

跟踪评级公告

联合[2015] 251 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆小康工业集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“14渝小康CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

重庆小康工业集团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

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 渝小康 CP001	2 亿元	2014/9/4~ 2015/9/4	A-1	A-1

评级时间: 2015 年 3 月 3 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	37.08	38.08	40.83	38.50
资产总额(亿元)	87.85	93.67	97.10	95.53
所有者权益(亿元)	18.69	21.21	24.62	25.32
短期债务(亿元)	33.94	38.96	42.28	48.87
全部债务(亿元)	38.35	44.05	43.23	48.87
营业收入(亿元)	97.30	79.02	83.24	59.50
利润总额(亿元)	7.18	4.56	5.20	2.03
EBITDA(亿元)	9.42	7.88	9.78	--
经营性净现金流(亿元)	4.42	4.98	1.06	2.61
营业利润率(%)	19.26	19.47	19.57	16.86
净资产收益率(%)	31.31	17.56	17.23	--
资产负债率(%)	78.72	77.35	74.65	73.50
全部债务资本化比率(%)	67.23	67.50	63.71	65.87
流动比率(%)	81.43	76.35	74.82	72.88
全部债务/EBITDA(倍)	4.07	5.59	4.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.15	6.75	9.12	--
经营现金流动负债比率(%)	6.96	7.71	1.58	--

注: 1. 2014 年三季度财务数据未经审计;

2. 全部债务包括了计入“其他流动负债”中的短期融资券。

分析师

董 征 于浩洋
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
人保财险大厦 17 层

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 重庆小康工业集团股份有限公司(以下简称“公司”)作为行业领先的微型汽车生产制造商之一, 在生产规模、技术能力、品牌影响力及营销渠道等方面具备综合优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 行业竞争激烈、公司债务负担较重等因素对其经营发展的不利影响。

随着公司零部件生产线的投产, 产品结构的优化以及行业调整期的完成, 公司有望迎来新的增长契机。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 渝小康 CP001”信用等级为 A-1。

优势

1. 公司微车产销规模位居中国第三位, 是重要的微车制造商, 行业竞争地位突出。
2. 重庆地区已形成完备的汽车产业集群, 汽车配套产业发达, 为公司整车业务提供了良好的供应链保障。
3. 公司与东风汽车公司合资成立东风小康汽车有限公司, 东风汽车公司对东风小康产品在品牌等方面的支持较大。
4. 跟踪期内, 公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 中国微车行业竞争激烈, 行业进入调整期, 随着新型微车在整体微车市场中的份额逐步扩大, 传统微车销售空间受到挤压。
2. 跟踪期内, 公司短期债务以应付票据为主, 债务负担较重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆小康工业集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆小康工业集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因重庆小康工业集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆小康工业集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于重庆小康工业集团股份有限公司主体长期信用及“14 渝小康 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

重庆小康工业集团股份有限公司(以下简称“公司”)前身可追溯到 1986 年。自成立以来,公司完成多次股本变更事宜。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,公司注册资本变更为 5.26 亿元,各股东的持股比例不变,公司更名为“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)为新股东,收到华融渝富基业(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)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,公司注册资本变更为 7.50 亿元。

截至 2014 年 9 月底,注册资本为人民币 7.50 亿元,股东包括重庆小康控股有限公司(持股比例 74.50%),重庆渝安汽车工业有限公司(持股比例 9.94%),华融渝富基业(天津)股权投资合伙企业(持股比例 5.00%),颜敏(持股比例 3.73%),谢纯志(持股比例 1.86%),陈光群(持股比例 1.86%),张兴涛(持股比例 1.86%),张容(持股比例 1.24%)。公司控股股东为重庆小康控股有限公司(张兴海持有小康控股 50%的股权,根据小康控股章程第 30 条的规定,可以认定张兴海与小康控股为控制与被控制关系),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。目前生产、销售的主要产品为微型汽车,包括微型客车和

微型货车(含微卡)。目前,微车发动机及零部件优先供东风小康汽车有限公司配套使用。

截至2014年9月底,公司拥有28家子公司,其中重庆渝安淮海动力有限公司、重庆小康动力有限公司及其子公司主营汽车发动机业务;重庆小康汽车部品有限公司及其下属子公司从事汽车零部件业务;与东风汽车集团股份有限公司(以下简称“东风汽车公司”)合资的东风小康汽车有限公司(以下简称“东风小康”)及其子公司负责整车业务,重庆小康进出口有限公司为整车出口平台,重庆小康汽车销售服务有限公司及其子公司为微车经销商。

公司总部设投资规划部、财务中心、内控审计部、人力资源中心、集团办公室、法规部、管理部、信息技术部、党工部等职能部门。

截至2013年底,公司(合并)资产总额97.10亿元,所有者权益合计24.62亿元。2013年,公司实现营业收入83.24亿元,利润总额5.20亿元。

截至2014年9月底,公司(合并)资产总额95.53亿元,所有者权益合计25.32亿元。2014年1~9月,公司实现营业收入59.50亿元,利润总额2.03亿元。

公司注册地址:重庆沙坪坝区金桥路 61-1 号;法定代表人:张兴海。

三、宏观经济和政策环境

2014 年前三季度,中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元,按可比价格计算,同比增长 7.4%。分季度看,一季度同比增长 7.4%,二季度增长 7.5%,三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓,但结构调整稳步推进,主要表现为:①产业结构更趋优化:第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%,比上年同期提高 1.2 个百分点,高于第二产业 2.5 个百分点;②需求结构继续改善:最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%,比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M2）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M1）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M0）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大

战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

行业发展概况

2013 年，中国汽车市场汽车产销分别完成 2211.68 万辆和 2198.41 万辆，同比分别增长 14.76%和 13.87%。其中，乘用车产销分别为 1808.52 万辆和 1792.89 万辆，同比增长 16.5%和 15.71%；全年商用车产销量分别为 403.16 万辆和 405.52 万辆，分别同比增长 7.60%和 6.40%。

从市场竞争主体看，中国汽车生产企业形成了上汽、一汽、东风、长安、北汽、广汽等大型集团为龙头的竞争格局。从产销规模上看，前 5 位企业销量均超过 200 万辆。

表 1 2013 年中国汽车销量前十名的企业集团

排名	企业名称	销量（万辆）
1	上汽	507.33
2	东风	353.49
3	一汽	290.84
4	长安	220.33
5	北汽	211.11
6	广汽	100.42
7	华晨	77.74
8	长城	75.42
9	吉利	54.94
10	江淮	51.43
合计	1943.05	

资料来源：中国汽车工业协会

乘用车成为汽车销量增长的主要动力

2013 年乘用车增长主要由轿车和运动型多用途乘用车（SUV）拉动，其中轿车销量完成 1200.97 万辆，比上年增长 11.8%，对乘用车增长贡献度为 47.2%；SUV 销量完成 298.88 万辆，比上年增长 49.4%，对乘用车增长贡献度为 36.9%。多功能乘用车（MPV）增长较快，交叉型乘用车产销量均低于上年。

在汽车产业调整与振兴规划指导下，近年来中国汽车企业兼并重组稳步推进，市场集中度进一步提高。从市场占有率看，2013 年排名前十位的乘用车生产企业依次是：上海通用、上海大众、一汽大众、上汽通用五菱、北京现代、东风日产、重庆长安、长安福特、长城和一汽丰田，上述十家企业共销售 1065.01 万辆，占国内轿车总销量的 59.40%。

微车行业

微车，又名微型车，一般指是 A 型车中的 A00 级车，这种车轴距一般在 2 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 1.6L，包括小型轿车、小型面包车、小型卡车等。这类车油耗低，停放更加便捷，适合家庭使用。在中国，长安汽车、哈飞汽车、昌河汽车、东风小康、上汽通用五菱都是市场占有率较大的传统微车企业，一汽、奇瑞、比亚迪、长城等企业也有微车产品。新型微车典型特征是油耗更低、功率扭矩更大、排放更低、驾乘更安全更舒适。

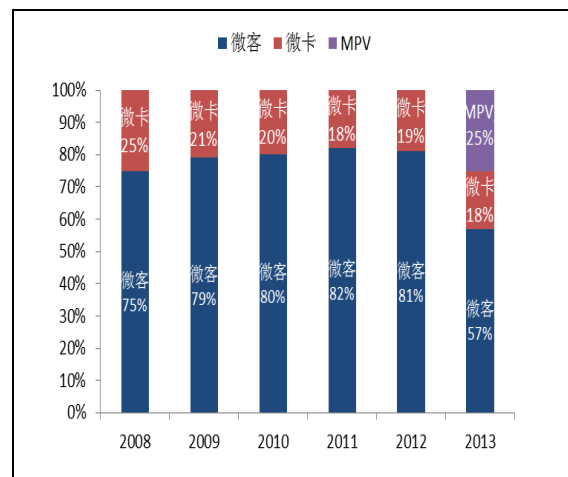
2000-2008 年微车行业保持了稳定、持续的增长，销量年均增长率为 12%。2009 年、2010 年，受益于“汽车下乡”、“以旧换新”、“购置税减征”等汽车消费刺激政策，同时由于金融危机后大量失业农民返乡购车创业，微车行业呈井喷式增长。从微车、轿车及整体汽车市场的月度数据来看，国家在 2009 年和 2010 年推行的微车扶持政策使得微车市场消费潜力提前释放。其中 2009 年，微客增长率为 83.18%，微型卡车增长率 42.81%；2010 年微客增长率为 27.89%，微型卡车增长率 18.38%。2011 年国内汽车行业整体需求增速的下降，主要是前两年政策刺激过度透支了微车消费，同时宏观经济下行、部分城市限购及日本地震等各种国内外综合因素也是造成这一现象的重要原因。2011 年，微车行业也开始步入缓冲调整期，微客产销大幅下滑，分别为 223.90 万辆和 225.83 万辆，同比下降 11.58% 和 9.38%。2012 年，中国微车市场延续了 2011

年的整体疲软。据中汽协数据显示，2012 年微车产量略高于 2011 年，销量 225.67 万辆，下降 0.07%。

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，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。这一统计口径的重大调整，造成交叉型乘用车和 MPV 板块 2013 年数据较往年不具有可比性。根据盖世汽车研究院的统计分析，2013 年微客市场销量下滑的很大部分原因是五菱宏光等新型微车被纳入 MPV 范畴统计，导致该市场容量缩小。但如果保持往年的统计口径不变，微客（即交叉型乘用车）市场 2013 年销量实际仍保持微增长。作为传统微车之一的微型卡车在 2013 年总计销售 527019 辆，同比略微下滑 1.35%。

从微车的销量结构看，大部分年份微客（交叉型乘用车）占微车总销量的 80% 左右，微卡占 20% 左右。2007 年、2008 年间，由于经济的高速发展，货运量增加带动微卡的旺销，微卡占当年度销售比例达到 25%。但进入 2009 年之后，微客所占的销售份额跃升至 79%，近年均稳定在 80% 以上。可见在微车这一细分市场中，微客占据了主流地位。从统计口径调整后 2013 年 MPV 板块同比上升以及交叉型乘用车板块下滑的反差不难看出，紧凑型 MPV 的热销推动微车市场转型升级。

图 1 2008 年—2013 年微车销售结构



资料来源：中国汽车工业协会

2013年,随着紧凑型MPV(新型微车)产品的热销,微车生产企业加速转型,主要微车生产企业生产紧凑型MPV产品占比达到了25%左右,与传统微客合计占比80%以上。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产品占比将持续上升,微车生产企业产品的附加值和利润率也将随之提高。

2. 行业关注

微车行业竞争加剧

根据中国汽车工业协会的统计数据,近年来微车国内市场销售集中度较高,呈现“三足鼎立”之势。但在五菱、长安和东风小康三强中,又以五菱的领先优势较为明显。2011-2013年五菱的市场份额均超过了40%。长安汽车作为拥有国内微车市场第二大份额的生产厂商,近几年一直保持较为稳定的市场销售比重,约占市场份额的20%左右。东风小康自2010年销量首次超过哈飞汽车以来,2011年、2012年仍保持了10%以上的份额,稳居行业前三位。

2013年起,紧凑型MPV领域开始成为众多传统微车生产企业竞逐的目标市场。根据中国汽车工业协会发布的《2013年乘用车分车型品牌销量排行榜》,上汽通用五菱旗下的五菱宏光以53.01万辆的销量排名第一,长安欧诺以12.8万辆的销量在传统微车生产企业中排名第二。东风小康风光于2013年9月正式上市,2013年全年完成销量3.17万台。除此之外,北汽威旺小型MPV销量全年累计0.8万台。

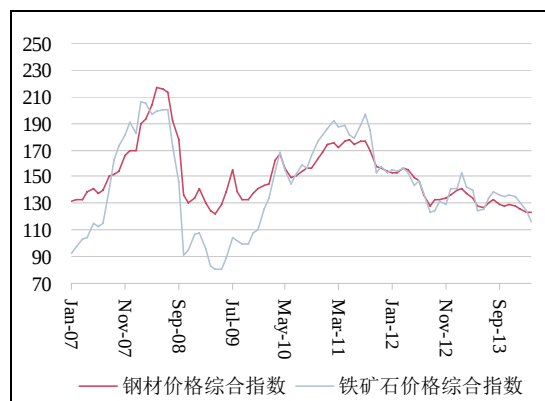
根据市场数据统计,2011年之前,哈飞一度稳居海外出口市场首位,但随着东风小康海外市场的加速拓展,2012年起,东风小康海外市场占比开始处于领先地位。吉奥汽车在连续3年保持稳步增长之后,于2012年成功超越哈飞,在微车海外市场中位居第二。2013年五菱反超吉奥,成为行业第二。随着力帆、一汽、奇瑞等汽车品牌陆续开始进军海外微车市场,预示着未来海外市场的竞争将日趋激烈。

钢材价格波动

钢材是汽车制造的主要原材料,汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动容易对汽车企业的盈利造成影响。

2011年下半年以来,欧债危机进一步加深,紧缩政策影响逐步体现,主要用钢行业增速出现放缓,钢材总体需求呈回落趋势,钢价出现较大幅度下降。2012年3月,钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进,中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初,钢材价格基本维持了反弹上涨态势,但2013年3月份起,钢铁行业景气度再度转弱,钢材价格出现波动下调,于2013年7~9月小幅冲高后,持续下行。2014年1季度,钢材价格延续了震荡走低的态势,3月均价已接近2007年以来的历史低位。总体看,2013年钢铁行业产能过剩现象加剧,行业竞争更为激烈,钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

图2 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数



资料来源: www.mysteel.com

燃油价格波动

燃油价格上涨将提高用车成本,直接影响乘用车消费和需求结构;同时上游的塑料、玻璃、橡胶、有色金属等原材料价格也随着原油成本增加而上涨,间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。中国经济的快速发展对原油需求量保持高速增长,中国原油对外依存度

进一步提高，国际油价高位运行使得近年来国内成品油价格一路攀升。中长期看，由于国际原油产量增长有限，作为稀缺性资源价格仍趋于上涨。

从成品油价格来看，中国政府自 2009 年决定实行国内成品油价格与国际原油价格间接接轨的定价机制，近年来国家发改委对成品油价格进行不断调整，2009 年五升四降九次调整、2010 年三升一降四次调整、2011 年一升一降两次调整，2012 年，四升三降七次调整。从油价对汽车需求的影响来看，突破一定区域的高油价将导致消费理念的转变，潜在消费者可能放弃购买或由小排量轿车替代中大排量，这在一定程度上将抑制汽车消费。

2013 年 3 月 26 日，国家发改委发布通知，完善成品油价格形成机制，一是将成品油调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日；二是取消挂靠国际市场油种平均价格波动 4% 的调价幅度限制；三是适当调整国内成品油价格挂靠的国际市场原油品种。新的成品油定价机制与国际油价的联动性更强，市场化程度更高，成品油调价或将成为一种常态。从油价对汽车需求的影响来看，突破一定区域的高油价将导致消费理念的转变，潜在消费者可能放弃购买或由小排量轿车替代中大排量轿车。

3. 行业政策

汽车产业振兴规划

2012 年 5 月，国务院常务会议日前通过《国家基本公共服务体系“十二五”规划》，决定安排财政补贴 60 亿元支持推广 1.6 升及以下排量节能汽车。2012 年 6 月，财政部、商务部联合发布《老旧汽车报废更新补贴资金管理暂行办法》公告，明确了 2012 年老旧汽车报废更新补贴车辆范围及补贴标准：以商用车为主，每辆补贴标准为 1.1~1.8 万元。上述补贴政策推出，在一定程度上促进了汽车行业的发展。

2012 年 7 月，国务院出台的汽车产业纲领性文件《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》提出，加快培育和发展节能与新能源汽车产业，对于节能与新能源汽车国家将加大财税扶持力度。到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

2013 年 9 月 17 日，财政部、发改委、工信部、科技部等联合发布《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》。《通知》明确，报经国务院批准同意，2013 年至 2015 年继续开展新能源汽车推广应用工作。《通知》提出，继续依托城市尤其是特大城市推广应用新能源汽车。重点在京津冀、长三角、珠三角等细颗粒物治理任务较重的区域，选择积极性较高的特大城市或城市群实施。《通知》明确，补助标准依据新能源汽车与同类传统汽车的基础差价确定，并考虑规模效应、技术进步等因素逐年退坡。

节能减排

2010 年 6 月 1 日，财政部、国家发改委、工信部联合下发了《关于印发“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则的通知》，将发动机排量在 1.6 升及以下，综合工况油耗比现行标准低 20% 左右的汽油、柴油乘用车（含混合动力和双燃料汽车）纳入“节能产品惠民工程”，并将在全国范围推广。通知规定，中央财政对消费者购买节能汽车按每辆 3000 元标准将给予一次性补贴，由生产企业在销售时兑付给购买者。

在 2010 年出台的汽车行业“十二五”规划（以下简称“《规划》”）中，对新能源汽车的支持成为战略重点，提出 2015 年国内新能源汽车规模提升至 100 万辆，2020 年销售规模达到全球第一的目标。

2012 年 1 月 6 日，工业和信息化部及交通运输部联合下发的《关于实施重型商用车燃

料消耗量管理的通知》指出，自 2012 年 2 月 1 日起，对重型商用车产品进行车辆燃料消耗量进行检验，运输车辆结构将逐步得到优化。

2013 年 3 月，工业和信息化部、发展改革委、商务部、海关总署、质检总局五部委制定了《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》，为实现 2015 年和 2020 年中国乘用车产品平均燃料消耗量降至 6.9 升/100 公里和 5.0 升/100 公里的目标，规定所有在中国关境内销售乘用车的企业应按要求及时将生产或进口的乘用车产品的燃料消耗量数据报工业和信息化部，并定期申报下一年度燃料消耗量计划、本年度上半年燃料消耗量情况及上一年度燃料消耗量总结；五部委建立企业平均燃料消耗量核算的联合工作机制，对上报数据进行核实、核算并定期公示。

2013 年 9 月，国务院下发《大气污染防治行动计划》，涉及汽车行业的举措主要包括：合理控制机动车保有量，北京、上海、广州等特大城市要严格限制机动车保有量；加快淘汰黄标车和老旧车辆；加强机动车环保管理。严厉打击生产、销售环保不达标车辆的违法行为；加快推进低速汽车升级换代；不断提高低速汽车（三轮汽车、低速货车）节能环保要求，减少污染排放，促进相关产业和产品技术升级换代；大力推广新能源汽车。

总体看，中国对新能源汽车的推广力度正逐步加大。

自主品牌汽车将占有公务车采购市场主要份额

工信部正牵头修订《公务车采购标准》，甘肃、宁夏、新疆、湖南、安徽等率先要求支持自主品牌汽车的省（区），其要求是“在不造成浪费的前提下逐步换购自主品牌汽车”，公务车采购新规给自主品牌带来利好。

燃油税开征、限购、阶段优惠政策退出等抑制汽车行业发展

国家发改委、财政部、交通运输部、税务总局拟定的《成品油价税费改革方案》于 2009

年实施。在不提高现行成品油价格的前提下，中国汽油消费税单位税额由每升 0.2 元提高到 1 元，柴油由每升 0.1 元提高到 0.8 元。该方案的实施，将进一步推动低能耗、小排量的汽车消费市场的成长，对大排量汽车消费产生一定的抑制作用。

自 2011 年起，小排量汽车购置税减征、汽车下乡补贴、以旧换新等多项阶段性优惠政策已经退出，对国内汽车市场有所抑制。

2010 年 12 月，北京市政府发布《关于进一步推进首都交通科学发展，加大力度缓解交通拥堵工作的意见》，规定北京 2011 年小客车上牌数量限定为 24 万辆，采用摇号方式分配。2012 年 7 月 31 日晚，广州市交通工作领导小组发布“限牌令”试行办法，对汽车增量分配指标规定为“环保+摇号+竞价”的分配模式。全市中小客车增量指标为 12 万个。预计北京、广州的限购措施对全国汽车市场产生的影响有限，但如果未来两地或其他城市交通状况出现持续恶化趋势，汽车消费政策存在进一步调整的可能，从而将抑制汽车生产和消费。

4. 行业发展

2011 年各项购车优惠政策退出、北京等地区限购令等对汽车消费持续扩大有一定抑制作用，汽车行业增速明显放缓，将由高速增长转入平稳增长阶段，未来二三线城市甚至农村将可能成为汽车销量的重点市场。

中国经济增长、居民消费能力与结构升级是汽车行业长期发展的主要驱动因素之一。截至 2012 年底，以私人汽车保有量口径计算，每千人汽车保有量仅为 70 辆左右，远低于约 140 辆的全球平均汽车千人保有量。

“十二五”期间，在中国国民经济持续增长、居民收入不断增加和消费升级因素拉动下，首次购车需求和更新需求将持续支持市场增长，中国汽车行业仍将处于较快普及期。

国家对新能源汽车支持力度较大，长期看新能源汽车市场前景乐观。为推动新能源汽车

的发展,汽车生产企业在电动车、混合动力汽车等技术引进和研发方面将投入更多资金,有利于促进行业的结构性调整和产品环保标准的提高,这对大型生产企业的自主研发能力和资金实力也提出更高要求。

联合资信认为,中国汽车行业在经历本轮周期调整后,资金、资源和技术将向优势企业汇集。伴随并购重组催生特大型集团不断诞生,产业集中度必然提高,规模化生产将增强行业整体竞争力;企业间的竞争将更加集中于生产规模与产品结构、自主研发与创新能力、供应链管理等核心要素。

5. 区域经济概况

重庆市是中国西部地区唯一的直辖市,是长江上游最大的经济中心和交通枢纽,是中国西南地区最大的商贸中心,也是长江上游和西南地区最大的水陆空交通枢纽。重庆市还是中国六大老工业基地和十个重大装备制造基地之一,也是政府极力发展的西部汽车制造中心及机械制造基地。

为了缩小西部地区与东部沿海发展的不均衡,政府在西部地区实施了一系列优惠政策,包括税务优惠、政府津贴、优先贷款及基建投资等。装备制造业是重庆市的支柱产业之一,在政策上能够得到更多扶持。在国务院2009年1月26日颁布的国发〔2009〕3号《国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》中,特别指出重庆市在“加快老工业基地改造”方面要“着力构建特色优势产业集群,充分发挥现有工业基础优势,培育发展新兴产业,增强主导产业的优势和活力。发展壮大汽车摩托车、装备制造、石油天然气化工、材料工业和电子信息五大支柱产业,形成实力雄厚、关联性强的优势产业集群”。公司作为重庆市上述五大支柱产业的其中汽车整车、零部件、装备制造的运营主体,得到了重庆市政府较多的政策支持。

2012年,重庆市人民政府正式印发了《重

庆市汽车工业三年振兴规划》(渝府发〔2012〕85号)(以下简称《规划》),标志着重庆2013-2015年汽车工业发展的总体路径的确定,是今后三年重庆市汽车工业发展的总体纲领。《规划》体现了四个发展方向:一是“新”,重庆市按照“上规模、上水平、上质量、上效益”的要求,制定了重庆汽车工业新的发展目标和路径;二是“集群”,“集群”是新型工业化的核心,《规划》对重庆汽车产业集群横向、纵向、整合三种发展形态进行了描述;三是“赶超”,《规划》分析了重庆汽车工业和全球全国先进水平的差距,结合实际,合理规划,从技术、结构等角度全面制定了赶超先进水平的目标;四是“稳增长”,《规划》把加强调控,确保重庆汽车工业平稳增长放到了重点任务第一位。

2013年重庆市地区生产总值达到12656.69亿元,同比增长12.3%,增速居全国第二、西部第一。其中,第一产业增加值1002.68亿元,增长4.7%;第二产业增加值6397.92亿元,增长13.4%;第三产业增加值5256.09亿元,增长12.0%。三次产业结构比为7.9:50.5:41.6。非公有制经济实现增加值7782.56亿元,增长12.4%,占重庆市经济的61.5%。

2013年重庆市实现工业增加值5249.65亿元,比上年增长13.1%,占重庆市地区生产总值的41.5%。其中规模以上工业增加值增长13.6%。规模以上工业企业实现总产值15824.86亿元,同比增长14.5%。汽车制造业稳步回升,全年规模以上工业企业中,汽车制造业实现总产值2969.30亿元,同比增长20.6%,占全市工业总产值的18.8%;2013年累计生产汽车215.06万辆,增长23.3%。

从投资来看,2013年全年完成固定资产投资总额11205.03亿元,比上年增长19.5%。其中,基础设施建设投资2962.10亿元,增长23.2%;城镇投资9789.00亿元,增长15.7%;农村投资1416.03亿元,增长54.3%。全年工

业投资 3529.90 亿元，增长 15.2%，占重庆市固定资产投资总额的 31.5%；房地产开发业投资 3012.78 亿元，增长 20.1%，占重庆市固定资产投资总额的 26.9%。

从外贸方面看，2013 年重庆市全年实现货物进出口总额 687.04 亿美元，比上年增长 29.1%。其中，出口 467.97 亿美元，增长 21.3%；进口 219.07 亿美元，增长 49.7%。重庆市货物出口前三位市场为美国、香港和德国，分别出口 90.74 亿美元、48.19 亿美元和 45.53 亿美元，增长 12.3%、3.9 倍和 77.8%。货物进口前三位市场为马来西亚、台湾和美国，分别进口 38.94 亿美元、21.84 亿美元和 15.72 亿美元，增长 29.2%、80.5%和 27.5%。

总体看，2013 年重庆市经济再创新高，作为西部地区的重点城市，重庆市经济呈现平稳快速增长态势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9月底，公司注册资本7.5亿元，股东包括重庆小康控股有限公司（持股比例74.50%），重庆渝安汽车工业有限公司（持股比例9.94%），华融渝富基业（天津）股权投资合伙企业（持股比例5.00%），颜敏（持股比例3.73%），谢纯志（持股比例1.86%），陈光群（持股比例1.86%），张兴涛（持股比例1.86%），张容（持股比例1.24%）。公司控股股东为重庆小康控股有限公司（张兴海持有小康控股50%的股权，根据小康控股章程第30条的规定，可以认定张兴海与小康控股为控制与被控制关系）、实际控制人为张兴海。

2. 企业规模

公司主营业务为微车及其发动机的研发、生产和销售，截至2014年9月底，公司已具备年生产能力微型汽车40万辆、汽车发动机50万台。

公司主要子公司东风小康是中国三大微车制造商（上汽通用五菱、长安汽车、东风小康）之一。公司微车销量排名保持全国第三。多年来，公司相继获得了多项全国及市级荣誉，如中国民营企业500强、中国机械制造500强、中国优秀诚信企业、重庆市工业50强、重庆市民营企业10强等。

2003年，公司与东风汽车公司、东风实业有限公司各出资50%、20%和30%合资成立东风小康汽车有限公司，主营微车整车生产、销售业务。目前，公司与东风汽车公司各持其50%的股份，公司占有东风小康董事会多数席位，东风小康在经营决策和经营管理中坚持以公司为主导，东风公司给予品牌等方面的支持，同时进行监督规范。

3. 人员素质

公司高管共10人，其中包括总裁1人、副总裁5人、财务总监1人、总裁助理2人、总裁助理兼董事会秘书1人。

公司董事长、总裁张兴海先生，1963年8月出生，高级管理人员工商管理硕士，经济师，重庆市人大代表，重庆市工商联副主席，湖北省政协委员，湖北省工商联副主席。曾荣获全国非公有制经济人士优秀中国特色社会主义事业建设者、中国光彩事业奖章、重庆市第四届劳动模范、全国“关爱员工优秀民营企业”、全国抗震救灾先进个人、振兴重庆争光贡献奖、重庆市首届十大慈善人物等。曾任巴县凤凰电器弹簧厂厂长，重庆长安减震器有限公司总经理，重庆渝安创新科技（集团）有限公司董事长，重庆小康汽车集团有限公司董事长、总裁。现任公司董事长兼总裁。

截至2013年底，公司拥有员工8563人。从学历结构看，本科以上人员占16.37%，大专人员占19.22%，大专以下占64.41%；按年龄分类，30岁以下员工占总人数的54.20%，30-50岁占40.76%，50岁以上0.84%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，从

业经验丰富；员工年龄结构合理，能够满足目前生产经营的实际需要。

3. 技术水平

近年来，公司自主研发K、V、C及“风光”系列车型，以及AF、BG、DK等系列发动机，排量涵盖0.9-1.5升。

公司自主研发的DK13型发动机为全铝机身、轻量化设计，在中低速扭矩、油耗等方面具有领先优势；DK13VVT型发动机为国内首款微车用VVT发动机，油耗和加速性能在同行业发动机中居于领先地位。

同时，公司与菲亚特公司、中国汽车工程研究院、重庆大学等国内外科研机构、院所开展广泛技术合作，结合公司实际进行经验总结，借鉴国际先进的管理工具，逐步形成了一套有小康特色的完善的技术开发流程，并形成了一套成熟的评审标准。

东风小康品牌微车秉承“参照欧盟技术标准，制造中国式微型车”的技术质量路线，致力于产品动力核心技术、底盘核心技术、外观核心技术三大核心技术的拓展与提升。欧洲标准（简称欧标）认证是目前国际汽车业界公认的高门槛之一，对汽车的安全、环保性能，以及在整车和零部件可靠性和零部件耐久性等方面都有极高要求。2007年，东风小康成为中国微型汽车行业中第一家通过欧盟国家技术标准认证的品牌，东风小康亦因此顺利获得了进入欧洲标准的国家市场的通行证。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司的核心业务是微车整车及微车动力总成，公司为了突出主业，于2012年3月底将摩托车整车及摩托车减震器业务从公司剥离。

2011~2013年，公司主营业务收入分别为94.69亿元、76.83亿元和80.63亿元。公司主要收入来源于微车收入，微车收入占比逐年提高，2012年剥离摩托车业务后，微车收入占比达到93.57%。2012年，由于前期行业内的刺激政策过度透支了微车消费，微车收入大幅下降至71.88亿元，导致公司收入水平下降。2013年，受到2012年上市的C系列和2013年新上市“风光”车销量良好影响，公司主营业务收入较上年有所增长。2014年1~9月，公司主营业务收入57.81亿元，占2013年全年的71.70%。

盈利能力方面，2011~2013年公司主营业务毛利率稳中有升，分别为20.54%、20.80%和21.40%；2012年公司毛利率较2011年有所上升，主要是公司剥离了毛利率较低的摩托车业务；2013年公司毛利率较2012年有所上升，主要是公司调整了产品结构，淘汰了部分毛利率较低车型，加大了C系列和“风光”车等毛利率较高车型的销售力度。2014年1~9月，受微车行业竞争激烈，微车毛利率有所下降，公司主营业务毛利率下降至18.91%。

表2 公司2012~2014年三季度主营业务收入情况（万元/%）

	2012年			2013年			2014年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
微型汽车	718846.28	93.57	20.78	772760.76	95.84	21.10	550290	95.18	18.69
微型车动力总成	9860.77	1.28	22.78	18444.86	2.29	22.58	15774	2.73	20.15
摩托车整车	3778.27	0.49	8.67	--	--	--	--	--	--

摩托车减震器	13147.24	1.71	9.10	--	--	--	--	--	--
汽车零部件及其他	22658.34	2.95	28.64	15106.28	1.87	28.92	12080	2.09	27.41
合计	768290.90	100.00	20.78	806311.90	100.00	21.28	578144	100.00	18.91

资料来源：公司提供

注：摩托车整车和减震器业务于 2012 年从公司剥离，因此 2012 年毛利率只有 3 个月

2. 生产情况

目前，东风小康产品包括微型客车、单/双排货车、厢式运输车、仓栅式运输车、城市多功能车和警务、救护、邮政等特殊专用车辆，产品分为K系列、V系列、C系列和“风光”系列。K系的产品外观由意大利专家设计，宣传定位为“东风小康、大众生活”；V系的产品可采用四驱底盘配置，外观具有越野风格，宣传定位为“微车中的越野车”；C系列现已推出首款车型C37，产品宣传定位为“欧式小型商务车”，平均单价较高。公司已上市的K系列微型客车包括K17、K07、K07 II等；已上市的K系列微型货车包括K01、K01L、K02、K02L等；K系列还生产K06、自卸车、厢式货车、仓栅车、以及各类专用车，以满足更广客户群体需要。公司已上市的V系列微型客车包括V27、V07S、V29等；已上市的V系列微型货车包括V21、V22等。2013年下半年，公司新型微车东风小康“风光”正式上市，是公司推出的首款紧凑型MPV，定位“时尚、舒适和高性能”。

目前，公司主要有三个微车生产基地，分别是十堰基地、江津双福工业园基地和井口工业园基地，设计年产能共计 40 万辆。

公司为了适应快速提高的市场占有率，不断扩大产能，在综合考虑公司未来几年的发展前景以及市场情况的基础上，公司在 2011 年将微车产能扩大到 40 万辆，微车发动机产能

扩大到 50 万台，但由于销量在短期不会达到公司未来的产能，故 2011~2013 年公司微车和微车发动机的产能利用率较低。近三年，公司产品产销率保持较高水平。

公司生产方式以销定产。2012 年公司微车销量比 2011 年减少 3.71 万辆，同时销售收入减少 8.91 亿元，降幅分别为 11.28%和 11.03%，公司微车销售下降的主要原因是：第一，2012 年汽车市场整体行情不景气导致公司微车销售受阻；第二，公司在汽车行情不景气的背景下未及时推出新车型，虽然公司的新车型 C37 于 2012 年下半年上市，但是新车型上市后会有一段时间的市场接受过程。2013 年公司整车销量略有下滑，但整车销售收入同比上涨，主要原因为：2012 年下半年公司推出平均单价较高的 C37 车型，其销量在 2013 年实现大幅增长；另外 2013 年下半年公司推出另一款平均单价更高的新车型紧凑型 MPV “风光”。

公司动力总成生产以供应内部使用为主，2011~2013 年，对外销售占比分别为 2.52%、4.48%和 9.23%，对外销售分别为 8671 台、14149 台和 27474 台，销售额分别是 6539.97 万元、9860.77 万元和 18444.86 万元，主要客户为重庆长安跨越车辆有限公司等公司。由于公司动力总成以对内销售为主，所以公司动力总成 2013 年产量随着微车产量下降而有所下降。

表 3 公司微型汽车的产能利用、产销情况

年份	产能（辆）	产量（辆）	产能利用率	销量（辆）	产销率
2011 年	400000	334200	83.55%	329219	98.51%
2012 年	400000	301616	75.40%	292077	96.84%
2013 年	400000	272817	68.20%	282116	103.41%

资料来源：公司提供

表 4 公司微车发动机的产能利用、产销情况

年份	产能（台）	产量（台）	产能利用率	销量（台）	产销率
2011 年	500000	343720	68.74%	343428	99.92%
2012 年	500000	317430	63.49%	316059	99.57%
2013 年	500000	297493	59.50%	297567	100.02%

资料来源：公司提供

3. 微车销售

国内销售主要由东风小康的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。以上公司与一级经销商签订合同，一级经销商再与二级经销商签订合同。同时，公司还根据战略布局需要，设立少量销售公司进行微车直销。截至 2013 年底，公司在全国范围共有一级经销商 219 家，标准化专营店 812 个。在地理分布上，V 系在全国 31 个省级行政区除西藏自治区、海南省外均设有营销网点，K 系营销网点则覆盖了全国所有的省级行政区。在地理分布上，标准化专营店覆盖了全国 31 个省级行政区。

在销售方式上，国内微车销售均采用一级经销商买断式销售模式，即销售公司直接将微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，公司在此时就会确认销售收入。国外销售同样采取买断式销售方式，公司在将微车整车报关出口后，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。

2011~2013 年，买断式销售中，采取汽车金融模式销售占比分别为 34.32%、37.57%和 42.15%。汽车金融模式中，公司与银行、经销商签订的汽车销售金融服务网络协议，经销商在从公司购买微型车前向银行缴纳一定比例

的保证金，为此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。根据上述协议，在承兑汇票到期前，若经销商无法缴存足够票款，则公司承担经销商未销售微型车的回购责任。从公司实际经营情况看，自开展汽车销售金融业务起，至今未出现由于经销商无法缴存足够票款而导致的回购事件。截至 2013 年 12 月 31 日，汽车销售公司通过上述汽车销售金融服务网络协议方式收到的银行承兑汇票尚未到期的金额为 14.75 亿元。

2011 年和 2012 年公司微车产品主要是 K 系列和 V 系列两大类，产品配置和利润率都较低。K 系列车型一直是公司微车业务的主打车型，2011 年-2013 年 K 系车型销售收入占微车总体销售收入的比重分别是 79.39%、65.89%和 55.04%，构成微车业务的主要收入来源。2013 年 V 系列车型销售收入大幅下降，主要是公司调整产品结构，减少了配置低、毛利率低的车型销售。为了丰富自身产品线，占领高端市场，2012 年公司推出了以 C37 为代表的 C 系列小型商务车，C37 在 2012 年和 2013 年分别销售 11327 辆和 30562 辆，分别实现收入 4.75 亿元和 12.26 亿元。2013 年下半年公司推出全新车型紧凑型 MPV “风光”，并在短短几个月内实现销量 3.17 万辆，实现销售收入约 13.7 亿元。C 系列和风光系列已成为公司重要的收入来源，成为公司未来重点发展的车型。

表 5 2011~2013 年公司微车销售产品结构变化

类别	2011 年			2012 年			2013 年		
	销量（辆）	金额（万元）	占微车总收入比重	销量（辆）	金额（万元）	占微车总收入比重	销量（辆）	金额（万元）	占微车总收入比重
V 系列	55661	166522.00	20.61%	73238	197715.86	27.50%	31541	87918.52	11.38%

K 系列	273558	641446.72	79.39%	207512	473668.01	65.89%	188351	425326.73	55.04%
C 系列	--	--	--	11327	47462.41	6.60%	30562	122559.12	15.86%
风光系列	--	--	--	--	--	--	31662	136956.39	17.72%
合计	329219	807968.73	100.00%	292077	718846.28	100.00%	282116	772760.76	100.00%

资料来源：公司提供

2013 年，微车国内销售主要集中在华东、华中、华南、华北和西南五个区域，收入合计占比达到 81.54%；公司微车海外销售主要集中在非洲地区，销售额达到 7.26 亿元，占比达到 61.93%。

表 6 2013 年微车销售收入国内区域分布
(单位：万元)

地区	金额	占比
华东	162215.50	24.75%
华中	121381.43	18.52%
华南	85443.11	13.03%
华北	84630.97	12.91%
西南	80802.82	12.33%
西北	52853.45	8.06%
东北	36814.64	5.62%
其他	31401.67	4.79%
合计	655543.59	100.00%

资料来源：公司提供

表 7 2013 年微车在海外的销售情况
(单位：万元)

地区	金额	占比
非洲	72596.21	61.93%
亚洲	15264.68	13.02%
南美洲	21896.27	18.68%
欧洲	4288.78	3.66%
北美洲	3159.91	2.70%
大洋洲	11.32	0.01%
合计	117217.17	100.00%

资料来源：公司提供

销售公司微车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、首付电汇+尾款信用证。

4. 采购模式

微车与发动机的采购系统各自独立，均由采购中心与各板块外协部门组成。

微车方面，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。为提高采购效率并有章可循、有据可查，公司制订了《采购与供应商质量开发、提升 12 步法》、《采购控制程序》等管理制度，并建立了电子采购平台。2013 年，微车主要零部件轮胎、后桥、座椅、前悬挂和钢材采购占微车采购总成本的 3.13%、6.27%、3.85%、3.63%和 8.10%；轮胎、后桥、座椅、前悬挂和钢材的平均采购单价分别为 131.40 元、1316.67 元、808.09 元、761.71 元和 4933.92 元，价格变动率分别为-13.09%、6.01%、-0.26%、14.02%和-7.18%；其中轮胎、座椅和钢材价格有所下降，后桥和前悬挂价格有所上涨。2013 年前五名供应商采购占比 14.35%，微车采购集中度低。

表 8 2013 年微车零部件采购供应商前五名

供应商名称	采购额 (万元)	占微车 采购比 重
中国长安汽车集团股份有限公司	25798.50	4.49%
北京首钢冷轧薄板有限公司	19734.60	3.44%
武汉市金石物资有限责任公司	19007.22	3.31%

南方天合底盘系统有限公司	9399.94	1.64%
四川泛华电器有限责任公司	8417.12	1.47%
合计	82357.38	14.35%

资料来源：公司提供

采购的汽车零部件和原材料中，除钢材直接用于生产微车车身外，其余零部件采购的都是成品或半成品。这些成品或半成品的采购价格一定程度上受到了橡胶、塑料等原材料价格的影响。公司微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。

发动机（动力总成）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、非生产性物料中发动机总装部分公共物资采购；各板块的采购外协部门负责生产性物料中的各板块用外购零部件和原材料、非生产性物料中专用物资采购。采购方式上，分为招标采购、比价采购、竞价采购、议价采购等四类进行管理。2013 年，发动机采购的主要零部件电喷系统、变速器总成、曲轴箱总成、气缸盖总成和曲轴总成分别占采购总成本的 18.94%、18.85%、3.93%、4.66% 和 2.65%，合计 49.02%；电喷系统、变速器总成、曲轴箱总成、气缸盖总成和曲轴总成平均采购价格分别为 1064.91 元、1056.55 元、453.17 元、281.79 元和 171.34 元，价格变动率分别为 5.47%、12.36%、5.68%、4.59% 和 -1.76%；除曲轴总成分外的四种主要零部件价格均呈上涨趋势。2013 年动力总成前五名供应商采购占比 35.25%，前五名采购集中度

较高。

表 9 2013 年动力总成采购供应商前五名

供应商名称	采购额 (万元)	占动力 总成采 购比重
中国长安汽车集团股份有限公司	24758.35	14.99%
北京德尔福万源发动机管理系统有限公司	15446.52	9.35%
联合汽车电子有限公司	9237.38	5.59%
温州瑞明工业股份有限公司	4814.60	2.92%
重庆渝辉机械有限公司	3960.06	2.40%
合计	58216.91	35.25%

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2011~2013 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均呈下降趋势，2013 年分别为 3.60 次、9.70 次和 0.87 次。总体看，公司应收账款的回款速度和存货变现速度基本正常，整体经营效率较好。

6. 未来发展

公司重大在建项目主要有汽车零部件项目、发动机零部件项目和汽车变速器一期项目，项目分布于江津双福和长寿两个生产基地。预计总投资 17.70 亿，截至 2014 年底已投资 7.77 亿元，未来计划投资 9.93 亿元，资本支出规模较大，存在一定融资需求。汽车零部件、发动机零部件和汽车变速器项目投产后，将会降低公司的生产成本，提高公司生产制造能力。

表 10 公司重大在建项目

项目名称	项目内容	总投资	截至 2014 年底已完成投资	截至 2014 年底完工进度
汽车零部件生产线项目	年产后桥 20 万套、座椅 30 万套、保险杠 20 万套、小型冲焊件 30 万套	7.50 亿元	4.86 亿元	64.75%
发动机零部件项目	年产 35 万套	6.02 亿元	2.54 亿元	42.20%
汽车变速器一期项目	年产 50 万台	4.18 亿元	0.38 亿元	8.98%
合计		17.70 亿元	7.77 亿元	

资料来源：公司提供

未来三年里，公司将力争通过加大新型微车的销售力度，使新型微车成为公司重要的收

入和利润增长点；微车整车产销量市场占有率在维持近年水平的基础上，稳中求进，逐步朝

着 20% 的市场份额而努力，在产品出口、销售收入和利润等方面都实现更大突破。公司通过建设汽车零部件生产线项目，实现关键重要零部件、高附加值零部件的自产自供，促进公司产品的转型升级。

总体看，公司将专注微车市场，丰富微车产品线，把握中国汽车市场的稳定增长机遇，并借助资本市场平台，进一步发展壮大；公司未来资本支出规模较大，存在一定融资需求。

八、财务分析

1. 财务质量和财务概况

公司 2011~2013 年度财务报表经大信会计师事务所三年连审，出具了标准无保留审计意见。2014 年三季度财务报表未审计。

2012 年公司合并范围新增子公司 4 家，减少 9 家；2013 年合并范围新增子公司 3 家，减少 2 家。合并范围变化对公司财务可比性有一定影响，以下分析以 2012 年和 2013 年为主。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 97.10 亿元，所有者权益合计 24.62 亿元。2013 年，公司实现营业收入 83.24 亿元，利润总额 5.20 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 95.53 亿元，所有者权益合计 25.32 亿元。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 59.50 亿元，利润总额 2.03 亿元。

2. 盈利能力

2011~2013 年，公司的营业收入分别为 97.30 亿元、79.02 亿元和 83.24 亿元。2012 年收入下降较大主要由于前期行业内消费刺激政策过度透支了微车消费，致使 2012 年整个行业收入水平下降；同时 2012 年公司剥离了摩托车业务。

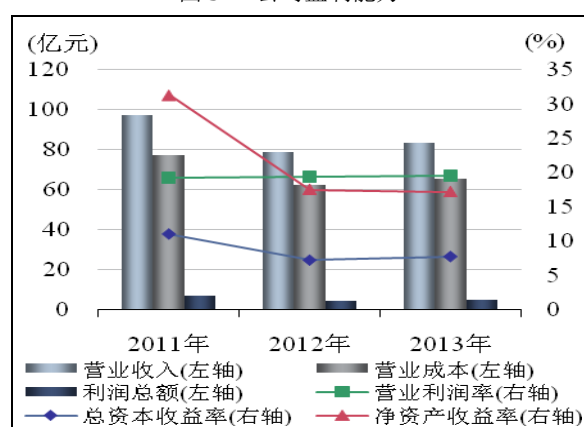
从期间费用看，2011~2013 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例分别为 12.17%、14.85% 和 14.21%，期间费用占营业收入的比重有所上

升。

2011~2013 年，公司营业外收入分别为 0.37 亿元、0.79 亿元和 0.70 亿元，2012 年营业外收入主要是公司政府补助收入 0.40 亿元和无形资产处置利得 0.33 亿元；2013 年营业外收入主要是政府补贴 0.65 亿元，这部分收入的未来可持续性较弱。

2011~2013 年，公司利润总额分别为 7.18 亿元、4.56 亿元和 5.20 亿元，2012 年下降较多，主要由于 2012 年销售收入下滑严重。

图 3 公司盈利能力



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司营业利润率略有上升，分别为 19.26%、19.47% 和 19.57%，主要是公司剥离利润较低的摩托车业务，同时增加利润较高的车型的销售力度；公司总资本收益率呈下降趋势，分别为 11.06%、7.30% 和 7.82%；公司净资产收益率呈下降趋势，分别为 31.31%、17.56% 和 17.23%。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 59.50 亿元和 2.03 亿元，营业收入同比增长 2.27%，利润总额同比下降 27.63%。2014 年前三季度公司营业利润率 16.86%。

总体看，受行业和剥离摩托车业务影响，公司收入规模有所下降；公司通过调整产品结构，盈利能力有所提升。

3. 现金流分析

经营活动现金流方面，2011~2013 年，公

司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入有所下降，年复合变动率分别为-9.94%和-9.79%，2013年分别为70.92亿元和80.51亿元。2011~2013年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动较大，2011年规模较大主要是2010年在采购原材料开具银行承兑汇票存入保证金时大部分采用全额保证金，此部分保证金在2011年银行承兑汇票到期时形成收到其他与经营活动有关的现金；2013年收到其他与经营活动有关的现金较2012年大幅增加，其原因2013年开具银行承兑汇票存入保证金时大部分采用应收票据质押的方式，从而之前以货币资金存入的保证金在承兑汇票到期时形成收到其他与经营活动有关的现金。2011~2013年，公司经营活动现金流量净额分别为4.42亿元、4.98亿元和1.06亿元，2013年公司经营性净现金流下降较大，主要因为应收票据大幅增加。2011~2013年，公司现金收入比分别为89.88%、98.72%和85.20%，主要因为公司应收票据大幅增加。

投资活动现金流方面，2011~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为-11.26亿元、-7.11亿元和-5.51亿元，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主，主要因为公司新建工厂所致，随着新工程的完工有所下降。

筹资活动现金流方面，2011~2013年，公司筹资活动现金流入分别为18.75亿元、16.52亿元和14.31亿元，筹资活动产生的现金流量净额分别为2.07亿元、1.58亿元和0.74亿元。2011~2013年取得借款收到的现金规模较大，存在一定对外融资需求。

2014年1~9月，公司经营活动现金流入量55.69亿元，经营活动现金流量净额2.61亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金规模较小，同时支付其他与经营有关的现金大幅增长主要是公司大量采用票据质押的方式开具银行承兑汇票用于采购。同期公司投资活动产生的现金流量净额为-0.63亿元；公司筹资活动现

金流入量14.08亿元，主要是银行借款和发行债券所得。

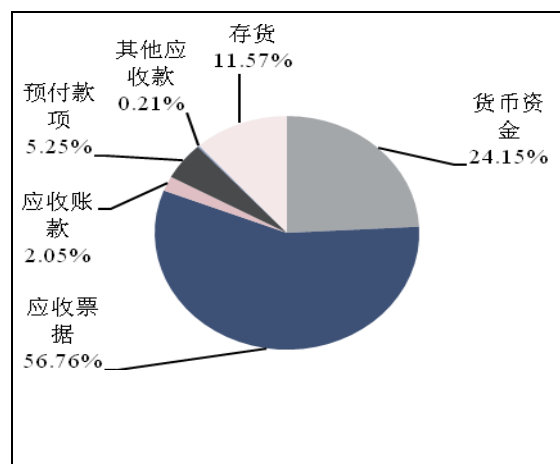
总体来看，公司经营活动获取现金的能力一般；公司未来存在一定融资需求。

4. 资本及负债结构

2011~2013年，公司资产总额有所增长。截至2013年底，公司（合并）资产总额97.10亿元，其中流动资产和非流动资产分别占资产总额的51.96%和48.04%。

2011~2013年，公司流动资产变化不大，截至2013年底为50.46亿元，主要由货币资金（占24.15%）、应收票据（占56.76%）和存货（占11.57%）构成。

图4 公司2013年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司货币资金波动下降，年复合下降25.98%，截至2013年底，公司货币资金12.19亿元，较上年下降46.61%，主要是2013年公司在采购商品开具银行承兑汇票交纳汇票保证金时主要采用应收票据质押的方式，从而降低了以货币资金充抵汇票保证金的比例。2013年受限资金占58.34%。

2011~2013年，公司应收票据快速增长，截至2013年底为28.64亿元，较上年增长87.80%，主要是客户以票据支付货款的比例增加；同时公司为了降低财务成本，减少了票据贴现金额。

2011~2013年，公司存货波动下降，截至2013年底，公司存货账面价值5.84亿元，存货主要是原材料（占31.02%）、库存商品（占34.49%）和发出商品（占25.96%）。原材料和库存商品占比较大，主要因为公司所处的汽车行业单位库存商品金额较高及公司每年一季度为销售旺季的行业特性相关，公司每年年底需为下一年一季度汽车销售的旺季储备足量的销售原材料及库存商品。2013年，公司微车产销率有所提高导致库存商品减少，存货有所下降。

2011~2013年，公司非流动资产年均增长13.51%，主要是固定资产大幅增长所致；截至2013年底，公司非流动资产为46.65亿元，主要由固定资产（占68.47%）、在建工程（占7.29%）和无形资产（占19.85%）构成。

2011~2013年，公司固定资产大幅增长，年复合增长率32.23%，主要因为2012年公司江津双福和长寿生产基地投产转入固定资产所致。截至2013年底，公司固定资产31.94亿元，主要是房屋及建筑物（占41.35%）、机器设备（占57.11%）。

2011~2013年，公司在建工程呈下降趋势，年复合下降42.29%，主要因为2012年公司双福和长寿两个生产基地建成转增固定资产所致。截至2013年底，在建工程3.40亿元，主要为两江新区生产基地（占69.67%）。

2011~2013年，公司无形资产大幅增长，年复合增长率21.81%，主要因为公司土地使用权和研发支出形成的无形资产增加。截至2013年底，无形资产9.26亿元，其中土地使用权占67.95%。

截至2014年9月底，公司流动资产较2013年底略有下降，其中货币资金规模增长较快；公司非流动资产较2013年底变化不大，其中无形资产和开发支出快速增长主要是公司研发投入增长所致。

总体看，公司资产保持稳定，资产结构合理，但应收票据快速增长，受限资金占比高，

整体资产质量一般。

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益年均增长14.77%，2013年底为24.62亿元，主要是公司实收资本和未分配利润增加所致。截至2013年底，公司归属于母公司所有者权益中股本占38.86%、资本公积占4.72%、盈余公积占3.24%、未分配利润占53.37%。2012年3月27日，公司以资本公积转增股本1.96亿元，公司注册资本变更为7.5亿元。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至2014年9月底，公司所有者权益为25.32亿元，公司所有者权益结构基本保持稳定。

负债

2011~2013年，公司负债总额略有上升，2013年底为72.49亿元；其中流动负债占93.04%，非流动负债占6.96%。公司负债以流动负债为主。

2011~2013年，公司流动负债年均增长3.12%，2013年底为67.44亿元；主要以短期借款（占17.32%）、应付票据（占39.64%）和应付账款（占26.98%）为主。

2011~2013年，公司短期借款增长较快，年均增长29.74%，2013年底为11.68亿元，主要是公司补充所需流动资金增加借款所致。

2011~2013年，公司应付票据规模较大，分别为25.72亿元、28.94亿元和26.73亿元，应付票据是公司主要支付手段。

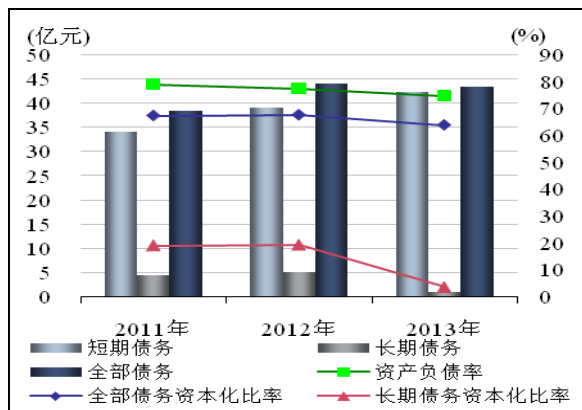
2011~2013年，公司应付账款分别为19.47亿元、18.44亿元和18.20亿元，主要是应付供应商货款、设备款和工程款，应付账款主要随原材料采购情况变化。2013年公司应付账款账龄1年以内的占98.91%，账龄较短。

2011~2013年，公司其他应付款分别为4.50亿元、3.89亿元和3.95亿元，主要是为应付关联方款项、商家保证金、未付清的股权受让款等。

2011~2013年，公司其他非流动负债快速

增长，2013年底为3.68亿元，全部为政府补贴产生的递延收益。

图5 公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司债务规模有所增长。截至2013年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为42.28亿元、0.95亿元和43.23亿元；截至2013年底，短期债务占97.80%，长期债务占2.20%，长期债务下降主要由于将即将到期的长期债务调整至短期债务。2011~2013年底，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈下降趋势，2013年底分别为74.65%、3.72%和63.71%，三年平均值分别为76.27%、11.48%和65.55%。

截至2014年9月底，公司负债总额为70.21亿元，较2013年底变化不大。截至2014年9月底，公司债务全部为短期债务，合计48.87亿元，较2013年底增长15.58%，主要为应付票据和新发行短期融资券增加所致。截至2014年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所上升，分别为73.50%和65.87%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般，短期债务以应付票据为主，债务负担较重。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，公司流动比率和速动比率均波动下降，截至2013年底，流动比率和速动比率分别为74.82%和66.16%；公司经营性现金流流动负债比呈下降趋势，近三年分别为6.96%、7.71%和1.58%。

截至2014年9月底，公司流动比率和速动比率相较2013年底有所回升，分别为72.88%和63.80%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司EBITDA三年分别为9.42亿元、7.88亿元和9.78亿元。2011~2013年，公司EBITDA利息倍数三年平均值为9.82倍，2013年为9.12倍；全部债务/EBITDA三年平均值为4.70倍，2013年为4.42倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2014年9月底，公司获得各商业银行综合授信额度76.27亿元，尚未使用额度为39.24亿元，公司间接融资能力畅通。

截至2014年9月底，公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据《中国人民银行企业信用报告》，截至2015年3月2日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司是中国微车行业领先的制造商之一，近年公司通过调整产品结构，不断提高新型微车的销售量，使公司收入稳定增长。综合考虑公司所处微车领域的竞争地位、经营和财务状况等，公司整体抗风险能力较强。

九、存续期债券偿还能力分析

2014年9月4日，公司发行债券“14渝小康CP001”2亿元。

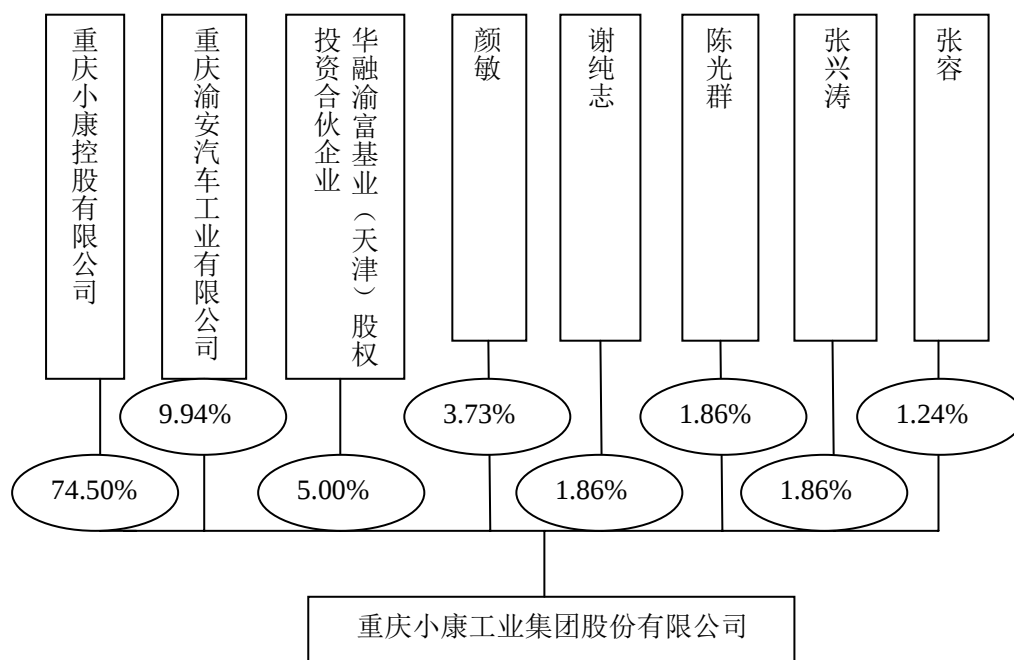
2011~2014年9月底，公司现金类资产扣除受限资金后分别为本期债券的12.09倍、12.03倍、16.86倍和13.86倍；2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券的49.46倍、40.60倍和40.26倍。2011~2013年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期债券的2.21倍、2.49倍和0.53倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强。

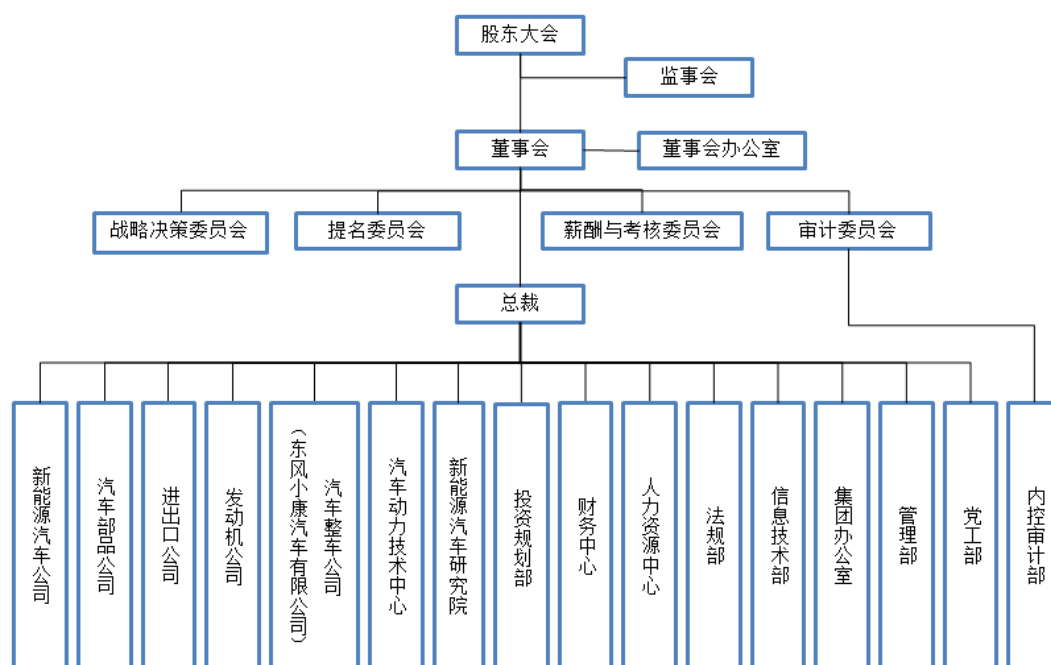
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14渝小康CP001”信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.08	38.08	40.83	38.50
资产总额(亿元)	87.85	93.67	97.10	95.53
所有者权益(亿元)	18.69	21.21	24.62	25.32
短期债务(亿元)	33.94	38.96	42.28	48.87
长期债务(亿元)	4.41	5.09	0.95	--
全部债务(亿元)	38.35	44.05	43.23	48.87
营业收入(亿元)	97.30	79.02	83.24	59.50
利润总额(亿元)	7.18	4.56	5.20	2.03
EBITDA(亿元)	9.42	7.88	9.78	--
经营性净现金流(亿元)	4.42	4.98	1.06	2.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.24	4.66	3.60	--
存货周转次数(次)	10.79	8.42	9.70	--
总资产周转次数(次)	1.06	0.87	0.87	--
现金收入比(%)	89.88	98.72	85.20	85.29
营业利润率(%)	19.26	19.47	19.57	16.86
总资本收益率(%)	11.06	7.30	7.82	--
净资产收益率(%)	31.31	17.56	17.23	--
长期债务资本化比率(%)	19.09	19.35	3.72	--
全部债务资本化比率(%)	67.23	67.50	63.71	65.87
资产负债率(%)	78.72	77.35	74.65	73.50
流动比率(%)	81.43	76.35	74.82	72.88
速动比率(%)	70.07	64.51	66.16	63.80
经营现金流动负债比(%)	6.96	7.71	1.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.15	6.75	9.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.07	5.59	4.42	--

注：公司 2014 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（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+一年内到期的长期（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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

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 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息