信用等级公告

联合〔2019〕2098 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

二〇一九年七月二十二日

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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债项信用

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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.88	13.74	5.11	3.74
资产总额(亿元)	80.82	124.26	122.47	118.20
所有者权益(亿元)	25.85	27.85	27.11	27.04
短期债务(亿元)	22.78	29.98	38.98	33.93
长期债务(亿元)	0.00	7.50	11.78	11.77
全部债务(亿元)	22.78	37.48	50.76	45.70
营业收入(亿元)	92.57	78.52	60.79	13.31
利润总额(亿元)	6.96	2.28	0.46	0.07
EBITDA(亿元)	8.87	4.07	3.13	--
经营性净现金流(亿元)	-0.17	-9.47	-7.47	2.73
营业利润率(%)	20.72	14.06	15.86	14.92
净资产收益率(%)	22.65	6.86	1.35	--
资产负债率(%)	68.01	77.59	77.86	77.12
全部债务资本化比率(%)	46.84	57.37	65.18	62.82
流动比率(%)	132.12	130.28	137.76	140.12
经营现金流负债比(%)	-0.34	-11.56	-9.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	9.22	16.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.92	3.78	1.63	--

注：1.2019 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

张豪若　王喜梅　姜帆
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、购销网络等方面具备优势。跟踪期内，公司于 2018 年和 2019 年 1-5 月分别收到新能源补贴款 26.32 亿元和 16.63 亿元，缓解了业务拓展过程中存在的营运资金占用压力，2018 年，公司与山东重工财务有限公司（以下简称“重工财司”）签订金融服务协议，为公司长远发展提供资金支持和融资渠道。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，2018 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，公司经营活动现金流持续净流出，债务负担重且短期偿付压力大等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. 2018 年 4 月、2018 年 7 月、2019 年 1 月和 2019 年 5 月，公司收到国家新能源汽车补贴款合计 42.95 亿元，有助于缓解公司资金周转压力。
3. 2018 年 8 月，公司与重工财司签订《金融服务协议》，重工财司为公司及控股子公司提供存款、信贷、结算及其他金融服务等。

重工财司向公司及控股子公司提供的综合授信额度不超过人民币 50.00 亿元，有关利息金额不超过人民币 2.20 亿元，有利于降低公司融资成本和融资风险，为公司长远发展提供资金支持和融资渠道。截至 2019 年 3 月底，公司（合并口径）获得银行授信共 125.01 亿元，尚未使用额度 80.51 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。

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；新能源客车业务受国家及地方政府政策影响大，2018 年，公司客车销售收入下滑明显，且面临新能源客车补贴退坡风险。
2. 新能源补贴资金到位周期长，公司应收账款规模大，对资金占用明显，且除新能源补贴资金外，其余应收账款存在一定回收风险，公司经营性现金流持续净流出。
3. 公司有息债务快速增长，债务负担重且以短期债务为主，考虑到公司现金类资产受限比例高，资产流动性弱，公司短期偿付压力大。
4. 2019 年 4 月，公司发布公告，前期与沃特玛创新联盟企业交易形成的商业承兑汇票，由于出票人到期不能兑付，公司作为票据背书人成为被告之一。根据公告信息，公司涉诉金额合计 3.23 亿元，上述案件判决结果及执行情况存在不确定因素，预计将会对公司未来净利润产生不利影响。联合资信将持续关注上述事项进展。
5. 公司受限资产规模大，截至 2018 年底，公司受限资产合计 25.75 亿元，占资产总额的比重为 21.03%。

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2019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（以下简称“山东交工集团”）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”）持有山东交工集团70.00%的股权，公司最终控制人为山东省国资委。

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）。

公司设有总经理办公室、企业管理部、人力资源部、财务部、法务信用部、品牌文化部、后勤保障部、监察部、质量管理部、供应商管理部、采购部、生产部门、技术部门、营销部门等。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 122.47 亿元，所有者权益 27.11 亿元；2018 年公司实现营业总收入 60.79 亿元，利润总额 0.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 118.20 亿元，所有者权益 27.04 亿元；2019 年 1-3 月公司实现营业收入 13.31 亿元，利润总额 0.07 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及偿还银行借款，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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，

中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

客车主要服务于公共道路的中短途出行需求，可进一步细分为公路客运、公交客运、旅游客运、校车、团体通勤等细分市场。参照行业产品划分标准，客车产品按照长度分为轻型（5 米＜长度≤7 米）、中型（7 米＜长度≤10 米）、大型（10 米＜长度）。

2018 年客车市场表现较差。消费升级影响客运，公路客运持续向下，反映在长途、超长途出行领域，公路客运份额已经很低，私家车网约车倍增，城市公交增速放缓；新能源客车补贴大幅退坡，市场需求削减。在 2017 年补贴下降 40%-70%不等的背景下，2018 年新能源客车补贴再度整体退坡 40%，其中针对插电式混动客车的退坡幅度超过 50%。在 2018 年 2 月 12 日-6 月 11 日的补贴过渡期，可以按照 2017 年标准的 0.7 倍进行补贴，一定程度上激发了部分提前购置需求，在此期间大中客车行业销量保持了同比正增长。但从 2018 年 6 月开始遭遇连续下滑，8 月过后累计销量已进入下降区间，9、10、11、12 月份分别遭遇 12%、18%、12%和 14%的下滑后，累计降幅最终扩大到 8%。根据中国汽车工业协会数据，2018 年，国内客车市场累计销售 48.52 万辆，同比下降 7.98%。分车型看，大型、中型和轻型客车在 2018 年分别累计销售 7.65 万辆、6.72 万辆和 30.65 万辆，分别同比下降 18.64%、6.56%和 2.62%。大型客车累计销量前五的企业依次为宇通客车、比亚迪汽车、大金龙客车、海格客车和金旅客车，占到大型客车 2018 年总销量 67.11%的份额；中型客车销量前五的企业依次为宇通客车、东风集团、一汽丰田、中通客车和海格客车，占到中型客车 2018 年总销量 60.60%的份额；轻型客车累计销量前五的企业，依次为江铃控股、福田汽车、南京依维柯、上汽大通和东风集团，占到轻型客车 2018 年份总销量的 62.51%。

新能源客车方面，2013-2015 年是新能源汽车推广应用阶段，受政策扶持影响，新能源客车在 2015 年出现爆发式增长。2016 年，补贴标准加入能耗量考核值；2017 年，受国家新能源补贴政策退坡影响，客车行业需求出现大幅下滑。2018 年，行业销量持续下滑，过渡期之后的补贴标准较 2017 年最多下降了 40%，并对过渡期之后的新能源客车技术要求进一步提高。据中国客车统计信息网数据显示，2018 年，国内 6 米以上新能源客车累计销售 9.12 万辆，同比下降 2.3%。2018 年，新能源客车销量最高的企业仍然是宇通客车，其累计销售 24621 辆，同比基本持平，比亚迪排名第二，2018 年销售新能源客车 12690 辆，同比基本持平；银隆新能源排行第三，2018 年销售新能源客车 7278 辆，同比增长 9.84%；中通客车排行第四位，2018 年销售新能源客车 6828 辆，同比下降 16.4%；中车电动排名第五，2018 年销售新能源客车 5959 辆，同比下降 5.83%。第六-第十名则分别为厦门金龙、厦门金旅、上海申龙、南京金龙和苏州金龙。

2019 年以来，国内大、中型客车市场同比有所增长，轻客市场的表现仍然不容乐观。2019 年一季度，客车市场累计产销 8.98 万辆和 9.59 万辆，累计分别下降 9%和 1.4%的。分车型看，大型和中型客车在 2019 年一季度累计销售 1.44 万辆和 1.20 万辆，分别同比增长 13%和 7%；轻型客车累计销售 6.96 万辆，同比下降 5%。

行业政策方面，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，2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期。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，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，过渡期后各类车型补贴标准均进行适度退坡，新能源客车技术要求指标进一步提升。

2019 年 3 月 26 日，财政部联合工信部、科技部和发改委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（以下简称“《通知》”）。根据该通知，2019 年新能源车补贴新政将设 3 个月的过渡期，过渡期为 2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日。过渡期期间，符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆，按照《财政部 科技部 工业和信息化部 发展改革委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）对应标准的 0.1 倍补贴，符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆按 2018 年对应标准的 0.6 倍补贴。过渡期期间销售上牌的燃料电池汽车按 2018 年对应标准的 0.8 倍补贴。燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策另行公布。《通知》同时要求取消地补。从 2019 年开始，对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨一部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算。政策发布后销售上牌的有运营里程要求的车辆，从注册登记日起 2 年内运行不满足 2 万公里的不予补助，并在清算时扣回预拨资金。过渡期结束后，也即从 2019 年 6 月 26 日起，新能源汽车财政补贴将进一步大幅退坡。以目前国内主流的非快充类纯电动客车为例，其每度电的补贴标准从 2018 年的 1200 元下降至 2019 年的 500 元，退坡幅度高达 58.33%。10 米以上非快充类纯电动客车的中央财政单车补贴上限只有 9 万元，相比 2018 年下降 50%；6~8 米非快充类纯电动客车的财政单车补贴上限，从 2018 年的 5.5 万元下降至 2019 年的 2.5 万元，退坡幅度为 54.55%。另外，颇受关注的 8~10 米非快充类纯电动客车，财政单车补贴上限的退坡幅度也超过五成，由 12 万元下降至 5.5 万元，同比降幅为 54.17%。在新能源客车技术要求上，2019 年补贴政策也更加严格：非快充类纯电动客车单位载质量能量消耗量（Ekg）不高于 0.19Wh/km·kg，电池系统能量密度不低于 135Wh/kg。不过，2019 年补贴政策取消了新能源客车电池系统总质量占整车整备质量比例（m/m）不高于 20%的门槛要求。

整体看，2018 年以来，客车市场增长驱动力不足，行业竞争更加激烈，部分企业经营面临较大压力；伴随着新能源客车补贴政策的持续退坡，将不断促进产业优胜劣汰，低成本、高技术、智能化将是未来新能源客车发展优势，在后补贴时代，新能源客车产业仍会高速发展，行业头部企业的机遇将大于挑战，强者恒强的局面也将逐渐凸显。

六、基础素质分析

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。

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、插电式混合动力客车和氢燃料客车，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。2018 年，公司国内市场进一步聚焦产品，聚焦大城市、大市场，实现了深圳、北京、河南、四川等市场的较大突破，出口市场进一步聚焦区域市场，在南美、中北非等国家市场占有率领先行业。进入韩国纯电动公交车市场，实现了新能源出口较大突破。2018 年，公司产品荣获北京车展“最佳公路”、“最佳校车”和“最佳公

交车”三项大奖，荣登中国汽车企业创新水平安亭指数排行榜第二名，入围“山东最具价值品牌企业 100 强”。

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 2018 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 630 人。2018 年，公司发生研发支出 2.79 亿元，占当期营业收入的 4.58%。2018 年，公司围绕电动化、智能化、网联化、共享化等技术发展趋势，在氢燃料电池系统、智能驾驶、整车控制器开发、远程监控大数据分析和镁合金车身骨架等方面取得突破，推出了 8 米微循环客运公交车，11 米、12 米旅团客车，完成了 C07 产品、8 米公交、9 米-11 米座位客车等产品的优化完善，进一步提升了公司产品竞争力。

税收优惠方面，2018 年 3 月公司通过高新技术企业重新认定，并取得 GR201737000870 号高新技术企业证书。高新技术企业证书发证日期为 2017 年 12 月 28 日，有效期为三年。根据《企业所得税法》相关规定，公司执行高新技术企业 15%的所得税税率。

七、管理分析

2018 年 11 月，公司董事孔祥云先生因工作调动原因，申请辞去公司第九届董事会董事及董事会下设专门委员会职务。孔祥云先生辞职后将不再担任本公司任何职务。

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、重大事项

1. 实际控制人股权划转

2018 年 8 月 15 日，公司披露《关于实际控制人国有股权无偿划转的提示性公告》（以下简称“公告”），公告称，公司于 2018 年 8 月 14 日接到山东重工集团有限公司（以下简称“山东重工”）通知，根据山东省人民政府常务会议纪要决定，公司实际控制人山东交工集团的全部股权无偿划转给山东重工持有。该事项已经山东省人民政府常务会议决定通过，尚须获得山东省国资委正式批复。

本次国有股权划转实施后公司控股股东仍为中通集团，实际控制人由山东交工集团变更为山东重工，最终控制方仍为山东省国资委。联合资信将持续关注上述事项进展。

基于以上股权变更事项，为加强合作，充分发挥集团资金规模优势，公司与山东重工集团财务有限公司（以下简称“重工财司”）于 2018 年 8 月 29 日签订《金融服务协议》，根据协议内容，重工财司为公司及控股子公司提供存款、信贷、结算及其他金融服务等。公司及控股子公司在重工财司的每日最高存款余额（含利息），自股东大会通过之日（2018 年 9 月 18 日）起至 2019 年 8 月 31 日不高于人民币 15 亿元，2019 年 9 月 1 日至 2020 年 8 月 31 日不高于人民币 20 亿元，2020 年 9 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日不高于人民币 25 亿元，重工财司向公司及控股子公司提供的综合授信额度不超过人民币 50 亿元，有关利息金额不超过人民币 2.2 亿元。协议有效期为三年。截至 2018 年底，公司在重工财司的存款余额为 12.42 万元，重工财司吸收存款的余额为 23.78 亿元，中通客车向重工财司的借款 8.50 亿元。

重工财司为公司办理存款、信贷、结算及其它金融服务，有利于优化公司财务管理、提高资金使用效率、降低融资成本和融资风险，为公司长远发展提供资金支持和融资渠道。

2. 重大诉讼

2019 年 4 月 30 日，公司披露《关于公司及全资子公司重大诉讼事项公告》，公司及全

资子公司聊城中通轻型客车有限公司陆续收到涉及商业承兑汇票的法院《应诉通知书》、《传票》及《民事起诉状》等法律文书，涉诉情况如下：

2017 年 5 月起，公司陆续与沃特玛创新联盟企业——深圳新沃运力汽车有限公司、深圳市民富沃能新能源汽车有限公司、安徽省民富绿能新能源汽车销售有限公司、安徽融智天骏新能源汽车有限公司签订《买卖合同》，沃特玛创新联盟企业向公司采购车辆，部分购车款以商业承兑汇票的形式支付，商业承兑汇票的出票人及付款人是沃特玛创新联盟企业——深圳新沃运力汽车有限公司、深圳市中沃绿源旅游投资发展有限公司。公司收到商业承兑汇票后又背书转让至上游供应商（基本为沃特玛创新联盟企业）。现商业承兑汇票陆续到期，出票人到期不能兑付，各持票人将票据上的当事人起诉，公司作为票据背书人成为被告之一。根据公告信息，公司涉诉金额合计 3.23 亿元。

上述案件法院均已受理，但尚未判决，最终判决结果及执行情况存在不确定因素，预计将会对公司未来净利润产生不利影响。联合资信将持续关注上述事项进展。

九、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、团体和校车等细分市场。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、纯电动客车、氢燃料客车）两大类。受国家新能源补贴政策的持续退坡影响，客车行业市场需求出现大幅下滑，公司经营业绩指标出现不同幅度下降。

2018年，公司实现营业收入60.79亿元，同比下降22.58%，其中客车业务实现收入59.27亿元，其他业务为汽车零部件销售业务，2018年实现收入1.52亿元，占比很小。2018年，公司新能源客车实现收入42.22亿元，同比下降26.10%，占公司营业收入的69.45%，同比减少3.32个百分点；传统客车实现收入17.05亿元，同比下降14.79%，占公司营业收入的28.05%。

从毛利率看，2018年，公司整体毛利率小幅提升至16.33%。跟踪期内，公司加强成本管控，传统客车和新能源客车毛利率小幅提升，分别为13.74%和17.05%，其他业务板块毛利率为25.38%。

2019 年 1-3 月，受国家新能源补贴政策退坡预期影响，短期内市场需求提升，公司新能源客车实现收入 9.37 亿元，同比增长 160.28%，传统客车销量较上年同期有所下降，当期实现收入 3.62 亿元，同比下降 23.31%。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 13.31 亿元，同比增长 54.13%。2019 年 1-3 月，公司整体毛利率为 15.31%，基本保持稳定。

表 2　公司经营收入构成情况（单位：亿元、%）

分产品	营业收入				收入占比				毛利率			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
传统客车	11.44	20.01	17.05	3.62	12.36	25.48	28.05	27.20	12.34	12.00	13.74	10.10
新能源客车	79.59	57.13	42.22	9.37	85.98	72.77	69.45	70.40	22.23	15.30	17.05	16.36
其他业务	1.54	1.38	1.52	0.32	1.66	1.75	2.50	2.40	22.37	17.63	25.38	44.20
合计	**92.57**	**78.52**	**60.79**	**13.31**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**21.01**	**14.50**	**16.33**	**15.31**

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、车桥和底盘；新能源客车生产采购的主要原材料包括电池组、电控和电机，供应商主要集中在国内。

2018年，受客车销量下滑影响，公司上游原材料采购量均下降；采购价格方面，2018年，新能源客车销售大中型客车占比提升且新增氢燃料电池采购，电池价格偏高，当期采购电机、电池均价同比上升。

表 3 2016-2019 年 3 月主要原材料采购情况

（单位：件、万元/件）

原材料		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
电机	采购量	12007	15551	7833	1685
	均价	2.66	1.97	2.26	2.53
车桥	采购量	6061	13043	9835	1901
	均价	1.03	1.18	1.02	0.79
变速箱	采购量	2130	2893	2375	618
	均价	0.54	0.86	0.71	0.95
轮胎	采购量	39651	72822	56319	14328
	均价	0.08	0.11	0.11	0.11
发动机	采购量	5138	4686	3149	733
	均价	5.30	5.51	5.78	6.44
电池	采购量	12176	14692	8390	1708
	均价	29.92	14.98	23.67	22.08

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。对于传统客车主要部件发动机及新能源客车主要部件电池、电机一般是自发票挂账之日起满两个月支付。2018年，公司上游采购前五名供应商采购额占比33.47%，主要为电池、电机采购款。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 2018 年公司国内前五名供应商情况

（单位：万元、%）

客户名称	采购额	占比	采购产品
宁德时代新能源科技股份有限公司	80783.03	16.28	电池
山东通洋氢能动力科技有限公司	43425.66	8.75	电机及氢燃料电池系统
潍柴动力股份有限公司	17373.59	3.50	发动机
合肥国轩高科动力能源有限公司	13115.70	2.64	电池
安徽江淮汽车集团股份有限公司	11413.12	2.30	底盘
合计	**166111.11**	**33.47**	--

资料来源：公司提供

3. 生产及销售

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 2016-2019 年 3 月底公司客车产销量情况（单位：辆）

主要产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	**4228**	**4194**	--	**6999**	**6511**	--	**5475**	**5796**	--	**1095**	**1216**	--
新能源客车	**14014**	**14014**	--	**14688**	**14688**	--	**7416**	**7287**	--	**1654**	**1640**	--
其中混合动力客车	3125	3125	--	1174	1174	--	265	261	--	1	--	--
纯电动客车	10889	10889	--	13514	13514	--	6405	6281	--	1552	1580	--
氢燃料客车	--	--	--	--	--	--	746	745	--	101	60	--
合计	**18242**	**18208**	**30000**	**21687**	**21199**	**30000**	**12891**	**13083**	**30000**	**2749**	**2856**	**30000**

注：2019 年一季度产能数据为年化产能

资料来源：公司提供

公司客车产能为30000辆。2018年，公司客车产量为12891辆，同比下降40.56%；其中

传统客车产量5475辆，同比下降21.77%，新能源客车产量7416辆，同比下降49.51%，当期产能利用率为42.97%，处于较低水平。

销售方面，2018年，公司客车销量为13083辆，同比下降38.28%，传统客车和新能源客车销量分别同比下降10.98%和50.39%。2019年1-3月，公司新能源客车产销量分别同比增长146.87%和150.00%，传统客车产销量均有下滑。

产品售价方面，2018年，公司传统客车销售均价基本持平，为29.67万元/辆，销售以6/10米车为主。新能源客车方面，2018年，受价格较低的物流车（3.9/4.5米）销量同比下降影响，纯电动客车销售均价同比增长45.97%至54.11万元/辆，混合动力客车大中型车销量占比提升，销售均价同比增长19.20%至71.33万元/辆，2018年公司新增销售氢燃料客车，以物流车为主，均价为72.99万元/辆；2019年1-3月，传统客车销售均价保持稳定，氢燃料客车销售主要为公交车，均价提升至157.69万元/辆。

表 6　2016-2019 年 3 月客车销售均价情况

（单位：万元/辆）

主要产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
传统客车	27.28	30.73	29.67	29.78
新能源客车				
混合动力客车	63.41	59.84	71.33	--
纯电动客车	55.49	37.07	54.11	53.38
氢燃料客车	--	--	72.99	157.69

资料来源：公司提供

下游销售方面，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客车销售公司，销售网络较完善。2018年，公司前五大客户销售额占比18.92%，集中度一般。

表 7　2018 年公司前五名客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占比	销售产品
深圳宏旭新能源汽车运输运营有限公司	58448.28	9.62	客车
沙特-ABUSARHAD FOR PIL TRANAPORT	21206.16	3.49	客车
广州孚腾汽车有限公司	11898.98	1.96	客车
珠海光荣出行科技有限公司	11896.55	1.96	客车
南通市公共交通总公司	11497.48	1.89	客车
合计	**114947.45**	**18.92**	--

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。公司拥有客车自营出口权，国外销售涉及中东、非洲、拉美和东南亚等地区，2018年国外销售收入8.32亿元，同比增长20.30%，占营业收入的13.69%，以传统客车为主。经过多年发展，公司建立了较为完善的营销和服务网络，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；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，跟踪期内，公司分别于 2018 年 4 月、2018 年 7 月、2019 年 1 月和 2019 年 5 月，收到新能源补贴资金合计 42.95 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司应收账款中仍有 43.05 亿元应收国家新能源补贴款。

表 8　公司收到国家新能源汽车推广补贴情况

（单位：万元）

时间	金额
2015 年 8 月	77555
2015 年 9 月	25640
2015年10月	16729
2016年12月	203611
2017年7月	71557
2018年4月	230365
2018年7月	32862
2019年1月	97950
2019年5月	68343
合计	**824612**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，伴随着新能源补贴持续退坡及相关政策的调整，客车行业市场需求大幅下滑，补贴款到账时间拉长，公司客车产销规模出现不同程度下滑，导致全年营业收入同比下降，短期内，公司经营业绩面临较大压力；2018 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。

2. 经营效率

2018 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，2018 年分别为 0.83 次、11.07 次和 0.49 次。公司整体经营效率较低。

3. 未来发展

公司未来 3 年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。

十、 财务分析

公司提供的 2018 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；2019 年一季度财务数据未经审计。从合并范围看，2018 年公司新设立 2 家全资销售子公司，2019 年一季度财务报表合并范围较 2018 年底无变化。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 2018 年底，公司（合并）资产总额 122.47 亿元，所有者权益 27.11 亿元；2018 年公司实现营业总收入 60.79 亿元，利润总额 0.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 118.20 亿元，所有者权益 27.04 亿元；2019 年 1-3 月公司实现营业收入 13.31 亿元，利润总额 0.07 亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额为122.47亿元，同比下降1.44%。从构成看，流动资产和非流动资产分别占86.07%和13.93%，仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 105.42 亿元，同比下降 1.22%，系其他流动资产下降所致。从构成看，以货币资金（占 18.04%）、应收账款（占 67.64%）、其他流动资产（占 8.46%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 19.02 亿元，同比增长 17.01%。从构成看，包括银行存款 7.24 亿元，其他货币资金 11.77 亿元；使用受限的货币资金为 13.91 亿元，占比高，主要为银行承兑汇票、按揭贷款、信用证等保证金和因诉讼事项冻结款项（0.66 亿元）。

截至 2018 年底，公司应收票据减少为 0.00 元（2017 年底为 9.28 亿元），系公司 2017 年销售物流车收取的商业承兑汇票进行贴现或背书转让以及因出票人未履约将其转为应收账款所致（其中转应收账款金额 1.92 亿元）。

截至 2018 年底，公司应收账款为 71.31 亿元，同比增长 8.39%。公司应收账款主要由应收新能源客车国家补贴款构成（49.98 亿元，占 70.09%）。其中，单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款账面余额为 53.14 亿元，计提坏账准备 1.16 亿元，新能源客车国家补贴款均未计提坏账准备；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 20.80 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 69.14%，综合账龄较短。截至 2018 年底，公司综合计提坏账准备 3.02 亿元，计提比例为 4.07%。公司应收账款除新能源补贴款外，其余款项存在一定回收风险。

表 9 截至 2018 年底公司应收账款前五大欠款方明细

（单位：万元）

单位名称	期末余额	账龄	坏账准备
新能源客车国家补贴款	499823.75	1-3年	--
深圳新沃运力汽车有限公司	10600.00	1 年内	1640.00
宿州市公共交通有限公司	10458.00	1 年内	522.90
沙特-SATER ABDUL AZIZ AL RAKAN	10294.80	4-5 年	6176.88
青岛公交集团有限责任公司	18584.35	其中 54.5 万为 4-5 年，其余为 1-2 年	1880.23
合计	**549760.9**	**--**	**10220.01**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司存货为 5.13 亿元，包括库存商品 2.00 亿元、原材料 1.53 亿元和在产品 1.60 亿元。2018 年底计提跌价准备 0.24 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 8.92 亿元，同比下降 14.01%，主要由待抵扣进项税和其他预交税费构成。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 17.06 亿元，同比下降 2.78%，结构上以固定资产（占 66.80%）和无形资产（占 21.16%）为主。

截至 2018 年底，公司固定资产为 11.39 亿元，主要以房屋建筑物（占 73.00%）和专用设备（占 17.04%）为主。截至 2018 年底，公司累计计提折旧 3.45 亿元、计提减值准备 29.05 万元。

截至 2018 年底，公司无形资产为 3.61 亿元，主要是土地使用权 3.53 亿元，累计摊销 0.86 亿元，无减值准备。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产 1.70 亿元，其中资产减值准备 0.51 亿元，预计负债 0.87 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 118.20 亿元，较 2018 年底下降 3.49%，流动资产占 85.69%，非流动资产占 14.31%。其中应收账款为 66.74 亿元，较 2018 年底下降 6.41%，系公司于 2019 年 1 月收到新能源客车补贴款 9.80 亿元所致。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值 25.75 亿元，占总资产的 21.03%，其中货币资金 13.91 亿元，固定资产 2.31 亿元，应收账款 9.53 亿元。公司受限资产规模较大。

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，仍以流动资产为主，流动资产中货币资金受限比例较高，应收账款规模大（主要为新能源客车国家补贴款），对营运资金占用明显，影响公司资金周转效率，资产流动性弱，资产质量较差。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

跟踪期内，公司负债规模基本保持平稳，截至 2018 年底，公司负债总额为 95.36 亿元，同比下降 1.09%，仍以流动负债为主（占 80.24%）。

截至2018年底，公司流动负债为76.52亿元，同比下降6.59%，系应付账款和其他流动负债下降所致；从构成看，主要以短期借款（占 18.72%）、应付票据（占26.40%）和应付账款（占39.83%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 14.32 亿元，同比增长 33.74%，其中质押借款 0.81 亿元，抵押借款 1.80 亿元，信用借款 11.72 亿元。

截至 2018 年底，公司应付票据为 20.20 亿元，同比增长 9.27%，全部为银行承兑汇票，应付账款同比下降 22.38%至 30.48 亿元。公司应付账款及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及应付票据。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 3.72 亿元（2017 年底为 1.93 亿元），主要为单位往来款（3.33 亿元）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 4.26 亿元，全部为一年内到期的长期借款。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 0.12 亿元，同比下降 98.38%，系应收商业承兑汇票终止确认所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 18.84 亿元，同比增长 29.95%，系长期借款增加所致。从构成看，主要包括长期借款（占 46.61%）、应付债券（占 15.92%）、预计负债（占 27.05%）和递延收益（占 10.36%）。

截至 2018 年底，公司长期借款为 8.78 亿元，同比增长 95.15%；包括质押借款 8.45 亿元，信用借款 0.33 亿元，其中质押借款主要为公司以质押应收账款向重工财司的融资借款；公司应付债券为 3.00 亿元，系 2017 年 5 月发行的“17 中通 MTN001”。公司预计负债为 5.10 亿元，同比变动不大，主要为产品质量保证金；公司递延收益为 1.95 亿元，同比变化不大，全部来自政府补助。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 91.15 亿元，较 2018 年底下降 4.41%，仍以流动负债为主（占 79.29%），其中短期借款较 2018 年底下降 26.50%至 10.53 亿元。

随着借款规模的增加，公司有息债务规模不断增长，截至 2018 年底，公司全部债务为 50.76 亿元，同比增长 35.42%，其中短期债务 38.98 亿元，长期债务 11.78 亿元。从债务指标看，截至 2018 年底，公司资产负债率为 77.86%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 65.18%和 30.29%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 45.70 亿元，同比有所下降，系短期借款减少所致；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 77.12%、62.82%和 30.32%。公司债务负担重，短期偿债压力大。

受新能源客车国家补贴到位时间延长影响，公司日常运营资金依赖外部融资，融资借款不断增加，公司已累积较高规模有息债务，且以短期债务为主，整体债务负担重，考虑到公司受限资金规模大，短期偿债压力大。

（2）所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为27.11亿元，同比小幅下降，主要系未分配利润下降影响。公司所有者权益主要以实收资本（占21.87%）、资本公积（占17.61%）和未分配利润（占50.85%）为主。截至2019年3月底，公司所有者权益合计27.04亿元，较2018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

随着新能源客车补贴政策不断退坡，行业需求不足，2018年，公司新能源客车收入持续下滑，导致营业收入同比下降22.58%至60.79亿元。同期，营业成本为50.86亿元，同比下降24.24%。2018年，公司营业利润率为15.86%，同比上升1.80个百分点。

2018年，公司期间费用为8.57亿元，同比增长2.28%，系管理费用（包含研发费用）及财务费用增加所致。其中，销售费用为3.59亿元，主要为售后服务费、职工薪酬构成，同比有所下降；管理费用（包含研发费用）为3.42亿元，同比有所增长，系研发费用同比增加36.10%；财务费用为1.57亿元，同比增长24.92%，系融资规模增加导致利息费用增加。2018年，公司期间费用率为14.10%，同比上升3.42个百分点。公司期间费用对公司利润侵蚀较大。

2018年，公司资产减值损失0.53亿元，公允价值变动收益为-0.19亿元，投资收益为-0.27亿元，资产处置收益为0.01亿元，其他收益为0.36亿元，营业外收入为0.22亿元。2018年，公司利润总额为0.46亿元，同比下降79.75%。

从盈利指标看，受当期利润下降、债务规

模增长影响，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.93%和1.35%，较2017年均下滑。

2019年1-3月，公司实现营业收入13.31亿元，同比增长54.13%，营业成本为11.28亿元，同比增长50.04%，营业利润率为14.92%。公司利润总额为0.07亿元（去年同期为0.01亿元）。

跟踪期内，国家新能源客车补贴政策持续退坡，国内客车行业竞争激烈，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，公司经营活动现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2018年为49.38亿元，同比增长25.24%；经营活动现金流出量为56.85亿元，同比增长16.27%。公司支付其他与经营活动有关的现金为7.43亿元，主要为票据保证金、研发费、运费及出口费用和单位往来款等。2018年，公司经营活动现金流量净额为-7.47亿元。收入实现质量方面，现金收入比为73.06%，较上年增加25.35个百分点，公司收入实现质量有所好转，但仍处于较低水平。

公司投资活动现金流规模较小，2018年，公司投资活动现金流入量为0.74亿元，投资活动现金流出量为0.77亿元，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.04亿元。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，2018年为27.13亿元。同期，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2018年为18.98亿元。2018年，公司筹资活动现金流量净额为8.15亿元。

2019年1-3月，得益于新能源客车国家补贴款部分到账，公司经营活动现金净流入2.73亿元，现金收入比为130.74%，收入实现质量大幅提升；投资活动现金流量净额为-0.07亿元，筹资活动现金流净额为-4.08亿元。

总体看，公司销售新能源客车累积较大规模的应收补贴款，且补贴款到位时间较长，公司收入实现质量处于较低水平，经营性现金流呈净流出，公司日常运营资金主要来自外部融资，资金周转压力大。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2018年底，公司流动比率和速动比率均有所提升，分别为137.76%和131.06%，2019年3月底上述指标分别为140.12%和133.04%；考虑到公司短期债务占比高，货币资金受限规模大，资产流动性弱，公司短期偿债压力大。

长期偿债能力方面，2018年，公司EBITDA为3.13亿元，EBITDA利息倍数为1.63倍，全部债务/EBITDA为16.23倍，公司长期偿债能力尚可。

截至2019年3月底，公司对聊城交通汽运集团有限责任公司担保余额为0.30亿元，对聊城市公共交通集团有限公司担保余额为0.14亿元，合计担保0.44亿元（截至2019年6月底，以上担保均已到期）。

截至2019年3月底，公司（合并口径）获得银行授信共125.01亿元（其中重工财司授信20.00亿元），尚未使用额度80.51亿元，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2019 年 7 月 9 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息包括 1 笔欠息记录，2 笔垫款记录，1 笔关注类贷款。

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。

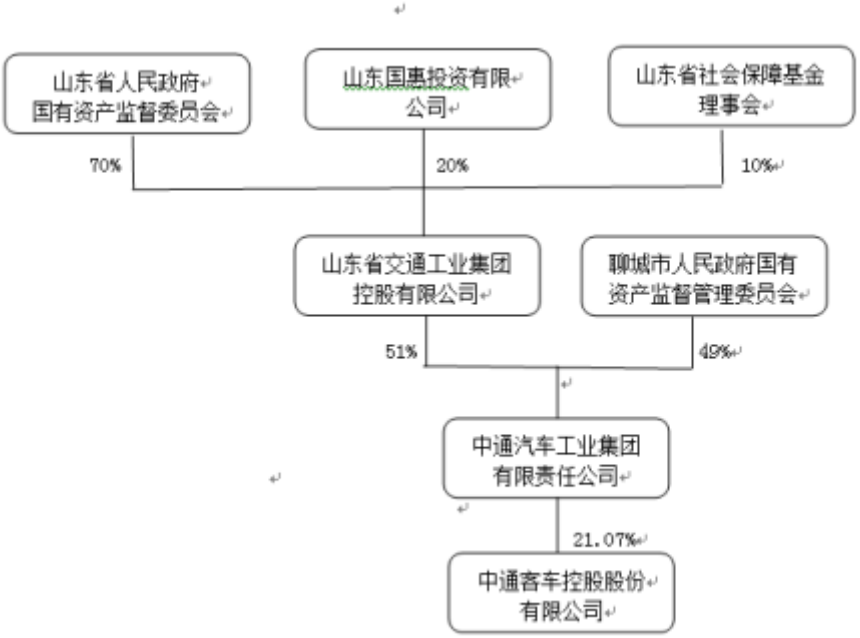
十一、存续期内债券偿还能力

公司存续债券为“17 中通客车 MTN001”（3 亿元），于 2020 年 5 月到期。截至 2018 年底，公司剔除受限后货币资金为 5.11 亿元，为“17 中通客车 MTN001”债券余额的 1.70 倍，公司 EBITDA 为“17 中通客车 MTN001”的 1.04 倍，公司货币资金和 EBITDA 对“17 中通客车 MTN001”具备一定保障能力。

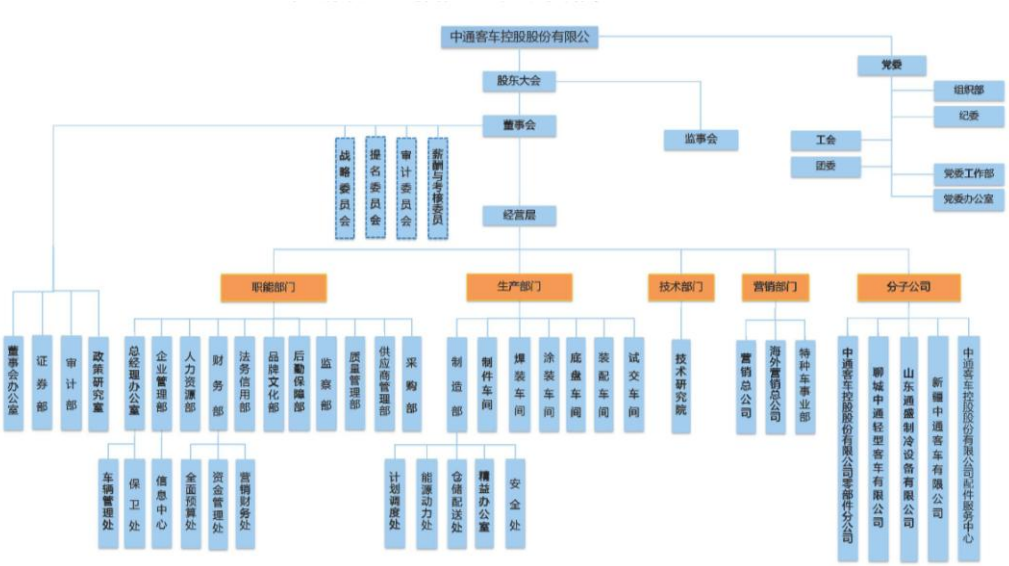
十二、结论

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。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.88	13.74	5.11	3.74
资产总额(亿元)	80.82	124.26	122.47	118.20
所有者权益(亿元)	25.85	27.85	27.11	27.04
短期债务(亿元)	22.78	29.98	38.98	33.93
长期债务(亿元)	0.00	7.50	11.78	11.77
全部债务(亿元)	22.78	37.48	50.76	45.70
营业收入(亿元)	92.57	78.52	60.79	13.31
利润总额(亿元)	6.96	2.28	0.46	0.07
EBITDA(亿元)	8.87	4.07	3.13	--
经营性净现金流(亿元)	-0.17	-9.47	-7.47	2.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.44	1.36	0.83	--
存货周转次数(次)	24.83	20.19	11.07	--
总资产周转次数(次)	1.22	0.77	0.49	--
现金收入比(%)	90.05	47.71	73.06	130.74
营业利润率(%)	20.72	14.06	15.86	14.92
总资本收益率(%)	14.67	4.57	2.93	--
净资产收益率(%)	22.65	6.86	1.35	--
长期债务资本化比率(%)	--	21.22	30.29	30.32
全部债务资本化比率(%)	46.84	57.37	65.18	62.82
资产负债率(%)	68.01	77.59	77.86	77.12
流动比率(%)	132.12	130.28	137.76	140.12
速动比率(%)	126.75	125.33	131.06	133.04
经营现金流动负债比(%)	-0.34	-11.56	-9.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.92	3.78	1.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	9.22	16.23	--

注：1.2019 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　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。

附件 4-3　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