

汽车制造行业

2017 年上半年度信用质量及市场表现分析报告

工商企业评级部 单玉柱 许丹宁

2017 年上半年度，受购置税优惠退坡影响，国内乘用车销量增速下降，而得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，国五标准实施、限超限载治理以及物流市场需求增加等影响，商用车销量大幅增加。受车辆购置税上调及钢价上涨等影响，2017 年上半年度我国汽车制造行业营业收入和利润总额增速有所放缓。

从行业内已发债企业来看，汽车制造子行业信用质量发展趋势有所不同，乘用车生产企业信用质量普遍较好，而商用车中重卡、客车生产企业分化加大，其中货车生产企业受益于国五标准实施、限超限载治理等影响，经营效益大幅反弹，而客车生产企业受国家新能源汽车补贴滑坡影响，信用风险明显上升。2017 年上半年度，行业内仍以发行中期票据和公司债等传统债券为主，当期发行的债券信用评级全部为 AA 级以上（含 AA 级）。级别调整方面，2017 年上半年度，汽车制造行业共有两家企业主体信用等级上调，行业内主体信用质量整体较为稳定。

一、行业信用质量分析

我国汽车制造行业经历快速发展，但近年来，受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，行业产销增速明显回落，且乘用车与商用车分化加大。2016 年，得益于购置税优惠、限超政策实施以及车企产品布局调整，汽车销售市场出现回暖。2017 年上半年度，受购置税优惠退坡影响，乘用车销量增速下滑，而得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，国五标准实施，限超限载治理以及物流市场需求增加，商用车销量大幅增加。

汽车制造业为我国国民经济发展的支柱产业之一，具有产业链长、关联度高、就业面广、消费拉动大等特性。汽车制造上游行业主要为钢铁、塑料、化工等行业，下游主要为个人消费、基建、客运和军事等。汽车制造行业景气度与居民收入水平和固定资产投资密切相关，而钢材价格、油气价格、消费者偏好以及产业政策等外部因素也是影响汽车制

造行业的重要因素。

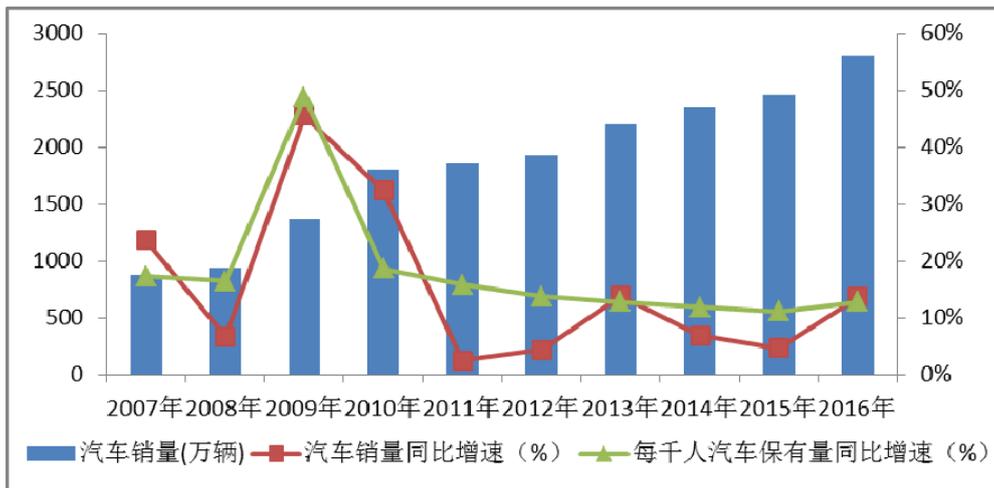
改革开放以来，随着我国居民收入不断提高以及城镇化进程加速，汽车产业自 2000 年以来步入快速发展期，汽车产销量连创新高，并逐步成为国民经济重要的支柱产业之一。但受全球金融危机的影响，2008 年下半年我国汽车销量由高速增长转为低迷。2009 年，得益于国家四万亿投资计划实施以及推出《汽车产业调整振兴规划》，汽车产销量实现爆发式增长，当年汽车产销量分别为 1379.10 万辆和 1364.48 万辆，同比分别增长 48% 和 46%，首次超过美国成为世界汽车产销第一大国。在经历 2009-2010 年高速增长后，受宏观经济调整以及刺激汽车消费政策相继退出等因素影响，2011-2012 年，我国汽车制造行业增速大幅回落，其中 2011 年我国汽车产销量同比仅分别增长 0.88% 和 2.49%，增速为近 13 年来最低。得益于国家节能汽车推广以及三四线城市需求提升，2013 年我国汽车市场销量增速有所回暖，当年汽车累计产销量分别为 2211.68 万辆和 2198.41 万辆，同比增长 14.76% 和 13.87%，其中新能源汽车同比增长 39.70%。2014-2015 年，受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，我国汽车制造行业增速总体回落，其中商用车产销量有所下降。

2016 年，受购置税优惠即将到期、限超政策以及车企产品布局调整等因素影响，我国汽车产销继续保持增长，全年汽车产销量分别为 2811.88 万辆和 2802.82 万辆，同比分别增长 14.46% 和 13.65%，增幅比上年分别提升 11.17 个百分点和 8.94 个百分点。从细分市场看，乘用车产销量分别为 2442.07 万辆和 2437.69 万辆，同比分别增长 15.50% 和 14.93%。其中：轿车销售 1214.99 万辆，同比增长 3.44%；SUV 销售 904.70 万辆，同比增长 44.59%；MPV 销售 249.65 万辆，同比增长 18.38%；交叉型乘用车销售 68.35 万辆，同比下降 37.81%。SUV 和 MPV 车型仍然保持高速增长态势。商用车方面，2016 年，受《超限运输车辆行驶公路管理规定》及《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》实施及基数较低影响，我国商用车产销分别为 369.81 万辆和 365.13 万辆，同比增长 8.01% 和 5.80%，在经历 2014 年和 2015 年连续两年下降后恢复增长。从不同车型销售情况看，客车销量为 54.34 万辆，同比下降 8.73%，货车销量为 310.79 万辆，同比增长 8.82%。此外，2016 年，我国新能源汽车生产 51.7 万辆，销售约 50.7 万辆，较上年同期分别增长 51.7% 和 53.0%，经过几年的大力推广，我国新能源汽车产业发展取得积极进展，我国已成为全球新能源汽车保有量最大的国家，占全球市场保有量的 50% 以上。截至 2016 年末，我国汽车保有量已达 1.94 亿辆，

较上年末增加 0.22 亿辆，每千人汽车保有量为 141.10 辆。

2017 年上半年度，我国汽车产销量分别为 1352.58 万辆和 1335.39 万辆，同比增长 4.64% 和 3.81%，增速比上年同期分别减缓 1.83 个百分点和 4.33 个百分点。其中乘用车产销 1148.27 万辆和 1125.30 万辆，同比分别增长 3.16% 和 1.61%，受 2017 年车辆购置税由 5% 上调至 7.5% 的影响，产销量增速较上年同期分别减少 4.16 个百分点和 7.62 个百分点；商用车产销量分别为 204.30 万辆和 210.09 万辆，同比分别增长 13.80% 和 17.39%，得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，限超限载治理以及物流市场需求增加，增速较上年同期分别增长 12.30 个百分点和 15.52 个百分点。虽然近年来我国汽车保有量已大幅提升，但较国际发达国家仍有较大差距，且居民收入水平增长等中长期因素未发生根本改变，中长期而言，我国汽车制造行业发展空间仍较大。

图表 1. 2007 年以来我国汽车销售情况表 (单位: 万辆, %)



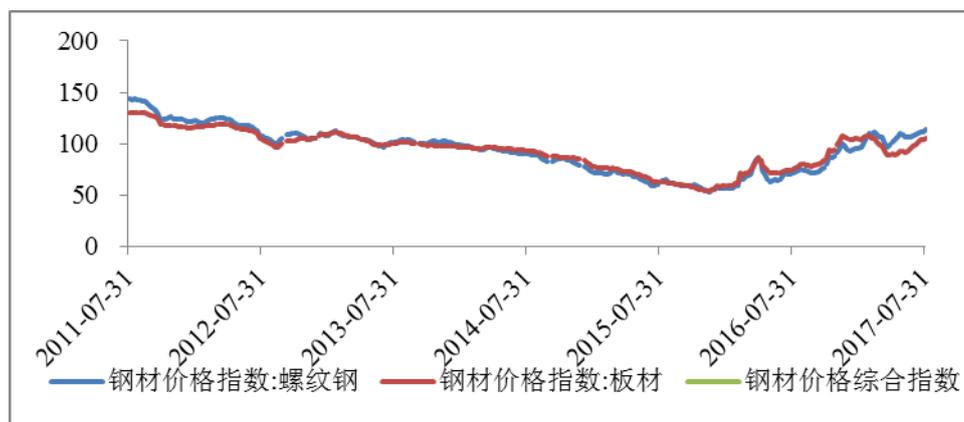
数据来源: 中国汽车工业协会

近年来,钢材价格低位运行使得汽车生产成本保持在较低水平,而油价低迷有利于提升汽车消费,汽车生产企业整体经营业绩保持增长。2016 年以来,受宏观经济回暖、钢厂去产能等影响,钢材价格出现回升,其在一定程度上压缩了汽车制造企业的盈利空间,而油价震荡运行对汽车消费结构产生一定影响。

钢材成本是汽车整车及零部件生产的主要成本之一,钢材价格波动对汽车生产企业的利润空间产生一定影响。2001-2005 年,我国经济的快速增长及大型基建项目投入力度加大,钢铁行业经历了高速增长时期。但钢铁行业产能过剩使得钢铁产量增速逐渐放缓,并于 2008 年跌至最低点。此后随着国家出台“四万亿”刺激政策,钢铁销量有所回暖,

但 2011 年以来，宏观经济下行压力加大，固定资产投资增速放缓，钢铁行业景气度再次下滑，钢材价格也严重受挫。2015 年，中国钢材综合价格指数跌至历史低点。2016 年以来，受钢厂减产、去库存、清理“地条钢”等因素影响，钢价出现反弹，一定程度上压缩了汽车制造企业的盈利空间。截止 2017 年 8 月 4 日，钢材综合价格指数 108.26 点，仍处于历史较低水平。总体上看，我国钢铁价格属于合理性回归，钢铁价格的稳定增长有利于钢铁行业供给侧改革的推进和行业的长远发展，但短期内价格快速上涨也会造成下游汽车制造行业成本上升压力。

图表 2. 近年来钢铁行业指数变化情况



数据来源：Wind 资讯

成品油价格的变化将影响用车成本，直接影响乘用车消费和需求结构。从成品油价格来看，自 2009 年中国政府决定实行国内成品油与国际原油价格间接接轨的定价机制，成品油价格与国际原油价格的联系愈加紧密。近年来，受世界经济、美元汇率、地缘政治等多种因素的影响，国际原油价格经历了较大幅度的波动，国内成品油价格也不断调整。2013 年 3 月，国家发改委出台成品油价格形成机制完善方案，将调价周期由 22 个工作日缩短为 10 个工作日，并取消 4% 的调价幅度限制，受此影响，国内油价调整机制更加具有时效性，调整也更频繁。2016 年，国内成品油共经历 25 轮价格调整，全年汽油累计上涨 1015 元/吨，柴油累计上涨 975 元/吨。2017 年上半年度，国内成品油价格经历 10 轮调整，波动明显，其中汽油累计下调 605 元/吨，柴油累计下调 580 元/吨。未来若全球原油价格出现大幅波动，将会对汽车消费和需求结构产生较大影响。

近年来国家在关键零部件生产、新能源汽车和治理货车超限超载等方面陆续出台了多项政策，对汽车行业创新体系建设、节能环保等方面产生积极影响。

我国汽车制造业起步较慢，虽然近些年来行业增速总体较快，但汽车生产企业自主研发能力仍较薄弱，汽车核心部件的技术水平与国际先进水平仍有一定差距。此外，我国还存在石油资源匮乏、环境污染严重、交通事故发生率高及货车超载严重等问题，为提升国内汽车制造企业技术水平、强化节能环保和加强道路交通安全，近年来国家在关键零部件生产、新能源汽车和治理货车超限超载等方面陆续出台了多项政策。

2014年1月，财政部等四部委印发《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》，国家对新能源汽车的补贴标准将进一步降低，即2014年在2013年标准基础上下降5%，2015年在2013年标准基础上下降10%；2015年5月，国务院印发《中国制造2025》，提出继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展，掌握汽车低碳化、信息化、智能化核心技术，提升动力电池、驱动电机、高效内燃机、先进变速器、轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系；2015年9月，财政部、国家税务总局印发《关于减征1.6升及以下排量乘用车购置税的通知》，对2015年10月1日至2016年12月31日期间购置1.6升及以下排量乘用车减按5%的税率征收车辆购置税；2016年5月，国家发展改革委、国家能源局、财政部、环境保护部、住房城乡建设部、工业和信息化部、交通运输部、中国民用航空局颁布《关于推进电能替代的指导意见》，提出将支持电动汽车充换电基础设施建设，推动电动汽车普及应用；2016年9月，国家交通运输部发出《超限运输车辆行驶公路管理规定》，统一了超限超载认定标准，将6轴车车货总重由55吨降为49吨，新规明确交通、公安部门将实现常态化联合执法，对超限超载运输车辆将严格实施“一超四罚”，同时从2016年9月21日起，将全面禁止“双排车”通行；2016年初，财政部对90家主要新能源汽车进行专项检查，2016年9月，财政部公布对部分新能源汽车生产企业骗补核查处置结果，对部分违规企业取消中央财政补助资格并追回补助预拨资金。2016年12月，财政部公布的《财政部、国家税务总局关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》指出，自2017年1月1日起至12月31日止，对购置1.6升及以下排量的乘用车的购置税优惠从之前的5%改为按照7.5%来征收，依旧低于原本10%的基本税率。2016年12月，工信部、财政部、科技部、发改委四部委发布了《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，通知明确将调整完善推广应用补贴政策。包括：提高推荐车型目录门槛并动态调整。调整新能源汽车补贴标准，纯电动乘用车按续航里程不同分别补贴2万元、3.6万元、4万元，插

电式混合动力乘用车补贴 2.4 万元。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%，同时改进补贴资金拨付方式。2017 年 1 月，工信部公布的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》提出，申请准入的新能源汽车产品，应符合《新能源汽车产品专项检验项目及依据标准》，新能源汽车准入门槛进一步提高。

汽车制造行业是典型的资本、技术和规模经营行业，具有较高的进入和退出壁垒。我国汽车制造行业目前形成以上汽集团、东风集团、一汽集团、中国长安和北汽集团五家大型集团为主的竞争格局，行业集中度较高，且大型汽车制造企业较上游供应商处于强势地位。

汽车制造行业是典型的资本、技术和规模经营行业，进入和退出壁垒较高，行业内具有规模优势的企业竞争力较强。近年来汽车制造业集中度较高，目前汽车年销量超过两百万辆的企业集团有五家，分别为上汽集团、东风集团、一汽集团、中国长安和北汽集团，五家企业集团占全国汽车销量总额的 70.52%，且排名相对稳定。

图表 3. 国内前十家汽车生产企业销售及市场占有率情况 (万辆、%)

指标	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年上半年度		
	销量	占有 率	排 名									
上汽集团	558.37	23.77	1	586.35	23.84	1	647.16	23.09	1	316.81	23.72	1
东风集团	380.25	16.19	2	387.25	15.74	2	427.67	15.26	2	184.50	13.82	2
一汽集团	308.61	13.14	3	284.38	11.56	3	310.57	11.08	3	159.95	11.98	3
中国长安	254.78	10.85	4	277.65	11.29	4	306.34	10.93	4	142.95	10.71	4
北汽集团	240.09	10.22	5	248.90	10.12	5	284.67	10.16	5	111.85	8.38	5
广汽集团	117.23	4.99	6	130.31	5.30	6	164.92	5.88	6	96.35	7.22	6
华晨汽车	80.17	3.41	7	85.61	3.48	7	77.44	2.76	9	36.15	2.71	9
长城汽车	73.08	3.11	8	85.27	3.47	8	107.45	3.83	7	46.07	3.45	8
吉利控股	48.61	2.07	9	56.19	2.28	10	79.92	2.85	8	55.02	4.12	7
江淮汽车	46.47	1.98	10	58.79	2.39	9						
奇瑞汽车							69.85	2.49	10	31.46	2.36	10
合计	2107.66	89.72		2200.70	89.47		2475.99	88.34		1181.11	88.45	

数据来源：中国汽车工业协会，合计数与加总数不一致为四舍五入造成

2016 年国内汽车生产企业销量排名前五的分别为上汽集团、东风集团、一汽集团、中国长安和北汽集团，其中上汽集团销量为 647.16 万辆，较第二名东风集团多出 219.49 万辆，领先优势较为明显。从产业集中度看，2016 年中国汽车销量前五位的企业销量合计 1976.41 万辆，市场占有率为 70.52%，同比下降 2.03 个百分点。前十位的企业（集团）销量合计 2475.99 万辆，市场占有率为 88.34%，同比下降 1.13 个百分点。2016 年，国内前十名汽车生产企业市场占有率有所降低，但行业

市场占有率比重仍较大，行业集中度较高。2016 年，前十大汽车生产企业中，长城汽车、吉利汽车和奇瑞汽车排名上升，其中长城汽车 2016 年轿车销量出现下降，但得益于拥有多款 SUV 车型的哈弗销量保持快速增长，长城汽车排名由 2015 年第 8 上升至第 7；受益于多款新产品的推出以及老款车型换代，吉利控股 2016 年汽车销量增幅明显，其行业排名也由 2015 年的第 10 上升至第 8；在发布 2.0 战略后¹，奇瑞汽车 2016 年推出瑞虎 7、艾瑞泽 5 和艾瑞泽 3X 等新车型，汽车销量明显增长，其 2016 年汽车销量排名挤入前十。

2017 年上半年度，国内汽车生产企业销量排行前五名的格局未发生变化，排名前十名企业中，吉利控股和广汽集团销量增幅较大。从产业集中度来看，受市场竞争加剧影响，2017 年上半年度中国汽车销量前五位的企业销量合计 599.25 万辆，市场占有率为 68.60%，同比下降 3.03 个百分点。前十位的企业（集团）销量合计 1181.11 万辆，市场占有率为 88.45%，同比下降 0.46 个百分点。2017 年上半年度，国内前十名汽车生产企业市场占有率继续略有减少，但行业市场占有率比重仍较大，行业集中度较高。

我国汽车制造行业集中度较高，而上游的汽车零部件生产企业一般竞争激烈，且技术水平较为一般，受此影响，我国汽车制造企业较上游供应商处于强势地位。但我国汽车零部件行业缺乏具有核心竞争力的国际一流汽车零配件供应商，也反过来制约了汽车整车生产企业的制造水平和行业内的国际地位。

近年，受经济下行压力加大以及市场竞争加剧影响，我国汽车制造行业经济效益一般，且乘用车和商用车制造企业分化较大。得益于宏观经济趋稳以及购置税优惠政策推出，2016 年我国汽车制造行业营业收入增长较快，利润总额稳步增长。2017 年上半年度，受车辆购置税优惠减弱影响，我国汽车制造行业营业收入和营业利润增速有所放缓。

从行业经济效益来看，得益于宏观经济趋稳及购置税优惠政策推出，2016 年汽车工业重点企业（集团）经济运行增速回升。据中国汽车工业协会统计，2016 年汽车工业重点企业（集团）工业经济效益指数为 552.15，同比增加 34.59。汽车制造行业重点企业（集团）完成工业总产值 3.21 万亿元，同比增长 14.92%，实现营业收入 3.64 万亿元，同比增长 15.93%。根据中国汽车工业协会 2017 年 8 月 11 日经济指标

¹ 2.0 战略即以技术、品质、国际化为核心，提升汽车品质。

快报，2017 年上半年，我国汽车工业重点企业（集团）主要经济指标呈较快增长，营业收入、利润总额等指标高于上年同期，增幅与年初相比，虽有所回落，但增长率仍超过 10%。

图表 4. 汽车工业重点企业（集团）工业经济效益综合指数构成情况表

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度
工业增加值（亿元）	6927.77	6851.04	6881.79	3755.06
工业总产值（亿元）	27637.34	27906.43	32071.18	16635.56
营业收入（亿元）	31043.48	31404.01	36406.30	18562.05
利润总额（亿元）	3444.32	3476.76	3653.35	2084.18
总资产贡献率（%）	21.34	19.23	17.53	18.12
资产负债率（%）	59.17	59.89	61.41	60.93
成本费用利润率（%）	12.65	12.45	11.19	12.47
全员劳动生产率（万元/人）	64.51	61.98	69.16	68.25
工业经济效益综合指数	539.34	517.56	552.15	552.63

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

抽取 9 家已发债的汽车制造行业公司数据，得益于宏观经济回暖以及基数较低，2016 年除厦门金龙营业收入下降外，其他汽车制造企业营业收入均出现增长，其中广汽集团、陕汽集团和北汽股份收入增幅较大，分别为 67.99%、40.80%和 36.92%。受应收新能源补贴占款较大以及控股子公司新能源汽车骗补等影响，厦门金龙当期销售收入较上年同期下降 18.66%。营业利润方面，受高铁分流，客车行业景气度下行影响，郑州宇通营业利润较上年同期出现下滑，厦门金龙受子公司骗补事件影响，营业利润较上年同期明显下降，长安股份营业利润较上年微降，其他企业营业利润较上年同期均有所增长。2017 年上半年度，得益于国五标准实施和超限超载整治等因素影响，重卡行业大幅反弹，其中陕汽集团和中国重汽营业收入增幅分别为 100.49%和 65.59%，增幅较大。受新能源补贴下滑及前期消费透支，2017 年以来客车行业仍较低迷，样本企业中厦门金龙和郑州宇通上半年营业收入同比分别下降 48.16%和 26.44%，降幅明显。营业利润方面，得益于重卡行业反弹，陕重汽 2017 年上年度较上年同期扭亏，且营业利润大幅增长，中国重汽营业利润同比增长 407.10%，增幅大。受客车低迷影响，厦门金龙和郑州宇通营业利润同比分别下降 104.57%和 42.00%。

图表 5. 近三年一期部分汽车制造企业收入及盈利情况（单位：亿元）

企业名称	营业收入				营业利润			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度
广汽集团	223.76	294.18	494.18	346.58	16.31	40.65	68.32	67.98
北汽股份	600.72	886.05	1213.15	667.37	24.72	72.81	150.45	83.40
吉利控股	1,539.53	1,653.04	2087.99	1239.35	25.37	49.04	125.42	87.94
长安股份	529.13	667.72	785.42	335.55	35.30	95.87	94.58	46.69

企业名称	营业收入				营业利润			
	2014年	2015年	2016年	2017年上半年度	2014年	2015年	2016年	2017年上半年度
比亚迪股份	581.96	800.09	1034.70	450.38	3.33	31.76	59.86	25.95
陕汽集团	39.37	31.09	43.77	36.39	1.85	0.18	0.53	1.77
中国重汽	362.03	313.95	371.00	279.97	5.11	3.12	6.05	16.97
郑州宇通	300.46	366.01	374.53	102.83	7.98	57.77	54.87	11.34
厦门金龙	214.31	268.35	218.28	57.43	1.48	11.58	-15.71	-0.09

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

财务结构方面，由于汽车制造行业属于资本密集型行业，行业内企业债务杠杆普遍较高。仍以上述 9 家公司为样本，2014-2016 年，除了广汽集团财务杠杆较低外，其他汽车制造企业财务杠杆均较高，其中北汽股份和厦门金龙资产负债率呈逐年上升趋势。虽然北汽集团资产负债率不断上升，但仍处于较合理水平；厦门金龙资产负债率偏高，近年来仍不断上升主要系公司新能源补贴等应收款项逐年上升，对资金形成一定占用，公司外部融资增加所致；从存货周转效率看，受商用车景气度下滑影响，样本企业中中国重汽和陕汽集团存货周转率较低，但 2016 年均有回升。此外，近三年亚迪股份存货周转率呈下降趋势，主要系新车储备增加所致；厦门金龙存货周转率呈下降趋势，主要系公司销售情况有所弱化所致。2017 年 6 月末，样本公司资产负债率较年初均变动不大。

图 6. 近三年一期部分汽车制造企业资产负债率和存货周转率(单位：%，次)

企业名称	资产负债率				存货周转率			
	2014年	2015年	2016年	2017年6月末	2014年	2015年	2016年	2017年上半年度
广汽集团	42.05	41.28	45.38	43.48	8.07	10.82	17.90	--
北汽股份	61.80	63.05	65.64	67.66	5.08	6.56	7.46	--
吉利控股	74.90	74.41	69.76	69.15	8.65	7.61	8.07	--
长安股份	63.47	61.78	59.30	58.12	7.66	7.27	8.36	--
比亚迪股份	69.26	68.80	61.81	62.81	5.40	5.17	4.97	--
陕汽集团	72.63	71.80	76.46	77.27	4.44	3.61	5.50	--
中国重汽	68.06	66.23	68.64	71.09	1.58	1.38	1.61	--
郑州宇通	67.42	61.75	61.64	60.58	2.74	4.74	13.50	--
厦门金龙	75.98	76.47	82.35	79.61	10.68	9.15	8.68	--

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

总体而言，受经济下行压力加大以及市场竞争加剧影响，我国汽车制造行业经济效益一般，且乘用车和商用车制造企业分化较大。2016 年，我国宏观经济企稳，且随着购置税优惠政策推出以及限超政策实施，我国乘用车及商用车均出现回暖。2017 年上半年度，受购置税优惠退坡影响，乘用车销量增速下滑，而得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，

限超限载治理以及物流市场需求增加，商用车中重卡市场销量大幅增加，但受新能源汽车补贴退坡和前期消费透支，商用车中客车销量大幅下降，商用车内部分化也有所加大。

二、行业信用等级分布及级别迁移分析²

由于汽车制造行业属资本密集型行业，对行业内企业资本实力要求较高，行业现已形成以五家大型集团为主的竞争格局。但汽车市场行业市场规模大，除几家龙头企业外，还有部分第二梯队汽车生产企业。从行业内已发债企业来看，五家行业龙头企业发债较少，而主要以第二梯队汽车生产企业发债为主，发行人整体信用质量较高。2017 年上半年度，行业内当期公开发行债券主体共计 8 家³，其中 AAA 级主体 4 家，AA⁺级主体 1 家，AA 级主体 3 家；截至 2017 年 6 月末，汽车制造行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 17 家⁴，其中 AAA 级主体 8 家，AA⁺级主体 5 家，AA 级主体 4 家。

图表 7. 汽车制造行业主体信用等级分布⁵（截至 2017 年 6 月末）

发行主体最新信用等级	2017 年上半年度		截至 2017 年 6 月末	
	发行主体数量(家)	占比 (%)	存续主体数量(家)	占比 (%)
AAA	4	50.00	8	47.06
AA ⁺	1	12.50	5	29.41
AA	3	37.50	4	23.53
合计	8	100.00	17	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从级别变动情况看，2017 年上半年度，共有两家企业主体级别调整，分别为吉利控股和华泰汽车。2017 年 6 月，鉴于吉利控股汽车销量增幅较大，行业内地位显著提高，旗下沃尔沃和吉利品牌的战略协同效应进一步加强，营业收入及营业利润均大幅上升等因素，新世纪评级将吉利控股主体信用级别由 AA⁺调整为 AAA。2017 年 6 月，鉴于华泰汽车的清洁柴油发动机技术仍居于国内领先地位，六速自动变速器将成为收入和利润的良好补充以及 2016 年盈利能力有所增强等有利因素，大公国际将华泰汽车主体信用级别由 AA 调整为 AA⁺。除此以外，2017 年上半年度，汽车制造行业内未发生其他主体信用级别调整情况，行业内

² 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，本部分统计主体等级分布时对重复主体进行了剔除，即单一主体发行多支债券时只按该主体最新信用等级统计一次。

³ 含一家双评级主体。

⁴ 含六家双评级主体。

⁵ 包含超短期融资券发行主体。

主体信用质量整体保持稳定。

图表 8. 汽车制造行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 6 月末	AAA	AA ⁺	AA
	AAA	7	
AA ⁺	1	4	
AA		1	4

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、行业主要债券品种利差分析⁶

2017 年上半年度，受融资成本整体上行及金融监管环境趋严影响，汽车生产企业发债主体数量相对较少，行业内共发行 1 支中期票据和 5 支公司债，具体情况详见附录三。

1. 中期票据⁷

2017 年上半年度，中通客车发行 1 支中期票据，发行时主体信用等级为 AA 级，发行利差偏大。

图表 9. 汽车制造行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA	1	282.54	282.54

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 公司债券

2017 年上半年度，北汽集团、北汽投资、华晨汽车、比亚迪股份以及中国重汽共发行 5 支公司债券，发行时除中国重汽主体信用等级为 AA⁺级，发行利差较大外，其他企业主体信用等级均为 AAA 级，发行利差相对较小。

图表 10. 汽车制造行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AAA	1	126.62	126.62
	AAA	2	133.35-169.93	151.64
	AA ⁺	1	194.92	194.92

⁶ 本部分所统计债券均为公开发行的债券，发行利差=发行利率-起息日同期限中债国债到期收益率。

⁷ 不包含中小企业集合票据。

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
7 年	AAA	1	110.49	110.49

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

四、行业信用展望

1、汽车市场空间大，但宏观经济增速放缓抑制汽车消费增速

近年来，随着宏观经济发展及居民收入水平提高，我国汽车产销量已成为全球第一，汽车保有量为全球第二，但我国汽车的千人保有量仍处于较低水平，市场空间大。2016 年在购置税减半和新能源推广政策的刺激下，全年汽车产销量实现较大增幅。目前一二线城市汽车升级换购的需求较大，三四线城市市场潜力也正在释放，为汽车制造行业增长提供有力支撑。2017 年上半年度，受购置税优惠退坡影响，乘用车销量增速有所下滑，而得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，超限超载治理以及物流市场需求增加，商用车销量大幅增加，预计 2017 年汽车销量仍将保持增长。汽车销售与宏观经济发展密切相关，根据 2017 年 1 月 16 日 IMF 发布的《世界经济展望》，预测 2017 年中国经济增速为 6.5%，2018 年经济增速为 6.0%，我国宏观经济仍保持筑底态势，未来几年，我国宏观经济增速放缓将在一定程度上抑制汽车消费增速。

2、钢材价格受到市场及政策调控双重影响，钢价变动汽车制造企业盈利空间造成一定影响

2016 年以来，受钢厂减产、去库存、清理“地条钢”等因素影响，钢价有所反弹，同为汽车原材料的铝锭价格也出现一定上升。2016 年 12 月份召开的中央经济工作会议强调 2017 年是去产能攻坚年，并且特别强调要防止已经化解的过剩产能死灰复燃，继续推进钢铁、煤炭行业化解过剩产能。虽然国家加大钢铁等行业去产能，但考虑到房地产、基础设施建设等下游需求增速仍将放缓或下行，钢铁产能过剩问题依然存在。未来国内钢材价格将受到市场需求以及政策调控双重影响，预计短期内钢材价格将保持小幅上升趋势，将在一定程度上挤压汽车制造行业的利润空间。

3、汽车功能性需求增长明显，但竞争激烈

从近年来产品细分市场看，轿车和交叉型乘用车占比不断下降，而功能性较强的 SUV 和 MPV 车型占比不断上升。其中 SUV 市场至 2008 年以来一直保持两位数的高速增长态势，成为车市增长的主力，其市场

份额由 2008 年的 6.6% 上升至 2016 年的 37.11%，年复合增长率高达 24.09%。SUV、MPV 等车型的高速增长表明中国汽车市场已从轿车为主的单一需求发展为更加强调功能性和个性化的多元化需求阶段。但同时应注意到，目前 SUV 增速较快主要归功于性价比较高的自主品牌 SUV 大幅增长，2016 年 SUV 销量中自主品牌占 58.6%，未来几年，随着外资品牌 SUV 加入低端 SUV 市场竞争以及车企大力开发 SUV 产品，SUV 车型竞争激烈程度将会大幅上升，后续创新能力强、能根据市场需求对产品进行结构性调整的车企才能形成核心竞争力。

4、自主品牌汽车逐渐崛起，但竞争压力大

根据全国乘用车市场信息联席会发布的数据，2016 年我国自主品牌的市场占有率达到了约 43%，为 2014 年低点基础上连续两年增长，达到了近 5 年的高点。2016 年来，我国自主车企在研发、市场营销及销售、造型设计、质量控制和采购等多个关键战略环节上能力不断积累提升，行业类代表性企业长城汽车和吉利汽车等企业利润都有较快增长。未来几年，我国年轻消费群体体量增大、三四线城市及中西部区域需求释放都为自主车企的市场发展提供了契机，行业内自主研发、市场营销和质量控制等关键环节具有竞争优势的自主车企，市场占有率将会上升，且在品牌方面能够取得向上的突破。但同时应看到，目前国内自主品牌竞争力仍主要体现在价格上，随着外资和合资品牌推出中低端产品以及自主品牌汽车产品同质化较为严重，后续自主品牌车企竞争压力将加大。

5、新能源汽车补贴力度减弱，行业增速或将放缓

近年来，国家对节能环保领域较为重视，对新能源汽车给予大力补贴。2016 年 12 月，国家财政部《关于下达节能减排补助资金用于 2015 年新能源汽车补助清算和新能源公交车运营补助的通知》，对 2015 年国家新能源补助资金进行发放，截至 2016 年末，已有 6 家企业获得新能源补助，累计金额 84.8 亿元，约占总发放金额的 10% 左右。受补贴金额较大影响，近年来我国新能源汽车产销量呈快速增长趋势，但同时也带来诸如新能源汽车制造企业大幅增加，行业类品牌众多，在建产能较大等问题。此外，由于政府补贴资金发放进度较慢，新能源汽车制造企业应收账款周转率普遍较低，财务杠杆水平较高，且从 2016 年以来一系列新能源政策来看，国家对新能源汽车补贴力度趋弱，预计中短期新能源汽车行业增速将会放缓，新能源汽车生产企业竞争将会加剧，具有自身造血能力的新能源汽车生产商竞争力将会增强，后续行业集中度或

将提高。

6、行业内企业信用质量分化较大

近年来受汽车行业销量增速下降影响，汽车制造企业产能扩张进度有所放缓，但行业内生产企业财务杠杆水平仍偏高，得益于行业保持增长、主机厂在产业链中的强势地位以及融资渠道较畅通，汽车制造企业总体债务压力尚可，但细分市场信用质量分化较大。

乘用车方面，目前我国汽车千人保有量仍较低，且随着宏观经济企稳以及三四线城市消费能力提升，预计未来几年乘用车市场销量仍将保持增长。但受宏观经济增速放缓、乘用车市场竞争激烈及 2017 年购置税优惠减弱影响，2017 年上半年乘用车销量增速有所下降。目前乘用车生产企业收入和利润表现普遍较好，财务杠杆水平可控，总体信用质量较好。

商用车方面，虽然受益于限超政策影响以及煤炭、钢铁等大宗商品回暖的影响，2016 年以来商用车市场销量上升，尤其是重卡市场明显反弹，但受固定资产投资增幅放缓，2009-2010 年刺激政策下的大规模商用车更替已渐完成以及限超政策影响趋弱等影响，预计后续商用车销量增长将面临很大压力，其中客车销量预计将持续下降。目前商用车生产企业产能利用率偏低，且财务杠杆水平较高，总体信用质量仍较一般，后续行业内研发能力强、融资渠道畅通、车型结构调整符合市场需求的生产企业具有较强的竞争优势。

7、智能网联汽车处于起步期，后续发展空间大

智能化是汽车发展的主要方向之一。2015 年 5 月，国务院印发《中国制造 2025》，提出到 2020 年驾驶辅助（DA）、部分自动驾驶（PA）车辆市场占有率要达到 30%，2025 年，高度自动驾驶（HA）车辆市场占有率约 10%-20%。2015 年 12 月，中国工信部在《车联网发展创新行动计划（2015-2020 年）》明确要求，推动车联网技术研发和标准制定，组织开展车联网试点，基于 5G 技术的车联网示范。根据麦肯锡公司预测，智能汽车在 2025 年的潜在经济影响为 2000 亿-1.9 万亿美元。目前，智能互联技术是各大汽车生产厂商研究热点，主动控制类 ADAS（包括自适应巡航、自动紧急刹车、车通保持系统和自动泊车）、预警类 ADAS（包括前车防撞预警、车道偏离预警、行人碰撞预警和疲劳预警）等已在多款车型上配置，科技类公司如特斯拉、谷歌、百度等也均开始涉足无人驾驶领域。2016 年 2 月，均胜电子收购了排名全球前百强的汽车零部件供应商百利得汽车安全系统公司（KSS）；2016 年 7 月，上汽联

合阿里巴巴发布互联网汽车；2017年1月，北汽和百度智能汽车宣布，双方在智能汽车领域达成全面战略合作。2017年6月，工信部网站正式对外发布《关于征求〈国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2017年）〉（征求意见稿）意见的通知》，面向公众征求稿意见，为期一个月。即将出台的国标对产业的发展起到重要的引领和支撑作用。未来，智能网联汽车将为汽车制造行业带来新的机遇和挑战，中长期而言，智能化可能会改变现有的汽车产业格局。

附录一 汽车制造业发债主体信用等级分布及主要财务数据（单位：亿元；%）

发行人名称	最新主体评级	评级机构	资产总额	所有者权益	资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营活动净现金流
郑州宇通集团有限公司	AAA/稳定	中诚信证评 中诚信国际 新世纪评级	444.96	175.42	60.58	102.83	26.28	11.05	-31.64
浙江吉利控股集团有限公司	AAA/稳定	东方金诚 联合信用	2398.75	740.03	69.15	1239.35	22.90	77.59	193.31
华晨汽车集团控股有限公司	AAA/稳定	大公国际	1514.82	460.77	69.58	592.50	30.41	38.63	5.39
广州汽车集团股份有限公司	AAA/稳定	联合信用 联合资信	895.59	506.19	43.48	346.58	22.64	61.98	42.51
比亚迪股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证评 联合资信	1,537.35	571.69	62.81	450.38	20.32	21.65	-34.70
北京汽车投资有限公司	AAA/稳定	联合信用	185.13	146.60	20.82	-	-	-3.72	0.14
北京汽车集团有限公司	AAA/稳定	大公国际	3,250.27	973.49	70.05	1,126.45	24.61	56.93	28.68
北京汽车股份有限公司	AAA/稳定	大公国际	1673.76	541.23	67.66	700.25	30.03	50.48	98.27
中国重型汽车集团有限公司	AA ⁺ /稳定	中诚信国际	866.15	250.38	71.09	279.97	19.37	14.88	34.47
	AA ⁺ /稳定	联合信用							
三环集团有限公司	AA ⁺ /稳定	鹏元评级	224.53	70.60	68.56	103.55	10.43	1.24	1.01
	AA/稳定	新世纪评级							
江铃控股有限公司	AA ⁺ /稳定	中诚信国际	291.80	133.38	54.29	182.99	20.76	5.21	-20.84
华泰汽车集团有限公司	AA ⁺ /稳定	大公国际	486.99	156.96	67.77	86.43	22.45	5.02	1.55
北汽福田汽车股份有限公司	AA ⁺ /稳定	中诚信证评	586.55	192.93	67.11	229.34	13.50	0.77	-13.73
中通客车控股股份有限公司	AA/稳定	联合资信	95.96	26.53	72.36	75.78	19.21	3.56	0.54
奇瑞汽车股份有限公司	AA/稳定	联合资信	795.24	207.63	73.89	127.13	8.90	3.79	3.53
力帆实业(集团)股份有限公司	AA/稳定	联合信用	310.19	68.51	77.91	62.98	13.44	1.17	-3.96

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理。

注：主要财务数据均为 2017 年上半年度数据。

附录二 2017 年上半年度汽车制造业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	2017 年 6 月末主体等级及展望	最新评级日期	2016 年末主体等级及展望
浙江吉利控股集团有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	2017/6/26	AA+/稳定
	东方金诚	AAA/稳定	2017/6/28	AAA/稳定
华泰汽车集团有限公司	大公国际	AA+/稳定	2017/6/26	AA/稳定

附录三 2017 年上半年度汽车制造业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限(年)	发行时主体和债项信用等级	发行主体	发行利差(BP)
中期票据	3	AA/稳定/AA	中通客车控股股份有限公司	282.54
公司债	3	AAA/稳定/AAA	北京汽车集团有限公司	126.62
	5	AA+/稳定/AA+	中国重型汽车集团有限公司	194.92
		AAA/稳定/AAA	华晨汽车集团控股有限公司	169.93
		AAA/稳定/AAA	比亚迪股份有限公司	133.35
	7	AAA/稳定/AAA	北京汽车投资有限公司	110.49