

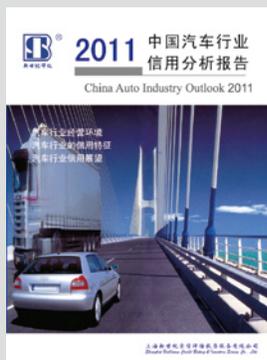


2011

中国汽车行业 信用分析报告

China Auto Industry Outlook 2011

汽车行业经营环境
汽车行业信用特征
汽车行业信用展望



公司简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是一家专业从事债券评级、企业资信评估、信用管理咨询等信用服务业务的全国性信用评级机构，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。经过十多年的发展，新世纪公司已经成长为中国信用评级行业内资质齐全、规模较大、声誉良好的资信评级机构之一。

总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
执行主编：钟星航
分 析 师：韩军
于隽敏
周全

联系人：钟星航
电话：021-63229291
邮箱：zxh@shxjsj.com

联系人：韩军
电话：021-63501349
邮箱：hj@shxjsj.com

重要声明：

本报告版权归新世纪公司所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪公司已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪公司不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国证券监督管理委员会颁发的证券投资咨询业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

摘要

汽车作为可选耐用消费品的特性决定了汽车制造业的发展状况与国家地区的经济发展阶段和工业制造整体水平密切相关。目前，中国作为世界制造业大国，同时处于经济快速增长和高速城镇化阶段，决定了中国汽车制造业整体处于高速成长期。中国汽车市场的供需两旺、对中国先进制造业的带动力、以及强大的政府政策扶持是中国汽车厂商易获得较高信用评价的根本原因。

巨大的新兴市场也带来了汽车制造业内激烈的竞争。全球汽车跨国公司持续向中国进行产业的转移，中国国有和民营汽车制造商持续大规模的产能扩充和产能利用率提高，同时伴随全球性能能源价格的上升以及先进技术的升级都使得行业内竞争的不确定大大提高。能够获取行业快速成长带来的发展红利以及在激烈的竞争中保持差异化竞争优势是中国汽车厂商获取更高信用评价的条件。新世纪评级认为影响汽车制造业的诸多信用要素中，有效规模、稳定的资本补充渠道、较强的产业链控制力应予以重点关注。同时，大型国有企业凭借政府信用支持能够获得更高的信用评价。

中国区域经济结构的不均衡以及居民消费理念的升级决定了汽车消费结构的差异化和多元化。能否中长期更好适应这种消费结构的特点是中国汽车厂商未来信用水平保持稳定和逐步提升的基础。中国自主厂商和自主品牌在二、三线市场上的主导地位将随着整个行业产能过剩带来的市场竞争的细化以及合资厂商向非既定目标市场渗透的加大而面临较大的挑战，届时中国汽车行业内厂商的信用水平层级的差异化将会更加明显。

展望 2011 年，行业产能相对过剩以及购车优惠政策退出导致的短期需求的平稳，将会带来汽车制造商的竞争压力加大。另外，原材料成本的上升以及油气等能源价格的高企也会侵蚀厂商的盈利能力。能否在产品结构调整、自主品牌开发、销售网络的布局和完善以及品牌梯度结构上保持较强的竞争力，是中国汽车厂商获得稳定信用水平的重要因素。新能源汽车短期内大规模商业化的可能性较小，短期内不会对中国汽车厂商信用质量提升起到实质性作用。

目 录

第一部分 汽车行业经营环境	01
1、国民经济发展和人均消费能力的提升是汽车行业未来发展的基石	01
2、产能的持续释放和新增资本的巨额投入，导致中国汽车行业竞争激烈	04
3、政府中长期的产业调控政策仍将决定着汽车行业的竞争结构	08
第二部分 汽车行业信用特征	11
1、较大的规模使厂商具有更低的边际成本优势	11
2、稳定的资本补充渠道是厂商获取有效规模的基础	15
3、良好的产业链控制力是厂商保持信用水平稳定的必要条件	17
4、大型国有企业有一定的信用评级优势	18
第三部分 汽车行业信用展望	21
1、竞争更加激烈，自主品牌的规模化是厂商的信用水平的新基点	21
2、品牌的梯度以及强势车型将大大提升厂商的信用质量	22
3、行业增速整体性放缓但结构差异大	24
4、原材料成本的上升以及油气价格的高企将加大厂商的竞争压力	26
附录 截至 2010 年三季度末汽车行业部分企业主要财务数据指标	28

图 表 目 录

图表 1: 2000 年以来中国经济发展水平与汽车销量的相关关系	01
图表 2: 2010 年全国各省市 R 值分布	02
图表 3: 2007-2009 年各省份每百户城镇家庭汽车拥有量及增速对比	02
图表 4: 2005 年以来商用车季度数据	03
图表 5: 2005 年以来国家固定资产投资规模不断扩大下重卡销量及增速	03
图表 6: 分类型大中客车销量及增长	04
图表 7: 影响当期销售规模的需求因素	04
图表 8: 部分厂商短期内的预期新增产能	05
图表 9: 四大汽车集团的合计销量占狭义乘用车总销量的比重较高	06
图表 10: 国内主要乘用车生产厂商的核心财务指标	07
图表 11: 2005 年以来乘用车整体市场销量品牌结构	07
图表 12: 2009 年和 2010 年汽车细分品牌市场划分	07
图表 13: 重卡行业的 2010 年市场分布	08
图表 14: 1987 年以来中国汽车产业政策调整对汽车行业发展的影响	08
图表 15: 2009 年以来主要新年能源汽车支持政策	09
图表 16: 2009 年起乘用车相关政策及实施效果	10
图表 17: 2001 年以来汽车行业销量的月度数据	10
图表 18: 汽车厂商的盈利能力要素分析	11
图表 19: 部分厂商的产能利用情况	11
图表 20: 部分代表性厂商研发投入比较表	12
图表 21: 国内汽车与国际大型汽车研发资金投入比较	12
图表 22: 国内部分厂商的渠道建设情况	13
图表 23: 2005 年 -2010 年乘用车销量前十名厂商排序	14
图表 24: 2010 年商务车部分细分市场占有率	14
图表 25: 2009-2010 年目前国内主要的汽车生产商的营运资金需求缺口	16
图表 26: 部分厂商的“十二五”经营战略目及融资需求	16
图表 27: 国内部分厂商的外协厂供货能力	17
图表 28: 部分厂商的先天优势和外部支撑力度	18
图表 29: 近年来汽车集团的主要兼并重组事件	19
图表 30: 部分厂商的 2011 年销售预期	21
图表 31: 本土自主品牌压力加大	21
图表 32: 以荣威为代表的自主品牌的销量及占狭义乘用车市场份额	22
图表 33: 部分汽车厂商的品牌、车型结构梯度	23
图表 34: 不同车型的市场需求变化	25
图表 35: 中国市场豪华车今年销售情况	25
图表 36: 乘用车销量及同比增速	25
图表 37: SUV 月增速远高于乘用车整体市场增速	26
图表 38: 主要生产资料价格指数走势	26

此页特意留白

第一部分 汽车行业经营环境

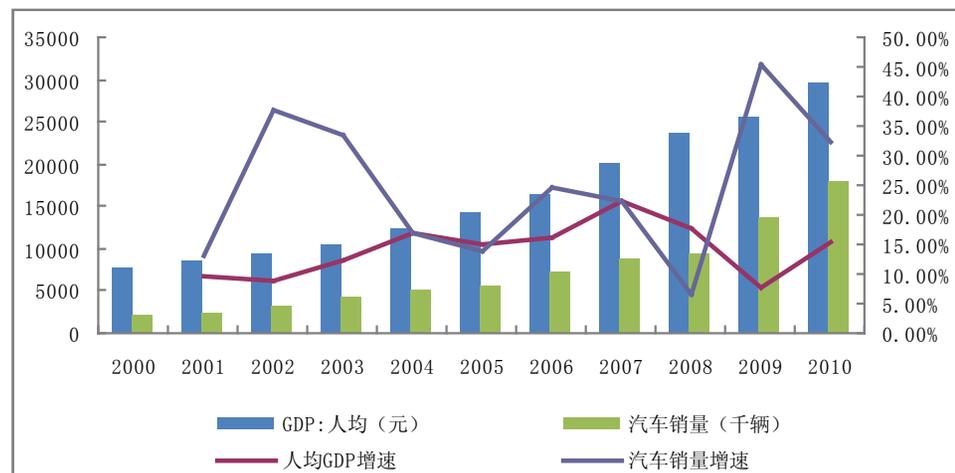
在中国，汽车作为耐用消费品，尽管受人均消费能力快速提高的影响，沿海地区的汽车市场竞争比较充分，行业阶段呈现由成长期向成熟期过度的迹象，但就中国整个汽车市场看，行业整体发展周期尚处于快速成长期。基于中国经济发展的结构性和区域性特性，未来中国汽车市场空间仍很大。

1、国民经济发展和人均消费能力的提升是汽车行业未来发展的基石

乘用车市场未来仍将保持巨大的潜在市场需求

随着中国国民经济的持续发展，居民消费结构由衣食为主向住行为主过渡，中国国内对汽车产品有着巨大的需求（如图表 1 所示）。据世界银行的研究，人均 GDP 达到 1000 ~ 2000 美元时，国民收入每增加 1%，汽车拥有量可增加 1.02 ~ 1.95%。人均 GDP 超过 2000 美元，轿车增长进入高峰期。

图表 1：2000 年以来中国经济发展水平与汽车销量的相关关系

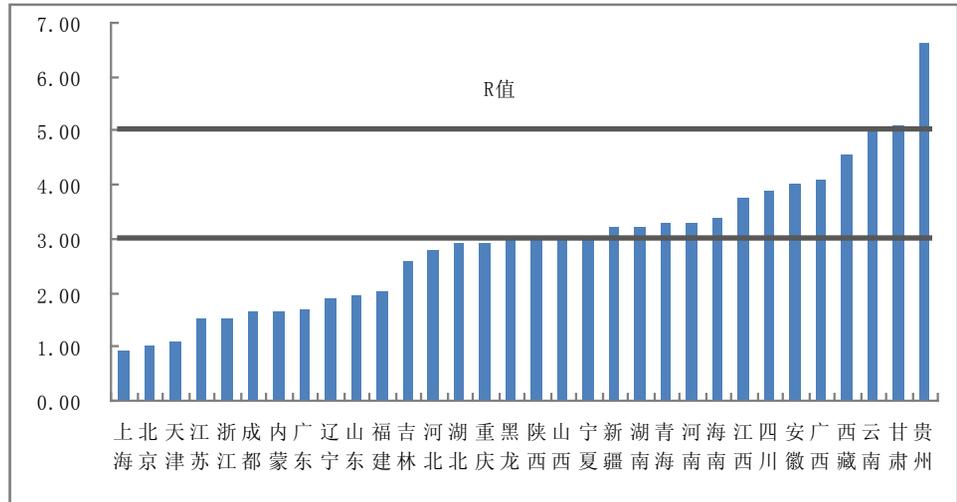


资料来源：各省市政府公告，网站

2010 年，中国东部沿海城市和地区 3 亿人口人均 GDP 超过 3000 美元（全国地方 GDP 超过 4 万亿元人民币的省市已达到 3 个），个别城市已超过 6000 美元，可见，未来几年中国潜在消费者的购买力很强（从图表 1 可看出截至 2010 年中国各省市人均 GDP 几乎全部超过了 2000 美元，且中西部地区购买力显著增强）。

根据美国、日本和韩国的汽车普及历程，R 值（平均车价 / 人均 GDP）进入 3-5 区间，表明一个国家或地区乘用车开始大规模进入家庭。根据图表 2 所示，2010 年以来，中国乘用车市场的有效需求很高。

图表 2: 2010 年全国各省市 R 值分布

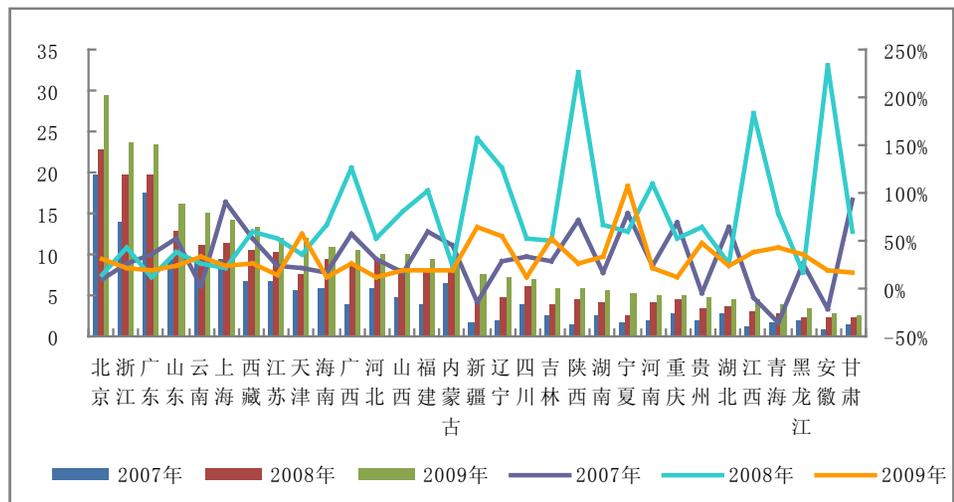


资料来源: 各省市政府公告, 网站

从汽车保有量看, 2010 年中国每千人拥有不到 58 辆汽车, 而全球平均水平为 180 辆, 美国为 750 辆。中国很多家庭还没有第一辆汽车, 汽车消费还有很大的增长潜力(中西部地区的百户城镇家庭汽车保有量远低于上海、北京、广东等一线省市, 如图表 3 所示)。另外, 随着中国汽车制造技术水平的提高, 其优越的性价比优势逐步显现, 中国制造的汽车对海外市场的吸引力也会越来越强。

中国作为新兴市场国家, 目前汽车消费对经济的重要性要高于经历过汽车消费达到饱和的成熟汽车市场, 这也是新兴市场居民消费意愿处于较强阶段的体现。从汽车保有量与 GDP 规模相关性关系看, 中国单位经济总量对应的汽车保有量水平与其他国家相比处于偏低的位置。同时由于中国的 GDP 增速要明显快于这些国家, 因此经济增长对保有量增长的推动也会强于其他国家。

图表 3: 2007-2009 年各省份每百户城镇家庭汽车拥有量及增速对比 (单位: 辆/百户)



资料来源: 中汽协, WIND

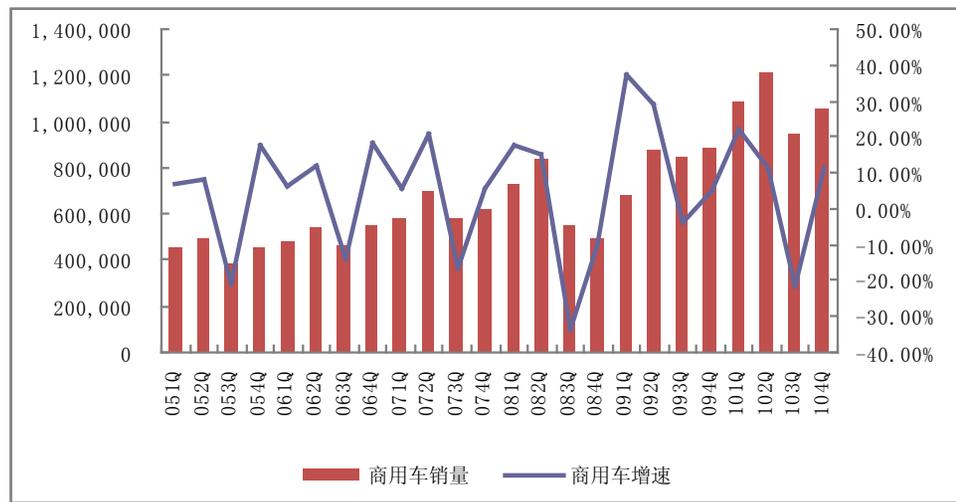
中国仍处于销量快速增长推高保有量的阶段。中国目前的汽车销量占保有量比重在过去几年

还处于不断上升阶段，这是由于保有量偏低造成的现象，随着保有量的增加，未来汽车销量占保有量的比重会出现逐渐回落。

固定资产投资拉动型的中国国民经济发展模式决定了商用车市场的广阔前景

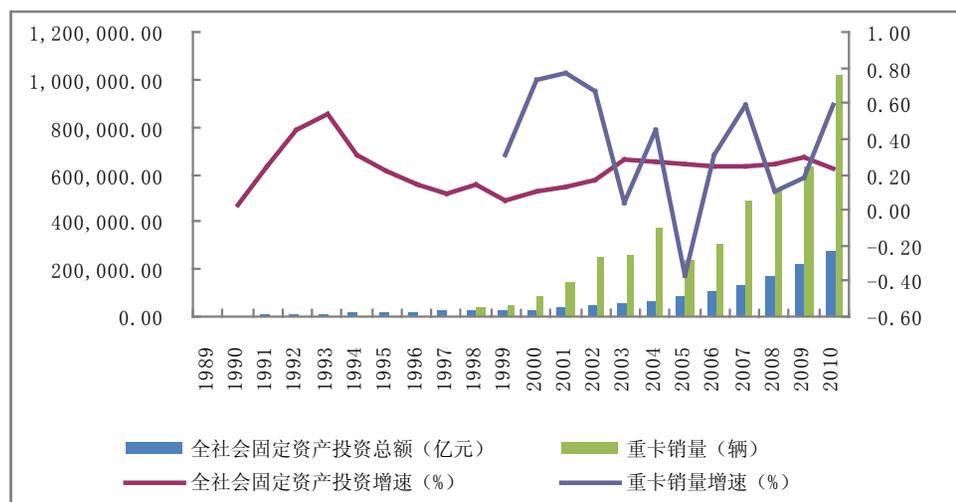
影响商用车发展的最大因素是宏观经济政策和行业的政策法规。多年来的以投资拉动国民经济的发展模式下，商用车市场面临良好的发展契机（如图表 4 所示）。其中：受 2008 年以来经济刺激政策的影响，中国固定资产投资增加和经济稳定增长（带动物流行业的快速发展）的拉动，重卡保持了快速增长（如图表 5 所示）。同时受益于大中城市发展公共交通缓解城市拥堵的策略以及经济发展带来的中小企业对公商务需求的增加，客车行业也发展较快（如图表 6 所示）。

图表 4：2005 年以来商用车季度数据（单位：万辆）



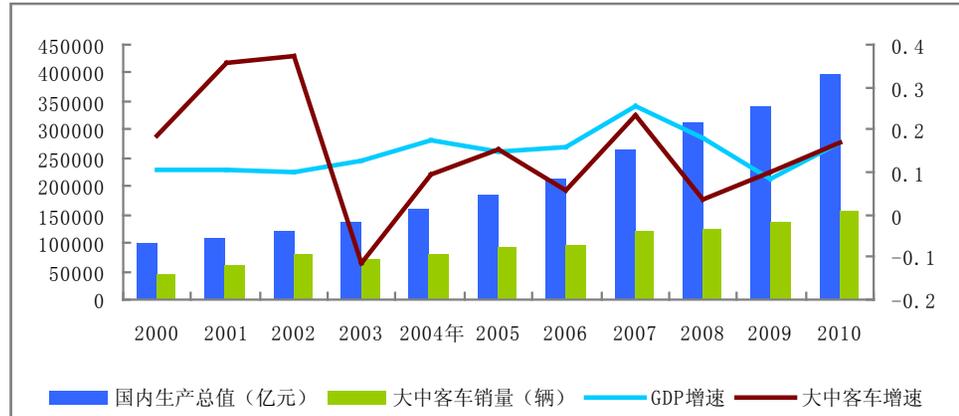
资料来源：WIND

图表 5：2005 年以来国家固定投资规模不断扩大下重卡销量及增速



资料来源：WIND，新世纪评级整理

图表 6: 分类型大中客车销量及增长



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

影响需求的因素很多, 除上述宏观面外, 还有季节性、心理预期、沪深 300 指数、油品价格的敏感性等个体方面因素, 一般的归纳起来有以下几种 (如图表 7 所示)。

图表 7: 影响当期销售规模的需求因素

乘用车子行业	需求影响指标	商用车子行业	需求影响指标
乘用车 (狭义型)	城镇人均可支配收入	中、重卡	固定资产投资规模
	汽油价格指数		房地产投资额增长率
	商品房销售面积同比增速		公路货运量增长率同比
	政府税收政策		水运港口货物吞吐量增长率
	沪深 300 指数		物流行业增长率
	消费者信心指数		
乘用车 (交叉型)	城镇居民人均收入水平	大、中客	公路客运量增长率
	农村人口人均收入水平		高速公路等路网建设增长率
	汽油价格指数		商品房销售面积同比增速
	城市化率		旅游产业增长率
		轻、微客	公共交通业的政府投入规模
			居民人均收入水平
			城镇化率
			公路客运量的增长率

资料来源: 新世纪评级整理

2、产能的持续释放和新增资本的巨额投入, 导致中国汽车行业竞争激烈

产能的快速释放带来汽车行业供给能力的增强

受益于多年来的宏观经济快速发展, 以及政府严格汽车产业政策的逐步放松管制, 中国汽车行业无论是在吸纳新的增量资本投入, 还是行业竞争主体的培育、发展和壮大等方面, 均取得了长足进步。从品牌数量看, 中国已拥有世界上最多的汽车乘用车品牌, 2000 年是 14 个, 2010 年超过了 50 个。从产量看, 2008 年到 2010 年, 中国汽车年产量从 900 多万辆增长到 1800 多万辆, 已取代美国成为全球第一大汽车生产国。

当前汽车厂商的产品供给能力较强, 并且随着未来新增产能的释放, 行业产品的同质化竞争更加明显 (如图表 8 所示)。

图表 8: 部分厂商短期内的预期新增产能

厂商	新增项目	厂址	规划产能 (万辆)	备注
上汽集团	南京基地投资项目	南京	100	上汽集团与南京市政府正式签署《上汽集团南京基地发展合作备忘录》，计划未来五年向南京基地投入 100 亿元人民币，形成南京基地 100 万辆的产能。
	自主品牌乘用车投资项目	上海	15	自主品牌乘用车项目（二期）实施后，将形成整车 15 万辆/年和发动机 15 万台/年的生产规模。
	自主品牌商用车投资项目	上海	5	由全资子公司上海汇众承担项目主体，项目建成后，上海汇众将形成年产轻型客车 5 万辆的生产能力。
一汽集团	大众成都基地	成都	40	一汽大众是项目具体实施主体。
	大众佛山基地	佛山	20	一汽大众是项目具体实施主体，主要是自主品牌。
东风集团	东风有限花都工厂 36 万辆改扩建项目	广州花都	36	该项目通过扩建，产能由 27 万辆/年扩建到 36 万辆/年。
	神龙汽车第二工厂（3 号平台）技术改造项目	武汉	15	该项目新增 15 万辆整车和 15 万台发动机生产能力并导入新产品。
	东风本田 24 万辆产能扩建技改项目	湖北	24	该项目通过扩建，产能由 12 万辆/年扩建到 24 万辆/年。
	东风汽车自主品牌乘用车	湖北	24	该项目新建 24 万辆整车能力，其中一期 12 万辆。
	东风有限 48 万台乘用车发动机改扩建	广东	-	项目通过扩建，产能 24.7 万台/年提升到 48 万台/年，实现 XH、KH、XH5、VQ 四个系列发动机的多品种混流生产。
长安集团	重庆长安 V101 项目	重庆	16	拟新增悦翔系列轿车年产 16 万辆。
	重庆长安 80 万辆微型汽车扩能改造项目	重庆	22	拟新增微型汽车生产能力 22 万辆/年。
	重庆长安生产线扩能技术改造	重庆	22	形成年产微型客车 22 万辆的生产能力。
	河北长安生产线扩能技术改造	河北	15	拟新增微型汽车生产能力 15 万辆/年。
	长安福特重庆工厂生产线扩能	重庆	15	拟形成年产基本型乘用车 15 万辆的能力。
北汽福田	中高端乘用车基地	顺义区	30	Saab95 三厢加长轿车、Saab95 三厢轿车、Saab93 三厢轿车、B40SUV、B61SUV，设计生产能力 30 万辆，计划于 2011 年 11 月投产。
	动力总成基地	通州区	-	年产 2.0L、2.3L 汽油发动机 15 万台，年产 1.3-1.5L 汽油发动机 15 万台，年产 CVT 变速器 10 万台，年产 MT 变速器 20 万台，计划于 2011 年 6 月竣工。
	北汽福田多功能工厂项目	密云县	20	主要产品包括福田汽车现有的蒙派克和迷迪，以及新研发的皮卡、SUV、大 VAN（厢式车）和 CUV 产品等，规划产能为双班 20 万辆/年。
	中、重型载货汽车及其发动机项目	北京	10	与戴姆勒汽车集团合资生产中重型载货汽车及发动机，投产后，整车生产能力为 10 万辆/年，OM457 发动机为 4.5 万台/年。

江淮汽车	乘用车	合肥	24	2011年上半年完成一条生产线建设并投产,2011年底完成建设并全部投产。
	轻卡	合肥	10	江淮股份生产,计划2011年投资建设微车项目,设计年生产能力10万辆。
	客车	合肥	0.6	安凯股份生产,新增年产6000辆新能源客车整车和1.20万套新能源客车关键动力总成的产能,预计2011年建成投产。
	节能环保新能源汽车项目	合肥	100	公司与天津正道股权投资管理有限公司签署了《关于节能环保新能源汽车项目合资合作意向书》,合资公司产能规划为整车100万台,动力总成100万台套,投资总额人民币300亿元。
奇瑞汽车	整车	大连	20	一期设计年产整车10万辆并预备新增10万辆的产能。
	微车和轻卡	开封	36	建设一期年产28万辆微车和8万辆轻卡生产基地。
	量子汽车	常熟	15	主要生产公司设计的中高端车型和新能源汽车。
	鄂尔多斯项目	鄂尔多斯	30	规划从零部件起步,逐步开始整车改装。

资料来源:中汽协,公司公告,募集方案,新世纪评级整理

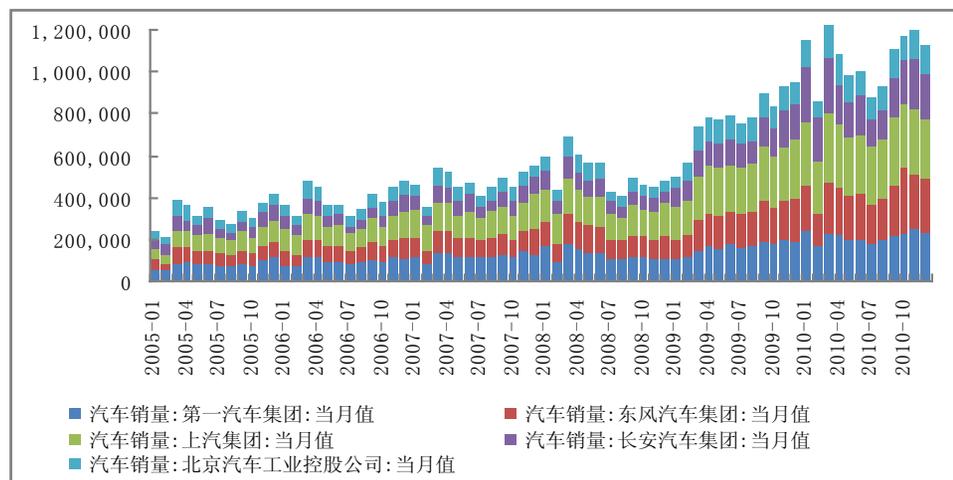
短期内外资公司和外资品牌仍是市场供给的主体,自主品牌则具有结构竞争优势

目前,外资汽车投资仍是中国汽车产业的主导力量。在全球汽车产能过剩(西方发达国家的汽车行业整体处于成熟阶段)、中国汽车产业市场高速发展与超额利润存在的条件下(中国东部一线城市汽车行业正处于成长期向成熟期过度,中西部市场尚处于成长期,甚至是成长的初期阶段),跨国汽车公司凭借管理、产品、研发与资金优势快速进入中国汽车市场,并将中国投资战略置于全球战略中,以保持其自身的全球竞争力。

从行业竞争主体看,经过多年发展,中国汽车市场已形成以“上汽、一汽、东风、长安”四大集团为主体(如图表9所示),以“北汽、广汽、江淮、奇瑞、吉利、宇通、中通”等为主要参与者的竞争格局(如图表10所示)。

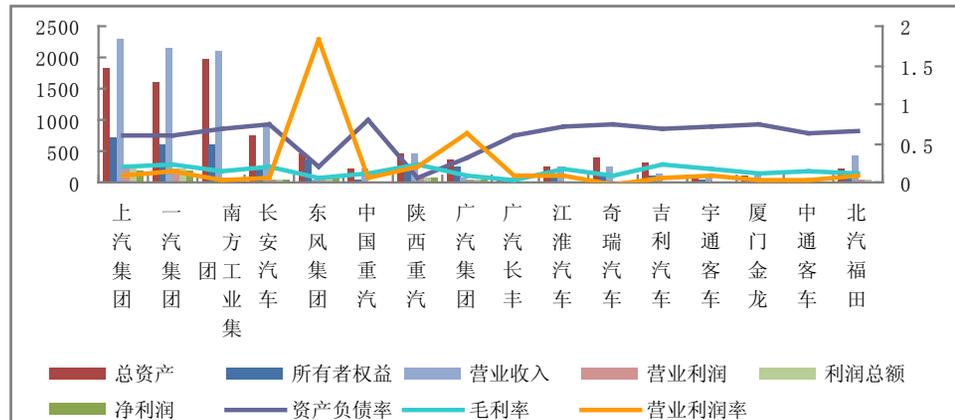
乘用车方面——

图表9:四大汽车集团的合计销量占狭义乘用车总销量的比重较高



资料来源:WIND,新世纪评级整理

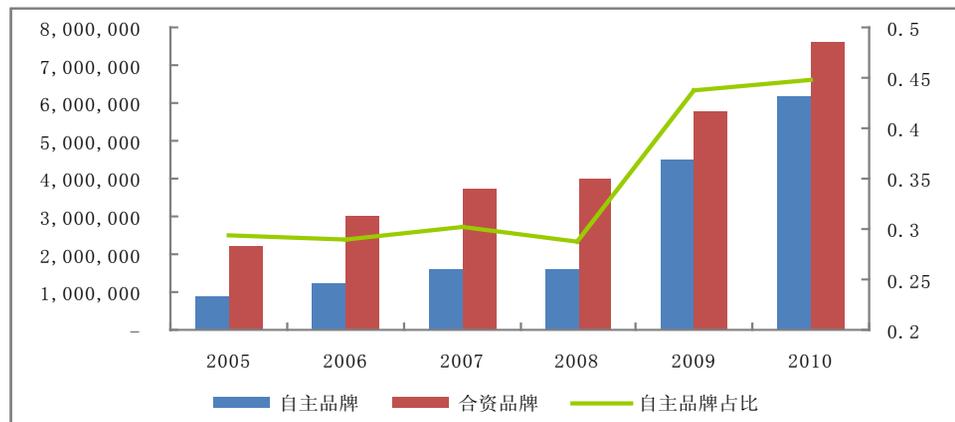
图表 10: 国内主要乘用车生产厂商的核心财务指标



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

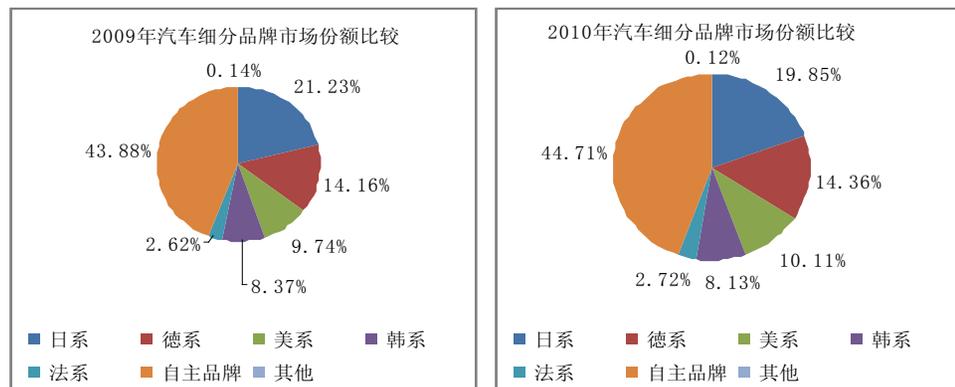
尽管“上汽、一汽、东风、长安”四大集团为代表的国企是市场的竞争主体，但其竞争力的核心来源于合资公司和外资品牌（如图表 11 所示）。据中国汽车工业协会统计，2010 年，乘用车自主品牌轿车共销售 614.73 万辆，仅占轿车销售总量的 30.30%；外资和合资品牌共销售 760.16 万辆，占轿车销售总量的 69.70%，其中日系、德系、美系、韩系、法系轿车销售总占比超过轿车销售总量的一半（如图表 12 所示）。

图表 11: 2005 年以来乘用车整体市场销量品牌结构（单位：万辆）



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

图表 12: 2009 年和 2010 年汽车细分品牌市场划分

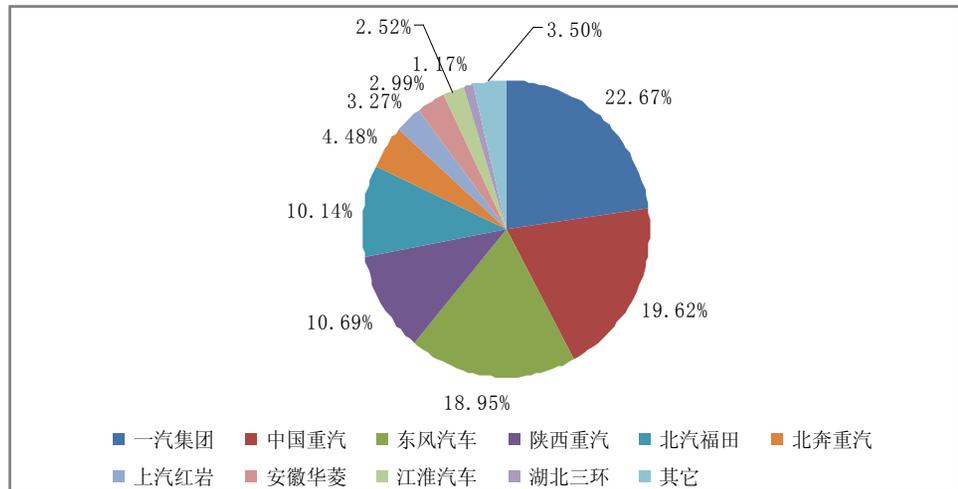


资料来源: WIND, 新世纪评级整理

商用车方面——

受益于国家的汽车产业保护政策，如有异于国外的卡车技术标准，以及外资品牌商用车高昂的价格，以重卡等为代表的国产商用车依靠自身经营积累和技术储备，在竞争中具有相对优势（如图表 13 所示）。但近年来的以“斯太尔”、“奔驰”为代表的外资品牌通过乘用车类的合资和战略合作方式，正快速侵占市场。2010 年下半年，新的卡车合资项目涌现，如 7 月 16 日，福田与戴姆勒公司签署了合资协议，双方计划成立中、重卡合资公司。2010 年 9 月，江淮汽车与美国 NC2 公司签署《中重卡合资项目》协议；10 月，现代汽车与四川南骏汽车集团签署了合作协议，共同投资约 30 亿元人民币，建设包括巴士、卡车、发动机在内的一整套商用车生产线。未来商用车行业面临较大的外资公司和合资品牌的冲击。

图表 13：重卡行业的 2010 年市场分布



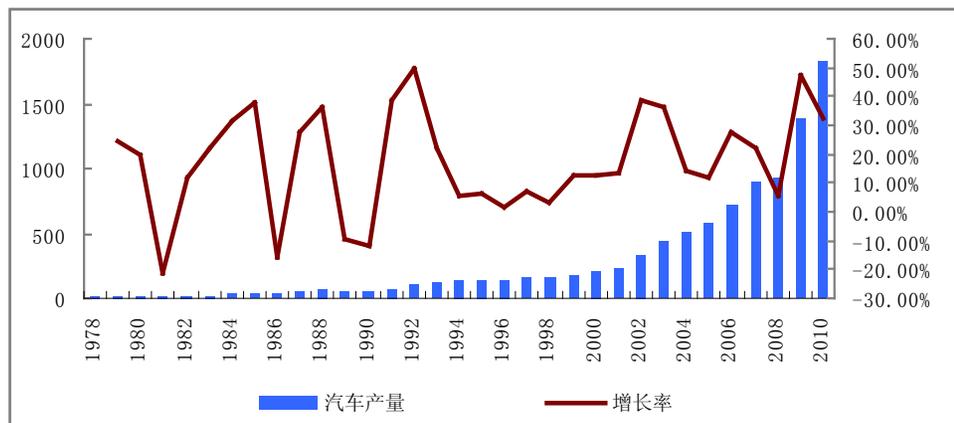
资料来源：WIND，新世纪评级整理

3、政府中长期的产业调控政策仍将决定着汽车行业的竞争结构

汽车行业作为国民经济的战略产业对其他行业有着巨大的带动作用，在可预见的未来仍将受到国家的严格管制。国家短期、中长期行业政策的调整对行业内竞争态势、竞争主体信用水平的变化有重大影响。

汽车行业的长期战略决定着行业的迁移和集中度的提高

图表 14：1987 年以来中国汽车产业政策调整对汽车行业发展的影响（单位：万辆）



1987年8月，国务院北戴河会议明确建设一汽、二汽和上海3个轿车生产点。
1989年3月发布的《产业政策要点》把已经批准的轿车项目列为国家重点支持项目。
1994年，中国第一部产业政策《汽车工业产业政策》颁布，第一次明确提出“国家鼓励汽车工业企业利用外资发展中国的汽车工业”。
1996年8月，国务院办公厅转发国家计委《关于取消地方限制经济型轿车使用意见》的通知。
2000年10月，“十五”规划提出：鼓励轿车进入家庭，
2004年6月，国家发改委颁布《汽车产业发展政策》。内容涉及引导现有汽车生产企业兼并、重组。
2007年11，《新能源汽车生产准入管理规则》出台。
2009年3月20日，《汽车产业调整和振兴规划》出台，奠定了中国未来汽车工业发展的新基础。

资料来源：中国汽车工业协会

国内新能源汽车现处于起步前期，作为一种可选耐用消费品行业，行业的发展无外取决于消费环境和消费习惯的改变。对于新能源汽车行业来说，由于消费惯性以及购置成本的原因，短期内大规模实现产业化发展不太可能，仍需要相关政策如减税、购置补贴、政府采购以及政府对企业研发的鼓励和相应的优惠贷款等的强力配套（如图表 15 所示）。

图表 15：2009 年以来主要新能源汽车支持政策

时间	政策内容
2009-1-14	国务院原则通过汽车产业振兴规划，首次提出新能源汽车战略，安排 100 亿支持新能源汽车及关键零部件产业化。
2009-1-23	出台《新能源汽车示范推广通知》，“十城千辆”计划，即每年发展 10 个城市，每个城市推出 1000 辆新能源车；对 13 个城市公共服务领域购买新能源车给予定额补助，HEV 最高补贴 5~45 万元，首次按照节油率指标明确了各类型节能与新能源汽车的具体补贴标准。
2009-3-20	出台《汽车产业调整和振兴规划》，提出未来 3 年新能源车形成 50 万辆产能，占乘用车销量的 5%；推动新能源车及关键零部件产业化，形成 10 亿安时动力电池产能。
2009-5-6	国务院决定以贷款贴息方式，安排 200 亿元资金支持技改，包括“发展新能源汽车，支持关键技术开发，发展填补国内空白的关键总成”。
2009-6-25	工信部发布《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》，除铅酸电池外，镍氢电池的混合动力乘用车归属于成熟期，即可视同传统汽车进行产业化推广、销售，其他类型的节能与新能源汽车则归属于发展期或者起步期。
2010-6-1	国家四部委发布《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，确定上海、长春、深圳、杭州、合肥 5 个城市试点。按照节油率和最大电功率确定补贴金额，目前插电式混合动力乘用车每辆最高补贴 5 万元，纯电动车每辆最高补贴 6 万元。

资料来源：新世纪评级整理

短期政策的集中调整对促进汽车行业短期超常规发展起着重要作用

2008 年末至 2009 年一季度，国内汽车市场受到国际金融危机的严重冲击，全行业产销量负增长、重点企业经济效益下滑、自主品牌轿车发展乏力，中国汽车产业发展形势严峻。为应对国际金融危机的影响，落实保增长、扩内需、调结构的总体要求，国务院会议 2009 年 1 月 14 日审议并原则通过了《汽车产业调整和振兴规划》，作为汽车产业综合性应对措施的行动方案，带来了短期的汽车市场的爆发性增长。

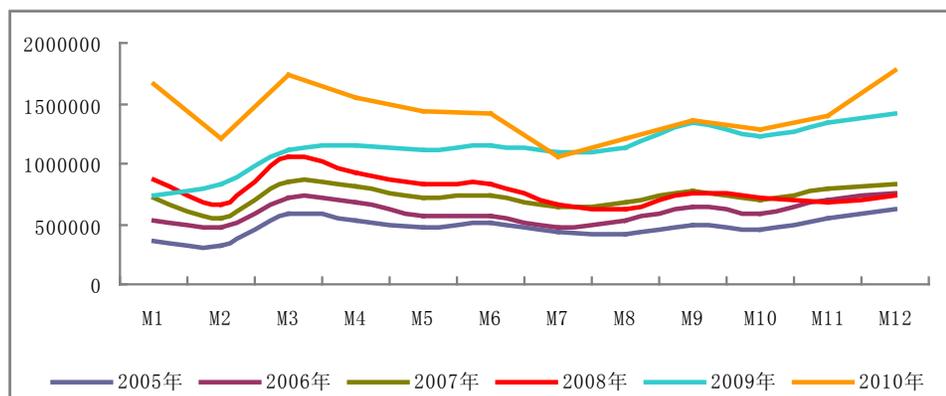
图表 16: 2009 年起乘用车相关政策及实施效果

政策名称	实施周期	政策内容	政策效果
购置税减征:			
《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	2010-1-1 至 2010-12-31	购置 1.6 升及以下排量乘用车, 暂减按 7.5% 的税率征收车辆购置税	2010 年 1-9 月, 补贴汽车 700 余万辆, 发放补贴金额 140 多亿元。
《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	2009-1-20 至 2009-12-31	购置 1.6 升及以下排量乘用车, 暂减按 5% 的税率征收车辆购置税	补贴汽车约 700 余万辆
汽车下乡:			
《关于继续实施汽车下乡政策的通知》	2010-1-1 至 2010-12-31	汽车下乡政策实施延长一年, 至 2010 年 12 月 31 日止	2010 年 1-9 月, 补贴汽车 208 万辆, 发放补贴汽车金额 80 亿元
《汽车摩托车下乡操作细则》	2009-3-1 至 2009-12-31	1) 农民车主报废三轮汽车、低速货车后购买微货、轻货, 报废补贴 2000-3000 元; 2) 报废后或直接购买微客、微货、轻货的, 补贴售价 10% (以 5000 元为上限)	2009 年, 共补贴汽车 167 万辆
以旧换新:			
《汽车以旧换新实施办法》、《关于调整汽车以旧换新补贴标准通知》	2009-6-1 至 2010-5-31	以旧换新的汽车补贴标准从 3000-6000 元提高到 5000 元-18000 元。	2010 年 1-10 月, 补贴车辆近 28.4 万辆, 发放补贴资金 40 亿元。
《关于延长实施汽车以旧换新政策的通知》	2010-5-31 至 2010-12-31	汽车以旧换新政策实施期限由 2010 年 5 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日	
节能补贴			
《“节能产品惠民工程”节能汽车(1.6 升及以下乘用车)推广实施细则》	自 2010-6-1 起施行	对符合条件的 1.6 升及以下乘用车在购买时给予 3000 元/辆的补贴	

资料来源: 国家发改委等政府网站, 新世纪评级整理

在短期政策的集中刺激下, 伴随着中国宏观经济情况的好转和消费者信心的提升, 2009-2010 年度中国乘用车行业呈现爆发性发展势头 (如图表 17 所示)。

图表 17: 2001 年以来汽车行业销量的月度数据 (单位: 万辆)



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

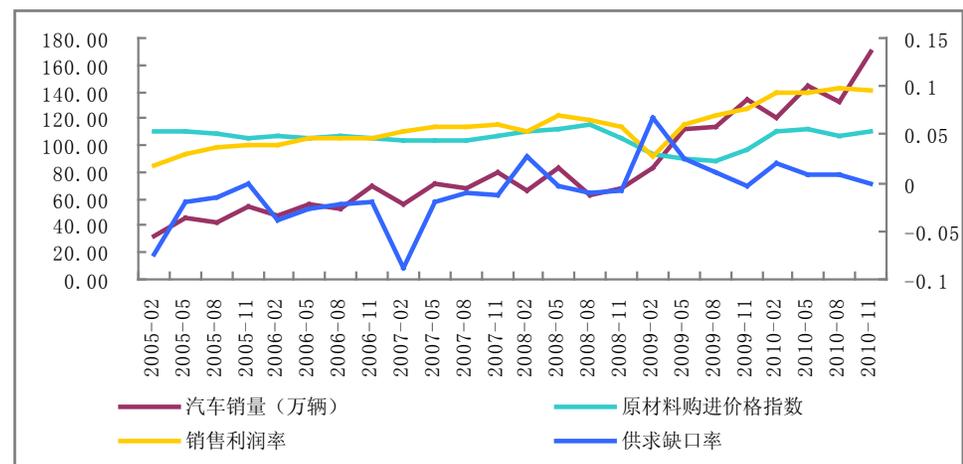
第二部分 汽车行业信用特征

汽车行业激烈的市场竞争导致单个汽车厂商经营的波动性更为剧烈。厂商有效规模、良好的资本补充渠道、较强的产业链控制力是抵御这种波动性的必要条件。另外，不对称的竞争优势也为厂商的综合竞争力提供了有力支撑。

1、较大的规模使厂商具有更低的边际成本优势

在激烈的降价竞争成为常态的市场环境下，以及产品的竞争主要体现为差异化竞争的市场条件下，有效规模是厂商获取有效边际成本的前提和未来获取充足现金流的保障（如图表 18 所示）。

图表 18：汽车厂商的盈利能力要素分析



资料来源：WIND，产能利用率难以统计以产销率缺口替代

有效规模的界定因汽车市场的细分化特征而有所不同。2010 年中国乘用车共实现销售 1132.90 万辆，市场占有率在 4% 以上的厂商具有较高的信用水平，市场占有率在 10% 以上的厂商拥有更高的信用级别；商务车共实现销售 436.76 万辆，市场占有率在 6% 以上才的具有较高的信用级别，市场占有率在 10% 以上的厂商具有更高的信用级别。

产能利用率是应对爆发性销量增长的供给保障。在生产能力短期稳定的前提下，产能利用率是厂商满足市场需求的供给保证（如图表 19 所示）。

图表 19：部分厂商的产能利用情况

厂商	2010 年产能	2010 年产能利用率	2011 年预计产能	2011 年预计产能利用率
上海通用	76	133%	97	129.0%
上海大众	66	152%	80	122.2%
一汽大众	66	132%	68	92.7%
奇瑞汽车	65	104%	85	69.5%
北京现代	60	117%	60	112.3%
东风日产	56	118%	73	145.9%
吉利汽车	46	90%	16	—
长安福特	40	103%	45	70.4%

一汽夏利	38	66%	38	63.8%
广州本田	36	75%	36	95.5%
一汽轿车	20	135%	32	67.6%
广州丰田	20	135%	32	97.0%
长安铃木	20	100%	20	86.2%

资料来源：中金研究所和长江证券研究所，2011年数据为长江证券预测数据

品牌、研发、渠道决定中长期趋势的基本要素

汽车厂商获得经营规模优势的基础是巨额研发资金投入（如图表 20-21 所示）、较高的品牌知名度和市场占有率（如图表 23-24 所示）、健全的网络渠道（如图表 22 所示），反之研发资金来源、渠道建设和品牌推广需要一定经济规模的当期销量来保障资金回笼。

图表 20：部分代表性厂商研发投入比较表

时期	项目/名称	上海汽车	一汽轿车	东风汽车	中国长安	重庆长安	北京汽车	广汽集团	江淮汽车	奇瑞汽车	江铃汽车
2009年	研究阶段支出(亿元)	1.98	2.60	1.98	—	3.95	5.12	1.80	2.32	—	3.09
	开发阶段支出(亿元)	11.24	0.35	0.24	12.15	1.89	2.74	0.86	3.18	15.67	—
	研发投入合计(亿元)	13.22	2.95	2.22	12.15	5.84	7.86	2.65	5.50	15.67	3.09
	销售收入(亿元)	1388.75	277.45	135.59	892.18	252.04	496.87	70.57	200.92	239.21	104.43
	研发投入占销售比重	0.95%	1.06%	1.64%	1.36%	2.32%	1.58%	3.76%	2.74%	6.55%	2.96%
2010年	研究阶段支出(亿元)	2.95	—	3.53	—	—	5.74	1.71	—	—	—
	开发阶段支出(亿元)	34.84	42.66	0.48	27.94	2.16	6.25	5.17	5.73	16.95	5.54
	研发投入合计(亿元)	37.79	42.66	4.01	27.94	2.16	11.99	6.88	5.73	16.95	5.54
	销售收入(亿元)	3124.85	3729.59	185.80	1269.07	330.72	619.32	87.42	297.04	351.72	157.68
	研发投入占销售比重	1.21%	1.14%	2.16%	2.20%	0.65%	1.94%	7.86%	1.94%	4.82%	3.51%

资料来源：公司公告，新世纪评级整理

图表 21：国内汽车与国际大型汽车研发资金投入比较

排名	整车企业	2009年研发投入(百万英镑)	同比增幅(%)	比过去4年平均增长(%)	2009年销售额(百万英镑)	研发投入占销售额的比重(%)
1	丰田	6013.74	-6	6	136559	4.4
2	大众	5144.38	-2	21	90980	5.7
3	通用	3757.51	-24	-17	71180	5.3
4	本田	3746.28	-4	6	66593	5.6
5	戴姆勒	3699.69	-6	-17	70124	5.3
6	福特	3034.24	-33	-35	73260	4.1
7	日产	3029.78	0	3	56121	5.4
8	宝马	2175.03	-15	-21	42472	5.1
9	标志	2055.98	-2	6	43018	4.8
10	菲亚特	1503.33	-15	-2	43801	3.4
11	雷诺	1459.8	-26	-30	29106	5.0
12	现代	1188.45	2	20	48639	2.4
13	铃木	764.7	6	22	19988	3.8

14	保时捷	660.15	-17	22	5833	11.3
15	马自达	638.35	-16	-6	16868	3.8
16	富士重工	284.9	-18	-15	9617	3.0
17	三菱汽车	238.19	4	-30	13128	1.8
18	丰田自动织机	223.81	-8	2	10538	2.1
19	东风汽车	189.3	44	101	8323	2.3
20	塔塔汽车	155.82	-21	19	12312	1.3
21	上海汽车	129.53	N.A.	N.A.	12666	1.0
22	双龙汽车	126.9	52	47	1327	9.6
23	比亚迪	102.54	12	84	3580	2.9
24	TOFAS	98.82	-19	218	2108	4.7
25	马亨德拉	88.47	29	138	3087	2.9

资料来源：盖世汽车网

尽管目前中国汽车行业优势企业研发投入纵向相比已增加较多，且增速较快。但横向与国际知名企业相比，研发资金投入规模和能力仍有较大差距。这直接导致中国企业的品牌竞争优势和产品质量优势仍落后于外资品牌和企业。

图表 22：国内部分厂商的渠道建设情况

厂商	销售网点	销售区域及动态
一汽集团	一汽大众有 1000 家左右经销商网点，其中奥迪 4S 店 160 家。	
	一汽丰田有 332 家经销商。	
	一汽轿车有经销商 400 家以上。	
	一汽夏利现有 293 家销售服务网点。	建立城乡并举的营销网络，重点开发二三级市场，重塑南北均衡的经销商网络
东风集团	东风汽车 360 家 4S 店	包括一汽马自达和长安马自达
	东风标致现有 295 家经销商	
	日产现有 620 家(含 200 家二级店)经销商	
	渝安 1500 多家集销售、服务于一体的专营店	
上汽集团	悦达起亚现有 440 家经销网点	
	上汽五菱全国销售服务网点均超过 1700 家，且上汽通用五菱有 65% 的网点分布于县乡市场，县级市场的网络覆盖率达到 45% 以上。	
	上海大众 2010 年经销商约为 1000 家 上海通用在全国超过 220 座城市拥有 580 余家汽车 4S 店(不包括服务网点)	
长安集团	在全国已有 1200 多家销售商，1400 多家服务商，各类网点近 7000 个，县级市场覆盖率超过 80%，乡镇市场覆盖率达到 10% 以上	城乡二级市场
广汽集团	长丰汽车四大销售片区拆分成八大片区，网点扩至 160 家下沉二三级市场	
	广汽丰田现有 190 家经销商	2010 广汽丰田将把销售渠道拓展的重点延伸到中西部城市以及二、三线城市，整个销售网点的数量增加约 300 家。
	广汽本田现共有 760 家经销商	包括外资自己直接设立的销售网点

奇瑞汽车	共约 868 家销售服务 4S 店，覆盖了除港澳地区以外的全国市场。其中奇瑞销售网点 450 余家、麒麟销售网点 160 余家、开瑞销售网点 250 余家。	奇瑞单品牌下已包含了多品牌车型，其中销售一部负责销售 A 系列、风云系列和瑞虎系列；销售二部负责销售旗云系列、S 系列(即 QQ 系列)和东方之子系列。
比亚迪	2009 年销售网点 800 家，2010 年突破 1000 家	设立北京专区、上海专区和广州专区，辐射全国。建成 A1 网、A2 网、A3 网等成熟销售网络，大部分车型已经实现了分网销售，共网售后维修

资料来源：公开信息整理

图表 23：2005 年-2010 年乘用车销量前十名厂商排序（单位：万辆）

排名	企业	2005	企业	2006	企业	2007	企业	2008	企业	2009	企业	2010
1	上海通用	32.47	上海通用	41.02	上海通用	49.98	一汽大众	49.89	上海大众	72.82	上海通用	101.21
2	上海大众	28.71	一汽大众	35.83	一汽大众	46.35	上海大众	49.01	上海通用	72.76	上海大众	100.14
3	一汽大众	27.73	上海大众	35.53	上海大众	45.64	上海通用	45.86	一汽大众	66.92	一汽大众	87.00
4	北京现代	23.37	奇瑞汽车	30.52	奇瑞汽车	38.08	一汽丰田	36.6	北京现代	57.03	北京现代	70.30
5	广州本田	23.08	北京现代	29	广州本田	29.53	奇瑞汽车	35.61	东风日产	51.9	东风日产	66.10
6	天津一汽	19.3	广州本田	26.01	一汽丰田	28.26	东风日产	35.05	奇瑞汽车	50.03	比亚迪	51.98
7	奇瑞汽车	18.94	一汽丰田	21.95	东风日产	27.19	广州本田	30.6	比亚迪	44.84	一汽丰田	50.59
8	东风日产	15.75	吉利汽车	20.53	北京现代	23.11	北京现代	29.45	一汽丰田	41.73	奇瑞	50.21
9	一汽丰田	14.74	东风日产	20.35	吉利汽车	21.95	吉利汽车	22.18	广州本田	36.56	吉利	41.62
10	吉利汽车	14.33	神龙汽车	20.1	长安福特	21.78	长安福特	20.46	吉利汽车	32.91	长安福特	40.64

资料来源：中汽协，新世纪评级整理

图表 24：2010 年商务车部分细分市场占有率

商务车细分市场	市场占有率排名	厂商名称	2010 年度	2010 年累计销量
重卡	1	一汽集团	22.67%	230,671
	2	中国重汽	19.62%	199,635
	3	东风汽车	18.95%	192,770
	4	陕西重汽	10.69%	108,751
	5	北汽福田	10.14%	103,145
	6	北奔重汽	4.48%	45,575
	7	上汽红岩	3.27%	33,258
	8	安徽华菱	2.99%	30,452
	9	江淮汽车	2.52%	25,633
	10	湖北三环	1.17%	11,893
		其它厂商	3.50%	35,650
	合计	—	100.00%	1,017,433

轻卡	1	北汽福田	22.83%	447,358
	2	东风汽车	11.81%	231,491
	3	江淮汽车	9.03%	176,979
	4	江铃汽车	6.32%	123,908
	5	长城汽车	5.26%	103,181
	6	山东凯马	4.83%	94,646
	7	一汽集团	4.49%	88,040
	8	金杯汽车	4.16%	81,525
	9	南京汽车	3.70%	72,506
	10	东安黑豹	3.15%	61,767
			其它厂商	24.41%
合计	—	100.00%	1,959,807	
大型客车	1	宇通客车	25.38%	17,466
	2	苏州金龙	12.24%	8,421
	3	厦门金龙	11.58%	7,968
	4	厦门金旅	6.57%	4,524
	5	丹东黄海	5.73%	3,943
	6	一汽集团	4.56%	3,137
	7	上海申沃	4.22%	2,902
	8	安徽安凯	4.20%	2,889
	9	陕西汽车	4.10%	2,821
	10	中通客车	3.93%	2,703
			其它	17.50%
合计	—	100.00%	68,814	
轻型客车	1	宇通客车	20.75%	18,652
	2	东风汽车	12.05%	10,827
	3	苏州金龙	10.29%	9,248
	4	福建新福达	8.10%	7,280
	5	一汽丰田	6.38%	5,734
	6	江淮汽车	6.04%	5,428
	7	厦门金龙	5.78%	5,191
	8	厦门金旅	3.81%	3,425
	9	中联重科	3.51%	3,155
	10	南京汽车	3.40%	3,055
			其它厂商	19.90%
合计	—	100.00%	89,882	

资料来源：中汽协，新世纪评级整理

2、稳定的资本补充渠道是厂商获取有效规模的基础

广阔的市场空间是厂商扩大产能的首要动力

巨大的潜在市场需求为中国汽车市场发展创造了广阔的资本逐利空间，通过扩大产能和当期销量获取有效的边际成本比较优势理所当然就成为了汽车生产商的首要动力，而行业资本密集型的特征决定了厂商持续的营运资金压力较大（如图表 25 所示）。

图表 25: 2009-2010 年目前国内主要的汽车生产商的营运资金需求缺口

企业名称	2010 年			2011 年 (E)		2011 年 3 月末		
	营运资金 (亿元)	营业收入 (亿元)	营运资金周转率 (次)	预计营业收入	预计营运资金需求	实际营运资金	潜在营运资金缺口	货币资金余额
东风汽车	14.85	198.00	13.33	235.91	17.69	13.09	4.60	38.29
江铃汽车	33.13	157.68	4.76	195.95	41.17	38.68	2.49	57.61
一汽夏利	(13.25)	98.91	(7.46)	107.20	(14.36)	(17.61)	3.25	5.35
江淮汽车	(10.48)	297.04	(28.34)	363.75	(12.83)	(8.18)	(4.65)	41.17
宇通客车	6.10	134.78	22.10	155.48	7.04	8.14	(1.10)	9.00
安凯客车	2.06	31.52	15.30	36.28	2.15	2.33	(0.18)	6.48
金龙汽车	12.02	161.56	13.44	192.66	14.33	13.60	0.73	37.49
广汽长丰	(4.55)	61.99	(13.62)	87.18	(6.40)	(4.43)	(1.97)	5.12
亚星客车	0.33	6.67	20.21	--	--	0.34	--	2.17
中通客车	2.41	20.07	8.34	24.09	2.89	3.01	(0.12)	3.03
海马股份	39.43	101.85	2.58	132.59	51.33	39.16	12.17	59.41
一汽轿车	42.22	372.96	8.83	439.51	49.75	44.67	5.08	21.32
迪马股份	16.60	18.19	1.10	--	--	17.77	--	13.08
*ST 金杯汽车	12.02	46.75	3.89	57.64	14.82	13.60	1.22	37.49
长安汽车	(19.43)	330.72	(17.02)	349.38	(20.53)	11.74	(32.27)	86.24
上海汽车	132.77	3133.76	23.60	3744.22	158.63	222.98	(64.35)	643.84
福田汽车	25.30	534.92	21.14	617.82	29.22	16.53	12.69	42.22
中国重汽	22.29	289.04	12.97	326.16	25.15	24.67	0.48	34.60

资料来源: WIND, 债券公开发行资料

产业结构优化和产品升级也是厂商对资本的内在渴求的重要原因

巨大的市场需求和激烈的市场竞争导致差异化竞争是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, 以及获取行业平均利润以上的超额收益 (如图表 26 所示)。

图表 26: 部分厂商的“十二五”经营战略目及融资需求

融资对象	“十二五期间”的融资需求	
一汽集团	经营目标	期末销量 500 万辆, 营业收入 6000 亿元 其中: 自主品牌 200 万辆, 这之中一汽轿车自主品牌 60 万辆; 夏利 60 万辆; 解放 31.80 万辆; 一汽轻型汽车 30 万辆
	融资需求	1500 亿元 其中: (1) 研发预算资金 97 亿元, 相当于 20 亿元/年 (2) 2011 年产品配套资金安排轿车 4.5 亿元、客车 1 亿元、商用车 3 亿元 (3) 一汽轿车第三工厂总投资预计 2013 年下半年投入使用 (4) 总投资 17.85 亿元的 H 平台 C131 项目也将于 2013 年投产 (5) 一汽夏利将新建两个工程, 开发 6 款以上新车, 预计总投资 45 亿元 (6) 其余资金用于资产整合、渠道建设和供应链的整合
上汽集团	经营目标	期末销量 600 万辆; 海外业务规模在国内企业大集团中处领先地位 其中: 自主品牌 30-50 万辆
	融资需求	拟通过整体上市, 且已非定向股权融资 100 亿元

东风集团	经营目标	期末销量 500 万辆 其中：2011 年达到 290 万辆，实现销售收入 3800 亿元
	融资需求	仅新能源汽车研发和产业化就需要投入 30 亿元。
长安集团	经营目标	期末销量 500 万辆 目前销量规模仅一半，未来固定资产和融资需求很大。
	融资需求	其中：仅 2011 年 2 月启动的重庆鱼嘴千亿汽车城项目总投资就超过 350 亿元，该项目总占地达到 1 万亩，总投资将超过 350 亿元，预期 2015 年实现年产整车 80 万辆、发动机 150 万台，综合产值将达到 1000 亿元。
北汽集团	经营目标	期末销量达到 300-350 万辆 其中：自主品牌达到 70 万辆，位列自主品牌汽车生产企业的第一阵营。
	融资需求	
广汽集团	经营目标	期末产能扩充到 300 万辆，营业收入 4000 亿元
	融资需求	兼并和扩展需要
奇瑞汽车	经营目标	每年整车总销量 200 万辆；2015 年新能源汽车销量 5 万辆 其中：2015 年营业收入达到 900 亿元
江淮汽车	经营目标	期末销量达到 160 万辆，营业收入 1000 亿元
	融资需求	与天津正道等合资和合作项目
华晨汽车	经营目标	期末销量达到 50 万辆；营业收入 1600 亿元
	融资需求	扩产以及混合动力车、电动汽车研究投入
吉利集团	经营目标	期末销量达到 200 万辆，其中海外销售占三分之二 其中：帝豪、全球鹰、上海英伦三个子品牌逐步取代“GEELY”标示
	融资需求	几大生产基地的建设和营运资金需求
比亚迪	经营目标	期末销量达到 200 万辆
	融资需求	投资工业硅、高纯硅、多晶硅、硅片、太阳能电池、模组等
长城汽车	经营目标	期末预期销量 180 万辆等 其中：产能达到 200 万辆，出口收入占比不低于 30%
	融资需求	200 亿元。 其中：2011 年天津基地一期 30 万辆产能；2012 年天津基地二期 30 万产能； 2013 年河北保定基地 50 万产能建设； 2014 年河北保定基地还将新增发动机、变速箱等多项零部件研发项目。

资料来源：新世纪评级整理

3、良好的产业链控制力是厂商保持信用水平稳定的必要条件

汽车行业“受众广泛性”和“日常消费性”的特征容易导致其突发事件在社会间急剧放大，从而对汽车厂商造成非正常的信用冲击，甚至成为行业竞争结构洗牌的契机。因此外协厂的稳定供货能力、厂商的系统整合能力以及自身研发技术的成熟度等核心产业链环节的管控能力是减少因召回、突发性安全事故对厂商产生潜在风险的保障（如图表 27 所示）。

图表 27：国内部分厂商的外协厂供货能力

厂商名称	零部件外协厂商数量	平均零部件自给率	备注
东风汽车	>500 家	>50%	现有零部件和生产用原辅材料供应商 1000 多家，其中零部件供应商约 600 家。
江铃汽车	>200 家	>40%	
一汽夏利	>200 家	>50%	实行自主配套，出于对零配件企业的保护，夏利在向零配件采购时并没有得到价格方面的优惠。相反一些配套厂却向其他厂家提供低价配件。

江淮汽车	>200 家	>30%	核心发动机自给率正在快速提升。
宇通汽车	>200 家	>30%	30% 的零部件自给率在客车行业处较高水平。未来三年内，将自产零部件的自给率提升至 60%。
中通客车	>200 家	约 10%	
一汽轿车	>500 家	>50%	充分利用一汽集团公司科研开发、工模具制造、设备维修等技术后方及遍布全国的销售服务网络等优越条件，但也受到集团公司能否与本公司同步发展的制约，特别是红旗轿车所需零部件有 18% 需由集团公司内部供应。除一汽集团外，该公司还有 46% 零部件通过外协供货，协作配套厂的产品质量、价格和供货时间，对公司的生产经营也将产生直接影响。
长安汽车	>200 家	>40%	长安汽车有 200 多家零配件供应商，其中重庆本地的供应商不到 100 家。2010 年发动机自给将成为连接长安、福特、马自达的重要纽带，发动机的自给将降低成本，是业绩增长的一个要素。
上海汽车	>500 家	>50%	主要零配件由关联方华域汽车提供。华域汽车直属的 23 家独立供应汽车零部件企业，覆盖汽车内外饰件、功能性总成件和热加工等三大业务板块，其中延锋伟世通、纳铁福、三电贝洱、小糸车灯等大多数企业长期占据国内各细分市场的龙头地位。
福田汽车	>200 家	约 10%	长三角地区有 160 多家福田汽车配套供应商，以丹阳及周边地区为主的苏南区域，分布着福田汽车 133 家供应商。但公司相关产品零配件的自给率比较低。目前时代轻卡约有 50% 的零配件可以实现内部供应，欧曼重卡等其他产品基本靠对外采购组装生产，综合零部件自给率约 10%。
中国重汽	>300 家	>40%	中国重汽变速器的自给率已经达到 40%，在大齿集团重组后，重汽变速器的自给率将显著上升。

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

4、大型国有企业有一定的信用评级优势

中国汽车行业某种程度上说是政策性产业，政府的产业调控政策决定了市场的竞争结构。在政府的产业严格管制政策在可预期的未来仍将保持的前提下，能够获得政府隐性或显性支持的汽车厂商将会获得更高的信用优势。

大型国有企业具有先天的信用、融资和市场主导优势

图表 28：部分厂商的先天优势和外部支撑力度

厂商名称	股东背景及实力	对区域经济的贡献度	支持力度及能力	融资渠道	银行融资议价能力
上汽集团	地方国资	区域内国民经济主导产业之一	大，地方财政实力强	股票市场、信贷市场、债券市场	很强
一汽集团	央企	区域内国民经济主导产业之一	大，国家汽车行业核心企业	信贷市场、债券市场	很强
东风汽车集团	央企	区域内国民经济主导产业之一	大，国家汽车行业核心企业	股票市场、信贷市场、债券市场	很强
长安集团	央企	区域内国民经济主导产业之一	大，国家汽车行业核心企业	股票市场、信贷市场、债券市场	很强
中国重汽	央企	区域内国民经济主导产业之一	大，国家汽车行业重点企业	股票市场、信贷市场、债券市场	很强

广汽集团	地方国资	区域内国民经济主导产业之一	大, 地方财政实力强	股票市场、信贷市场、债券市场	很强
北汽集团	地方国资	区域内国民经济主导产业之一	大, 地方财政实力强	股票市场、信贷市场、债券市场	很强
陕西重汽	地方国资	支柱产业	大, 地方财政实力较强	股票市场、信贷市场、债券市场	强
奇瑞汽车	地方国资	支柱产业	大, 地方财政实力尚可	信贷市场、债券市场	强
华晨汽车	地方国资	重要产业	较大, 地方财政实力尚可	信贷市场、债券市场	强
吉利汽车	民营企业	重要产业	股东自身实力	股票市场、信贷市场、债券市场	强
比亚迪汽车	民营企业	重要产业	股东自身实力	股票市场、信贷市场、债券市场	强
宇通客车	民营企业	重要产业	股东自身实力	股票市场、信贷市场、债券市场	强
厦门金龙	地方国资	重要产业	较大, 地方财政实力尚可	股票市场、信贷市场、债券市场	强
中通客车	地方国资	重要产业	较大, 地方财政实力尚可	股票市场、信贷市场、债券市场	强

资料来源: 上市公司公告, 债券募集说明书, 地方经济公报, 新世纪评级整理

2009年3月, 国家发布的《汽车产业调整振兴规划》中明确指出, 拟通过兼并重组, 形成2-3家产销规模超过200万辆的大型企业集团, 培育出4-5家产销规模超过100万辆的汽车企业集团, 产销规模占市场份额90%以上的汽车企业集团数量由目前的14家减少到10家以内; 鼓励上汽集团、一汽集团、东风汽车集团、长安汽车集团(“四大集团”)在全国范围内实行兼并重组, 支持北汽集团、广汽集团、奇瑞汽车、中国重汽(“四小集团”)实施区域兼并重组。近年来汽车行业兼并重组的案例如图表29所示。

图表 29: 近年来汽车集团的主要兼并重组事件

收购方	时间	事件	事件详细及影响
长安集团	2004-10	长安汽车和江铃集团出资设立江铃控股, 长安汽车和江铃集团的出资比例均为50%	江铃控股是根据长安汽车和江铃集团于2004年10月28日签署的《关于设立江西江铃控股有限公司的出资协议书》, 由双方各出现金5,000万元设立的有限责任公司。该公司注册资本为1亿元, 长安汽车和江铃集团的出资比例均为50%。
	2009-11	中国兵器装备集团公司、中国航空工业集团公司重组成立新长安汽车集团股份有限公司	中航工业以其持有的昌河汽车、哈飞汽车、东安动力、昌河铃木、东安三菱的股权, 划拨兵装集团旗下的中国长安汽车集团。兵装集团将旗下中国长安汽车集团23%的股权划拨中航工业。两集团重组成立新的中国长安汽车集团股份有限公司, 兵装集团持股77%、中航工业持股23%。
	2011-1	中国长安间接控股云内动力	云内动力披露, 公司实际控制人昆明市国资委2010年12月28日已与兵装集团旗下中国长安签署协议, 将公司大股东云南内燃机厂100%产权无偿划给中国长安, 公司实际控制人变更为国务院国资委。昆明云内动力股份有限公司是目前国内最大的多缸小缸径柴油发动机生产企业之一, 云南内燃机厂持有云内动力1.44亿股股份, 占总股本的38.14%。中国长安因此实现了间接控股云内动力, 而中国兵器装备集团则变身成为了云内动力的新任实际控制人。

东风集团	2004-6	东风汽车收购郑州日产汽车有限公司51%的股权	东风汽车并购郑州日产的目的在于加强东风汽车发展轻型商用车的基础，在车型、技术和管理上得到日产公司的支持，吸收日产公司的研发能力、人力资源、技术品质等优势资源。
	2009年末	东风汽车入股纳智捷	以东风杭州汽车公司的名义出资，从浙江中誉集团手中收购纳智捷20%的股份。收购后纳智捷的股比情况是：裕隆50%、中誉30%、东风20%。纳智捷是浙江中誉与台湾裕隆汽车集团于2008年启动的一个合资项目，计划总投资46亿元，设计产能24万辆，将生产台湾裕隆自主创立的“纳智捷”品牌汽车。
上汽集团	2004-12	上汽斥资6700万英镑获得了罗孚75、25两款轿车和全系列发动机的知识产权	
	2007-6	上海汽车收购上实汽车发展有限公司所持有的上海汇众汽车制造有限公司50%股权（12.05亿元）	
	2008-1	上海汽车出资人民币9.23亿元收购上柴股份50.32%的股份	此次收购完成后，将有助于上海汽车发展商用车，同时上柴股份将拓展在汽车市场的能力，打开了双方合作共赢的空间。
	2008-4	上海汽车收购南京汽车集团有限公司的工商变更完成	2007年12月，公司三届三十九次董事会审议通过了《关于公司向南京跃进汽车有限公司购买南京汽车集团有限公司100%股权的议案》。2007年12月27日公司与南京跃进汽车有限公司签署《股权转让协议》。
	2009年末	上汽取得上海通用的控制权	上海汽车通过全资子公司“上海汽车香港投资有限公司”以现金方式从通用中国收购上海通用1%股权。上海通用股份受让交易总额为8450万美元，交易后上汽香港将委派一名董事加入上海通用董事会，上海汽车和通用中国在上海通用董事会中实际拥有的席位将由原来的5:5变更为6:5。
一汽集团	2002-6	一汽集团并购天汽集团	一汽集团天汽集团签署了《关于天津汽车夏利股份有限公司国有法人股的股权转让协议》，一汽集团实现了对天汽集团的并购。天津汽车集团公司主要生产微型汽车和微型轿车，成为国产品牌经济型车的排头兵。同时，天汽集团尚不具备生产2.0及以上中高档轿车的条件，而一汽集团具有生产中高档轿车的优势。
广汽集团	2009-5	收购长丰	广汽集团和长丰集团正式签署战略合作协议。广汽斥资10.05亿元收购长丰汽车29%的股权，从而成为长丰汽车第一大股东。而长丰集团和三菱则退至二、三股东。双方约定5年内将在湖南投资约100亿元，使合作项目形成约50万辆的产能规模。长丰汽车将更名为“广汽长丰汽车股份有限公司”。
	2009-7	与菲亚特合资	意大利菲亚特集团已经正式与中国广汽集团签订了50-50股比的合资公司协议。全新的合资公司将在中国生产轿车和发动机。合资公司将成立整车事业部、发动机事业部和研发中心，首期规划为14万辆的产能。
	2010-4	收购吉奥，开启了汽车行业内的国企收购民企的先例	广州汽车集团股份有限公司与浙江吉奥投资有限公司签署战略合作投资协议。根据协议，广汽集团将以货币为主出资，吉奥汽车以其汽车产业相关资产出资，共同将原吉奥汽车相关资产整合成为一家广汽集团与吉奥汽车股比为51:49的合资公司。

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

第三部分 汽车行业信用展望

随着供求关系的转变，中国汽车行业的“初级积累阶段”已经过去，未来行业的竞争风险将显著提高。这些外部风险（经济波动、消费者偏好的改变、油气价格提高、城市和自然环境的承载能力、产业政策变化等）非汽车厂商所能控制，如何顺应外部环境变化趋势成为汽车厂商生存的法则。

1、竞争更加激烈，自主品牌的规模化是厂商的信用水平的新基点

国民经济的快速发展，特别是中西部汽车保有量较低的省市消费能力的快速提高，一方面保证了对汽车消费的持续需求，另一方面也造成中国汽车行业产能扩张过快问题（如图表 30 所示），竞争的激烈导致厂商力推自主品牌，以获得更多的话语权和提高市场占有率。

图表 30：部分厂商的 2011 年销售预期

厂商	2011 年目标销量	同比增幅
上海汽车通用五菱	130 万辆	5.70%
上海通用	115 万辆	10.80%
上海大众	120 万辆	20.00%
一汽大众	100 万辆	13.60%
一汽丰田	55 万辆	8.70%
东风日产	77 万辆	16.80%
北京现代	72 万辆	2.86%
奇瑞	80 万辆	18.60%
比亚迪	60 万辆	15%

资料来源：公司公告，新世纪评级整理

目前，除奇瑞、吉利、比亚迪等传统本土自主品牌外，2009 年以来，一汽、上汽、广汽、标志等厂商也准备大规模产业化自主品牌或在中国开发自主车型，其中上汽凭借整体实力强力推行的荣威、宝骏等自主品牌战略初见成效。2010 年中国市场自主品牌乘用车销量达到 377.96 万辆，同比增幅 42%，高于行业 34.5% 的平均水平（如图表 31-32）。

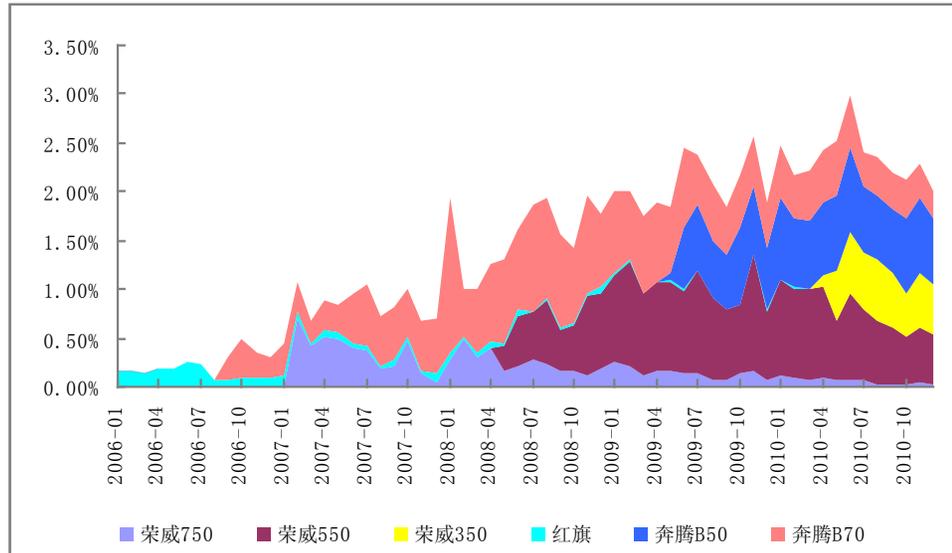
图表 31：本土自主品牌压力加大

类别	厂商名称	车型	级别	上市时间	2010 年销售目标完成情况	
					实际销量	同比增幅
合资自主品牌	上汽集团	荣威 750	B	2007 年 2 月	综合销量 16 万辆	同比增长约 78%
		荣威 550	A	2008 年 5 月		
		荣威 350	A0	2008 年 11 月		
		宝骏	—	2011 年（预计）		
	长安集团	奔奔	A00	2006 年 12 月	综合销量 22 万辆	同比增长约 57%
		志翔	B	2008 年 5 月		
		悦翔	A	2008 年 11 月		
		CX30	B	2010 年 4 月		
	一汽集团	红旗	B	历史悠久	综合销量 43 万辆	同比增长约 38%
		奔腾 B50	A	2009 年 5 月		
		奔腾 B70	B	2006 年 9 月		
	东风集团	启辰	—	2011 年（预计）	综合销量 11 万辆	同比增长超过 110%
广汽集团	传祺	—	2010 年	—	—	
	理念	—	2011 年（预计）	—	—	

本土自主品牌	江淮汽车	宾悦	B	2007年9月	综合销量20万辆	同比增长约65%
		同悦	A	2008年10月		
		和悦	A0	2009年8月		
		瑞风	MPV	2006年以前		
	吉利集团	自由舰	A0	2006年4月	综合销量约40余万辆	同比增长约30%
		金刚	A0	2006年10月		
		远景	A	2007年5月		
		全球鹰GX78	SUV	2010年8月		
	奇瑞汽车	帝豪	B	2009年8月	综合销售62万辆	同比增长约30%
		东方之子6	A	2009年3月		
		QQ	A00	2003年		
	华晨汽车	旗云系列	A	2003年	综合销售约1.10万辆	同比下降约35%
		瑞虎6	SUV	2007年		
		中华	A	2006年3月		
	比亚迪汽车	F系列	A0、A	2008年4月	综合销量为52万辆	同比增长约为15.60%
		G系列	A0、A	2009年9月		
		M6	B	2010年9月		

资料来源：根据公司公告不完全统计，新世纪评级整理

图表 32：以荣威为代表的自主品牌的销量及占狭义乘用车市场份额



资料来源：WIND，新世纪评级整理

2、品牌的梯度以及强势车型将大大提升厂商的信用质量

在品牌多样化、市场供应区域内有结构性相对过剩的潜在风险下，汽车厂商的品牌梯度直接关系到主体信用水平的迁移（图表 33）。一旦车型、品牌、产品线出现断代，可能会导致汽车厂商所处的行业地位或竞争优势出现变化。

图表 33: 部分汽车厂商的品牌、车型结构梯度

主要厂商	乘用车品牌	涉及车型	2010 年市场主力车型	主要厂商	商用车品牌	主要涉及车型	2010 年市场销量	
上海大众	桑塔纳	基本型、MPV	综合销量 100 余万辆, 其中大众系列 80 万辆; 斯柯达超过 20 万辆; 朗逸、途观、POLO、新明锐均月销过万辆。	中国重汽	HOWO	重卡、中卡 (包括底盘、半挂牵引车)	综合销量 10.93 万辆, 同比增长 35.71%	
	帕萨特				斯太尔王			
	波罗				金王子			
	高尔				豪骏			
	明锐				一汽集团	解放系列	重卡、轻卡、微客	综合销量约 39.43 万辆, 同比增长约 68%
	途安							
	POLO							
	朗逸							
	晶锐							
	昊锐							
途观								
上海通用	SAAB	基本型、MPV、交叉型	综合销量 103.9 万辆, 其中别克系列 55 万辆, 同比增长 23%, 雪佛兰系列 47.16 万辆, 同比增长 73%; 凯迪拉克 1.74 万辆, 同比增长 139%。	陕西重汽	德龙 F 系列	重卡 (包括底盘、半挂牵引车); 康明斯发动机	综合销量 11.82 万辆	
	凯迪拉克				奥龙			
	荣御				M3000			
	君威				汉德			
	凯越				东风汽车	猛士	重卡 (包括底盘、半挂牵引车); 客车	综合销量约 63.77 万辆, 同比增长 34%
	赛欧			风神				
	乐风			凯普斯达				
	景程			风行				
	君越				北汽福田	海狮	重卡、轻卡、轻客	综合销量 66.9 万辆, 同比增长约 24%
	林荫大道			欧马克				
	新君威			风景				
	雪佛兰科鲁兹			奥铃				
	新君越							
	新赛欧							
	英朗							
五菱								
上汽集团	荣威 名爵	基本型	综合销量 16.04 万辆					
一汽丰田	威驰	MPV、轿车	综合销量 51 万辆	湖北三环	三环	重卡、专用汽车、车桥	—	
	花冠							
	皇冠							
	锐志				北方奔驰	S 系列	重卡	2010 年上半年 2.24 万辆
	普锐斯							
	卡罗拉				江淮汽车	JMC	轻卡、重卡、轻客	综合销量 11.86 万辆 (重卡 6 万余量)
	特锐							
	陆地巡洋舰							
	普拉多							
RAV4								

一汽夏利	夏利系列 威系列	基本型		宇通客车	宇通系列	大客、中客、小客	综合销量 4.12 万辆， 同比增长 46.37%			
一汽轿车	红旗	基本型		金龙客车	红金龙	大客、中客、小客	2010 年前 三季度销量 4.76 万辆， 同比增长 51.94%			
	奔腾 B70									
	奔腾 B50									
	马自达 6 睿翼									
一汽大众	奥迪	基本型	综合销量 86 万辆，同比增长 22%，其中奥迪 19.80 万辆。	金杯汽车	金杯	轻客	综合销量 9.77 万辆， 同比增长 24.10%			
	辉腾									
	CC									
	甲壳虫									
	捷达									
	宝来 途锐							上汽通用 五菱	五菱之光系列	微客
东风日产	尼桑	MPV	综合销量 66.10 万辆， 同比增长 40%，其中新 天籁、奇骏和 逍客销售较好。	长安汽车	金牛星	微客	综合销量 85.33 万辆			
	天籁				长安之星系列					
	轩逸				昌河汽车	北斗星 e+	微客	综合销量 18 万辆，同比 增长 18%		
	奇骏					福瑞达				
	逍客					利亚纳				
				颐达						
				骐达						
	骊威									
东风标致	标致 4 个系列	基本型	超过 13 万辆							
东风本田	思铂睿	基本型、SUV	综合销量 26 万辆							
	思域									

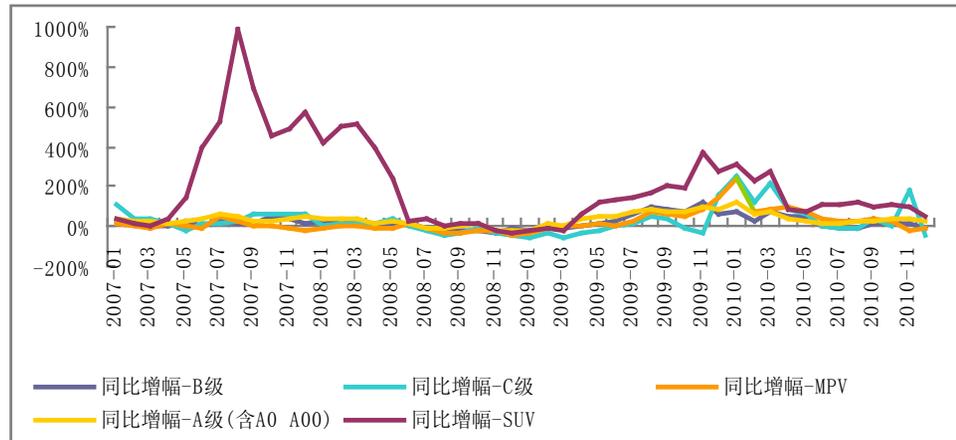
资料来源：各厂商官方网站，新世纪评级整理（不完全统计）

品牌的梯度结构和品牌的定位紧密相关。从上述厂商的品牌梯度结构看，上汽集团、一汽集团和东风集团品牌的梯度结构较好，主要是和其全国主流品牌和重点市场的竞争力定位有关。而中西部地区如甘肃、四川、云南、贵州等对汽车的需求尚处于短缺需求阶段，即替代需求、产品的人性化需求、智能化需求尚不是核心营销策略。因此，奇瑞、吉利、夏利、长城等厂商在这些销售区域内获得竞争优势的策略不是依靠细分品牌优势，而是整车的单价优势。但长期来看，未来随着一级市场向外的渗透以及三、四线市场自身消费需求的提升，品牌的梯队结构优化和品牌的提升将是必然。

3、行业增速整体性放缓但结构差异大

2011 年国家取消汽车下乡、1.6 升及以下排量车型购置税优惠政策后，车市消费行为将趋于理性（如图表 34 所示）。但结构差异性大，主要体现为超豪车、SUV 增速仍超过 50%（如图表 35-37 所示）。

图表 34: 不同车型的市场需求变化



资料来源: WIND

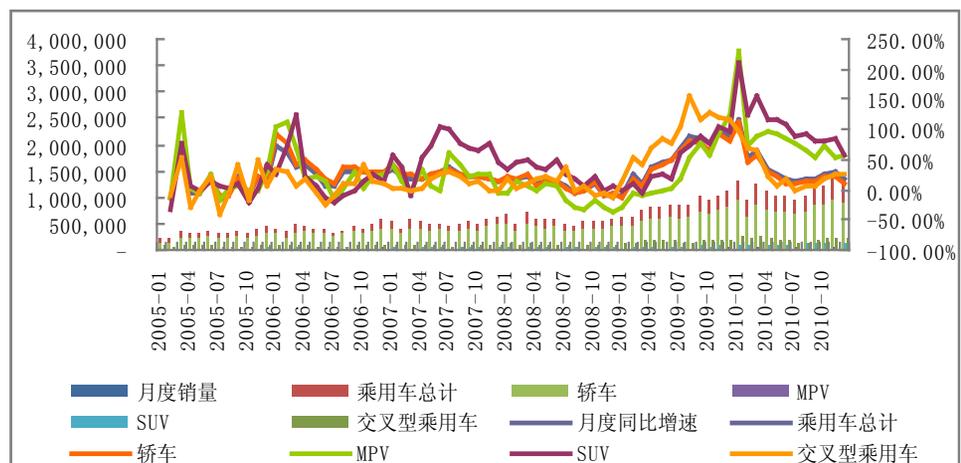
图表 35: 中国市场豪华车今年销售情况

制造商	品牌	2008年销量(台)	2009年销量(台)	增幅	2010年销量(台)	增幅	2011年销量增幅E(台)
大众	宾利	519	420	-19%	800	90%	50%
宝马	劳斯莱斯	117	100	-15%	500	400%	60%
法拉利	玛莎拉蒂	180	260	44%	400	54%	50%

注: ①根据公开信息收集整理

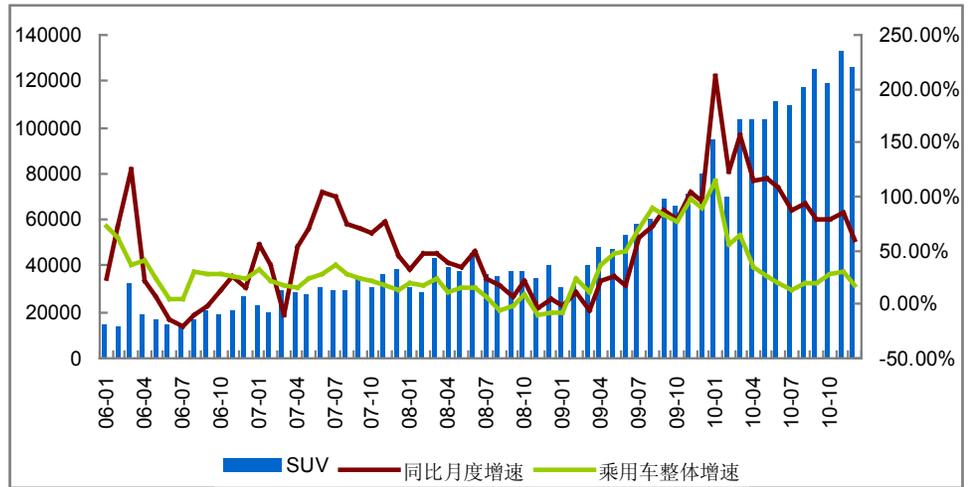
②预测数为各品牌商公开的自我预测数据

图表 36: 乘用车销量及同比增速(按季度统计, 单位: 万辆, %)



资料来源: WIND

图表 37: SUV 月增速远高于乘用车整体市场增速 (单位: 万辆, %)

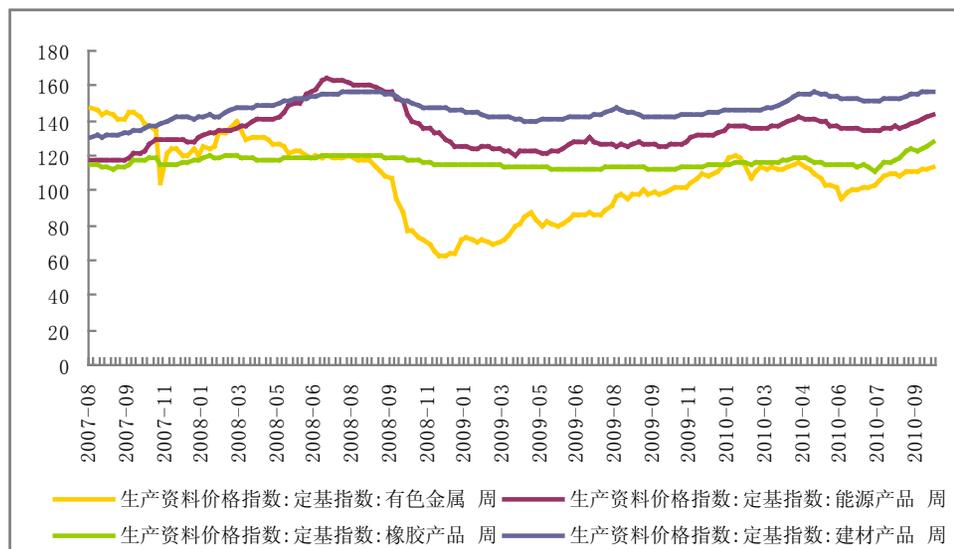


资料来源: WIND

4、原材料成本的上升以及油气价格的高企将加大厂商的竞争压力

近年来占汽车整车材料成本 75% 以上的钢铁材料价格大幅度上涨, 尽管厂商通过对零部件供应、物流、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”, 但钢材、原油、物流、人力等成本的上涨 (如图表 38 所示) 已经对厂商的利润空间造成了很大挤压, 能否解决好成本控制和价格的关系, 将直接决定厂商的市场竞争力。

图表 38: 主要生产资料价格指数走势



资料来源: WIND

短期看, 新能源汽车短期内不会对厂商信用质量起到重大提升的作用

另外, 在 2010 年 10 月发布的《汽车产业“十二五”规划》和《节能和新能源汽车产业发展规划 (2011~2020 年)》中, 对 2015 年新能源汽车产销量都做了规划, 前者为新能源汽车产销量要达到 100 万辆, 后者是 2015 年纯电动和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆以上。在国家巨额资金投入和鼓励政策的大力推动下, 中国汽车市场已经逐渐开始向新能源

汽车转向，中国国内各大车展均以新能源和绿色为开展主题，跨国、合资以及自主品牌汽车厂家也都把新能源汽车作为未来发展的主力。

然而与政府和企业高昂的热情和投入相比，中国新能源汽车在技术和研发能力上并没有明显提升，目前来看，国内新能源汽车大多尚处于研制试验阶段，产业化项目的进度尚处于萌芽阶段，以赢利为目的的企业缺乏基础核心技术研发。新能源车的大规模商用，仍需整个产业链更为有效的整合以及更多技术的突破。例如目前在市场上呼声最高的纯电动汽车，在电池成本、标准、价格、相关环境配套方面都面对诸多难题。因此传统汽车仍将在未来很长的一段时间内，仍是市场主流产品。

附录：截至 2010 年三季度末汽车行业部分企业主要财务数据指标

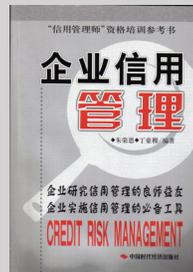
序号	企业名称	最新主体级别	总资产(亿元)	利润总额(亿元)	营业总收入(亿元)	资产负债率(%)	流动比率(%)	速动比率(%)	应收账款周转率(次)	存货周转率(次)	销售净利率(%)
1	中国第一汽车集团公司(一汽集团)	AAA	1593.67	227.48	2154.25	61.14	119	98	79.44	26.53	8.51
2	上海汽车集团股份有限公司(上汽集团)	AAA	1835.60	199.79	2292.32	60.64	107	90	44.21	15.56	7.38
3	东风汽车集团股份有限公司(东风集团)	AAA	448.36	86.37	46.44	21.16	226	212	11.42	7.56	187.57
4	中国长安汽车集团股份有限公司(长安集团)	AAA	751.28	43.68	922.74	73.54	94	74	35.69	7.14	4.04
5	中国南方工业集团公司	AAA	1978.15	76.01	2906.99	69.51	104	75	14.10	5.56	3.05
6	广州汽车集团股份有限公司	AAA	371.84	45.95	62.06	31.64	5.38	5.03	18.93	6.08	73.66
7	中国兵器工业集团公司	AAA	2215.43	45.09	1838.27	64.93	120	83	10.10	5.05	2.10
8	北汽福田汽车股份有限公司	AA+	225.41	18.75	421.33	64.67	132	94	41.79	8.29	3.77
9	郑州宇通集团有限公司	AA	164.96	10.90	111.71	72.87	118	88	7.5	3.3	8.47
10	华晨汽车集团控股有限公司	AA	391.95	21.79	305.24	77.78	85	60	40.62	4.31	5.83
11	奇瑞汽车股份有限公司	AA	391.49	10.32	248.66	74.92	67	51	10.41	6.12	0.48
12	安徽江淮汽车集团有限公司	—	238.20	11.67	263.81	70.66	90	76	22.15	10.77	3.79

资料来源：WIND，新世纪评级整理

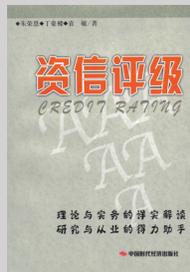
书籍系列



企业内部控制
规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级
词汇手册



信用评级基础知识

期刊系列



研究报告



专刊



季刊



年刊

报告系列



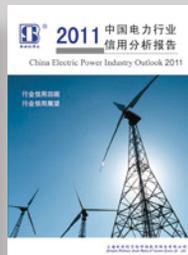
中国宏观经济
分析与展望



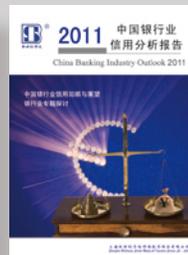
中国煤炭行业
信用分析报告



中国汽车行业
信用分析报告



中国电力行业
信用分析报告



中国银行业
信用分析报告



中国房地产行业
信用分析报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼
邮编：200001
电话：021-63501349 021-63500711
传真：021-63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>