

汽车行业信用分析要点



2016/4/5

作者: 贺苏凝

汽车行业信用分析要点

作者：贺苏凝

联合资信主体评级方法主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的所有要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用级别。本文列举了对汽车行业企业进行信用评级时需要考察的重点要素，由于非重点要素较多，影响程度也会因受评主体的实际情况差异较大，所以并不一一列举。对于汽车行业企业的评级应主要分析所处行业、基础素质、管理、经营和财务等方面。

一、行业

1. 行业概况

汽车行业作为一个周期性行业，受宏观经济波动的影响较为明显，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、对消费拉动大等特点。需重点分析消费环境和信贷成本、固定资产投资环境、政策指导、地缘政治风险以及油价波动等外部因素通过对消费者购车意愿、购车成本及用车成本的影响，关注汽车行业以及细分产品的产销量及变化。

其中乘用车作为市场主体，主要受消费需求拉动，增速虽有波动，但受益于消费水平提高、旧车淘汰报废等带来的更新换代需求以及城镇化、潜在消费群到驾龄等带来的纯新增需求，产业成长性和稳定性优于行业整体水平；商用车消费规模相对小，主要受投资需求拉动，投资环境、信贷利率、用车成本等因素均对需求产生重要影响，近年回调明显。

2. 上下游产业

汽车行业产业链较长，各产业链环节的附加值和发展程度有所不同。

需重点关注上下游产业规模、竞争程度、经济效益和细分领域盈利差异；上游钢材和铝材等原材料价格的波动；企业零部件自配套能力；核心零部件对

外依赖度程度（如乘用车的发动机、商用车的液压件等）。

3. 竞争格局

汽车行业集中度高，已形成以大型集团为龙头的竞争格局，销售规模代表了公司产品的规模效应、成本控制能力、市场认可度、资金技术实力等综合竞争实力。分市场看，乘用车市场，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，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。

需重点分析汽车行业集中度、主要企业销量规模排名、行业经济效益、细分行业龙头企业及占有率、自主品牌与合资品牌的竞争态势、境内外大型重组并购情况。

4. 行业政策和监管环境

汽车行业产业政策主要围绕引导消费需求、促进自主品牌发展、推动企业兼并重组、以节能减排为中心调整产业结构等方面展开，重点关注汽车行业发展规划、限购政策、节能减排及新能源、兼并重组、反垄断、排放标准升级（主要针对商用车）等政策对行业发展的影响。

二、 企业基础素质

1. 区域环境

分析企业主要生产基地所在地区的产业集群情况（主要配件的供应能力）、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、路网便利程度及道路里程、区域限购政策。

2. 企业所有制性质

企业所有制性质如何，是央企、省属企业、市属企业，还是民营企业、合

资企业，不同的企业所有制性质有不同的经营管理特点。

3. 企业规模及地位

分析企业资产、权益、收入和利润规模以及控股、参股子公司的主要产品，关注企业销量排名情况（或细分市场占有率）、产能规模、零部件配套能力、（合并范围内）拥有品牌数量、J.D.POWER 每年发布报告的排名情况。

4. 品牌与产品结构

品牌：分析目前拥有品牌、每个品牌下的核心车型；

产品结构：细分市场覆盖面（4类乘用车+3类商用车）、高中低档品牌的梯度结构、品牌所在车系占有率（比如，日系、德系、美系等）、合资品牌授权使用年限、自主品牌发展情况；未来排放标准的储备产品；售后业务情况（保险、配件销售等）；

新车型导入：近三年每年新出车型、新出车型的销售记录；

行业竞争：竞争对手同价位车型的销售记录、产品异同。

5. 技术水平

研发：研发机构的设置、研发投入、核心研发团队（外方参与度）、技术储备及研发周期、专利数量、技术转让费支付情况；

设备及工艺：是否进口及进口国家、购买及使用时间、技术先进程度、是否柔性生产线、设备自动化程度、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；

核心零部件的配套能力：车身、变速箱、发动机（新能源：电池-电机-电控）及传动等。

6. 外部支持

政府支持：关注政府实力、政企合作、公司在地方经济中的地位；公司以往获得的财政补贴、税收优惠等；

股东支持：关注股东实力、公司在股东系统内的地位、资金注入或资产注

入、未来资金或资产注入计划、股利分配政策。

三、 企业管理

1. 法人治理结构

股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况。

公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度；内部监督机构设置等。重点是根据企业的所有制性质，判断其是否建立了与其发展相适应的决策与监督机制。汽车企业中存在一定比例的合资模式，关注中资、外资双方的分工及决策情况。

2. 管理水平

企业组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，从战略管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核等方面进行分析。

对于经营主体是下属合资子公司的集团企业，本部属于投资控股型，侧重对投资项目进行收益、风险管理，需关注本部对下属子公司的人员管理、投资决策、盈利考核、资产管理等方面的管理条款和落实情况。

四、 生产经营

主要从原材料购买、产品生产、产品销售、投资项目、战略发展等方面分析。

1. 原材料采购

采购对象：外购的原辅料（主要钢材、玻璃、铝、橡胶）及零部件、外购件占营业成本比重、议价能力及价格变化（关联采购-定价标准）、结算方式、结算周期、是否存在进口外购件、是否存在关联采购；采购质量控制；

供应商：主要供应商集中度、供应稳定性、原料及配件的运输（是否位于周边地区）、是否存在进口供应商（博世、小松等排他性供应商）、供应商选择

和管理；

核心关注：企业在整个产业链中的地位、采购价格变动对企业盈利的影响。

2. 产品生产

产能：近三年产能变动、生产基地及分布、单一生产基地产能；

生产环节：生产流程、生产模式（销定产、产定销）、产能利用情况、库存数量及仓储管理、生产效率（多久下线一台车）、成本分配（原料耗用、能源耗用、人工成本）、倒班制度；

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。

3. 产品销售

销售环节：主要产品市场占有率；产销量情况；销售区域（全国或局部）及区域内是否执行“限购”政策；近三年的销量、主打车型价格波动情况；销售渠道（直销或分销）、主要经销商、4S店数量及区域分布、单店销售情况；销售结算方式、周期及是否有信用销售；服务商提供售后服务的模式、零配件销售情况（含维修保养）；出口数量和地区分布、出口占销量的比重、受汇率波动影响程度、是否有套期保值；销售团队及分工激励措施；

定价：市场内相同车型的定价差异、促销情况；

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）；

重大事项：政策优惠、是否存在诉讼事件、燃油价格调整的销量的影响。

4. 投资项目

企业在建项目进展、在建项目盈利预测与投资收回年限、拟建项目、资产收购计划及进展（是否涉及境外收购）；资金投入情况、未来投资计划、资金来源安排，分析并判断其对企业未来债务负担及盈利水平的影响。

5. 战略发展

经营：新车型上市、车型储备情况、产品竞争以及产品开发周期，经销商拓展及汽车金融业务拓展，未来产业链延伸及资源配置情况，发动机产能扩张情况（尤其针对合资企业）；

资金与融资：融资规划（上市公司：定增计划）、融资渠道（多币种）、债务管控目标、资金保有量低标、项目建设资金配比。

五、 财务状况

1. 财务信息质量

审计机构从业资质、近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年公司合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否拥有可比性。另外，应对公司所采用会计政策作出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

2. 资产质量

流动资产：重点关注现金类资产（运营资金需求量大、受限比重）、应收账款及账龄（汽车产品价格较高、销售政策相关）、存货（同应收，另关注存货跌价准备计提情况，尤其对销量下滑较严重的企业），其他应收款若比重较高，予以关注；是否存在委托贷款；

非流动资产：重点关注长期股权投资（合营企业的盈利情况、分红情况、减值计提情况）、固定资产（设备折旧情况、近三年折旧摊销金额的稳定性）、在建工程。

3. 资本结构

重点关注企业资产负债程度的高低、有息债务规模大小、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性等。

4. 盈利能力

重点关注：主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有一致性；分析近三年期间费用（经营费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重；对净资产收益率、总资本收益率、主营业务利润率等指标进行分析；部分企业的利润主要来源于合资子公司的投资收益，关注投资收益稳定性及子公司分红情况。

5. 现金流

在分析时，需要关注：企业的采购及销售政策、经营获现能力及收入实现质量、票据使用情况、未来投资规模及筹资需求等，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额、经营流动负债比等指标。

6. 偿债能力

主要分析以下几点：

（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；

（2）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；

（3）其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

7. 其他重大事项

表外科目：若存在对信贷销售承担回购或担保责任，关注债权的规模、回收情况、预期情况、是否发生回购，进而判断对财务报表未来可能发生的影响；

抵质押情况：是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重；

或有事项（对外担保、诉讼等）及资产负债表日后事项；

信贷履约历史记录。