
2018 年汽车制造行业 信用展望

2018-04-28



2018 年汽车制造行业信用展望

时间：2018 年 4 月 28 日

报告概要

分析师：贺苏凝

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层
(100022)

网址：www.lhratings.com

2017 年，汽车市场呈现稳中有升，在小排量车购置税优惠及新能源补贴“退坡”、环保压力、物流运输需求增长、治超新规的共同作用下，乘用车增幅较上年明显回落，企业盈利呈现分化，商用车景气度持续向好，新能源汽车高速增长，但由于业务扩张和补贴削减，商用车和新能源企业仍存在垫资和利润压力。年内出台多项涉及新能源汽车、能耗管理领域的政策，对新能源汽车领域的生产端和消费端均有所利好，但企业自身的成本压力仍存。

展望 2018 年，汽车市场增速将继续维持低位，成本上涨、竞争加剧、资金压力等问题在短期内难以消解，企业经营分化情况仍将明显，具备品牌、技术优势的龙头企业有望获得更多机遇，但也需关注其在扩张期下可能产生的资金压力和类金融风险。基于中国汽车市场庞大的需求支撑，汽车制造企业仍将保持良好的主业盈利能力。

结合行业特点以及影响行业信用质量的基本要素分析，联合资信认为汽车制造行业信用风险较低，展望为“稳定”。

一、2017 年行业运行概况

汽车制造行业具有产业集中度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点。2017 年，中国汽车市场产销规模连续 9 年蝉联全球第一，完成销量 2887.89 万辆，同比增长 3.04%，增速较上年大幅回落，重新步入低速增长。

2017 年，乘用车累计销售 2471.83 万辆，同比增长 1.40%，增速较上年同期回落 13.53 个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量 SUV 增速下滑。分车型看，轿车累计销售 1184.80 万辆，同比下降 2.48%；SUV 累计销售 1025.27 万辆，同比增长 13.33%，成为年内唯一增长的车型；MPV 和交叉型乘用车销售规模偏小，销量降幅接近 20%。分排量看，1~1.6 升排量汽车累计销售 1688.92 万辆，同比下降 1.40%；1.6~2 升排量销售 612.99 万辆，同比增长 11.47%，增幅同比推高（轿车以及二轮、四轮驱动 SUV 销量均稳中有升）；排量低于 1 升或超过 2 升的汽车销量小、波动大。

2017 年，商用车累计销售 416.06 万辆，同比增长 13.95%，增速较上年增加 8.15 个百分点。分车型看，货车累计销售 363.34 万辆，同比增长 16.91%，增速进一步推升，一方面是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等对轻型货车、新能源车的需求增长，另一方面由于国五油品标准、治超新规的执行以及产品配置升级，牵引车、重型货车销量持续攀升；客车累计销售 52.72 万辆，同比略有下降 2.98%，主要源于城市、长途用中型客车以及城市、旅游用轻型客车的销量削减。

表1 2016~2017年各细分市场的销量及同比变动情况（单位：万辆、%）

指标	乘用车					商用车		
	轿车	MPV	SUV	其他	合计	客车	货车	合计
2016 年	1214.99	249.65	904.70	68.35	2437.69	54.34	310.79	365.13
同比	3.67	18.50	45.44	-37.81	14.93	-8.73	8.82	5.80
2017 年	1184.80	207.07	1025.27	54.70	2471.83	52.72	363.34	416.06
同比	-2.48	-17.06	13.33	-19.97	1.40	-2.98	16.91	13.95

数据来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆。

表2 2016~2017年中国乘用车（国内制造）分排量销量及同比（单位：万辆、%）

年份	排量 ≤1 升	同比	1 升<排 量 ≤1.6 升	同比	1.6 升< 排量 ≤2.0 升	同比	2.0 升< 排量 ≤2.5 升	同比	2.5 升< 排量	同比
2016	39.23	-0.77	1712.85	21.68	549.94	7.77	87.20	-24.21	11.85	2.60
2017	13.48	-65.64	1688.92	-1.40	612.99	11.47	70.04	-19.67	7.90	-33.28

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

新能源汽车方面，尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，2017 年累计销量达 77.70 万辆，同比增长 53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长 59.41%和 27.55%），增速与上年持平。纯电动车和插电式混合动力车两个细分领域的体量存在明显差距，前者实现销量 65.20 万辆，后者实现销量 12.50 万辆；新能源客车累计销售超过 8 万辆，同比出现下降，其中 1~5 月销量大幅下滑，6 月起市场呈现复苏。

二、2017 年行业政策

2017 年的市场态势受政策影响较为显著。一方面，2016 年公布的油品标准升级、新版《GB1589-2016》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等政策促进了商用车市场产品结构的调整，2015 年 10 月以来施行的小排量乘用车购置税优惠政策自 2017 年起“优惠退坡”¹，抑制了 1.6 升（含）以下车型的销售，乘用车市场增速大幅回落；另一方面，2017 年内新出台多项政策，主要集中于新能源汽车和能耗管理领域（如下表），对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，且该等政策的影响将延续至 2018 年。

表3 2017年内汽车行业出台的主要政策概述及影响

	政策概述	政策影响
新能源汽车推广应用财政支持将逐步“退坡”	2015 年 4 月，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委发布《关于 2016~2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，提出“2017~2018 年在 2016 年基础上下降 20%，2019~2020 年在 2016 年基础上下降 40%”。2016 年末，四部委再度发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，	2016 年初，四部委发布《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》，工信部等分批开展核查并通报处罚结果。 新能源核查的执行配合已经实施的补贴退坡，整肃行业内企业的规范经营和申报，最终使企业脱离政策补贴后仍能良好运营。但目前阶段，新能源市场的高速增长对产业推广政策存在依赖性，财政补贴有效缓解了企业的前期研发、制造成本

¹ 财政部、国家税务总局发布：于 2017 年对购置 1.6 升及以下排量的乘用车按 7.5%税率征收车辆购置税，于 2018 年初恢复 10%的法定税率。

	<p>提出设置中央和地方补贴上限，其中地方财政补贴（地方各级财政补贴总和）不得超过中央财政单车补贴额的 50%。</p>	<p>压力，支撑企业利润增长，但考虑到产业链上各项配套和自有技术并不成熟，资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，新能源补贴的“退坡”可能会影响部分企业的销售和获利。</p>
<p>免征新能源汽车车辆购置税政策延续</p>	<p>2017 年 12 月 26 日，财政部、税务总局、工信部、科技部联合发布公告，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；对免征车辆通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（下称“《目录》”）实施管理，2017 年 12 月 31 日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。</p>	<p>该政策的出台，是对前序“免征新能源汽车车辆购置税”优惠政策（执行期为 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日）的延续。明确了未来 3 年仍将对新能源汽车免征车辆购置税，在新能源补贴“退坡”的大环境下，对主机厂和消费者均是形成重要利好。</p>
<p>乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理</p>	<p>2017 年 9 月 27 日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《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》（下称“《办法》”），自 2018 年 4 月 1 日起施行。</p> <p>《办法》共八章、四十条，主要包括建立积分核算制度和积分管理平台、明确积分核算方法、有条件地放宽小规模企业的燃料消耗量达标要求、设立新能源汽车积分比例要求的门槛、实行积分并行管理以及完善监督管理制度等内容，并规定了企业若未能按照积分管理要求及时将负积分抵偿归零，可能面临的处罚。</p>	<p>《办法》是在近年出台的《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和新能源汽车推广应用等支持政策的基础上实行积分并行管理，促进了节能和新能源汽车产业协同发展。并且考虑到小规模企业短期内规模效益难以体现，降耗难度大，对小规模提升节能技术水平、拓展生存空间提供一定缓冲时间，同时，新能源汽车正积分交易的自由度较高，在“补贴退坡”环境下，为新能源企业提供新“收益渠道”，并鼓励传统燃油汽车厂商进入新能源产业。</p> <p>若未按《办法》规定完成达标，乘用车企业在年度生产计划、新产品推出等方面均会受到限制。值得关注的是，《办法》未对积分转让的定价做出规定，也未对在积分交易中的潜在不合理行为作出处罚规定。</p>
<p>四部委就 2016 年度、2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量管理工作提出具体要求</p>	<p>2017 年 11 月 2 日，工信部、商务部、海关总署、质检总局发布《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》（下称“《通知》”），尽管《办法》于 2018 年 4 月 1 日开始实施，但针对 2016~2017 年度的企业平均燃料消耗量管理，《通知》仍提出了明确的抵偿要求。</p> <p>《通知》确定了乘用车企业 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分的核算方法，并要求相关企业对 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量负</p>	<p>《通知》表示对 2016 年之前的燃料消耗量负积分不做考虑和处罚，但 2013~2015 年的燃料消耗量正积分可以向后结转，能够适度缓解企业的积分压力。</p> <p>《通知》对 2016~2017 年的负积分提出了抵偿要求，且 2016 年的新能源积分可以等额结转，市场可能会迎来首批新能源积分交易，届时应对于具体的执行案例、评价标准等予以关注，进而对后续的操作改进提供指导。</p> <p>值得关注的是，从公示的 2016 年乘用车企业平均燃料消耗量情况看，未达标企业既包括国内乘用车企业、也包括进口乘用车企业，国内汽车企业</p>

	积分进行抵偿，同时提出“2013~2016 年企业平均燃料消耗量正积分每向后结转一次，均需乘以 80%的比例，结转有效期不超过 3 年；2016 年的新能源汽车正积分可以等额结转 1 年”。	已纷纷布局新能源市场，而部分进口汽车企业由于豪华、超豪华品牌因自身大排量产品较多等原因存在达标难度或达标压力，未来可能通过调整产品结构、提升降耗投入、进行积分交易等方式来应对监管压力。
--	---	--

数据来源：联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）整理

政策因素是影响新能源汽车市场增长的最核心因素之一，新能源推广财政支持能够为企业完善产业配套提供过渡期。现阶段，新能源产业已逐步度过过渡期，市场中新能源汽车电池供应大幅提升、产能纷纷落地，大型企业通过与供应商谈判，使电池购买成本呈现回落，但整车企业的成本控制、市场推广和监管合规的压力仍然很大。

目前，在“新能源补贴退坡”的大背景下，新能源汽车企业、尤其处于第二梯队的非龙头企业压力凸显，《办法》和新能源汽车购置税免征政策在一定程度上给予新能源汽车企业、尤其处于第二梯队的非龙头企业一定缓冲。

三、发债企业信用分析

1. 发行及存续债券概况

2017 年，汽车制造行业共发行信用债 31 支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同）²，发行规模 455 亿元，发行规模同比下滑 35.29%；2018 年一季度，行业共发行信用债 9 支，发行规模 153 亿元，发行规模同比有明显提升。

表4 2017年以来汽车制造行业信用债发行概况（单位：支、亿元）

指标	2017 年				2018 年
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度
发行支数	8	8	7	8	9
发行额度	98.00	100.00	148.00	109.00	153.00

资料来源：Wind 资讯

截至 2018 年 4 月 20 日，汽车制造行业存续信用债券 83 支³，发行金额合计 1168.06 亿元，以中长期债券为主，共涉 20 家发行人，除戴姆勒股份公司无主体级别外（以下

² 采用“信用债 Wind 行业-汽车制造”的统计口径。

³ 基于“信用债 Wind 行业-汽车制造”的统计口径，做如下调整：（1）华泰汽车集团有限公司主要从事整车制造业务，下文将其纳入汽车制造行业的统计样本；（2）北京海纳川汽车部件股份有限公司主要从事车身、底盘、内外饰制造等业务，福特汽车金融（中国）有限公司主要从事汽车金融业务，下文不再将其纳入汽车制造行业的统计样本。

分析将不含)，其余 19 家发行人主体级别分布于 AA~AAA，均有历史发行记录。

表5 所发债券尚在存续期的发行人的主体级别分布情况-按子行业（单位：家）

主体级别	合计	其中：上市公司	乘用车	商用车
AAA	10	5	7	3
AA+	3	1	1	2
AA	4	3	2	2
AA-	2	1	0	2
合计	19	10	10	9

资料来源：Wind 资讯，经联合资信整理

2. 发行人级别迁徙

2017 年，汽车制造行业仅有浙江吉利控股集团有限公司 1 家发行人主体级别调升⁴，截至目前，市场中不存在同一发行人所获主体评级不一致的情况。

3. 发行人财务概况

截至 2018 年 4 月 20 日，具备主体级别的汽车制造行业存续债发行人共 19 家，其中 4 家未公告 2017 年三季度数据企业（H 股上市、私募债等原因）。

（1）乘用车发行人（共10家，2家未披露2017年三季报）

a) 截至 2016 年底，10 家发行人资产负债率、全部债务资本化比率的均值分别为 62.65%和 49.07%，截至 2017 年 9 月底，已披露相应数据的 8 家发行人上述两指标的均值分别为 66.15%和 50.95%，债务负担整体可控。

b) 由于业内在“合资企业贡献利润”的情况，部分发行人的收入、利润规模匹配度低，仅选取利润指标做分析：在 8 家披露了 2017 年 1~9 月数据的发行人中，3 家利润总额同比增长超 40%，2 家同比增长 15%~35%，2 家企业同比下降 10%~15%，1 家企业由于自主品牌销量减少以及资产减值准备计提等原因，处于收入下降、业务亏损的境地。2017 年乘用车增速明显回落、业内竞争加剧，具备规模效益、品牌优势的发行人在当前的行业环境下拥有明显的比较优势，发行人的盈利趋势分化明显。

c) 在 8 家披露了 2017 年 1~9 月数据的发行人中，4 家经营活动现金流净额在 35 亿元以上，2 家为 2~10 亿元，2 家为负数（其中 1 家净流出规模较大）；投资活动现金

⁴ 上海新世纪于 2017 年 6 月将其主体评级由 AA+/稳定调升至 AAA/稳定。

流呈净流出的发行人过半。考虑到季报仅呈现阶段性的资金变动，且存在汽车后市场投入、四季度集中结算等因素的影响，需结合 2017 年度财务报表统筹分析。

表6 不同级别乘用车企发行人的财务指标对比（单位：亿元）

级别	指标	资产总额		所有者权益		营业收入		利润总额		经营性现金流净额	
		2016 年	17 年 9 月	2016 年	17 年 9 月	2016 年	17 年 9 月	2016 年	17 年 9 月	2016 年	17 年 9 月
AAA	均值	1552.76	1901.91	535.1	666.14	1144.56	1139.16	103.75	110.98	117.64	72.86
	最小	195.69	918.41	150.31	459.89	0.24	513.88	40.77	41.96	-18.46	2.72
	最大	3207.89	3253.07	979.52	1079.56	2087.99	1921.48	159.02	160.59	339.01	225.53
AA+	均值	465.68	--	147.71	--	149.6	--	14.66	--	-7.56	--
AA	均值	536.45	562.33	133.12	139.2	220.05	139.73	1.56	-0.97	13.17	-21.20
	最小	293.8	324.48	68.35	69.16	110.47	90.81	1.06	-3.43	-8.94	-39.23
	最大	779.1	800.17	197.89	209.24	329.64	188.66	2.06	1.49	35.27	-3.17

资料来源：联合资信整理

说明：1.表中“-”表示位于该级别区间的发行人未披露 2017 年三季度数据，下同；2.AA+发行人仅有 1 家，仅列示均值数据。

整体看，乘用车发行人以 AAA 企业为主，整体呈现出“资产规模较大、货币资金充裕、利润和经营获现水平分化明显”的特征，债务负担整体可控，利润分化明显；部分发行人投资支出规模大，可能是汽车后市场投入加大（汽车金融等）、经营性垫资增加（补贴未到位）、结算方式调整以及其他方面的经营性投入加大等多种原因导致，需结合 2017 年度财务报表统筹分析。重点关注规模偏小、盈利弱化、资金成本较高、资本支出压力大的发行人可能暴露的信用风险。

（2）商用车发行人（共9家，2家未披露2017年三季度报）

a)截至 2016 年底，9 家发行人资产负债率、全部债务资本化比率的均值分别为 66.56% 和 43.96%，截至 2017 年 9 月底，已披露相应数据的 7 家发行人上述两指标的均值分别为 69.56%和 49.42%，有息债务指标有所提升，但债务负担整体可控。

b) 利润下滑情况明显，2017 年，中轻卡、微型车行业竞争加剧，新能源补贴“退坡”导致客车行业利润承压，在 7 家披露了 2017 年 1~9 月数据的发行人中，6 家利润总额不同程度回落，其中 1 家出现季度亏损；且由于新能源补贴未到位、垫资支付给上游供应商，6 家发行人经营活动现金流呈净流出。考虑到处于补贴标准调整的过渡期，若补贴款能够于近期到位（已有上市公司部分款项到位），能够缓解部分企业的垫资压力。

表7 不同级别商用车企发行人的财务指标对比（单位：亿元）

级别	指标	资产总额		所有者权益		营业收入		利润总额		经营性现金流净额	
		2016年	17年9月	2016年	17年9月	2016年	17年9月	2016年	17年9月	2016年	17年9月
AAA	均值	895.21	379.46	453.11	161.70	667.19	197.87	88.20	24.39	33.33	-28.10
	最小	351.54	312.54	136.79	133.67	358.50	189.95	47.82	22.09	14.44	-40.19
	最大	1851.42	446.39	1037.39	189.72	1268.55	205.78	157.39	26.69	50.23	-16.01
AA+	均值	415.34	445.84	162.03	163.38	413.28	311.72	10.17	3.58	29.47	-31.95
	最小	291.54	285.89	133.39	135.36	361.24	259.76	5.18	1.63	11.92	-36.27
	最大	539.13	605.79	190.67	191.40	465.32	363.67	15.16	5.52	47.02	-27.63
AA	均值	139.59	165.96	35.79	38.53	127.25	95.07	7.37	5.03	5.65	-2.75
	最小	80.82	108.05	25.85	27.13	92.57	45.05	6.96	1.46	-0.17	-8.07
	最大	198.36	223.87	45.74	49.93	161.92	145.10	7.78	8.60	11.46	2.56
AA-	均值	124.26	121.49	20.61	1.77	52.20	41.90	1.47	-2.32	8.12	-3.42
	最小	113.70	121.49	6.67	1.77	48.02	41.90	0.75	-2.32	4.80	-3.42
	最大	134.82	121.49	34.55	1.77	56.39	41.90	2.19	-2.32	11.43	-3.42

资料来源：联合资信整理

整体看，高级别发行人的利润规模低于同级的乘用车发行人，主要考虑发行人的细分市场地位稳固程度和国有企业可获得的外部支持，部分储备有土地等优质资源，并有机会在拓展新能源业务方面获得股东支持。从2017年1~9月的利润和现金流数据看，部分企业承压，关注新能源补贴的到位情况。

四、行业信用展望

1. 补贴“退坡”时点或将成2018年增速分水岭，新能源产业呈现多元化技术路线

如前文所述，2017年新能源汽车维持高速增长，纯电动车和插电式混合动力车两个细分领域的体量存在明显差距。但从各月的销售态势看，纯电动车呈现均衡的高速增长，而混动车呈现明显的“先抑后扬”，12月达到1.90万辆的近年销售高点。

表8 2017年3~12月纯电动汽车和插电式混合动力汽车的单月销量及同比情况（单位：万辆、%）

指标	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
纯电动汽车	2.53	2.86	3.90	4.80	4.50	5.60	6.40	7.70	10.20	14.40
同比	43.69	19.50	50.00	41.18	73.08	100.00	82.86	97.44	75.86	54.84
插电式混合动力汽车	0.58	0.58	0.70	1.10	1.20	1.20	1.40	1.40	1.70	1.90
同比	9.04	-26.36	-22.22	10.00	20.00	20.00	55.56	180.00	142.86	58.33

资料来源：Wind资讯-中国汽车工业协会

从能源结构看，由于补贴和利润空间的支撑，纯电动车在短途运输（同城、邻近城

市等)领域内获得快速发展,但由于充电基建的制约,其在二、三线大型城市的使用便利度一般(北京等一线城市较好);同时,续航里程局限、电池重量较大影响自重、长距离运输的安全性(比如:备用电池的运输安全、极端天气下的电池不稳定等因素)等问题使其在长距离商用领域的使用存在瓶颈。该等情况为混动车的发展提供了机遇,但考虑到混动市场仍存在规模偏小、外资技术较自主技术更趋成熟、与氢能源动力形成竞争等不利因素,短期看,市场波动仍不可避免。

由于新能源补贴将于 2018 年 6 月进一步“退坡”,整车厂商为削减成本和平稳过渡,可能会在生效日前集中排产和加大营销,2018 年上半年新能源汽车的产销规模可能维持高位。但类似于 2017 年一季度,二度“退坡”生效后,新能源市场可能再度进入一段暂时的低谷。考虑到厂商对此已有预期,事先在成本控制方面加大投入,并已在车身轻量化、整车一体化、电控技术研发、供应商谈判等方面取得成效,且新能源购置税优惠政策仍在延续,届时“低谷期”的市场回调较 2017 年可能更为平缓。

2. 商用车市场有望维持销量规模,产品结构或将优化,中高端、清洁能源有望增长

《GB1589-2016》和《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》促进了部分规格的牵引车销售,自 2016 年四季度至 2017 年全年,半挂牵引车的季度销量始终保持在 11 万辆以上,但 2017 年四季度销量已成下滑态势;虽然相应政策产生的效应仍将持续(2016 年 9 月 21 日至 2018 年 6 月 30 日为不合规车辆运输车的整改期,2018 年 7 月 1 日起全面禁止不合规车辆运输车),牵引车仍有望维持较大规模,但或难维持 2017 年销量规模。

表9 2016~2017年半挂牵引车各季度销量及同比情况(单位:万辆、%)

指标	2016 年				2017 年			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
季度销量	7.15	9.52	7.09	15.05	17.45	14.54	15.20	11.14
同比增速	28.40	33.61	33.28	113.30	143.98	52.75	114.35	-26.00

资料来源:Wind 资讯-中国汽车工业协会

受益于物流行业的发展,2017 年轻型货车出现了良好的增长(2016 年略有回落),未来国内电商物流、冷链物流、港口货运等细分市场对轻型货车、清洁能源货车的需求仍有望延续;近年来的基础设施建设投资增速逐步放缓(2017 年内呈现逐月回落),但考虑到国内对基建投资的需求、城镇化建设的不断推进以及房企于 2017 年出现加速拿地的情况,2018 年的基础设施建设投资和房地产投资仍有望保持平稳增长,且在环保压力持续的环境下,运费或将面临上涨,也一定程度提升了下游需求,中高端的中、重货车有望获得增长。

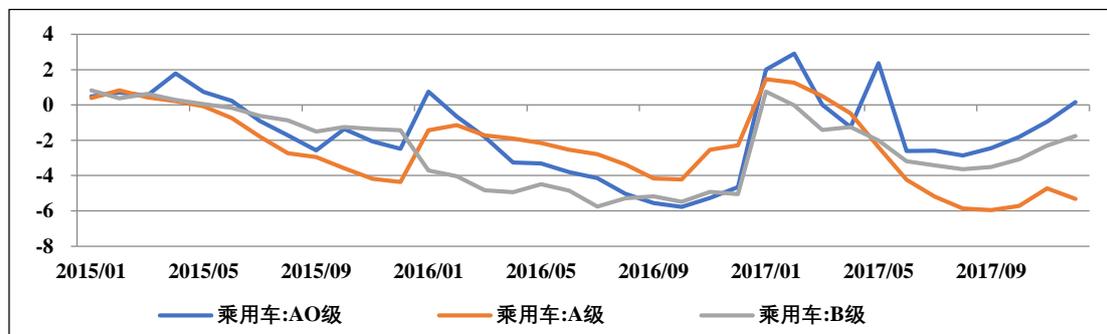
综上所述，2018 年商用车市场有望维持较大规模，但难以延续上年的增长态势，中高端货车、物流用车以及清洁能源车有望获得进一步增长，相对低端、短途或载货能力偏弱的柴油车将承受市场压力。

3. 小排量乘用车销量高点回落，中高端、中等排量乘用车有望支撑市场需求

2016 年，年内施行的“购买 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半”政策释放了一波小排量车的的市场需求，国内制造的乘用车中（乘用车总销量的 96.72%），1.6 升（含）以下排量汽车销量同比增长 21.07%，增量主要由轿车和二轮驱动 SUV 贡献；年内，主力车型的轿车、SUV 销量同比分别增长 3.77%和 43.98%；优惠力度看，8~10 月的优惠力度相对大，全年看 B 级车的优惠最有力。

进入 2017 年，由于需求被提前释放，年初开始的“购置税退坡政策”对小排量车的销售形成一定抑制，1.6 升以下汽车销量出现下降，而 1.6~2 升排量汽车销量增幅推高（轿车以及二轮、四轮驱动 SUV 销量均稳中有升）；年内，轿车销量小幅下滑，SUV 增幅明显回落，其中，小型 SUV 销量增长乏力，紧凑型 and 中型 SUV 仍较快增长；优惠力度看，6~10 月的优惠力度相对大，全年看 A 级车的优惠最有力。

图1 乘用车市场各级车的GAIN. 终端优惠指数-当月值



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

随着购置税优惠的取消，2018 年的汽车市场可能面临与 2017 年相似的局面。轿车销售仍承受压力，尤其是小排量轿车可能回落至 2016 年水平或不及；SUV 经历了持续的高速增长后增速明显回落，但随着优惠政策彻底“退出”，中高端、中等排量汽车的需求有望获得释放，若厂商在汽车配置、优惠力度等方面提升，2018 年 SUV 仍可能维持中速增长。

综上所述，2018 年乘用车增速可能持续低迷，但产品结构可能相比 2017 年可能不同，中高端汽车有望获得更多机会；年内出台单纯的消费刺激政策可能性不大，车企会更多把自身产品和效益更多与配置、节能减排、清洁能源相挂钩。

4. 成本、债务压力将进一步分化企业的盈利能力，整车企业通过向汽车后市场拓展来强化市场地位，可能导致经营性现金流波动，类金融风险显现

2017 年，钢铁等大宗物料价格和人工薪酬延续上涨态势，市场竞争加剧、新能源补贴初步“退坡”抑制了企业将增长的成本完全转移至产品价格，部分企业收入、利润出现波动。面临上述压力因素，具备规模优势的企业可以通过扩大销量、垫资、供应商谈判等方式缓和成本压力，2018 年，压力仍难缓解，车企经营业绩可能进一步分化。

同期，大型整车厂商为延伸产业链、拓展业务以及增加客户粘性，纷纷加大投资于融资租赁、消费金融等汽车后市场；新能源汽车企业为在补贴二度“退坡”前尽可能排产，提前加大对电池、电机的采购力度；商用车企业在油品升级、景气度良好的大环境下，为保持乃至提升市场份额，在节能降耗、轻量化、新能源技术等方面投入大量资金。上述情况使得部分整车厂商出现经营、投资活动现金流大额净流出或净增大幅削减的情况，进而推升了对外融资规模，资金成本、融资渠道方面具备优势的企业的周转、偿债能力更强。同时，需要关注的是，由于申报标准的调整，新能源补贴的到款周期仍会较长，企业营运资金将承压；随着融资租赁等业务铺开，企业可能面临类金融风险以及代偿风险（对消费者提供的回购性担保等）。

总体看，2018 年，汽车制造企业仍将保持良好的主业盈利能力，但汽车市场增速将继续维持低位，受优惠政策、消费习惯的影响，细分市场产品格局或将调整，可能伴随阶段性市场波动。在成本上涨、竞争加剧、投入加大等压力之下，汽车制造企业经营可能面临进一步分化，但具备品牌、技术优势的龙头企业有望获得更多机遇，同时需关注其在扩张期下可能产生的资金压力和类金融风险。中国汽车市场需求庞大，内、外部压力共同推动企业的产品平台和工艺技术不断强化，行业潜力有望进一步发掘，综合评估，联合资信评估有限公司认为汽车制造行业信用风险较低，展望为“稳定”。