

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（2021）

项目负责人：王文洋 wywang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈田田 ttchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 25 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1359 号

重庆小康工业集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA⁻**，评级展望为稳定；

将“小康转债”的信用等级由 **AA** 调降至 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际将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”）的主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**，评级展望为稳定；将“小康转债”的债项信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**。本次等级调整主要基于以下因素：汽车行业景气度回升情况仍有待关注，同时公司产能释放存在压力，叠加 2020 年以来净利润大幅亏损、短期债务规模较大且面临一定的偿债压力。同时中诚信国际也肯定了东风汽车集团有限公司与公司合作更为紧密、公司关键零部件自给程度较高以及非公开发行股票募集资金到位等事项对公司整体信用实力的支持。

概况数据

小康股份（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	265.64	299.35	262.68	251.47
所有者权益合计（亿元）	71.94	78.54	56.19	51.81
总负债（亿元）	193.70	220.81	206.49	199.66
总债务（亿元）	107.74	119.22	112.22	115.65
营业总收入（亿元）	202.40	181.32	143.02	32.89
净利润（亿元）	5.08	0.85	-22.34	-6.04
EBIT（亿元）	10.20	5.37	-19.11	--
EBITDA（亿元）	17.70	15.39	-5.39	--
经营活动净现金流（亿元）	11.11	3.32	10.88	-2.61
营业毛利率(%)	23.86	17.30	4.56	2.87
总资产收益率(%)	4.06	1.90	-6.80	--
资产负债率(%)	72.92	73.76	78.61	79.40
总资本化比率(%)	59.96	60.29	66.64	69.06
总债务/EBITDA(X)	6.09	7.75	-20.82	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.68	5.14	-1.95	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **东风汽车集团有限公司（以下简称“东风汽车集团”）成为公司第二大股东，与公司合作更为紧密。**公司通过发行股份购买资产将双方合作从业务合作升级为全面战略合作，有利于双方在前沿技术、产品平台、智能制造及金融资源等方面的协同。
- **发动机研发实力较强。**公司发动机全部可以实现自供，同时外销至其他整车制造企业，2020 年，公司共生产发动机 405,781 台，其中自供 260,154 台，外销 152,453 台，关键零部件自给程度较高，增强了公司抵御市场风险的能力。
- **公司非公开发行股票募集资金已到位。**根据公司公告，公司非公开发行股票实际募集资金净额为 25.68 亿元，上述募集资金已到位。公司资本实力将有所增强，杠杆比率有望下降。

同行业比较

2020 年部分整车制造企业主要指标对比表

公司名称	2020 年销量 (万辆)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
长城汽车	111.59	1,540.11	573.42	62.77	1,033.08	53.62
比亚迪	42.70	2,010.17	644.54	67.94	1,565.98	60.14
小康股份	27.36	262.68	56.19	78.61	143.02	-22.34

注：“长城汽车”为“长城汽车股份有限公司”简称；“比亚迪”为“比亚迪股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
小康转债	AA-	AA	2020/06/23	15.00	4.04	2017/11/06~2023/11/05	转股价格向下修正条款、赎回条款、回售条款

注：上述债券余额为截至 2021 年 3 月 31 日的数据。

关注

- **汽车行业景气度回升情况仍有待关注。**近年来，我国乘用车销量增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，自主品牌市场份额有所萎缩。新冠肺炎疫情短期内抑制汽车消费，随着疫情影响减弱，消费需求逐步释放，但汽车行业景气度的回升情况仍有待关注。
- **产能释放存在压力。**2020 年以来，公司产能利用率为 59.13%，产能利用水平依然较低，其未来产能释放仍存在不确定性，2021 年业绩回升亦具有一定不确定性。
- **公司盈利水平大幅下滑，净利润大幅亏损。**跟踪期内，公司传统燃油车销量不及预期，当期未推出适应市场需求的新款车型；且新能源销量尚处于爬坡期，公司研发费用及产品营销渠道建设费用大幅增加，上述因素导致 2020 年以来公司盈利水平大幅下滑，净利润大幅亏损。
- **短期债务规模较大，面临一定的偿债压力。**截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率增至 79.40%，处于较高水平。同期末，公司总债务为 115.65 亿元，其中短期债务为 90.87 亿元，短期偿债压力较大。
- **评级展望**
中诚信国际认为，重庆小康工业集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司盈利能力持续大幅提升，主营业务盈利能力显著增强且具有持续性；资本实力显著增强等。
- **可能触发评级下调因素。**汽车行业景气度下行，公司汽车销量大幅下滑，公司偿债能力持续恶化，短期偿债压力加大，利润持续大幅亏损等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“小康转债”募集资金已全部用于“年产5万辆纯电动乘用车建设项目”，募集资金用途未发生变化。截至2021年3月末，累计已有1,096,198,000元“小康转债”已转换为公司股票，累计转股数66,377,331股，债券余额为403,802,000元，占可转债发行总量的比例为26.92%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心

CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”

的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

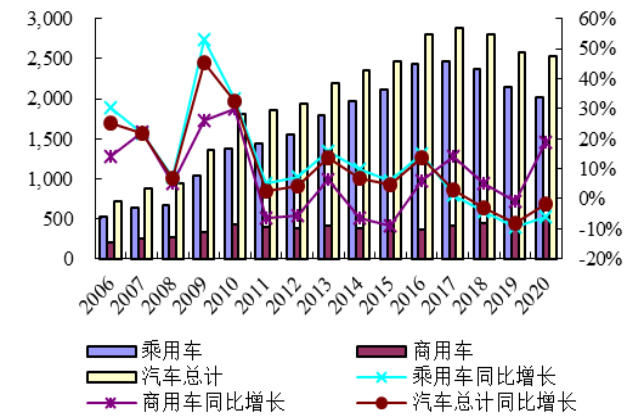
2020 年 3 月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，汽车行业加速回暖；预计随着经济持续复苏、居民消费信心增强以及促消费政策的延续，我国汽车市场景气度有望回升

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系。2006~2019 年，我国汽车销量年均复合增长率达 10.2%，产量占全球比重亦由 2006 年的 10.6% 升至 2019 年的 28.5%，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国。

2020 年 3 月以来，随着疫情在国内得到有效控制以及在国家及地方出台促进汽车消费政策的带动下，汽车企业生产经营状况逐渐恢复并持续好转，行业产销加速回暖，4 月我国汽车单月销量同比增速已由负转正并于 5 月开始持续保持两位数的增长速度。2020 年，我国汽车产销分别完成 2,522.5 万辆和 2,531.1 万辆，同比分别下降 2.0% 和 1.9%，降幅收窄至 2% 以内。短期看，随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的带动，市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望触底回升。但

中诚信国际也关注到，当前国际环境仍然复杂严峻，世界经贸复苏进程迟缓，或间接影响我国经济增长，同时近期出现的如芯片供应紧张等问题或将对汽车生产造成不利影响，行业生产节奏可能有所放缓。

图 1：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

乘用车方面，近年来，我国乘用车市场增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，2020 年乘用车市场受新冠肺炎疫情冲击较大，汽车作为高价消费品，具有购买决策周期长、必要的线下体验等特点，短期内疫情对乘用车销售的抑制作用明显。2020 年 1~2 月我国乘用车产销分别完成 163.1 万辆和 183.1 万辆，产销量同比分别下降 48.1% 和 43.6%。3 月以来随着疫情影响逐渐减弱、消费需求逐步释放，乘用车市场逐步复苏，并从 5 月份开始持续正增长。2020 年，乘用车产销分别完成 1,999.4 万辆和 2,017.8 万辆，同比下降 6.5% 和 6.0%，降幅已大幅收窄。

商用车方面，2020 年初，在春节假期叠加疫情影响下，商用车销量达近年来历史最低。3 月以后随着疫情逐步得以控制、电商物流等企业复工复产、重大项目陆续开工加速扩张运力需求，卡车市场持续升温，同时国三车辆淘汰、治超罚超趋严及“大吨小标”治理等政策加快实施，进一步刺激商用车更新需求的释放。2020 年商用车市场产销

双旺，产销量同比分别增长 20.0% 和 18.7%。

重卡方面，受周期性复苏、市场需求回暖及治超罚超导致单车运力下降等因素影响，我国重卡市场整体保持增长态势，2015~2019 年年均复合增长率达到 19.7%。2020 年尽管疫情对一季度重卡销量造成了较大的负面影响，但 4 月以来，重卡月度销量不断增长；2020 年，重卡市场累计销售突破 160 万辆，同比累计增长达 37.9%。国三加速淘汰为此次销量超预期增长的主要驱动力，同时各地治超趋严、重卡标载状况持续改善、轻量化重卡需求增加及基建项目陆续开工等多重因素支撑了重卡市场的高景气度。**中诚信国际认为**，未来重卡市场将进一步向高端化和大马力趋势发展，随着电商和邮政快递业务的不断增长，物流运输需求将持续拉动重卡特别是牵引车市场快速发展，工程重卡市场则受新基建拉动亦将保持高景气度。

轻卡方面，2020 年，轻卡市场实现销售 219.8 万辆，同比增长 16.7%，占卡车市场份额约为 43%，受重卡及牵引车增速较快影响市场份额有所下滑，但仍是卡车市场份额的最大细分市场。2020 年以来，轻卡销量保持较高增速的主要原因如下：第一，2020 年 7 月 24 日，工信部、公安部、交通运输部、国家市场监督管理总局四部门联合发布了《关于开展货车非法改装专项整治工作的通知》，自 2020 年 7 月至 2021 年 5 月组织开展货车非法改装专项整治工作，严厉打击“大吨小标”，重点整治货车市场中存量最大的不合规蓝牌轻卡。第二、从 2020 年 7 月 1 日起，我国城市车辆（一般指柴油发动机）全面执行国六排放标准，市内运行的轻型环卫车及城市作业的轻型搅拌车、自卸车等工程类轻卡产生较大置换更新需求。第三、根据中国物流与采购联合会发布的 2020 年 9 月份中国物流业景气指数为 56.1%，较上月回升 3.9 个百分点，物流业保持较高景气度运行，推动了轻卡市场的增长。第四、受海外疫情影响，高端进口卡车销售受到抑制，国内中高端轻卡填补相关需求。第五、随着新能源汽车补贴新政在 2020 年 4 月 23 日的落地，新能源卡车

（主要是纯电动轻卡）市场逐渐回暖，并从 5 月份开始保持正增长态势。此外，皮卡产品销量保持较高增速，进一步助推轻卡销量的持续上升。未来，在排放标准升级、环保标准趋严、城市物流车电动化与产品升级等因素的影响下，轻卡市场向高端化、专业化方向发展趋势明确，同时仍需关注经济形势和环保标准政策等因素对轻卡市场的影响。

新能源汽车方面，近年来，汽车已成为大气污染的重要来源，汽车产业承担着改善交通、保护环境、节约能源的重要责任，国务院印发的《中国制造 2025》提出“到 2025 年，与国际先进水平同步的新能源汽车年销量 300 万辆，在国内市场占 80% 以上”的战略目标。2020 年 11 月 2 日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》提出到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，有效促进节能减排水平和社会运行效率的提升。

我国先后出台了新能源补贴及双积分等政策促进行业持续发展。在国家的大力扶持下，2019 年以前我国新能源汽车保持了高速发展态势。2019 年 7 月以来，受补贴退坡及排放标准切换带来的燃油车打折促销挤占市场等因素影响，新能源汽车市场月销量持续大幅下降，市场进入调整期。为促进新能源汽车消费、支持新能源汽车产业发展，2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，原则上 2020~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20% 和 30%，加大对公共交通及特定领域电动化支持，2020 年补贴标准不退坡，2021~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10% 和 20%，补贴退坡力度和节奏有所放缓。随着疫情减弱以及政策实施，我国新能源汽车月度销量逐步回升，于 7 月实现同比转正。2020 年，我国新能源汽车产销分别完成 136.6 万辆

和 136.7 万辆，同比分别下降 7.5% 和增长 10.9%。预计随着补贴期限的延长及疫情后需求的进一步释放，我国新能源汽车销量将保持增长态势。

市场竞争格局方面，长期以来，我国新能源汽车市场由自主品牌主导，但自 2018 年起，合资车企加大新能源车型尤其是插电混动车型投放，其市场份额增长较快。目前国际主流车企均已发布电动化方面的长期规划，并明确把中国作为电动化潜在的最大市场，预计未来合资车企优质新能源车型供给将大幅增加，市场竞争将愈发激烈。2020 年以来，随着特斯拉销量的快速增长及合资品牌产品投放提速，我国新能源汽车市场逐步由政策驱动型市场向供给驱动转变，经典爆款车型的推出有利于我国新能源汽车市场逐步走向成熟阶段。

智能化方面，智能网联汽车产业发展包括单车自动化和车联网两大发展领域。从全球范围来看，目前单车智能自动驾驶应用尚未成熟，L1¹-L2 级别的自动驾驶汽车已经实现了大规模量产，现阶段自动驾驶还处于 L2-L3 过渡期，各大汽车厂商、零部件企业等正加快进行 L3 及以上级别产品的研发。预计未来，在政策指引、技术发展及消费者接受度提升等因素的带动下，智能汽车渗透率将快速提升。

总体来看，近年来我国汽车市场景气度持续波动。2020 年 3 月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，行业产销加速回暖。**中诚信国际认为**，一段时间内预计政策刺激作用仍将持续，短期内我国汽车市场景气度有望回升，但仍应对市场需求的修复进度对汽车产销的影响保持关注。此外，长远来看，新能源汽车将是汽车行业发展的主要方向，预计随着高能量密度和高续航里程的车型的持续推出，我国新能源汽车市场仍保持较大发展空间。

2020 年，受新冠肺炎疫情、当期未推出具有市场竞

争力的燃油车及新能源销售尚处于爬坡期影响，公司整车产销量均有所下滑，对盈利造成较大负面影响

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、销售及服务于一体的传统业务，并在形成以电动汽车整车及电池、电驱和电控三电系统为新业务的产品布局。其中，东风小康汽车有限公司（以下简称“东风小康”）主要负责整车开发和生产，重庆瑞驰汽车实业有限公司（以下简称“瑞驰汽车”）主要负责纯电动物流车的生产和销售，重庆金康新能源汽车有限公司（以下简称“金康汽车”）主要负责公司新能源乘用车整车及零部件的生产及销售。

产能方面，公司在十堰、江津双福工业园和井口工业园拥有 3 个整车生产基地，另有印尼工厂为公司海外生产基地，于 2017 年底投产。此外，公司还拥有瑞驰汽车和金康汽车两个新能源生产工厂。截至 2021 年 3 月末，上述工厂的产能合计为 47 万辆/年。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，且当期并未推出具有市场竞争力的传统燃油车车型，公司汽车整车工厂产能利用率较 2019 年有所下降。受益于新车型的推出，瑞驰汽车工厂的产能利用率同比有所提升；同期，赛力斯 SF5 开始量产带动金康汽车工厂产能利用率同比大幅提升，但公司产能利用率整体仍处于较低水平，中诚信国际将持续关注公司后续产能利用率的改善情况。

表 1：2020 年公司主要工厂产能利用情况

主要工厂名称	设计产能 (万辆/年)	报告期内产 量(万辆)	产能 利用率 (%)	产能利用率 增减 (百分点)
汽车整车工厂	40.00	23.93	59.83	-8.08
瑞驰汽车工厂	2.00	1.15	57.26	26.07
金康汽车工厂	5.00	2.71	54.18	30.28
合计	47.00	27.79	59.13	-3.14

注：2020 年，公司将印尼生产基地产能 5 万辆/年纳入到汽车整车工厂产能中核算，按此口径，汽车整车工厂产能较 2019 年减少 5 万辆/年，主要系政府负责修建部分十堰新基地并租赁给公司使用，该部分涉及产能 5 万辆/年，公司未纳入统计范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 按照美国汽车工程师学会（SAE）划分的 L0-L5 的自动驾驶等级。

销售方面，近年来，公司持续优化产品组合，已完成从传统微车产品向 SUV 产品重心转换。公司 SUV 品牌主要为东风风光，风光系列乘用车主要畅销车型为风光 580、风光 S560 和风光 ix7。2020 年，受新冠肺炎疫情影响且公司当期未推出具有市场竞争力的新车型，公司各系列产品销量同比均有所下滑，使得同期公司汽车总销量同比下滑 15.92% 至 273,590 辆，下滑幅度高于 2020 年我国汽车销量下滑幅度。因去年同期受新冠肺炎疫情影响较为严重，2021 年一季度，公司整车销量同比大幅提升。

按销售地区来看，受新冠肺炎疫情影响，公司国内及海外销量同比均有所下滑。近年来针对海外市场，公司采取锁定汇率、多币种结算以及使用金融衍生工具进行套期保值等方式以控制汇率波动风险。

表 2：近年来公司分地区销量情况（辆）

	车型	2019 年	2020 年	累计同比增减 (%)
境内	新能源	9,079	19,735	117.37
	其他车型	290,841	231,433	-20.43
	合计	299,920	251,168	-16.26
境外	新能源	10	540	5,300.00
	其他车型	25,451	21,882	-14.02
	合计	25,461	22,422	-11.94
合计		325,381	273,590	-15.92

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

传统燃油车方面，2020 年，受新冠肺炎疫情影响，同时公司调整销售策略及产品结构，当期未推出具有市场竞争力的车型，使得传统燃油车销量下滑。

新能源汽车方面，目前公司销售的新能源汽车主要包括东风小科的 EC 系列车型、瑞驰汽车的纯电动物流车及金康赛力斯 SF5。受益于物流行业的快速发展且当期金康赛力斯 SF5 开始量产，2020 年公司新能源汽车销量为 20,275 辆，同比增长 123.07%。

新能源补贴方面，2020 年公司共收到新能源国补 1.75 亿元，新能源地补 0.17 亿元，截至 2020 年

末，公司应收新能源国补 9.61 亿元，应收新能源地补 0.39 亿元。

研发投入方面，公司近年来一直保持较大的研发投入规模，2020 年公司研发投入合计 18.21 亿元，占营业总收入的比重为 12.73%，较强的研发和技术实力为公司整车制造业务提供有力支撑。

根据 2020 年 4 月 23 日发布的《小康股份关于签订投资战略合作协议的公告》，公司与重庆两江新区管委会及东风汽车集团有限公司共同签订《关于共建中高端新能源汽车项目的协议》，重庆市人民政府及重庆两江新区管委会将指定主体或基金共同成立 SPV，由 SPV 向金康汽车投资 20 亿元。增资后 SPV 预计将持有金康汽车 28.74% 的股权²，各方将致力于 2025 年前将金康汽车分阶段打造成年产 15 万台的中高端新能源汽车生产企业，中诚信国际将持续关注后续协议的签订履行情况及金康汽车的产能释放情况。

中诚信国际认为，受新冠肺炎疫情影响，2020 年公司整车销量及收入均大幅下降，整体产能利用率亦有所下滑且 2021 年业绩回升仍具有一定不确定性。同时，公司新能源前期投入规模较大，同时新能源汽车受市场消费需求、技术更替及新能源补贴退坡等国家政策的影响，竞争日趋激烈，中诚信国际将持续关注公司后续新能源汽车产能释放及销售改善情况。

2020 年受公司整车产销量下降及下游客户需求减少的影响，发动机自供量及外售量均有所下滑，但仍保持较高的自给率

公司发动机产品主要包括 AF 系列、BG 系列、DK 系列、SFG 系列、HD 系列汽油机以及 SFD 柴油机六大系列；主要在研项目为混合动力总成、直喷增压发动机、增程器系列发动机及柴油机。公司发动机产品主要用于自供，受公司销量下滑影响，2020 年公司自供发动机数量同比有所减少，但自给率仍较高；同时下游客户需求减弱使得公司外售发

² 公司持有金康汽车 80.65% 股权。

动机数量有所减少，同期外售发动机占产量的37.57%。整体来看，2020年公司发动机产量和产能利用率均有所下降。此外，公司全资子公司重庆小康动力有限公司（以下简称“小康动力”）于2018年收购公司控股股东重庆小康控股有限公司（以下简称“小康控股”）持有的泸州容大智能变速器有限公司（以下简称“泸州容大”）86.37%股权，该事项涉及小康控股业绩承诺事项³。受新冠肺炎疫情影响，泸州容大2020年销量远低于预期，故小康控股与公司调整业绩承诺方案，就泸州容大2020年度净利润所做承诺的承诺期限顺延至2021年履行。

表 3：近年来公司发动机产销情况

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（台）	700,000	700,000	700,000	175,000
产量（台）	572,540	520,967	405,781	82,207
产能利用率（%）	81.79	74.42	57.97	46.98
自供（台）	341,169	313,521	260,154	57,775
外售（台）	231,371	204,685	152,453	23,677

表 4：近年来公司发动机主要零部件采购情况（亿元、元/件）

项目	2018		2019		2020		2021.1~3	
	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	5.88	972.02	5.15	1,229.72	4.48	1,389.60	1.01	1,409.22
变速器总成	6.58	1,517.95	6.61	1,485.22	5.54	1,676.60	1.38	2,047.26
曲轴箱总成	1.43	662.33	1.31	652.03	1.12	605.20	0.24	587.62
气缸盖总成	1.15	407.87	0.94	396.51	0.67	380.79	0.14	377.31
曲轴总成	0.89	208.51	0.87	211.24	0.64	207.40	0.14	201.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年1~3月，受外部客户产品转型影响，公司匹配的发动机需求减量，发动机产能利用率进一步下滑至46.98%。此外，公司发动机主要零部件采购价格较2020年有所上升，对该业务板块的收入及毛利率带来一定负面影响。

中诚信国际认为，公司整车配套的发动机均可以自制，但2020年受公司销量下滑影响且下游需求减弱，公司自供及外销的发动机数量均有所下降。此外，整车采购零部件价格存在价格波动风险，或将一定程度影响公司盈利水平。

2020年公司持续开展汽车金融销售业务，风险相对

³ 交易的承诺期为2018年、2019年、2020年，小康控股承诺，泸州容大于承诺年度2018年度、2019年度、2020年度实现净利润不低于2,000

注：公司外售口径包括一部分对内部公司销售后转外售的发动机销量。资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司采购中心对发动机零部件的供应商选择和采购实行统一管理，并负责征集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、汽缸盖总成和曲轴总成等，其中，国家实施国六排放标准带动电喷系统升级，使得2020年电喷系统采购单价进一步上升；变速器采购单价为综合平均单价，受产品结构调整，搭载售价较高的变速器的车型销量占比上升，影响变速器采购单价同比有所上升。公司对曲轴箱总成、汽缸盖总成及曲轴总成具有自制能力，具备一定的定价权，且公司实施年降采购策略，上述发动机零部件采购单价有所下降。2020年公司发动机前五名供应商采购占比为25.55%，与2019年相比保持稳定。

可控

汽车金融销售方面，公司通过与银行合作，开展汽车金融业务，2020年公司整车销售中采取汽车金融模式销售占比约为55.42%。为防范风险，公司要求客户的个人征信无不良记录，有稳定的收入来源，并对融资车辆的保险有强制要求。截至2021年3月末，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28.81亿元，其中银行已背书金额28.16亿元。

融资租赁业务方面，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”）开展售后回租业务。2019年10月，公司缩减融资租赁业

万元、9,000万元、15,000万元，三年实现的净利润总额不低于26,000万元。

务规模，潜金公司以评估价值将部分应收终端汽车消费金融客户款项转让至东风汽车集团股份有限公司（以下简称“东风集团”）旗下的创格融资租赁有限公司（以下简称“创格公司”），2020年以来，公司未发展融资租赁业务。截至2020年末，潜金租赁的贷款余额为12.29亿元，公司不良贷款率为2.79%。**中诚信国际关注到**，上述转让至创格公司的债权仍由潜金公司负责管理，直至全部回收结清为止，中诚信国际将持续关注上述债权回收情况。此外，公司于4月16日发布公告称，截至公告日，公司直接持有潜金公司100%股权、通过重庆金康赛力斯汽车销售有限公司持有重庆新能源汽车融资租赁有限公司（以下简称“新能源融资租赁公司”）33%股权，公司承诺，自2021年4月16日起6个月内完成潜金公司和新能源融资租赁公司的股权转让手续⁴，中诚信国际对上述股权转让进展保持关注。

表 5：近年来公司融资租赁业务情况

项目	2018	2019	2020
累计融资租赁项目笔数	7,348	5,661	--
累计放款金额（亿元）	6.66	12.98	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建工程围绕主业推进，存在一定的资本支出压力

近年来，公司为提高新能源产品竞争力，加大汽车智能化和电动化投入。公司目前在建项目主要围绕汽车整车工厂迁建项目和汽车的电动化和智能化展开。其中，十堰及井口基地迁建项目的资金来源为政府给予收储款和搬迁补助资金，若相关款项到位时间较晚，公司则依据实际情况放缓建设进度，且迁建项目不影响公司产能。根据投资进度，十堰基地部分厂房已于2020年8月投产，涉及产能10万台/年；井口基地迁建项目将于2021年投产。2021年后三季度及2022年尚需投资21.28亿元，公司面临一定的资本支出压力。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计完成投资	2021年4-12月投资计划	2022年投资计划	2023年及以后投资计划
十堰基地迁建项目	21.08	11.75	3.48	0.94	--
井口生产基地迁建项目	15.13	7.24	2.88	2.05	0.88
印尼制造工厂新增项目	1.31	1.09	0.26	0.10	0.25
纯电动智能汽车开发项目	40.49	33.68	6.76	--	--
高性能汽车动力电池项目	20.26	3.32	1.27	0.50	15.17
高端电动汽车电驱系统项目	10.66	2.19	2.24	0.80	5.43
合计	108.93	59.27	16.89	4.39	21.73

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际注意到，公司在建工程规模较大，存在一定的资本支出压力，且公司对新能源项目持续投入，中诚信国际将持续关注公司在建项目的建设进展及预期收益实现情况。

跟踪期内，东风汽车集团成为公司第二大股东；目前公司非公开发行股票募集资金已到位，公司资本实力将有所增强

资本运作方面，根据公司2020年4月21日发

布的《小康股份关于发行股份购买资产暨关联交易之发行结果暨股本变动的公告》，小康股份向东风汽车集团有限公司（以下简称“东风汽车集团”）发行327,380,952股，发行价格为11.76元/股，以收购东风小康50%股权。东风小康已于2020年4月10日就本次交易涉及的股权过户事宜办理完毕工商变更登记手续。上述股权转让完成后，公司持有东风小康100%股权，东风小康成为公司的全资子公司。本次发行完成后，公司总股数为1,267,326,683

⁴ 受让对象包括但不限于实际控制人及其控制的子公司或其他第三方，在股权转让完成前不再新增对两个公司的资金投入（包含增资、借款等各种形式的资金投入）。公司将根据非公开发行预案所披露的用途使用

募集资金，不会将募集资金直接或变相用于类金融业务；在募集资金到位36个月内，不再新增对类金融业务的资金投入。

股，重庆小康汽车控股有限公司（以下简称“小康控股”）持有公司 38.40% 股权，为公司第一大股东，东风汽车集团作为公司第二大股东持有公司 25.83% 股权，此外，东风集团持有公司 5.12% 股权。公司控股股东仍为小康控股，实际控制人仍为张兴海先生。**中诚信国际认为**，上述事项将公司与东风汽车集团的合作从业务合作升级为全面战略合作，有利于双方在前沿技术、产品平台、智能制造及金融资源的协同。此外，**中诚信国际还关注到**，针对上述事项，小康控股就重组置入的标的资产做出了业绩承诺，受新冠肺炎疫情影响，东风小康的生产经营遭受较大冲击，公司经与业绩承诺方协商，就东风小康业绩承诺期间进行调整⁵，中诚信国际将对东风小康业绩承诺完成情况保持关注。

根据公司公告，公司目前正在推进非公开发行 A 股股票，扣除发行费用后的募集资金净额用于投资以下项目：

表 7：公司非公开发行募集资金用途（万元）

项目名称	总投资额	募集资金拟投入额
SERES 智能网联新能源系列车型开发及产品技术升级项目	173,162.00	162,172.00
营销渠道建设项目	100,825.00	27,325.00
补充流动资金	69,800.00	69,800.00
合计	343,787.00	259,297.00

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

根据公司 2021 年 6 月 17 日发布的公告，经中国证券监督管理委员会核准，公司向特定对象发行人民币普通股 A 股 56,368,913 股，每股发行价格为人民币 46.00 元，本次募集资金总额为 25.93 亿元，实际募集资金净额为 25.68 亿元，上述募集资金到位情况已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审

⁵ 小康控股承诺，东风小康于承诺年度 2019 年度、2020 年度、2021 年度及 2022 年度合并报表经审计归属于母公司净利润分别不低于 2 亿元、4 亿元、5 亿元及 5 亿元。在承诺年度中任何一个年度的专项审核报告出具后，如东风小康当年实际归属于母公司净利润数未达到当年承诺归属于母公司净利润数 80%（不包含 80%）的，则触发补偿义务。考虑到新冠肺炎疫情影响，同时东风小康 2019 年业绩承诺已经完成，业绩承诺期变更为 2019 年、2021 年、2022 年及 2023 年，各年度承诺归属于母公司净利润数不变。

⁶ 公司及 SF MOTORS 与美国汽车公司 AM General LLC 于 2017 年 6 月 21 日签署《资产收购协议》，SF MOTORS 以价格 11,000 万美元收购 EVAP 工厂及相关资产，并于 2017 年 10 月 31 日完成资产交割。

⁷ 其中，不动产（土地、土地上的建筑物及其他附属物）对价金额为 9,000

万美元，不动产之外的资产（EVAP 工厂内使用的设备、机器等）对价金额为 5,500 万美元。

除上述资本运作之外，公司 2021 年 3 月 25 日发布公告称，公司控股子公司 SF MOTORS, INC.（以下简称“SF MOTORS”）拟与 ELECTRIC MILE, INC.（以下简称“ELM”）签署《买卖协议》，SF MOTORS 拟将其位于美国印第安纳州的 EVAP 工厂⁶出售给 ELM，本次出售 EVAP 工厂的交易对价为 14,500 万美元⁷，上述金额将采取分期支付的方式，首付款 3,000 万美元，剩余金额将分为 23 个月/期付清。EVAP 工厂的出售价格与 2020 年 9 月 30 日的账面净值相比，溢价率为 9.88%。同时，SF MOTORS 及公司全资子公司重庆小康进出口有限公司拟与 ELM 签署《知识产权许可协议》⁸、《服务协议》⁹及《供货协议》¹⁰。此外，若 ELM 成功完成收购合并美国上市公司 FORUM MERGER III CORPORATION（以下简称“FORUM”），则 ELM 承诺将向 SF MOTORS 发行 FORUM 500 万股普通股股权。同时，ELM 通过收购合并美国上市公司 FORUM 的方式将 EVAP 工厂装入 FORUM，该事项存在不确定性，且上述事项为本次交易标的资产转移占有生效的前提条件之一，因此本次交易存在不确定性，中诚信国际对此保持关注。

财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年~2020 年财务报告以及公司披露的未经审计的 2021 年一

万美元，不动产之外的资产（EVAP 工厂内使用的设备、机器等）对价金额为 5,500 万美元。

⁸ SF MOTORS 拟授权许可 ELM 在美国、加拿大和墨西哥使用公司拥有 EC35 和 D51 的知识产权（不包含商标），许可费（入门费）为 500 万美元。在被许可方销售产品后，SF MOTORS 收取 100 美元/台许可费，直至累计收到单台许可费 1,000 万美元（10 万台车）时停止收取，该协议将于 ELM 与 FORUM 上市合并日生效。

⁹ SF MOTORS 向 ELM 提供咨询服务，服务内容为支持车型项目预研所需的工程、技术和咨询服务，咨询服务费为 532 万美元，款项一次性付清，服务期为一年。

¹⁰ ELM 拟向进出口公司采购 EC35 和 D51 整车、散件及零部件等，产品价格由双方商谈确认，该协议将于《买卖协议》生效日同步生效。

季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数或当期数。中诚信国际将“长期应付款”科目中的有息债务调整至长期债务核算。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年公司销量下滑，期间费用率上升，当期公司经营业务及利润总额大幅亏损；政府补助对公司利润提供补充

整车销售业务是公司营业收入的主要来源，近年来收入占营业总收入的比重均在 85% 以上，受新冠肺炎疫情影响及行业竞争加剧，2020 年公司整车销售业务收入同比进一步下滑。

营业毛利率方面，受公司销量下滑、燃油车单台价值降低且固定成本支出较为刚性影响，2020 年公司整车业务及汽车动力总成毛利率同比均大幅下降；受此影响，公司营业毛利率同比大幅下滑。2019 年 10 月起，公司缩减融资租赁业务规模，潜在客户将部分应收终端汽车消费金融客户款项转让创格公司，使得 2020 年融资租赁业务收入及毛利率下降幅度较大。

表 8：公司主要板块收入及毛利率情况

收入（亿元）	2018	2019	2020	2021.1~3
汽车	176.41	156.35	122.06	28.71
汽车动力总成	13.98	12.88	10.73	1.62
汽车零部件	3.70	3.86	3.97	1.13
融资租赁	2.77	1.99	0.57	0.06
其他	5.54	6.24	5.68	1.36
合计	202.40	181.32	143.02	32.89
毛利率（%）	2018	2019	2020	2021.1~3
汽车	22.54	15.55	2.19	0.78
汽车动力总成	22.42	16.30	10.28	11.88
汽车零部件	29.03	28.03	23.81	21.58
融资租赁	87.54	88.66	70.61	-28.11
其他业务	34.30	33.93	24.65	22.10
营业毛利率	23.86	17.30	4.56	2.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用支出以销售费用、管理费用和研发费用为主。公司销售费用主要由运输及仓储费、广告宣传费等构成，管理费用主要包括职工薪酬、办公费、差旅费等。2020 年，公司根据新收入准则将当期运输费用调至营业成本

核算，且广告宣传费用减少，当期销售费用随之减少。同时公司加强费用控制，办公差旅费用及职工薪酬减少，带动 2020 年公司管理费用同比有所下降。此外，公司加大新能源方面研发力度，2020 年研发费用为 8.37 亿元，同比增加 28.57%。整体来看，2020 年期间费用规模有所降低，但营业总收入受销量下滑影响下降较快，期间费用率有所上升，中诚信国际关注到，较高的期间费用对公司利润形成侵蚀。

2020 年，公司获得其他收益 6.22 亿元，主要为政府扶持基金，但受整车销量下滑以及期间费用规模较大等因素影响，公司经营业务利润仍大幅亏损。同期，公司以预期信用损失为基础，对发生减值的应收款项、长期应收款等计提坏账准备；因 2020 年销量下降，公司基于谨慎原则计提存货跌价准备；受泸州容大盈利不及预期影响，公司对商誉计提减值损失，上述因素对利润总额产生负面影响。此外，2020 年公司资产处置收益主要为井口土地收储，同比大幅下降，主要系去年同期收储中心收储公司资产形成较大收益所致。中诚信国际关注到，2020 年公司利润总额大幅亏损，公司盈利能力大幅弱化。2021 年 1~3 月，受原材料价格上涨影响，且毛利较高的车型销售占比下降，公司营业毛利率进一步下滑，当期经营业务利润及利润总额亦呈亏损态势，中诚信国际将持续关注盈利能力改善情况。

盈利指标方面，2020 年，受公司利润总额大幅下降影响，EBITDA 利润率和总资产收益率持续下滑。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	15.89	13.61	7.29	1.70
管理费用	12.25	10.44	8.93	2.00
研发费用	4.83	6.51	8.37	1.72
财务费用	1.21	2.31	2.72	0.68
期间费用合计	34.17	32.88	27.30	6.11
期间费用率(%)	16.88	18.13	19.09	18.57
经营性业务利润	9.16	-1.85	-18.09	-5.48
其中：其他收益	1.87	5.28	6.22	0.56
资产减值损失	3.15	2.26	2.57	0.01

投资收益	0.67	-0.90	-1.01	-0.34
营业外损益	1.14	0.21	0.07	0.02
资产处置收益	0.07	5.91	0.59	-0.00
利润总额	7.89	2.52	-21.87	-5.91
EBITDA 利润率(%)	8.75	8.49	-3.77	--
总资产收益率(%)	4.06	1.90	-6.80	--

注：因缺少相关数据，2021 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

流动资产	131.55	137.69	97.01	85.49
长期应收款	13.64	9.49	4.86	4.01
固定资产	49.30	64.75	76.93	74.50
在建工程	27.87	27.97	18.70	20.26
无形资产	17.80	31.27	41.64	40.96
非流动资产	134.09	161.66	165.66	165.99
总资产	265.64	299.35	262.68	251.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末，受当期大幅亏损影响，公司杠杆比率大幅攀升，且处于较高水平；公司短期债务规模较大，债务结构有待改善

受公司销量下滑且当期亏损影响，2020 年末公司资产总额及负债总额同比均有所下降。随着公司汽车工厂异地迁建项目以及电池、驱动系统研发项目的推进，公司流动资产占总资产的比重持续下降，截至 2020 年末，流动资产占总资产的比重为 36.93%，主要由货币资金、应收账款、应收款项融资及存货构成。2020 年，公司仍保持一定的投资规模，且支付创格公司融资租赁款项，2020 年末公司货币资金较上年末大幅减少；根据新收入准则，公司将应收新能源补贴款调整至合同资产核算，2020 年末公司应收账款有所下降；应收款项融资随着汽车销量下降而有所下降。存货主要为原材料和库存商品，同期末，受公司计提存货跌价准备影响，公司存货规模小幅下降。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2020 年末公司长期应收款减少主要系融资租赁业务减少所致；随着生产基地建设项目的推进，2020 年末公司固定资产规模大幅增加，在建工程规模有所减少。此外，同期末，汽车、发动机的开发支出转无形资产以及公司购买土地使用权使得无形资产规模较 2019 年末进一步增加。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	46.85	46.03	29.32	26.88
应收票据	42.48	--	--	--
应收账款	14.98	15.97	6.72	4.00
应收款项融资	--	35.92	18.24	11.61
存货	17.73	22.49	19.74	22.00
合同资产	--	--	9.92	7.82

公司负债以流动负债为主，流动负债主要包括短期借款、应付票据和应付账款。2020 年末，公司短期借款规模变化不大；应付票据全部为银行承兑汇票，2020 年末公司应付票据和应付账款合计规模同比保持稳定。非流动负债方面，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，2020 年，公司长期借款规模有所下降；应付债券规模随着“小康转债”转股而有所减少；2020 年末长期应付款大幅减少主要系公司归还创格公司融资租赁款所致。

所有者权益方面，2020 年末公司股本及资本公积增加主要为“小康转债”转换为公司股票。但受公司及部分子公司亏损影响，2020 年末公司未分配利润及少数股东权益同比均大幅下滑，使得公司所有者权益规模亦大幅下降。

财务杠杆方面，2020 年以来，受公司权益规模下降影响，资产负债率和总资本化比率不断攀升，公司杠杆比率已处于较高水平。**中诚信国际关注到**，公司非公开发行股票募集资金已到位，资本结构有望得到改善。债务结构方面，公司债务以短期债务为主，截至 2020 年末，公司短期债务占总债务的比重为 77.50%，债务结构有待优化。

表 11：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2020.3
短期借款	22.02	20.68	21.46	19.97
应付票据	52.68	54.15	56.12	61.45
应付账款	50.52	59.99	53.25	41.95
流动负债	150.52	168.08	162.47	154.82
长期借款	24.41	20.23	15.20	17.70
应付债券	6.73	7.20	5.38	3.82
长期应付款	5.21	17.85	9.70	8.80
非流动负债	43.17	52.73	44.02	44.84
总负债	193.70	220.81	206.49	199.66
短期债务	76.45	82.20	86.98	90.87

总债务	107.74	119.22	112.22	115.65
短期债务/总债务	70.96	68.94	77.50	78.57
股本	9.45	9.40	12.78	12.91
资本公积	19.11	21.16	33.58	35.65
未分配利润	20.35	20.00	2.08	-3.25
少数股东权益	19.75	23.12	4.56	3.85
所有者权益合计	71.94	78.54	56.19	51.81
资产负债率	72.92	73.76	78.61	79.40
总资本化比率	59.96	60.29	66.64	69.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受公司盈利能力下滑影响，2020 年公司 EBITDA 偿债能力指标大幅弱化；公司货币资金受限比例较高，公司面临一定的短期偿债压力

经营活动现金流方面，2020 年公司根据资金需求，将银行承兑汇票贴现，使得当期经营活动现金流净流入规模同比大幅增加。同期，公司当期减少固定资产投资，带动投资活动现金净流出规模同比有所减少。筹资活动现金流方面，2020 年，受公司支付创格公司融资租赁款影响，当期筹资活动净现金流呈净流出态势。

偿债能力方面，2020 年公司经营活动净现金流偿债指标有所增强，不足以覆盖总债务但可以对当期利息支出形成覆盖；受公司盈利能力下降影响，公司 EBITDA 偿债能力指标大幅弱化。此外，公司短期债务规模较高，同时货币资金受限比例较高，对短期债务覆盖能力较弱，公司面临较大的短期偿债压力。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	11.11	3.32	10.88	-2.61
投资活动净现金流	-28.22	-19.95	-13.19	-0.97
筹资活动净现金流	3.14	10.29	-11.29	0.42
经营活动净现金流/总债务	0.10	0.03	0.10	-0.09*
经营活动净现金流/利息支出	4.82	1.11	3.94	--
留存现金流/总债务（%）	12.69	7.06	-2.04	--
总债务/EBITDA	6.09	7.75	-20.82	--
EBITDA 利息倍数	7.68	5.14	-1.95	--
货币资金/短期债务	0.61	0.56	0.34	0.30
货币等价物/总债务	0.83	0.39	0.28	0.25

注：带*指标已经年化处理；由于缺少相关数据，部分 2021 年一季度指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模较大且股东质押比例高，畅通的融资渠道为公司偿债提供一定保障

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 51.40 亿元，占总资产的比重为 20.44%，受限比例较高，资产流动性受到一定影响。受限资产主要包括作为票据保证金和借款保证金的货币资金 20.68 亿元，占货币资金的比重为 76.93%，受限比例很高；为开具银行承兑汇票提供质押的应收票据 9.60 亿元以及为借款提供抵押担保的房屋建筑物 15.19 亿元。

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

银行授信方面，公司与多家金融机构有良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 98.21 亿元，未使用授信额度为 15.12 亿元，备用流动性一般。同时公司作为国内 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

股权质押方面，截至 2021 年 4 月 20 日，小康控股及其一致行动人累计质押股份 387,280,000 股¹¹，占其所持股份比例为 70.69%，占公司总股本比例为 29.96%，质押比例较高。

过往债务履约情况：公开资料显示，截至 2021 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的企业信用报告，截至 2021 年 4 月 21 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

作为重庆市沙坪坝区重点企业，公司在新基地建设及新能源汽车方面获得一定支持

公司是重庆市沙坪坝区重点企业，沙坪坝区积极推进产业结构调整升级，以带动地方经济的增长。依据公司 2017 年 12 月 12 日发布的《小康股份关于东风小康汽车有限公司沙坪坝分公司井口

券-20 康 EB02 担保及信托财产专户的 27,113,588 股。

¹¹ 上述质押股份数量不包括小康控股因发行可交换公司债券而转至小康控股-红塔证券-19 小康 EB 担保及信托财产专户和小康控股-红塔证

生产基地迁建项目的公告》，公司井口基地附近逐渐形成密集居住区，且不能满足公司的发展要求，经与沙坪坝区人民政府协调，决定对井口基地范围内所属国有土地使用权、建筑物、构筑物及搬迁损失等实施收购储备，并支付收购储备补偿款 8 亿元，专项用于将井口基地迁建至重庆大学城科技产业园·生产制造中心。依据公司 2019 年 11 月 5 日发布的《重庆小康工业集团股份有限公司关于公司土地及建筑物、构筑物收储事项的公告》，重庆市沙坪坝区土地整治储备中心（以下简称“土储中心”）拟对公司位于重庆市沙坪坝区的国有土地使用权、建筑物、构筑物等进行收储，截至目前已收到全部收储款 13.49 亿元。

此外，根据 2020 年 4 月 23 日发布的《小康股份关于签订投资战略合作协议的公告》，公司与重庆两江新区管委会及东风汽车集团有限公司共同签订《关于共建中高端新能源汽车项目的协议》，重庆市人民政府及重庆两江新区管委会将指定主体或基金共同成立 SPV，由 SPV 向金康汽车投资 20 亿元，各方将致力于 2025 年前将金康汽车分阶段打造成年产 15 万台的中高端新能源汽车生产企业。

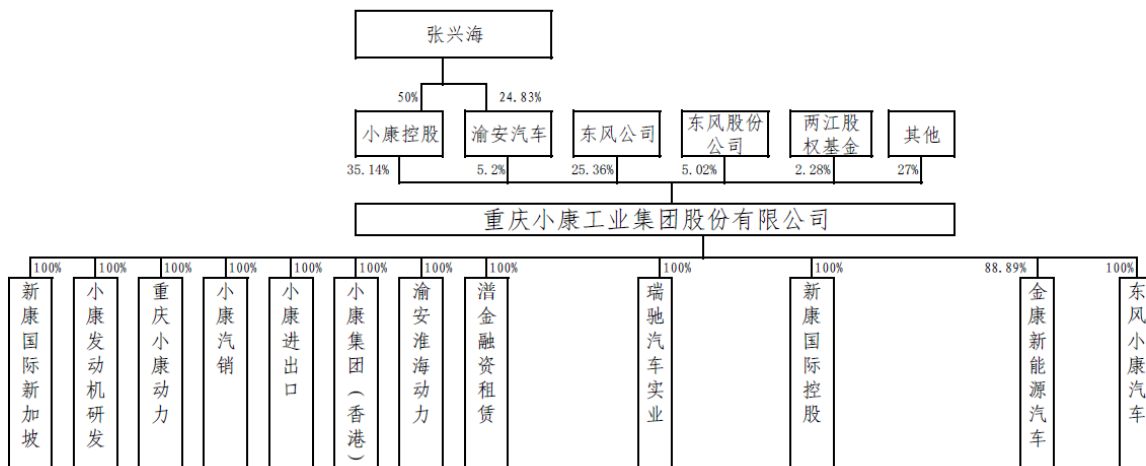
但中诚信国际关注到，公司是控股股东小康控股下主要经营主体，除小康股份外，小康控股尚有摩托车生产与销售业务等，存在一定的资金需求，小康控股目前的存续债为“21 康 EB03”。分红方面，2018 年及 2019 年，公司现金分红数额为 0.75 亿元和 0.50 亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比率为 71.12% 和 75.98%，分红比例较高。此外，公司非公开发行股票完成后，小康控股对公司的持股比例或将下降。整体来看，公司实际控制人及控股股东对公司的支持意愿很强，但公司作为民营企业，公司实际控制人及控股股东在资金和资源方面的协调能力一般。

评级结论

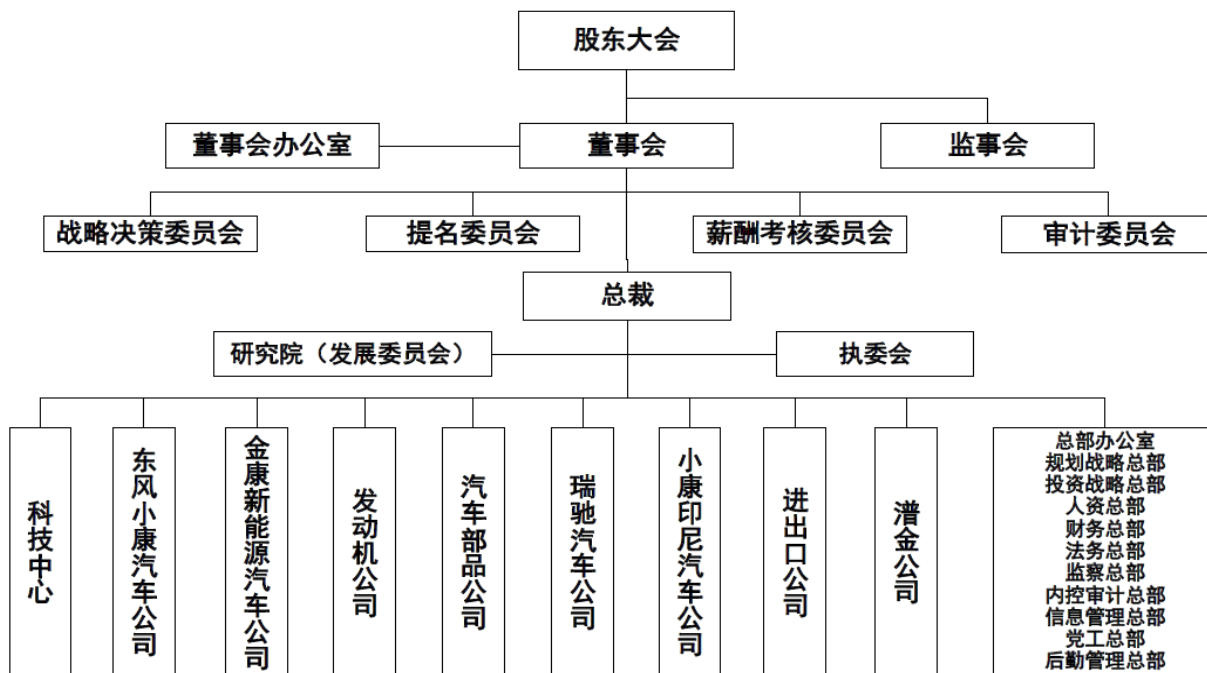
综上所述，中诚信国际将重庆小康工业集团股份有限公司的主体信用等级由 AA 调降至 AA⁻，评

级展望为稳定；将“小康转债”的债项信用等级由 AA 调降至 AA⁻。

附一：重庆小康工业集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：自 2020 年 4 月 20 日至 2021 年 6 月 7 日期间，由于受公司可转换公司债券转换为公司股本等因素的影响，公司总股本由 1,267,326,683 股变更为 1,297,705,153 股，导致公司持股 5% 以上股东东风汽车集团股份有限公司及其一致行动人持股比例被动稀释 0.72%。同时，公司收到东风集团股份的通知，其通过大宗交易方式减持公司股份 3,580,000 股，占公司总股本的 0.28%。



资料来源：公司提供

附二：重庆小康工业集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	468,464.85	460,269.85	293,161.23	268,761.51
应收账款净额	149,778.94	159,749.51	67,174.46	39,974.71
其他应收款	13,509.82	14,379.34	4,262.81	5,077.91
存货净额	177,276.42	224,920.89	296,538.57	298,253.44
长期投资	24,838.61	17,882.93	20,058.68	19,282.57
固定资产	492,971.14	647,534.47	769,285.27	745,035.20
在建工程	278,732.71	279,674.85	186,958.60	202,624.66
无形资产	178,028.72	312,699.23	416,351.59	409,613.15
总资产	2,656,388.41	2,993,510.31	2,626,759.46	2,514,737.94
其他应付款	76,819.76	92,628.85	64,292.75	63,235.16
短期债务	764,534.72	821,953.44	869,755.36	908,740.62
长期债务	312,899.04	370,262.22	252,478.51	247,807.60
总债务	1,077,433.76	1,192,215.66	1,122,233.87	1,156,548.21
净债务	608,968.91	731,945.80	829,072.64	887,786.71
总负债	1,936,962.53	2,208,147.30	2,064,856.31	1,996,598.58
费用化利息支出	23,063.57	28,467.20	27,645.45	--
资本化利息支出	0.00	1,457.35	0.00	--
所有者权益合计	719,425.89	785,363.01	561,903.15	518,139.36
营业总收入	2,023,978.48	1,813,200.52	1,430,247.60	328,856.74
经营性业务利润	91,618.37	-18,450.25	-180,934.37	-54,772.07
投资收益	6,727.90	-9,009.32	-10,077.38	-3,417.78
净利润	50,783.73	8,539.70	-223,441.93	-60,373.52
EBIT	102,002.02	53,654.56	-191,072.16	--
EBITDA	177,033.14	153,874.27	-53,898.43	--
经营活动产生现金净流量	111,135.07	33,159.38	108,793.01	-26,144.03
投资活动产生现金净流量	-282,175.38	-199,492.89	-131,853.90	-9,690.49
筹资活动产生现金净流量	31,413.32	102,856.45	-112,865.01	4,235.71
资本支出	257,818.00	270,150.86	184,564.77	37,834.21

财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	23.86	17.30	4.56	2.87
期间费用率(%)	16.88	18.13	19.09	18.57
EBITDA 利润率(%)	8.75	8.49	-3.77	--
总资产收益率(%)	4.06	1.90	-6.80	--
净资产收益率(%)	7.80	1.14	-33.17	--
流动比率(X)	0.87	0.82	0.60	0.55
速动比率(X)	0.76	0.69	0.41	0.36
存货周转率(X)	9.91	7.46	5.24	4.28*
应收账款周转率(X)	16.49	11.72	12.61	32.91*
资产负债率(%)	72.92	73.76	78.61	79.40
总资本化比率(%)	59.96	60.29	66.64	69.06
短期债务/总债务(%)	70.96	68.94	77.50	78.57
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.03	0.10	-0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.04	0.13	-0.12*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.82	1.11	3.94	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	5.11	-0.72	6.80	--
总债务/EBITDA(X)	6.09	7.75	-20.82	--
EBITDA/短期债务(X)	0.23	0.19	-0.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.68	5.14	-1.95	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.42	1.79	-6.91	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将长期应付款科目中的有息债务调整至长期债务核算；3、将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理；5、由于缺少相关数据，2021 年一季度部分数据无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。