信用等级公告

联合[2018] 1819 号

联合资信评估有限公司通过对中通客车控股股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中通客车控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 中通客车 MTN001”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

二零一八年七月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中通客车控股股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用：

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 中通客车 MTN001	3 亿元	2020/05/24	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.68	11.88	13.74	14.20
资产总额(亿元)	70.59	80.82	124.26	125.38
所有者权益(亿元)	21.43	25.85	27.85	27.89
短期债务(亿元)	17.27	22.78	29.98	34.19
长期债务(亿元)	2.20	0.00	7.50	7.50
全部债务(亿元)	19.47	22.78	37.48	41.69
营业收入(亿元)	71.14	92.57	78.52	8.64
利润总额(亿元)	4.86	6.96	2.28	0.01
EBITDA(亿元)	6.09	8.87	4.07	--
经营性净现金流(亿元)	-6.05	-0.17	-9.47	-6.36
营业利润率(%)	19.70	20.72	14.06	12.16
净资产收益率(%)	18.53	22.65	6.86	--
资产负债率(%)	69.64	68.01	77.59	77.76
全部债务资本化比率(%)	47.61	46.84	57.37	59.92
流动比率(%)	126.61	132.12	130.28	129.96
经营现金流负债比(%)	-13.91	-0.34	-11.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.20	2.57	9.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.77	6.92	3.78	--

注：1.公司 2018 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

贺苏凝　王喜梅　张豪若

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

中通客车控股股份有限公司（以下简称“公司”）作为山东省属的国有上市公司以及国内主要的客车整车生产厂商，在产销规模、工艺水平、购销网络等方面均具备优势。跟踪期内，在国家新能源补贴“退坡”以及客车市场竞争加剧的大环境下，公司持续投入研发，同时调整市场与产品结构，传统客车以及纯电动客车销量均取得增长，整体销量延续增长态势；公司于 2017 年和 2018 年分别收到新能源补贴款 7.16 亿元和 26.33 亿元，缓解了业务拓展过程中存在的营运资金占用压力。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，行业竞争和政策因素带来的压力短期内不易消除，2017 年营业收入和利润总额均出现下滑，经营占款以及新能源补贴到位时间长形成大规模应收账款，公司经营活动现金净流出规模扩大，短期债务增长快，短期偿付压力大，以上因素对公司的信用水平带来负面影响。

未来，随着新能源汽车相关政策的逐步完善以及新能源客车市场的进一步发展，公司销售规模和盈利水平有望得到提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 中通客车 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为山东省属国有企业，是中国国内主要大中型客车生产企业之一，研发和技术实力较强，销售网络较完善。
2. 跟踪期内，公司客车总销量保持增长，其中传统客车销售额增长明显，有效补充营业收入。
3. 2017 年 7 月，公司收到 2016 年国家新能源汽车第一批推广补贴款 7.16 亿元；2018

年 4 月和 2018 年 7 月，公司分别收到 2016 年度国家新能源汽车推广补贴款 23.04 亿元和 2016~2017 年国家新能源汽车推广补贴款第一批清算资金 3.29 亿元，有助于缓解公司资金周转压力。

4. 截至2018年3月底，公司（合并口径）获得银行授信共120.75亿元，尚未使用额度75.28亿元，公司间接融资渠道畅通；公司是深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。
5. 公司 EBITDA 对“17 中通客车 MTN001”的保障能力较强。

关注

1. 大中型客车市场竞争日趋激烈，生产企业面临的竞争压力加大。
2. 公司新能源客车业务受国家及地方政府政策影响大，2017 年以来，公司新能源客车销售收入及盈利水平下滑明显，且面临新能源客车补贴退坡风险。
3. 新能源补贴资金到位周期长，占应收账款规模比重高，导致公司应收账款规模大，对资金占用明显，经营性现金流持续净流出。
4. 公司有息债务快速增长，债务负担较重且债务结构有待调整，考虑到公司现金类资产受限比例高，资产流动性弱，公司短期支付压力大。
5. 2017 年，公司销售部分纯电动客车形成较大金额应收商业承兑汇票，根据交易双方约定，公司以该商业承兑汇票支付上游供应商深圳沃特玛电池有限公司（以下简称“沃特玛”）的电池采购款，考虑到沃特玛已出现重大债务逾期问题，公司应收商业承兑汇票到期兑付存在不确定性。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中通客车控股股份有限公司(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。

中通客车控股股份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关于中通客车控股股份有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中通客车控股股份有限公司（以下简称“公司”）的前身为山东客车股份有限公司，系经山东省聊城地区经济体制改革委员会聊体改【1993】15号文批准，由山东省聊城客车厂、中国重型汽车集团公司和中国公路车辆机械总公司三家共同发起，以定向募集方式设立，并于1994年11月7日注册成立；2000年10月16日更名为现名。公司于2000年1月在深圳证券交易所上市，股票代码000957。后经一系列股权变更及资本公积转增股本，截至2018年3月底，公司股份总数为59290.39万股，其中中通汽车工业集团有限责任公司（以下简称“中通集团”）持股21.07%（无质押），是公司第一大股东；山东省交通工业集团控股有限公司和聊城市人民政府国有资产监督管理委员会各持有中通集团51%和49%的股权，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）持有山东省交通工业集团控股有限公司100.00%的股权，山东省国资委为公司的实际控制人。

公司经营范围：客车、客车底盘的开发、制造、销售（有效期限以许可证为准）、客车专用配件、客车底盘专用配件的开发、制造、销售；专用车（不含小轿车）及配件、橡胶产品、工业生产资料（不含专营专控）的销售；技术咨询、服务；高新技术、信息产业投资；资格证书范围内自营进出口业务（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）。

公司本部设有总经理办公室、后勤部、技改基建部、人力资源部、新能源工程中心、质量管理部、制造部、技术中心、党群办公室、纪委、财务部、品牌文化部、企业管理部、营销总公司、国际公司和特种车事业部16个部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 124.26 亿元，所有者权益 27.85 亿元；2017 年公司实现营业收入 78.52 亿元，利润总额 2.28 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 125.38 亿元，所有者权益 27.89 亿元；2018 年 1～3 月公司实现营业收入 8.64 亿元，利润总额 0.01 亿元。

注册地址：山东省聊城市经济开发区黄河路 261 号，法定代表人：李树朋。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 5 月发行 3 亿元“17 中通客车 MTN001”，发行期限为 3 年，募集资金用途为补充运营资金，偿还长期借款。截至目前，上述募集资金已使用完毕，跟踪期内按时付息。

表 1 公司存续期内的债券情况

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 中通客车 MTN001	3 亿元	3 亿元	2017/5/24	2020/5/24

资料来源：根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011

年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长

10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

公司经营所涉及的行业主要为客车行业。

1. 行业现状

随着国家对新能源汽车补贴的持续减少和对补贴政策细节的不断完善，2017 年新能源客车销量同比出现大幅度下滑，整体客车市场出现一定波动，2017 年，全国客车市场累计销售 52.73 万辆，同比下降 2.96%。分车型看，大型、中型和轻型客车在 2017 年分别累计销售 9.41 万辆、8.49 万辆和 34.83 万辆，分别同比增长 4.10%、下降 14.59%和下降 1.50%；新能源客车方面，受新能源补贴退坡及 2016 年年底市场提前大量透支等影响，2017 年上半年新能源客车市场惨淡，全年新能源客车销售 86767 辆，同比下降 24.41%，其中销售公交车 75991 辆，占 87.58%，销售座位车 10722 辆，占 12.36%。

2018 年 2 月，财政部等四部门联合发布了《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，提出了新能源汽车补贴的新方案。新政策根据成本变化等情况，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准，并设定从 2018 年 2 月 12 日起实施，2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期。过渡期间客车市场需求出现一定回暖，2018 年一季度，中国客车行业实现销售收入与销售量双增长。其中，销售收入 139.8 亿，同比增长 38.6%，中国客车行业 5 米以上客车产品累计销售 35117 辆，同比增长 20.9%。其中新能源客车销量同比增长 328%，其中公交车增长 309%，公路客车销量 409 辆（公路 2017 年基数低）。2018 年 1~3 月，5 米以上客车企业销量集中度达到 85%，前十企业为：宇通 9412、福田欧辉 5789（含 5 米以上轻客）、金龙 3341、金旅 2503、中通 2275、海

格 2136、安凯 1339、比亚迪 1138、东风超龙 1113、东风旅行车 807（含 5 米以上轻客）。（单位：辆）

竞争格局方面，由于客车行业的规模经济效应较为明显、市场化程度较高，行业集中度也较高。大型客车的生产厂商主要包括金龙汽车（包括金龙联合、金龙旅行车和苏州金龙）、宇通客车、中通客车、北汽福田、安凯客车、比亚迪客车等；中型客车的生产厂商主要包括宇通客车、东风汽车、金龙汽车、江淮汽车、安凯客车等，东风汽车和金龙汽车的销量基本在万辆以上；轻型客车的生产厂商主要包括华晨金杯、江铃汽车、南京依维柯、北汽福田、东风汽车等，轻型客车前三大厂商的市场份额合计超过 70%。

2. 产业政策

《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》

中国工信部自2016年8月公开征求对《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定（修订征求意见稿）》意见，于2017年1月6日颁布《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》，自2017年7月1日起施行。

《规定》主要包括：①明确了新能源汽车范畴是“插电式混合动力（含增程式）汽车、纯电动汽车和燃料电池汽车等”；②明确了生产企业准入条件为“应当是已取得车辆生产企业准入的汽车生产企业或者已完成投资项目手续的新建汽车生产企业；符合相同类别的常规汽车生产企业准入管理规则；具备设计开发能力、生产能力、生产一致性保证能力、售后服务及产品安全保障能力（具备工信部规定条件的大型汽车企业集团，在企业集团统一规划、统一管理、承担相应监管的前提下，其下属企业准入条件予以简化）”；③明确了产品在法律法规、安全技术、检测标准等准入条件；④提出生产企业应当建立对已销产品运行安全状态进行监测的平台和制度；⑤工信部及省级工信主管部门应对符合要求企业开展后续的监督核查，建立“叫停”制度。另外，《规定》在明确新能源汽车生产企业及产品准入的条件、程序和期限的同时，简化了审批程序，并提出建立新能源汽车生产企业信用数据库。

《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》

2016 年 12 月 30 日，中国财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布了《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，通知主要包括调整完善推广应用补贴政策、落实推广应用主体责任、建立惩罚机制。

该通知对新能源客车、新能源乘用车、新能源货车和专用车均设立了搭载电池的能量密度要求。其中，非快充类纯电动客车的能量密度要求分为三档，系统能量密度（Wh/kg）在 85~95（含）区间的，给予 0.8 倍的补贴调整系数；95~115（含）区间的，给予 1 倍的补贴调整系数；115 以上的，给予 1.2 倍补贴调整系数。在新能源补贴数额上分别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%。除燃料电池汽车外，各类车型 2019~2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。该通知从 2017 年 1 月 1 日起实施。

《关于开展 2016 年度新能源汽车补助资金清算工作的通知》

2017 年 3 月 20 日，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布了《关于开展 2016 年度新能源汽车补助资金清算工作的通知》，补贴方式由原来的“次年清算”变更为“累计行驶里程须达到 3 万公里”。

通知要求各地的新能源汽车推广牵头部门应会同财政等有关部门，提交本地汽车生产企业 2016 年度（2016 年 1 月 1 日~2016 年 12 月 31 日）中央财政补助资金清算报告及产品销售、运营情况，要求在 2017 年 4 月 30 日前保送申报材料，逾期未报或报送内容不符合要

求的，将延期清算。审核中未达标的车辆，国家有关部门将视具体情况给予企业通报批评、扣减补助资金、取消新能源汽车补助资格、暂停或剔除“推荐车型目录”中有关产品等处罚措施；未提出补贴申请的将延期清算。

“双积分”政策正式发布

2017 年 9 月，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，办法自 2018 年 4 月 1 日起施行，新能源积分要求从 2019 年 1 月 1 日起执行。该政策对汽车制造商的油耗积分和新能源积分将实行并行管理，汽车制造商在发展节能汽车降低燃油消耗的同时，还可通过生产足够数量的新能源汽车满足相应的新能源积分要求。办法对传统能源乘用车年产量或进口量达 3 万辆以上的企业，要求 2019 和 2020 年度新能源汽车积分比例分别达到 10%、12%。随着补贴政策逐步退坡和退出，双积分办法将形成促进新能源汽车产业持续发展的市场化的长效发展机制。新能源汽车产业将进入市场化、产品驱动发展的新阶段。

《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》

2018 年 2 月，财政部等四部门联合发布了《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，提出了新能源汽车补贴的新方案。新政策根据成本变化等情况，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。具体如下：①运营里程要求发生调整：对私人购买新能源乘用车、作业类专用车（含环卫车）、党政机关公务用车、民航机场场内车辆等申请财政补贴不作运营里程要求。其他类型新能源汽车申请财政补贴的运营里程要求调整为 2 万公里。②破除地方保护，建立统一市场：各地不得采取任何形式的地方保护措施，包括但不限于设置地方目录或备案、限制补贴资金发放、对新能源汽车进行重复检验、要求生产企业在本地设厂、要求整车企业采购本地零部件等措施。从 2018 年起将新能源汽车地方购置补贴资金逐渐转为支持充电基础设施建设和运营、新能源汽车使用和运营等环节。③实施时间：从 2018 年 2 月 12 日起实施，2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期。过渡期期间上牌的新能源乘用车、新能源客车按照《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2016〕958 号）对应标准的 0.7 倍补贴，新能源货车和专用车按 0.4 倍补贴，燃料电池汽车补贴标准不变。④过渡期后各类车型补贴标准均进行适度退坡，其中新能源客车补贴政策具体为：补贴标准有所下调，且补贴计算方式有所变化。补贴公式为：补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准；单车补贴上限}×调整系数（包括：电池系统能量密度系数、单位载质量能量消耗量系数、快充倍率系数、节油率系数）。新能源客车技术要求方面，指标进一步提升，包括：（1）单位载质量能量消耗量不高于 0.21Wh/km·kg，0.15Wh/km·kg 及以下的车型可获得 1.1 倍补贴；（2）纯电动客车能量密度门槛也由 85Wh/kg 上调到 115Wh/kg，能量密度达到 135Wh/kg 才能获得最高 1.1 倍补贴；（3）插混客车节油率门槛由 40%上调到 60%，1.1 倍补贴门槛由 60%以上调整到 70%以上；（4）纯电动客车（不含快充类纯电动客车）在等速法下续驶里程不低于 200 公里，插电式混合动力（含增程式）客车纯电续驶里程不低于 50 公里。

3. 行业关注

新能源汽车补贴力度逐年减弱

2015 年 4 月，财政部、科技部、工业和信息化部以及国家发改委联合下发的《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》（下称“《通知》”）称，将在未来 5 年继续实行新能源汽车补贴政策，但补助标准主要依据节能减排效果，并综合考虑生产成本、规模效应、技术进步等因素逐步退坡。

2017~2020 年，除燃料电池汽车外，其他新能源车型补贴标准都实行退坡，其中：2017~2018 年补贴标准在 2016 年基础上下降 20%，2019~2020 年在 2016 年基础上下降 40%。同时，《通知》也提高了新能源汽车补贴的门槛，2016 年，单车续航里程必须达到 100km，最高车速不低于 100km/h 方可获得补贴。客车企业利润对补贴有较大依赖，若补贴退坡，对客车企业利润和下游市场需求均产生影响。

相关部门加强对新能源汽车补贴的监控

财政部、科技部、工信部、国家发改委于 2016 年 1 月 22 日联合发布《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》，《通知》称为进一步落实《国务院办公厅关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》（国办发[2014]35 号）的有关精神，要对新能源汽车推广应用实施情况及财政资金使用管理情况进行专项核查，核查范围为2013~2014年获得中央财政补助资金的新能源汽车以及申请 2015 年度中央财政补助资金的新能源汽车，选择部分省份进行现场督查，对部分城市和部分企业车辆生产使用情况进行现场督查。

核查结果方面，工信部于2016年12月公布首批共4家收到行政处罚决定书的车企，责令其停止生产销售问题车型、暂停申报资质、进行为期6个月整改，并于2017年2月公布第二批共7家收到行政处罚决定书的车企并责令进行为期2个月整改。

综上所述，新能源核查的执行配合已经实施的补贴退坡，一方面整肃行业内企业的规范经营和申报，一方面对进入下一阶段竞争的企业提出了更高要求，最终使企业脱离政策补贴后仍能良好运营。但目前阶段，新能源市场的高速增长对产业推广政策存在依赖性，财政补贴有效缓解了企业的前期研发、制造成本压力，支撑企业利润增长，但考虑到产业链上各项配套和自有技术并不成熟，资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，新能源补贴的“退坡”可能会影响部分企业的销售和获利。

4. 未来发展

随着国家对新能源汽车补贴的退坡及补贴政策细节的不断完善，市场对新能源客车趋于理性化的认知也在加强，短期看，补贴政策的调整对新能源客车市场产生一定负面影响，但随着中国城市化率的提高，新能源客车需求持续增加，新能源客车市场仍有一定的结构化增长空间。

城市公交方面，随着国家和地方政府新能源客车补贴政策的落地，未来大中型客车的销售市场增长空间将集中在新能源客车领域，城市公交系统的新能源化也将为公交客车厂商提供了市场发展空间。但同时，客车行业销量整体增速放缓，新能源补贴逐年退坡，对客车厂商的研发实力、成本控制均提出了较高要求。新能源客车方面，由于新能源补贴的持续性以及城市公交对新能源客车的需求，新能源客车有望延续增长态势；随着乘坐需求日益多样化，很多城市涌现出定制公交、社区微循环公交，价格更具有竞争力的中型客车未来具有一定发展空间，大型客车的增速或将放缓。

客运大巴方面，高铁对与之平行的公路客运路线造成了较大的冲击，但另一方面，高铁在长途方面的优势显著，对于非平行线路的非长途线路，公路客运还是具有一定优势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司总股本为 59290.39 万股，公司的控股股东为中通集团，直接持有公司 21.07%的股权；山东省国资委通过下属全资子公司山东省交通工业集团控股有限公司持有中通集团 51%的股权，是公司的实际控制人。

2．企业规模

公司是国内主要的客车生产基地，主要生产设备 1500 台（套），拥有荷兰 BOVA 公司完整的制造技术和具有国际先进水平的生产线，其产品涵盖了 5~18 米的公路客车、城市公交客车、旅游客车和中小学专用校车等各种类别和档次，拥有 8 大系列 140 多个品种。其中，公司新能源产品涵盖 6 米以上纯电动客车及插电式混合动力客车，目前在市场上的主力车型包括 6 米纯电动公交、6 米纯电蓝迪、轻舟物流车、8 米纯电动、10 米纯电及 10 米混动系列；传统客车产品主要有领域、领秀、世轩、世腾、世嘉等，市场认可度高。

3．技术水平

公司拥有一个国家级实验室、国家级企业技术中心和博士后科研工作站，并与清华大学、山东理工大学、长安大学和聊城大学建立了技术交流关系、成立了新能源技术研究中心，制定和落实新能源及清洁能源为核心的产品长短期技术发展计划。截至 2017 年底，公司拥有总部技术中心、新能源工程中心及工艺队伍、车间（分子公司）技术组等合计技术人员 568 人。2017 年，公司发生研发支出 2.91 亿元，占当期营业收入的 3.71%。2017 年，公司依托掌握的机电耦合驱动技术、标准化电池成组技术、多能源优化管理技术、整车网络化控制技术、高效驱动与辅助动力技术、高压安全技术等六大核心技术，提高产品核心竞争力，开发的 12 米纯电动客车成功进入韩国市场；完成三款全铝车身整车和五款燃料电池客车的正向开发设计与开发，形成了完备的氢燃料客车产品体系；公司牵头申报的科技部“十三五”重点研发计划——新能源汽车专项“高效纯电动客车动力平台及整车集成关键技术”项目，成为客车领域唯一一家由企业牵头申报并立项的项目；组织申报各类技术专利 72 项，累计拥有专利 298 项。跟踪期内，公司不断完善新能源客车产品链，围绕新能源、智能化、轻量化等领域开展技术研究。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度及高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1．经营现状

公司主要从事客车产品的开发、制造和销售。产品包括从5米到18米不同系列的各种车型，用途主要为公路、公交、旅游、团体、校车等细分市场。按产品来看，主要包括传统客车和新能源客车（混合动力客车和纯电动车）两大类。2017年，公司实现营业收入78.52亿元，同比下降15.18%，其中客车业务实现收入77.14亿元，主业突出；其他业务为汽车零部件销售业务，2017年实现收入1.38亿元，占比很小。具体来看，2017年，受新能源客车2016年底下游市场需求集中提前释放及国家补贴政策退坡影响，公司新能源客车销售收入下降明显，2017年新能源客车实现收入57.13亿元，同比下降28.22%，占公司总收入的72.77%，同比减少13.21个百分点；当期，公司调整产品销售结构，加大传统客车销售力度，传统客车收入同比增长 74.91% 至 20.01 亿元，占公司总收入的25.48%。

从毛利率看，2017年受新能源客车收入占比及毛利率下降影响，公司整体毛利率下降至14.50%。具体来看，新能源客车受销售车型调整及补贴退坡影响毛利率下降至13.83%，传统客车有所上升，为16.58%。

2018 年 1~3 月，新能源补贴退坡过渡期间，新能源客车市场需求有所回暖，公司新能源客车实现收入 3.60 亿元，同比增长 33.83%；传统客车受销售车型均价同比下降影响，当期实现销售收入 4.72 亿元，同比下降 21.07%；公司实现营业收入 8.64 亿元，同比下降 1.37%。2018 年 1~3 月，公司整体毛利率同比下降 1.75

个百分点至 13.00%，系销售的传统客车毛利率较低所致，新能源客车毛利率同比上升 9.22 个百分点至 8.79%。

表 2　公司经营收入构成情况（单位：亿元、%）

分产品	营业收入				营业收入占比				毛利率			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
传统客车	16.54	11.44	20.01	4.72	23.25	12.36	25.48	54.59	12.29	12.34	16.58	16.59
新能源客车	53.75	79.59	57.13	3.60	75.56	85.98	72.77	41.66	22.10	22.23	13.83	8.79
其他业务	0.85	1.54	1.38	0.32	1.19	1.66	1.75	3.75	20.39	22.37	11.84	7.40
合计	**71.14**	**92.57**	**78.52**	**8.64**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**1000.00**	**19.80**	**21.01**	**14.50**	**13.00**

资料来源：公司提供

2.　原材料采购

传统客车生产采购的主要原材料包括发动机、变速箱、车桥、底盘；新能源客车生产采购的主要原材料包括电池组、电控、电机，供应商主要集中在国内。

2017 年，公司传统客车、纯电动客车和新产销量均较 2016 年增长，公司加大原材料采购，其中受传统客车产销量增长带动，车桥、变速箱采购量增长明显，分别同比增长 115.20%和 35.82%；新能源客车电机、电池采购量保持增长，分别同比增长 29.52%和 20.66%。采购价格方面，2017 年，新能源汽车销售以中小车型为主，电池价格较低，当期采购电机、电池均价同比下降；车桥、变速箱、轮胎及发动机采购均价均上升。2018 年 1~3 月，公司销售车型变化，电池、电机均价较 2017 年有所增长。

表 3　2015~2018 年 3 月主要原材料采购情况

（单位：件、万元/件）

原材料		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
电机	采购量	10442	12007	15551	727
	均价	4.22	2.66	1.97	2.09
车桥	采购量	20918	6061	13043	1198
	均价	0.93	1.03	1.18	1.26
变速箱	采购量	3643	2130	2893	683
	均价	0.82	0.54	0.86	0.73
轮胎	采购量	62754	39651	72822	9769
	均价	0.14	0.08	0.11	0.11
发动机	采购量	4960	5138	4686	818
	均价	7.45	5.30	5.51	5.26
电池	采购量	10401	12176	14692	678
	均价	14.18	29.92	14.98	18.09

资料来源：公司提供

原材料货款结算方面，公司一般在发票挂账之日起满三个月予以付款，采用承兑汇票方式进行支付，可以有半年的兑付期限。2017 年，公司前5名供应商采购额占比27.26%，集中度较低。

综合来看，公司合作关系良好且较稳定的供应商有利于保障原材料的供应，供应商给予的账期一定程度上缓解了公司因国补占用造成的资金周转压力。

表 4　2017 年公司国内前 5 名供应商情况

（单位：万元、%）

客户名称	采购额	占比
深圳市沃特玛电池有限公司	89633.79	11.79
合肥国轩高科动力能源有限公司	43523.52	5.73
北京普莱德新能源电池科技有限公司	28073.96	3.69
宁德时代新能源科技股份有限公司	24595.84	3.24
东风襄阳旅行车有限公司	21376.38	2.81
合计	**207203.49**	**27.26**

资料来源：公司提供

3.　生产经营

从生产模式来看，公司生产模式为订单式

生产，以销定产，根据客户的具体需求并利用自身的技术和经验优势进行产品设计、生产和集成，以满足客户各种需求。

表 5　2015~2018 年 3 月底公司客车产销量情况（单位：台）

主要产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能
传统客车	**6538**	**6500**	--	**4228**	**4194**	--	**6999**	**6511**	--	**1371**	**1548**	--
新能源客车												
其中混合动力客车	2111	2111	--	3125	3125	--	1174	1174	--	119	118	--
纯电动客车	8387	8387	--	10889	10889	--	13514	13514	--	551	538	--
新能源客车合计	**10498**	**10498**	--	**14014**	**14014**	--	**14688**	**14688**	--	**670**	**656**	--
合计	**17036**	**16998**	**20000**	**18242**	**18208**	**30000**	**21687**	**21199**	**30000**	**2041**	**2204**	**30000**

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司传统客车和新能源客车合计产能为30000台，产能利用率为72.29%。2017年传统客车和纯电动客车产量同比均有增长，混合动力客车产量下降，公司总体产量达到21687台，其中新能源客车产量14688台，同比增长34.89%，传统客车产量6999台，同比增长65.54%。2018年1~3月，公司实现客车总产量2041台，同比增长7.14%，其中新能源客车670台，同比增长37.01%。

4. 产品销售

销售方面，公司的主要客户为客运公司、旅游公司和公交公司等大型客户。营销总公司设有11个销售大区、35个销售分公司，同时公司成立了专门的新能源车销售公司，销售网络较完善。

2017年，受纯电动客车销量增长带动，公司新能源客车实现销量14688台，同比增长4.81%，传统客车销量6511台，同比增长55.25%。2018年1~3月，公司实现客车销量2204台，同比增长17.17%，其中传统客车1548台，同比下降17.70%，新能源客车656台，同比增长34.15%。

产品售价方面，2017年，公司传统客车销售均价同比有所增长，2017年为30.73万元/台，销售以9米车为主。2017年，公司新能源客车均价同比有不同程度下降，其中混合动力客车销售以10/12米为主，均价同比下降5.63%至59.84万元/台；纯电动客车销售以3.9/4.5/10米为主，均价大幅下降33.20%至37.07万元/台。2018年1~3月，公司纯电动客车销售以8米为主，均价上升至47.96万元/台，混合动力客车销量较小，以12米为主，整体均价拉高至86.41万元/台；传统客车销售以9/12米为主，均价变动不大，为30.46万元/台。

表 6　2015~2018 年 3 月客车销售均价情况

（单位：万元/台）

主要产品	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
传统客车	25.45	27.28	30.73	30.46
新能源客车				
混合动力客车	68.36	63.41	59.84	86.41
纯电动客车	46.88	55.49	37.07	47.96

资料来源：公司提供

2017 年，公司前 5 大客户销售额占比33.29%，其中深圳新沃运力汽车有限公司销售额 11.32 亿元，全部为物流车销售，占比14.42%，受此影响，2017 年客户集中度偏高。2017 年传统客车和新能源客车产销率分别是93.07%和 100%。

表 7 2017 年公司前 5 名客户情况（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占比
深圳新沃运力汽车有限公司	113207.32	14.42
安徽融智天骏新能源汽车有限公司	42540.51	5.42
安徽国轩新能源投资有限公司	42241.68	5.38

青岛公交集团有限责任公司	36805.73	4.69
深圳市民富沃能新能源汽车有限公司	26609.62	3.39
合计	**261404.86**	**33.29**

资料来源：公司提供

在销售渠道方面，公司销售以直销为主，经销为辅，同时发展互联网新渠道。公司产品销售在成熟市场以直销为主，新开拓市场借助当地的经销渠道进入，待公司在区域市场成熟后，逐步弱化经销渠道。国内建立较为完善的营销和服务网络。经过多年培养，建立了一支优秀的国内外营销队伍，营销能力较强。

结算方面，公司采取全款方式结算为主，部分客车以分期方式结算，回款以现款与承兑汇票为主；公司拥有客车自营出口权，国外主要采用代理商和经销商模式，一般需提前预付30%，待交车时以信用证方式结清。

国家新能源补贴方面，2016 年 12 月 29 日，工信部下发《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》要求，非私人用户购买的新能源汽车累计行驶里程要求超过 3 万公里才能领取国家补贴，并于 2017 年 1 月 1 日起实施，该政策对客车制造企业资金周转能力提出更高要求。2018 年 2 月，财政部等四部委联合发布了《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，提出了新能源汽车补贴的新方案。对于新能源客车、专用车和货车的补贴额度显著下降，单车补贴上限普遍下调 1/3 及以上。对于新能源货车和专用车，仍以提供驱动动力的动力电池总储电量为依据，采用分段超额累退方式给予定额补贴，对作业类专用车(含环卫车)、党政机关公务用车、民航机场场内车辆等申请财政补贴不作运营里程要求，其他类型新能源汽车申请财政补贴的运营里程要求调整为 2 万公里。从 2018 年起将新能源汽车地方购置补贴资金逐渐转为支持充电基础设施建设和运营、新能源汽车使用和运营等环节。以上新能源汽车补贴政策于 2018 年 2 月 12 日起实施，2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期。过渡期期间上牌的新能源乘用车、新能源客车按照 2017 版补贴政策(财建[2016]958 号)对应标准的 0.7 倍补贴，新能源货车和专用车按 0.4 倍补贴，燃料电池汽车补贴标准不变。

2015 年，公司全年形成销售补贴款 32.34 亿元，于 2016 年 12 月已全部到帐。公司 2016 年全年形成销售补贴款 48.42 亿元，根据公司 2017 年 7 月 17 日公告，公司已收到聊城市财政局转支付的公司应收 2016 年国家新能源汽车第一批推广补贴款 7.16 亿元，该笔款项系截至 2016 年底，公司 2016 年所售且累计行驶里程达到 3 万公里的新能源汽车对应的推广补贴。根据公司 2018 年 4 月 19 日公告，公司收到聊城市财政局转支付的 2016 年度国家新能源汽车推广补贴款 23.04 亿元；2018 年 7 月 16 日，公司收到聊城市财政局转支付的国家新能源汽车补贴款第一批清算资金 3.29 亿元，该笔款项系公司 2016-2017 年所售截至 2017 年 12 月 31 日累计行驶里程达到 2 万公里的新能源汽车部分推广补贴款；目前，公司 2016~2017 年销售形成的补贴款仍有部分未到账。

总体看，2017 年以来，伴随着新能源补贴退坡及相关政策的调整，客车市场需求出现较大波动，补贴款到账时间拉长，跟踪期内，公司调整市场及产品结构，传统客车及纯电动客车销量占比提升，客车总销量保持增长，全年营业收入及毛利率呈下滑趋势，盈利能力下降，短期内，公司经营业绩承压较大；2017 年以来，国家新能源补贴款陆续到位，一定程度缓解公司资金周转压力。

5. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有下降，2017 年分别为 1.36 次、20.19 次和 0.77 次。公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展

公司目前无重大投资项目建设。根据当前资金情况分析，未来一段时间内主要资金支付

在原材料的采购与贷款的偿还方面。当前国家补贴资金到位周期较长，导致公司资金情况较为紧张，后期随着国补逐步到位，资金压力或有一定缓解。

公司制定了“转方式、调结构、强品质、抓创新、做市场、促和谐”六大工程，以新基地启用为契机，以节能与新能源客车为抓手，利用三年时间，主要经济指标进入行业前三名，新能源客车销量要稳居行业第二位的发展战略。同时，在新能源补贴政策逐渐退坡的影响下，公司提出“一优多强”的经营方针，在继续做优新能源产品的前提下，重点做强旅游团体车、传统车、校车、物流车以及海外市场。

九、重大事项

2017 年 5 月 25 日公司与深圳新沃运力汽车有限公司（以下简称“新沃运力”）签订重大经营合同，根据公司 2017 年年报披露，目前该合同已到期终止，根据交易对方需求，公司累计销售 6006 辆物流车，交易额 11.32 亿元。根据签订合同约定，本次交易主要以商业承兑汇票结算，新沃运力提供的商业承兑汇票可直接用于支付购买中国沃特玛新能源汽车产业创新联盟单位的电池款。此外，2017 年，公司分别向安徽融智天骏新能源汽车有限公司（以下简称“安徽融智”）和深圳市民富沃能新能源汽车有限公司（以下简称“民富沃能”）销售纯电动客车形成交易额 4.25 亿元和 2.66 亿元，结算方式以商业承兑汇票为主，公司使用以上商业承兑汇票可直接用于支付购买中国沃特玛新能源汽车产业创新联盟单位的电池款。

新沃运力、安徽融智和民富沃能均为中国沃特玛新能源汽车产业创新联盟单位，本次交易采购电池全部来自联盟内电池生产商深圳市沃特玛电池有限公司（以下简称“沃特玛”），2017 年，公司对沃特玛的电池采购额 8.96 亿元，占总采购额的 11.79%，以上采购均使用已收到的商业承兑汇票进行支付，截至 2017 年底，公司应收票据为 9.28 亿元，其中商业承兑汇票余额 9.12 亿元，金额较大，联合资信关注到沃特玛因重大债务逾期问题处于重组整合中，生产经营受到较大影响，公司应收商业承兑汇票到期兑付存在不确定性，或对公司资金周转造成一定压力；联合资信将持续关注公司与沃特玛及联盟内企业交易形成的应收款项的回收质量及对公司经营造成的影响。

十、 财务分析

公司提供的 2017 年财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2018 年一季度财务数据未经审计。从公司财务报表合并范围看，2017 年公司新设立 2 家全资销售子公司，处置 1 家子公司，2018 年一季度财务报表合并范围较 2017 年无变化。总体看，公司合并范围变化对公司整体经营影响小，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 124.26 亿元，所有者权益 27.85 亿元；2017 年公司实现营业收入 78.52 亿元，利润总额 2.28 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 125.38 亿元，所有者权益 27.89 亿元；2018 年 1～3 月公司实现营业收入 8.64 亿元，利润总额 0.01 亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产规模同比增长53.75%，主要来自流动资产的增加。截至2017年底，公司资产总额为124.26亿元，其中流动资产和非流动资产分别占85.88%和14.12%，流动资产比重较2016年底上升7.03个百分点。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 106.72 亿元，同比增长 67.46%，主要是应收票据、应

收账款和其他流动资产增加所致；2017 年底的流动资产以货币资金（占 15.23%）、应收账款（占 61.64%）、其他流动资产（占 9.72%）和应收票据（占 8.70%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 16.25 亿元，同比增长 23.48%。从构成看，主要为银行存款（占 36.38%）和其他货币资金（占 63.62%）；使用受限的货币资金为 11.79 亿元，占比高，主要为客户通过按揭贷款方式购车、车辆抵押手续未办理完毕被银行暂时限制使用的资金以及各类保证金。

截至 2017 年底，公司应收票据为 9.28 亿元，同比大幅增长（2016 年底为 31.92 万元），主要为商业承兑票据 9.12 亿元，系公司 2017 年销售物流车收取的商业承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应收账款账面余额为 65.79 亿元，其中前五名欠款单位金额合计 53.71 亿元（包括应收新能源补贴款 47.89 亿元），合计占比 78.91%。账龄方面，公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为 18.34 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 76.03%，1~2 年的占 17.65%，2~3 年的占 4.84%，3 年以上的占 1.48%；2017 年底，公司单项金额重大并单独计提坏账准备的应收款账面余额为 49.10 亿元，其中 47.89 亿元为国家补贴款，未计提坏账准备。截至 2017 年底，公司累计计提坏账准备 2.29 亿元，计提比例为 3.36%，考虑到应收账款中 47.89 亿元为国家补贴款，回收风险小，公司坏账准备计提合理。

表 8　2017 年底公司应收账款前五大欠款方明细

（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
国家新新能源补贴	478904.86	1 年以内 214683.01 万元，1-2 年 264221.85 万元	70.35
青岛公交集团有限责任公司	25763.19	1年以内	3.78
安徽国轩新能源投资有限公司	11686.05	1年以内	1.72
淄博金路通客运服务有限公司	10413.32	1年以内	1.53
深圳新沃运力汽车有限公司	10373.97	1年以内	1.52
合计	**537141.39**	**--**	**78.91**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司存货规模同比增长 56.51%至 4.06 亿元，系库存商品增加所致。截至 2017 年底，公司存货主要由原材料和库存商品构成，分别占存货的 39.32%和 59.21%。2017 年底累计计提跌价准备 0.43 亿元，计提比例为 9.57%，计提较为充分。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 10.38 亿元，其中待抵扣进项税和增值税负数 9.61 亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 17.54 亿元，同比变动不大，结构上以固定资产（占 65.40%）和无形资产（占 21.08%）为主。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 11.47 亿元，主要以房屋建筑物（占 74.85%）和专用设备（占 16.12%）为主。截至 2017 年底，公司累计计提折旧 2.92 亿元、计提减值准备 29.86 万元。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 3.70 亿元，主要是土地使用权 3.61 亿元和非专利技术 0.08 亿元，累计摊销 0.86 亿元，无减值准备。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产 1.55 亿元，其中资产减值准备 0.46 亿元，预计负债 0.86 亿元，预提费用 0.20 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 125.38 亿元，流动资产和非流动资产分别占比 86.05%和 13.95%，仍以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司受限资产账面价值 17.31 亿元，其中货币资金 11.79 亿元，主要为承兑保证金及担保资金，无形资产账面价值 2.37 亿元，用于对外抵押贷款，应收账款账面价值 3.15 亿元，主要为附追索权的应收账款转让。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，主要

系应收新能源车辆补贴款及销售形成的应收票据。公司货币资金受限比重大，应收账款（主要为国家新能源补贴款）对资金占用明显。整体看，公司资产质量较差，流动性较弱。

2. 负债及所有者权益

负债

受国家新能源补贴到位时间延长影响，公司日常运营资金需求增长，银行借款、应付账款大幅增长，带动公司整体负债规模快速增长。截至 2017 年底，公司负债总额为 96.41 亿元，同比增长 75.41%。其中流动负债和非流动负债分别占 84.96%和 15.04%，以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债为81.92亿元，同比增长69.84%，从构成看，主要以短期借款（占13.07%）、应付票据（占22.57%）、应付账款（占47.94%）和其他流动负债（占9.29%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 10.71 亿元，同比大幅增长（2016 年底为 0.04 亿元），其中质押借款 3.94 亿元、抵押借款 1.80 亿元、保证借款 0.50 亿元和信用借款 4.47 亿元。

截至 2017 年底，公司应付票据同比下降 10.22%至 18.49 亿元，应付账款同比增长 139.82%至 39.27 亿元。公司应付账款、应付票据系正常生产经营过程中滚动发生，由于汽车行业采购规模普遍较大，客车生产厂家通常均有较大金额的应付账款、应付票据。

截至 2017 年底，公司其他流动负债为 7.61 亿元，同比增长 108.49%，主要来自未终止确认的应收票据 6.95 亿元，系公司物流车交易形成的商业承兑汇票已背书转让尚未终止确认的应收票据。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 14.50 亿元，同比增长 115.30%，主要来自长期借款、应付债券的增加。从构成看，主要包括长期借款（占 31.04%）、应付债券（占 20.69%）、预计负债（占 34.64%）和递延收益（占 13.58%）。

截至 2017 年底，公司长期借款为 4.50 亿元（2016 年底为零），其中质押借款为 2.00 亿元、信用借款为 2.50 亿元；公司应付债券为 3.00 亿元，系 2017 年 5 月发行的“17 中通 MTN001”。公司预计负债同比增长 6.71%至 5.02 亿元，主要为产品质量保证金；公司递延收益为 1.97 亿元，同比变化不大，全部来自政府补助。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 97.49 亿元，较 2017 年底变化不大，仍以流动负债为主（占 85.15%），其中短期借款较 2017 年底进一步增长 48.82%至 15.94 亿元。

随着银行借款增加，公司有息债务规模不断增长，截至 2017 年底，公司全部有息债务为 37.48 亿元，同比增长 64.54%，其中短期债务占 79.99%，长期债务占 20.01%。从债务指标看，2017 年底，公司资产负债率继续上升至 77.59%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 57.37%和 21.22%。截至 2018 年 3 月底，公司有息债务规模为 41.69 亿元，主要是短期借款增长所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.76%、59.92%和 21.19%。公司债务负担较重，短期偿债压力大。

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，以短期债务为主，整体债务负担较重，考虑到公司受限现金规模大，短期偿债压力大。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计27.85亿元，同比变化不大。公司所有者权益主要以实收资本（占21.29%）、资本公积（占17.15%）和未分配利润（占52.83%）为主。截至2018年3月底，公司所有者权益合计27.89亿元，较2017年底变动不大。

总体看，公司未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

受2016年客车市场下游需求提前释放及

国家新能源补贴政策调整影响，2017年，公司新能源客车收入下滑明显，导致营业收入同比下降15.18%至78.52亿元。同期，营业成本为67.13亿元，同比下降8.20%。2017年，公司营业利润率为14.06%，同比减少6.66个百分点，盈利能力下降。

2017年，公司期间费用同比下降14.94%，为8.38亿元；期间费用占营业收入的比重为10.68%，较上年基本持平。2017年期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用分别占48.91%、36.13%和14.96%，其中财务费用受银行借款增长同比大幅增长93.25%至1.25亿元，销售费用同比下降34.00%至4.10亿元，主要系售后服务费下降所致，管理费用为3.03亿元，同比变化不大。

2017年，公司资产减值损失1.06亿元，同比增长35.69%，其中坏账损失0.79亿元，存货跌价损失0.26亿元；2017年公司投资收益为0.02亿元，主要是购买理财产品取得的收益。2017年，公司营业外收入为0.13亿元，同比有所下降，系会计政策调整部分政府补助至其他收益科目，公司其他收益为0.57亿元，全部为政府补助。2017年，公司利润总额为2.28亿元，同比下降67.18%。

从主要盈利指标看，受当期利润下降、债务规模增长影响，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.57%和6.86%，较2016年均明显下滑。

2018年1~3月，公司实现营业收入8.64亿元，同比下降1.37%，营业利润率下降至12.16%。同期，公司营业成本为7.52亿元，同比增长0.67%。利润总额为0.01亿元，同比下降98.02%，财务费用同比增长，对利润侵蚀大，公司盈利水平持续下滑。

跟踪期内，国家新能源客车补贴政策持续退坡，国内客车行业竞争加剧，公司营业收入、利润水平均出现大幅下滑。

4. 现金流及保障

从经营活动看，2017年，随着新能源客车销售收入大幅下降，公司经营活动现金流入量大幅下降，2017年为39.43亿元，同比下降53.59%；同期，经营活动现金流出量同比下降42.56%，为48.90亿元；流入量和流出量以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主。公司支付其他与经营活动有关的现金规模较大，2017年为5.43亿元，主要为保证金、研发费、运费及出口费用和单位往来款等。2017年，公司经营活动现金流量净额为-9.47亿元。收入实现质量方面，2017年的现金收入比为47.71%，较上年下降42.34个百分点，公司收入实现质量下降明显。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入量为4.99亿元，同比增长223.47%，源于收回投资收到的现金，主要是银行理财资金赎回。同期，投资活动现金流出主要来自购建固定资产、无形资产和投资支出（购买理财产品），2017年为6.30亿元，同比增长111.61%，主要是投资支付的现金增加所致。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.31亿元。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款及发行债券收到的现金，2017年为20.65亿元。同期，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2017年为7.42亿元。2017年，公司筹资活动现金流净额为13.24亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-6.36亿元，现金收入比为61.98%，现金回收质量所改善，但仍较差。投资活动现金流量净额为-0.21亿元，筹资活动现金流净额为5.17亿元。

总体看，受公司营业收入下降及新能源补贴到位时间拉长影响，公司应收账款大幅增加，导致经营活动获取现金的能力大幅削弱，收入实现质量较差，公司面临较大融资压力。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2017年底公司流动比

率和速动比率同比变化不大，分别为130.28%和125.33%，2018年3月底上述指标分别为129.96%和126.17%；考虑到公司短期债务占比高，货币资金中受限资金规模大，资产流动性较弱，公司短期偿债压力大。

长期偿债能力方面，2017年，公司EBITDA为4.07亿元，EBITDA利息倍数为3.78倍，全部债务/EBITDA为9.22倍，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司为聊城交通汽运集团有限责任公司（以下简称“聊城交运”）担保余额为0.50亿元，为聊城市公共交通集团有限公司担保余额0.18亿元，合计担保0.68亿元。其中公司与聊城交运为互保单位，聊城交运为公司提供担保余额0.50亿元，聊城交运成立于1950年，2003年改制为投资主体多元化的有限责任公司，是交通运输部重点联系企业、聊城市唯一一家大型道路运输企业。主要从事公路客运、房地产开发、货运物流、汽车服务及多种经营等五大业务。担保期内聊城交运信用状况与经营状况良好，截至2017年底，聊城交运资产总额16.32亿元，所有者权益5.25亿元，2017年实现营业收入11.51亿元，利润总额0.37亿元，净利润0.25亿元。

截至2018年3月底，公司（合并口径）获得银行授信共120.75亿元，尚未使用额度75.28亿元，公司间接融资渠道畅通；公司在深圳证券交易所上市，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：3725000000003171），截至2018年6月1日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息中含有2笔垫款记录，系中国建设银行聊城铁路支行会计新旧系统交替，到期保证金未能自动结付所致；存在1笔欠息记录，系中国银行股份有限公司聊城分行到期未自动扣划利息造成欠息记录。企业过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、行业发展状况，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十一、存续期内债券偿还能力

截至目前，公司应付债券余额为3亿元，将于2020年5月24日到期。2017年，公司经营活动现金流入量为39.43亿元，为待偿还债券的13.14倍。2017年公司EBITDA为4.07亿元，为待偿还债券的1.36倍。总体看，公司经营活动现金流入量及EBITDA对待偿还债券的保障能力较强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：倍）

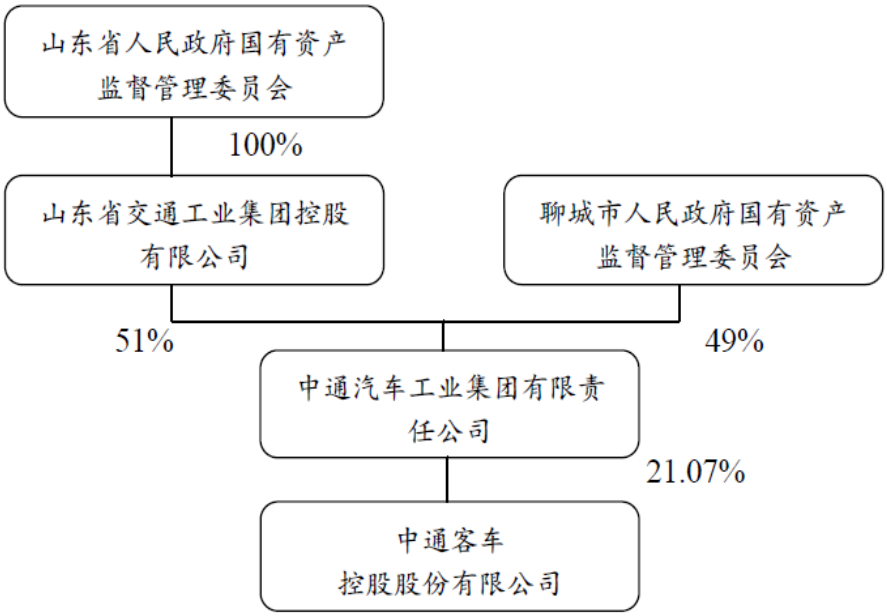
项 目	2016年
经营活动现金流入量/应付债券余额	13.14
EBITDA/应付债券余额	1.36

资料来源：联合资信整理

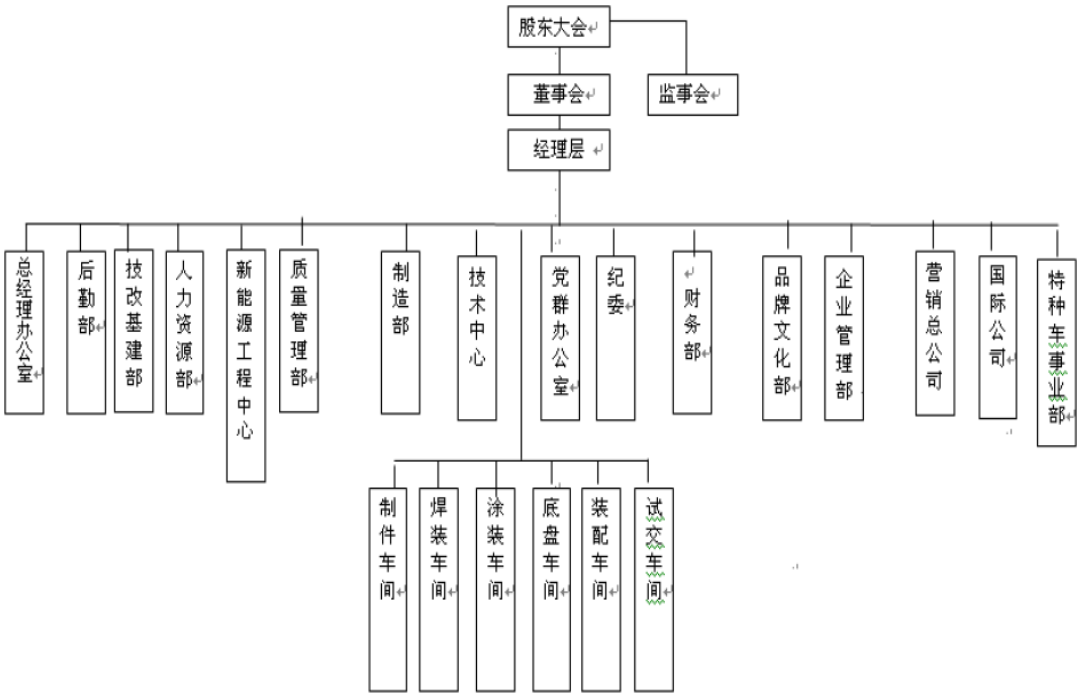
十二、 结论

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，“17中通客车MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.68	11.88	13.74	14.20
资产总额(亿元)	70.59	80.82	124.26	125.38
所有者权益(亿元)	21.43	25.85	27.85	27.89
短期债务(亿元)	17.27	22.78	29.98	34.19
长期债务(亿元)	2.20	0.00	7.50	7.50
全部债务(亿元)	19.47	22.78	37.48	41.69
营业收入(亿元)	71.14	92.57	78.52	8.64
利润总额(亿元)	4.86	6.96	2.28	0.01
EBITDA(亿元)	6.09	8.87	4.07	--
经营性净现金流(亿元)	-6.05	-0.17	-9.47	-6.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.14	2.44	1.36	--
存货周转次数(次)	13.72	24.83	20.19	--
总资产周转次数(次)	1.26	1.22	0.77	--
现金收入比(%)	63.57	90.05	47.71	61.98
营业利润率(%)	19.70	20.72	14.06	12.16
总资本收益率(%)	11.41	14.67	4.57	--
净资产收益率(%)	18.53	22.65	6.86	--
长期债务资本化比率(%)	9.31	--	21.22	21.19
全部债务资本化比率(%)	47.61	46.84	57.37	59.92
资产负债率(%)	69.64	68.01	77.59	77.76
流动比率(%)	126.61	132.12	130.28	129.96
速动比率(%)	119.03	126.75	125.33	126.17
经营现金流动负债比(%)	-13.91	-0.34	-11.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.77	6.92	3.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.20	2.57	9.22	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

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
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

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 4-1　中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：

级别设置	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。