

版本号：V3.0.201907

# 汽车制造企业信用评级方法



2019年7月

# 汽车制造企业信用评级方法

## 一、修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应汽车制造行业的发展变化，完善对汽车制造企业的评级体系，联合资信对汽车制造企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《汽车制造企业信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》（以下简称“本方法”）以 2018 年版本为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，2019 年 8 月 1 日起施行。

本次修订主要内容包括，增加适用业务类别、评级方法局限性、关键性假设等内容，并进一步细化对汽车制造企业分析要素及相关评价标准，以便更为充分地揭示企业风险。联合资信关于汽车制造企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有汽车制造企业级别产生重大影响。

## 二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区汽车制造企业及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关汽车制造企业发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对

其偿还债务可能性的评价，或者说是债务人违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资产支持证券等（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合资信有关评级方法。

### 三、行业定义

根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），“汽车整车制造”中类属于“制造业”门类下的“汽车制造业”大类，包括汽柴油车整车制造和新能源车整车制造。联合资信汽车制造行业企业评级方法适用于以制造、销售汽柴油车和新能源车为主营业务的企业，界定标准为营业收入或利润总额 50% 以上来自于汽车制造业务的企业。

## 四、汽车制造企业信用评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

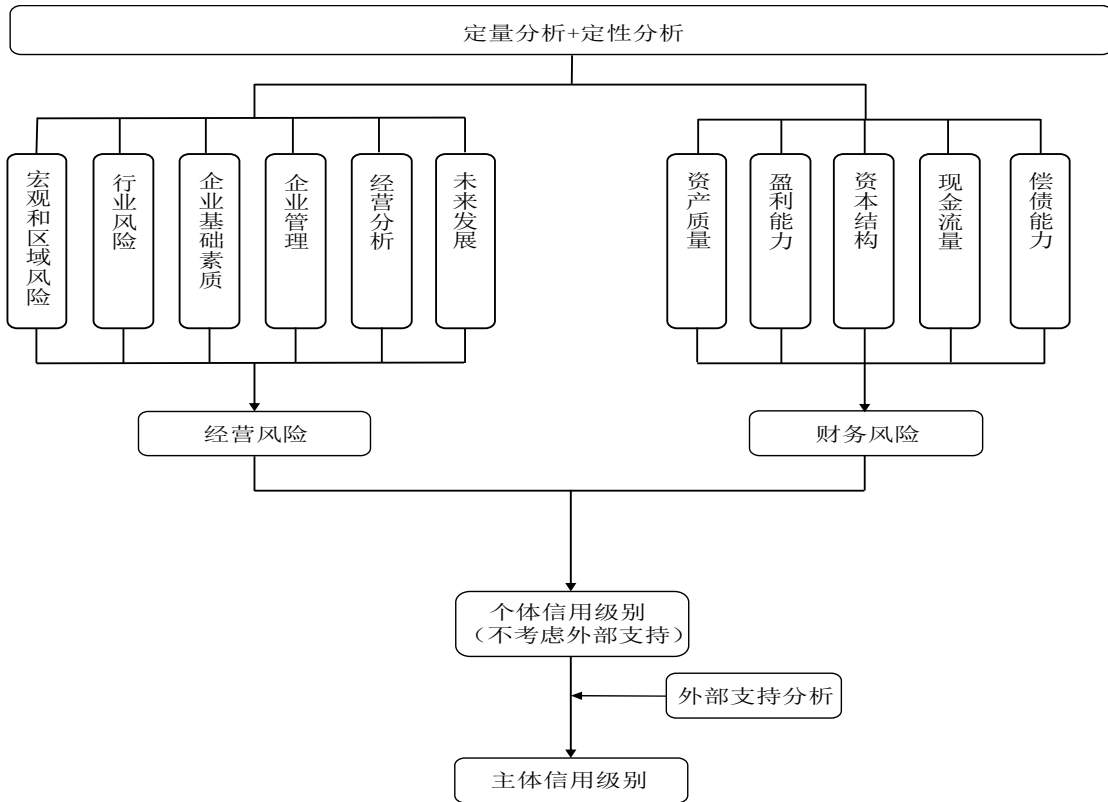
经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将降低企业面临的风险。

图 1 汽车制造企业评级框架



## 五、评级方法局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以前历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程度。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。

## 六、汽车制造企业信用评级的主要要素（定性和定量指标）

### （一）宏观和区域风险

对宏观和区域风险的分析主要从两方面进行：一是分析宏观经济形势和宏观政策及其变化对汽车制造行业发展的影响；二是分析区域经济水平和财政实力、固定资产投资增速等情况来判断地区经济发展水平和发达程度对汽车制造企业未来发展的影响。

#### 1. 宏观经济分析

汽车制造行业是国民经济的基础性行业，与宏观经济发展水平、固定资产投资、消费及信贷政策、人口增长、城镇化水平与消费结构、产业结构等因素密切相关。联合资信通过 GDP 增速变化、固定资产及基础设施投资增速、消费增速等判断经济周期，进而评估汽车制造行业发展的环境；通过财政政策、货币政策等宏观调控政策及其变化趋势及可能性判断未来经济增速、固定资产投资水平的变化。

#### 2. 区域经济分析

汽车制造行业对材料、设备、零部件、智能制造等诸多工业部门形成推动，具

有产业链长、产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等特征，其分布会受地方政府产业规划以及区域内的产业配套齐全程度、经济及消费水平、固定资产投资增速等影响，整体看区域分化特征程度一般。

### 区域经济发展水平

区域经济环境的分析将重点关注：企业主要生产基地所在区域的产业集群情况（主要部件的供应能力和当地劳动力成本）、交通运输条件（部件输入及产品输出）、税收及招商政策；主要消费区域的居民收入水平、人口基数及保有量、政策鼓励程度、城市交通环境、区域限购政策等；如受评企业海外业务布局较多，且在海外设立工厂，需对该地区与国内在上述等方面的差异、优/劣势予以关注。

### 供需结构

中国汽车制造行业与宏观经济发展高度相关，市场化程度高，区域内企业竞争相对充分，行业发展以需求为导向，受固定资产投资环境、产业政策及监管环境、居民消费水平及消费偏好、产品更新换代等因素的影响较为明显，区域内供需关系将直接影响汽车制造价格走势，从而影响汽车制造企业盈利水平和经营稳定性。

从细分行业看。乘用车行业具备一定需求刚性，但市场增速具备周期性波动的特征；商用车行业受投资拉动的作用明显，因而宏观的投资增速、政策调控对商用车需求的判断较为重要。

联合资信在考察区域经济这一风险要素时要特别关注：宏观经济环境（特别是消费及信贷政策）、近年 GDP 增速情况、人口数量及消费能力（人均收入）、城镇化率、公路基础设施建设情况（投资额、里程等）、固定资产投资增速、钢材和橡胶等原材料价格、布伦特原油价格（西德克萨斯原油价格）等。

## （二）行业风险

### 1. 行业概况

汽车制造行业受固定资产投资环境、产业政策及监管环境、居民消费水平及消费偏好、产品更新换代等因素的影响较为明显，属于周期性行业，具有产业链长、产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集、政策敏感度高等特点。

联合资信在考察行业概况这一风险要素时，主要关注：细分品种产销规模及变动，固定资产投资环境、政策指导（促进/抑制/强监管）、消费环境和信贷成本，以及地缘政治风险、油价波动等因素对消费者购车意愿、购车成本和用车成本的影响；同时，考察行业景气度时，主要关注中国汽车产业景气指数（ACI，中国汽车工业协会发布）、汽车经销商库存预警指数（中国汽车流通协会发布）、行业内规模以上企业效益（国家统计局发布）等。

## 2. 行业政策

汽车制造行业对产业消费引导政策及监管政策的敏感度较高，近年来陆续出台的政策包括新能源推广补贴及退坡、双积分政策（能耗管理）、新版《汽车销售管理办法》、治超管理、进口关税下调、外商投资负面清单的修订以及贸易壁垒下的关税调整等，该等政策对目前乃至未来的市场竞争格局均形成重要影响。近年来我国汽车行业相关政策的主要宗旨在于，一方面稳步提高产业的对外开放程度；另一方面通过财政、税收和金融杠杆，从需求和供给两端推动新能源汽车的发展。

联合资信对行业政策的分析将重点关注：已出台政策对企业所经营产品品类的影响程度，以及短期内将要执行政策对企业所经营产品品类预期产生的影响；另需注意的是，贸易壁垒下的关税政策对整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响尚不能完全确定，各方对该政策的应对方式和成果仍待观望；外商投资负面清单修订、股比放开时间表初定等因素可能会对现有竞争格局产生影响。

## 3. 行业周期性

中国汽车市销量增速呈现周期性波动。不同时期内，产业政策调控、基建及地产投资增长、商用车治超管理、油价波动以及关税调整等外部因素通过对消费者购车意愿、购车成本及用车成本形成影响，阶段性地抑制或释放了消费需求，造成行业的周期性波动。近几年，政策激励及监管强化的影响程度加深，创新驱动下的产品更新、市场推广不断激发细分领域的市场需求，相比之前年度，汽车制造行业的季节性特征有所弱化。



#### 4. 行业竞争

行业竞争程度将会影响到行业内经营企业的盈利水平及其稳定性。汽车制造行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。近年来，汽车制造行业集中度不断提高，具有规模优势的企业竞争力不断增强。中国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局，产业集中度高。从汽车行业整体市场格局上看，目前我国汽车年销量超过百万辆的企业集团有八家。2018年，中国汽车销量前5名的企业（集团）共销售汽车1976.76万辆，占汽车销售总量的66.97%；中国汽车销售前10名的企业（集团）共销售汽车2503.62万辆，占汽车销售总量的89.16%。

自主品牌方面，乘用车市场的自主品牌市场份额在40%左右浮动，但受其他系别产品以及大的市场趋势等影响，具有波动性；商用车市场以自主品牌为主，重型卡车、大客车的竞争格局相对稳定，行业龙头地位显著，但中低端产品的竞争趋于激烈，国外产品多以零部件供应商身份参与，国外整车产品由于价格因素对国内市场参与程度相对低。

联合资信对行业竞争的分析将重点关注：前十大汽车制造企业销售规模占比情况（判断汽车制造行业集中程度）、主要汽车品牌的市场占有率情况、外资（日韩、德、美等）以及内资汽车制造企业的市场占有率情况；行业内并购重组情况、生产模式调整（如，模块化生产）及对行业整体竞争程度、竞争格局的影响等。

#### 5. 行业增长性与盈利能力

汽车制造行业具有明显的周期性，行业增长性主要由供需情况决定，同时受到区域人口总量增速、区域消费能力与信贷政策、产业指引政策的影响；汽车制造行业盈利性需要根据上下游情况进行分析判断。

汽车制造产业上游主要为钢、铝等大宗金属材料以及发动机、变速箱、内饰等零部件，除少量核心部件及总成外，汽车零部件产业竞争激烈、议价能力弱于整车制造企业，钢、铝等大宗金属材料近年呈震荡上涨态势，是整车制造企业成本压力的来源之一（另有人力、能源成本压力）。整体看，成本压力虽存在，但整车制造企业受上游产业制约程度一般，分析时主要关注采购规模及议价能力、大宗物料及

零部件价格波动的应对措施、进出口是否存在管制等。

汽车制造产业分为乘用车制造和商用车制造两大类，乘用车市场规模较大，近年受政策影响，销量增速有所波动，但受益于首辆车消费（纯新增需求）及更新换代消费的支撑，乘用车市场需求仍具一定刚性；商用车市场规模相对小且波动趋明显，主要受下游客运、物流、房地产及基建等行业景气度的影响。

联合资信主要通过行业收入增长趋势、行业利润增长趋势、营业利润率和总资产收益率四个方面对行业增长性与盈利能力进行分析。

## 6. 行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。汽车制造行业为重资产行业，行业财务杠杆相对较高。衡量行业杠杆与偿债能力的指标包括全部债务资本化比率、资产负债率、全部债务/EBITDA 或经营现金流量净额/EBITDA 等。

联合资信认为汽车制造行业作为强周期行业，其发展受宏观经济情况、区域经济发展水平和行业政策影响较大，呈现行业进入门槛低、区域内垄断竞争及盈利水平较低等特征。行业风险总体略低。

### （三）企业基础素质

企业基础素质分析中，联合资信对受评对象的股东背景、企业规模、技术水平、人员素质、外部支持、企业信用记录等方面进行考察和评判，这些因素直接关系到受评对象的生存与发展前景。

#### 1. 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性就会较低。

有实际控制人的，要以此来分析判断企业性质。企业性质影响到其运营机制，重大决策形成机制等，也直接影响了企业可能获得的外部支持。对于国有企业，要

看是否实行现代企业制度，实际股东情况；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东是否控制企业。

另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之前的法律关系。对于母子公司而言，母子公司的关系越紧密，子公司对母公司经营成功的作用越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司的违约对母公司的财务状况也会产生很大的影响。因此，需要考察的关键因素是母公司对子公司的投资规模，如果投资额很大，子公司的违约足以威胁到母公司的生存时，母公司就会出于更强的经济动机来关注子公司。兄弟公司之间有可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需要关注兄弟公司之间的经营往来等。对于家族式民营企业，要关注其家族的整体情况。

## 2. 企业规模

企业规模并不能等同于企业的信用质量，但企业规模的大小在一定意义上反映着企业抵御风险能力的强弱，同时，规模较大的企业，在一定程度上能产生相应的规模效应。市场地位也是判断企业竞争力的重要指标，市场地位突出的企业一般是行业的领军企业，不但对行业发展有着重要影响，对产品价格也有较大的话语权。

经营方面联合资信将重点关注以下方面，进而对企业生产规模、市场地位、资源配套能力、子公司管控能力等情况作出判断：

(1) 生产规模：生产基地及产能分布、近三年产能及产能利用率、产能提升的制约因素；目前在建产能及技术改进（如有）的建设进度及效益分析。针对有海外工厂的企业，关注是否享受当地引进外商的优惠政策及优惠期，以及可能由于国际关系等外部因素带来的风险。

(2) 企业的市场排名及市场份额的变动趋势是从第三方专业机构的角度、以量化结果的方式所呈现的企业行业排序及地位，是判断企业在低迷时期抗风险能力的重要指标之一，可通过 J.D.POWER 和汽车工业协会发布的年度排名进行考察。

(3) 配套资源能力：公司基础原料供应稳定，是否有优先性保障；是否具备核心动力产能（发动机/电池电机电控等），或者具有变速箱、底盘、车身、电池/

电池管理系统等重点零部件配套能力；主要产品品类及产能分布、销售规模及区域分布、旗下品牌数量（含参控股）及高中低档品牌的梯度结构、经典热销车型的销售情况及换代情况。

（4）是否存在境内外大型并购或公众公司，是否为集团类企业及投资控股类企业，对其下辖经营实体的管控力度。

财务方面将重点关注：企业或下属专业子公司资产、权益、收入、利润规模及其主业盈利能力在同业中的排位。

### 3. 技术水平

企业的技术水平和研发能力是企业发展的根本，其强弱直接关系到企业的产品创新、技术创新、工艺创新和管理创新等能力，在很大程度上可以综合反映出企业的市场适应能力、产品竞争能力、成本控制能力等，并最终会作用于企业的经营成果，影响着企业自身的信用状况。技术水平越高，研发能力越强，企业未来的发展潜力越大，产品的市场竞争优势也越明显。

由于汽车制造企业存在中外合资模式，按早期设立时约定，外方多以输入车型、品牌、技术、投资资金、标准、工艺和管理等高级生产要素为主，中资方多以输出劳动力、土地、厂房、流动资金等初级生产要素为主，外方在资金、技术、车型方面具主导地位。

研发：分析时重点关注企业自有研发体系、研发投入（研发支出占营业收入比重）、核心研发团队、技术储备及研发周期、专利数量、技术转让费支付情况以及外资方在研发阶段的参与程度（机构、人员、技术、车型）等。

设备及工艺：分析时重点关注企业设备是否进口及进口国家、购买及使用时间、设备自动化程度、技术先进程度、核心技术团队、技术贡献情况（合资情况）、J.D.POWER 质量报告排名、是否有召回记录、自主品牌实力、国外合作方技术实力等。

### 4. 人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性

作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

## 5. 外部支持

企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，该企业的经营状况、信用状况会相应提高，抗风险能力会强于外部支持少的企业，债务的信用风险也相对较小。汽车制造企业所能获得的外部支持主要来自股东、地方政府及其下属部门等。

汽车制造企业的外部支持分析应主要考察两个方面：政府支持与股东支持。政府支持应重点考察受评主体在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续支持，且支持力度较大；（2）有政府明确担保且有政府救助历史；（3）经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；（4）承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务；（5）对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断时，可能对经济部门产生重大影响；（6）其他因素。

股东支持应重点考察受评主体在母公司集团架构和发展战略中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）母公司背景雄厚且受评主体在股东的发展战略上比较重要；（2）获得股东注资支持和补贴等力度大；（3）股东为受评主体债务提供担保；（4）存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；（5）从历史支持记录看，控股股东对子公司支持程度较强；（6）对集团当前发展定位或未来战略有重要影响；（7）其他因素。

## 6. 企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

### （四）企业管理

企业管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就越高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。联合资信进行企业管理分析时，主要考察企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度与实际管理效果等。

#### 1. 企业法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业中长期发展具有重要意义。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。一个企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下几方面，一是企业股权分散程度与企业独立性。二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况。三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况。四是高层管理人员的激励机制，

是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况。五是信息披露情况。

法人治理结构，主要功能之一就是保证企业的重大决策的可靠和企业经常受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策都会关系到企业的经营状况的好坏和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数几个高层主管，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策总是正确的。对企业法人治理结构的考察，主要通过分析股权构成及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性及分析是否存在重大的管理缺陷。中外合资模式下，联合资信基于上述分析外，会着重关注双方股东的分工和决策流程。

## 2. 管理水平分析

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。管理制度是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构，组织功能，组织目的的明确和界定，现代企业管理制度的主要管理对象：人、财、物。规范的管理制度搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。评级时，在对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

### (1) 管理架构

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构需要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。此外，企业管理理念的先进性，也会对管理架构和部门设置产生一定影响。因此，评级时需要根据汽车制造企业的经营特征判定组织结构的横、纵向设置是否合理。

## （2）财务和资金管理

主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

## （3）资产管理

汽车制造行业属于重资产行业，资产管理的有效性是企业高效运营的保障。主要关注企业资产管理内容是否全面且有效，是否覆盖本部及子公司资产采购、更新改造、核销、运营等内容。

## （3）投融资管理

由于汽车制造企业属于传统制造业，所投资的项目要符合区域经济发展现状和政府及相关行业主管部门确定的投资方针和产业政策，因此在评级分析时，要关注企业对投建项目的投资风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资管理主要概述企业的项目融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。

## （4）安全生产管理

主要考察企业安全生产制度完善及执行情况，主要关注企业是否制定了各级安全生产职责落实体系、是否具有专职的安全管理岗位、安全生产教育培训体系是否完善、安全生产制度是否涵盖生产全过程、是否制定生产安全事故应急预案，对安全生产时间是否能迅速反映等。此外，还需要分析企业相关项目管理制度的执行能力与执行效果，可以用安全生产事故率为核心，考察企业在这方面的综合表现。

## （5）环境保护管理

主要考察企业贯彻执行国家环境保护的方针、政策和法规，开展污染预防和治理工作，防范杜绝环境污染事故和不良事件的发生的能力。主要关注企业是否制定了有效的环境保护的相关制度、相关制度是否符合国家及地方的环境保护法律、法规和相关规定、是否对企业职工进行环境保护教育，出台相应制度并进行考核、是否建立完善的环保治理设施和监测设施台账、对环保治理设施和监测设施运行情况是否实施有效监控、对工业固体废物和危险废物是否实施分类管理、是否建立环境



风险应急机制，及时处理企业发生的环境污染事故等。

#### （6）对子公司管理

主要考察公司对下属子公司的管理制度，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理等多方面从而来判断母公司对子公司的管控能力。

#### （7）其他管理

需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

**联合资信在考察组织管理模式这一风险要素时主要关注：公司上市情况、法人治理结构是否完善、董事、监事以及高管是否正常履职、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理人员的行业经验和员工素质、核心管理团队是否受到处罚等。**

### （五）经营分析

对汽车制造企业的经营分析主要包括企业的主要业务构成（经营稳定性、成长性）、运营能力（物料采购、产品生产、产品销售）、运营效率（产销率、存货周转率、总资产周转率）等三个方面。

#### 1. 业务构成

此部分需要分析汽车制造企业的主要经营领域和经营模式，主要产品及服务、近几年的实际产量和销量，产品结构和各产品的重要性、盈利性，同时判断产品多

元化或单一的风险。

对汽车制造企业主营业务经营状况的分析，一般可以从其主营业务收入、成本和主营业务利润的变动情况，销售利润率的变动情况，主营业务收入占全行业（或所处地区同行业）的比重，近3年主要产品的产量、销量、价格情况及其稳定性与变化趋势。此外，汽车制造企业人均收入、利润水平等也应一并加以分析。

对汽车制造企业多元化经营情况的分析，一方面需要分析汽车制造企业产品结构的多元性，另一方面需要分析汽车制造企业产业领域的多元性。产品结构方面，不同的汽车产品满足人们不同的出行需求，随着人们收入水平和市场环境的变化，不同定位的汽车产品市场销售情况不同，产品结构多元化可以分散汽车制造企业经营风险，因此，产品结构多元化程度的不同会影响汽车制造企业的抗风险能力。产业领域多元化需重点关注汽车制造企业的主业是否突出，业务是“相关多元化”还是“非相关多元化”；汽车行业产业链较长，随着汽车保有量的上升，汽车金融、二手车交易、售后服务等汽车后市场逐渐兴起，汽车制造企业产业链的扩展有助于提高其市场竞争力。此外，汽车制造企业主要产品的性能水平、市场定位精准性、产能利用情况等也需要重点考察，一般来说，产能利用率越高，单位产品固定成本越低；汽车产品性能水平越高且市场定位越精准，汽车制造企业盈利能力和经营稳定性就越强。

联合资信在考察收入和业务结构这一风险要素时，主要关注：汽车产品结构、收入结构；各产品或板块的重要性、盈利性；产业链布局；企业多元化或单一经营的风险。

## 2. 运营能力

### （1）物料采购

原材料方面：各类外购原材料占成本比重，核心原材料的近三年一期价格走势、供应稳定度及影响价格变化的关键因素，近三年一期采购量变化情况，对上游议价能力（近三年对上游下达的降本指标），采购模式及结算、运输成本、授信额度等；如有关联采购，对关联方背景、关联交易规模、关联交易定价（是否偏离市

场价格)予以关注;如需大量进口原材料,对汇率风险、地缘政治风险(主要是进口管制)及其应对措施予以关注。

供应商方面:供应商的集中度、是否存在排他性供应商、供应商筛选方式和行业地位、供应商质量控制等。

外协加工商:对外协加工的认证,外协加工的优品率、交货准时性、质量控制、成本控制目标的实现、生产能力等。

联合资信在考察业务结构这一评级要素时,主要关注:企业核心外采部件、非核心外包业务、有色金属基础材料价格波动等因素。

## (2) 产品生产

生产环节:生产模式(销定产、产定销)、设备水平(是否定制设备/产品)、自动化程度、质量控制(良品率)、库存/备货管理、生产效率(多久下线一台车)、倒班制度、成本控制方案;针对有海外工厂的受评企业,关注是否享受当地引进外商的优惠政策及优惠期。

产品质量:质量检验流程、次品比重、生产线设备检修周期;是否存在重大召回事项、媒体报道产品质量事项。

联合资信在考察产品生产这一评级要素时,主要关注:生产模式及产销联动情况、产品质量把控等。

## (3) 产品销售

销售环节:1)对产品的定价权、销售模式与销售政策;2)近三年一期销售规模及排名(含出口),主打车型的销量、价格变动及促销情况,新车型及换代车型推出情况,是否依赖单一车型;3)销售区域(含出口),主要合作经销商(含出口),品牌4S店数量及单店销售情况(含出口),结算方式(现/汇/汽车金融)及账期,若出口收入形成一定规模,需关注出口业务的地缘政治风险和汇率波动风险;4)汽车后业务,二手车及零配件销售情况(含维修保养),汽车保险代理销售情况。

汽车金融:整车是否存在消费信贷、消费信贷条款(首付款、期限、担保、违约执行等)、合作的第三方金融机构(是否子公司、关联方)、消费信贷是否存在

担保条款（如有，信贷逾期情况、回购情况、进入诉讼情况等）。

其他：若存在局部区域的限牌/限购、诉讼/召回、燃油价格调整、产业政策对企业经营形成影响，关注企业的应对措施及效果，并通过对比同业企业所受影响及应对效果，判断企业重大突发事件的应对能力。

联合资信在考察产品销售一评级要素时，主要关注：销售环节要素、汽车金融情况和突发事件应对等因素。

### 3. 运营效率

汽车制造企业运营效率对企业的信用状况有着重要影响。汽车制造企业运营效率指标主要有产能利用率、产销率、存货周转率、总资产周转率等。联合资信主要通过对企业近三年的产销率、存货周转率、总资产周转率变化情况的考察，对企业运营效率进行分析。

#### （六）未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。要从企业历史上的计划制订、计划完成情况的考察和分析。对于汽车制造企业战略发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。一方面需注意短期阶段性规划的落实是否匹配长期整体规划的实现，同时需持续关注每个阶段性规划推进进度、调整和再推进的情况；一方面需关注企业发展战略是否符合当前或未来行业发展趋势，考察企业发展战略的合理性和可行性。如企业核心业务拓展方向是否符合当前市场需求，进入分块市场存在的专业技术或经验难题及相应解决办法，价值链整合方式、相邻业务拓展是否能形成协同效应等。还需要注意的是企业战略发展的推进，相关投资、资金安排和债务偿还情况。如资金落实情况、建设周期、项目收益，以及项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

##### 1. 企业未来经营发展策略

了解企业为其自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性。

## 2.重大投资项目

重大投资项目可能直接影响到企业今后的经营状况，影响到企业未来财务构成、盈利能力、现金流量的变化等。对投资项目应重点进行以下方面内容的调查：

（1）投资项目的的基本情况，项目建设的合法性，项目可行性报告的编制及批复，初步设计的编制与批复，开工报告的批复等。

（2）投资规模及分年度投资计划，投资概算及投资概算的调整情况，实际将可能发生的投资额。

（3）分年度资金来源计划及已落实的情况，资金的落实计划及实际已落实情况，已完成的工程进度及相应资金来源，资金缺口及后续资金的解决途径。

（4）计划和实际预计的投产时间。项目建设期可能受资金、自然条件等的变化情况影响而出现延期。建设期的延迟，可能造成建设成本上升、效益无法如期实现，影响未来经营预测目标的实现。

（5）投资将会对企业经营带来的影响。应注意在编制可行性报告时的市场情况与项目完工投产后的市场情况差异，这种差异可能直接导致预测效益与实际效益的巨大差异。

## 3.其他影响企业发展的重大事项

如企业改制、上市、重组、购并等。

### （七）财务分析

#### 1. 财务信息质量与会计政策及会计估计

##### （1）财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计、审计机构的资质如何、财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰看到企业本身的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记帐的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。

一般来讲，应以较弱或风险较高的报表为评判企业信用风险的基础。

## （2）会计政策及会计估计

此部分主要考察汽车制造企业会计政策及会计估计，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。财务数据的可比性与会计政策的一致性是进行汽车制造企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同汽车制造企业甚至同一汽车制造企业不同期间执行的会计政策会产生一定的变化，应分析会计政策变化的原因以及对合并报表和财务指标比率的影响。汽车制造企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，在分析汽车制造企业的会计政策时，应重点关注：折旧政策；坏账准备计提标准；研发投入；存货计价方式等。

联合资信在考察信息披露与采纳准则这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。

联合资信在考察财务信息质量这一评级要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率。

## 2. 资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。此部分主要考察汽车制造企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近3年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、盈利性以及资产抵质押情况，并对资产的

真实价值进行分析。

对流动资产分析和判断的出发点是企业资产的变现能力和价值的合理性。汽车制造企业的资产结构多以流动资产为主，主要包括货币资金、应收账款（新能源类）、存货等。

**货币资金：**是企业最具流动性的偿债来源，但需对货币资金的可靠性及流动性进行有效分析判断。需关注货币资金近年变化情况、主要构成和受限情况。若货币资金存在存放于关联方财务公司等情况，需关注其关联交易原则、流程、制度、机制保障等，防范关联方占款、流动性受限等问题。此外，对于货币资金分散在旗下子公司（尤其是上市公司）中，需关注集团本部对子公司资金的调配能力。一般来说，货币资金规模越大，其对债务的保障能力越强，但过多的货币资金或侧面反映出企业资源利用效率低等问题。

**应收账款：**是企业偿还债务的重要资金来源，其流动性一般高于存货。在对应收账款进行分析时，侧重于分析应收账款规模及变化趋势、账龄、坏账计提规则及计提情况、回收、转回及核销情况、是否包括未到位的新能源汽车推广补贴等，此外应收账款集中度、关联方应收账款等情况也应关注。①首先，分析应收账款的增长变化及在流动资产中的占比情况，应与企业的销售策略分析相结合，企业可以通过激进的销售策略增加应收账款以增加销售收入，从而使报表呈现出较好的盈利水平，因此要判断应收账款异常变动的的原因。②分析应收账款的坏账准备提取情况，提取准备的依据。企业对坏账准备的计提有很大的自主性，可自行决定计提方法和比例，需关注企业坏账准备提取政策变化及对利润的影响。此外，若企业存在一次性计提大额坏账准备的情况，可能是对多年累积的虚增应收账款的一次性清理，也需重点关注。③应收账款的集中度，若企业应收账款集中于少数几个客户，一旦发生坏账损失，企业就可能面临较大的风险。对于重点的客户（可以是大客户，也可以是风险较大的客户），必要时应具体分析其经营及资信状况，以确定其实际风险。此外，应格外关注应收账款中的关联方往来款。企业通过应收账款增加营业收入时，最便利的方法就是通过关联方，因此由大额关联交易造成的应收账款应关注其真实性，分析回收的可能性。④对于账龄结构，账龄越长，风险就越大。

一般来说，账龄超过一年就存在一定的坏账风险。⑤调查应收账款是否被当作借款抵押等。⑥分析应收账款的周转天数。

**存货：**主要为原材料、半成品和库存商品，需关注存货规模及年度变化、存货市场价值及跌价准备（尤其针对销量下滑严重的企业，计提是否充足）等。

部分集团型企业由于下辖合资公司，长期股权投资规模大，拉升了非流动资产比重，需重点关注可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程。

**可供出售金融资产：**是指交易性金融资产和持有至到期投资以外的其他的债权证券和权益证券。企业购入可供出售金融资产的目的是获取利息、股利或市价增值。当汽车制造企业持有上市公司股权时，这些投资有活跃得市场报价，其可用公允价值计量；当所持有股权为非上市公司，其公允价值合理估计数的变动区间较大，应采用成本法计量。需关注可供出售金融资产的计量方式（公允价值/成本价值）、公允价值的稳定性、是否包含上市公司股票等。

**长期股权投资：**一般为企业对合营、联营企业的投资。汽车制造企业的长期股权投资一般为合资企业，中方出让土地厂房使用权、资金，国外投资方出品牌、技术、资金、人才等在国内组装，但核心技术还是由国外掌握。需主要关注投资对象行业及企业类型（对于关联企业，要着重分析是否存在利益输送、关联交易、互保等行为）、投资目的、投资规模、计量方式、对投资企业管理方式及管控力度、近年获得投资收益及分红情况、投资减值原因及后续处置情况等。需关注联/合营企业盈利情况、分红情况、减值计提情况等。

**固定资产：**汽车制造企业固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具等。需关注固定资产规模及变动原因、折旧政策、减值准备、成新率及对维修成本的影响、固定资产抵押比例及其对企业后续再融资的影响。对于折旧，需关注车企采取的折旧政策、折旧年限、折旧参数（预期净残值率、年折旧率等），分析其与行业内其他企业的异同。对于折旧政策发生调整的企业，应重点关注其调整原因、合理性，避免通过折旧调节利润的行为。

**在建工程：**主要为新建或改扩建基地项目、机械设备安装工程等，需关注其总投资规模、资金来源、建设进度、建设资金到位情况、计划投入使用时间、预期



收益等。需要评估在建工程建设的必要性及合理性，进而评估管理层管理水平。应重点关注投资规模过大、行业下行压力下仍大幅扩大产能的企业。一般在建工程达到可使用状态后可转为固定资产，需关注其开始计提折旧后对利润的影响。关注企业将在建工程转固的时间，部分企业可能存在在建工程长期挂账，拖延折旧以粉饰利润。对于在建工程中资本化利息支出（金额及资本化率），也应关注其资本化的合理性。

**资产受限情况：**用于抵质押等导致流动性受限的资产占净资产比例，直接影响企业资产的可变现能力，包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产的抵质押规模及比例。

母公司持有的优质子公司（上市公司）股权被质押、冻结的情况也要特别关注。如果出现前述情况，一般代表企业融资弹性严重降低，融资能力将近极限，需要特别关注。

**联合资信在考察资产质量这一评级要素时主要关注：**资产的构成及稳定性；现金类资产比重，应收账款的比重、账期及回收风险；存货规模、类别及跌价风险；可供出售金融资产、长期股权投资规模变动及分红情况；固定资产的折旧政策及成新率；在建工程资金支出压力及转固情况；受限资产情况等。

### 3. 资本结构

资本结构对企业财务风险影响重大，同等条件下，债务负担重的企业偿债压力大，相应的信用风险也高。偏离行业平均水平较大的资本结构意味着保守或激进的财务政策，其中激进的财务政策可能带来较大的财务风险，而过于保守的财务政策可能会导致不必要的资金成本浪费，使企业失去发展机会，不利于长远发展。

资本结构，即资金来源结构，主要包括资金来源构成及稳定性、资本实力、债务结构的合理性、债务负担轻重程度及未来变化趋势等，其中债务结构的合理性包括债务类型、资金成本、债务期限结构等。联合资信结合企业经营状况及管理目标，对企业近三年资本构成及变动情况进行分析评判，并预判企业未来资本结构及债务风险的变化趋势。对资本结构的评价主要包括以下几方面：

### （1）主要科目的调查分析

汽车制造企业的资金来源主要由股东投入和各种负债组成。

汽车制造企业负债占比较大的科目主要包括长短期借款、应付账款、应付债券、应付账款等。

**短期借款：**主要分析借款类型、来源、资金成本、偿还期限分布等。对短期借款进行分析时应与公司所处行业、业务模式相结合。汽车制造企业短期借款主要以补流为目的，短期借款规模及成本过高的车企应引起重点关注，或侧面反映出其资金压力。另外，也要关注企业是否存在短债长用的问题。

**应付账款：**一般主要为应付货款，与汽车制造企业日常经营有关的支出。主要关注应付账款类型、规模变化、账期、集中度、结算方式、是否有宽限期等。在企业经营的特定时期，其运营资金可能会有限，如在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，如能得到供应商的宽限，一方面体现出企业对上游供货商的议价能力/优势地位，另一方面对企业的短期支付能力会有所帮助。

**长期借款：**主要分析借款类型、来源、资金成本、偿还期限分布、高峰时偿还金额等。在主要借款类型中，信用借款和保证借款一般优于抵押借款和质押借款，因为抵质押借款限制公司资产流动性，不利于债务危机下的流动性释放，但也应结合资金成本进行分析。在分析抵质押借款时，需要对企业主要抵质押资产类型进行了解，可通过抵质押资产获得的借款金额侧面评判资产的真实价值。在分析保证借款时，要考量企业担保对象，核查是否有互保情况。此外，对于长期借款中的非标准化融资（比如信托借款、非标借款等）要进行分析，了解企业借款的目的、资金成本的合理性等，要格外关注过度依赖非标准化融资的企业。

**应付债券：**包括应付债券（含一年内到期）及短期融资券、超短期融资券等，主要分析债券类型、规模、募集资金用途、成本、到期分布，将公司债券融资成本与银行贷款成本、同行业类似规模公司融资成本进行对比，分析公司债券融资的合理性及必要性。此外，需考核公司债券发行历史、债务融资工具注册未发行情况、债券募集资金违规使用及受处罚情况，考核债券注册发行的便利程度。

**所有者权益：**是企业资本结构最重要的组成部分，是债务偿还的基础。所有

者权益的分析主要侧重其规模、构成、质量，并分析上述内容的历年变化情况。所有者权益规模越大、质量越好，企业资本实力越强。**实收资本和资本公积**是最稳定的权益来源，一般货币资金形式的实收资本/资本公积占比越高，权益质量越好。对于以土地使用权、股权等不易变现的资产出资，在必要时，应将这部分资产在权益中适当扣除。**其他综合收益**：如果企业权益增加主要来自资产评估增值，需对评估资产进行必要的调查和评价。**其他权益工具**：永续债券作为债券一种，因其计入权益的属性，近年来发行规模大幅上升。在对所有者权益中的永续债券进行分析时，应结合永续债券的具体条款，分析其“债权”或“股权”属性，对于实际“债权”属性更强的永续债，在计算相关指标时，应将其纳入债务核算。对于**未分配利润**，应结合企业的利润分配政策分析其对权益稳定性的影响，汽车制造企业中上市公司比重较高，未分配利润在所有者权益中占比较大，若一旦利润分配对所有者权益稳定性及负债率都将会产生影响。**少数股东权益**：一般当母公司对子公司持股比例不足 100%时，因子公司实际部分归于其他股东，在编制合并报表过程中，为了将这部分少数股东的权益进行说明，通过抵消长期股权投资方式出现了少数股东权益。少数股东权益反应了少数股东享有的净资产，其规模对权益稳定性和质量有所影响。部分企业的少数股东权益实际为明股实债，应根据其债项属性将其纳入债务考虑。集团合并财务报表由于包含了全部少数股东的权益和损益也有了财务美化的效果。在分析集团企业的偿债能力，尤其是具有上市子公司的集团企业的偿债能力时，少数股东权益往往会产生重大影响。在弱集团、强上市子公司的集团企业中，要分析盈利能力较强的子公司是否有为集团兜底的必要性。对于并表和母公司单体报表之间的差异也需要特别注意，比如集团合并报表中披露的变现能力强的资产或者货币资金实际是子公司所有还是集团所有。

此外，对于未来所有者权益也要进行分析。所有者权益的增加主要有利润积累、增资扩股、发行股票等。上市公司可通过非公开发行股票募集资金，有利于降低车企负债水平、提升财务稳健性。结合企业未来的发展战略和主要措施，对企业未来的所有者权益的变化进行预测。

## （2）指标分析

对汽车制造企业的负债水平进行评价，主要包括以下几个方面：①企业当前债务负担的轻重程度，通过行业对比进行分析和判断；②企业当前的债务结构是否合理，包括债务期限结构和品种结构，主要通过分析长、短期债务占比，银行传统融资与债券融资、租赁融资、非标融资等比重。在分析债务品种选择上，需结合企业资产布局和收入规模来判断。③企业债务负担的变化，当企业债务负担持续上升，但盈利能力没有明显改善时，需分析具体原因及对企业影响。企业债务水平的主要衡量指标包括资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、长短期债务比等。资产负债率、全部债务资本化比率是体现财务杠杆水平重要指标，债务水平过高可能给企业带来较大财务风险，而过低可能会导致企业资本效率较低。在上述两指标的基础上，长期债务资本化比率和长短期债务比例侧重于对企业长期债务负担、债务期限结构的分析。

**资产负债率：**反映的是企业全部资产中，多大比例是由负债而来的，多大比例是属于股东的，是评价企业财务状况、偿债能力，以及衡量企业在清算时债权人利益受保护程度的重要指标。对于这个指标的判断标准，各个行业差异会比较大，一般依据行业平均的数据作为判断其负债程度高低的依据。

**全部债务资本化比率：**该指标反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。一般说来，该指标过高，企业的债务负担过重，当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较小；同时也表明企业未能充分利用财务杠杆，财务政策偏于保守。而从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好。该指标是债券评级中十分重要的一个指标，一般应结合企业未来的重大发展事件，对未来的指标情况进行预测。

**长期债务资本化比率：**该指标反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本所占的比例。该指标过高，表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好。

**长短期债务比：**主要衡量企业的长短期债务占比。一般该指标越高，其债务

期限结构越合理。

联合资信在考察资本结构这一评级要素时主要关注：资金来源结构、资本实力与债务结构的合理性、资产负债率、全部债务资本化比率、债务结构、未来债务到期分布、融资便利及融资成本、权益构成及稳定性等。

#### 4. 盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力的强弱是决定企业未来债务偿还能力的基础。一般来说，盈利能力强的企业现金流较为充足，在承受相同债务压力的情况下，财务风险相对较低。对汽车制造企业盈利能力进行分析评价时，主要考察收入和利润来源及稳定性、主业及整体盈利水平、收入质量等。

##### (1) 收入和利润分析

对汽车制造企业收入和盈利的分析，一方面要关注收入和利润的增长变动情况，另一方面要考察收入和利润的形成来源。

针对**营业收入**，应对其规模、构成、稳定性及变化趋势进行考察和分析。汽车制造企业营业收入主要为汽车销售收入，应与其产能、产量、销量成正相关关系；主营业务收入的稳定增长，可以反映出企业经营的主业有稳定的市场基础和较好的发展趋势；而若企业的其他收入占比过高，则显示出企业主业不突出，市场竞争力可能不强，收入的稳定性需给予高度重视。

企业**营业外收入/其他收益**主要包括政府补助、捐赠利得、债务重组利得等，应考查其受偶然性因素影响的程度。

**投资收益**是企业利润的重要补充，投资收益高低反映出企业投资决策水平的高低，投资项目获利能力的强弱。在对投资收益进行分析时，应考量其来源和稳定性。处置子公司、长期股权投资、可供出售金融资产等取得的投资收益一般稳定性较弱，短期内可对企业当年利润产生较大影响，但持续性较差。可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益往往来自股息分红所得，可带来一定现金回流。权益法下确认的投资收益仅仅是企业未实现的持有收益，并不会给企业带来真正的现金流，它受被投资企业资产计价、会计核算等多方面因素的影响，具有较大的不确定

性，与企业其他性质的收入或投资收益不可类比。

**公允价值变动损益**一般来自以公允价值计量的交易性金融资产、投资性房地产等公允价值变动。公允价值变动损益稳定性弱、波动性强，若企业利润对公允价值变动依赖大，则其稳定性一般。在对公允价值变动损益进行评估时，应考量标的资产价值的合理性及处置变现的可能性。

在各项收入状况明了的情况下，应对各项业务的成本、费用支出情况加以细致的考察和分析，其重点是考察收入与成本、费用是否匹配，成本、费用变动趋势及支出的原则，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性。

**期间费用**包括销售费用、管理费用、财务费用和研发费用，一般用期间费用率（=期间费用/营业收入）来评判公司期间费用对收入的侵蚀程度，期间费用率越低，企业费用控制能力越强，但也应结合企业具体情况单独分析，比如部分企业会将利息支出做资本化处理，以降低财务费用，因此不同企业之间可比性存在差异。对销售费用进行评价时应分析其规模和近年变化趋势、占营业收入比重，一般而言，销售费用会随收入增加而增长，在对销售费用进行分析时，应结合车企销售渠道和策略进行比对。财务费用分析是期间费用分析中的重点。财务费用包括利息支出、利息收入和其他财务费用。利息支出对车企财务费用影响大。通过当年利息支出金额与企业债务规模做对比，可大致对企业平均融资成本进行估算，但财务费用中利息支出仅在一定层面上反应了企业当年债务付息规模，也应结合资本化利息支出、明股实债等加以考量。

分析盈利能力时要除关注历史数据外，还应对企业未来收入和利润趋势进行判断（如企业未来受行业、产业政策或其他因素变化的影响）。

## （2）盈利水平分析

盈利能力的强弱反映了企业通过持续的经营活动获取现金的能力，也是企业获得外部资金的基础。较强的盈利能力，显示出企业决策管理层能够有效地运用其资产和相关资源，为投资人获得丰厚的回报，也在很大程度上反映出企业资金具有较高的流动性，有利于企业融资能力的提高。盈利能力可以从两个方面加以分析，一是收益增长的变化趋势，二是成本费用的约束程度。衡量企业盈利能力的指标主要

包括：营业利润率、总资本收益率、净资产收益率、EBITDA 利润率等。

**营业利润率：**反映的是企业主业的盈利能力，其内在含义是企业通过在市场上销售其产品所能获取的利润水平。这一指标在某种程度上，也能反映出企业的市场竞争能力。一般来说，营业利润率越高越好，由于这项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。由于产品布局、规模效应、控本途径的不同，乘用车和商用车乃至细分行业内企业的利润水平分化明显，中小型企业受到景气度低迷的冲击可能导致利润大幅波动甚至亏损，企业利润的相对稳定性（横向比较之下）以及低迷时期的利润水平是判断企业抗风险能力和行业排序情况的重要指标之一。

**总资本收益率：**反映出企业以其拥有的全部资本获取利润的能力，如该指标高于社会平均的投资收益率，则企业会因此获得杠杆收益。通常而言，该指标应当高于社会平均的投资收益率，否则表明企业融资经营是不划算的，资本存在着某种程度的贬值。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。

**净资产收益率：**主要衡量企业股东权益的收益水平。指标值越高，表明股东投资于该企业所能获得的收益越高，指标值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。但净资产收益率一定程度上受负债水平影响，同等利润水平下，高负债、高杠杆运营的企业净资产收益率一般较高。通常情况下，净资产收益率应高于社会平均投资收益率，可将该指标与银行一年期贷款利率相比较。

### （3）收入质量

对企业收入质量的衡量主要是考察收入的真实性，即衡量企业是否存在虚增收入、粉饰报表的行为。一般企业可通过提前确认收入、推迟结转成本、潜亏挂账、资产重组、关联方交易等方式来粉饰收入。在对收入真实性进行评判时，要将收入确认及现金回流情况进行对比（详见现金流）。

**联合资信在考察盈利水平这一评级要素时主要关注：收入和利润规模和结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、盈利指标。**

## 5. 现金流

现金流作为债务清偿的主要资金来源，是评级分析的重点。考察企业的现金流量，一方面要关注企业现金流量的规模和结构，另一方面要分析企业收入及利润的实现质量。对企业现金流的分析涵盖经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流，其中经营活动产生的现金流尤其重要。

**经营活动现金流：**汽车制造企业在产业链的话语权较强，下游多采用预付或现付，应收账款周转率较高，但会存在一定规模存货，分析时重点关注企业的经营活动获现能力、接受票据结算的比例、经营性净现金流稳定性等。

现金收入比（ $\text{现金收入比} = \text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} * 100\%$ ）代表当年公司收入回笼程度，为当年销售商品提供劳务收到的现金除以当年营业收入，当该比率超过 100% 时，公司收入实现质量较好，反之则较差。

**投资活动现金流：**汽车市场集中度高、销售规模不断扩张，部分企业通过新建、并购等方式横向、纵向拓展产业链，分析重点关注其投资方向、未来投资计划和资金来源、投资收益变现（下属企业分红等）、投资支出与资产负债表匹配程度等，进而对企业未来融资需求和压力形成预判。

**筹资活动前现金流量净额：**为经营性净现金流和投资性净现金流之和，主要反映企业筹资前，经营和投资活动现金流入对经营和投资活动现金流出的覆盖情况，体现企业自身经营和投资造现能力对经营和投资支出需求的覆盖能力。一般情况下，该指标为正且越大越好。

**筹资活动现金流：**筹资活动主要体现企业与其权益投资人和债权人的资金往来活动。筹资活动现金流出一般主要用于偿还债务本息、分配股利等。在分析筹资活动现金流入时，除关注近年流入规模及变化趋势外，还应关注企业资金来源，对企业融资便利性、融资渠道是否畅通进行适度判断。若企业融资过度依赖非标准化、高成本融资，可能一定程度上体现其融资渠道受限等问题。在分析筹资活动现金流出时，应将其偿付利息支付的现金与债务规模结合看，判断企业融资成本高低。企业筹资活动现金流是对日常经营“自我造血”获取现金流的重要补充。当企业盈利能力好，投资项目回报高于筹资成本时，企业倾向于通过筹资活动来获取资金以进行规模和业务扩张。若企业筹资活动现金流入逐渐减少、筹资活动现金流量



净额由正转负，或者融资成本明显高于同行业可比公司时，我们应着重分析其变化原因，若上述变化主要由于金融机构收缩借贷规模等导致，我们应格外关注企业相关财务风险，分析债务滚动接续环境下其履约偿债能力，并根据情况适时采取评级行动。

**联合资信在考察现金流这一评级要素时主要关注：经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营现金流动负债比、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等。**

## 6. 偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键，是对企业财务分析的综合，旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量的结论，通过偿债指标综合评定受评主体财务风险的高低。

企业的负债既包括银行借款、债券等借入性负债，也包括应付帐款、预收帐款等经营性负债，由于负债的性质不同，一般说来，借入性负债比经营性负债对企业的约束力更强，对于同作为债务人的企业来说，有息债务往往对于企业造成的偿还压力更大。在对企业偿债能力的考察和判断，主要侧重于企业偿还到期有息债务的能力，通常根据企业以往的债务偿还能力及状况，预测未来一个时期企业现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别企业在未来的特定时刻能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。同时，为了了解和分析企业的偿债意愿，要通过对客户的抽样调查等手段，对企业在合同履行情况和债务按期偿还记录进行调查和分析。

对于汽车制造企业偿债能力的分析，主要分析以下几个方面：

### (1) 短期偿债能力

短期偿债能力首先要考察可变现资产对企业短期债务的保障程度，其次要区分短期债务周转和偿还的概念。企业可变现资产应结合资产流动性进行分析，评判资产变现难易程度、变现价值及其对即期债务的保障水平。若企业经营稳健、盈利能力强、融资渠道畅通，企业只需要筹集足够的资金偿还到期的债务，就可以重新从金融机构借到相应的短期资金，这时的短期债务其实是一个周转的概念；若企业盈

利能力较弱、融资受限，应将企业的短期债务当成偿还来加以分析。短期偿债能力的主要分析指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、现金类资产对短期债务的保障倍数，分析近3年及一期各指标规模及其变化趋势。

**流动比率：**反映企业以其流动资产支付流动负债的能力，指标越高越好。因汽车制造企业获现能力强，而流动比率作为一个节点值，受报表期末流动资产、流动负债规模影响大，因此对于获现能力较强的车企，可适当放松评判标准。

**速动比率：**是将流动资产中不易变现的存货剔除出去，企业以流动资产中可迅速变现的资产支付流动负债的能力。由于剔除了不易变现的部分，更容易反映企业偿还短期付债的能力。因汽车制造企业存货占总规模比重较高，流动比率与速度比率数值一般会存在一定差距。

**经营现金流动负债比：**反应经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力。

**现金类资产/短期债务：**反应报告期末现金类资产对短期债务的保障程度。

## （2）期偿债能力

长期偿债能力主要考察企业资产和盈利对长期债务和利息的保障程度。一般情况下，企业盈利对债务和利息的覆盖倍数越高，则企业长期偿债能力越强。主要考量指标包括：全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数、全部债务/经营性净现金流等。

**全部债务/EBITDA：**EBITDA 为税息、折旧及摊销前收益，该指标反映企业以自身可支配现金偿还债务的能力。

**EBITDA 利息倍数：**该指标可表明企业支付借款利息的能力。**全部债务/经营性净现金流：**该项指标主要从企业现金流量的角度考察企业偿还债务的能力。企业偿债的核心是企业能够不断产生正的现金流，特别是经营活动必须产生正的和较大的现金流。

企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数），也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。

考虑到债务偿还能力是一种预测，如果有条件，还应对未来一定时期现金流和债务进行预测，对其偿债能力进行分析和判断。对于汽车制造企业而言，由于业务具有较强公益性，企业盈利能力较弱，导致其长期偿债能力指标一般。

企业偿债能力还应考虑企业可能获得的其他信用支持，主要包括银行授信、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信等。在分析其他信用支持时，需要对支持的合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

### （3）或有负债与其它风险

其他重大事项包括企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。提供担保可能会给企业带来潜在义务，在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体情况等。对于对外担保规模较大，担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现贷款逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的10%（含）以上，且有可能造成较大损失等重大事项，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。

**联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：流动比率、速动比率、现金类资产/短期债务、经营现金流流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等长期偿债能力指标；企业信用记录；综合授信情况以及或有负债情况。**

## 7. 母公司财务风险分析

部分汽车制造企业主营业务的开展依赖于下属专业子公司，母公司报表与合并报表反映出的信用水平差异大，本部存在经营规模小但由于承担集团内重要融资职能，债务负担很重。对于企业本部独立信用状况较弱的情况，联合资信对母公司财务的分析将重点关注资产质量与流动性、偿债能力、盈利能力、现金流等，作为风险判断的基础。若近三年存在重大资产/子公司置入置出，应关注收购资产的资金来源，收购主体以及出售重大资产的频率与目的。

资产方面，应考察货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产等流动性强

或具备可抵质押能力的优质资产规模。

偿债能力方面，应考察企业本部是否承担集团内重要融资职能，债务负担与债务期限结构，同时结合本部实际可调用的偿债资产及外部资源测算短期与长期偿债压力。此外，还需重点分析本部债务资金实际用途，是用于核心子公司主营业务运营、关联方拆借、还是对外投资。若用于关联方拆借，企业占用资金是否以合理成本计息，关联方是否按时偿还利息与本金，并相应产生现金流入。

盈利能力方面，应考察本部营业收入构成、本部业务毛利率变动及原因、本部利润主要来自主营业务还是下属子公司分红、下属子公司分红的稳定性与可持续性

等。  
现金流方面，应考察本部经营活动现金流入量与净额规模、本部经营业务收入实现质量与稳定性、对外投资规模及收到子公司分红情况与可持续性

## 附件 1 信用等级设置及其含义

### 1、主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 2、评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

**附件 2 主要财务指标的计算公式（新准则）**

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年均复合增长率	
营业收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

**附件 3 主要财务指标的计算公式（旧准则）**

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年均复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年均复合增长率	
主营业务收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加)/主营业务收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益