0.26
营业税金及附加	1.69	0.00	0.01	0.05	0.28	0.30	0.30	0.30	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10
所得税前净现金流量	10.99	-4.00	-5.91	-3.90	4.29	4.66	4.69	4.67	1.19	1.24	1.30	1.35	1.41
累计所得税前净现金流量	--	-4.00	-9.91	-13.80	-9.51	-4.86	-0.17	4.50	5.69	6.93	8.23	9.58	10.99
所得税	4.62	0.00	0.00	0.10	0.71	0.83	0.91	0.97	0.19	0.20	0.22	0.23	0.25
所得税后净现金流量	6.37	-4.00	-5.92	-3.99	3.58	3.82	3.78	3.69	1.00	1.04	1.08	1.12	1.17
累计所得税后净现金流量	--	-4.00	-9.92	-13.91	-10.33	-6.51	-2.73	0.96	1.96	3.00	4.08	5.20	6.37

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。

根据《株洲汽车博览园汽车贸易板块项目可行性研究报告》，项目年均收入为2.51亿元，利润总额1.54亿元，净利润为1.16亿元，投资

利润率为7.0%。所得税前财务内部收益率为14.10%，财务净现值（Ic=8%）3.15亿元，静态投资回收期（含建设期）6.04年；所得税后

财务内部收益率为8.67%，财务净现值(Ic=8%) 0.33亿元，静态投资回收期（含建设期）6.74年。

整体看，募投项目本身财务状况较好，收入来源有保障，有一定盈利能力。但建设期前2年，募投项目实际现金流入远低于预测值，每年实际现金流入有待关注。

2. 项目收益对本期债券偿还能力

本期债券还本付息的资金来源主要是募

投项目的运营收入，根据《株洲汽车博览园汽车贸易板块项目可行性研究报告》，第4年募投项目将正式运营，在第2年将能够陆续为公司带来稳定的现金流。

债券本金方面，本期债券发行期限7年，第4~7年分四期偿还本金，即每年偿还本金0.2亿元。债券利息方面，在分别以4%、6%和8%利率水平模拟测算情况下，存续期内需偿还债券本息分别为0.83亿元、0.85亿元和0.86亿元。

表14 本期债券偿还模拟测算表（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	26.72	0.00	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	3.73	0.13	0.13	0.13	0.88	0.85	0.82	0.78	--	--	--
4%	本期债券当期还本付息额	1.02	--	--	--	0.03	0.03	0.03	0.23	0.23	0.23	0.23
	现金流入保障倍数	26.20	--	--	--	164.33	179.00	179.67	23.17	6.48	6.74	7.04
	当期还本付息额合计	4.75	0.13	0.13	0.13	0.91	0.88	0.85	1.01	0.23	0.23	0.23
	现金流入保障倍数	5.63	-	0.92	7.08	5.42	6.10	6.34	5.28	6.48	6.74	7.04
6%	本期债券当期还本付息额	1.14	--	--	--	0.05	0.05	0.05	0.25	0.25	0.25	0.25
	现金流入保障倍数	23.44	--	--	--	98.60	107.40	107.80	21.32	5.96	6.20	6.48
	当期还本付息额合计	4.87	0.13	0.13	0.13	0.93	0.90	0.87	1.03	0.25	0.25	0.25
	现金流入保障倍数	5.49	--	0.92	7.08	5.30	5.97	6.20	5.17	5.96	6.20	6.48
8%	本期债券当期还本付息额	1.25	--	--	--	0.06	0.06	0.06	0.26	0.26	0.26	0.26
	现金流入保障倍数	21.38	--	--	--	82.17	89.50	89.83	20.50	5.73	5.96	6.23
	当期还本付息额合计	4.98	0.13	0.13	0.13	0.94	0.91	0.88	1.04	0.26	0.26	0.26
	现金流入保障倍数	5.37	--	0.92	7.08	5.24	5.90	6.13	5.13	5.73	5.96	6.23

注：“16株汽博园项目 NPB01”票面利率为4.47%；假设本期债券2018年成功发行。

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

（1）存续期内现金流总额保障分析

根据《可行性研究报告》对募投项目现金流入的测算，本期债券和“16株汽博园项目 NPB01”存续期间（第1~10年）项目累计经营现金流入量为26.72亿元，在4%~8%的利率区间，对本期债券偿还本息的保障倍数均在20倍以上。本期债券存续期内现金流入量覆盖债券本息能力很好。考虑到已发行的“16株汽博园项目 NPB01”，项目累计经营现金流入量对应还本付息合计的保障倍数高于5.37倍，保障能力较好。

（2）债券存续期内现金流分期保障分析

现金流入量方面，募投项目建设期第3年开始对债券利息保障能力强；第4年开始项目进入运营期，汽车后市场商铺的销售大幅提升了公司营业收入规模，经营活动现金流入量对本期债券本息保障倍数大幅提高，第6年为89.83倍（8%利率水平），保障能力强；第7~10年，公司开始分期偿还本金，且营业收入规模有所下降，经营活动产生的现金流覆盖债券本息能力波动中大幅下降，但覆盖能力仍很好。

总体看，募投项目进入建设期第3年后，项目自身收益对本期债券保障能力快速增强，但依赖于项目后期收益的顺利实现。

五、增信措施

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，高科集团同意作为本期债券的差额补偿人。

差额补偿协议

根据公司与高科集团、海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）和长沙银行股份有限公司科技支行（以下简称“长沙银行”）签订的《2016年株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“协议”），约定了公司的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式和违约责任等相关事项。

协议中明确约定差额补偿人的补偿责任：

（1）支付本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；（2）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本期债券当期本息时，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。

协议中约定差额补偿的履行方式为：（1）本期债券存续期第一、第二和第三个计息年度，高科集团应于付息日20个工作日前（T-20日）将本期债券当年应付债券利息划入偿债资金专户；（2）本期债券存续期第4至第7个计息年度在每期付息/兑付日前第16个工作日（T-16日）时，偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时，长沙银行应书面通知高科集团，高科集团应在付息/兑付日11个工作日（T-11日）前补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分；（3）因公司无法满足募集资金支取条件，导致加速到期的情况发生且

在加速到期日前第16个工作日（T-16日）偿债资金专户内账户余额不足以支付本金、利息以及加速到期补偿金时，长沙银行应书面通知高科集团，高科集团应在加速到期日11个工作日（T-11日）前补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及加速到期补偿金总额的差额部分。

启动加速到期的情形包括但不限于：（1）债券发行三个月后，项目仍未开工；（2）项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；（3）项目实施主体破产，需对项目有关的财产和权益进行清算。

违约责任方面，协议约定在公司无法偿还债务时，高科集团对差额补偿部分承担连带偿还责任。偿还责任范围包括：本期债券待偿还的本金及利息，以及可能产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金等。公司、高科集团对本期债券的偿还承担连带责任，当公司、高科集团未按本协议约定的时间及方式完全履行本期债券的偿还责任、补偿责任时，海通证券和长沙银行可以要求公司、高科集团中任一方或多方履行本期债券的偿还责任，并承担相应的违约责任。

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2017年底，高科集团注册资本为20亿元，株洲高新区管委会为高科集团唯一股东及实际控制人。

高科集团经营范围：高新技术项目投资开发和高新技术产品的生产经营；高新区工业园区及周边配套园区土地开发建设及配套建设；管理经营管委会现有国有资产；科技园区开发，技术咨询、转让、培训、服务。高科集团是株洲高新区管委会成立的大型国有控股企业，目前主要负责株洲高新区河西示范园的开发、建设，具有土地的开发权、经营权、收益权。

截至2017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。

2017年底，高科集团资产总额412.77亿元，所有者权益合计170.01亿元（含少数股东权益8.13亿元）；2017年全年实现营业收入19.76亿元，利润总额2.92亿元。

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，主营业务包括土地一级开发、城市基础设施建设、二级土地开发。高科集团作为株洲市高新区的园区发展商，发展定位清晰，园区运营经验丰富，并且能够在资产注入、土地出让收益返还、政策等方面获得株洲市高新区管委会持续稳定的支持。园政合一的管理体制提高了高科集团的土地开发能力和效率。河西示范区面积持续增长，使高科集团未来发展空间得以扩展。

近年来，高科集团资产和收入规模持续增长，但资产质量一般，盈利能力尚可，高科集团主业土地开发业务受下游需求和宏观调控影响较大，债务规模快速增长，未来资本性支出压力仍较大。考虑到高科集团现有商业土地储备较为充裕，未来随着园区开发进度的逐步推进，高科集团土地开发收益与投融资规模将逐步实现动态平衡，有助于进一步支撑高科集团整体偿债能力。

经联合资信评定，高科集团主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，详见附件2《株洲高科集团有限公司跟踪评级报告》。

高科集团对本期债券的偿还能力

2015~2017年，高科集团经营活动产生的现金流入量分别为24.13亿元、34.15亿元和26.74亿元，分别是本期债券0.80亿元的30.16倍、42.69倍和33.43倍，覆盖能力很强；2015~2017年，高科集团EBITDA分别为3.43

亿元、3.52亿元和3.36亿元，分别是本期债券的4.29倍、4.40倍和4.20倍，覆盖程度强。

考虑到本期债券的分期偿付安排以及已发行的3亿元“16株汽博园项目NPB01”，公司需集中偿付的最高本金规模为0.95亿元，高科集团经营活动产生的现金流入量分别为0.95亿元的25.40倍、35.95倍和28.15倍，EBITDA分别为0.95亿元的3.61倍、3.71倍和3.54倍。

高科集团对本期债券本金以及集中偿还本金的偿还能力强。

综上，本期债券采取了差额补偿增信方式，公司及差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，以上增信措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

六、资金监管

1. 账户设置

为了保证募集资金使用合理以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司聘请长沙银行股份有限公司科技支行作为本期债券账户及资金监管方，公司在监管银行处开立募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户，与监管银行签署了《2016年株洲汽车博览园汽车贸易板块项目收益债券账户及资金监管协议》，委托账户及资金监管人对上述账户进行监管。

募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。募集资金使用专户中的资金包括本期债券募集款项及其存入该专项账户期间产生的利息。临时限制的募集资金，只能用于银行存款、国债等流动性较好、低风险保本投资。

项目收入归集专户，专门用于接收本期债券募投项目所产生的所有收入，项目收入由可确定的主体支付时，应在相关协议中约定，由该主体直接向项目收入归集专户划转资金。按照约定，公司应将全部项目收入从归集专户向

偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限。

偿债资金专户，专门用于本期债券偿债准备金的接收、存储及划转，包括但不限于从项目收入归集专户中划转的资金、偿债准备金以及项目实施主体或差额补偿人划入的其他资金。除偿还债券本息外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债等流动性较好、低风险保本投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。

2. 监管责任

长沙银行股份有限公司科技支行主要负责确保募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户中资金的独立和安全以及持续、有效的使用，不得办理募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户网上银行业务和电话银行业务，依法保护债券持有人的权益。

监管银行对公司按本期债券约定的用途使用募集资金进行形式审查，并对公司划转、提取和使用项目收入资金和/或偿债资金进行监管。

在本期债券付息日或兑付日前第20个工作日（T-20日），监管银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知公司和海通证券。公司应在本期债券的付息日或兑付日20个工作日之前（T-20日），按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额向偿债资金专户中划入偿债资金；当本期债券每一年付息/兑付日前第16个工作日（T-16日），偿债资金专户中的余额不足以支付本期债券当年应付本金及利息，监管银行应通知差额补偿人，差额补偿人应于当年付息/兑付日11个工作日（T-11日）前补足本期债券当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分。

在T-11日，公司及差额补偿人未按监管银行通知的要求，将本期债券当年应付利息/本息

金额划入偿债资金专户，监管银行有权将额度为本期债券当年应付利息/本息的资金直接从募集资金使用专户和项目收入归集专户中划入偿债资金专户。若募集资金使用专户和项目收入归集专户中的资金余额之和小于本期债券当年应付利息/本息，则监管银行有权将募集资金使用专户和项目收入归集专户中的所有资金直接划入偿债资金专户。

当确定公司不能按期偿付本期债券本息时，监管银行将严格控制募集资金使用专户，项目收入归集专户及偿债资金专户中所有资金的支出，不允许公司自行支配募集资金使用专户中的资金。

公司应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日（T-5日）向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管银行应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日（T-3日）将当期应付的利息/本息划转至本期债券中央国债登记结算有限责任公司指定的账户。

3. 资金监管人

长沙银行股份有限公司（以下简称“长沙银行”）是在原长沙市 14 家城市信用社基础上组建成立的股份制城市商业银行，2008 年正式更名为长沙银行股份有限公司。截至 2017 年底，长沙银行股本总额 30.79 亿元，其中第一大股东长沙市财政局持股比例为 21.05%，前五大股东及持股情况如下：

表 15 长沙银行前五大股东及持股比例（单位：%）

股东名称	持股比例
长沙市财政局	21.40
湖南新华联建设工程有限公司	9.40
湖南省通信产业服务有限公司	8.57
湖南友谊阿波罗商业股份有限公司	7.42
湖南兴业投资有限公司	7.14
合 计	53.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2017 年底，长沙银行共设有超过 700 家营业网点，同时在广州、常德、湘潭、郴州、娄底、益阳、怀化、株洲、邵阳、永州等地设有 30 家分支机构；控股 3 家村镇银行；员工总数 6401 人。

截至 2017 年底，长沙银行资产总额 4705.44 亿元，其中发放贷款和垫款净额 1495.25 亿元；负债总额 4465.48 亿元，其中客户存款余额 3366.41 亿元；股东权益 239.97 亿元；不良贷款率 1.24%，拨备覆盖率 260.00%；资本充足率 11.74%，一级资本充足率 8.72%，核心一级资本充足率 8.70%。2017 年，长沙银行实现营业收入 121.28 亿元，净利润 39.85 亿元。

总体看，长沙银行在长沙地区保持较强市场竞争力、业务发展势头良好、资本充足，作为资金监管人，本期债券的资金流转能得到有效的监管。

4. 信息披露机制

本期债券存续期内，公司将依照国家有关规定履行以下信息披露义务：

(1) 公司和主承销商海通证券股份有限公司在本期债券发行后三个月，根据国家发展和改革委员会的相关规定向机构投资者通报项目实施进展情况及募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户收支情况，此后每半年通报上述情况。(2) 本期债券存续期内，公司应根据国家发展和改革委员会的相关规定向机构投资者通报上一年度审计报告。

总体看，本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。公司的信息披露方式和内容安排符合有关法律、法规及规范性文件的规定。

七、结论

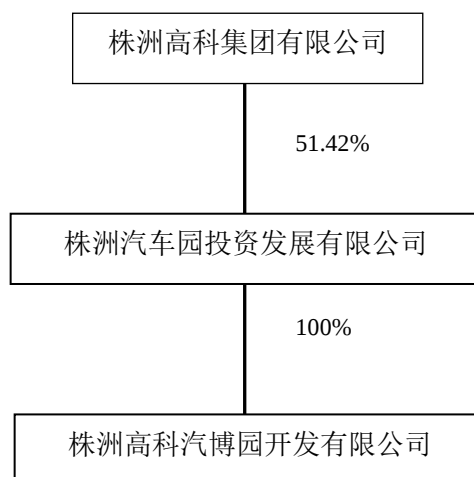
本期债券募投项目所在区域具有一定的汽车产业基础，在一定程度上对项目未来收益形成支撑。同时本期债券募集资金封闭管理，

项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设期，预期收益可能会受项目建设或运营期风险较大影响；且在项目建设阶段，项目实施主体自身产生收益规模小，利息偿还对外部支持依赖程度较高。

本期债券偿债资金来源主要为募投项目自身收益，存续期内的项目收益总额对债券本息偿还覆盖程度较好。同时，本期债券设置了差额补偿机制，项目实施主体及差额补偿人承担连带责任。差额补偿人系项目实施主体的实际控制人，差额补偿义务的执行力度较强。以上措施有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 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 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1) ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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 4-1 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 4-2 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 2018 年第一期株洲汽车博览园汽车贸易板块 项目收益债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

株洲高科汽博园开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

株洲高科汽博园开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对株洲高科汽博园开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，株洲高科汽博园开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注株洲高科汽博园开发有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现株洲高科汽博园开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对株洲高科汽博园开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如株洲高科汽博园开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对株洲高科汽博园开发有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与株洲高科汽博园开发有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

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⁺上次主体长期信用等级: AA⁺

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	8.00 亿元	2021/8/11	AA ⁺	AA ⁺
PR 株高 02/14 株高科债 02	8.00 亿元	2022/4/17	AA ⁺	AA ⁺
16 高科专项债 /16 株高髯	11.30 亿元	2023/9/28	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 6 月 22 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	39.48	45.16	49.20
资产总额(亿元)	314.02	358.38	412.77
所有者权益(亿元)	137.48	157.42	170.01
短期债务(亿元)	18.11	27.09	21.38
长期债务(亿元)	113.69	135.21	176.26
全部债务(亿元)	131.79	162.30	197.64
营业收入(亿元)	17.66	18.17	19.76
利润总额(亿元)	3.20	3.15	2.92
EBITDA(亿元)	3.43	3.52	3.36
经营性净现金流(亿元)	-11.63	-3.67	2.48
营业利润率(%)	21.94	17.52	19.57
净资产收益率(%)	2.24	1.92	1.64
资产负债率(%)	56.22	56.08	58.81
全部债务资本化比率(%)	48.94	50.76	53.76
流动比率(%)	509.27	600.85	701.52
经营现金流流动负债比(%)	-19.61	-6.53	4.66
全部债务/EBITDA(倍)	38.44	46.07	58.87

分析师

周海涵 张 铨

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,反映了公司在园区开发经验、外部经营环境以及外部支持等方面的显著优势。联合资信同时也关注到,跟踪期内,公司有息债务规模快速增长、未来投资支出大等因素对公司经营带来的不利影响。

作为湖南省重要的国家级高新技术产业开发区,株洲市高新区经济持续发展,财政实力稳步增强,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⁺,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⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 作为湖南省重要的国家级高新技术产业开发区,跟踪期内,株洲市高新区区域经济持续发展,公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内,公司在土地出让金等方面得到了持续稳定的外部支持。

关注

1. 跟踪期内,公司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,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,对公司资金形成占用,资产流动性一般。
3. 跟踪期内,公司有息债务规模快速增长,未来土地开发及房屋开发业务投资较大,对外部融资的需求较强。

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、主体概况

公司由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。跟踪期内，根据《关于同意株洲高科集团有限公司退回中国农发重点建设基金项目资本金有关事项的批复》，公司退回中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）0.27亿元资本金，农发基金不再为公司股东，高新区管委会为公司的唯一股东及实际控制人。截至2017年底，公司注册和实收资本均为20.00亿元。

公司是株洲市高新区河西示范区唯一的开发主体，跟踪期内，经营范围、组织结构未发生变化。截至2017年底，公司合并范围子公司共7家（见附件2）；公司合并范围共有员工357人。

截至2017年底，公司资产总额412.77亿元，所有者权益170.01亿元（含少数股东权益8.13亿元）；2017年，公司实现营业收入19.76亿元，利润总额2.92亿元。

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2017年底，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27.30亿元。跟踪期内，

公司均已按时支付债券本息，并于2018年4月偿还“PR株高02/14株高科债02”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，2017年底累计投资35.35亿元，完工进度为83.67%。“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，2017年底已累计投资7.80亿元，完工进度61.61%，其中使用募集资金2.15亿元；另外5.65亿元用于补充流动资金，已全部使用。

表1 截至跟踪日跟踪评级债券概况（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	8.00	2014/8/11	7年
PR株高02/14株高科债02	10.00	8.00	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	27.30	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域环境

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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

了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投行企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不

	知》财办金【2017】92号	到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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【2018】23号	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4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 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土地开发和房屋销售业务。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，固定资产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2017年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017年，全市地区生产总值比上年增长8%，高于全国平均水平。第一产业增加值增长3.9%；第二产业增加值增长6.7%，其中，工业增加值增长7%，建筑业增加值增长4.4%；第三产业增加值增长10.7%。全市三次产业结构由2016年的7.9:53:39.1调整为8:48:44。

全市固定资产投资比上年增长13.3%，分别高于全国和全省增速。分投资方向看，高技术产业投资增长71.7%；生态投资增长30.3%；战略性新兴产业投资增长1.2%；基础设施投资下降6.7%。

全市房地产开发投资比上年增长16.1%。商品房销售面积755.2万平方米，增长1.2%；商品房销售额371.1亿元，增长19.4%；年末房屋待售面积93.2万平方米，下降38.5%。

作为湖南省重要的国家级高新技术产业开发区之一，株洲高新区具有较强的经济实力和良好的发展前景。

株洲市高新区和天元区实行统一的财政体制。根据《株洲·天元区2017年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，全年全区GDP312亿元，增长8.5%，增速高于全国、全省和全市。GDP总量占全市的比重达到12.1%，比上年提高0.1个百分点。三次产业

比重为 3.7:37.1:59.3，一、二、三产业对 GDP 增长的贡献率分别为 3.6%、45.3%和 51.1%，三产业对 GDP 增长贡献率超过 50%。

全年工业增加值增长 7.0%，对 GDP 增长贡献率为 41%。园区规模工业增加值占全部规模工业比重 94.9%，占比居全市第一。

全年完成固定资产投资 464 亿元，增长 10.1%。全年 106 个房地产项目投资 117.8 亿元，增长 25.4%，其中新增房地产项目 29 个，完成投资 43 亿元；完成工业投资 100 亿元，增长 6.5%；基础设施投资 163 亿元，增长 6.2%，占全区投资总额的 35.1%。

全年商品房销售面积 298 万平方米，增长 14.2%，其中住宅销售面积 266 万平方米，增长 14.7%。商品房销售额 176 亿元，增长 35.5%，其中住宅销售额 149 亿元，增长 39.2%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司退回农发基金 0.27 亿元资本金，农发基金不再为公司股东。截至 2017 年底，公司实收资本和注册资本均为 20.00 亿元，高新区管委会为公司的唯一股东和实际控制。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员未发生变化，合并范围员工变化较小。

截至 2017 年底，公司共有员工 357 人，同比增加 12 人。其中，本科及以上学历占 77.59%、大专及以下学历占 22.41%；50 岁以上占 11.20%、30~50 岁占 43.15%、30 岁以下占 45.65%。

3. 外部支持

2017 年株洲市和高新区（天元区）财政收入持续增长，且高新区（天元区）财政平衡能力强；跟踪期内，公司在债务置换、土地收入返还和财政补贴方面获得了政府的大力支持。

根据《关于株洲市 2017 年财政预算执行情况 2018 年市本级财政预算草案的报告》，2017 年，全市一般公共预算收入完成 337.8 亿元，比上年增长 8%，其中税收收入 230.2 亿元，非税收入 107.7 亿元。全市政府性基金预算收入完成 87.3 亿元，增长 9.3%。全市一般公共预算支出 445.1 亿元，增长 9.8%。其中用于民生领域的支出达 346.9 亿元，占一般公共预算支出的比重达到 77.9%，比上年提高了 5.3 个百分点。2017 年株洲市财政自给率 75.89%，财政平衡能力一般。

根据《关于株洲市天元区 2017 年财政预算执行情况 2018 年财政预算草案的报告》，2017 年，全区一般公共预算收入完成 78.66 亿元，增长 12.3%；全区完成一般公共预算支出 50.5 亿元，增长 16%；全区政府性基金收入完成 4.94 亿元。天元区政府自给率为 155.76%，财政平衡能力强。截至 2017 年底，天元区政府债务余额 27.75 亿元，全部为政府债券；通过 2015 年至 2017 年置换，天元区存量政府债务全部置换完毕。

跟踪期内，公司收到一类政府债务置换资金 1.20 亿元，同时，公司收到财政补贴 1.00 亿元。

跟踪期内，公司土地收入返还政策未发生变化。2017 年，公司收到土地返还款 13.73 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。

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 0.56 亿元。

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 2018 年 5 月 31 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 5 笔欠息记录，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 2018 年 5 月 31 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，公司主要负责的高新区土地开发和房屋销售业务正常开展，营业收入稳定增长，综合毛利率同比有所上升。

2017 年，公司实现营业收入 19.76 亿元，同比增长 8.75%。其中土地开发收入和房屋销售收入占比最大且较为稳定；公司还有少量物业管理 and 建设工程等其他业务。

毛利率方面，2017 年公司综合毛利率为 23.29%，同比上升 3.29 个百分点，其中，土地开发业务毛利率为 26.21%，同比上升 5.7 个百分点，主要系市场行情导致商业用地价格较高所致；房屋销售业务毛利率为 11.68%，同比下降 4.91 个百分点，主要系开发成本上升所致。

表 3 2016~2017 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	12.92	71.11	20.51	13.73	69.47	26.21
房屋销售	4.07	22.37	16.59	4.47	22.59	11.68
物业管理	0.23	1.27	10.24	0.62	3.14	9.93
建设工程	0.19	1.04	19.66	0.06	0.33	13.01
其他	0.76	4.21	32.61	0.88	4.46	48.91
合计	18.17	100.00	20.00	19.76	100.00	23.29

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

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。

公司受高新区管委会委托，对河西科技工业园（又名河西示范园）范围内的土地统一开发、经营，并享有土地开发权、收益权。

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 2017 年底，天台工业园和金德工业园基本已开发出让完毕，未报批面积不再开发；栗雨工业园、新马工业园和汽车博览园可供出让面积合计约为 13000 亩，尚有较多面积待报批，待开发区域面积可支撑公司土地开发业务的进一步开展。公司目前主要负责的园区开发情况如下表所示。

表 4 截至 2017 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	0.00
金德工业园	1000.00	1000.00	0.00	1000.00	1000.00	1000.00	0.00
栗雨工业园	20250.00	12704.83	7545.17	12704.00	12704.00	11241.00	1463.00

新马工业园	30255.93	15149.89	15006.01	14758.40	14168.10	5821.40	8346.70
汽车博览园	11190.00	5136.80	6053.20	4968.50	4769.70	1621.80	3147.90
合计	66235.93	37046.52	29089.38	36485.90	35589.80	22632.20	12957.60

资料来源：公司提供

2017年，公司共出让土地面积982.10亩，其中，工业用地121.01亩，同比下降88.07%，商业用地861.09亩，同比增长131.35%。随着园区开发进程推进，受汽博园发展较快、万丰湖项目开发带动周边商业用地出让影响，土地出让价格大幅上升。由于公司以实际收到的土地出让款确认收入，而财政拨付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 2016~2017年公司土地出让情况

项目	2016年	2017年
出让面积(亩)	1386.38	982.10
其中：工业用地	1014.17	121.01
商业用地	372.21	861.09
出让总价(亿元)	8.00	18.35
其中：工业用地	2.82	0.30
商业用地	5.18	18.05
出让均价(万元/亩)	57.77	186.84
其中：工业用地	27.87	24.79
商业用地	158.38	213.10
当年确认的收入(亿元)	12.92	13.73

资料来源：公司提供

从土地储备情况看，截至2017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64.12亿元。

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
2018年	汽车博览园、新马工业园	汽车博览园、中国动力谷项目	1988.17
2019年	汽车博览园、新马工业园	汽车博览园、中国动力谷项目	1996.73

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
-------	-------------	---------------	---------

数据来源：公司提供

跟踪期内，公司房屋销售收入同比有所增长，完工的工业厂房、公租房、商品房不断增加，销售和出租情况良好；随着在建项目的持续推进，公司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”)本部负责；住宅房地产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”)。2017年，公司实现房屋销售收入4.47亿元，同比增长9.83%，主要为商品房、工业厂房以及总部壹号办公楼的销售收入。

工业厂房方面，跟踪期内，高科发展建设完成租售结合项目动力谷3.1期、6期和新马金谷1.1期，可租售面积27.33万平方米。截至2017年底，公司已完工工业厂房项目共7个，可租售面积64.97万平方米，已售面积32.32万平方米，累计实现销售收入9.21亿元，剩余可供销售面积6.45万平方米；已出租面积14.46万平方米，出租率64.53%，2017年实现出租收入0.18亿元，剩余可租面积11.74万平方米。其中汽配园以销售为主，留学生创业园、中小企业促进园、天台金谷和硬质合金园以出租为主。

表7 2017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
汽配园	454.00	28.11	6.99	7.10	销售
留学生创业园	58.57	3.90	0.75	0.75	出租
中小企业促进园	67.35	4.40	0.86	0.86	出租
天台金谷	78.00	0.33	1.50	1.50	出租

硬质合金园	66.87	0.18	0.61	0.61	出租
动力谷 3.1 期	160.80	13.8	3.65	3.65	租售
动力谷 6 期	124.95	9.05	2.87	2.87	租售
新马金谷 1.1 期	36.00	5.20	1.28	1.28	租售
合计	1046.54	64.97	18.51	18.62	--

资料来源：公司提供

公租房方面，截至 2017 年底，可供租赁面积合计 21.01 万平方米，已租面积 6.28 万平方米，其中因新马金谷公租房周边设施正在完善、动力谷公租房建成时间较短，出租率较低。租金定价方式按照委托合同确定，按月结算，按季回款。2017 年实现租金收入 650 万元，

表 8 2017 年底公司已完工公租房项目

(单位：万平方米、元、%)

项目名称	可供租赁面积	已租面积	平均租金	年出租率
汽配园公租房	2.13	1.37	420/间/月	64.33
新马金谷公租房	5.11	0.65	400/间/月	12.67
动力谷公租房(2.1 期)	1.37	0.55	1200/月/套间	40.00

表 9 2017 年底高科发展重要在建项目情况(单位：万平方米、亿元)

项目名称	业务种类	建设周期 (年.月)	总建筑面积	总投资	已完成投资	未来预计投资额	
						2018 年	2019 年
动力谷北片	工业厂房	2014.1~2019.6	44.17	14.60	12.70	0.70	1.20
动力谷南片	工业厂房	2015.1~2019.12	46.89	16.40	12.65	0.95	2.80
新马金谷三期	工业厂房	2016.12~2019.12	14.14	4.80	2.05	1.20	1.55
风电产业园	工业厂房	2016.10~2018.12	4.50	4.50	2.15	2.35	0.00
合计	--	--	113.62	40.30	29.55	5.20	5.55

数据来源：公司提供

商品房方面，跟踪期内，高科房产建设完成了慧谷阳光、万丰上院左岸和湖韵一期项目。截至 2017 年底，已完工商品住房项目总投资 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 63.13 万平方米，剩余可销售面积较少，已实现收入

			900/月/单 双人间	
动力谷公租房(4.1 期)	12.40	3.72	25 元/平方米	30.00
合计	21.01	6.28	--	--

资料来源：公司提供

写字楼方面，截至2017年底，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，可销售面积2.17万平方米，累计销售面积1.19万平方米，累计实现销售金额1.32亿元，剩余可售面积0.98万平米；可供出租面积4.83万平方米，已出租面积3.37万平方米，2017年实现收入0.18亿元，剩余可租面积1.46万平方米；自用面积3.67万平方米。

目前高科发展正在建设的项目主要为动力谷北片、动力谷南片、新马金谷三期和风电产业园等工业厂房，总投资40.30亿元，截至2017年底已完成投资29.55亿元，未来主要是通过租售结合方式实现收入。

22.93 亿元，已回笼 22.56 亿元，资金回笼情况较好。

截至 2017 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 9.90 亿元，累计已完成投资 2.15 亿元，具体情况如下表所示。

表 10 截至 2017 年底高科房产主要在建项目情况(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	
						2018 年	2019 年
湖韵二期	2017.3~2019.3	5.70	9.00	1.50	0.12	4.00	0.20
壹号领域	2017.6~2019.12	4.20	10.00	0.65	0.73	2.00	1.55

合计	--	9.90	19.00	2.15	0.85	6.00	1.75
----	----	------	-------	------	------	------	------

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项目投资规模较大，存在一定的对外融资需求。

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 年度财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司投资设立株洲高新时代投资管理有限公司和湖南高科园创能源管理有限公司，由公司分别持股 98%和 100%持股，且规模较小，对公司财务数据可比性影响很小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长；资产中存货占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 412.77 亿元，同比增长 15.17%，主要系预付款项、存货、其他流动资产、投资性房地产和在建工程等增长所致。资产以流动资产为主。

表11 公司主要资产构成情况
(单位：亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	45.01	12.56	49.18	11.91
预付款项	19.87	5.54	30.11	7.29
存货	259.02	72.28	270.45	65.52
流动资产	338.11	93.34	372.97	90.36
投资性房地产	6.34	1.77	13.14	3.18
非流动资产	20.28	5.66	39.79	9.64
资产合计	358.38	100.00	412.77	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 372.97 亿元，同比增长 10.31%。其中，货币资金 49.18 亿元，同比增加 4.18 亿元，使用受限资金 0.67 亿元；公司预付款项 30.11 亿元，同比增长 51.57%，主要系预付新马工业园马家河镇征地拆迁指挥部的工程款所致；公司存货 270.45 亿元，同比增加 11.43 亿元，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，其中拥有权证的土地资产 71 宗，账面价值 101.91 亿元，已有 36.70 亿元用于抵押；公司其他流动资产 11.26 亿元，同比增加 9.05 亿元，主要系理财产品增加所致。

2017 年底，公司非流动资产 39.79 亿元，同比增长 96.25%。公司投资性房地产 13.14 亿元，同比增长 107.37%，主要系存货的房屋建筑物转入增加所致；公司在建工程 10.53 亿元，同比增加 10.37 亿元，主要系新建新马工业园的万丰湖景观公园和株洲汽博园的汽车交易

中心投资增加所致。

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,目前债务负担一般;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。

2017 年底,公司所有者权益 170.01 亿元(含少数股东权益 8.13 亿元),同比增长 8.00%,主要系公司新发行 10.00 亿元永续中票所致。公司实收资本 20.00 亿元,同比减少 0.27 亿元,系退回农发基金资本金所致。

2017 年底,公司负债总额 242.75 亿元,同比增长 20.79%,主要系非流动负债中的长期借款、应付债券和专项应付款增长所致。

表12 公司主要负债和所有者权益构成情况
(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	7.54	2.10	8.90	2.16
其他应付款	17.27	4.82	15.33	3.71
一年内到期的非流动负债	24.67	6.88	19.33	4.68
流动负债	56.36	15.73	53.17	12.88
长期借款	44.21	12.34	54.18	13.13
应付债券	91.01	25.39	122.08	29.58
专项应付款	1.67	0.47	6.10	1.48
非流动负债	144.69	40.37	189.59	45.93
负债合计	201.05	56.10	242.75	58.81
实收资本	20.27	5.66	20.00	4.85
其他权益工具	0.00	0.00	10.00	2.42
资本公积	105.59	29.46	105.59	25.58
未分配利润	21.58	6.02	24.08	5.83
所有者权益合计	157.33	43.90	170.01	41.19
负债和所有者权益合计	358.38	100.00	412.77	100.00

资料来源:根据公司审计报告整理

2017 年底,公司流动负债 53.17 亿元,同比下降 5.52%。公司其他应付款 15.33 亿元,同比下降 11.23%,主要系偿还中国长城资产管理股份有限公司和上海国际信托往来借款以及部分财政专项拨款转入专项应付款所致;2017 年底公司不存在有息性质的其他应付款。公司

一年内到期的非流动负债 19.33 亿元,同比下降 21.66%,系偿还一年内到期的长期借款和应付债券。

2017 年底,公司非流动负债 189.59 亿元,同比增长 31.03%。公司长期借款 54.18 亿元,同比增长 22.57%,由抵押借款、保证借款和信用借款构成;公司应付债券 122.08 亿元,同比增长 34.15%,主要系公司发行“17 株高科 PPN001”、“17 株高科 PPN02”、“株洲高科集团有限公司海外债”、“17 株高 01 公司债”和“17 株高 02 公司债”所致;公司专项应付款 6.10 亿元,同比增长 265.27%,主要系增加政府债务置换的偿债基金所致。

2017 年底,公司全部债务 197.64 亿元(其中长期债务占比 89.18%),同比增长 21.77%。受公司长期借款和应付债券规模增长影响,2017 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 58.81%、50.90%和 53.76%。公司长期应付款为融资租赁款,应纳入有息债务核算,2017 年底公司调整后全部债务 201.56 亿元,调整后全部债务资本化比率为 54.24%,公司债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入和营业利润率均稳定增长;但由于期间费用的增长以及政府补助的减少,公司利润总额略有下降。

2017 年,公司实现营业收入 19.76 亿元,同比增长 8.75%;同期,公司营业成本增长 4.14%,低于营业收入的增长。营业利润率 19.57%,同比有所上升。

2017 年公司期间费用 1.51 亿元,同比增长 35.97%,主要系职工薪酬、办公费、折旧费等增加导致管理费用增加所致。公司期间费用率 7.65%,同比有所上升。

2017 年,公司获得的政府补助 0.56 亿元,同比减少 0.66 亿元。公司利润总额 2.92 亿元,同比减少 0.22 亿元。

从盈利指标看,2017 年公司总资本收益

率和净资产收益率分别为 0.78%和 1.64%，同比有所下降。

4. 现金流分析

跟踪期内，主要受公司土地开发投入同比有所减少影响，经营活动现金流量净额由负转正，但公司自持项目投入较大，资金缺口明显，公司对外融资规模有所增长。

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。2017年，公司经营活动现金流入26.74亿元，同比减少21.69%，主要系收到其他单位的往来款减少所致；同期，主要受公司当年土地开发规模同比减少影响，经营活动现金流出也随之减少。2017年公司经营活动现金流量净额2.48亿元，由负转正。公司现金收入比103.85%，同比小幅上升，收入实现质量好。

2017年，公司投资活动现金流量净额-25.30亿元，资金缺口进一步扩大，主要系公司投资新建万丰湖景观公园、株洲汽车交易中心等自持项目支付的现金以及购买的理财产品大幅增加所致。

2017年，公司筹资活动同比有所增加。公司通过直接融资渠道发行永续中票、海外债、PPN和公司债以及间接渠道银行借款共获得现金流入95.50亿元；公司筹资活动现金流出主要是当年偿还借款本息支付的现金，此外公司支付其他与筹资活动有关的现金4.81亿元，主要系偿还公司融资租赁款以及归还中国长城资产管理有限公司等其他公司借款。公司筹资活动现金流量净额28.07亿元。

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，整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率同比均有所上升，分别为701.52%和192.83%。2017年，公司经营现金流动负债比为4.66%，由负

转正，但对流动负债保障能力弱。2017年底，公司现金类资产49.20亿元，为短期债务的2.30倍。整体看，公司短期支付能力较好。

2017年，公司EBITDA为3.36亿元；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60.04倍。整体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年底，公司获得金融机构授信额度 179.50 亿元，未使用额度 42.76 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保金额 13.57 亿元，担保比率 7.98%，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 11.93 亿元，28 家民营企业，担保金额 1.64 亿元。公司或有负债风险相对可控。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额132.80亿元，一年内到期的应付债券18.00亿元，存续债券的短期偿债压力一般，未来存在一定集中兑付压力。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券偿还本金18.00亿元（含“PR株高02/14株高科债02”分期本金2.00亿元），2022年将达到存续债券待偿本金峰值41.01亿元。2017年底，公司现金类资产49.20亿元；2017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26.74亿元、2.48亿元和3.36亿元，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一般，未来存在一定集中兑付压力。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

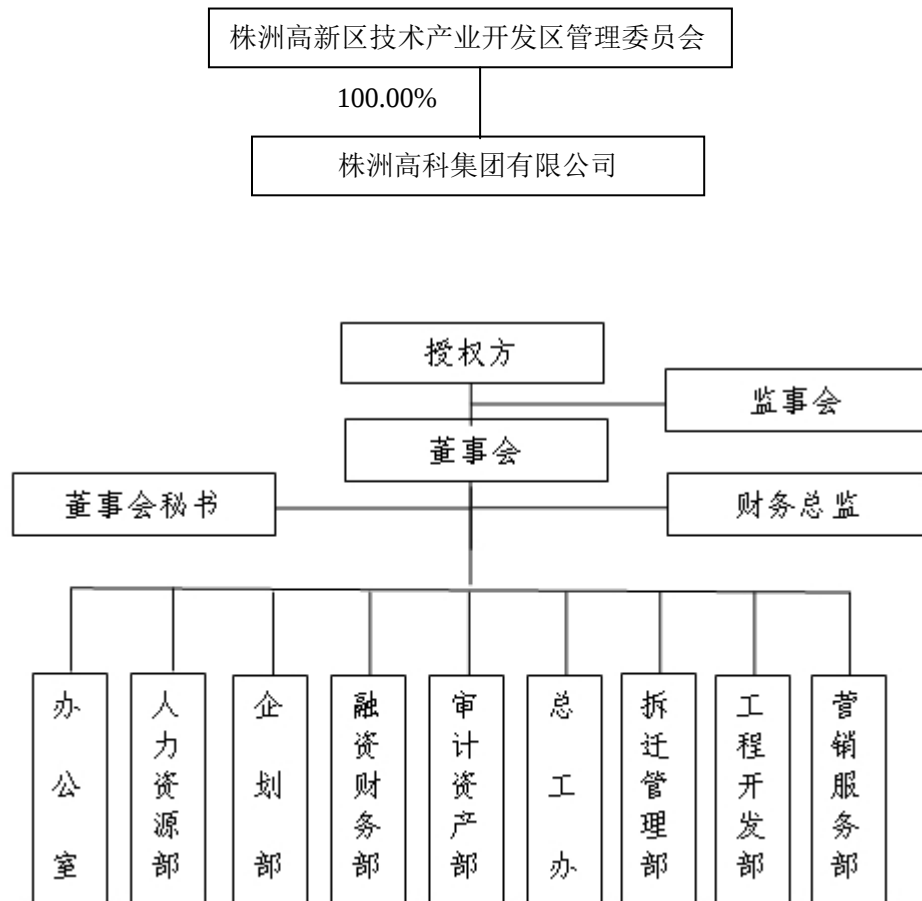
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	18.00
未来待偿债券本金峰值	41.01
现金类资产/一年内到期债券余额	2.73
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.65
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.06
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.08

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⁺，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⁺，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 2017 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	8556.31	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	2600.00	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

资料来源：公司审计报告

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	39.48	45.16	49.20
资产总额(亿元)	314.02	358.38	412.77
所有者权益(亿元)	137.48	157.42	170.01
短期债务(亿元)	18.11	27.09	21.38
调整后短期债务	38.49	30.59	21.38
长期债务(亿元)	113.69	135.21	176.26
调整后长期债务	115.39	140.64	180.18
全部债务(亿元)	131.79	162.30	197.64
调整后全部债务(亿元)	153.83	171.23	201.56
营业收入(亿元)	17.66	18.17	19.76
利润总额(亿元)	3.20	3.15	2.92
EBITDA(亿元)	3.43	3.52	3.36
经营性净现金流(亿元)	-11.63	-3.67	2.48
财务指标			
销售债权周转次数(次)	26.43	23.34	23.76
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
现金收入比(%)	91.31	101.28	103.85
营业利润率(%)	21.94	17.52	19.57
总资本收益率(%)	1.15	0.96	0.78
净资产收益率(%)	2.24	1.92	1.64
长期债务资本化比率(%)	45.26	46.21	50.90
调整后长期债务资本化比率(%)	45.62	47.18	51.45
全部债务资本化比率(%)	48.94	50.76	53.76
调整后全部债务资本化比率(%)	52.81	52.10	54.24
资产负债率(%)	56.22	56.08	58.81
流动比率(%)	509.27	600.85	701.52
速动比率(%)	114.60	140.54	192.83
经营现金流动负债比(%)	-19.61	-6.53	4.66
全部债务/EBITDA(倍)	38.44	46.07	58.87
调整后全部债务/EBITDA(倍)	44.87	48.60	60.04

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；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
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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 5-1 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 5-2 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

附件 5-3 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。