

# 评级方法

(2018 年版)

# 汽车制造行业

# 信用评级方法

## 业务风险

- 宏观因素
- 行业因素
- 竞争地位
- 盈利能力/同业比较
- 公司治理与运营管理

## 财务风险

- 风险容忍度/财务政策
- 会计政策
- 现金流状况
- 负债结构和资产质量
- 流动性/短期因素

## 调整因素

## 外部支持

## 其他/补充说明

新世纪评级根据国家统计局国民经济行业分类标准(GB/T4754-2017)，并结合国际行业分类标准（GICS，Global Industry Classification Standard）和基本信用特征，确定了信用评级的行业分类标准。

汽车制造行业是生产发动机、底盘和车体等主要部件，并进行装配的工业部门，是国民经济重要的战略性产业之一。新世纪评级的汽车制造行业的界定范围具体包括乘用车制造、商用车制造和特种车辆制造等。其他相关工业门类可参考本方法。

新世纪评级的汽车制造行业信用评级方法从业务风险和财务风险两个维度，依据行业内企业信用分析所涉及的历史和当前数据与信息，对行业内企业的信用质量及其稳定性进行定量和定性的综合分析、预测和评价，并充分考虑来自控股股东、所属集团、政府或大型金融机构等外部支持因素对企业个体信用质量的影响与程度。

新世纪评级的汽车制造行业评级方法全面考察了可能影响汽车制造企业信用质量的各类要素，充分体现了评级方法及其运用的一致性，以及评级结果的客观性。

本评级方法是对发布于 2014 年 6 月 11 日的《汽车制造行业信用评级方法》的更新，自发布之日起实施。

## 业务风险

汽车制造行业具有显著的资本、技术和规模经营特征。

汽车制造行业发展受到其在国民经济中的定位及相应产业政策、发展规划、监管措施和需求管理政策的影响。

经济发展水平和发展阶段决定了汽车制造行业未来的发展空间。

汽车制造行业的需求波动决定了其显著的周期性波动。汽车制造行业壁垒高，规模化是行业主要要素，而政策性也是中国汽车制造行业具有的相对较显著的特征。

汽车制造行业具有显著的资本、技术和规模经营特征，与宏观经济因素关联度较高。新世纪评级衡量汽车制造企业业务风险状况及趋势时较全面地考虑了宏观因素、行业因素、竞争地位、盈利能力/同业比较、公司治理与运营管理等要素，并重点关注这些内外部因素对企业现金流量的影响。

### ■ 宏观因素

汽车制造行业易受宏观经济形势变化影响，当外部经济周期、货币和财政政策等因素发生重大变化时，汽车制造企业的信用质量或将发生明显变化。新世纪评级考察的宏观因素包括两个层次：一是国别风险因素，我们会根据企业的核心资产分布、营业收入占比等因素或指标，综合衡量企业跨国业务运营所处宏观风险因素；二是中国境内运营企业所面临宏观经济波动给汽车制造行业带来的影响或风险，体现于我们对行业因素的风险判定。

经济发展水平决定汽车制造行业的潜在需求规模，GDP/人均GDP则是新世纪评级分析宏观经济发展水平的重要指标。汽车消费需求与经济发展水平(GDP)有较强的相关性，一般来讲经济发展水平越高，汽车制造行业有效需求越大，但宏观经济的周期性波动会较显著的带动汽车制造行业的周期性波动。

固定资产投资规模、城镇化率也是新世纪评级分析汽车制造行业特别是商用车行业未来发展前景的重要指标，固定资产投资规模与商用车有较强的相关性。

### ■ 行业因素

新世纪评级从（1）经营环境和竞争态势，（2）增长和盈利趋势，（3）成本变化与风险事件，（4）融资环境变化与趋势，和（5）政府管制与法律风险等五个方面共 28 个指标对行业层面的信用风险进行衡量。行业信用风险的评估结果，体现的是相同宏观经济环境下不同行业之间信用风险差异。我们会定期更新行业信用风险评估结果。

#### （一）汽车制造行业的基本特征

##### 1. 周期性

汽车制造行业周期性主要受宏观经济增速、消费者信心和固定资产投资增速影响。汽车消费一般占家庭消费开支较大，故消费者信心对乘用车消费影响较大，而消费者信心一般取决于宏观经济增速、人均收入水平和就业率水平等。就商用车而言，其更易受宏观经济增速、固定资产投资规模和城镇化率等影响。

汽车制造行业的周期性波动更多地体现为收入与盈利的波动。当宏观经济处于上行周期，行业收入和盈利水平会相应提高，当所处区域为成长性经济体时，行业产能扩张较快，行业收入和盈利增速一般会大于 GDP 增速，当所处区域为成熟经济体时，行业收入和盈利增速一般小于 GDP 增速；在宏观经济增长放缓或进入衰退期时，伴随繁荣期投资过旺导致的产能过剩，供求失衡，

行业收入增速放缓或下滑幅度一般大于同期 GDP 变动，行业利润水平大幅下降甚至亏损，形成行业性风险。

## 2.规模化

汽车行业产业规模大，下游客户多，这要求汽车制造企业具有大规模产品生产能力。规模化生产是汽车制造企业获得成本优势的关键驱动因素，厂商通过规模化生产可以降低单位产品的固定生产成本，通过批量采购从上游供应商获得更好的报价，且规模化的汽车制造企业抗风险能力也较强，能够进行大额资本支出和受行业周期性波动影响较小。以上因素决定了规模化运营的企业往往更具优势，并突出表现为市场地位的获取。

## 3.行业壁垒高

汽车制造行业壁垒高，主要体现在以下几个方面，一是规模化生产需要大量的资金投入，汽车制造企业建设生产基地时，一般需要采购大型设备和占用大量土地，资金壁垒高；二是受消费者偏好变动和行业竞争激烈影响，汽车制造企业对技术革新及产品升级速度要求较高，这要求汽车制造企业具有很强的技术研发能力，技术壁垒高；三是汽车制造行业消费者对品牌的认可度高，这要求汽车制造企业通过产品质量提升和加大营销力度提升品牌影响力，品牌壁垒高。

## 4.政策性

汽车制造业为国民经济的支柱产业之一，政府对汽车制造业重视程度较高。近年来得益于行业技术革新较快，汽车制造业向节能化、轻量化和智能化发展，为提升产业竞争力、加强环境保护等，政府一般会出台相应政策，对行业进行引导，行业的产业政策和中长期发展规划对汽车市场的发展影响较大。

新能源汽车对于环境保护、减少我国石油依赖度和发挥我国汽车产业比较优势具有积极意义，近年来国家政策支持力度大，但由于新能源汽车制造成本高、充电便利性差和充电时间长等因素影响，其较传统燃料汽车竞争力弱，易受政府支持力度和政策波动影响。

商用车易受国家排放标准政策影响，一般在新的排放标准正式实施前的一段时间，商用车销量会有大幅增长。

汽车制造行业壁垒高，现阶段行业需求较为旺盛，但随着我国汽车保有量快速提升，汽车销量总体呈增速放缓趋势，市场竞争将持续加剧。

## （二）汽车制造行业信用风险

### 1.经营环境与竞争态势

汽车制造行业周期性特征较显著。新世纪评级对汽车制造业周期性判断的信用要素是人均居民收入和汽车保有量。人均居民收入水平受宏观经济运行影响，收入水平越高表明区域内潜在消费者的购买力越强，汽车制造行业未来面临的客户群体就越庞大，汽车制造企业未来的信用风险就越小。汽车保有量是判断区域市场消费饱和度的重要指标，一般来讲，汽车保有量较低的市场，汽车制造行业的潜在需求旺盛，反之，市场饱和度越高，市场空间有限，厂商的潜在需求则主要来自二次购车产生的需求。

汽车制造行业具有较高的进入和退出壁垒，但由于中国汽车市场

的巨大需求及汽车产品周期较短，汽车厂商的竞争性经营策略更加明显。随着供求关系的转变，中国汽车制造行业未来的竞争风险将会显著提高。

对于新能源汽车制造行业来说，由于制造成本较高、动力电池技术瓶颈及使用便利性差等原因，大规模的产业化生产尚需一定时间。新能源汽车发展需结合政府政策支持进行分析，若能得到政府补贴、税收等持续大力支持，预计新能源汽车行业仍将保持大幅增长，但鉴于传统燃料汽车技术成熟度高，传统汽车制造企业的行业地位及资金、研发优势，未来新能源汽车龙头企业预计仍将来自现有行业参与者，中短期内现有汽车制造行业的信用结构预计不会改变。

## 2. 增长和盈利趋势

汽车制造行业整体收入增长及盈利状况受宏观经济发展状况影响明显。随着我国宏观经济增速放缓及固定资产投资增速放缓，加之人均汽车保有量的大幅提升，未来我国汽车制造行业增速将会放缓，长期而言将呈现竞争加剧，行业收入和利润保持低速增长或下降态势。尽管一些短期干扰因素（如政策利好）可能仍能刺激行业景气度出现某种程度的回升，但很难改变行业长期盈利趋势。由于我国商用车财务杠杆水平较高，固定资产占比较大，其利润对收入下降的敏感度更高，商用车生产企业信用质量较乘用车生产企业更易出现下滑。

## 3. 经营要素和成本

汽车行业已处于相对成熟的阶段，但受消费者偏好变动及竞争激烈影响，汽车产品更新和技术变革要求较高，行业研发投入规模大。此外，原材料、劳动力等成本变动会对汽车制造行业利润产生直接影响，但受原材料成本和劳动力成本占汽车生产成本相对较低影响，汽车生产成本对原材料和人力成本敏感度不是很大，行业盈利水平受供需和竞争环境影响相对较大。

随着新能源汽车的快速发展，行业技术变革加快，另外，随着淘汰落后、节能减排等政策措施的推进和实施，汽车制造行业所面临的环保压力和成本也在不断增大。

## 4. 行业的资本特征与融资环境

汽车制造行业资本密集程度高，由于行业的规模化和周期性特征，汽车制造企业债务杠杆水平一般较高，且有较大的债务融资需求，易受信贷政策和企业融资渠道影响。我国汽车制造行业多年来保持较快发展，行业内企业经营性现金流表现较好，且融资成本占总成本比重较低，现阶段对利率敏感度尚可。

中长期看，随着汽车制造行业景气度下行，由于行业财务杠杆偏高，若受到原材料成本上升、信贷政策收紧，可能会影响汽车制造企业的日常经营。

## 5. 政府管制和法律风险

汽车制造行业作为国家主导产业之一，在节能环保、技术安全以

及兼并重组安排等诸多方面受到政策制约，在准入等环节具有很强的政策性。新世纪评级认为，在考察我国汽车制造行业政策环境时，应结合宏观经济基本面及其趋势，侧重关注产业引导、环境保护、融资环境、税费等方面的政策及其执行对行业信用风险度的影响。

## ■ 竞争地位

在考察影响汽车制造行业整体信用质量的宏观因素和行业因素后，新世纪评级将归纳出衡量行业内企业竞争地位的基本信用要素或特征，并进行相对信用风险比较和分析。影响汽车制造行业内企业竞争地位的信用要素包括（1）市场地位，（2）规模，（3）经营能力等。我们将设置衡量这些信用要素的具体指标，对其风险进行定量或定性分析，并对各要素进行权重设置，以最终判定汽车制造企业竞争地位方面的信用风险大小。

### （一）规模

规模化生产是汽车厂商获得市场优势的关键因素。

经营规模是汽车厂商获取市场竞争地位的基石。在激烈的价格和差异化竞争的市场条件下，规模越大、市场地位越高也会给汽车制造企业带来更多的成本控制、融资优势等，提升其抗风险能力。

汽车制造行业是资本与技术密集行业，技术和资本规模是其核心竞争力的体现，那些具有长效资本补充渠道优势，以及技术储备或研发成果出众的竞争主体将获得更多的信用优势，同时，研发资金来源、渠道建设和品牌推广也需要一定经济规模的当期销量来保障。

考虑到产销量、资产占用规模之间显著存在的相关性，尽管这些具体指标都被用来衡量汽车制造企业的规模，但我们主要把销量和收入规模作为主要指标，其他作为辅助指标。这主要系不同汽车厂商产品销售价格差异大，将销量和收入作为主要指标能够更好地反映汽车制造企业核心业务规模，而资产则易受其他业务、外包等因素影响。

新世纪评级主要采用定量分析的方式对汽车制造企业规模要素进行考察，具体指标包括：汽车年销量、年销售收入、资本实力和总资产规模等。

### （二）市场地位

汽车制造行业周期性较为明显，市场地位突出的企业在产品定价、支付弹性等方面具有一定优势，抵御周期性波动的能力相对较强。

汽车制造行业具有较强的周期性，同等条件下市场地位突出的企业往往在产品定价、支付弹性、成本控制等方面更具优势，其抵御经济周期性波动的能力较强，业务风险相对较低。因此，在分析汽车制造业务风险时，需要重点分析企业的市场地位。

新世纪评级主要采用定性分析的方式对汽车制造企业市场地位要素进行考察，具体分析的子要素包括：细分产品（或主要盈利产品）在行业内的排名、主要产品市场竞争态势及占有率。此外还要考虑品牌、客户粘性、产品更新和分销网络等较同行业公司的比较优势等。由于反映汽车制造企业市场地位的权威统计数据及时性、一致性和可得性欠佳，很难建立标准化的分析指标及参照值，我们更倾向于以定性方式对这些子要素进行分析评价。

### （三）经营能力

业务/产品多样化是汽车制造企业竞争力的体现。

新世纪评级采取定性分析方式衡量汽车制造企业经营能力，用于分析的子要素包括：（1）业务/产品多样性，（2）生产能力，（3）研发能力，和（4）原材料、核心零部件自给水平等。

业务/产品多样化有助于汽车制造企业分散风险，减少单一业务/产品波动造成收入的影响。我国巨大的市场需求和激烈的市场竞争导致差异化竞争是国内汽车厂商获取比较竞争优势的重要生存砝码，消费需求特征的迁移所带来的产品更新换代和产业结构升级压力倒逼厂商未来投入更多的资金来维护自身的竞争优势，以获取高于行业平均利润的超额收益。我们衡量业务/产品多样性主要有公司收入和盈利来源的跨区域范围、子行业产品分布与占比、产品品牌的多元化、分销网络和下游客户集中度等。

汽车制造企业生产能力主要包括企业产能、生产基地的分布、产品线种类、同类产品具有的技术优势等。受我国汽车制造业起步较晚以及研发需大规模投入影响，我国汽车发动机、变速箱、电子信息系统等汽车核心零部件技术主要由整车制造企业掌握，故具有发动机、变速箱等汽车核心零部件自给能力的汽车厂商具有较高的信用优势。

研发能力是汽车制造企业保持产品竞争力的核心驱动力，汽车制造业产品竞争激烈，消费者偏好易变要求厂商加快新产品推出频率或加快产品升级，研发能力强的汽车生产企业能够更快推出新产品以适应市场需求，提升自身竞争地位。受技术积累、品牌知名度和客户口碑的影响，现阶段外资品牌具有较高的市场美誉度，且其 R&D 的投入持续较大，保障了外资企业自身的品牌梯度。因此具有外资品牌合作的汽车厂商，或依托外资品牌开发的自主品牌具有较高的信用优势。

汽车制造业也是劳动密集型行业，对成本具有一定的敏感性，钢材、铜、铝、橡胶等原材料成本以及人工成本均会对其竞争力产生影响。此外，汽车制造企业生产占用土地面积一般较大，土地成本控制对汽车制造企业的成本灵活性也较为重要。汽车制造企业一般通过对库存、零部件供应、制造、营销、财务和人力资源等管理成本实施系统控制，以期在量本利上“赢得最佳平衡点”。一般产能利用率高，库存管理能力强的企业成本控制能力好，在行业衰退期具有更强的抗风险能力。

#### ■ 盈利能力/同业比较

汽车制造企业盈利能力既是企业所处市场环境及其市场地位的验证或确认，同时也是企业现金流的生成基础。

现阶段我国汽车制造业产能出现过剩、行业竞争加剧使得汽车制造企业毛利率长期来看有下降趋势，但整车毛利率的高低仍会反映出不同企业之间的长期竞争力的差异。而且，单个企业（集团）产品附加值的变化趋势，也可在一定程度上反映出其自身的产品竞争力。

新世纪评级主要采用定量分析方式对汽车制造企业的盈利能力进行衡量，具体指标包括：（1）毛利率，（2）EBITDA，（3）总资产报酬率，和（4）产品质量保证金计提比例。

我们在考察行业内企业的盈利时关注主营业务的盈利水平，为了

剔除政府补助等因素的影响，采用毛利率这一指标对行业内企业的主营业务盈利情况进行考察。毛利率是衡量企业盈利能力的基础指标，为主营业务毛利与主营业务收入之比，毛利率越高则说明企业的盈利能力越高，控制成本的能力越强。但是，由于不同子行业之间存在一定的经营差异，毛利率的可比性有限，仅作为体现企业盈利能力的一个方面进行考虑。

EBITDA 指的是息税及折旧摊销前利润，它剔除了利息、所得税、折旧、摊销因素的影响，使企业在不同的资本结构、税率、折旧摊销方式的情况下具备更强的可比性。同时，EBITDA 把固定资产的折旧和无形资产及其他资产的摊销予以剔除，排除了历史性的资本支出对当期盈利的影响，更注重当期实际发生的盈利情况。

考虑到汽车制造行业需要一定的资本投入，为了反映企业全部资产获取收益的水平和企业获利与投入产出情况，我们还采用总资产报酬率指标作为考察汽车制造企业的综合收益水平的横向比较及纵向变化趋势。

在考察汽车制造厂商的盈利能力时，我们还要特别关注厂商对已销售产品可能发生的保修费用和索赔金额的计提情况。通常，汽车制造厂商应根据合约条款及历史经验，对产品质量保证金予以估计并计提相应准备，产品质量保证金的计提需要运用判断和估计，估计计提结果过高或过低都会对当期盈利产生一定的影响。

## ■ 公司治理与运营管理

### 1. 公司治理

良好的公司治理是汽车制造企业获得并保持较高信用质量的必要条件。

新世纪评级认为，建立较为完善的公司治理模式并保持良好的公司治理状态，是一家汽车制造企业获得较高或高信用质量的先决条件。公司治理存在缺陷的汽车制造企业，较易诱发业务及财务风险，如产能建设投资环节的风险管理、决策与约束机制。

新世纪评级主要采用定性分析的方式对影响公司治理的要素进行衡量，主要包括：（1）公司性质，以及（2）治理的完整性，其中公司治理的完整性要素主要考察的是公司治理架构的构建以及成员结构，和独立董事与各专业委员会的作用，关联交易及关联资金往来风险控制也是核心内容之一。

新世纪评级认为，一家汽车制造企业的公司治理合理性与有效性关系到其长期生存和发展。由于汽车制造行业受宏观经济周期影响较为明显，行业内企业的经营战略和公司治理需要根据经营环境的变化而不断调整，企业完善的治理结构、各部门分工管理的清晰和有效性会帮助企业在不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率。同时，大部分行业内企业需要雇佣一定数量的生产工人，对劳动者权益的保护也会关系到企业日常经营的顺利进行。另外，行业内企业履行社会责任会提升企业的品牌，提高合作伙伴和客户对其的信任，提升长期经营的稳定性。

由于我国政策要求，国外的汽车制造企业进入中国一般采用合资形式（主要为 50/50 股权结构），这种股权结构使得股东控制力和战略决策方面相对较弱，一般在此种股权结构下能够良好经营

5年以上的合资企业，我们视为公司治理较为稳定。

## 2.公司运营管理

运营管理水平也在一定程度上影响着汽车制造企业的成本优势。

新世纪评级认为，规模化经营是汽车制造企业信用质量的主要驱动要素，而规模化经营的目标集中体现为成本优势。在成本优势方面，除了原材料及规模化经营因素外，公司管理也是主要影响因素之一。

汽车制造行业趋势易受消费者偏好、政策引导和技术革新影响，行业目前正在向节能化、轻量化和智能化方向发展。汽车制造企业未来战略规划、定位较为重要，合理化的战略规划能够保证公司向正确方向发展。

新世纪评级主要采用定性分析方式来衡量汽车制造企业的运营管理和战略规划能力，主要指标包括：（1）公司组织架构合理性，（2）高管层素质/稳定性，（3）内控体系健全性，（4）战略地位，和（5）战略合理性。

## 财务风险

财务风险是指企业在各项财务活动中由于各种难以预料和无法控制的因素，使企业在一定时期、一定范围内所获取的最终财务成果与预期的经营目标发生偏差，从而形成的使企业蒙受经济损失或更大收益的可能性。企业的财务活动贯穿于生产经营的整个过程中，筹措资金、长短期投资、分配利润等都可能产生风险，因此财务风险是客观存在的，企业通过自身经营不可能完全规避风险。

我们对于财务风险的衡量建立在业务风险的基础之上，在风险容忍度/财务政策、会计政策、现金流状况、负债结构和资产质量、流动性/短期因素方面考察汽车制造企业财务活动对自身信用水平的影响。

### ■ 风险容忍度/财务政策

我们主要通过信用管理、融资管理、运营资金管理、投资管理、股利管理几个方面考察企业财务政策方面的风险。

汽车制造行业资本密集型的先天行业壁垒，以及获取差异化竞争的生存策略导致中国汽车厂商对资本需求具有先天的偏好，因此一定程度上看汽车制造行业是风险偏好行业。新世纪评级主要采用定性分析方式来考察汽车制造企业的风险容忍度/财务政策要素，具体包括（1）信用管理政策，（2）融资管理政策，（3）投资管理政策，和（4）股利管理政策。考察的主要内容是，企业购销环节的账期管理及风险敞口，融资渠道、方式及筹资成本控制能力，企业项目及非主业投资的决策、执行、风险管理与效果等。

中国汽车制造企业对自有资本和有息债务的平衡直接影响其信用水平。这是因为高度依赖债务资金筹措（追求激进财务政策）的厂商比债务杠杆低的厂商更易在宏观经济波动中受到冲击（特别是在经济处于衰退周期阶段）。

厂商历史的分红政策、各项准备金的计提标准、资产计价标准以及负债目标的管理等都能够反映中国汽车制造企业的风险容忍

度。

对中国汽车制造企业风险容忍度和财务政策的分析不是一成不变的，需要结合宏观经济周期阶段以及当前的市场环境进行分析。在处于宏观经济景气周期和市场需求旺盛阶段，处于行业竞争优势地位的厂商主动性负债规模的扩大在一定程度上有利于其实现较高盈利，但需要关注的是财务政策的激进程度是否匹配其长期投资计划，避免管理层的短视行为。

厂商对其生产基地的资本性支出规模一般较大，脱离产品结构升级改造、经营战略定位的合理性的资本支出计划，可能会导致汽车制造企业资金链的枯竭。

## ■ 会计政策

会计政策的一致性和可比性、会计数据的异常变动和会计信息的质量是进行财务风险分析的基础。

企业财务报告是评级机构进行财务分析的基础。在信用等级的分析中，各财务比率的横向比较和纵向趋势分析是衡量汽车制造企业财务风险和业务风险的重要方式，会计政策的可比性和财务信息质量则是财务比率分析的基础。不同企业甚至同一企业不同期间执行的会计政策差异往往会对其财务数据产生显著影响，如折旧政策的调整就会显著影响盈利状况（因为汽车制造企业的固定资产占用规模大）。在某些情况（如企业的会计政策具有较大的特殊性）下，新世纪评级会对发行人财务报告数据进行必要的调整，以增强行业内企业之间的可比性。

在分析汽车制造企业会计政策时，我们需要重点关注到：（1）会计政策的一致性与可比性，（2）会计信息的质量，及（3）会计数据的异常变动等。这些要素主要采用定性分析方式进行衡量。

企业会计政策的一致性和可比性是评级机构进行企业信用质量和信用稳定性分析的基础。

会计信息质量是企业会计政策执行的重要体现。新世纪评级将根据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对企业的信用质量和稳定性进行评价。对于非标准的审计意见、会计数据的变动或异动对企业信用产生负面影响的，将对企业信用质量和稳定性给予合理的信用负面评价并形成相应的信用减分。

不同企业甚至同一企业不同期间执行的会计政策差异往往会对其财务数据产生显著影响。新世纪评级此部分主要考察的子要素包括会计政策的一致性和可比性、会计数据的异常变动和会计信息的质量，关系到财务数据分析的真实性和有效性。

## ■ 现金流状况

现金流是企业偿还债务本息的直接来源，现金流对债务本息的覆盖程度，是反映汽车制造企业偿付能力最为核心的指标。

经营性现金净流入是衡量厂商运用内部资源偿还借款能力的直接表现。具有较高信用水平的汽车厂商应该形成稳定的经营性现金净流入，包括在行业不景气时期。

现阶段中国汽车制造企业大多采用合营、合资方式，这些合营、合资下的大量的子公司的股利分配资金往往成为中国汽车厂商现金流的重要来源，因此对中国汽车厂商的分析需要综合分析其经营活动产生的现金流和投资活动的现金流，并以此为基础进行资金缺口测算和比较分析。

在规模经营是厂商获取差异化竞争优势的首要条件下，以扩大规模产生的投资性现金流出加速是其财务表现的常态。但持续的大规模投资性现金流出会导致中国汽车制造企业刚性债务规模的增加和财务风险的积聚。因此评价厂商投资性现金流，需要考察企业“十三五”期间的资本支出计划，并结合其项目资金来源的安排和自筹资金能力综合判断其建设资金缺口。

一般而言，财务角度的现金流量分析着重从厂商整车创现能力及其波动性、经营性净现金流对债务的保障程度等方面展开。核心指标包括经营性现金净流量与刚性债务比率、非筹资性现金净流量与刚性债务比率和经营性现金净流量与总债务比率等。

另外，汽车制造行业具有先期投资规模较大的特征，因此扣除折旧因素的现金流（EBITDA）对利息的保障水平也是评价其经营性现金流稳定性的重要指标。

新世纪评级主要采用定量分析方式衡量汽车制造企业的现金流状况，主要指标包括（1）营业收入现金率，（2）经营性现金净流量/刚性债务，（3）非筹资性现金净流量/刚性债务，（4）经营性现金净流量/总债务，和（5）EBITDA/利息支出。

#### ■ 负债结构和资产质量

负债结构关系到企业短期和长期的偿债压力。资产质量不但会体现企业经营的效率，而且其可变现能力会影响企业的偿债能力。

中国汽车厂商长期资本的构成对其主体信用风险或财务风险有着重要影响，债务负担重的厂商将会面临较大的偿付压力，财务风险较大。同时，债务期限结构的不合理，特别是短期债务压力大的汽车厂商可能会牺牲长期利益而最终导致其未来潜在竞争力的损害。另外，汽车制造行业对长期资本的需求大于短期资本的需求，分析资本结构的基本指标是资产负债率。

汽车制造行业是耐用消费品行业，产品的周转周期较长，且从整车制造到商业流通具有一定的物流周期，因此衡量厂商的资产质量更多的依赖合理库存、长短期资产结构、资产科目余额占比与营业收入规模的匹配性判断，以及这些资产科目的实际变现能力。

汽车作为价值较高的耐用消费品（或可选耐用消费品）具有价值潜在的波动性风险。特别是对发生召回、或新车上市老款降价等情况，厂商的存货价值将会出现整体性贬值，因此对其资产质量的判断需要关注其产品质量的稳定性和市场竞争地位变化引起的信用水平的波动。

由于厂商多是由单一企业滚动发展成为集团企业的，可能存在诉讼、历史对外担保等或有债务，需要关注这些或有债务对中国汽车厂商债务负担的潜在影响。

新世纪评级主要采用定量分析方式衡量汽车制造企业的负债结构和资产质量，主要指标包括：（1）资产负债率，（2）应收账款周转率和（3）存货周转率。

#### ■ 流动性/短期因素

充足的流动性是汽车制造企业获得较高或高的信用质量

汽车制造企业在汽车制造行业产业链中居于核心地位，因此在经营中厂商可能凭借较强的议价能力和优势地位占用上下游客户的资金，如开具大量远期应付票据、延长支付材料款等，使客户

的先决条件。流动性/短期因素主要考察的是流动资产变现能力和对流动负债的覆盖程度。我们更为关注汽车制造企业的实际流动性风险状况。

变相地为其提供融资服务，增强其财务弹性，在危机时期更是如此。

厂商集团化的经营模式往往导致其控股子公司或参股公司较多，庞大的集团企业更加大了集团本部对其资金链的控制难度，一旦制度弱化、资金调度不畅将会直接导致其整个资金链的紧张，流动性风险将显著上升。因此汽车厂商集团内资金的使用效率是其流动性风险的根源。

尽管汽车制造企业对长期的资本需求更渴求，但短期债务的周转和偿付直接影响中国汽车制造企业的长期融资能力，因此财务弹性的高低是分析其短期流动性风险和保障中国汽车制造企业经营稳定性的重要指标。

相对于经营性现金净流入作为衡量汽车制造企业长期偿债能力的指标，财务弹性（流动比率/速动比率）、现金比率是分析中国汽车制造企业流动性风险的重要指标。

新世纪评级认为流动性/短期因素是考察汽车制造企业信用质量的重要指标之一。流动性/短期因素主要考量的是企业流动资产变现能力和偿还短期债务的能力。

由于汽车制造行业周期性波动较大，日常运营对资金需求量较多，汽车制造企业往往需要保有一定的现金存量。这样虽然会对企业的资金使用效率产生一定的影响，但在抵御周期性风险方面仍是相当必要的。因此，我们在衡量企业的流动性时主要考虑企业现金及现金等价物和流动资产对短期债务的覆盖水平。

在衡量汽车制造企业流动性/短期因素方面，新世纪评级主要采用定量分析方式，主要衡量指标包括：（1）现金比率，（2）流动比率，和（3）速动比率。

在对汽车制造企业流动性/短期因素进行分析时，新世纪评级认为充足的流动性是企业获得较高或高信用质量的必要条件，但充足的流动性并不限于上述三个量化指标的具体数值，而是取决于更广泛的因素。如，明显偏低的流动比率或现金比率并不直接意味着企业就存在流动性风险。我们设置标准化的指标和参照值，并进行横向比较，但具体评级对象（发行人）的流动性风险状况，仍可能在很大程度上取决于实际状况的分析，这一分析将体现于“调整因素”之中。

## 调整因素

针对汽车制造企业的上述评级标准及要素，是按照行业层面统一标准，包括考察要素、指标及参照值设定的，并通过同一标准对全部汽车制造企业的个体信用质量进行评估，充分体现了评级方法及其运用的一致性，即：行业内不同企业适用同一标准，同一企业在较长时期内适用同一标准。在此基础上，新世纪评级仍将进一步考察企业个体信用特征，并根据规则进行必要的级别调整，以在较大程度上实现评级的客观性。

## 外部支持

我国汽车制造行业的发展受政策影响程度较高，作为市场化程度较高的行业，一方面宏观经济增速放缓，而人均汽车保有量的大幅提升限制了未来行业发展空间，另一方面我国汽车节能化和智能化仍处于初步培育期，相关技术发展较快，后续还需政府政策支持，汽车制造企业获得政府支持的空间仍然较大。现阶段主要体现为政府主导的新能源汽车政策支持。

汽车制造行业内企业所获得的外部支持，更多来自控股股东提供的融资担保以及大型金融机构提供的信贷支持。这分别取决于企业在股东体系内的地位，以及企业自身业务现金流规模。

汽车制造行业内部分企业所获外部支持，更多体现为综合实力较强且市场地位突出的大型集团，以融资担保和内部资金平台或透过财务公司管控资金等方式，向体系内企业或子集团提供信用支持。

### 其他/补充说明

除上述之外，新世纪评级还会关注企业及其核心关联方的重大特殊事件（历史债务违约、重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、信息披露严重违规、重大事故等）对企业信用质量的潜在重大影响。