



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]G208号

## 重庆小康工业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“重庆小康工业集团股份有限公司2017年可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。



## 重庆小康工业集团股份有限公司 2017年可转换公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA
<b>主体级别</b>	AA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	重庆小康工业集团股份有限公司
<b>发行规模</b>	本次发行的可转债总额为不超过人民币15.00亿元（含15.00亿元）
<b>债券期限</b>	本次发行的可转债的期限为自发行之日起6年
<b>债券利率</b>	本次发行的可转换公司债券票面利率水平提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
<b>偿还方式</b>	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息

### 概况数据

	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	27.30	31.97	45.74
总资产（亿元）	109.69	124.39	198.36
总债务（亿元）	45.96	56.99	83.22
营业总收入（亿元）	94.18	105.54	161.92
营业毛利率（%）	20.12	19.31	19.34
EBITDA（亿元）	9.60	10.71	14.77
所有者权益收益率（%）	12.32	12.16	13.89
资产负债率（%）	75.11	74.30	76.94
总债务/EBITDA（X）	4.79	5.32	5.63
EBITDA利息倍数（X）	8.46	10.71	16.56

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 分析师

张和 [hzhang@ccxr.com.cn](mailto:hzhang@ccxr.com.cn)

黄永 [condor@ccxr.com.cn](mailto:condor@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年4月24日

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“重庆小康工业集团股份有限公司 2017年可转换公司债券”的信用级别为 **AA**，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定“重庆小康工业集团股份有限公司”（以下简称“小康股份”或“公司”）主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体小康股份偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司 MPV 产销规模位居行业前列、SUV 销量快速提升、东风汽车公司（以下简称“东风汽车”）对公司的品牌支持、机车一体化研发优势以及融资渠道多元化等正面因素对公司业务发展及信用水平的支撑作用；同时中诚信证评也关注到 MPV 与 SUV 细分市场竞争加剧以及新车型商业化风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

### 正面

- 公司 MPV 产销规模位居行业前列，SUV 销量快速提升。2016 年公司 MPV 产品风光 330 和风光 370 销量位列行业第 7 名和第 18 名。2016 年 6 月公司新推出 SUV 风光 580 以来，该车型半年销售 8.67 万辆。
- 东风汽车对公司的品牌支持。公司拥有东风汽车对东风商标在微车行业的独家授权，作为国内知名汽车集团，东风品牌有助于公司提升“东风小康”微车品牌的知名度。
- 机车一体化研发优势。公司自 2005 年开始制造发动机以来，产品线不断扩充，目前形成六大系列产品。公司依托不断改进的发动机产品，通过对小排量发动机核心技术的掌握，为自身整车生产量身定制，逐步提升核心竞争力。
- 融资渠道多元化。2016 年 6 月 15 日，小康股份成功 IPO，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通，可以通过增发、配售股票等方式进行

股权融资。截至 2016 年末，公司获得银行授信总额 86.09 亿元，其中未使用授信 48.81 亿元。

## 关 注

- MPV 与 SUV 细分市场竞争加剧。随着更多国内汽车厂家进入 MPV 和 SUV 细分市场，市场竞争进一步加剧，公司未来或将面临更大的竞争压力。
- 新车型商业化风险。为应对市场竞争以及消费者喜好变化，公司须持续进行新车型研发和老车型升级，中诚信证评将持续关注推出新车型的市场反映对公司经营和盈利情况的影响。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com](http://www.ccxr.com)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。



## 概 况

### 发行主体概况

重庆小康工业集团股份有限公司成立于 2007 年，原名为“重庆渝按控股有限公司”，由张兴海、张兴明和张兴礼共同出资设立。2011 年 4 月 29 日，公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司，注册资本变更为 5.26 亿元，并更名为“重庆小康工业集团股份有限公司”。2011 年 6 月 23 日，公司吸收华融渝富基业（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“华融渝富基业”）为新股东，收到华融渝富基业货币出资 2.24 亿元，其中 0.28 亿元作为注册资本，余下 1.96 亿元作为资本公积，公司注册资本变更为 5.54 亿元。2012 年 3 月 27 日，公司以资本公积转增股本 1.96 亿元，注册资本变更为 7.50 亿元。2016 年 6 月 15 日公司 IPO 成功，股票代码为 601127.SH，公司注册资本增加至 8.92 亿元。截至 2016 年末，公司注册资本为 8.92 亿元，其中重庆小康控股有限公司（以下简称“小康控股”）持股 62.60%，为公司控股股东。张兴海持有小康控股 50% 的股份，公司实际控制人为张兴海。

公司主营业务为汽车整车及其发动机、零部件的研发、生产、销售和服务。截至 2016 年末，公司整车产能 40.00 万辆，2016 年公司整车产量及销量分别为 37.92 万辆及 37.92 万辆。

截至 2016 年末，公司总资产为 198.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）45.74 亿元，资产负债率 76.94%。2016 年公司实现营业总收入 161.92 亿元，净利润 6.35 亿元，经营活动净现金流 11.46 亿元。

### 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
发行主体	重庆小康工业集团股份有限公司
债券名称	重庆小康工业集团股份有限公司 2017 年可转换公司债券
发行规模	本次发行的可转债总额为不超过人民币 15.00 亿元（含 15.00 亿元）
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起 6 年

偿付方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期自发行结束之日起六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。本次发行的可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。
初始转股价格确定	到期赎回条款：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值上浮一定比率（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。 有条件赎回条款：在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。 有条件回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。 附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的事实情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。 本次公开发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过 150,000 万元（含 150,000 万元），扣除发行费用后，募集资金将全部用于投资“年产 5 万辆纯电动乘用车建设项目”。
赎回条款	

资料来源：企业提供，中诚信证评整理

## 行业概况

### 汽车行业概况

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一。进入 21 世纪以来，我国宏观经济总体呈现持续快速增长局面，居民生活水平稳步提高，对我国汽车行业快速发展起到了推动作用。我国汽车行业已形成了多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系，汽车的普及率明显提高，我国已经成为世界汽车产销大国。

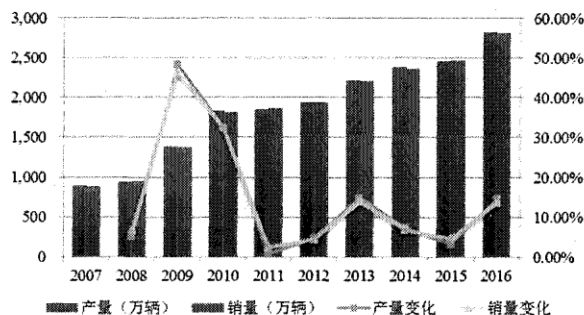
从短期来看，我国汽车行业周期性较强，同时

受政策影响显著，产、销量增速波动剧烈。2011年以来，随着扶持政策的逐渐退出及北京等城市限购政策的实施，乘用车产销量增速明显放缓；而以卡车为主的商用车需求则在固定资产投资增速放缓、物流行业低迷及前两年需求透支的作用下出现下滑，汽车行业由快速发展阶段进入调整阶段。在经过2011年、2012年连续两年的个位数增长后，2013年我国汽车行业重新实现两位数增长，全年产销量双双突破两千万，分别为2,211.68万辆和2,198.47万辆，同比分别增长14.76%和13.87%。其中，乘用车产销量分别为1,808.52万辆和1,792.89万辆，同比分别增长16.50%和15.71%；商用车市场回暖，产销量分别为403.16万辆和405.52万辆，同比分别增长7.56%和6.40%。2014年，我国汽车行业产销量分别为2,372.29万辆和2,349.19万辆，同比分别增长7.30%和6.90%，其中乘用车产销1,991.98万辆和1,970.06万辆，同比分别增长10.15%和9.89%；商用车产销380.31万辆和379.13万辆，同比分别下降5.69%和6.53%，商用车市场再次面临需求不振的冲击。2015年，国内汽车行业整体景气度下滑，汽车产销量分别为2,450.33万辆和2,459.76万辆，同比增长3.25%和4.68%，增速分别较2014年同期回落4.01个百分点和2.18个百分点。其中，乘用车产销2,107.94万辆和2,114.63万辆，同比分别增长5.78%和7.30%，增速亦较2014年下滑明显；但2016年以来，随着国内新能源汽车的政策红利逐步释放，整个汽车产业再次迎来了高速蓬勃发展时期。2016年我国汽车产销2,811.88万辆和2,802.82万辆，同比增长14.46%和13.65%，增幅比上年提升11.21个百分点和8.97个百分点。

从长期来看，一国汽车行业发展主要由汽车保有量及其经济水平决定，而我国较低的汽车保有量和不断提高的经济水平为中国汽车行业的长期发展提供了空间。美国的汽车保有量2012年末已经超过2.51亿辆，每千人汽车保有量为799辆，而同期我国的汽车保有量1.10亿辆，每千人汽车保有量约为美国的10%，仅相当于1970年的日本和1992年的韩国水平。近年来随着我国汽车行业的快速发展，我国汽车保有量和人均汽车保有量快速增加，

2016年末我国汽车保有量已增至1.94亿辆，达到140辆/千人，较2012年末增长58.16%。

图1：近年来中国汽车销量及增速情况



资料来源：中国汽车工业信息网，中诚信证评整理

由于我国各省市人口数量及经济水平不同，不同地区汽车市场的发展程度也不尽相同，我国内地31个省、自治区、直辖市的汽车保有量分布差异较大。分地区来看，按我国七大常规地区分类，华东地区汽车保有量占全国的比重最高，2016年末全国18个汽车保有量超过200万的城市中，华东地区拥有5席，占比27.78%。而幅员辽阔的西南和西北地区，合计八省一市却仅占2席，占比11.11%。从中长期看，人口基数庞大的三四线城市的汽车首次购买需求，以及一二线城市的汽车换代需求，将给未来3~5年我国汽车市场的发展提供一定保障。

进入21世纪，我国汽车出口开始步入快速增长阶段，2012年更是首次突破“百万辆”大关。2005至2012年期间，汽车出口的年均复合增长率为25.28%。以2012年为例，从汽车出口细分品种来看，轿车达到47.88万辆，同比增长44.43%；运动型多用途乘用车（SUV）和交叉型乘用车增速均超过30%。中国汽车工业协会统计的汽车生产企业出口数据，2014年，汽车累计出口91.04万辆，比上年下降约7%。其中乘用车出口53.30万辆，比上年下降约10%；商用车出口37.73万辆，比上年下降约1%。2015年国内汽车累计出口72.82万辆，比2014年下降20%。其中，乘用车出口42.77万辆，比2014年下降19.8%；商用车出口30.05万辆，比2014年下降20.4%。出口目的国以及竞争国货币相对人民币贬值，地缘政局动荡和出口国贸易限制措施频发，成为了2015年我国汽车出口量下滑的重要因素。2016年，汽车整车出口量结束上年下降，呈小幅同比增长7.19%。在

汽车整车出口主要品种中，客车同比增长明显，表现最为突出，轿车也结束上年下降，呈小幅增长，载货车依然呈下降趋势。我国虽已位居世界第一大汽车产销国，全球产销量占比超过20%，但汽车出口尚处于起步阶段。近几年来，中国汽车出口国前十位仍为发展中国家，我国汽车出口在全球汽车出口占比仍低于10%，出口占全国总销量的比重不足7%，发展潜力犹在。

2015年，我国新能源汽车产销34.05万辆和33.11万辆，同比分别增长3.3倍和3.4倍。其中，纯电动汽车产销25.46万辆和24.75万辆，同比分别增长4.2倍和4.5倍。2016年，新能源汽车生产51.7万辆，销售50.7万辆，比上年同期又分别增长了51.84%和53.13%，随着销量超过50万大关，产销量增速虽然有所放缓，但业内普遍认为这是动态中发展的市场的正常现象。国家“十三五”规划纲要中明确提出，要实施制造强国战略，其中两个重要的内容就是推动传统产业改造升级和支持战略新兴产业发展。随着新能源汽车被明确列为战略性新兴产业之一，为实现“到2020年，实现当年产销200万辆以上，累计产销超过500万辆”的目标，预计未来4年新能源汽车产销量复合增长率超过40%。国家仍将通过重点突破关键技术、建设统一标准、完善政策支持体系等方式来持续推广和发展新能源汽车。因此，汽车产业转型升级给新能源汽车行业发展带来了空前机遇。

综上所述，经济的增长、城市化程度的加深和居民生活水平的提高拉动了我国汽车行业的增长，而众多的人口、较低的人均汽车保有量以及我国汽车出口量偏低则显示出我国汽车行业还有很大的发展空间。尽管近年来汽车销量增速有所放缓，但三四线城市的首次购车需求和一二线城市的汽车换代需求将一定程度保证中国汽车行业未来3~5年的发展。此外随着新能源汽车被列为战略新兴产业之一，未来汽车产业转型升级给新能源汽车行业发展带来了空前机遇。

### 微车行业

微车，一般指上汽通用五菱汽车股份有限公司（以下简称“上汽通用五菱”）、重庆长安汽车股份有

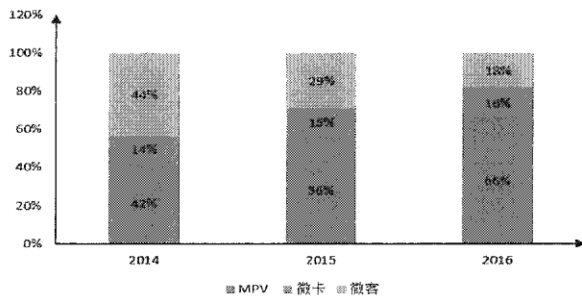
限公司（以下简称“长安汽车”）、东风小康汽车有限公司（以下简称“东风小康”）等代表性厂商生产的微型客车（又称交叉型乘用车）和微型卡车的总称，属于A型车中的A00级车，车轴距一般在2.0米至2.2米之间（部分车型在此范围之外），发动机排量一般小于1.6升。

2009~2010年，受益于“汽车下乡”、“以旧换新”、“购置税减征”等汽车消费刺激政策，微车行业呈井喷式增长。但受前期需求的超前释放，2011~2013年，微车行业也开始步入调整期。但2013年以来，随着以五菱宏光、长安欧诺、东风小康风光为代表的“新型微车”陆续上市并热销，带动了微车行业整体增长。值得注意的是，中国汽车工业协会于2013年起正式将此类“新型微车”纳入到MPV板块统计，归属于紧凑型MPV细分类。2014年，乘用车销量为1,970万辆，同比增长9.89%，商用车销量为379.1万辆，同比下降6.53%。分车型看，销量增长最快的是MPV，其次是SUV。2015年，汽车产销2,450.33万辆和2,459.76万辆，同比增长3.25%和4.68%，增速比上年同期减缓4.01个百分点和2.18个百分点。其中乘用车产销2,107.94万辆和2,114.63万辆，同比增长5.78%和7.30%；商用车产销342.39万辆和345.13万辆，同比下降9.97%和8.97%。其中多功能乘用车（MPV）销售210.67万辆，同比增长10.05%；运动型多用途汽车（SUV）销售622.03万辆，同比增长52.39%；交叉型乘用车销售109.91万辆，同比下降17.47%。运动型多用途汽车（SUV）和多用途汽车（MPV）成为促进2015年乘用车增长的主要因素。2016年，汽车产销2,811.88万辆和2,802.82万辆，同比增长14.46%和13.65%，增幅比上年提升11.21个百分点和8.97个百分点。其中乘用车产销2,442.07万辆和2,437.69万辆，同比增长15.50%和14.93%；商用车产销369.81万辆和365.13万辆，同比增长8.01%和5.80%。其中多功能乘用车（MPV）销售249.65万辆，同比增长18.38%；运动型多用途汽车（SUV）销售904.70万辆，同比增长44.59%；交叉型乘用车销售68.35万辆，同比下降37.81%。运动型多用途汽车（SUV）和多用途汽车（MPV）依然是2016

年乘用车继续增长的主要因素。

从国内微车市场的销售结构看，2013年之前，微客（交叉型乘用车）和微卡销量占微车总销量的比重基本维持在8:2之间，即微客占据了主流地位。2013年起，随着紧凑型MPV产品的热销，微车生产企业加速转型。2014年主要微车生产企业<sup>1</sup>产品中紧凑型MPV产品占比已超过40%。未来，随着紧凑型MPV市场需求的逐步释放，预计微车生产企业中MPV产品占比仍有望持续上升，微车生产企业产品的附加值和利润率也将随之提高。2015年，汽车消费市场对MPV需求的日趋提高和交叉型乘用车市场的日益萎缩印证了上述趋势，紧凑型MPV产品的销量已占据了传统微车厂商年度总销量的半数以上，2016年这一趋势进一步扩大。

图2：2014~2016年我国微车销售结构



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

国内MPV市场销售集中度较高，2016年上汽通用五菱、长安汽车以及东风小康三家公司是行业销售前三名；其中上汽通用五菱的领先优势较为明显，市场份额为41.57%，同比下降5.85个百分点。其次为长安汽车，约占市场份额的11.14%，同比增长2.56个百分点。东风小康2016年MPV市场份额为6.75%，同比提高2.03个百分点。行业销量四至六名分别为东风柳州汽车有限公司、北汽银翔汽车有限公司和北京汽车股份有限公司，2016年市场占有率分别为6.62%、6.16%和4.05%。MPV市场第三至第六名市场份额相差不大，整体而言MPV市场竞争激烈。

总体来看，微车行业作为细分子行业也受到整体汽车行业景气程度的影响；近年来，MPV销量的增长一定程度上分流了传统微客的需求，国内MPV

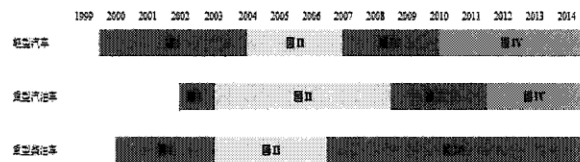
<sup>1</sup> 这里所指的微车生产企业包括五菱、长安、东风小康和北汽股份等。

市场集中度较高，但市场竞争依然激烈。

## 行业政策

伴随着汽车工业的迅速发展，环境污染、能源紧张等问题日益严重，节能环保已经成为汽车行业发展的必然趋势。自1999年起，我国陆续颁布了一系列政策法规明确对汽车环保和节能的要求，不仅对汽车油耗和排放标准提出了明确的量化指标，且排放标准不断升级。国家政策要求汽车朝着更环保节能的方向发展已变成了明确的法规，汽车生产企业只有明确按照环保的方向调整自己的技术策略，才能尽快适应时代的变化，高耗能产品不仅受到国家政策限制，也将逐渐被市场所淘汰。

图3：国家机动车污染物排放标准实施情况



注：轻型汽车国V标准于2013年公布，该标准将在2018年1月1日在全国实施；重型柴油车国IV标准实施的日期为2015年1月1日。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2014年以来，国家新能源汽车的相关政策密集推出，财政部、工业和信息化部、交通运输部等多个国家部委均出台相关新能源汽车政策，以加强对新能源汽车的补贴。在中央推广政策的基础上，上海、北京及江苏等国内主要省市亦发布地方性新能源汽车补贴政策，并直接地刺激了新能源汽车的销量增长。

表2：近年来我国汽车行业相关政策

年份	政策	内容或影响
2012	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》	以纯电动为新能源汽车发展和汽车工业转型的主要方向，重点推进纯电动汽车和插电式混合动力汽车产业化，推广非插电式混合动力汽车、节能内燃机汽车
2013	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	2013年至2015年继续开展新能源汽车推广应用工作
2014	《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》	纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车2014和2015年度的补助标准调整为：2014年在2013年标准基础上下降5%，2015年在2013年标准基础上下降10%，下降幅度较2013年规定有所减少

2014	《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》	明确了政府机关和公共机构公务用车“新能源化”的时间表和路线图。方案指出, 2014年至2016年, 相关政府机关和公共机构, 购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于30%, 并逐年提高
2014	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	自2014年9月1号到2017年12月31号, 对购置的新能源汽车免征车辆购置税。适用的新能源汽车包括获许在中国境内销售的纯电动、混合动力和燃料电池三类车型
2014	《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》第三阶段	2015年1月1日起, 国内生产的乘用车平均燃料消耗量需降至6.9升/百公里, 节能型乘用车燃料消耗量需降至5.9升/百公里以下。对于达不到平均燃料消耗量目标的整车企业, 将采取限产、停产等措施。
2015	《中国制造2025》	明确新能源汽车作为未来10大重点发展领域之一, 成为国家重点产业
2015	《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》	2015年起城市公交成品油补贴逐渐递减, 2019年减少60%。大气污染重点区域2015年起新增及更换公交车中新能源客车占比从40%逐年提升至80%, 其他省份比例略减。
2015	国务院常务会议	2015年10月1日到2016年12月31日, 对购买1.6升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税; 各地不得对新能源汽车实行限行、限购, 已实行的应当取消。
2016	《关于对超豪华小汽车加征消费税有关事项的通知》	自2016年12月1日起, “小汽车”税目下增设“超豪华小汽车”子税目, 在生产(进口)环节按现行税率征收消费税基础上, 在零售环节加征消费税, 税率为10%
2016	《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	自2017年1月1日起至12月31日止, 对购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。自2018年1月1日起, 恢复按10%的法定税率征收车辆购置税。
2016	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	在保持2016—2020年补贴政策总体稳定的前提下, 提高推荐车型目录门槛、调整完善补贴方法、改进资金拨付方式、建立健全监管体系等

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

随着汽车在国内大中城市的迅速普及, 交通拥堵、环境污染等问题日益严重, 目前上海、北京、贵阳、广州、天津、杭州和深圳等城市已相继实施汽车限购政策。从短期来看, 限购能够减小城市交通进一步拥堵的压力, 未来汽车限购政策或将在更多地区推行。部分城市可能面临限购的状态, 在短

期内或将刺激消费者的提前购买行为, 提前透支未来需求。

综合来看, 近年来, 我国陆续颁布了一系列政策法规明确对汽车环保和节能的要求, 不仅对汽车油耗和排放标准提出了明确的量化指标, 且排放标准不断升级, 节能环保已经成为汽车行业发展的必然趋势。此外, 随着2014年以来中央以及地方政府对新能源汽车的政策支持力度明显加大, 新能源汽车步入快速增长期。汽车限购政策目前对整个市场销量产生了一定影响, 未来或将在更多地区推行。

## 竞争优势

公司MPV产销规模位居行业前列, SUV销量快速提升

MPV市场方面, 根据汽车业工业协会统计, 公司2016年MPV销量达16.86万辆, 同比增加69.22%, 市场占有率提升至6.75%。2016年公司MPV产品风光330和风光370分别以9.80万辆和1.43万辆<sup>2</sup>销量位列行业第7名和第18名, 风光系列整体销量属于行业前列。

2016年6月21日, 公司推出了自主研发的首款都市SUV东风风光580, 该车型受到市场高度认可, 半年销售量达8.67万辆。

## 东风品牌优势

公司与东风汽车合资设立的并表子公司东风小康汽车有限公司, 主要负责公司整车开发、生产。公司全面主导生产、研发、销售及服务等经营决策和经营管理, 东风汽车通过对东风商标在微车行业的独家授权, 提升了“东风小康”微车品牌的知名度。

2010年, 东风汽车与东风小康签订《东风商标使用许可合同》, 授予东风小康在为期10年的合同期内为生产、销售微型车产品或进行售后服务使用东风商标的权利, 并明确了东风小康在微型汽车业务使用东风商标的唯一性。许可使用费为前5年按30万元/年标准收取, 后5年年收费额度另行约定, 但上限为100万元。2014年4月, 东风汽车与东风

<sup>2</sup>因统计口径差异, 中国汽车工业协会销量统计与公司销量统计存在一定差异

小康签订《东风商标使用许可合同》，增加授权东风小康在乘用车（除已授权的微型车之外）等领域使用上述商标和图形。许可商标期限为7年，使用费按定额每年6万元。

东风集团作为我国汽车产业的主要汽车集团之一，通过对东风商标在微车行业的独家授权，提升了“东风小康”微车品牌的知名度。

### 机车一体化研发优势

发动机是汽车的核心部件，也是微车产品成本构成的重要部分。缺少高性能、低油耗、低排放的发动机，整车的发展将会受到较大的限制。

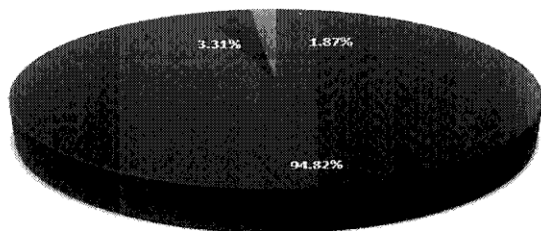
通过多年的国内外技术合作和自主研发，公司研发制造的小排量发动机具备一定的性能和质量优势；在保证发动机性能和质量的同时，公司通过严格的成本控制，从发动机设计开始就锁定量产后的成本，在采购过程中严格控制采购成本，在生产过程中通过精益生产方式消除各种不必要的损耗，使得公司生产的发动机具有较高的性价比优势。

公司的发动机技术储备和生产能力有助于公司整车在市场竞争中获取价格优势，而微车市场相对集中于三、四级城市、城乡结合部和乡镇，价格敏感性高。

### 业务运营

公司主营业务为汽车整车及其发动机、零部件的研发、生产、销售和服务。2014~2016年，公司分别实现营业总收入94.18亿元、105.54亿元和161.92亿元。其中，微型汽车销售业务为公司主要收入来源，2016年公司微型汽车实现收入150.09亿元；微型车动力总成、汽车零部件及其他销售分别实现收入5.24亿元和2.96亿元。

图 4：2016 年公司主营业务收入构成情况



■ 微型汽车 ■ 微型车动力总成 ■ 汽车零部件及其他

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

### 原料采购

整车与发动机的零部件采购系统各自独立，均由采购中心与各板块外协部门负责。公司从综合保证能力、开发设计能力、采购能力、制造能力、实验监测能力以及持续改进能力等6个方面筛选出合格供应商。此外公司通过开辟多种采购渠道来降低对少数供应商的依赖。

整车零部件采购方面，公司采购中心负责汽车零部件所需原材料及整车所需外购零部件的集中采购，并对采购体系、供应商选择及采购谈判进行管理；各制造工厂采购部门负责制造汽车所需的辅助材料、设备、工具及非生产性物料中专用物资的采购。采购方式上，主要分为招标采购和议价采购进行管理。

整车主要采购零部件包括轮胎、后桥、前悬挂、钢材和座椅。2014~2016年，上述零部件采购总金额占整车采购总成本的24.45%、20.21%和34.68%。受原材料上游价格波动影响，钢材和轮胎采购价格近三年呈下降趋势，座椅、后桥和前悬挂呈上升趋势；公司可以通过调整产品价格来应对价格波动风险，但公司产品价格有一定时滞性，对公司经营业绩稳定性产生一定影响。2016年前五名供应商采购占比10.18%，整车零部件采购集中度低。



表 3: 公司整车主要零部件采购情况

单位: 亿元、元

项目	2014		2015		2016	
	金额	采购单价	金额	采购单价	金额	采购单价
座椅	2.95	1,059.39	3.73	1,352.67	6.71	1,755.20
钢材	5.81	4,706.29	4.99	3,838.46	5.83	3,349.25
后桥	3.68	1,320.65	3.87	1,402.74	5.66	1,480.20
前悬挂	2.07	743.84	2.25	813.60	3.51	916.95
轮胎	1.84	132.17	1.53	110.88	2.31	120.87

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 4: 2016 年公司零部件采购供应商前五名

单位: 亿元

供应商名称	采购产品	采购金额
四川建安工业有限责任公司	车桥	3.96
武汉首钢钢铁贸易有限公司	钢材	2.72
四川泛华电器有限责任公司	线束	2.50
重庆联恒钢材加工有限公司	钢材	1.90
南京邦奇自动变速箱有限公司	变速器	1.73

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

结算方式方面, 公司整车零部件对外采购结算 80~85% 以银行承兑汇票结算, 其余为货币资金结算。公司通过收取供应商 20%~40% 的货款作为质保金, 来保证原材料采购的质量。

发动机方面, 采购中心对发动机零部件的供应

商选择、采购谈判进行统一管理, 并负责生产性物料中的整机外购零部件以及非生产性物料中发动机总装部分公共物资采购。采购方式上, 主要有招标采购、比价采购、竞价采购、议价采购等四类方式。发动机采购的主要零部件包括电喷系统、变速器总成、曲轴箱总成、气缸盖总成和曲轴总成, 2014~2016 年上述零部件合计采购金额分别占采购总成本的 53.22%、49.04% 和 47.70%; 2016 年公司主要零部件价格均呈上涨趋势。2016 年发动机前五名供应商采购占比 33.20%, 前五名采购集中度较高。公司发动机原材料采购的结算方式与整车采购相同。

表 5: 公司发动机主要零部件采购金额及成本

单位: 亿元、元

项目	2014		2015		2016	
	金额	采购单价	金额	采购单价	金额	采购单价
电喷系统	3.64	1,051.34	3.78	996.02	5.15	1,110.06
变速器总成	3.72	1,178.81	4.20	1,335.92	6.54	1,601.75
曲轴箱总成	0.67	434.99	0.46	490.61	0.91	565.86
气缸盖总成	0.59	285.10	0.52	350.19	0.77	380.50
曲轴总成	0.34	169.44	0.31	188.25	0.71	193.31

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 6: 2016 年公司发动机采购供应商前五名

单位: 亿元

供应商名称	采购产品	采购金额
中国长安汽车集团股份有限公司	变速器	4.56
北京德尔福万源发动机管理系统有限公司	电子件	1.90
联合汽车电子有限公司	ECU	1.68
强谊汽车配件(无锡)有限公司	涡轮增压器	0.83
成都华川电装有限责任公司	电机	0.83

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体看, 公司有着较为完善的采购制度, 通过

合格供应商制度保证了原材料采购的质量, 此外通过开辟多种采购渠道, 对少数供应商的依赖程度小。但是中诚信证评也注意到由于公司调整产品价格有一定滞后性, 原材料价格波动对公司业绩稳定性有一定影响。

### 发动机制造及销售

公司具有独立的发动机研发与制造能力, 目前公司发动机以公司整车内部配套为主, 且公司汽车生产所需的发动机都由公司自身供应。发动机生产

分为铸造、机加工和总装三个程序。公司发动机铸造工厂拥有60万铸铁缸体、10万铸铝缸体以及30万曲轴和缸体的年产能；机加工工厂共有8条生产线，拥有30万件缸盖、30万件曲轴和50万件缸体的年产能；公司总装工厂拥有组装50万台套的年产能。2014~2016年末，公司发动机产能均保持在50.00万辆。产能利用率方面，2014~2016年，公司发动机产能利用率分别为63.58%、64.21%和94.78%。2014~2015年公司产能利用率整体处于偏低水平主要是随着公司整车产品由传统微车向紧凑型MPV转型，动力产品亦需同步转型升级，导致公司实际产量变小。2016年随着SUV和MPV相关车型热销，公司进行了生产线改进，公司发动机产能利用率大幅提高。

表 7：近年来公司发动机产能、产量情况  
单位：台、%

	2014	2015	2016
产能	500,000	500,000	500,000
产量	317,879	321,061	473,906
自供	277,621	271,353	392,023
外售	38,455	50,643	79,250
产能利用率	63.58	64.21	94.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

发动机产品方面，公司自2005年开始制造发动机以来，产品线不断扩充，目前包括AF系列、BG系列、DK系列、SFG系列、HD（在研）系列汽油机以及SFD柴油机六大系列产品。AF系列包括AF10和AF11；BG系列包括BG10和BG13；DK系列包括DK12、DK13和DK15；SFG系列分为SFG15、SFG18、SFG15T；HD系列包括HD15、HD12、HD20。公司发动机研发水平较为先进，SFG18系列、SFG15T系列以及在研的HD系列各项性能指标国内领先。其中，SFG15T发动机搭载风光580荣获“中国心”2016年度十佳发动机。

公司发动机对外销售较少，且全部为国内销售，但公司加大外部市场开拓力度，外销收入持续增长；2014~2016年，对外销售分别为3.85万台、5.06万台和7.93万台，销售金额分别为2.57亿元、3.32亿元和5.24亿元，主要客户为重庆长安跨越车辆有限公司和山东唐骏欧铃汽车制造有限公司。

整体看，公司发动机研发技术较强，机车一体

化研发优势有助于公司提高核心竞争力。公司发动机销售以内部配套为主，产量主要受整车生产情况的影响。随着公司对发动机生产线技术改进，目前产能利用率处于较高水平。

### 整车生产

目前，公司产品包括微型客车、单/双排货车、厢式运输车、仓栅式运输车及特殊专用车辆，分为K系列、V系列、C系列和“风光”系列。K系的产品定位为“东风小康、大众生活”。V系的产品采用四驱底盘配置，外观具有越野风格，定位为“微车中的越野车”。C系列产品定位为“欧式小型商务车”，平均单价较高。风光系列为紧凑型MPV，定位于“时尚、舒适和高性能”，于2013年下半年推出。近年来，随着消费者需求升级，公司已完成产品重心转换，从K系列、V系列、C系列等传统型微车产品转向了紧凑型MPV；2016年6月，公司发布了其首款SUV产品“风光580”，定位于7座中型SUV，主打车内空间和性价比。MPV和SUV等新车型的持续推出，进一步丰富了公司的产品谱系。

公司整车制造业务主要由东风小康汽车有限公司负责，截至2016年末，公司在十堰、江津双福工业园和井口工业园拥有三个整车生产基地。公司整车采取“以销定产”的方式组织生产，根据需求情况和车间生产能力，编制月、周和日生产计划。

产能方面，2014~2016年末，公司整车产能分别为40.00万辆、40.00万辆和45.00万辆；同期公司整车产量分别为278,820辆、275,316辆和379,158辆，产能利用率分别为69.71%、68.83%和84.26%。2014~2015年公司产能利用率较低主要因公司前期产能投资规模较大，且近年来，公司产品结构升级，导致单车生产时间变长、实际产量变小。2016年，受益于风光系列产品销量快速增长，公司对整车生产线进行升级改造，公司产能利用率提升至94.79%。

表 8：近年来公司整车产能、产量情况

	2014	2015	2016
产能	400,000	400,000	450,000
产量	278,820	275,316	379,158
产能利用率	69.71	68.83	84.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理



质量控制方面，东风小康以质量中心为牵头单位，下设四部一室，携手技术、采购、制造、销售质量归口管理部门，组成东风小康质量管理组织体系。结合公司中长期事业规划，建立IPTV、CPV等公司级质量指标，各单位在相关职能和层次上建立相应的分解质量指标，通过各项业务计划的执行确保和促进质量指标的达成。公司从产品设计开发、原料部件采购，到整车生产制造、产品营销服务各个环节都严格按照ISO9001、《机动车辆类强制性认证实施规则》（汽车产品）、《车辆生产企业及产品生产一致性监督管理办法》和欧标管理体系的要求进行，所生产的产品获得了欧盟、南非、智利以及泰国等多个国家的出口认证证书。

技术实力及研发能力方面，截至2016年末，公司及控股子公司拥有的有效专利权734项，其中发明专利54项，实用新型352,517项，外观设计专利163项。在传统微车领域，2007年，东风小康成为中国微型汽车行业里第一家通过欧盟国家技术标准认证的品牌。随后，东风小康相继通过欧IV、欧V及欧标整车认证。欧盟标准认证是目前国际汽车业界公认的高门槛之一。近年来，为应对市场竞争以及消费者喜好变化，公司持续进行新车型研发和老车型更新升级，2014~2016年，公司研发投入分别为3.36亿元、2.95亿元和4.75亿元，占当期营业总收入比例分别为3.57%、2.79%和2.93%。

总体来看，随着研发投入的增加，公司整车技术研发实力不断增强。为了满足日益增长的整车生产需求，公司通过生产线的升级改造，整车产能利用率提升较为明显。

### 整车销售

公司整车销售客户主要为国内一级经销商和海外经销商。公司国内销售主要由公司全资子公司重庆东风渝安汽车销售有限公司和重庆东风小康汽车销售有限公司负责。

2014~2016年，公司整车销量分别为28.81万辆、27.73万辆和37.92万台，销售金额分别为87.49亿元、97.64亿元和150.09亿元，因公司由传统微车产品向MPV升级导致产品单价提升以及新推出SUV的热销，整车销售金额呈逐年上升趋势。

产品结构方面，2013年下半年公司推出风光系列紧凑型MPV，受益于整体MPV市场的快速增长，公司风光系列销量逐年快速提升，对公司的销售额贡献程度愈发显著，2015年公司风光系列车型销售额达到63.51亿元，在总销售额的占比达到65.05%；2016年公司新推出SUV风光580，公司风光系列热销，其销售额达117.22亿元，同比增长84.51%，同期在总销售额的占比提升至78.10%。近年来，随着MPV车型和SUV车型对原有微车的替代，V系列和K系列等传统微车销量下滑较快。

但中诚信证评关注到，随着MPV市场和SUV市场竞争加剧，公司风光系列车型面临更大的竞争压力，中诚信证评将持续关注公司未来新车型的推出计划以及老车型的更新换代。

表 9：近年来公司整车销售产品结构

单位：辆、亿元、%

类别	2014			2015			2016		
	销量	金额	金额占比	销量	金额	金额占比	销量	金额	金额占比
V 系列	13,489	4.27	4.88	2,644	1.25	1.28	964	0.19	0.13
K 系列	152,762	34.89	39.88	85,391	22.62	23.17	67,964	15.27	10.17
C 系列	31,493	12.25	14.00	29,537	10.26	10.51	54,318	17.41	11.60
风光系列	90,352	36.08	41.24	159,733	63.51	65.05	255,993	117.22	78.10
合计	288,096	87.49	100.00	277,305	97.64	100.00	379,239	150.09	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域构成来看，2016 年，公司国内销售主要集中在华东、华中、华南和西南区域，上述 4 个区域收入合计占比达到 73.30%。2014~2016 年，公司海外地区销售额分别为 11.38 亿元、6.31 亿元和 4.06 亿元，受海外主要市场国家进出口政策调整、汇率大幅度波动以及外汇管制，公司海外销售呈逐年下降趋势；2014~2015 年公司整车海外销售主要集中在非洲地区，2016 年非洲主要客户所在国进口政策调整（由自由贸易调整为配额进口制），当年公司整车海外销售主要集中地由非洲变更为亚洲。2016 年非洲地区销售额占海外销售额的比重为 10.72%；2016 年亚洲地区销售占海外销售额比重为 39.50%，公司亚洲海外销售主要国家和地区是斯里兰卡、台湾和越南。

表 10：近年来公司国内整车销售区域占比

区域	2014	2015	2016
华东	26.41%	25.87%	23.00%
华中	17.53%	21.03%	18.63%
华南	15.87%	16.39%	15.13%
西南	12.97%	13.99%	16.54%
西北	9.60%	7.51%	8.17%
华北	9.23%	7.60%	7.35%
东北	4.50%	4.10%	4.84%
其他	3.90%	3.50%	6.34%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方式上，国内整车销售均采用一级经销商买断式销售模式，即销售公司将整车销售给各一级经销商，非因质量问题经销商不能退货，故在经销商收到货物时，销售商品的风险和报酬即转移到了经销商，公司即确认销售收入，截至 2016 年末公司尚未发生因质量问题导致退货的情况。截至 2016 年末，公司在全国范围内共有一级经销商 252

家，标准化专营店共 865 家。公司海外销售同样采取买断式销售方式，公司在将整车报关出口后，销售货物的风险和报酬即转移到海外经销商，公司在此时确认销售收入。

结算方式上，公司整车销售采取现款现货、先款后货的原则。销售公司公布的各车型价格均为现金结算价格，一级经销商必须以现金、银行转账支票、银行汇票、银行承兑汇票或商业承兑汇票支付货款。公司在出口结算方面坚持以现销为主，公司的出口收汇方式主要有：电汇、即期信用证、远期信用证以及首付电汇尾款信用证。

汽车金融销售方面，2014~2016 年，公司整车销售中采取汽车金融模式销售占比分别为 48.36%、58.09% 和 75.70%，占比逐步提升。汽车金融模式即公司与银行、经销商签订的汽车销售金融服务网络协议，经销商购买整车前向银行缴纳一定比例的保证金，由银行为经销商开具银行承兑汇票或经销商开具商业承兑汇票。根据公司金融销售服务协议，若经销商无法在票据到期前缴存足够票款，公司无须承担经销商未销售整车的回购责任。截至 2016 年末，公司通过汽车销售金融服务协议方式收到的银行承兑汇票 70.99 亿元，其中尚未到期的金额为 28.53 亿元。

总体看，近年来，公司整车销售额保持增长态势，受益于 MPV 和 SUV 市场的快速增长，风光系列销量快速上升，已替代传统微车成为主要销售车型；中诚信证评也将持续关注行业竞争加剧以及公司新车型市场导入情况对公司经营及盈利能力的影响。

## 公司治理

### 公司治理

公司按照《公司法》的要求，已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，完善了股东大会、董事会、监事会、经营层相互制衡的管理体制。股东大会为公司的最高权力机构，负责制定和修改公司章程，决定公司的发展战略、规划和目标，决定公司的经营方针和投资方案。公司设董事会，由9名董事组成，其中董事长1名、独立董事3名，公司董事会下设战略决策委员会、薪酬考核委员会、审计委员会和提名委员会。公司设监事会，监事会有主席1名，监事2名，监事成员组成符合公司章程。董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

公司目前设立党工部、管理部、信息管理部、法规部、人力资源中心、财务中心、证券部、运营管理部、战略规划部、公司办公室等部门，以更好地发挥公司决策、指导、服务、监管、考核五大职能。公司自设立以来，股东大会、董事会以及监事等机构和人员均能够按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

### 内部管理

公司已建立较为完善的内部管理体系，结合公司实际情况，在财务管理、投资管理以及安全生产等方面均已建立相关内部控制制度。

财务管理方面，公司按照现代财务管理的要求，制定了财务预算控制、资金统一管理、财务状况分析、不定期财务检查等财务管理体系，规范财务运作程序，健全内部控制制度。

投资管理方面，公司根据法律和有关规定要求，公司制订了对外投资管理制度，规范投资行为，界定投资权限，完善投资程序，提高了投资决策的科学性。

安全管理方面，公司的《安全生产管理规定》涵盖了“安全生产责任制、安全生产管理制度、安全生产检查制度、安全生产委员会工作及会议管理制度、安全费用投入保障制度、安全生产事故隐患排查整改制度、领导带班作业制度、职业安全健康

教育制度、‘三同时’管理制度、特种作业人员安全管理制度、重大/重要危险源监控管理制度、应急救援管理制度、安全生产奖惩制度”等合计13项制度。

人力资源方面，截至2016年末，公司共有员工9,435人。学历方面，硕士及以上222人，本科及大专4,161人，大专以下5,052人。专业类别方面，研发人员1,401人，营销人员471人，生产人员6,448人，管理人员297人，后期人员818人。年龄层次方面，30岁以下4,601人，30-40岁3,082人，40-50岁1,630人，50岁以上122人。

总体来看，公司有着相对完整清晰的管理制度和体系，对整个产业链条的各个环节形成了严格有效的监督管理制度。

## 战略规划

公司发展战略目标是“创建百万量级且富有竞争力的汽车企业集团”，即既要实现“收入翻番”的量的增长，同时也追求“转型升级”的质的提升。

公司将力争在五年后拓展形成“以家用汽车（含紧凑型MPV、紧凑型SUV）机车联网的物联网汽车与纯电动微型商用车为主体，发动机为支撑”的新业务格局。

公司主要通过坚持“产业化和资本化”相结合方式实现上述战略目标。“产业化”即通过高效精益的产业运营，实现“制造精准化、技术平台化、信息互联化、业务市场化”；“资本化”即通过成熟稳健的资本运作，力争以首次公开发行股票为契机，开拓直接融资渠道，深化产融结合，以资本助推实体。

伴随着汽车行业“小型化、环保化、轻量化、智能化”发展趋势的日益显著，未来3~5年内，公司将聚焦7座家用车市场，着力打造“生命周期超5年、单车规模逾百万”更节能环保的紧凑型MPV、紧凑型SUV汽车，着力打造互联网新时代下车机互联的物联网汽车以及“定位城市物流、市场销售过万”的新能源车型。

发动机板块，公司将以“小排量、低油耗、高性能”的柴油机为支撑，实现汽油机动力持续优化，运用涡轮增压、缸内直喷等轿车发动机技术，开发

多燃料混合动力。

市场拓展计划方面，未来三年，公司将力争同时做大国内和海外两个市场。国内将持续拓展以三、四级城市和乡镇农村为代表的主要目标市场，特别关注中西部地区快速增长的客户消费需求和以紧凑型 MPV 为代表的新型微车消费需求，进一步提高国内营销网络的覆盖率，优化经销网点布局。

在建工程方面，公司目前主要在建项目包括印尼制造工厂项目和重庆金康新能源汽车有限公司年产 5 万纯电动乘用车建设项目，总投资规模 29.59 亿元，截至 2016 年末，已投资规模 6.42 亿元，公司存在一定的资本支出压力。

表 11: 截至 2016 年末公司主要在建项目投资规划

单位: 亿元

项目名称	预计产能	计划投资金额	累计投资完成进度	资金来源
印尼制造工厂项目	5 万辆	4.49	63.74%	自筹及融资
重庆金康新能源汽车有限公司年产 5 万纯电动乘用车建设项目	5 万辆	25.1	14.18%	自筹及融资

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

综合来看, 公司主营业务定位明确, 依托较强的研发实力以及机车一体化研发优势, 大力发展家用汽车, 开拓三、四线城市和农村市场, 以实现成为百万量级且富有竞争力的汽车企业集团的目标。公司结合自身实际制定的战略规划有助于保证公司业务规模和盈利能力的提升。

## 财务分析

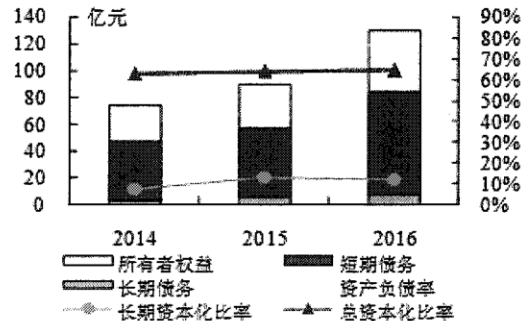
以下分析基于经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具的标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告。

### 资本结构

受益于公司业务发展良好以及 IPO 成功, 公司资产规模不断增加, 2014~2016 年末公司总资产分别 109.69 亿元、124.39 亿元和 198.36 亿元。随着业务发展, 公司对外融资需求增加, 公司总债务增加较快, 同期公司总负债分别为 82.39 亿元、92.42 亿元和 152.62 亿元。受益于公司盈余积累以及上市

成功, 公司所有者权益不断增加, 同期公司所有者权益分别为 27.30 亿元、31.97 亿元和 45.74 亿元。

图 5: 2014~2016 年公司资本结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产结构方面, 公司流动资产占比较高, 2014~2016 年末, 公司流动资产分别为 58.76 亿元、67.99 亿元和 127.13 亿元, 占总资产的比重分别为 53.57%、54.66%和 64.09%。公司流动资产主要由应收票据、货币资金和存货构成, 截至 2016 年末分别占流动资产的 55.50%、29.72%和 8.59%。公司应收票据均为银行承兑票据, 截至 2016 年末, 公司应收票据为 70.56 亿元, 同比增长 85.43%, 主要是公司销售收入增加以及预收款项增加所致, 其中公司质押的应收票据金额为 34.60 亿元。随着公司 IPO 收到募集资金以及产品销售量增长, 公司货币资金充足, 截至 2016 年末公司货币资金为 37.78 亿元, 同比增加 118.95%。为准备乘用车化改造以及应对市场变化进行备货, 2016 年末公司存货同比增长 51.96%至 10.91 亿元。公司存货主要是库存商品和原材料, 2016 年计提跌价准备 0.31 亿元。公司非流动资产主要是固定资产、长期应收款和无形资产, 2016 年末占非流动资产的比重分别为 43.34%、18.94%和 17.72%。公司固定资产主要是机械设备、房屋及建筑物和运输工具, 受折旧影响, 2016 年末公司固定资产同比下降 5.20%至 30.87 亿元。随着公司汽车金融消费业务扩展, 公司长期应收款同比增加 1,146.91%至 13.49 亿元, 同期计提坏账准备为 0.02 亿元。2016 年末公司无形资产为 12.62 亿元, 主要是专利权、非专利技术和土地使用权。2016 年末专利权账面价值为 2.12 亿元, 主要受摊销影响同比下降 13.86%; 随着研发投入力度加大, 公司研发成果不断转化, 同期公司非专利技术账面价值为

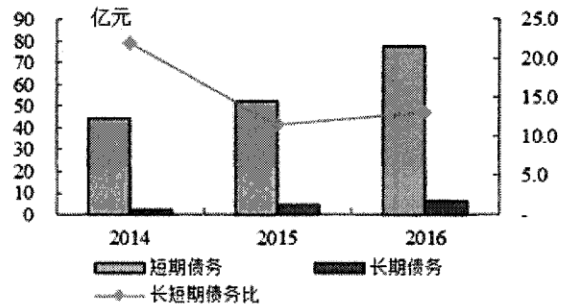
1.98 亿元，同比增加 38.47%；同期土地使用权 8.07 亿元，主要受摊销影响，同比下降 4.87%。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2014~2016 年末，公司流动负债分为 75.54 亿元、82.83 亿元和 141.69 亿元，占负债总额的 91.68%、89.63%和 92.84%。公司流动负债主要是应付票据、应付账款、预收账款和短期借款，2016 年末分别占流动负债的 41.35%、22.75%、17.04%和 12.29%。随着公司产销量上升，公司开具银行承兑汇票支付货款增加，2016 年末公司应付票据同比增长 59.90%至 58.59 亿元；同期公司应付账款同比增加 37.74%至 32.23 亿元；随着风光 580 汽车热销，经销商预付购车款，同期公司预收账款同比增加 923.23%至 24.14 亿元。公司短期借款主要是保证和信用借款，随着公司业务扩展对外融资需求增加，2016 年末公司短期借款同比增加 10.60%至 17.42 亿元。公司非流动负债主要是长期借款和递延收益，2016 年末分别占非流动负债总额的 53.99%和 41.09%。2016 年末公司长期借款为 5.90 亿元，同比增加 29.74%。2016 年末，公司递延收益为 4.49 亿元，同比下降 1.76%，主要是与资产相关的政府补助。2016 年与资产相关的政府补助项目主要是城市建设配套补助、井口工业园投资补助以及马鞍山年产 10 万辆微型汽车项目补助。

财务杠杆方面，随着业务扩展，公司对外融资需求增大，其财务杠杆水平不断提高。2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 75.11%、74.30%和 76.94%；同期总资本化比率分别为 62.74%、64.06%和 64.53%。

从债务期限结构看，2014~2016 年末，公司总债务分别为 45.96 亿元、56.99 亿元和 83.22 亿元；其中短期债务分别为 43.96 亿元、52.44 亿元和 77.32 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 21.98 倍、11.53 倍和 13.10 倍，近年来公司债务期限结构有较大改善。

图 6：2014~2016 年公司债务期限结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于经营积累以及 IPO，公司自有资本实力得到增强。但随着公司业务发展，融资需求增加，债务增加较快，财务杠杆水平不断提高。

### 盈利能力

2014~2016 年，公司实现营业总收入 94.18 亿元、105.54 亿元和 161.92 亿元，营业收入保持逐年增长。从收入构成看，微型汽车是公司业务收入的主要来源，2014~2016 年微型汽车销售收入占营业总收入比重为 92.90%、92.51%和 92.69%。

毛利率方面，2014~2016 年，公司营业毛利率分别为 20.12%、19.31%和 19.34%。公司 2013 年营业毛利率为 21.11%，2014 年推出的新产品“风光 330”为拓展市场而定价较低，导致该车型的毛利率偏低；毛利率较高的海外业务收入近年来也有所下降，并拉低公司的综合毛利率。2015 年~2016 年公司受出口配额影响，毛利率较高的海外业务有较大下滑，导致微型汽车业务毛利率下降；2014 年以来微型车动力总成业务产品结构调整，公司加大对销售，该业务板块毛利率有所提高；此外公司融资租赁业务毛利率较高，公司融资租赁业务收入有较大增长，这使得公司汽车零部件及其他业务毛利率有所提升。

表 12: 2014~2016 年公司分板块收入及毛利率情况

板块	2014		2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
微型汽车	87.49	19.87	97.64	18.86	150.09	18.44
微型车动力总成	2.57	19.98	3.32	20.57	5.24	24.76
汽车零部件及其他	1.61	28.34	1.81	30.55	2.96	42.13
营业总收入	94.18	20.12	105.54	19.31	161.92	19.34

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

三费方面, 随着业务规模扩大, 公司三费不断增长, 2014~2016 年, 公司三费合计分别为 13.47 亿元、14.27 亿元和 19.30 亿元, 三费收入占比分别为 14.30%、13.52%和 11.92%, 三费控制能力有所增强。从三费构成看, 公司期间费用以销售费用为主, 2016 年由于微车销售大幅增加, 公司销售费用同比增加 53.53%至 10.41 亿元。

表 13: 2014~2016 年公司期间费用构成

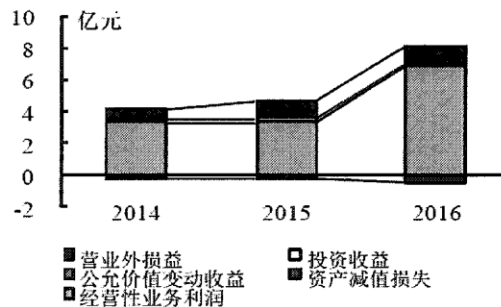
	单位: 亿元、%		
	2014	2015	2016
销售费用	6.45	6.78	10.41
管理费用	6.22	6.80	8.58
财务费用	0.79	0.69	0.31
三费合计	13.47	14.27	19.30
营业总收入	94.18	105.54	161.92
三费收入占比	14.30	13.52	11.92

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2014~2016 年, 公司分别实现利润总额 4.16 亿元、4.56 亿元和 7.78 亿元, 主要由经营性业务利润和营业外损益构成; 同期经营性业务利润分别为 3.45 亿元、3.40 亿元和 6.95 亿元; 同期营业外损益分别为 0.65 亿元、0.97 亿元和 1.09 亿元。公司营业外损益主要是计入当期损益的政府补助, 2014~2016 年计入当期损益的政府补助分别为 0.57 亿元、0.61 亿元和 0.51 亿元。

2014~2016 年公司营业总收入不断增加, 三费控制能力持续增强, 经营性业务利润增长较快。同期公司资产减值损失分别为 0.10 亿元、0.09 亿元和 0.43 亿元, 对利润总额造成一定侵蚀。

图 7: 2014~2016 年公司利润总额构成



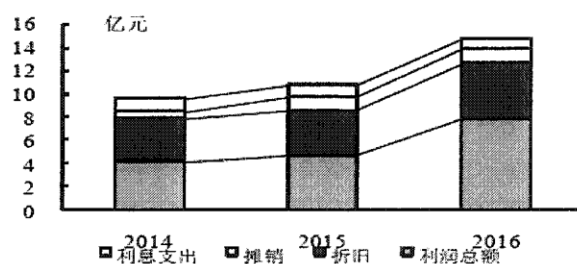
数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体看来随着风光系列汽车热销, 公司营业总收入不断增长, 此外随着三费控制能力不断增强, 公司经营性业务利润不断提升。但中诚信证评业也注意到公司海外业务受进口配额影响较大, 中诚信证评将持续关注公司海外市场业务的发展情况。

### 偿债能力

从获现能力来看, 公司 EBITDA 主要利润总额、折旧和利息支出构成。2014~2016 年, 公司利润总额分别为 4.16 亿元、4.56 亿元和 7.78 亿元; 同期折旧分别为 3.72 亿元、3.99 亿元和 4.81 亿元; 同期利息支出分别为 1.13 亿元、1.00 亿元和 0.89 亿元。近年来随着公司主营业务发展良好, 公司 EBITDA 保持增长态势, 2014~2016 年分别为 9.60 亿元、10.71 亿元和 14.77 亿元。

图 8: 2014~2016 年公司 EBITDA 构成



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从偿债指标来看，2014~2016年，公司总债务/EBITDA分别为4.79倍、5.32倍和5.63倍，EBITDA利息倍数分别为8.46倍、10.71倍和16.56倍。近年来得益于公司业务发展良好，EBITDA对债务本息覆盖能力仍处于较好水平。

经营活动现金流方面，2014~2016年，公司经营活动净现金流分别为3.96亿元、3.92亿元和11.46亿元。同期，经营活动净现金流/总债务分别为0.09倍、0.07倍和0.14倍；经营活动净现金流/利息支出分别为3.49倍、3.91倍和12.84倍。随着公司销售收入增加，而且公司经营活动获现能力较强，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所增强。

表 14：2014~2016 年公司偿债能力指标

项目	2014	2015	2016
短期债务（亿元）	43.96	52.44	77.32
长期债务（亿元）	2.00	4.55	5.90
总债务（亿元）	45.96	56.99	83.22
经营活动净现金流（亿元）	3.96	3.92	11.46
EBITDA（亿元）	9.60	10.71	14.77
总债务/EBITDA（X）	4.79	5.32	5.63
经营净现金流/总债务（X）	0.09	0.07	0.14
EBITDA 利息倍数（X）	8.46	10.71	16.56
经营净现金流/利息支出（X）	3.49	3.91	12.84

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至2016年末，公司取得授信额度86.09亿元，其中未使用额度为48.81亿元，公司备用流动性良好。

或有负债方面，截至2016年末，公司无对外担保也无重大未决诉讼。

受限资产方面，截至2016年末，公司受限资产合计51.45亿元，占总资产的比重为25.94%；其中包括货币资金14.24亿元、应收票据34.60亿元、固定资产1.59亿元以及1.02亿元无形资产，这些受限资产主要用于票据保证金和借款担保。较大规模的受限资产将影响公司未来以资产抵质押的方式进行债务融资的能力。

总体来看，公司通过与东风汽车合作，凭借机车一体化研发优势，不断推出新产品并获得市场认可，整车销售不断增长，盈利能力不断增强。此外随着IPO成功，公司自有资本得到进一步增强，目前资本结构整体较为稳健，其整体偿债能力很强。

## 结 论

综上，中诚信证评评定“重庆小康工业集团股份有限公司”的主体信用级别为AA，评级展望为稳定；评定“重庆小康工业集团股份有限公司2017年可转换公司债券”信用级别为AA。

## 关于重庆小康工业集团股份有限公司 2017年可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

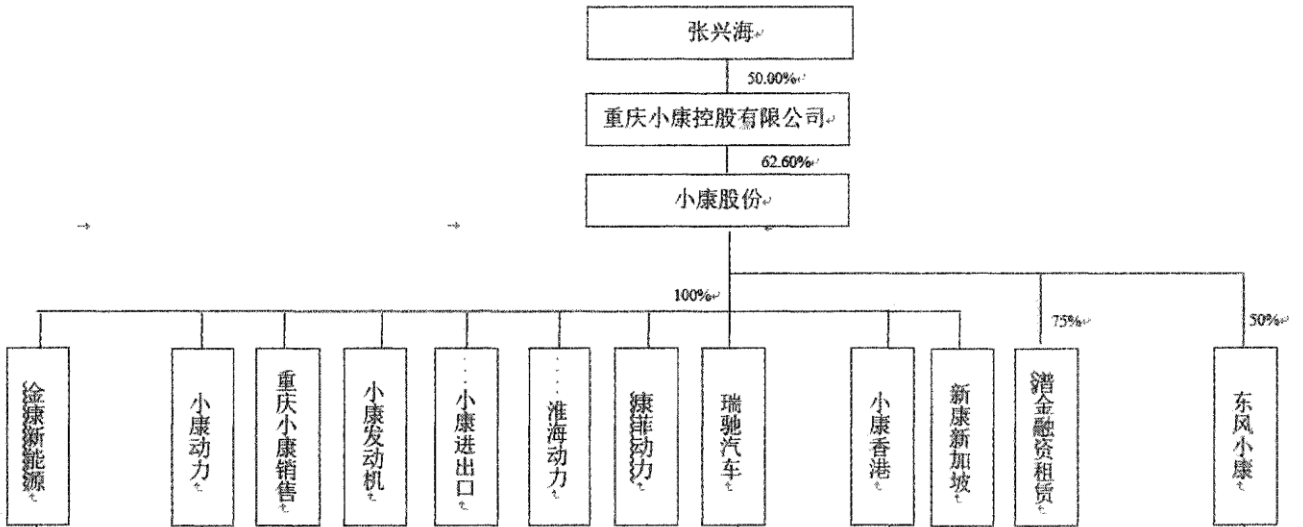
在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和证券交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

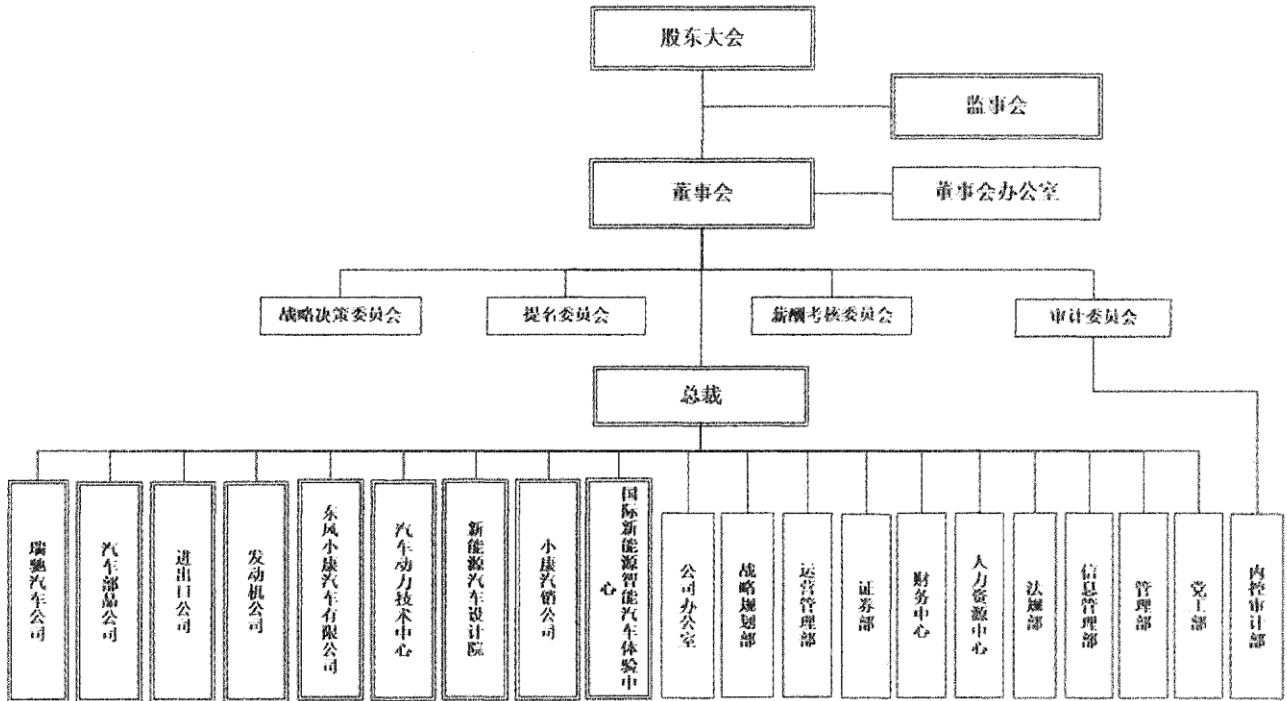


附一：重庆小康工业集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：重庆小康工业集团股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：重庆小康工业集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并报表口径）**

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	144,370.37	172,547.55	377,793.36
应收账款净额	20,698.93	34,794.56	39,304.19
存货净额	81,299.33	71,824.02	109,147.18
流动资产	587,551.02	679,888.43	1,271,282.86
长期投资	6,317.16	14,700.81	23,553.80
固定资产合计	347,127.26	383,745.81	376,337.47
总资产	1,096,868.64	1,243,873.00	1,983,568.24
短期债务	439,617.29	524,390.16	773,209.97
长期债务	20,000.00	45,487.20	59,013.13
总债务（短期债务+长期债务）	459,617.29	569,877.36	832,223.10
总负债	823,883.90	924,190.79	1,526,215.56
所有者权益（含少数股东权益）	272,984.74	319,682.22	457,352.68
营业总收入	941,807.84	1,055,447.55	1,619,243.33
三费前利润	169,221.30	176,784.42	262,456.67
投资收益	1,548.20	2,682.47	1,708.56
净利润	33,641.16	38,877.05	63,509.51
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	96,010.73	107,115.49	147,747.49
经营活动产生现金净流量	39,628.39	39,162.64	114,590.42
投资活动产生现金净流量	-32,183.58	-41,744.33	-66,092.13
筹资活动产生现金净流量	-8,135.83	30,753.28	108,260.31
现金及现金等价物净增加额	-695.89	28,257.75	157,063.70
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	20.12	19.31	19.34
所有者权益收益率（%）	12.32	12.16	13.89
EBITDA/营业总收入（%）	10.19	10.15	9.12
速动比率（X）	0.67	0.73	0.82
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.07	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.09	0.07	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	3.49	3.91	12.84
EBITDA 利息倍数（X）	8.46	10.71	16.56
总债务/EBITDA（X）	4.79	5.32	5.63
资产负债率（%）	75.11	74.30	76.94
总资本化比率（%）	62.74	64.06	64.53
长期资本化比率（%）	6.83	12.46	11.43

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；中诚信证评将短期融资券调至短期债务。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

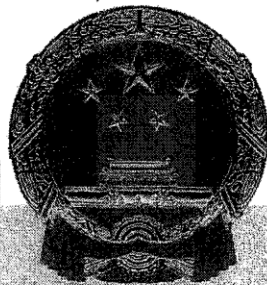
注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

仅供小本经营发行使用



# 营业执照

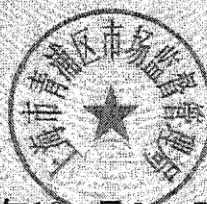
统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 20000009201612280299

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币 5000.0000 万元整
成立日期	1997 年 8 月 20 日
营业期限	1997 年 8 月 20 日 至 2017 年 8 月 19 日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2016 年 12 月 8 日



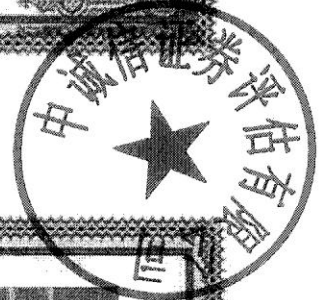
**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



黄永, 证件号码:320683198903106039, 于2015年04月26日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201505311897892031



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



黄永, 证件号码:320683198903106039, 于2016年06月25日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20160631000041715000310000



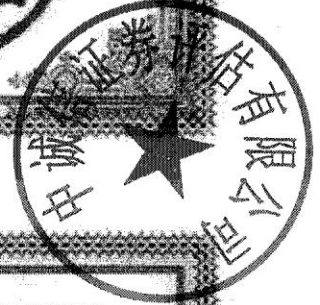
**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



张和, 证件号码:32028219890713256X于2013年03月23日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2013043113573301



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



张和, 证件号码:32028219890713256X于2013年12月01日参加证券投资分析考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20131231322766031

