

汽车制造行业

稳定

汽车制造行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 单玉柱 许丹宁

2017 年以来，受宏观经济增速放缓及购置税优惠退坡等影响，我国汽车制造行业景气度有所下降，行业产销量增幅收窄，但行业仍保持较快增长态势，汽车制造企业整体营业收入、财务杠杆水平和现金流均有所改善。受原材料钢材价格上升影响，汽车制造企业整体盈利水平有所下降，且乘用车与商用车信用质量分化仍然较大。2017 年以来，我国在新能源汽车、乘用车企业平均燃料消耗量管理等方面出台了一系列重要的产业政策，对行业理性发展起到推动作用。由于汽车制造行业进入门槛仍然较高，行业内市场竞争格局未发生大的变化，行业集中度仍较高。

2017 年前三季度，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），发行利差总体较小。级别调整方面，2017 年前三季度，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。

展望 2018 年，在宏观经济增速放缓、购置税优惠和新能源补贴退坡等多重因素影响下，预计行业增速将会放缓，行业基本面总体稳定。预计子行业信用质量将继续分化，其中乘用车生产企业收入和盈利增速将会放缓，商用车生产企业收入可能出现下降，盈利水平下滑，而新能源汽车销量将保持增长，但新能源汽车生产企业盈利能力预计将出现下降。

行业基本面

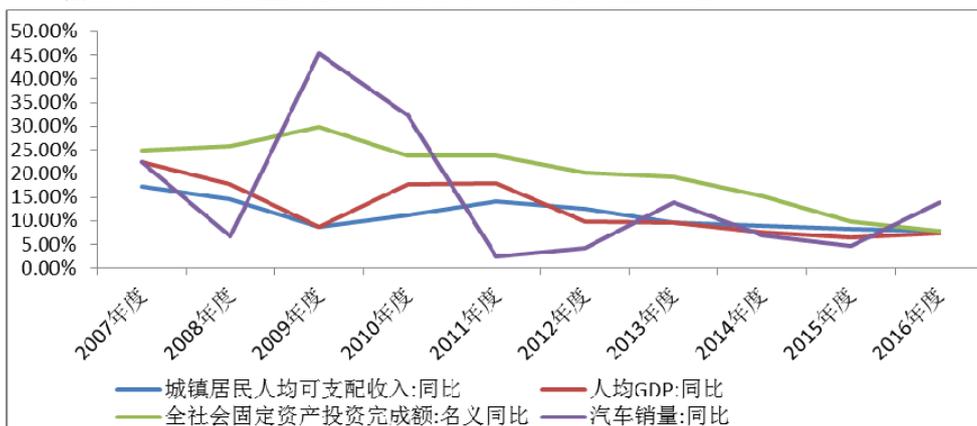
我国汽车制造行业经历快速发展，但近年来，受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，行业产销增速明显回落，且乘用车与商用车分化加大。2016 年来，得益于宏观经济企稳以及购置税优惠、限超政策实施，汽车销售市场明显回暖。2017 年前三季度，受购置税优惠退坡影响，乘用车销量增速下滑，得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，国五标准实施及限超限载治理，商用车销量大幅增长。

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 48.30% 和 46.15%，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，同比分别增长 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，受购置税优惠实施、限超治理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。2017 年前三季度，我国汽车产销量分别为 2034.92 万辆和 2022.45 万辆，同比分别增长 4.77% 和 4.46%，增速较上年同期分别减少 8.48 个百分点和 8.71 个百分点。

图表 1. 汽车制造业景气度与人均收入、GDP 和固定资产投资相关性



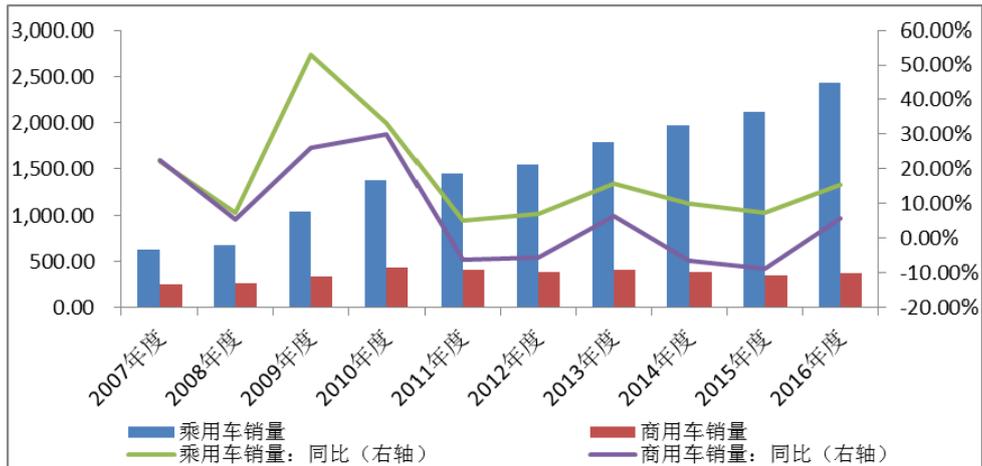
数据来源：Wind，新世纪评级整理

销售收入方面，2007-2012 年，汽车制造业主营业务收入和利润总额受全球金融危机、国家四万亿投资计划实施与退出影响波动剧烈，但主营业务收入年复合增长率仍达到 21.51%。2013-2016 年，我国汽车制造业的主营业务收入从 6.05 万亿元增至 8.02 万亿元，年复合增长率为 9.82%；利润总额从 0.51 万亿元增长至 0.67 万亿元，年复合增长率为 9.34%。2017 年前三季度，汽车制造业实现主营业务收入 6.24 万亿元，同比增长 11.23%；利润总额 0.50 万亿元，同比增长 9.21%。

从细分市场看，得益于人均可支配收入增长，近年来我国乘用车市场保持较快增长。2016 年，受益于购置税优惠政策实施，我国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。2017 年前三季度，乘用车产销量分别为 1732.80 万辆和 1715.05 万辆，同比分别增长 3.03% 和 2.38%，受 2017 年车辆购置税由 5.00% 上调至 7.50% 的影响，产销量增速较上年同期分别减少 11.66 个百分点和 12.37 个百分点。

商用车方面，近年来受宏观经济增长压力加大、固定资产投资增速放缓及产业政策影响，商用车增速波动较大。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，我国商用车产销量分别为 369.81 万辆和 365.13 万辆，同比分别增长 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%。2017 年前三季度，我国商用车产销量分别为 302.11 万辆和 307.40 万辆，同比分别增长 16.00% 和 17.85%，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 7.51 个百分点和 13.88 个百分点。

图表 2. 子行业汽车销量情况 (单位: 万辆, %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

供给方面,根据 2016 年 5 月 11 日中国汽车工业协会信息发布会公布数据显示,通过对 2015 年度汽车产量占比超过 98% 的主要汽车企业(集团)的调查,2015 年末已形成汽车整车产能(注:按每日两班生产、250 个工作日统计) 3122 万辆,在建产能超过 600 万辆。由于汽车制造行业属于资本密集型行业,其投资规模对汽车产量及汽车制造成本影响较大,故汽车制造企业在销量上升时倾向于大幅提升产能。根据中国汽车工业协会信息发布会公布数据,2015 年主要汽车企业(集团)乘用车产能利用率为 81%,产能利用偏低;商用车产能利用率为 52%,产能利用不充分。

汽车制造行业竞争激烈,不同车型销量易受消费者偏好影响,这也要求汽车制造企业对研发进行大规模投入,生产(或更新)符合消费者偏好的车型。近年来,我国汽车制造行业固定资产投资规模逐年上升,且固定资产投资增速一般要高于汽车行业产量增速,这也使得行业产能存在一定过剩,受人均汽车保有量上升及产量增速波动放缓影响,汽车制造行业固定资产投资增速也呈波动下降趋势。2016 年,我国汽车行业固定资产投资额为 1.20 万亿元,同比增长 4.42%,增幅较上年减少 9.72 个百分点,由于汽车制造行业产能利用弹性较大¹,且 2016 年汽车制造行业景气度大幅提升,当年固定资产投资额增幅小于产量增幅。2017 年前三季度,得益于汽车销量较快增长,我国汽车行业固定资产投资额为 0.97 万亿元,较上年同期增长 10.20%,同期汽车产量增速为 4.77%。

图表 3. 汽车行业固定资产投资与产量情况 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

¹ 可通过延长工时、提升工艺水平和委外生产等方式提升产量。

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，同比增长 12.77%。总体而言，近年来受宏观经济增速放缓及人均汽车保有量的提升，我国汽车销量增速有所放缓，且乘用车与商用车增速分化有所加大。受汽车制造业固定资产投资持续增长而行业产量增幅减少影响，汽车制造业产能利用率偏低，产能存在一定过剩。中长期而言，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，汽车节能化、智能化更新加快等中长期因素未发生根本改变，我国汽车制造业发展空间仍较大。

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。2017 年来，国家在**新能源汽车**方面出台了一系列政策，从**补贴力度、准入门槛和新能源积分**等方面进行规范，对**新能源汽车**行业理性发展起到积极推动作用。

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，但汽车生产企业自身研发能力仍较薄弱，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。2016 年来，国家在**购置税优惠、限载治理、新能源汽车**方面出台了一系列重要政策，后续对规范行业良性发展起到积极推动作用。

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 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、3.6 万、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。

2017 年 7 月，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局公布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，要求年度生产量或进口量达到 3 万辆以上的乘用车企业，从 2019 年度开始设定新能源汽车积分比例要求。2019 年度、2020 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%。

2017 年 12 月，财政部、税务总局、工信部科技部发布的《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》，自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。

图表 4. 近年来行业主要政策

发布时间	文件名称	发布部门	主要内容
2014.1	关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知	财政部、科技部、工信部、发改委	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%。
2015.5	中国制造 2025	国务院	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

发布时间	文件名称	发布部门	主要内容
			到整车的完整工业体系和创新体系。
2015.9	关于减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税的通知	财政部、国家税务总局	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。
2016.5	关于推进电能替代的指导意见	发改委、能源局、财政部、环保部、住建部、工信部、交通部、民航局	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。
2016.9	超限运输车辆行驶公路管理规定	交通运输部	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。
2016.12	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	财政部	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。
2016.12	关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	工信部、财政部、科技部、发改委	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、3.6 万、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。
2017.1	新能源汽车生产企业及产品准入管理规定	工信部	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。
2017.4	汽车产业中长期发展规划	工信部、科技部、发改委	提出汽车产业中长期重点任务：为提高产业竞争力的中心环节，坚持创新驱动发展导向，完善创新体系建设，加强核心技术攻关，提升平台服务能力，增强自主发展动力。
2017.7	乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法	工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局	公布乘用车企业平均燃料消耗量积分计算方法，要求年度生产量或进口量达到 3 万辆以上的乘用车企业，从 2019 年度开始设定新能源汽车积分比例要求。2019 年度、2020 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%。
2017.11	关于 2016 年度、2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知	工信部、商务部、海关总署、质检总局	对乘用车企业 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分实施核算。企业平均燃料消耗量积分和新能源汽车积分可结转至后续年度使用。
2017.12	关于免征新能源汽车车辆购置税的公告	财政部、税务总局、工信部、科技部	自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。

数据来源：公开信息

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。近年来汽车制造行业集中度较高，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，2016 年前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 5. 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 年前三季度		
	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名	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	481.16	23.79	1
东风集团	380.25	16.19	2	387.25	15.74	2	427.67	15.26	2	282.59	13.97	2
一汽集团	308.61	13.14	3	284.38	11.56	3	310.57	11.08	3	250.32	12.38	3
中国长安	254.78	10.85	4	277.65	11.29	4	306.34	10.93	4	205.82	10.18	4
北汽集团	240.09	10.22	5	248.90	10.12	5	284.67	10.16	5	168.41	8.33	5

指标	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年前三季度		
	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名
广汽集团	117.23	4.99	6	130.31	5.30	6	164.92	5.88	6	146.66	7.25	6
华晨汽车	80.17	3.41	7	85.61	3.48	7	77.44	2.76	9	51.40	2.54	9
长城汽车	73.08	3.11	8	85.27	3.47	8	107.45	3.83	7	70.55	3.49	8
吉利控股	48.61	2.07	9	56.19	2.28	10	79.92	2.85	8	86.76	4.29	7
江淮汽车	46.47	1.98	10	58.79	2.39	9						
奇瑞汽车							69.85	2.49	10	45.78	2.26	10
合计	2107.66	89.72		2200.70	89.47		2475.99	88.34		1789.45	88.48	

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 车型的哈弗系列销量保持快速增长，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；在终结多品牌战略后，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。

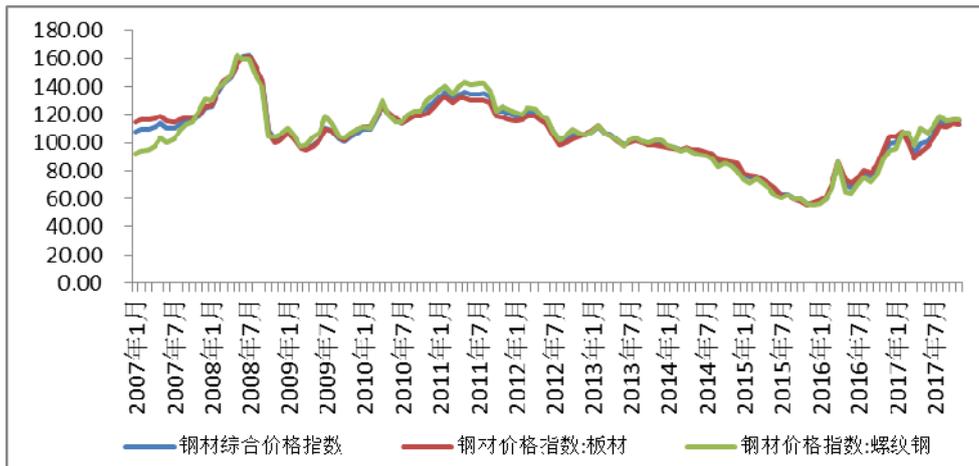
2017 年前三季度，国内汽车生产企业销量排行前五名的格局未发生变化，排名前十名企业中，吉利控股和广汽集团销量增幅较大。从产业集中度来看，受市场竞争加剧影响，2017 年前三季度中国汽车销量前五位的企业销量合计 1388.3 万辆，市场占有率为 68.64%，行业集中度有所下降。前十位的企业（集团）销量合计 1181.11 万辆，市场占有率为 88.48%，总体保持稳定。

总体来看，我国汽车制造行业集中度较高，在产业链中较上游供应商处于强势地位，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，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部件供应商，反过来加重了我国汽车整车制造企业对汽车核心部件研发压力，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 10 月 13 日，钢材综合价格指数 115.19 点，处于 2012 年来的较高水平。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行业成本上升压力。

图表 6. 近年来钢铁行业指数变化情况

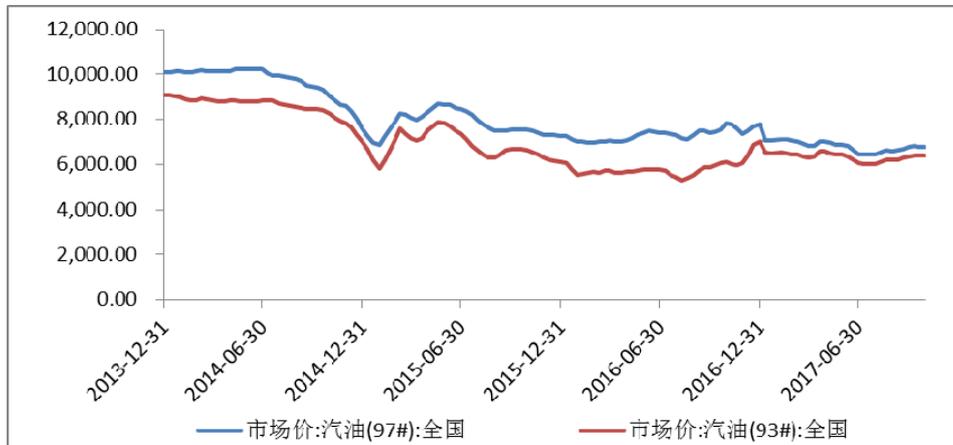


数据来源：Wind

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。2016 年，得益于新能源汽车政策补贴力度较大，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%，2017 年前三季度，我国新能源汽车产销分别完成 42.4 万辆和 39.8 万辆，较上年同期分别增长 40.2% 和 37.7%，其中纯电动汽车产销分别完成 34.8 万辆和 32.5 万辆，比上年同期分别增长 51.6% 和 50.1%；插电式混合动力汽车产销分别完成 7.6 万辆和 7.3 万辆，比上年同期分别增长 4.0% 和 0.6%。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。由于新能源汽车具有政策支持及使用成本优势，若油价处于高位，消费者更倾向于购买新能源汽车替代传统燃料汽车。

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 年前三季度，国内成品油价格经历 19 轮调整，波动明显，其中汽油、柴油累计下调 50 元/吨。未来若全球原油价格出现大幅波动，预计将会对汽车消费和需求结构产生较大影响。

图表 7. 2013 年来我国汽油价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind

行业样本数据分析

本评级机构选取申万行业分类下归属于汽车整车行业的已发债及已上市的汽车制造行业样本企业 26 家，剔除合并范围子公司²及产销数据欠缺的 5 家，剩余样本企业 21 家，其中乘用车制造企业 12 家，商用车制造企业 9 家。2016 年样本企业汽车总销量为 1462.62 万辆，占全国汽车总销量的比重为 52.18%。本文样本企业信用质量分析主要从产销状况和财务表现两大方面进行分析。

图表 8. 样本企业名称

类型	公司全称	简称	类型	公司全称	简称
乘用车样本企业	上海汽车集团股份有限公司	上汽集团	商用车样本企业	比亚迪股份有限公司	比亚迪
	浙江吉利控股集团有限公司	吉利控股		中国重型汽车集团有限公司	中国重汽
	广州汽车集团股份有限公司	广汽集团		陕西汽车集团有限责任公司	陕汽集团
	奇瑞汽车股份有限公司	奇瑞汽车		北汽福田汽车股份有限公司	北汽福田
	华泰汽车集团有限公司	华泰汽车		金杯汽车股份有限公司	金杯汽车
	华晨汽车集团控股有限公司	华晨汽车		辽宁曙光汽车集团股份有限公司	曙光汽车
	长城汽车股份有限公司	长城汽车		郑州宇通集团有限公司	宇通客车
	东风汽车股份有限公司	小康股份		中通客车控股股份有限公司	中通客车
	重庆小康工业集团股份有限公司	东风汽车		厦门金龙汽车集团股份有限公司	厦门金龙
	安徽江淮汽车集团股份有限公司	江淮汽车		扬州亚星客车股份有限公司	亚星客车
	天津一汽夏利汽车股份有限公司	一汽夏利			
	比亚迪股份有限公司	比亚迪			

数据来源：企业公开信息

1、产销状况

得益于汽车制造行业销量持续增长，近年来样本企业产能呈持续增长趋势，但受竞争加剧及行业增速放缓等影响，样本企业产能利用率较低，产能存在过剩现象。由于汽车制造企业一般以销定产，样本企业产销率表现总体较好。

外部环境、产品结构和产销情况是影响汽车制造行业内企业信用质量分化的重要因素，本次样本企业全部位于国内，其面临的外部环境较为一致，产品结构方面，本文根据不同车型销售占比将样本企业分为乘用车样本企业和商用车样本企业，并就产销方面进行了简要分析。

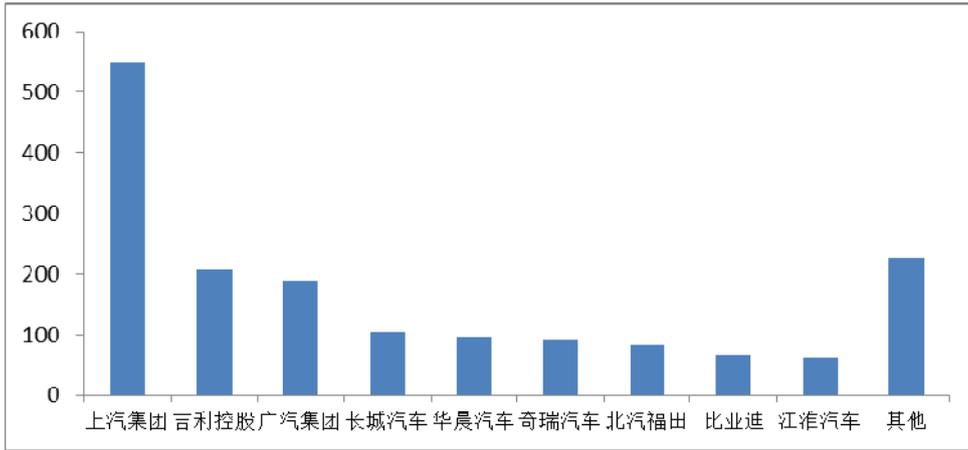
生产方面，截至 2016 年末，样本企业整车制造产能合计为 1677.68 万辆，同比增长 5.81%，其中乘用车样本企业产能合计为 1535.70 万辆，同比增长 5.12%，商用车样本企业产能合计为 141.98 万辆，同比增长 13.97%。样本企业中产能规模较大的有上汽集团、吉利控股、广汽集团和长城汽车，年产能均超过百万辆。得益于 2016 年汽车制造行业景气度较高及行业固定资产投资增长，样本企业产能总体呈增长趋势，其中产能实现增长的样本企业为 9 家，产能不变的样本企业为 7 家，产能出现下降的企业有 5 家。产量方面，2014-2016 年，样本企业汽车产量分别为 1229.10 万辆、1291.46 万辆³和 1452.27 万辆，其中乘用车样本企业汽车产量合计分别为 1130.18 万辆、1203.31 万辆和 1366.41 万辆，呈逐年增长趋势；商用车样本企业汽车产量合计分别为 98.92 万辆、88.15 万辆和 91.86 万辆，其中 2015 年产量下滑主要系当年商用车行业景气度低迷所致。产能利用率方面，2014-2016 年，样本企业产能利用率平均值分别为 62.99%⁴、69.35%和 68.24%，其中乘用车样本企业产能利用率平均值分别为 57.76%、68.15%和 71.17%，商用车样本企业产能利用率平均值分别为 70.83%、70.96%和 64.34%。2016 年，乘用车样本企业产能利用率有所提升，但受我国人均汽车保有量大幅提升及行业产能持续扩张影响，产能利用率较低。2016 年商用车样本企业产能利用率有所下降，主要系当年商用车行业销量止跌回升，样本企业产能大幅扩张所致。总体来看，样本企业产能利用率较低，产能过剩现象较为严重。

² 时间节点为 2016 年末。

³ 2015 年比亚迪汽车产量暂无公开数据，由于汽车制造企业一般以销定产，故 2015 年比亚迪产量数据以其当年销量数据替代。

⁴ 2014 年样本数据中东风汽车、江淮汽车、北汽福田、曙光汽车和亚星客车未公开产能数据，故未统计。

图表 9. 2016 年样本企业产能情况（单位：万辆）



数据来源：企业公开信息，新世纪评级整理

从样本企业个体看，2016 年，乘用车样本企业中上汽集团、长城汽车、江淮汽车产能利用率较高，均超过 90%。2014-2016 年，乘用车样本企业中广汽集团、奇瑞汽车和长城汽车产能利用率呈逐年上升趋势，其中广汽集团和长城汽车产能利用率上升较快，主要系旗下自主品牌汽车销量大幅增长所致。奇瑞汽车产能没有扩张，且受益于瑞虎和艾瑞泽系列新产品推出，产能利用率持续提升，但公司 2016 年产能利用率仅为 60.93%，产能利用率仍偏低。此外，乘用车样本企业中一汽夏利和金杯汽车受整车销量下滑等影响，产能利用率逐年下降，2016 年产能利用率分别为 12.12% 和 27.23%；商用车样本企业方面，郑州宇通、中通客车和厦门金龙产能利用率均超过 90%，其中郑州宇通和中通客车产能利用率呈逐年上升趋势，主要系新能源汽车补贴带来的新能源客车销量大幅增长所致。厦门金龙受子公司苏州金龙 2016 年新能源补贴处罚事件影响，产能利用率较上年下降 21.24 个百分点至 90.37%，降幅较大。此外，商用车样本企业中陕汽集团和曙光汽车产能利用率低，2016 年分别为 18.14% 和 19.23%，产能过剩情况较为严重。

图表 10. 样本企业 2016 年产能利用率情况

指标	样本企业	
乘用车样本企业	产能利用率 ≥ 90%	上汽集团、长城汽车、江淮汽车
	70% ≤ 产能利用率 < 90%	广汽集团、华晨汽车、小康股份
	50% ≤ 产能利用率 < 70%	吉利控股、比亚迪、东风汽车、奇瑞汽车
	产能利用率 < 50%	华泰汽车、一汽夏利
商用车样本企业	产能利用率 ≥ 90%	郑州宇通、中通客车、厦门金龙
	50% ≤ 产能利用率 < 80%	中国重汽、亚星客车、北汽福田
	产能利用率 < 50%	金杯汽车、曙光汽车、陕汽集团

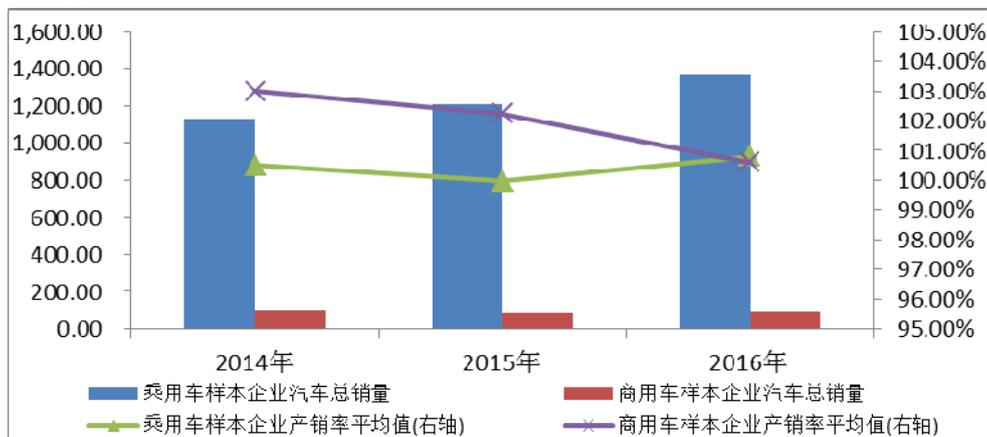
数据来源：企业公开信息，新世纪评级整理

从销售情况看，2014-2016 年，样本企业汽车总销量为 1228.65 万辆、1298.01 万辆和 1462.62 万辆，呈持续增长趋势，同期样本企业汽车销量占国内汽车总销量的比重分别为 52.30%、52.77% 和 52.18%。2014-2016 年，样本企业中共有 11 家企业销量呈逐年增长趋势，其中销量持续增长较快的企业有吉利控股、广汽集团、华泰汽车和长城汽车，四家企业 2015 年及 2016 年增幅均超过 10%。2015 年样本企业中汽车销量下滑的企业有 8 家，其中 5 家为商用车制造企业，主要系 2015 年我国固定资产投资增速下滑，商用车市场景气度低迷所致。2016 年样本企业中汽车销量下滑有 5 家，其中一汽夏利和金杯汽车降幅较大，降幅分别为 43.30% 和 50.76%，一汽夏利销量降幅较大主要系公司的微型轿车销量下滑以及产品升级不及预期所致，而金杯汽车销量大幅下滑主要系产品竞争力下降以及销售区域集中度较高所致。此外，样本企业中东风汽车 2014-2016 年销量呈持续下降趋势，其中 2015 年销量下滑系公司商用车整车产品销量受市场低迷大幅减少，2016 年销量减少主要系新能源补贴政策调整和环保排放法规升级使得公司轻客销量下滑所致。

从产销率来看，2014-2016 年，样本企业产销率平均值分别为 101.57%、100.99% 和 100.72%，由于汽车制造企业一般销售模式为以销定产，故产销率水平一般在 100% 左右，产销率水平较高。

其中乘用车样本企业产销率平均值分别为 100.50%、99.96% 和 100.81%，2016 年产销率水平较高主要得益于购置税优惠政策实施所致；商用车产销率平均值分别为 103.00%、102.25% 和 100.59%，呈逐年下降趋势，但总体产销率水平仍较高。从样本企业个体来看，2016 年样本企业产销率均超过 94%，产销率表现较好。

图表 11. 样本企业整车销售情况（单位：万辆，%）



数据来源：企业公开信息，新世纪评级整理

2、财务表现

财务表现方面，本文主要从盈利能力、运营效率和偿债能力方面对样本企业进行简要分析。

（1）盈利能力分析

2016 年来，随着我国宏观经济企稳及购置税优惠、限超政策实施，乘用车及商用车样本企业收入水平持续增长，但受原材料钢材价格上涨影响，样本企业盈利能力总体有所下降。

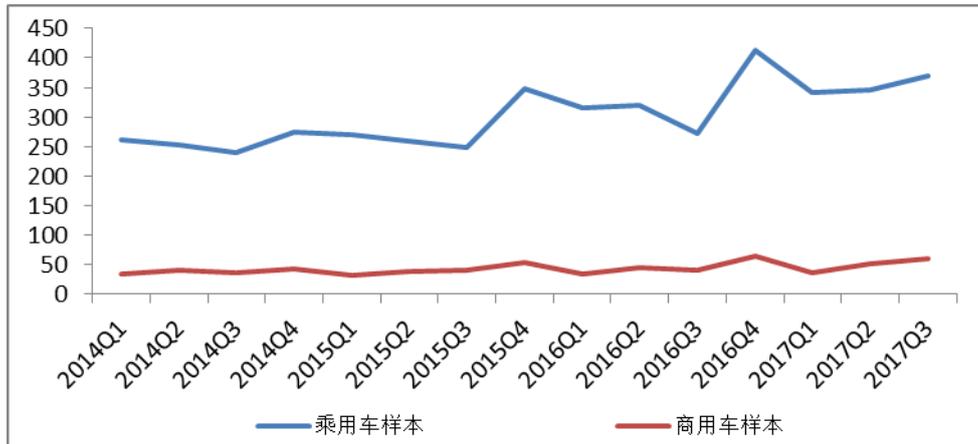
从营业收入状况看，近年来得益于人均收入水平增长以及产业政策利好，样本企业收入水平总体呈增长趋势。2014-2016 年及 2017 年前三季度⁵，样本企业营业总收入分别为 1.28 万亿元、1.41 万亿元、1.63 万亿元和 1.29 万亿元。分季度收入来看，由于整车消费占家庭消费开支占比较大，消费者一般倾向于年底进行购车，整车销售季节性较为明显，第四季度收入一般明显高于其他季度，而受春节及上年第四季度销量较大影响，第一季度一般为销售淡季。受 2015 年 9 月财政部《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税的通知》实施及即将退出影响，2015 年第四季度及 2016 年第四季度乘用车样本企业季度收入增幅明显，同比分别为 26.60% 和 18.79%。得益于限超限载整治和国五标准实施等因素影响，2016 年第四季度，商用车样本企业平均收入增幅较为明显，同比增长 19.21%。

从样本企业个体来看，得益于宏观经济回暖以及基数较低，2016 年样本企业收入大多实现增长，其中广汽集团、小康股份、陕汽集团和亚星科技增幅较大，分别为 67.98%、53.42%、40.80% 和 68.49%。得益于广汽丰田产能扩大、广汽菲克广州工厂建成投产，以及广汽本田 SUV 冠道、广汽讴歌 CDX、广汽菲克 Jeep 自由侠、广汽三菱 SUV 欧蓝德等新车型的陆续上市，广汽集团 2016 年连同合营、联营公司共实现产销增幅分别为 30.28% 和 26.96%，其自主品牌广汽乘用车 15 万辆/年产能扩建项目建成投产，传祺 GA8 及传祺 GS8 先后上市，广汽传祺 2016 年同比销量增长 90.66%，增幅明显；小康股份 2016 年推出的新款车型风光 580 销售强劲，当年公司收入大幅增长；得益于国五标准实施和限超限载整治等因素影响，陕汽集团 2016 年第四季度开始销量大幅提升；亚星客车 2016 年销售收入增幅较大主要系 2015 年收入基数较低且当年公司新能源客车大幅增长所致。2017 年前三季度，得益于旗下自主品牌汽车销量上升，吉利控股、广汽集团收入同比增幅分别为 43.97% 和 50.15%；小康股份风光系列车型销量增加，当期收入同比增幅为 42.24%；在大宗商品价格上升、治超限载及基建投资增速回暖影响下，中国重卡 2017 年前

⁵ 华泰汽车、陕汽集团暂无公开的 2017 年前三季度财务报表，故本文 2017 年前三季度财务部分分析不包括华泰汽车和陕汽集团。

三季度收入同比增长 71.68%。

图表 12. 2014 年来样本企业分季度平均收入情况（单位：亿元）

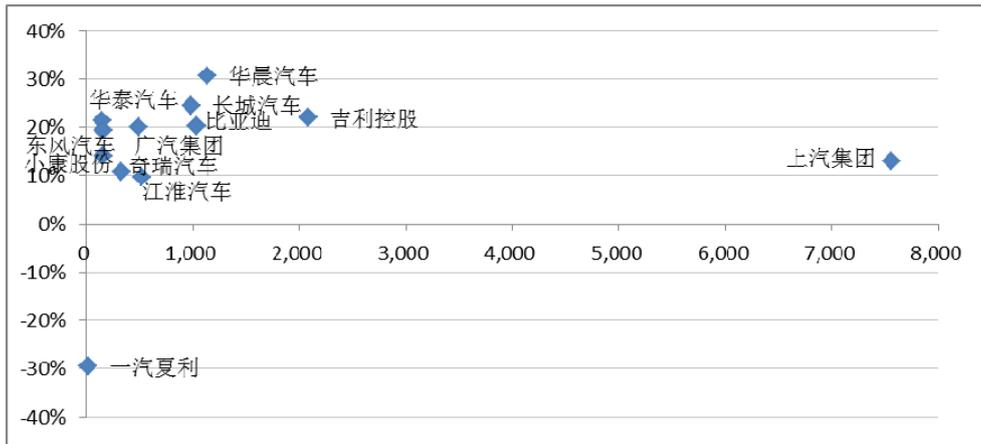


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从毛利率水平看，2014-2016 年及 2017 年前三季度，样本企业毛利总额分别为 0.21 万亿元、0.23 万亿元、0.28 万亿元和 0.22 万亿元，呈逐年上升趋势，毛利率平均值分别为 15.35%、16.17%、15.65% 和 14.25%，其中 2016 年及 2017 年前三季度平均毛利率分别下降 0.52 个百分点和 0.88 个百分点。其中乘用车样本企业毛利率平均值分别为 15.19%、15.22%、14.65% 和 11.74%，受原材料钢材价格上涨等影响，2016 年及 2017 年前三季度乘用车样本企业平均毛利率同比分别下降 0.57 个百分点和 2.33 个百分点；同期商用车样本企业毛利率平均值分别为 15.56%、17.44%、16.97% 和 17.69%，其中 2016 年毛利率平均值下降主要系原材料钢材价格上涨所致，而 2017 年前三季度毛利率回升主要系当期商用车景气度大幅提升，下游需求旺盛所致，当期毛利率较上年同期增加 0.63 个百分点。

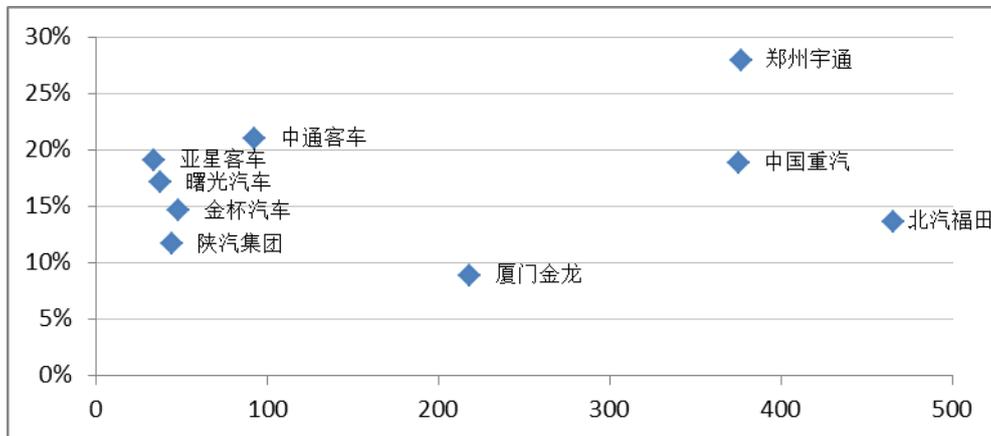
从样本企业个体来看，2014-2016 年，乘用车样本企业中吉利控股、广汽集团、华泰汽车和比亚迪毛利率呈逐年上升趋势，其中吉利控股和广汽集团毛利率上升主要系旗下自主品牌汽车销量上升所致，华泰汽车毛利率上升得益于旗下新款车型推出及新能源汽车销售增加，比亚迪毛利率上升则归功于其中高端新能源汽车销量增加。受市场竞争加剧影响，奇瑞汽车、华晨汽车、长城汽车和江淮汽车毛利率持续下降，但需注意的是，华晨汽车和长城汽车毛利率水平在样本企业中仍处于较高水平，2016 年分别为 30.63% 和 24.46%。受新能源车推广力度加大及产品定位中低端影响，江淮汽车近年来毛利率水平持续下降，而受费用上升、原材料价格上涨等因素影响，奇瑞汽车近年来主业盈利能力持续弱化，2016 年江淮汽车和奇瑞汽车毛利率分别为 9.59% 和 10.75%。此外，商用车样本企业中，由于微型轿车销量下滑以及产品升级不及预期，亚星客车近年来持续亏损，2016 年公司毛利率为-29.51%。厦门金龙受子公司苏州金龙骗补事件影响，2016 年毛利率较上年下降 8.25 个百分点至 8.90%。2017 年前三季度，样本企业毛利率较上年同期变动较大的主要有长城汽车、亚星客车和厦门金龙，其中长城汽车受市场竞争加剧影响毛利率较上年同期下降 6.94 个百分点至 18.07%，亚星客车毛利率较上年下降 21.28 个百分点至-50.79%，主业亏损进一步扩大，厦门金龙受益于子公司苏州金龙恢复申报新能源汽车推广目录及收到 2015 年新能源汽车补贴款项，毛利率水平回升至 19.83%。

图表 13. 乘用车样本企业 2016 年收入与毛利率情况 (单位: 亿元, %)



数据来源: 样本企业 2016 年审计报告, 新世纪评级整理

图表 14. 商用车样本企业 2016 年收入与毛利率情况 (单位: 亿元, %)



数据来源: 样本企业 2016 年审计报告, 新世纪评级整理

期间费用方面, 2014-2016 年, 样本企业销售期间费用率平均值分别为 14.94%、14.85%和 15.16%, 总体较为稳定。其中乘用车样本企业销售期间费用率平均值分别为 15.93%、15.80%和 16.73%, 总体有所波动, 商用车样本企业销售期间费用率平均值分别为 13.63%、13.59%和 13.08%, 呈缓慢下降趋势。从个体样本企业来看, 乘用车样本企业中一汽夏利受营业收入下滑、管理费用上升等影响, 期间费用率高, 2014-2016 年其销售期间费用率分别为 46.01%、40.18%和 58.35%。奇瑞汽车和华晨汽车期间费用率偏高, 两家公司 2016 年期间费用率分别为 16.56%和 18.98%, 对公司利润形成一定侵蚀。长城汽车和上汽集团销售期间费用率较低, 2016 年分别为 7.87%和 10.11%; 商用车样本企业中, 中国重汽、陕汽集团和北汽福田期间费用率均呈 2015 年上升、2016 年下降趋势, 主要系 2015 年商用车景气度低迷, 2016 年商用车市场销量大幅反弹所致, 其中陕汽集团 2016 年销售期间费用率仅为 9.67%。商用车样本企业中曙光汽车销售期间费用率较高, 2016 年为 18.71%, 主要系当年收入下滑所致。

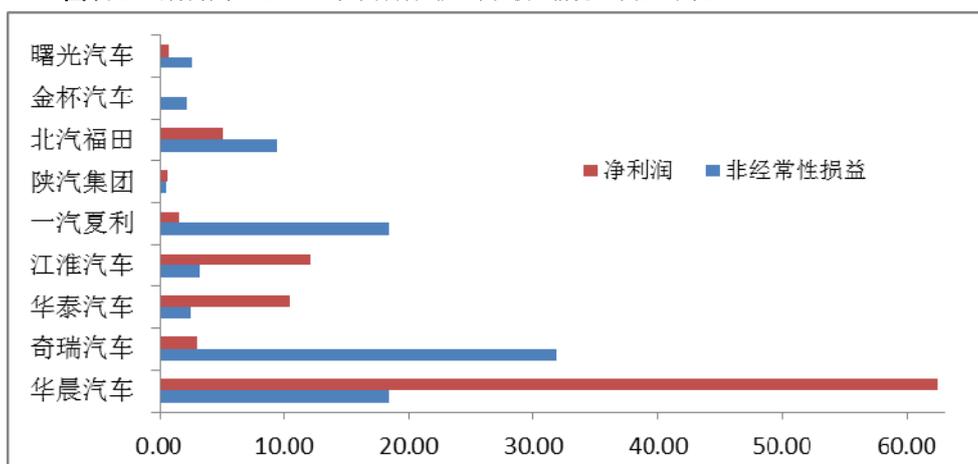
净利润方面, 2014-2016 年及 2017 年前三季度, 样本企业净利润总额分别为 674.00 亿元、748.84 亿元、929.48 亿元和 719.60 亿元, 得益于汽车行业持续增长, 样本企业净利润总体较快增长。同期乘用车样本企业净利润总额分别为 627.43 亿元、687.43 亿元、876.75 亿元和 578.41 亿元, 其中吉利控股、广汽集团和长城汽车净利润随其自主品牌销量上升增幅明显, 2016 年净利润增幅分别为 147.66%、57.14%和 30.94%。比亚迪股份受益于国家新能源补贴政策及新能源汽车销量上升净利润大幅增长, 2016 年净利润增幅为 74.62%。受主业收入减少及政府补助减少等影响, 东风汽车 2016 年净利润出现下滑; 2014-2016 年及 2017 年前三季度, 商用车样本企业净利润总额分别为 60.54 亿元、81.01 亿元、52.73 亿元和 54.24 亿元。2016 年陕汽集团、北汽福田、中通客车和亚星客车净利润增幅较大, 分别为 83.05%、43.64%、47.44%和 313.24%, 其中陕汽集团、

亚星客车增幅较大主要系 2015 年净利润基数低所致，中通客车净利润增长主要得益于收入的大幅增长，北汽福田净利润增幅较大主要系当年对合营企业北京福田戴姆勒汽车有限公司长期股权投资收益增长所致。此外，金杯汽车、曙光汽车和厦门金龙 2016 年净利润较上年降幅较大，分别为-99.64%、-36.69%和-300.25%，金杯汽车净利润下滑主要系原材料成本上升所致，曙光汽车净利润下滑主要系收入下滑所致，厦门金龙则受当年子公司苏龙金龙收入减少及收到行政罚款影响，净利润大幅减少。

从净利润对非经常性损益依赖度看，2014-2016 年，样本企业非经常性损益总计分别为 121.89 亿元、140.54 亿元和 136.81 亿元，其占总的净利润比重分别为 18.08%、18.77%和 14.72%，得益于 2016 年汽车整车制造业销量大幅提升，当年样本企业非经常性损益占净利润比重明显减少。2014-2016 年，乘用车样本企业非经常性损益总额占净利润总额比重分别为 15.55%、17.22%和 13.73%，受 2015 年乘用车销量增速放缓以及 2016 年乘用车上升影响，乘用车样本企业非经常性损益占净利润的比重有所波动。同期商用车样本企业非经常性损益总额占净利润总额比重分别为 52.28%、36.11%和 31.12%，呈持续下降趋势，但商用车样本企业非经常损益占净利润比重仍然较高，其净利润对非经常性损益依赖度明显高于乘用车样本企业。

从个体样本企业看，乘用车样本企业中奇瑞汽车、华泰汽车、华晨汽车、江淮汽车和一汽夏利非经常性损益与净利润比重较大，2016 年分别为 1055.64%、24.20%、29.43%、26.21%和 1128.85%，其中奇瑞汽车非经常性损益主要为持有的奇瑞捷豹路虎汽车有限公司股权投资收益以及处置下属变速箱子公司获得的投资收益，华泰汽车非经常损益主要为公司持有的可供出售金融资产的投资收益，江淮汽车非经常性损益主要为政府补助（2016 年公司获得的政府补助为 39.85 亿元），一汽夏利非经常性损益主要来自于出售天津一汽丰田股份所得收益。乘用车样本企业中，上汽集团、广汽集团和长城汽车非经常性损益与净利润比重小，2016 年分别为 3.82%、2.93%和 1.87%；商用车样本企业中，受净利润规模较小影响，陕汽集团、北汽福田、金杯汽车和曙光汽车非经常性损益与净利润比重较大，分别为 0.87、1.84、304.71 和 3.78，其中陕汽集团、金杯汽车非经常性损益主要为政府补贴，北汽福田非经常性损益主要为政府补贴和固定资产处置利得，曙光股份非经常性损益主要为政府补助及处置长期股权投资产生的投资收益。商用车样本企业中，郑州宇通、金龙客车和亚星客车非经常性损益占净利润比重较小，2016 年分别为 5.20%、0.08%和 3.49%，其中金龙客车非经常性损益规模较小主要系当年子公司苏州金龙计提了大额坏账损失和缴纳罚款、滞纳金所致，亚星客车非经常性损益规模较小主要系当年公司坏账损失规模较大所致。部分非经常收益占比较高的企业 2016 年净利润和非经常性损益情况请见下表：

图表 15. 部分样本企业 2016 年净利润和非经常性损益情况（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

(2) 运营效率分析

2016 年来，受市场竞争加剧影响，样本企业应收账款周转效率有所下降，但存货周转率有所上升，总体资金周转效率有所下降。

2014-2016 年，样本企业应收账款周转率平均值分别为 23.36 次、21.41 次和 24.34 次，应收账款周转效率有所波动，其中乘用车样本企业应收账款周转率平均值分别为 37.32 次、34.70 次和 40.34 次，2015 年乘用车应收账款周转率下降主要系当年汽车制造行业景气度下行，市场竞争加剧使得应收账款回收期有所延长所致；同期商用车应收账款周转率平均值分别为 4.75 次、3.69 次和 3.01 次，受商用车客户中企业客户占比较高及企业客户回款进度一般较慢影响，商用车样本企业应收账款周转率较乘用车明显要低。此外，受新能源客车补贴期限延长及新能源汽车销售占比上升影响，商用车样本企业应收账款周转率平均值呈下降趋势。

从样本企业个体来看，2014-2016 年，乘用车样本企业中广汽集团、长城汽车和一汽夏利应收账款周转率呈持续增长趋势且应收账款周转速度较快，2016 年分别为 52.37 次、164.91 次和 104.61 次。乘用车样本企业中奇瑞汽车、华泰汽车、东风汽车和比亚迪应收账款周转率较低且呈持续下降趋势，2016 年其应收账款周转率分别仅为 4.97 次、7.14 次、6.43 次和 3.27 次，应收账款占款较为严重，其中比亚迪应收账款周转率低主要系新能源汽车应收补贴款回款慢及销售增长所致。2014-2016 年，商用车样本企业整体应收账款回款进度较慢，除中国重汽和陕汽集团外，其他商用车样本企业应收账款周转率均呈持续下降趋势，其中客车制造样本企业应收账款回笼最为缓慢，2016 年宇通集团、中通客车、厦门金龙和亚星客车应收账款周转率仅为 2.88、2.44、1.80 和 1.38，随着新能源汽车补贴期限延长，预计此部分公司应收账款回款进度仍将减缓，公司资金回笼压力大。

图表 16. 样本企业应收账款周转率平均值情况表

指标		2014 年	2015 年	2016 年
应收账款周转率	乘用车样本	37.32	34.70	40.34
	商用车样本	4.75	3.69	3.01
存货周转率	乘用车样本	9.53	10.19	10.72
	商用车样本	6.20	7.71	10.70

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

存货周转方面，2014-2016 年，样本企业存货周转率平均值分别为 8.10 次、9.13 次和 10.72 次，存货周转效率持续提升，其中乘用车样本企业存货周转率平均值分别为 9.53 次、10.19 次和 10.72 次，商用车存货周转率平均值分别为 6.20 次、7.71 次和 10.70 次，总体来看，受销售端竞争加剧、应收账款回笼放缓等影响，样本企业近年来加大库存管理，减少存货对资金占用，提高资金使用效率。从样本企业个体来看，乘用车样本企业中上汽集团、广汽集团、长城汽车、小康股份和江淮汽车存货周转率较高，2016 年分别为 17.51 次、17.90 次、14.61 次、14.43 次和 20.34 次，华泰汽车、华晨汽车和比亚迪存货周转率较低，分别为 2.53 次、4.97 次和 4.97 次；商用车样本企业中，北汽福田、宇通集团、中通客车和亚星客车存货周转率较高，2016 年分别为 15.12 次、13.50 次、24.83 次和 15.70 次，其中受新能源补贴回笼缓慢导致应收账款周转较慢的客车生产企业存货周转率明显较高，且郑州宇通、中通客车和亚星客车近年来存货周转率持续提升，有利于缓冲其应收账款对资金的占用。受子公司苏州金龙新能源骗补事件影响，厦门金龙存货周转率近年来持续下降，鉴于其应收账款资金回笼慢且逐年下降，厦门金龙资金占用严重，资金周转压力大。此外，受产品生产周期较长及账期较长影响，中国重汽存货周转率保持在较低水平，2014-2016 年分别仅为 1.58 次、1.38 次和 1.61 次。

(3) 偿债能力分析

近年来，样本企业现金流表现尚可，但受行业固定资产投资增加等影响，样本企业财务杠杆水平较高，且商用车样本企业财务杠杆水平明显高于乘用车样本企业。

从资本结构来看，2014-2016 年及 2017 年 9 月末，样本企业资产负债率平均值分别为 69.41%、69.25%、69.25% 和 70.24%，其中乘用车样本企业资产负债率平均值分别为 65.54%、65.79%、64.56% 和 66.30%，商用车样本企业资产负债率分别为 74.56%、73.87%、75.51% 和 75.66%，财务杠杆水平较为稳定，但商用车样本企业债务杠杆水平明显高于乘用车样本企业。从债务期限结构来看，2014-2016 年及 2017 年 9 月末，样本企业长短期债务比平均值分别为 18.11%、21.32%、24.18%

和 24.92%，其债务主要以流动负债为主，且债务结构持续优化。其中乘用车样本企业长短期债务比平均值分别为 18.55%、19.47%、27.06% 和 24.22%，得益于收入较快增长及行业固定资产投资速度放缓，债务结构总体有所优化，同期商用车样本企业长短期债务比平均值分别为 17.53%、23.77%、20.33% 和 25.88%，2016 年商用车样本企业长短期债务比平均值有所下降主要系中国重汽和亚星客车长短期债务比大幅下降所致，其中中国重汽部分长期借款到期或转为一年内到期的非流动负债，长短期债务比由 2015 年末的 74.44% 降至 46.03%。2016 年亚星客车短期有息债务大幅上升，使得长短期债务比由 2015 年的 21.36% 下降至 5.64%。此外，从流动比率指标来看，样本企业近年来流动性尚可，从总负债/EBITDA 指标看，乘用车样本企业偿债能力总体较商用车样本企业要强。

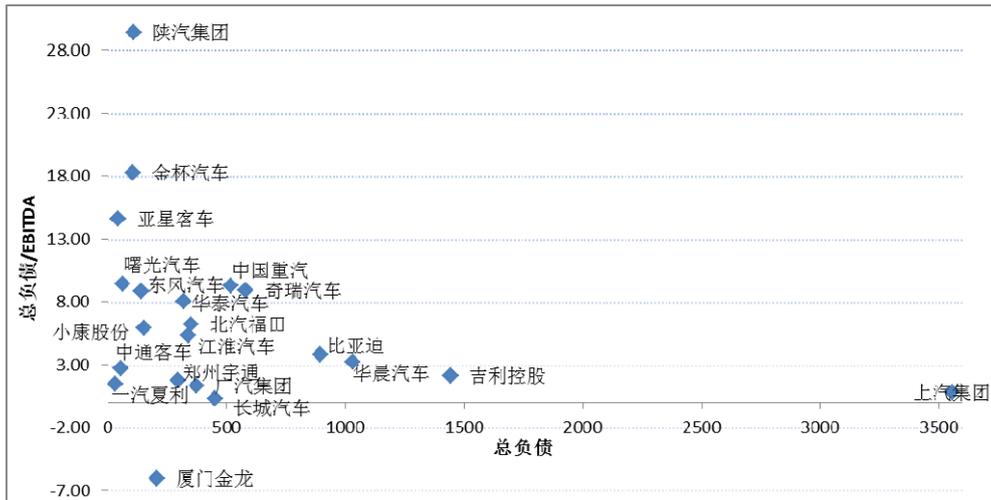
图表 17. 样本企业偿债指标平均值情况表

指标		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月末
乘用车样本企业	资产负债率 (%)	65.54	65.79	64.56	66.30
	流动比率 (%)	92.00	95.51	105.61	102.75
	总负债/EBITDA (倍)	4.24	4.39	4.16	/
商用车样本企业	资产负债率 (%)	74.56	73.87	75.51	75.66
	流动比率 (%)	100.26	107.63	107.31	118.45
	总负债/EBITDA (倍)	5.89	9.12	9.50	/

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

就样本企业个体来看，乘用车样本企业中广汽集团、长城股份资产负债率低，2016 年末仅为 45.38% 和 48.70%，奇瑞汽车、华晨汽车、小康股份资产负债率较高，2016 年末分别为 74.60%、71.63% 和 76.94%；商用车样本企业中，陕汽集团、金杯汽车、厦门金龙和亚星客车资产负债率高，2016 年末分别为 76.46%、94.13%、82.35% 和 95.60%，其他商用车样本企业资产负债率均在 60%-70% 之间，负债水平尚可。从总债务/EBITDA 指标来看，2016 年乘用车样本企业中奇瑞汽车、华泰汽车和东风汽车总债务/EBITDA 指标值分别为 8.91、8.05 和 8.81，偿债压力较大，其中奇瑞汽车受关联方占款较为严重，债务规模上升较快，且公司负债以短期债务为主，债务负担重。华泰汽车负债规模持续上升，但长短期债务比有所优化，短期偿债压力尚可。东风汽车 2016 年利润总额有所下降，而公司负债规模持续上升，且负债以流动负债为主，面临一定的短期偿债压力；商用车样本企业中陕汽集团、金杯汽车、厦门金龙和亚星客车偿债压力较大，2016 年其总债务/EBITDA 指标值分别为 29.44、18.22、-6.04 和 14.60，其中陕汽集团受融资租赁业务规模扩大及主业增长带来的资金需求增加，其负债经营水平较高，且存在短债长用情况，面临一定的即期偿债压力；2016 年末金杯汽车有息债务占总负债的 74.32%，且公司债务主要集中在短期有息债务，短期偿债压力大；厦门金龙受子公司苏州金龙 2016 年中央财政补贴资格取消及应收账款占款影响，负债水平出现上升。2016 年末亚星客车有息债务占总负债的 66.26%，其中主要为短期有息债务，公司短期偿债压力大。

图表 18. 2016 年样本企业总负债与总负债/EBITDA 指标情况 (单位: 亿元, 倍)



来源: Wind, 新世纪评级整理

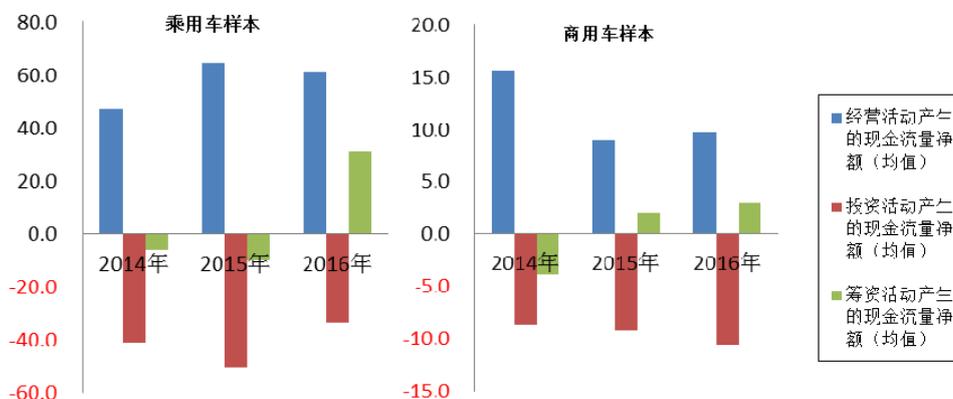
从现金流来看, 2014-2016 年, 样本企业营业收入现金率平均值分别为 94.53%、93.91% 和 91.36%, 主业现金回笼能力尚可, 但资金回笼速度有所减缓。其中乘用车样本企业营业收入现金率平均值分别为 102.68%、102.10% 和 98.93%, 现金回笼速度有所趋缓。商用车样本企业营业收入现金率平均值分别为 84.55%、83.10% 和 82.85%, 受商用车企业客户占比较高、新能源汽车补贴款下放较慢等影响, 其现金回笼速度较慢。从经营性现金流量来看, 2014-2016 年及 2017 年前三季度, 样本企业经营性现金净流入平均值分别为 33.46 亿元、40.70 亿元和 39.21 亿元, 其中乘用车样本企业经营性现金净流入平均值分别为 46.87 亿元、64.56 亿元和 61.33 亿元, 商用车样本企业经营性现金净流入平均值分别为 15.58 亿元、8.89 亿元和 9.71 亿元, 经营活动现金流表现总体较好, 能够为投资和筹资活动提供现金流支持。

就个体样本企业来看, 乘用车样本企业中上汽集团、吉利控股、广汽集团、华晨汽车和长城汽车经营性现金流表现较好, 呈大额净流入状态。华泰汽车、江淮汽车、一汽夏利和比亚迪 2016 年经营性现金流呈净流出状态, 净流出规模分别为 7.56 亿元、3.50 亿元、21.80 亿元和 18.46 亿元, 其中华泰汽车、江淮汽车经营活动现金流净流出主要受应收账款和存货周转速度放缓影响, 一汽夏利近三年经营性现金流呈持续净流出状态, 主要受收入大幅下滑影响所致。比亚迪 2016 年收入大幅增长, 但国补发放期限较长使得公司应收账款大幅增长, 经营性现金呈净流出状态; 商用车样本企业中, 中国重汽、北汽福田、郑州宇通经营性现金流表现较好, 2016 年经营性现金净流入分别为 71.19 亿元、11.92 亿元和 35.32 亿元, 但受商用车行业景气度波动影响, 三家公司的经营性现金净流入近年来波动较大。陕汽集团、曙光股份、中通客车、厦门金龙和亚星客车 2016 年经营性现金流均为净流出状态, 净流出规模分别为 5.83 亿元、5.97 亿元、0.17 亿元、17.17 亿元和 6.67 亿元, 其中陕汽集团、曙光股份经营性现金净流出主要系应收账款和存货周转速度较慢所致, 中通客车经营性现金净流出主要系新能源汽车补贴款期限较长所致, 厦门金龙经营性现金净流出主要受收入下滑以及子公司苏州金龙罚款支出等增加所致, 亚星客车经营性现金净流出主要系应收账款规模大幅增长, 回款进度较慢所致。

从投资性现金流来看, 2014-2016 年, 样本企业投资性现金净流出平均值分别为 27.24 亿元、32.67 亿元和 23.86 亿元, 呈持续净流出状态。其中乘用车样本企业投资性现金净流出平均值分别为 41.11 亿元、50.25 亿元和 33.77 亿元, 商用车样本企业投资性现金净流出平均值分别为 8.76 亿元、9.23 亿元和 10.66 亿元, 得益于汽车制造行业总体销量增长, 近年来样本企业汽车制造产能规模持续增长, 投资性现金流呈净流出状态。从样本企业个体来看, 乘用车样本企业中吉利控股、华晨汽车、长城汽车和比亚迪近年来投资性现金净流出规模较大, 主要为构建固定资产、无形资产和其他长期资产及新增银行理财支付的现金。商用车样本企业中中国重汽、北汽福田和郑州宇通投资性现金净流出规模较大, 其中中国重汽、宇通客车主要系投资支付及收回的现金规模较大所致, 北汽福田主要系构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大所致。

筹资性现金流方面, 2014-2016 年, 样本企业筹资活动产生的现金流量净额平均值分别为-4.96 亿元、-4.92 亿元和 18.95 亿元, 其中乘用车样本企业筹资活动产生的现金流量净额平均值分别为 -5.79 亿元、-10.06 亿元和 30.93 亿元, 商用车样本企业筹资活动产生的现金流量净额平均值分别为 -3.86 亿元、1.93 亿元和 2.97 亿元。样本企业 2016 年筹资活动产生的现金流量净额平均值上升主要系乘用车样本企业当年投资活动减少所致。

图表 19. 2016 年样本企业现金流情况表 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

行业信用等级分布及级别迁移分析⁶

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普遍较高。2017 年前三季度, 行业内当期公开发行债券主体共计 8 家⁷, 其中 AAA 级主体 5 家, AA+级主体 1 家, AA 级主体 2 家; 截至 2017 年 9 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 15 家⁸, 其中 AAA 级主体 8 家, AA+级主体 4 家, AA 级主体 3 家。

图表 20. 汽车制造行业主体信用等级分布⁹ (截至 2017 年 9 月末)

发行主体最新信用等级	2017 年前三季度		截至 2017 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	5	62.50	8	53.33
AA+	1	12.50	4	26.67
AA	2	25.00	3	20.00
合计	8	100.00	15	100.00

数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从级别变动情况看, 2017 年前三季度, 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 9 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等级由 AA+调整为 AAA。2017 年 9 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等级由 AA 调整为 AA+。除此以外, 2017 年前三季度,

⁶ 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。

⁷ 含一家双评级主体。

⁸ 含五家双评级主体。

⁹ 包含超短期融资券发行主体。

汽车制造行业内未发生其他主体信用级别调整情况，行业内主体信用质量整体保持稳定。

图表 21. 汽车制造行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 9 月末	AAA	AA+	AA
	AAA	7	
AA+	1	3	
AA		1	3

数据来源：Wind，新世纪评级整理

行业主要债券品种利差分析¹⁰

2017 年前三季度，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¹¹

2017 年前三季度，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 22. 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，新世纪评级整理

2. 公司债券

2017 年前三季度，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 23. 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
5 年	AAA	2	133.35-169.93	151.64
	AA+	1	194.92	194.92
7 年	AAA	1	110.49	110.49

数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018 年行业信用展望

1、宏观经济增速放缓抑制汽车消费增速

2016 年来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代的需求较大，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

¹⁰ 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。

¹¹ 不包含中小企业集合票据。

有力支撑。2017 年前三季度，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，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，预计 2018 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 10 月 10 日 IMF 发布的《世界经济展望报告》，预测 2017 中国经济增速为 6.8%，2018 年经济增速为 6.5%，我国宏观经济仍保持筑底态势，预计 2018 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、自主品牌汽车逐渐崛起，但竞争压力加大

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。2017 年上半年，我国自主品牌汽车市场占有率约为 44%。2017 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。2018 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，行业内在自主研发、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，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。

3、新能源汽车补贴力度减弱，行业盈利水平可能下降

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。2017 年 11 月，国家工信部公布“2016 年度新能源汽车推广应用补助资金(第二批)初步审核情况”，2016 年企业申报的新能源汽车推广数为 5.78 万辆，企业申请清算资金为 168.41 亿元，专家组核定的新能源汽车推广数为 5.75 万辆，按整车企业取整后补助资金为 167.64 亿元。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，行业内品牌众多，在建产能较大等问题。2016 年下半年以来，国家相继出台了多项新能源补贴政策，对新能源汽车生产资质、新能源汽车补贴发放标准等进行了修订，整体新能源汽车补贴金额有所退坡，但新能源汽车整车支持力度仍较大。在新能源补贴力度减弱和新能源汽车免征购置税等政策实施以及下游锂电等原材料价格上涨等因素综合影响下，预计 2018 年新能源汽车行业仍将保持较快增长，但新能源汽车生产企业竞争将会加剧，盈利能力将会下降，具有自身造血能力的新能源汽车生产商竞争力将会增强，行业集中度将进一步提高。

4、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 2018 年乘用车市场销量仍将保持增长。但受宏观经济增速放缓、乘用车市场竞争加剧及购置税优惠退出影响，预计乘用车销量增速将会进一步放缓，乘用车生产企业收入与盈利增速将会下降，但财务杠杆水平可控。

受益于国五标准、限超政策实施以及煤炭、钢铁等大宗商品回暖，2016 年第四季度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总体放缓，国五标准、限超政策影响趋弱等影响，2017 年 11 月重卡销量 8.4 万辆，同比下滑 9%，在经历 13 个月后首次出现下滑，预计 2018 重卡销量将下滑，而客车等销量可能保持低速增长，商用车生产企业总体收入下降，而盈利能力可能下滑。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，固定资产占比较高，总体信用质量仍较一般，行业中未能在 2016 年来降低财务杠杆水平或盲目扩充产能的企业，预计 2018 年财务杠杆水平将上升，信用质量或有下滑。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。

附录一

汽车制造行业样本企业信用等级分布及主要经营财务数据与指标

(合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级及展望	评级机构	实际控制人	主要车型	2016年产能(万辆)	2016年产量(万辆)	2016年销量(万辆)	总资产	资产负债率	有息债务	流动比率	应收账款周转率(次)	营业收入	毛利率	净利润	经营性现金流量净额
上海汽车集团股份有限公司	—	—	上海市国资委	乘用车	550.20	645.68	648.89	6523.23	60.48	1396.89	1.07	16.12	6080.50	13.19	334.66	198.84
浙江吉利控股集团有限公司	AAA/稳定	东方金诚	自然人李书福	乘用车	207.50	132.02	130.02	2446.11	68.63	542.78	0.98	28.97	1921.48	23.56	123.18	225.53
广州汽车集团股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	广州市人民政府	乘用车	188.80	165.96	165.01	918.41	42.49	136.69	1.41	42.80	516.31	23.16	89.77	44.99
奇瑞汽车股份有限公司	AA/稳定	联合资信	芜湖国资委	乘用车	90.00	54.84	55.23	800.17	73.85	440.36	1.05	2.36	188.66	9.06	0.24	-39.23
华泰汽车集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	自然人张宏亮	乘用车	62.00	18.28	17.66	465.68	68.28	268.27	1.20	7.14	150.17	21.43	10.40	-7.56
华晨汽车集团控股有限公司	AAA/稳定	大公国际	辽宁省国资委	乘用车	96.00	76.97	77.44	1526.69	69.88	547.05	0.90	18.71	916.25	30.10	58.83	35.74
长城汽车股份有限公司	—	—	自然人魏建军	乘用车	105.00	109.44	107.45	893.11	47.34	116.71	1.22	95.00	634.29	18.07	28.93	70.96
重庆小康工业集团股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	自然人张兴海	乘用车	40.00	30.80	37.93	223.87	77.70	106.77	0.95	35.58	145.10	21.25	6.83	2.56
东风汽车股份有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	国务院国资委及 日产(中国)投资有限公司	乘用车	36.45	18.26	17.98	228.16	68.62	62.16	1.10	4.19	129.96	10.99	-1.72	-7.91
安徽江淮汽车集团股份有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	安徽省国资委	乘用车	63.45	65.63	64.33	472.18	67.89	169.72	1.01	10.66	355.81	10.75	1.25	-50.76
天津一汽夏利汽车股份有限公司	—	—	全民所有制	乘用车	30.00	3.64	3.68	51.03	88.15	23.82	0.60	92.42	9.97	-50.79	-11.23	-13.74
比亚迪股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	自然人王传福	乘用车	66.30	38.89	42.36	1647.28	64.26	726.26	1.01	1.58	739.33	19.86	34.62	6.96
中国重型汽车集团有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	济南市国资委	商用车	23.00	19.99	20.35	930.79	72.33	355.84	1.28	5.00	437.25	19.36	22.75	56.68
陕西汽车集团有限责任公司	AA/稳定	新世纪评级	陕西省国资委	商用车	2.10	0.38	0.37	140.42	76.46	69.38	0.60	3.15	43.77	11.66	0.59	-5.83
北汽福田汽车股份有限公司	AA+/稳定	中诚信证评	北京市国有资本	商用车	82.55	50.70	53.11	605.79	68.41	185.07	0.79	2.99	363.67	14.09	0.98	-36.27

发行人名称	最新主体评级及展望	评级机构	实际控制人	主要车型	2016年产能(万辆)	2016年产量(万辆)	2016年销量(万辆)	总资产	资产负债率	有息债务	流动比率	应收账款周转率(次)	营业收入	毛利率	净利润	经营性现金流量净额
			管理中心													
金杯汽车股份有限公司	AA-/稳定	大公国际	沈阳市国资委	商用车	8.00	2.18	2.32	121.49	98.54	90.36	1.13	1.94	41.90	14.73	-2.93	-3.42
辽宁曙光汽车集团股份有限公司	AA-/稳定	大公国际	自然人李进巅	商用车	8.85	1.70	1.63	82.69	59.66	24.97	1.15	2.21	26.99	15.37	3.85	4.27
郑州宇通集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	郑州通泰志合企业管理中心(有限合伙)	商用车	6.50	7.10	7.10	446.39	57.50	109.66	1.34	1.29	206.90	26.89	22.96	-16.01
中通客车控股股份有限公司	AA/稳定	联合资信	山东省国资委	商用车	2.00	1.82	1.82	108.05	74.89	33.54	1.33	0.94	45.05	14.45	1.22	-8.07
厦门金龙汽车集团股份有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	福建省国资委	商用车	8.18	7.39	7.34	232.84	78.91	91.16	1.33	0.91	102.74	19.83	5.09	-6.75
扬州亚星客车股份有限公司	---	---	山东省国资委	商用车	0.80	0.60	0.60	48.59	95.09	28.59	1.12	0.42	13.39	16.84	0.33	3.39

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理。

注：主要财务数据为 2017 年前三季度数据，其中华泰汽车集团有限公司和陕西汽车集团有限责任公司数据为 2016 年全年数据。

附录二

汽车制造行业样本企业信用质量

(略)

附录三

2017 年前三季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9月末主体等级及展望	最新评级日期	2017年9月末主体等级及展望
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

附录四

2017 年前三季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