

汽车制造行业观察季报 ——2017 年四季度

2018.04.18



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

汽车制造行业观察季报 ——2017 年四季度

作者：联合资信 工商一部 贺苏凝

摘要

2017 年，中国经济保持平稳增长，固定资产投资增速有所放缓；汽车市场重新步入低速增长，乘用车和商用车四季度销量的同比增速相比上一季均有明显回落，新能源汽车延续上一季的高速增长，受引导政策的影响以及下游产业的需求拉动，汽车市场的细分结构有所调整（排量、功能等），进入年末，商用车库存逐步攀升。

汽车制造行业 2017 年全年的收入、利润增速相比前三季度进一步回落，四季度信用债发行规模环比回落，发行品种呈现多样化，发行人以中高信用等级企业为主，尚有存续债的发行主体盈利情况有所分化。

在已出台、将于 2018 年 4 月实施的《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》的基础上，工信部等四部门于 2017 年 11 月发布《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》，针对 2016-2017 年度燃耗积分未达标的企业提出了明确的抵偿要求，并对之前年度正积分的结转和交易制定了规则，市场有望迎来首例积分交易案例，其供需匹配、积分定价等重要环节的执行将对市场提供指导。

一、宏观经济运行情况

1. 三季度经济保持平稳增长，固定资产投资稳中趋缓

2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%（前三季度增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%），经济增速自 2011 年以来首次回升，西部地区保持较快增长，山西、辽宁等地区经济增速有所回升；物价水平保持相对平稳，PPI 与 PPIRM 涨幅有所提高，就业水平相对稳定。从三大产业来看，2017 年，国内农业生产形势较好，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长，服务业保持较快增长，房地产业与金融业增速较低。从三大需求来看基础设施建设投资增速小幅放缓，制造业投资有所加快；居民消费维持较快增长态势；外需向好拉动出口，大宗商品价格上涨带动进口金额大幅增长。

2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），

增速较上年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较上年（3.2%）增幅显著，主要是有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资；房地产投资增速呈趋缓态势，基础设施建设投资增速小幅下滑。

2. 积极的财政政策协调经济增长与风险防范

2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较上年（6.4%、4.5%）有所上升；财政赤字继续扩大，但增幅下降，主要由于经济运行稳中向好，工业企业利润增加以及进出口额大幅增长共同带来相关税收明显增加。2017 年，教育、社会保障和就业、城乡社区领域支出总额位列前三位且增速较快，债务付息支出增幅（21.9%）虽较上年（40.9%）明显下降，但仍是增幅最大的项目，节能环保支出增速（19.8%）较上年（5.7%）大幅提高。

对于小微企业、高科技型中小企业、证券业、中小企业融资担保企业、物流企业、节能环保和环保专用设备企业以及农村经济等，国家继续推出多项减税降费措施；同时，监管层进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险。

3. 稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡

2017 年，央行实施稳健中性的货币政策，运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态，去杠杆、抑泡沫、防风险的同时也为供给侧结构性改革和经济稳定增长创造了良好的货币政策环境；市场利率稳中有升，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期贷款基准利率继续维持在 2016 年初以来 4.35%、4.75%、4.90% 和 4.90% 的水平，在经济去杠杆、资金面维持紧平衡的背景下，市场利率上半年呈上行趋势，下半年走势较为平稳，整体利率中枢较 2016 年明显提升。

2017 年，中国狭义货币（M1）余额 54.4 万亿元，同比增加 11.8%，广义货币（M2）余额 167.7 万亿元，同比增加 8.2%，增速低于全年 12% 的目标，两者增速较上年（21.4%、11.3%）均有回落；当年社会融资规模增量 19.4 万亿元，较上年（17.8 万亿元）有所增加，年末社会融资规模存量 174.6 万亿元，同比增速（12.0%）较上年（12.8%）小幅下降。

二、行业政策与关注

1. 2018 年起至 2020 年底新能源汽车免征车辆购置税

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》（以下简称“《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。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。

影响：2017 年以来，部分省市根据国家新政调整了财政补贴标准（比如：地方补贴不高于国家补贴的 50%）并设置了部分条件（比如：一定期限内不得转让、过户），2018 年相应优惠可能进一步收紧，促使新能源汽车厂商不断强化控本能力和产业制造水平，加速市场优胜劣汰。上述政策的出台，监管部门明确了未来 3 年将对新能源汽车免征车辆购置税，有利于市场需求的进一步培育，对主机厂和消费者均形成重要利好。

2. 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

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《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》”）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：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”。

影响：《通知》中表示，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；而对 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。另外，从公示的 2016 年乘用车企业平均燃料消耗量情况看，未能达标的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。

总体看，随着新能源补贴“退坡”以及新能源产业上游成本压力不断加大（尤其是电池产业的带动），《办法》的实际施行，有助于可持续地支撑新能源产业的研发、投入和升级。

三、行业运行分析

1. 2017 年度运行概况

2017 年，中国汽车完成销量 2887.89 万辆，同比增长 3.04%，重新步入低速增长；其中，乘用车销量 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；商用车销量 416.06 万辆，同比增长 13.95%，增速较上年同期增加 8.15 个百分点，商用车市场在 2017 年呈现了强劲的增长，除相对淡季的第三季度，其余 3 个季度的销量均超过 100 万辆；尽管新能源补贴退坡、准入提升、监管趋严的政策环境对相关企业的盈利和回款形成一定压力，新能源汽车市场仍维持了高速增长，全年销量达 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。

表 1 2016~2017 年中国汽车市场细分品种下的各季度销量及同比（单位：%、万辆）

期间	汽车			乘用车			商用车		
	16 年单季同比	17 年单季同比	销量	16 年单季同比	17 年单季同比	销量	16 年单季同比	17 年单季同比	销量
一季度	5.98	7.37	700.20	6.71	5.05	594.76	1.39	22.85	105.45
二季度	10.23	1.07	635.19	11.83	-0.95	530.54	1.83	12.70	104.65
三季度	24.94	5.85	687.06	27.72	4.02	589.75	8.58	18.51	97.31
四季度	15.04	0.87	865.44	15.68	-0.15	756.79	10.56	8.36	108.66
整年	13.65	3.04	2887.89	14.93	1.40	2471.83	5.80	13.95	416.06

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

2. 第四季度运行分析

延续多数年份的惯例，汽车市场在第四季度创下了 2017 年度的最高销量，贡献了全年销量的 30.13%，10~12 月销量逐步提升，于 12 月达到近年月销量高点的 306.03 万辆。以下从细分市场来分析 2017 年第四季度销量变动情况。

乘用车当期销量同比略降：分车型看，轿车同比下滑 4.84%，SUV 为唯一同比增长的车型（增幅为 10.22%）；分排量看，国内制造的乘用车（占 98.92%）中，由于年内施行购置税优惠“退坡”，排量在 1.6 升（含）以下的车型销量同比回落，1.6~2 升车型销量同比继续攀

升，2 升以上车型规模小、波动大，四季度同比、环比均回落。

商用车当期销量增幅回落：客车销量同比增长 9.66%，增量主要源于新能源市场；货车同比增长 8.12%，其一是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等细分市场对轻型货车、新能源车的需求增长，其二是牵引车、重型货车受国五实施、治超新规、配置提升等因素销量持续攀升，但半挂牵由于前三季度销量持续释放，四季度呈现明显回调。

新能源车高速增长：纯电动车维持高速增长，三、四季度销量同比增幅均超 70%，混合动力车摆脱了 2015~2016 年四季度销量环比下滑的态势，并于 12 月完成 5 万辆销量，为近年最高月销量，值得关注的是，纯电动车短期内存在的充电设施不足、续航里程局限、恶劣天气下电池性能不稳等情况为混合动力车的发展提供了机遇，但混动市场仍存在规模小、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，市场波动仍不可避免。

表 2 2017 年各季度中国乘用车（国内制造）分排量销量及同比（单位：万辆、%）

期间	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≤3.0 升	同比
一季度	3.99	-56.85	415.62	5.57	142.69	13.64	16.60	-44.29	2.77	40.86
二季度	3.83	-51.74	346.66	-8.18	141.50	14.08	18.97	5.17	1.67	-9.53
三季度	2.04	-75.27	397.65	-0.28	149.07	13.17	18.32	4.11	1.43	-49.68
四季度	3.62	-73.76	528.98	-2.55	179.73	6.59	16.16	-25.78	1.59	-63.69

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

注：除上述所及排量外，乘用车中仍有少量的 3~4 升以及 4 升以上排量汽车，但销售比重很低未在上表列示。

表3 2017年各季度中国商用车分品种销量及同比（单位：万辆、%）

期间	客车销量	同比	货车销量	同比
一季度	9.54	-21.63	95.91	29.87
二季度	12.50	-6.45	92.15	15.92
三季度	12.60	2.12	84.42	21.41
四季度	17.60	9.66	95.02	8.12

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

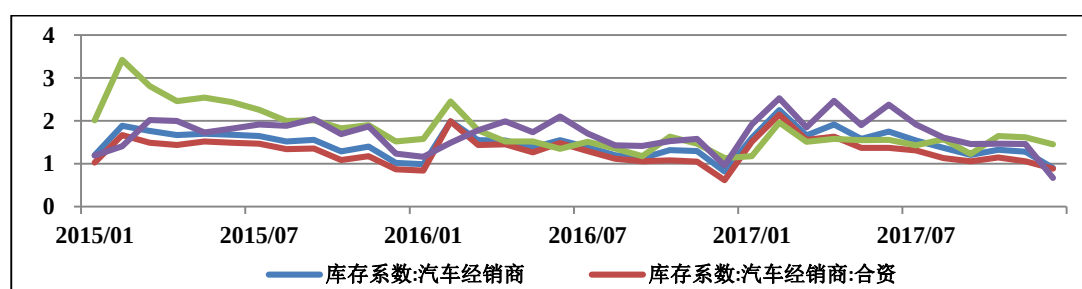
3. 乘用车库存波动回落，商用车库存触底回升

从汽车经销商角度看，2017 年四季度的汽车经销商库存系数整体低于三季度，且呈逐月回落的态势，10~12 月的库存系数分别为 1.33、1.28 和 0.90（2014、2015、2016 年 12 月的系数分别为 1.53、1.02 和 0.82）；其中，10~11 月，库存系数从小到大依次排序是合资品牌、自主品牌、进口品牌，但自主品牌的库存系数于 12 月大幅降至 0.67，其次为合资品牌的 0.89，

进口品牌库存系数虽降至警戒线以下的 1.45，但仍处相对高位。

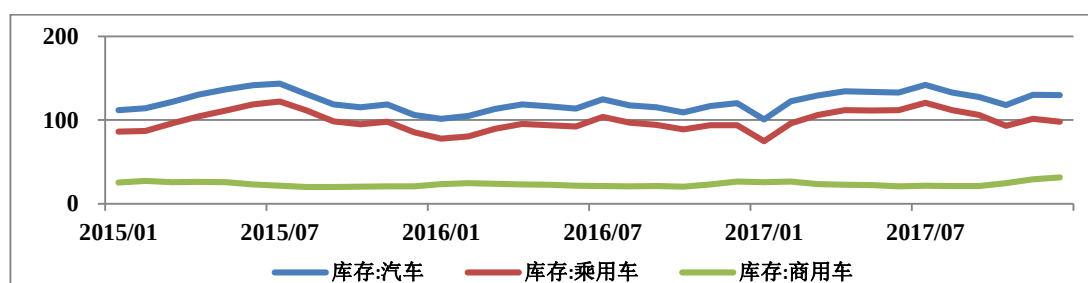
从汽车分类角度看，汽车库存量在 2017 年 7 月达到峰值的 141.90 万辆，之后波动下行（12 月为 129.60 万辆），四季度的乘用车库存在 100 万辆上下浮动，商用车库存逐步攀升（12 月达到近年峰值的 31.60 万辆）。

图 1 近年来中国汽车经销商库存指数



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

图 2 近年来中国汽车库存情况（单位：万辆）



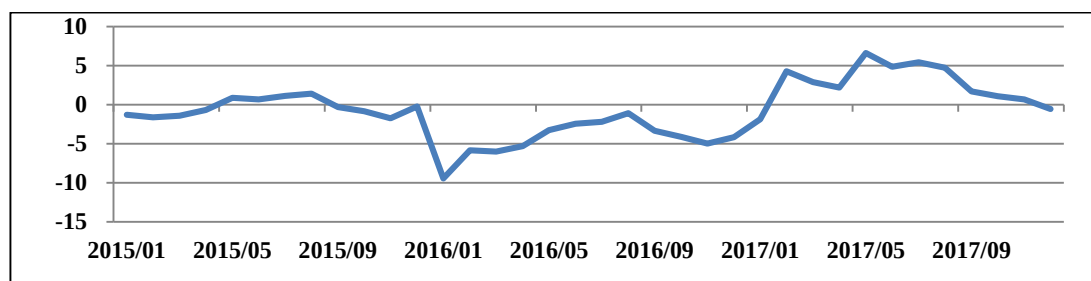
资料来源：Wind 资讯-根据新闻整理

4. 2017 年下半年乘用车价格指数回落，价格波动态势趋缓

根据中国汽车流通协会（下称“流通协会”）提供的乘用车价格指数（图 3）：2017 年 2~11 月该指数始终为正（6~8 月均超 4.5），下半年逐月下降，至 12 月降至-0.55，价格波动态势趋缓。对车企来说，产品价格走势相比 2016 年（1~12 月均为负）情况有较大好转。

同时，流通协会提供了“汽车经销商观点比重”的汇总（表 4）：2017 年 6~7 月（1~5 月未披露相关统计），参与统计的经销商中，超过 58%认为终端成交价格环比下降，40%左右认为价格环比基本持平，极少数认为价格环比上涨；自 8 月起，持价格下滑观点的经销商比重回落，半数以上认为价格环比持平，价格波动态势趋缓。

图 3 乘用车市场的 GAIN. 价格变化指数-当月值



资料来源: Wind 资讯-中国汽车流通协会

表 4 2017 年 6 月以来汽车经销商对终端成交价的观点比例 (单位: %)

期间	终端成交价格:环比下降	终端成交价格:环比基本持平	终端成交价格:环比涨价
2017-06	58.30	41.20	0.50
2017-07	58.60	38.20	3.20
2017-08	38.60	53.60	7.90
2017-09	28.30	52.00	19.70
2017-10	21.00	54.50	24.50
2017-11	26.40	54.20	19.30
2017-12	24.70	59.80	15.50

资料来源: Wind 资讯-中国汽车流通协会

总体看, 2017 年以来, “购买 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半”政策的“退坡”(2015 年 10 月起实施, 2017 年 1 月起调整购置税率为 7.5%) 抑制了小排量车的快速增长, 乘用车增速大幅回落, 下半年库存高位回落; 而在国内房地产开发投资增速回升、大宗商品价格回升、物流需求持续的综合作用下, 货车市场强势回升, 但下半年销量增速已体现回落态势, 下半年库存低位回升; 新能源车三、四季度维持高速增长。四季度看, 市场价格波动趋缓。

四、企业效益和资产结构

根据国家统计局披露数据, 截至 2017 年底, 纳入统计的汽车制造企业共计 14766 家, 较三季度末的 14620 家略微增长(增长 1.00%)。上述企业于 2017 年全年实现主营业务收入 8.53 万亿元、实现利润总额 0.68 万亿元, 同比分别增长 10.80%和 5.80%, 增速相比 1~9 月分别下降 1.10 个和 4.50 个百分点, 且低于 2016 年增速(分别为 14.10%和 10.80%), 整体看业绩增长放缓, 但仍处于良好水平。

截至 2017 年底, 上述企业资产总计 7.51 万亿元, 较 9 月底增长 5.37%; 其中存货和应收账款净额分别为 0.71 万亿元和 1.31 万亿元(占总资产的 9.52%和 17.46%), 较 9 月底分别增长 1.00%和 10.81%, 存货规模基本持平于第三季度末。

表 5 2016/2017 年不同时间段汽车制造企业主营业务收入、利润总额及其同比（单位：万亿元、%）

年度	主营业务收入				利润总额			
	1-12 月	同比	1-9 月	同比	1-12 月	同比	1-9 月	同比
2016 年	8.02	14.10	5.61	13.60	0.67	10.80	0.46	13.00
2017 年	8.53	10.80	6.24	11.90	0.68	5.80	0.50	10.30

资料来源：Wind 资讯-国家统计局

表 6 2016/2017 年不同时间点汽车制造企业资产规模及变动情况（单位：万亿元、%）

年度	资产总额		应收账款净额		存货	
	年底	相比 9 月末	年底	相比 9 月末	年底	相比 9 月末
2016 年	6.73	7.52	1.11	8.66	0.62	1.50
2017 年	7.51	5.37	1.31	10.81	0.71	1.00

资料来源：Wind 资讯-国家统计局

五、2017 年第四季度汽车制造企业债券发行情况

2017 年第四季度，汽车制造行业共发行信用债 8 支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同）¹，共涉发行人 6 家，单笔债券规模最高达 40 亿元（私募债）。其中，7 支中长期信用债，发行金额合计 109 亿元；一支超短期融资券，发行金额为 10 亿元。

表 7 2017 年各季度汽车制造行业信用债发行概况（单位：亿元、支）

指标	一季度	二季度	三季度	四季度	合计
发行额度	8	8	7	8	31
发行支数	98.00	100.00	148.00	109.00	455.00

资料来源：Wind 资讯

注：行业分类口径引用 Wind 汽车制造（信用债）的统计口径，下同。

从发行人看，上述 6 家发行人包括 2 家外资企业、3 家民营企业 and 1 家地方国有企业，除戴姆勒股份公司不涉主体级别外，另有 3 家 AAA 级别企业、1 家 AA 级别企业和 1 家 AA- 级别企业²（均非首次发行债券³）。从发行品种看，8 支信用债包括 1 支超短期融资券、1 支定向工具（40 亿元）、1 支中期票据（10 亿元）、1 支可转债（15 亿元）、3 支私募公司债（14 亿元）、1 支金融债（20 亿元）；其中 2 支私募公司债附担保方，1 支中票附交叉违约条款，3 支

¹ 采用 Wind 资讯-信用债 Wind 行业-汽车制造的统计口径。

² 17 骏马 02 和 17 骏马 03 采用大理经济开发投资集团有限公司作为担保方，两期债券的债项级别为 AA。

³ 云南力帆骏马车辆有限公司于 2016 年（含）之前未有发行记录，其于 2017 年发行 3 期私募债，首发债券为 2017 年 4 月发行的“17 骏马 01（3 年期、2 亿元）”。

债券附赎回/回售、调整票面利率条款。

表 8 2017 年第四季度中国汽车制造行业债券发行情况（单位：亿元、年、%）

证券简称	发行人	发行 总额	起息日	债券 期限	票面利率 (发行时)	发行时主体 评级	发行时债 项评级
17 戴姆勒 PPN005BC	戴姆勒股份公司	40.00	2017-11-17	3	5.45	-	-
17 宇通 MTN001	郑州宇通客车股份有限公司	10.00	2017-11-10	3	5.50	AAA/稳定	AAA
小康转债	重庆小康工业集团股份有限 公司	15.00	2017-11-6	6	0.30	AA/稳定	AA
17 骏马 02	云南力帆骏马车辆有限公司	2.00	2017-10-31	2+1	9.00	AA-/稳定	AA
17 骏马 03	云南力帆骏马车辆有限公司	2.00	2017-10-31	1+1+1	7.80	AA-/稳定	AA
17 华汽 05	华晨汽车集团控股有限公司	10.00	2017-10-23	3	5.30	AAA/稳定	AAA
17 福特汽车 03	福特汽车金融(中国)有限公司	20.00	2017-11-22	3	5.30	AAA/稳定	AAA
17 宇通客车 SCP001	郑州宇通客车股份有限公司	10.00	2017-10-31	0.14	4.35	AAA/稳定	-

资料来源：Wind 资讯

注：上表中涉及期限为“N+M”的债券以及可转债，票面利率仅体现首期票面利率。

2017 年第四季度，汽车制造行业发行主体未出现主体级别变动情况。

综上所述，汽车制造行业发行人仍以中高级别为主，主体评级为 AAA/稳定的发行人居多，但整体看，级别分布也相对均衡，由于发行品种的多样性，部分企业通过增信措施使债项级别高于自身的主体级别，四季度发债规模相比上季度有明显回落，与二季度持平。

六、存续债发行人的财务状况

截至 2018 年 3 月 25 日，发行债券尚处存续期的发行人共 21 家，剔除金融企业、未公告 2017 年三季度数据企业（H 股上市、私募债等原因），剩余样本企业共 16 家。在已披露的 2017 年三季报中，利润总额同比下滑的企业有 9 家，其中 2 家利润总额为负，指标弱于上年同期，利润水平有所分化。同时，上述 16 家企业中，共有 11 家企业存在 2017 年前三季度经营活动现金流净额较上年同期大幅削减的情况，可能是汽车后市场投入加大（汽车金融等）、经营性垫资加剧、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，需对具体企业、尤其是季度利润下滑较大企业产生上述现象的原因予以关注。

表 9 存续债发行人的利润情况对比（单位：家、亿元、%）

主体级别	总家数	2016 年前三季度		2017 年前三季度	
		利润总额为负	同比下滑	利润总额为负	同比下滑
AAA	8	0	1	0	3
AA ⁺	2	0	1	0	2
AA	5	0	2	1	3
AA ⁻	1	0	1	1	1
合计	16	0	5	2	9

资料来源：Wind 资讯

注：上述主体级别指发行人最新主体评级，下同。

七、行业展望

2017 年，汽车市场重新步入低速增长，乘用车市场增速大幅回落，四季度增幅已降至 1% 之内，产品结构出现调整（排量等）；而在投资、物流、新能源等的需求支撑以及限超政策的执行下，货车市场强势回升，但四季度销量同比增幅已呈回落（低于 10%），商用车年末库存逐步攀升；新能源市场下半年以来迅速恢复至高速增长。

展望 2018 年，在小排量购置税优惠退出、新能源汽车免征购置税政策延续、价格有望进一步下沉的综合作用下，乘用车市场规模有望进一步突破，但可能继续保持在低速增长，中高端、中等排量乘用车有望获得一定的需求提升；受益于环保升级、新能源推广等政策以及物流产业的扩容，商用车市场有望维持良好的景气度，但延续上年增速仍存在难度，部分低端产品承压，且考虑到 2016 年 9 月出台的严厉“限超令”促进了牵引车销量的集中释放，牵引车市场短期内可能有所回调，基础设施建设的推进有望支撑载货车市场的稳中有升，整体看商用车市场结构可能存在变动；由于融资成本以及原辅料价格、人力成本的攀升，具备规模优势的企业可以通过做大销量平抑成本端的压力，企业间的盈利水平、尤其是核心业务盈利水平的分化仍将持续。