



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪359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已发行的“重庆小康工业集团股份有限公司2017年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十五日

重庆小康工业集团股份有限公司 2017年可转换公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	重庆小康工业集团股份有限公司		
债券简称	小康转债		
债券代码	113016.SH		
发行规模	人民币 15 亿元		
债券存续期	2017/11/6-2023/11/6		
上次评级时间	2017/4/24		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

小康股份	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	31.97	45.74	58.24	61.99
总资产（亿元）	124.39	198.36	237.14	252.81
总债务（亿元）	56.99	83.22	91.97	106.28
营业总收入（亿元）	105.54	161.92	219.34	62.57
营业毛利率（%）	19.31	19.34	22.18	22.65
EBITDA（亿元）	10.71	14.77	21.81	-
所有者权益收益率（%）	12.16	13.89	18.91	25.84
资产负债率（%）	74.30	76.94	75.44	75.48
总债务/EBITDA（X）	5.32	5.63	4.22	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.71	16.56	15.82	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、2018年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

王隼 wwang@ccxr.com.cn
梁绍宁 shnliang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2018年6月15日

基本观点

2017年，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”）积极转型，调整优化产品结构，SUV车型销量大幅增长带动公司乘用车销售收入快速提升，同时发动机产能充分释放，产销量提升明显，整体业务发展良好。公司财务杠杆比率小幅下降，债务期限结构有所改善，盈利能力及获现能力很强，可对债务本息提供良好保障，整体偿债能力仍然很强。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司乘用车业务对单一车型依赖度较高，近年来资本投入加大，电动车在建产能未来经济效益具有不确定性以及汽车金融业务影响流动性等因素可能对其经营及整体信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持重庆小康工业集团股份有限公司信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“重庆小康工业集团股份有限公司2017年可转换公司债券”信用等级为AA。

正面

- 乘用车转型取得积极成效，销量快速增长。2017年公司产品结构持续优化，SUV车型产销量大幅提升，对乘用车业务收入增长形成了有力支撑。2017年公司SUV车型销量为18.86万辆，同比增长117.47%；同期风光系列车型销售额达到157.06亿元，同比增长34.03%。
- 发动机产能利用率持续提升。2017年，公司发动机产量为57.33万台，同比增长20.97%，在较大规模的自供量以及大幅增长的外售量的拉动下，发动机产能利用率持续提高，当年为114.65%，同比增长19.87个百分点。
- 积极布局智能化与电动化产业。通过收购美国AM General LLC公司民用汽车工厂与美国电池系统公司InEVit 100%股权，有利于公司在智能网联与电池系统领域提高产品竞争力。

关 注

- 乘用车业务对单一车型的依赖度较高。随着SUV细分市场竞争日趋激烈，公司乘用车业务未来将面临更大竞争压力。
- 资本投入加大，产能消化存在压力。公司通过收购海外资产，增加研发支出，加大智能化与电动化方面的投入，资本投入较大。在国家新能源补贴政策退坡及市场竞争不断加剧的背景下，须关注公司在建电动车产能的消化及其未来经济效益的不确定性。
- 汽车金融业务影响资金流动性。公司汽车金融业务尚在调整期，需关注其规模继续扩大对公司未来债务结构的影响及租赁业务逾期资产回收情况。

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委托方构成委托关系外，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.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

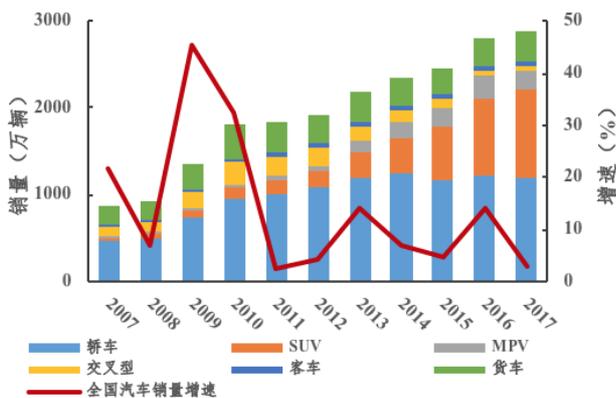
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

2017 年汽车行业整体增速放缓，SUV 产销增速高于行业平均水平，货车拉动商用车销量

随着我国经济发展进入“新常态”，国内汽车行业整体增速放缓。根据中国汽车工业协会数据，2017 年国内汽车产销量分别为 2,901.5 万辆和 2,887.9 万辆，同比分别增长 3.2% 和 3.0%，增速较去年分别下降 11.27 个百分点和 10.61 个百分点。2017 年，汽车制造业实现主营业务收入 85,333.3 亿元，同比增长 10.8%，实现利润总额 6,832.9 亿元，同比增长 5.8%。

图 1：2007~2017 年全国汽车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

乘用车方面，2017 年全国乘用车产销量分别完成 2,480.7 万辆和 2,471.8 万辆，同比分别增长 1.6% 和 1.4%。分车型看，受小排量乘用车购置税调整影响，轿车产销量分别为 1,193.8 万辆和 1,184.8 万辆，同比分别下降 1.4% 和 2.5%；车辆购置税调整及消费者观念改变等因素带动 SUV 产销量继续增长，2017 年全年产销分别为 1,028.7 万辆和 1,025.3 万辆，同比增长 12.4% 和 13.3%，成为乘用车市场增长最快的车型；受 SUV 等车型对市场的挤压，2017 年全国 MPV 产销量分别为 205.2 万辆和 207.1 万辆，同比分别下降 17.6% 和 17.1%；2017 年交叉型乘用车产销量分别为 53.0 万辆和 54.7 万辆，同比分别下降 20.4% 和 20.0%。整体看，受乘用车购置税优惠幅度调降、国家调整新能源汽车补贴政策等因素影响，加上 2016 年乘用车市场提前透支购买力，2017 年乘用车市场整体增速明显放缓。

商用车方面，2017 年全国商用车产销量分别达

到 420.9 万辆和 416.1 万辆，同比分别增长 13.8% 和 14.0%。分车型看，货车产销量分别为 368.3 万辆和 363.3 万辆，同比均增长 16.9%。其中，受国家供给侧结构改革成果的进一步显现，国五排放标准的全面执行和国家严格整治超载等因素刺激，重卡产销量创历史新高，分别达到 115.0 万辆和 111.7 万辆，同比分别增长 55.1% 和 52.4%，成为货车整体产销量大增的主要推动力；中卡产销量分别为 23.4 万辆和 23.9 万辆，同比分别增长 1.1% 和 0，与去年同期基本持平；受益于国家整治黄标车老旧车推动的市场升级，轻卡产销量分别为 173.8 万辆和 171.9 万辆，同比分别增长 12.1% 和 11.6%；微卡产销量分别为 56.1 万辆和 60.6 万辆，同比分别下滑 10.7% 和 6.2%，也成为货车细分市场中唯一产销量萎缩的车型，其中部分原因是 2016 年我国物流业对微卡需求量大增后的市场回落。

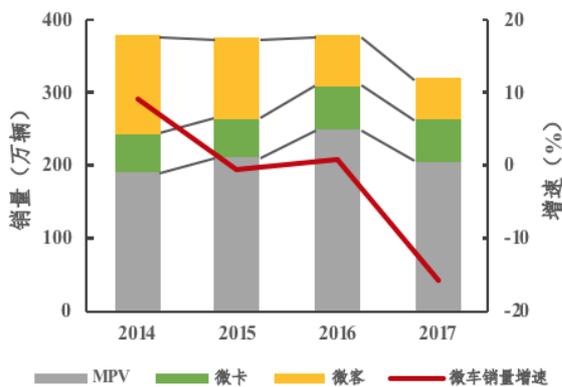
另一方面，2017 年全国客车产销量分别为 52.6 万辆和 52.7 万辆，同比分别下滑 3.8% 和 3.0%。分车型看，大型客车产销量分别为 9.3 万辆和 9.4 万辆，同比分别增长 3.4% 和 4.1%；中型客车产销量同为 8.5 万辆，同比分别下降 14.6% 和 14.0%；轻型客车产销量为 35.3 万辆和 34.8 万辆，同比分别下滑 2.8% 和 1.4%。

传统微车市场萎缩，消费升级带动商用类向乘用车类转换

微车一般指微型客车（交叉型乘用车）和微型卡车的总称，2013 年以来，随着以五菱宏光、长安欧诺和东风小康风光为代表的“新型微车”上市热销，带动了微车行业的整体增长。2013 年起中国汽车工业协会正式将此类“新型微车”纳入 MPV 板块统计，归属于紧凑型 MPV 分类。近年来随着消费升级，客货两用型 MPV 在微车市场中的销量已经过半。

需要注意的是，消费升级和需求细分的需要，以及环保法规的逐步趋严，将推动微车行业由商用类向乘用车类、车体向大型化转换。2017 年，受 SUV 等车型的挤压，微车市场整体销量萎缩，传统微车生产企业纷纷转移重心，布局家用市场。

图 2：2014~2017 年全国微车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

总体来说，随着我国经济发展进入“新常态”，汽车产业已由快速增长阶段向平稳重质阶段过渡，增量红利逐步消失，细分车型将会成为行业的主要增长动力。未来产业格局将面临更多不确定性，竞争压力将会增大。

新能源汽车推广力度加大，产销量继续保持高速增长；此外，受新能源补贴政策退坡，补贴标准趋严影响，纯电动客车销量下滑

新能源汽车方面，根据工信部 2017 年 4 月联合国家发改委和科技部印发的《汽车产业中长期发展规划》（工信部联装〔2017〕53 号），国家将继续加大新能源汽车推广应用力度，逐步提高公共服务领域新能源汽车使用比例，扩大私人领域新能源汽车应用规模。根据规划目标，到 2020 年，我国新能源汽车年产销将达到 200 万辆。2017 年，全国新能源汽车产销量分别为 79.4 万辆和 77.7 万辆，同比分别增长 53.8% 和 53.3%。

分车型产销情况看，纯电动乘用车产销分别完成 47.8 万辆和 46.8 万辆，同比分别增长 81.7% 和 82.1%；插电式混合动力乘用车产销分别完成 11.4 万辆和 11.1 万辆，同比分别增长 40.3% 和 39.4%；纯电动商用车产销分别完成 18.8 万辆和 18.4 万辆，同比分别增长 22.2% 和 21.5%；插电式混合动力商用车产销均完成 1.4 万辆，同比分别下降 24.9% 和 26.6%。

根据 2018 年 2 月工信部新出台的《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2018〕18 号），新能源客车补贴总金额从

整车最高不超过 30 万元调整为不超过 18 万元，非快充纯电动客车的最低系统能量密度从 85Wh/kg 提高到 115Wh/kg，同时下调补贴调整系数，新政策下，能量密度在 115Wh/kg 以上的补贴调整系数由 1.2 调降至 1（115~135Wh/kg）和 1.1（135Wh/kg 以上）；快充类纯电动客车方面，快充倍率为 15C 以上的补贴调整系数由 1.4 降至 1.1。此外，对于新能源汽车申请财政补贴的运营里程调整为 2 万公里，车辆销售上牌后将按申请拨付一部分补贴资金，达到运营里程要求后全部拨付。

总体来说，随着补贴退坡、补贴技术门槛提高和监管趋严，将降低新能源汽车制造企业毛利率，同时增加企业的现金流压力及技术升级压力，提升行业集中度。

双积分政策倒逼企业升级节能降耗技术，提高新能源汽车生产比例，促进行业走向市场化竞争

根据 2017 年 9 月工信部公布的《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》（简称“双积分政策”），自 2018 年 4 月 1 日起对乘用车供应企业的平均燃料消耗量积分与新能源汽车积分实施核算。平均燃料消耗量达标产生正积分，不达标产生负积分。正积分可按一定比例结转供下年度使用，或在关联企业间转让；负积分可使用本企业结转或受让的正积分，或使用本企业生产、购买新能源汽车的正积分抵偿。新能源汽车积分则规定了乘用车企业生产或进口燃油车需一定比例的新能源积分进行抵偿，该积分可由企业生产新能源汽车产生，或通过自由交易购入。不满足积分要求的企业，将被迫购入正积分，否则强制削减燃油汽车的生产。

总体来看，乘用车双积分政策的实施将倒逼企业升级节能降耗技术，提高新能源汽车生产比例。同时，随着新能源汽车补贴的退坡，我国的新能源汽车政策将由补贴激励向市场化竞争过渡。此外，商用车实施双积分且积分与乘用车互通等提案也备受社会关注，若该政策得到推广，将利好具有技术储备且新能源汽车产量占比高的商用车制造商。

业务运营

目前公司主要从事汽车整车、发动机、汽车零部件的研发、制造、销售及服务，包括 SUV、MPV、纯电动商用车等整车以及 1.5T、1.8L 节能、环保高效发动机等。公司整车产品包括微型客车、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 V 系列、K 系列、C 系列等传统微车产品和包含紧凑型 MPV 及 SUV 车型的“风光”系列。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（以下简称“东风小康”），主要负责公司整车开发和生产。公司全面主导东风小康生产、研发、销售及服务等经营决策和经营管理。东风小康目前已量产 12 个车型系列，涵盖商用车、乘用车（微客、MPV 和 SUV），主要车型有风光 330、风光 370 及风光 580 等。

2017 年公司在全国汽车市场整体增幅放缓的背景下，积极推动产品结构升级，以风光系列车型为突破口，实现全年汽车产销量 40.00 万辆和 40.42 万辆，同比分别增长 4.82% 和 6.57%，超过全国平均水平，实现营业收入 219.34 亿元，同比增长 35.46%，净利润 11.01 亿元，同比增长 73.41%。分板块看，2017 年公司整车板块营业收入为 198.62 亿元，同比增长 32.33%；汽车零部件板块营业收入为 3.28 亿元，同比增长 40.84%；融资租赁板块营业收入为 2.53 亿元，同比增长 300.53%。2018 年 1~3 月，公司汽车销量为 11.28 万辆，同比下降 5.72%，实现营业收入 62.57 亿元，同比增长 6.51%，

净利润 4.00 亿元，同比增长 39.71%。

2017 年公司整车产品结构持续优化，新能源商用车销量显著提升，SUV 车型产能充分释放，对整车业务形成了有力支撑

从公司主营业务收入组成来看，整车销售业务是公司主要收入来源，2017 年公司整车板块营业收入为 198.62 亿元，同比增长 32.33%，占主营业务收入的 90.55%。近年来，在微车市场整体销量萎缩的背景下，公司积极落实汽车业务的乘用车转型升级，已完成从 V 系列、K 系列和 C 系列等传统微车产品向乘用车产品重心转换。2016 年推出了自主研发的首款都市 SUV 风光 580，市场认可度高。2017 年公司 SUV 车型销量为 18.86 万辆，同比增长 117.47%。风光系列销量逐年提升，对公司的销售额贡献程度不断加大。2017 年，公司风光系列车型销量达 27.03 万辆，销售额达到 157.06 亿元，同比增长 34.03%，占公司同期整车总销售额的 79.08%，较上年提高 1.01 个百分点。

2017 年公司新能源汽车销量为 9,677 辆，同比增长 198.77%。公司旗下的重庆瑞驰汽车实业有限公司（以下简称“瑞驰汽车”）主要布局纯电动物流车，主要车型 EC35 具有载货空间大、车身长和续航里程长等特点，受益于国家新能源汽车补贴政策及下游需求旺盛，2017 年，瑞驰汽车销量为 6,763 辆，同比增长 108.80%，同年，瑞驰汽车营业收入达 25.23 亿元，同比增长 35.41%，实现净利润 2.60 亿元，同比增加 187.46%。

表 1：近年来公司整车销售产品结构

类别	2015			2016			2017		
	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	2,644	1.25	1.28	964	0.19	0.13	631	0.22	0.11
K 系列	85,391	22.62	23.17	67,964	15.27	10.17	66,662	15.87	7.99
C 系列	29,537	10.26	10.51	54,318	17.41	11.60	66,563	25.47	12.82
风光系列	159,733	63.51	65.05	255,936	117.18	78.07	270,296	157.06	79.08
其他	0	0.00	0.00	1,665	0.04	0.03	0	0.00	0.00
合计	277,305	97.64	100.00	379,239	150.09	100.00	404,152	198.62	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能方面，公司在十堰、江津双福工业园和井口工业园拥有整车生产基地，瑞驰汽车工厂以生产

纯电动车为主，此外，小康印尼工厂于 2017 年底于印度尼西亚投产增加 5 万辆整车产能（PT.

SOKONINDO AUTOMOBILE)。截至 2017 年末，上述生产基地整车产能为 47 万辆。受益于风光系列产品销量快速增长，公司整车生产线（汽车整车工厂）的产能利用率提升至 98.28%，较上年提高 3.48 个百分点，处于较高水平。受益于国家 2017 年新能源汽车目录推荐提前发布，将公司产品列入推荐名单，对瑞驰纯电动物流车产销量的提升，瑞驰汽车工厂的产能利用率较上年提高 21.49 个百分点至 33.99%，但仍属于较低水平；小康印尼工厂于 2017 年底投产，产销量尚处于爬坡期，产能利用率较低。

表 2：2017 年公司主要工厂产能利用情况

单位：万辆、%、百分点

主要工厂名称	产能	产能利用率	产能利用率增减
汽车整车工厂	40	98.28	3.48
瑞驰汽车工厂	2	33.99	21.49
PT.SOKONINDO AUTOMOBILE	5	0.27	0.27

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整车主要零部件采购方面，主要包括轮胎、后桥、前悬挂、钢材和座椅等。受原材料价格上涨传导及公司整车产品升级等方面的影响，轮胎、钢材和座椅等主要零部件的采购价格近年来呈逐年上升趋势，后桥和前悬挂的采购价格呈波动态势。公司可以通过升级产品来应对价格波动风险，但产品价格有一定滞性，对公司经营业绩稳定性产生一定影响。2017 年公司整车前五名供应商采购占比为 12.58%，整车零部件采购集中度较低。

表 3：2015~2018.3 公司整车主要零部件采购情况

单位：亿元、元

项目	2015		2016		2017		2018.1~3	
	金额	采购单价	金额	采购单价	金额	采购单价	金额	采购单价
轮胎	1.53	110.88	2.31	120.87	2.93	147.34	0.93	156.47
后桥	3.87	1,402.74	5.66	1,480.20	5.51	1,385.30	1.59	1,345.95
前悬挂	2.25	813.60	3.51	916.95	3.68	924.88	1.09	921.41
钢材	4.99	3,838.46	5.83	3,349.25	10.39	4,390.11	1.63	4,590.32
座椅	3.73	1,352.67	6.71	1,755.20	8.35	2,099.12	2.86	2,412.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建产能方面，公司目前主要在建项目包括重庆金康新能源汽车有限公司年产 5 万辆纯电动乘用车项目和 SF MOTORS 美国工厂年产 3 万辆电动车技改项目，总投资规模 36.88 亿元，截至 2017 年末，已累计投入 16.26 亿元，尚存 20.62 亿元的资金缺口。公司在建新能源项目资本投入较大，在国家新能源补贴政策退坡的背景下，对公司未来产能消化形成的压力应予以关注。

表 4：截至 2017 年末公司主要在建项目

单位：亿元、%

项目	规划投入	当年投入	累计投入	工程进度
重庆金康新能源汽车有限公司	25.10	5.37	8.93	36
SF MOTORS	11.78	7.33	7.33	62
合计	36.88	12.70	16.26	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司依托东风汽车的品牌优势，通过积极向乘用车转型，取得显著成效，整车板块产销量有所提高，整车生产线的产能利用率处于较高水平。

公司通过收购海外资产，加大汽车智能化和电动化方面的投入，相关研发支出亦显著增加

整车产业布局方面，2017 年公司全资子公司 SF MOTORS 收购美国 AM General LLC 公司民用汽车工厂及相关资产，积极实施在高端智能网联（电动）汽车产业的战略规划；同年 10 月，公司以 3,300 万美元的交易价格收购美国电池系统公司 InEVit 100% 股权，继续推动在汽车电池系统领域的布局，此次收购形成商誉 2.21 亿元。

2017年，公司研发支出达8.12亿元，同比增加71.05%，其中费用化研发投入4.68亿元，同比增加103.30%，资本化研发投入3.44亿元，同比增加40.69%。公司近年来通过收购海外资产，加大智能化与电动化方面的投入，需关注并购整合风险及技术研发风险。

得益于整车业务的结构调整，公司发动机自供率提高，加上引进和自主创新形成的技术优势，公司发动机板块产销量同比大幅增长

公司发动机产品主要包括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，全系发动机排量涵盖0.9L~2.0L，率涵盖33~170kW。SFD柴油机系列排量为1.3L，功率覆盖55~70kW。2017年公司汽车动力总成板块营业收入为9.91亿元，同比增长89.00%。受公司的整车销量提升及产品结构调整的带动作用，发动机产销自供量规模及占比较大，2017年，公司发动机产量为573,269台，同比增长20.97%，其中自供392,818台，同比增长0.20%，外售179,120台，同比增长126.02%，产能利用率

114.65%，同比增长19.87个百分点。在自供和外售的双向拉动下，近年来产能利用率持续提高。

表5：2015~2017年公司发动机产销量情况

单位：台、%

项目	2015	2016	2017
产能	500,000	500,000	500,000
产量	321,061	473,906	573,269
自供	271,353	392,023	392,818
外售	50,643	79,250	179,120
产能利用率	64.21	94.78	114.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司采购中心对发动机零部件的供应商选择和采购谈判进行统一管理，并负责整机外购零部件以及发动机总装部分公共物资采购。发动机采购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等，其中电喷系统和变速器总成采购价有所下降；受KN18缸体采购量增加的影响，曲轴箱总成和气缸盖总成的平均采购单价有所上升。2017年公司发动机前五名供应商采购占比为28.48%，较去年同期下降4.72个百分点，采购集中度有所下降。

表6：2015~2018.3公司发动机主要零部件采购金额及成本

单位：亿元、元

项目	2015		2016		2017		2018.1~3	
	金额	采购单价	金额	采购单价	金额	采购单价	金额	采购单价
电喷系统	3.78	966.02	5.15	1,110.06	6.19	1,026.76	1.53	1,051.19
变速器总成	4.20	1,335.92	6.54	1,601.75	5.88	1,521.69	1.78	1,483.70
曲轴箱总成	0.46	490.61	0.91	565.86	1.33	587.95	0.47	736.33
气缸盖总成	0.52	350.19	0.77	380.50	1.11	405.55	0.37	446.24
曲轴总成	0.31	188.25	0.71	193.31	0.88	206.38	0.28	218.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

汽车金融销售方面，2017年公司整车销售中采取汽车金融模式销售占比为61%，同比下降14.7个百分点。公司汽车金融业务的融资渠道主要来源与股东资金和银行贷款资金两方面。为防范风险，公司要求客户的个人征信无不良记录，有稳定收入来源，并对融资车辆的保险有强制要求。截至2017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尚未到期的金额为73.17亿元（其中银行已背书金额39.93亿元）。融资租赁方面，公司主要通过子公司潜金融资租赁有限公司（以下简称

“潜金公司”）开展汽车售后回租业务。截至2017年末，潜金公司总资产为18.72亿元，当期累计发放贷款余额12.06亿元，实现营业收入2.68亿元，同比增长215.04%，净利润0.64亿元，同比增长155.88%。本期计提坏账0.08亿元，占融资总资产比例为0.42%。该部分业务尚在调整期，需关注其规模继续扩大对公司未来债务结构的影响及租赁业务逾期资产回收情况。

总体看，近年来公司通过向乘用车转型，优化产品结构，整车销售额保持增长态势。受益于SUV

市场的快速增长，风光系列车型销量快速上升，收入规模及占比均不断提升；公司发动机业务产销自供率提高，进一步加强公司的核心竞争力。

财务分析

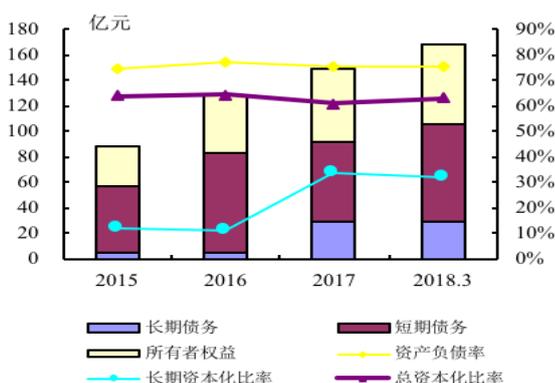
以下财务分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

近年来随着经营规模不断扩大，公司资产规模显著增长。截至 2017 年末，公司总资产为 237.14 亿元，同比增长 19.55%。负债方面，公司于 2017 年 11 月发行 15 亿元可转换公司债券，用于年产 5 万辆纯电动乘用车建设项目，负债规模有所扩大，截至 2017 年末，公司负债总额为 178.90 亿元，同比增长 17.22%。截至 2017 年末，公司所有者权益为 58.24 亿元，同比增长 27.34%，主要系由于留存收益的增长、公司实施股票激励，收到激励对象投资款以及成功发行 15 亿元可转换债券，其中权益部分 4.13 亿元计入其他权益工具。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 252.81 亿元，负债合计 190.82 亿元，所有者权益合计 61.99 亿元。

财务杠杆方面，截至 2017 年末，资产负债率为 75.44%，同比下降 1.50 个百分点；总资本化比率为 61.23%，同比下降 3.30 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 75.48% 和 63.16%，财务杠杆水平总体较高。

图 3：2015~2018.3 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

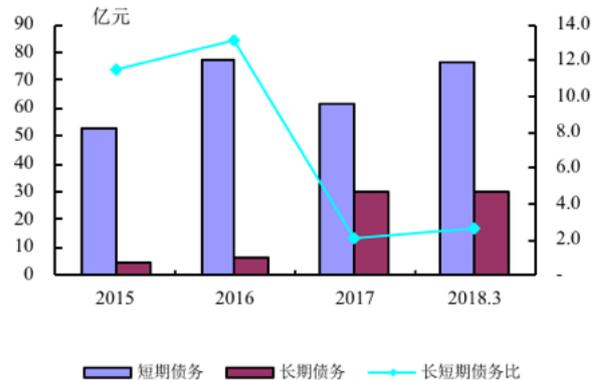
资产构成方面，截至 2017 年末，公司资产以流动资产为主，流动资产总额为 143.18 亿元，占资产总额的 60.38%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成，占流动资产比重分别为 40.93%、39.01%、6.68%、2.15% 和 9.35%。其中货币资金 58.61 亿元，同比增加 55.13%，系公司银行承兑汇票到期托收增加以及可转债募集资金暂未使用完毕所致，主要为银行存款、其他货币资金和库存现金，其中受限的货币资金规模为 14.94 亿元，系票据保证金和借款保证金；应收票据 55.85 亿元，同比下降 20.85%，全部为银行承兑票据，其中受限部分为 8.77 亿元，系为开具银行承兑汇票提供质押所致；应收账款 9.57 亿元，同比增长 143.48%，系应收新能源汽车补贴款增加所致，此部分补贴款回收风险相对较小，但由于补贴款项回款速度较慢，在国家新能源政策新规下，需关注其对公司流动性的影响；预付款项 3.08 亿元，同比上升 20.18%，绝大部分账龄在 1 年以内；存货 13.38 亿元，同比增长 22.60%，主要为原材料、在产品和库存商品等。公司非流动资产合计 93.96 亿元，主要由长期应收款、固定资产、在建工程、无形资产、开发支出、商誉和其他非流动资产等构成，占非流动资产比重分别为 18.90%、38.94%、16.32%、12.34%、4.74%、2.35% 和 2.71%。其中长期应收款 17.76 亿元，同比增加 31.59%，系公司融资租赁业务增大，应收客户本金及未实现融资收益增加所致；固定资产 36.59 亿元，同比增加 18.53%，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具和其他设备等；在建工程合计 15.33 亿元，同比增加 126.79%，主要是 SF MOTORS 于美国的工厂相关技改资产转在建工程 7.32 亿元所致；无形资产 11.59 亿元，同比减少 8.17%，主要为土地使用权 6.63 亿元、专利权 1.69 亿元、非专利技术 2.77 亿元和软件及其他 0.50 亿元；开发支出 4.46 亿元，同比增加 77.81%，系公司在智能网联（电动）汽车研发投入增加所致；商誉 2.21 亿元，同比增加 80,400.09%，系子公司 SF MOTORS 收购 InEVit, Inc. 所致；其他非流动资产 2.55 亿元，同比增加 54.58%，主要为预付土地款和预付设备款及工程款等，系金康数字化工厂预

付生产线款项及 SF MOTORS 预付设计款增加所致。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2017 年末，流动负债合计 143.63 亿元，占负债总额的 80.29%，主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款等，占流动负债比重分别为 10.40%、29.50%、32.96%、15.27% 和 4.52%。其中短期借款 14.94 亿元，同比减少 14.22%，主要为保证借款和信用借款；应付票据 42.37 亿元，同比减少 27.67%，全部为银行承兑汇票；应付账款 47.34 亿元，同比增加 46.86%，绝大部分账龄在 1 年以内，系公司为保证生产，增加原材料采购量所致；预收款项 21.94 亿元，同比减少 9.12%，系 2017 年公司风光 580 车型在推出次年可稳定供货，经销商方面减少预付货款所致；其他应付款 6.50 亿元，同比增加 103.09%，系公司确认限制性股票回购义务及收到保证金增加所致。公司非流动负债合计 35.27 亿元，主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益等，占非流动负债比重分别为 55.51%、30.35%、2.96% 和 9.85%。其中长期借款 19.58 亿元，同比增加 231.74%，包括抵押借款 4.08 亿元、保证借款 13.70 亿元和信用借款 1.80 亿元，系公司为调整债务结构，当年增加银行长期借款所致；应付债券 10.70 亿元，系公司于 2017 年发行可转换公司债券所致；长期应付款 1.05 亿元，主要包括融资租赁款 0.18 亿元和收购 InEvit, Inc. 的股权遗留款项 0.86 亿元，系公司对部分核心人员实施的股权激励；递延收益 3.47 亿元，同比下降 22.69%，系政府补助项目余额的变动。

从债务期限结构看，近年来公司债务规模随业务规模的扩大不断提高，并以短期债务为主，截至 2017 年末和 2018 年 3 月末，公司总债务分别为 91.97 亿元和 106.28 亿元，其中短期债务分别为 61.68 亿元和 76.69 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.04 倍和 2.59 倍，债务结构较 2016 年末有较大改善。

图 4：2015~2018.3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于业务发展及经营积累，公司自有资本实力不断增强。通过发行可转换公司债券、增加长期借款调整整体债务结构，近年来公司债务期限结构有较大改善。

盈利能力

2017 年公司调整产品结构，发动机业务规模扩大，SUV 车型销量大幅增长，全年收入规模上升。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 219.34 亿元和 62.57 亿元，同比分别增长 35.46% 和 6.51%。

营业毛利率方面，得益于毛利率较高的风光系列车型销量大幅增长，2017 年和 2018 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 22.18% 和 22.65%，同比分别增加 2.84 个百分点和 1.76 个百分点。

表 7：2017 年公司主营业务分产品收入及毛利率情况

业务板块	单位：亿元、%			
	营业收入	同比增长	毛利率	毛利率较上年增减
汽车	198.62	32.33	21.17	2.73
汽车动力总成	9.91	89.00	22.43	-2.33
汽车零部件	3.28	40.84	25.24	-1.26
融资租赁	2.53	300.53	82.34	-17.34

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着近年来公司业务规模不断扩大，期间费用规模不断上升。截至 2017 年末，公司三费合计 26.94 亿元，同比上升 39.62%，在营业收入中占比为 12.28%，较上年增长 0.36 个百分点。其中，公司销售费用为 12.82 亿元，同比上升 23.20%，主要受人工成本上涨及新车上市导致广告

宣传费增长的影响；管理费用为 13.82 亿元，同比上升 61.10%，主要是业务发展带来的工资等人员费用及公司在智能网联（电动）汽车项目的研发费用增长所致；财务费用为 0.30 亿元，同比下降 3.24%，主要受公司存款余额增加带来的利息收入增长所致。2018 年 1~3 月，公司共发生期间费用 7.13 亿元，三费收入占比为 11.39%。近年来公司期间费用占收入的比重保持稳定。

表 8：2015~2018.3 公司期间费用情况

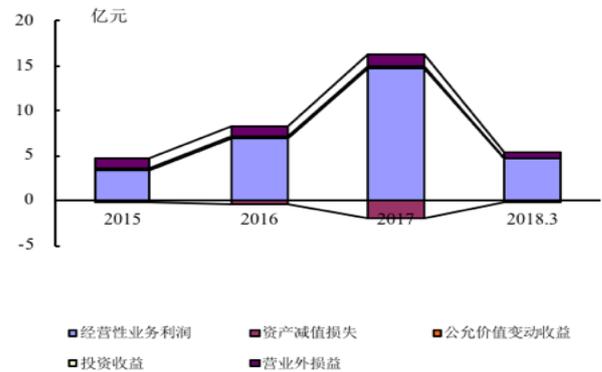
单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018.3
销售费用	6.78	10.41	12.82	3.42
管理费用	6.80	8.58	13.82	3.51
财务费用	0.69	0.31	0.30	0.20
三费合计	14.27	19.30	26.94	7.13
三费收入占比	13.52%	11.92%	12.28%	11.39%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2017 年公司实现利润总额 14.19 亿元，同比增长 82.28%，同期实现净利润 11.01 亿元，同比增长 73.41%。2017 年公司取得经营性业务利润 14.71 亿元，同比增长 111.76%，主要受益于公司的风光系列 SUV 车型销量大幅增长；同期公司取得投资收益 0.15 亿元，同比减少 12.94%；营业外损益 1.35 亿元，同比增加 23.73%，主要为政府补助款和资产处置收益等；同期，公司的资产减值损失规模加大，其中坏账损失 0.73 亿元（含公司计提地方新能源财政补贴款 0.33 亿元），存货跌价损失 0.73 亿元及固定资产减值损失 0.57 亿元，合计 2.02 亿元，同比增加 374.74%。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 5.23 亿元，主要包括 4.66 亿元经营性业务利润和 0.75 亿元营业外损益。

图 5：2015~2018.3 公司利润总额构成



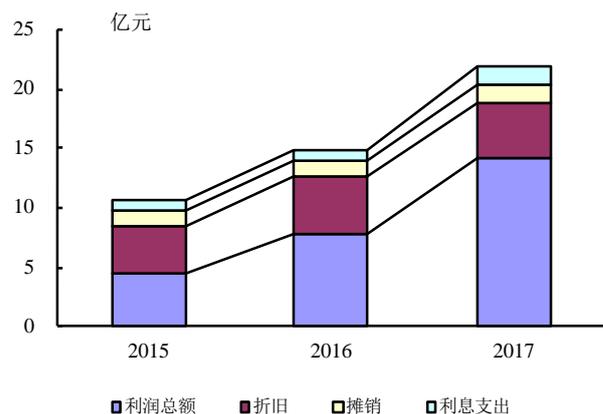
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司整体收入规模实现较快增长，受益于毛利率水平较高的乘用车业务收入规模及占比的大幅上升，公司营业毛利率也有所提升。公司利润总额增加，盈利能力有所强化。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧、摊销和利息支出构成，受益于利润总额较上年增长 82.28%，2017 年公司 EBITDA 为 21.81 亿元，同比增长 47.62%。从偿债能力指标来看，2017 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.22 倍和 15.82 倍，处于很好水平。

图 6：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年公司经营活动净现金流为 9.97 亿元，同比下降 12.89%。公司在建项目资金投入及对外并购金额较大，投资活动现金流继续保持较大规模的净流出态势，2017 年净流出 16.33 亿元，同比增加 147.15%。因取得借款收到的现金金额增长，2017 年公司筹资活动现金净流入 26.59 亿元，

同比增长 145.59%。当年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.11 倍和 7.23 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力有所减弱，但仍处于很好水平。2018 年一季度，公司经营活动净现金流为 6.56 亿元。

有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；维持“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**。

表 9：2015~2018.3 公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产（亿元）	124.39	198.36	237.14	252.81
总债务（亿元）	56.99	83.22	91.97	106.28
资产负债率（%）	74.30	76.94	75.44	75.48
总资本化比率（%）	64.06	64.53	61.23	63.16
经营活动净现金流（亿元）	3.92	11.46	9.97	6.56
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.14	0.11	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	3.91	12.84	7.23	-
EBITDA（亿元）	10.71	14.77	21.81	-
总债务/EBITDA（X）	5.32	5.63	4.22	-
EBITDA利息倍数（X）	10.71	16.56	15.82	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构有良好合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司取得授信额度 111.63 亿元，其中未使用额度为 41.25 亿元，备用流动性较好。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保也无重大未决诉讼。

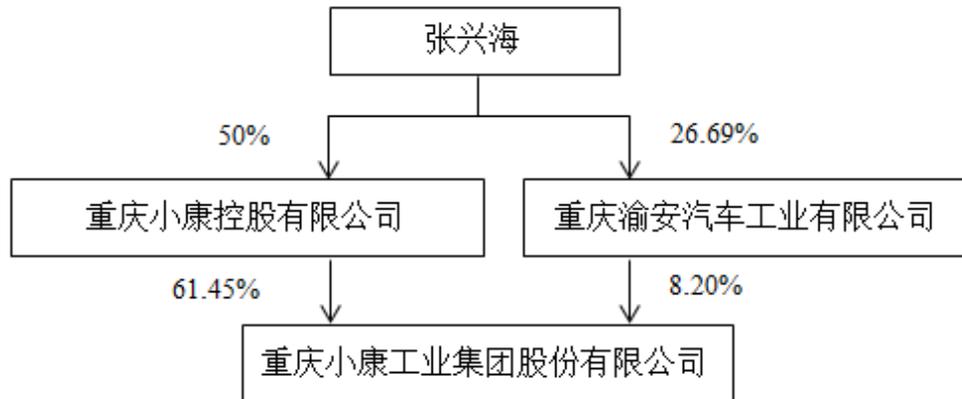
受限资产方面，截至 2017 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 27.57 亿元，占公司总资产的比重为 11.63%，主要包括作为票据保证金和借款保证金的货币资金 14.94 亿元，为开具银行承兑汇票提供抵押的应收票据 8.77 亿元以及为借款提供抵押担保的固定资产 3.86 亿元。

总体来看，公司积极转型并调整优化产品结构，乘用车业务销售不断增长，发动机业务核心竞争力也不断提高，盈利能力得到增强。公司财务杠杆比率小幅下降，债务期限结构有所改善，获现能力很强，可对债务本息提供良好保障，整体偿债能力仍然很强。

结 论

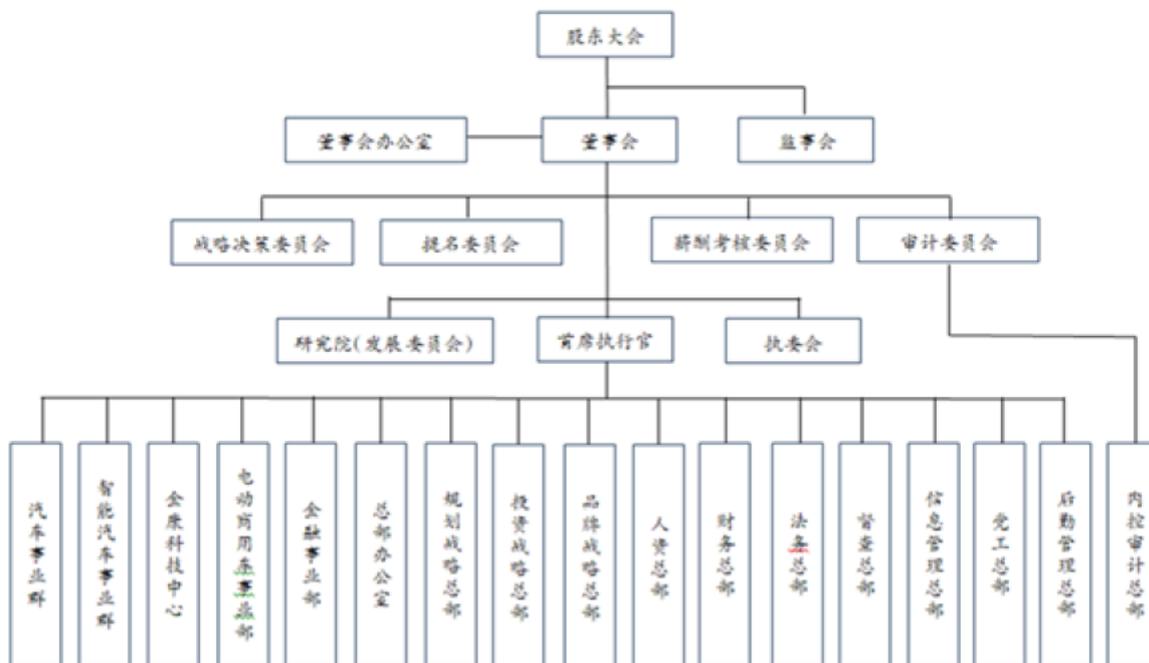
综上，中诚信证评维持重庆小康工业集团股份

附一：重庆小康工业集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：重庆小康工业集团股份有限公司组织机构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：重庆小康工业集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	172,547.55	377,793.36	586,052.50	694,666.32
应收账款净额	34,794.56	39,304.19	95,699.73	90,603.14
存货净额	71,824.02	109,147.18	133,817.76	147,371.03
流动资产	679,888.43	1,271,282.86	1,431,781.30	1,549,060.34
长期投资	14,700.81	23,553.80	24,278.97	24,494.20
固定资产合计	325,669.08	308,728.06	365,920.11	352,281.09
总资产	1,243,873.00	1,983,568.24	2,371,383.82	2,528,092.43
短期债务	524,390.16	773,209.97	616,835.77	766,883.10
长期债务	45,487.20	59,013.13	302,819.49	295,943.25
总债务（短期债务+长期债务）	569,877.36	832,223.10	919,655.26	1,062,826.35
总负债	924,190.79	1,526,215.56	1,788,982.59	1,908,178.81
所有者权益（含少数股东权益）	319,682.22	457,352.68	582,401.23	619,913.62
营业总收入	1,055,447.55	1,619,243.33	2,193,376.39	625,687.20
三费前利润	176,784.42	262,456.67	416,559.82	117,912.23
投资收益	2,682.47	1,708.56	1,487.54	215.23
净利润	38,877.05	63,509.51	110,134.94	40,047.15
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	107,115.49	147,747.49	218,101.48	54,282.94
经营活动产生现金净流量	39,162.64	114,590.42	99,718.42	65,610.22
投资活动产生现金净流量	-41,744.33	-66,092.13	-163,348.76	6,594.93
筹资活动产生现金净流量	30,753.28	108,260.31	265,873.27	23,056.40
现金及现金等价物净增加额	28,257.75	157,063.70	201,227.48	95,072.80
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	19.31	19.34	22.18	22.65
所有者权益收益率（%）	12.16	13.89	18.91	25.84
EBITDA/营业总收入（%）	10.15	9.12	9.94	-
速动比率（X）	0.73	0.82	0.90	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.14	0.11	0.25
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.15	0.16	0.34
经营活动净现金/利息支出（X）	3.91	12.84	7.23	33.08
EBITDA 利息倍数（X）	10.71	16.56	15.82	-
总债务/EBITDA（X）	5.32	5.63	4.22	-
资产负债率（%）	74.30	76.94	75.44	75.48
总资本化比率（%）	64.06	64.53	61.23	63.16
长期资本化比率（%）	12.46	11.43	34.21	32.31

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。
2、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

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 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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。