

信用等级公告

联合[2018] 1099 号

联合资信评估有限公司通过对“17株智谷项目 NPB”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“17株智谷项目 NPB”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。



2017年株洲轨道科技城智谷二期建设工程 项目收益债券跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次差额补偿人主体长期信用等级：AA

上次差额补偿人主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 株智谷项目 NPB	6 亿元	2024.09.25	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018年6月20日

差额补偿人财务数据

项目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	18.85	56.34	66.73
资产总额(亿元)	101.25	173.46	234.63
所有者权益(亿元)	46.77	47.07	77.72
短期债务(亿元)	0.00	6.34	4.85
长期债务(亿元)	42.03	94.06	132.79
全部债务(亿元)	42.03	100.41	137.64
营业收入(亿元)	7.53	10.45	12.88
利润总额(亿元)	1.93	2.01	2.66
EBITDA(亿元)	2.70	3.68	4.71
经营性净现金流(亿元)	-10.26	-28.86	-26.58
营业利润率(%)	23.36	18.77	20.27
净资产收益率(%)	3.96	4.22	3.29
资产负债率(%)	53.81	72.87	66.99
全部债务资本化比率(%)	47.33	68.08	63.91
流动比率(%)	833.76	555.15	1774.82
全部债务/EBITDA(倍)	15.59	27.31	29.21
EBITDA 利息倍数(倍)	1.49	1.35	1.02
经营现金流动负债比(%)	-88.31	-94.84	-221.21

注：已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算。

分析师

张建飞 黄琪融

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“2017年株洲轨道科技城智谷二期建设工程项目收益债券”（以下简称“本期债券”）的跟踪评级反映了本期债券募集资金如期投入，募投项目建设基本按照计划进行，募集资金如期投入，待本期募投项目投入经营后，其所形成收入将对本期债券的还本付息提供保障。但联合资信也关注到，本期债券募投项目尚处建设前期，预期收益可能会受到项目建设或运营期风险影响。

本期募投项目收益流入流出监管严格，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“株洲循环”）为本期债券差额补偿人和担保方，对本期债券本息偿还提供全额无条件不可撤销的连带保证责任，其担保有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

本期债券设置了本期分期偿付条款，株洲循环的 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期债券分期偿付本金的保障能力良好。

综合评估，联合资信确定维持“17 株智谷项目 NPB”的信用等级为 AA。

优势

1. 本期债券募投项目所在地株洲市具有较强的轨道交通研制基础，为本期募投项目后期运营提供了良好的外部环境。
2. 株洲循环为本期债券的差额补偿人和担保方，其经营情况稳定，且经营性现金流入量对本期债券分期偿还金额覆盖程度较好，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

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。
2. 差额补偿人株洲循环的未来投资规模较大，存在一定的融资压力。
3. 本期债券的还本付息主要依靠募投项目的运营收入，当地经济形势和当地区域环境等因素的变化将影响本期债券募投项目经营阶段现金流水平，未来实现收益情况存在一定不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由株洲轨道交通产业发展股份有限公司（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。

2017 年株洲轨道科技城智谷二期建设工程 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关于“17 株智谷项目 NPB”（以下简称“本期债券”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、存续债券概况

株洲轨道交通产业发展股份有限公司（以下简称“项目实施主体”或“公司”）于 2017 年 10 月 17 日发行“17 株智谷项目 NPB”，募集资金 6.00 亿元，发行期限 7 年，按年付息，并于存续期第 3~7 年分别偿付本金的 20%。截至本期报告出具日，本期债券尚未开始还本付息。

表 1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
17 株智谷项目 NPB	6.00 亿元	2024.09.25	7.50%

资料来源：联合资信整理

本期债券设置了差额补偿机制，株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“株洲循环”）作为本期债券的差额补偿人及担保方，对本期债券的本息偿还承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，有效的提升了本期债券到期偿付的安全性。

三、募投项目进展情况及保障能力分析

1. 募投项目进展情况

本期债券的募集资金全部用于株洲轨道科技城智谷二期建设工程（以下简称“募投项目”）的投资建设，建设内容如表2所示，建设期为2016年5月至2019年4月。根据《关于2017年株洲轨道科技城智谷二期建设工程项目收

益债券项目实施进展情况及账户收支情况说明》，本期募投项目总投资8.01亿元，截至2017年12月20日，项目已累计投资52000万元，其中已使用募集资金537.97万元。工程进度方面，截至2017年12月20日，本期募投项目已完工65%。总体看，跟踪期内，本期债券募投项目基本按照计划进行，预计将于2018年底全部完工，所有建筑均完工达到可交付使用状态，2019年项目仅剩其他辅助设施（如绿化、运动设施等）的陆续完善扫尾工作。联合资信将持续关注募投项目的后续建设情况。

表 2 本期债券募投项目建设内容

序号	指标名称	单位	指标值
一	总建设指标		
1	总用地面积	m ²	183603.75
1.1	净用地面积	m ²	154866.18
1.2	代征道路面积	m ²	28737.57
2	总建筑面积	m ²	224384.75
3	地上建筑面积	m ²	196122.67
3.1	单层厂房建筑面积	m ²	21733.14
3.2	多层厂房 A 建筑面积	m ²	33984.00
3.3	集成中心建筑面积	m ²	42139.96
3.4	多层厂房 B 建筑面积	m ²	22778.48
3.5	测试基地建筑面积	m ²	48775.42
3.6	多层厂房 C 建筑面积	m ²	24524.00
3.7	仓库	m ²	2187.67
4	地下室	m ²	28262.08
5	容积率		1.37
6	建筑密度	%	35.94
7	绿地率	%	15.88
8	停车位	个	839
8.1	地上停车位	个	237
8.2	地下停车位	个	602
二	投资估算		
	项目估算总投资	万元	80068
1	建设投资	万元	70408
1.1	工程费用	万元	46917
1.2	工程建设其他费用	万元	17091
1.3	基本预备费	万元	6400
2	建设期利息	万元	9660
三	财务指标		
1	总投资	万元	80068
1.1	开发建设投资	万元	70408
1.2	建设期利息	万元	9660
2	收入	万元	122682
3	营业税金及附加	万元	6870
4	总成本	万元	82523
5	利润总额	万元	33289
6	所得税	万元	8322

序号	指标名称	单位	指标值
7	净利润	万元	24967
8	投资利润率	%	7.71
9	税后财务内部收益率	%	9.68
10	投资回收期	年	7.95

资料来源：公司提供

2. 募投项目对本期债券保障能力分析

根据深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司对本期募投项目出具的《株洲轨道交通产业发展股份有限公司株洲轨道科技城智谷二期建设工程项目经营性净现金流预测报告》，募投项目收入主要由标准厂房出租和出售收入以及物业收入三个部分构成。存续期内（2018~2024年）可累计实现营业收入10.13亿元，扣除相关成本及所得税后，本期募投项目存续期内的累计所得税后经营现金流量为9.06亿元，为本期债券发行金额的1.51倍，覆盖程度尚可。但募投项目运营期内各项因素的变化可能对其收益产生一定影响，联合资信将对募投项目实际运营情况持续关注。

四、本期债券实施主体情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围均未发生变化。截至2017年底，公司注册资本为5.00亿元，公司股东为株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“株洲循环”或“差额补偿人”）和株洲市国有资产投资控股集团有限公司，实际控制人为株洲市人民政府。

截至2017年底，公司资产总额26.56亿元，同比增长38.98%；其中其他应收款为10.21亿元（主要为对株洲循环及石峰区财政局的应收往来款），存货6.68亿元；公司负债总额20.97亿元，其中，长期借款5.25亿元、应付债券5.95亿元、长期应付款4.26亿元；所有者权益5.60亿元。2017年，受公司轨道科技智谷一期所建厂房出租率大幅提升的影响，公司营业收入增长至0.85亿元，利润总额0.43亿元。

总体看，跟踪期内，受本期项目投入建设的影响，公司资产及负债规模均大幅上升，未

来随着本期募投项目的陆续完工和运营，公司营业收入有望进一步增长。

四、差额补偿人概况及保障能力分析

1. 差额补偿人概况

为了保障本期债券本息的按时偿付，株洲循环作为本期债券的差额补偿人及担保方，为本期债券到期本金和利息的偿还承担了全额无条件不可撤销的连带保证责任。

截至2017年底，株洲循环注册资本为250040万元，实收资本169900万元。股东为株洲清水塘循环经济工业管理委员会（以下简称“清水塘管委会”、持股34.65%），株洲市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”、持股33.30%）以及农发基金（持股32.05%），实际控制人为株洲市人民政府。

截至2017年底，株洲循环资产总额234.63亿元，所有者权益合计77.72亿元（含少数股东权益25.01亿元）；2017年，株洲循环实现营业收入12.88亿元，利润总额2.66亿元。

经联合资信评定，株洲循环主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。《株洲循环经济投资发展集团有限公司跟踪评级报告》见附件3。

2. 株洲循环对本期债券的保障能力

2017年，株洲循环EBITDA和经营活动现金流入量分别为4.71亿元和33.08亿元，分别是本期债券本金的0.79倍和5.51倍，分别为本期债券分期偿付本金（1.20亿元）的3.93倍和27.57倍。

总体看，株洲循环经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券分期偿付本金的保障能力良好。

六、结论

综合评估，联合资信确定维持“17株智谷项目NPB”的信用等级为AA。

附件 1 差额补偿人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)	18.85	56.34	66.73
资产总额(亿元)	101.25	173.46	234.63
所有者权益(亿元)	46.77	47.07	77.72
短期债务(亿元)	--	6.34	4.85
长期债务(亿元)	42.03	94.06	132.79
全部债务(亿元)	42.03	100.41	137.64
营业收入(亿元)	7.53	10.45	12.88
利润总额(亿元)	1.93	2.01	2.66
EBITDA(亿元)	2.70	3.68	4.71
经营性净现金流(亿元)	-10.26	-28.86	-26.58
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.38	0.47	0.58
存货周转次数(次)	0.12	0.17	0.18
总资产周转次数(次)	0.07	0.08	0.06
现金收入比(%)	63.87	40.93	20.77
营业利润率(%)	23.36	18.77	20.27
总资本收益率(%)	2.82	2.38	2.14
净资产收益率(%)	3.96	4.22	3.29
长期债务资本化比率(%)	47.33	66.65	63.08
全部债务资本化比率(%)	47.33	68.08	63.91
资产负债率(%)	53.81	72.87	66.99
流动比率(%)	833.76	555.15	1774.82
速动比率(%)	439.52	382.87	1268.35
经营现金流动负债比(%)	-88.31	-94.84	-221.21
EBITDA 利息倍数(倍)	1.49	1.35	1.02
全部债务/EBITDA(倍)	15.59	27.31	29.21

注：已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算。

附件 2 有关计算指标的计算公式

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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 株洲循环经济投资发展集团有限公司公司债跟踪评级报告

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。