

中国汽车行业分析报告

（联合资信：张莉，陈东明）

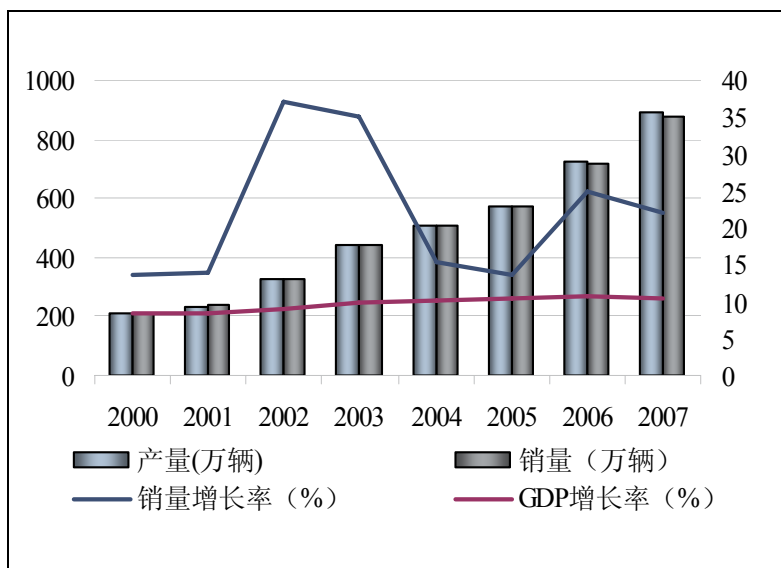
一、 行业现状

市场发展概况

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，作为拉动国民经济增长的主要产业，受到国家政策的重点扶持。随着国民经济强劲复苏和消费结构升级，中国汽车行业进入了高速成长期，在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，2002~2003 年，中国汽车销量爆发式增长，增速分别为 37% 与 35%。2004 年后，在国家宏观调控、原材料及油价上涨等因素影响下增速回落至 16%，中国汽车行业开始步入持续而稳定的发展阶段（图 1）。

据中国汽车工业协会统计，2006 年全国汽车产品产销量双双突破 700 万辆大关，分别达到 727.97 万辆和 721.59 万辆，同比增长 27%和 25%，一跃成为世界上第三大汽车生产国和第二大汽车消费国。2007 年，国家宏观经济运行继续保持快速增长的强劲势头，汽车尤其是乘用车价格下调也在很大程度上刺激了消费需求，受此影响汽车工业整体延续了 2006 年良好发展势头，2007 年汽车产销量分别达到 888.24 万辆和 879.15 万辆，均创历史新高，同比分别增长了 22.02%和 21.84%。

图 1 2000 年~2007 年中国汽车销量走势图



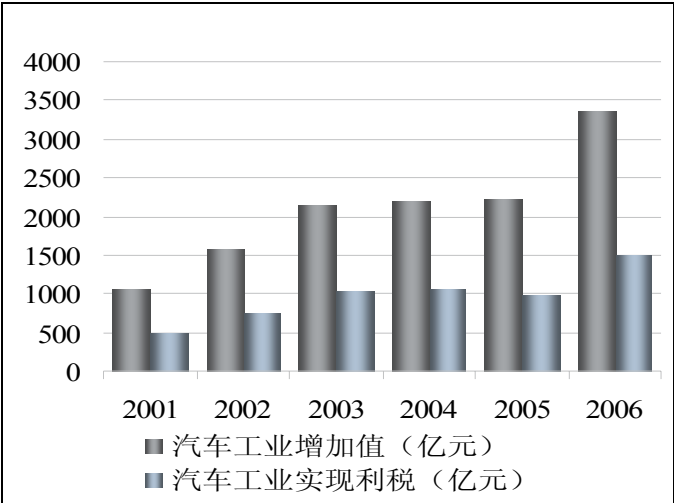
数据来源：中国汽车工业协会

行业景气度

在产销量呈现较快增长的同时，中国汽车行业经济效益也实现同步增长（图 2）。据中国汽车工业协会的统计显示，2006 年汽车行业规模以上企业累计实现主营业务收入 15290

亿元，同比增长 27.77%；实现利润总额 767.73 亿元，同比增长 46.03%。受益于销量持续增长、产品销售结构趋向中高端化、产能利用率的快速提升和国产化率的不断提高等因素，2007 年前 11 个月中国汽车业利润高达 1309 亿元，远高于 39 个工业行业的 588 亿元的效益平均值，行业运行景气度良好。

图 2 2001 年~2006 年中国汽车工业经济效益



数据来源：中国汽车工业年鉴

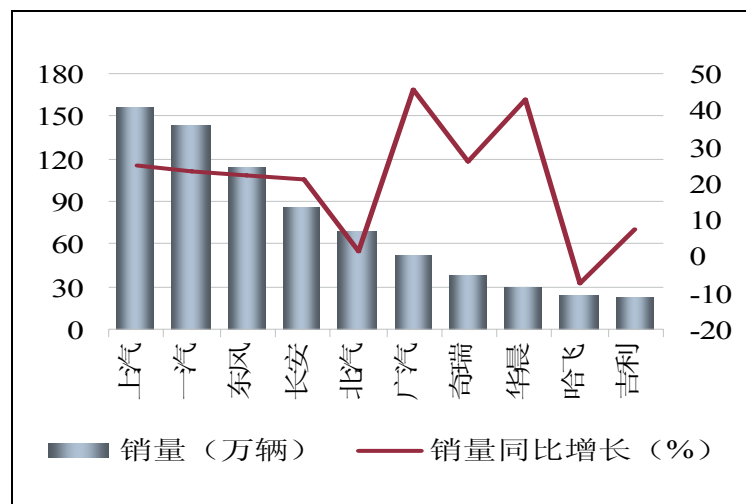
竞争格局与产业集中度

从市场竞争主体看，中国汽车生产企业初步形成了以上汽、一汽、东风、长安、北汽、广汽、奇瑞、华晨、哈飞和吉利为龙头的竞争格局，2006 和 2007 年上述 10 家企业合计销售汽车分别为 604.80 万辆、733.65 万辆，分别占国产汽车销售总量的 83.81%、83.45%。2007 年，除哈飞销量略有下降，其他企业保持稳定增长，以广汽和华晨增幅最为显著。（图 3）。

继 2006 年上汽和一汽销量逾百万辆之后，2007 年东风销售业绩突破百万辆，三大集团合计销售汽车 412.73 万辆，占全国汽车销售总量的 46.95%；共销售乘用车 343.90 万辆，占乘用车销售总量的 55%；销售商用车 68.83 万辆，占商用车销售总量的 28%，成为带动中国汽车行业发展的主要力量。

从市场集中度来看，自 2004 年以来，国内排名前十位的整车生产企业，逐步具备了一定的品牌优势和市场竞争力，市场集中度保持在 80%以上，但同美日欧等发达国家的汽车厂商相比，中国汽车产业集中度仍然较低。

图 3 2007 年汽车企业销量前十名

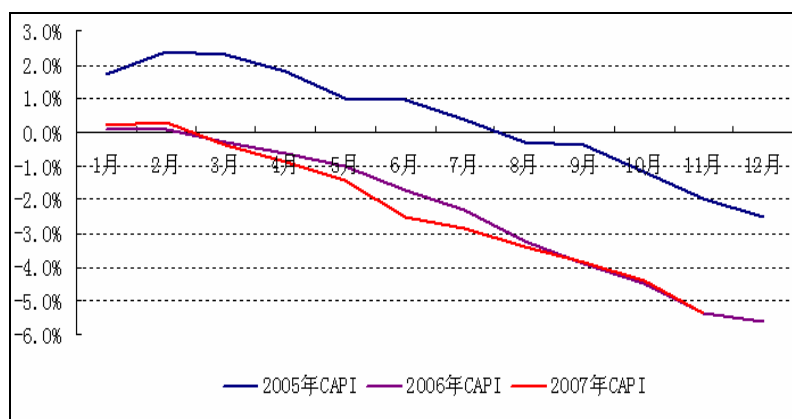


数据来源：中国汽车工业协会

竞争要素

随着上游行业钢铁、有色金属和橡胶价格的不断上涨以及市场竞争的日趋激烈，汽车产业的整体利润水平已经降低，2005 整车利润率已降至 4.63%，略高于制造业 4.46% 的平均水平，2006 年尽管有所回升，但基本维持在 5% 左右，接近制造业的平均水平。随着汽车产品的不断更新和升级换代，汽车降价是长期趋势。伴随大量新车型在小型车和中级车市场集中上市以及消费者对此类汽车的购买追捧而带来的竞争加剧，上述两细分市场降价幅度尤为明显。从 2005-2007 年乘用车价格指数（CAPI）变化来看（图 4），价格降幅逐渐趋缓，2007 年降幅约在 4.5% 左右，预计 2008 年降幅在 4% 左右。随着中国汽车市场的培育和发展，企业竞争的关键要素已经从单纯的价格因素转向汽车企业的品牌影响力、生产规模、成本控制能力、自主创新能力、供应链管理能力和配套服务质量等综合实力的竞争。

图4 2005-2007年乘用车价格指数变化



数据来源：网上车市

自主品牌发展

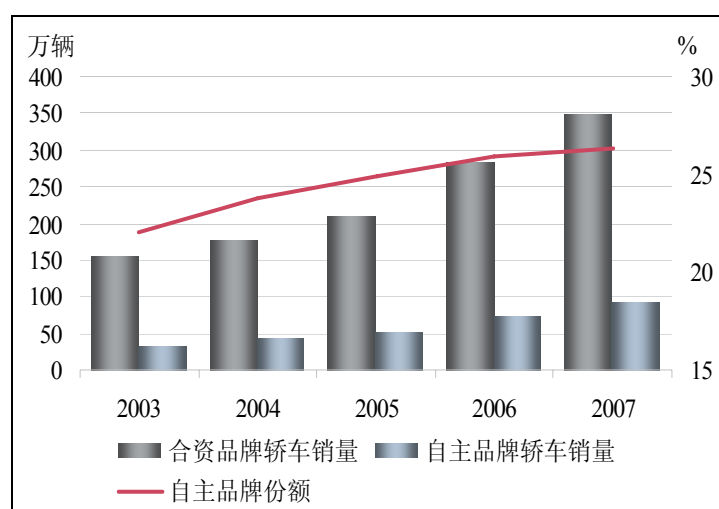
自2003年以来，国内轿车自主品牌所占市场份额稳步增长（图5），与合资品牌销量相比

差距有所缩小。2007年，中国自主品牌轿车累计销量达到124.22万辆，占轿车销售总量的26.28%，其中销量排名前十位的自主品牌依次为：夏利、QQ、福美来、旗云、F3、骏捷、自由舰、A520、奔奔和吉利金刚，上述十个品牌共销售88.91万辆，占自主品牌轿车销售总量的72%。

在商用车市场领域，中国自主品牌的商用车公司拥有较强的自主研发能力和低成本优势，性价比高于国外品牌。国内公司的市场占有率不断提高，在大中型客车和载货车市场上已占据90%以上的市场份额。在产品研发方面，自主品牌载货车发动机、变速器等总成技术逐步提升，整车产品的动力性、舒适型和可靠性得到改善，产品结构和种类能够较好地适应当前国内市场的发展需求。

自主品牌企业在争取国内市场的同时，也在不断利用全球资源以实现有效发展。2007年以来，奇瑞先后进入了菲律宾、文莱、智利、南非等新兴市场，出口11.98万辆，同比增长132%；吉利出口轿车近3万辆，同比增长130%；2007年前8个月，江淮汽车集团累计出口汽车1.3万辆，同比增长162%。但联合资信也注意到，自主品牌汽车生产企业行业布局比较分散，技术水平和国际先进汽车生产制造企业相比有很大差距。2007年以来，自主品牌较为集中的小排量、微型乘用车市场已经出现萎缩，产品结构调整压力增加。

图5 2003-2007年中国轿车自主品牌市场占有率情况



数据来源：中国汽车工业协会

二、 产业政策

监管环境

汽车行业是中国政府严格监管的行业，体现在行业准入、对产能的追加投资、工厂分布、技术引入以及汽车出口和进口等方面。相关监管机构包括国务院各部委以及省级政府等，其中国家发改委和商务部在监管中起着关键作用，对整车和发动机项目的新投资需要得到国家

发改委的批准，跨国汽车制造商拟在华设立合资公司需经商务部批准。中国政府视汽车产业为国民经济的支柱产业，能够支撑其它相关产业的发展。为支持和培育本土汽车企业和品牌的发展，对外商投资的政策限制包括：外商在合资汽车公司中的最高持股比例为 50%（不含汽车零部件）；外商在汽车工业的每种投资项目（乘用车、商用车和摩托车）中，最多只能投资建立两家合资公司。

政策演变

针对目前中国汽车工业产能结构性过剩、企业集团竞争优势不明显、高油耗车型产销比例过大、自主研发能力弱、零部件企业发展滞后等主要问题，2006 年 12 月，国家发改委颁布的《关于汽车工业结构调整意见的通知》（发改工业[2006]2882 号）明确将通过“控制新建整车项目，适当提高投资准入条件；鼓励发展节能、环保型汽车和自主品牌产品；推进汽车生产企业联合重组；支持零部件工业加快发展”等措施加快汽车工业结构性调整。

2007 年，国家发改委在新出台的《中国汽车工业“十一五”发展规划》中，明确指出“提倡公平竞争，鼓励兼并重组以结构调整带动发展，到 2010 年，形成 1~2 家年产 200 万辆以上（自主品牌产品占 50%以上）、出口占产量 10%以上的大型汽车生产企业；形成若干家年产 100 万辆以上（自主品牌产品占 50%以上）、出口占产量 10%以上的骨干汽车生产企业”。

2007 年 12 月，由国务院机关事务管理局和中央国家机关事务管理局联合下发的《关于做好中央和国家机关节能减排工作的紧急通知》明确要求，中央和国家机关各部门、各单位要切实做好公务用车节能减排工作，带头使用经济、节能、环保的自主品牌汽车，原则上不配备越野车。该通知体现出在建设“节约型社会”的大环境下，中国政府汽车采购的变化和未来趋势。

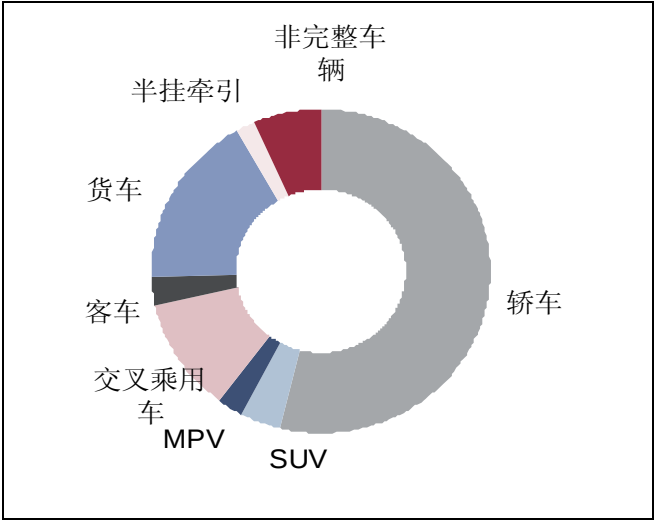
为抑制大排量汽车和鼓励小排量汽车的生产消费，2008 年 8 月 13 日，财政部和国家税务总局发出通知，决定从 2008 年 9 月 1 日起调整汽车消费税政策。消费税政策的调整具体包括：一是提高大排量乘用车的消费税税率，排气量在 3.0 升以上至 4.0 升（含 4.0 升）的乘用车，税率由 15%上调至 25%，排气量在 4.0 升以上的乘用车，税率由 20%上调至 40%；二是降低小排量乘用车的消费税税率，排气量在 1.0 升(含 1.0 升)以下的乘用车，税率由 3%下调至 1%。上述政策体现了政府持续加大节能减排，控制环境污染力度，鼓励发展自主品牌和通过战略重组打造大型骨干企业的长期导向。

三、 产品结构 with 主要细分市场

随着汽车市场需求重心的转移和产业结构的调整，中国汽车产品结构相应出现了较大的变化，乘用车的市场增长速度总体快于商用车。2007 年，受固定资产投资大幅上升、计重收费、出口等因素影响，商用车行业呈现良好发展态势，以 22.25%的销量增长率超过乘用车 0.57 个百分点，其中以客车和重型货车市场表现出色。据中国汽车工业协会最新统计，

商用车销量排名前十位企业依次为：北汽福田、东风、一汽、江淮、金杯股份、重汽、长安、江铃、南汽和陕汽，上述十家企业 2007 年共销售商用车 167.69 万辆，占商用车销售总量的 67%。

图 6 2007 年中国汽车市场产品结构

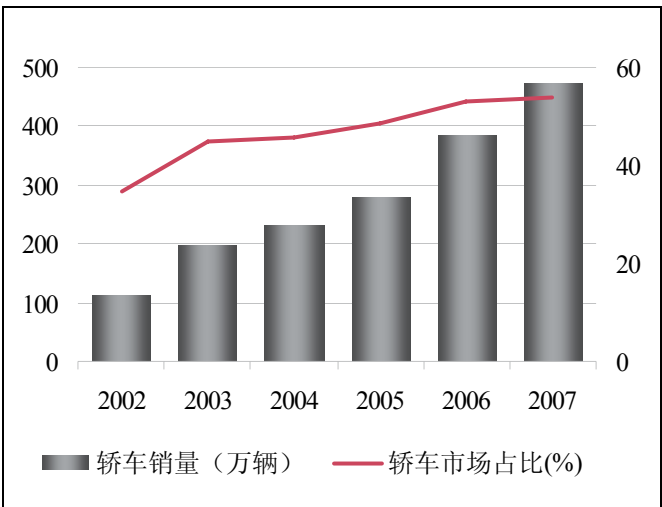


数据来源：中国汽车工业协会

轿车市场

轿车市场已成为中国汽车产业发展的主要推动力,轿车市场占整体汽车市场的比率已由 2002 年的 34.70%，上升至 2007 年的 53.76%（图 7）。2007 年，国内轿车生产企业加大了产品开发和升级力度，同期国产轿车价格水平下降明显，轿车市场保持较快增长势头，全年销量达到 472.66 万辆，同比增长 23.46%，增速高于乘用车 1.78 个百分点。2007 年排名前十位的轿车品牌共销售 150.10 万辆，占轿车销售总量的 31.96%；排名前十位的轿车厂商共销售 307.73 万辆，占轿车销售总量的 65.11%，合资企业市场主导优势明显。

图 7 2002-2007 年中国轿车市场增长情况



数据来源：中国汽车工业协会

表1 2007年轿车厂商和品牌销量前十强（单位：万辆）

排名	厂商	销量	市场占有率	排名	轿车品牌	销量	市场占有率
1	一汽大众	45.83	9.70%	1	桑塔纳	20.31	4.30%
2	上海大众	44.58	9.43%	2	捷达	20.11	4.25%
3	上海通用	43.20	9.14%	3	凯越	19.68	4.16%
4	奇瑞	32.15	6.80%	4	凯美瑞	17.03	3.60%
5	一汽丰田	26.91	5.69%	5	夏利	13.25	2.80%
6	东风日产	26.12	5.53%	6	QQ	13.02	2.75%
7	广州本田	24.95	5.28%	7	福克斯	12.50	2.64%
8	吉利	21.95	4.64%	8	伊兰特	12.03	2.55%
9	长安福特	21.31	4.51%	9	雅阁	11.80	2.50%
10	神龙	20.73	4.39%	10	福美来	11.37	2.41%
合计		307.73	65.11%	合计		150.1	31.96%

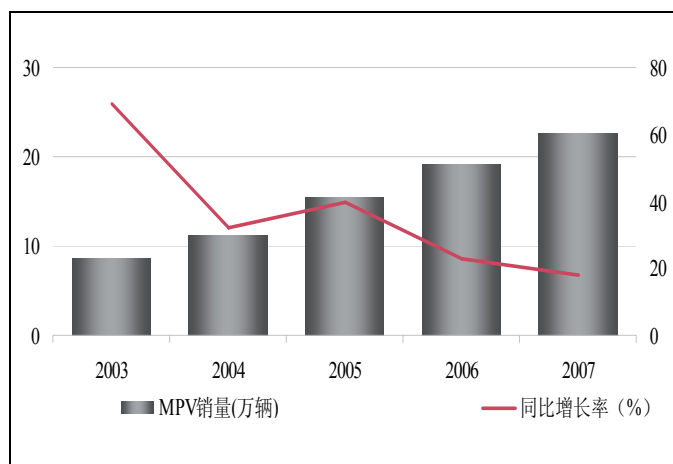
数据来源：中国汽车工业协会

从轿车品种结构来看，2007年，1.6升以上各系列轿车品种与上年相比增幅较为明显。其中，1.6升<排量≤2.0升系列销售144.55万辆，同比增长45.67%；2.0升<排量≤2.5升系列销售51.66万辆，同比增长26.56%；3.0升<排量≤4.0升系列增幅更为迅猛，同比增长4.5倍；相比之下，小排量轿车市场需求仍然较为低迷，排量小于1.3升轿车品种共销售73.02万辆，占轿车销售总量的11.60%，同比下降3.70个百分点，其中排量小于1升系列销售25.17万辆，同比下降30.90%。从市场消费偏好来看，1.0升<排量≤1.6升轿车产品目前仍占据主导地位，燃油价格上涨对小排量车刺激效应并不明显。

MPV市场

近年来中国MPV市场一直呈现持续增长态势（图8），产品体系日渐丰富，销售及售后服务网络逐渐健全，MPV市场正逐步走向成熟。2006年，MPV销量达19.11万辆，同比增长22.62%；2007年，MPV销售22.57万辆，同比增长18.14%。从产品定位来看，尽管在发达国家市场普遍将MPV定位为继轿车后的“第二辆家用车”，但中国大多数消费者对MPV的认同是中高档公务或商务用车，目前产品面向的主要客户仍然是企事业单位。

图8 MPV销量变化情况（单位：万辆）



数据来源：中国汽车工业协会

从市场竞争格局看，尽管近两年 MPV 市场的竞争比较激烈，且不断有新品牌进入，但龙头企业增长仍然比较稳定。2007 年 MPV 市场中，奥德赛、别克 GL8 和瑞风依然稳居主导地位，分别销售 4.58 万辆、4.25 万辆和 4 万辆，同比分别增长 28.09%、11.80%和 16.55%，上述三大品牌共销售 12.83 万辆，占 MPV 销售总量的 57%。

客车市场

中国汽车工业协会统计数据显示，2005～2007 年中国客车销量保持增长（图 9）。2007 年，为了有效缓解城市交通的瓶颈，建设部实施了公交优先政策，另外交通部对公路客运、旅游客运的逐步规范和对农村客运市场的政策倾斜也显著加强了公路客运特别是农村客运的发展；另一方面，公路通车里程特别是高速公路快速增长，客车产品升级换代不断加强促进了市场对于客车的需求，2007 年客车销量较上年呈现明显增长，共销售 24.75 万辆，同比增长 29.56%，增幅提高 22.62 个百分点。

从细分市场竞争格局看，在大型客车市场，2007 年全国销量 3.02 万辆，其中郑州宇通占据 1/3 的市场份额，龙头地位突出。排名前五的郑州宇通、丹东黄海、上海申沃、厦门金旅和苏州金龙合计市场份额为 68.21%，排名第 7 位的北汽福田增势强劲，增长率超过 100%；2007 年中型客车销量 3.79 万辆，竞争主要表现在苏州金龙和郑州宇通之间，二者分别占据 28.48%和 22.37%的市场份额；轻型客车全年销量 1.79 万辆，金杯汽车稳居主导地位，占据 37.01%的市场份额，其他主要厂商包括江铃控股、南汽集团、中顺控股和北汽福田。

货车市场

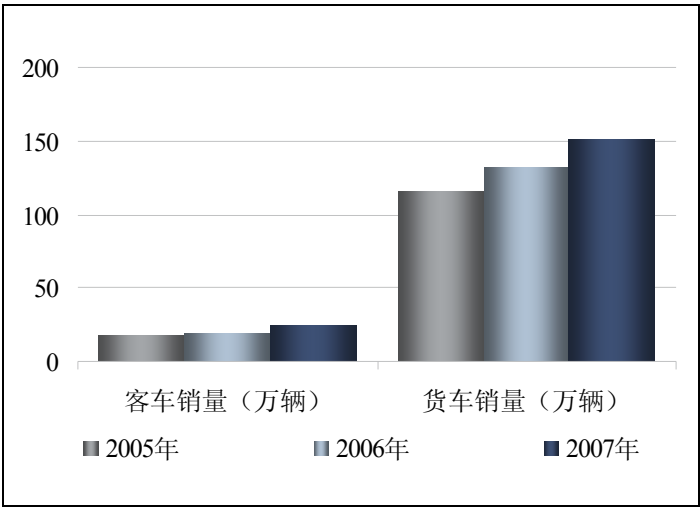
2005～2007 年中国货车销量保持较快增长（图 9）。2007 年轻型货车（1.8-6 吨）以 65%左右的市场份额占据主导地位，并保持平稳增长，全年销量 100.53 万辆。重型货车（14 吨以上）扭转以往负增长态势，以 9.31 万辆销量同比增长 68.97%，主要原因是随着计重收费政策在全国范围内的大范围实施和 2008 年将实施国 III 排放标准，运输企业对中型和重型货

车在 2007 年的提前消费效应所致。

从细分市场竞争格局看，中国重汽龙头地位稳固，2007 年占据重型货车市场 1/3 的份额，且增幅达 132%；轻卡市场占有率前三位的厂商分别为北汽福田、江淮汽车和东风汽车，市场份额分别为 31.79%、10.58%和 7.61%。

2008 年，国 III 排放的实施将导致用户购车成本和使用成本明显提升，对重卡市场将产生较大的负面影响。短期内将引起重卡销量的急剧下滑，中长期看，将延缓重卡的车辆更新周期。

图 9 2005~2007 年中国客货车销量情况



数据来源：中国汽车工业协会

四、 行业关注

跨国汽车集团在中国销售快速增长

2007年以来，受次贷危机以及高油价因素影响，美国作为全球最大的汽车消费市场和第一汽车生产大国，汽车销量连续第二年下滑，2007年总销量为1610万辆，回归至1998年的水平。2007年全球最大的汽车制造商通用汽车在中国销量达103万多辆，同比增长18.5%，而在全球范围内通用汽车销量仅增长了3%。由于北美市场销量下滑，导致福特汽车去年全球销量出现负增长，但在中国市场销量同比增长了30%。2007年高油价沉重打击了日本汽车市场，并带动新车销量大幅下滑。全球第二大汽车制造商丰田汽车虽然在本土市场收获不大，但在中国市场却增长了62%，增幅是其全球平均增幅的10倍。2007年，销量排名世界前五的汽车跨国巨头通用、丰田、福特、大众和雷诺日产联盟在中国市场都取得了两位数的增长。中国汽车消费市场的巨大需求是拉动汽车工业蓬勃发展的原动力，并成为跨国汽车巨头销售业绩的主要增长点。

核心技术依赖进口，自主品牌盈利能力低

中国加入WTO后，跨国汽车公司通过增资、重组和合资等方式纷纷进军中国。在合资整车企业中，目前一律由外方提供车型，外方控制合资企业的技术部门、产品配套和零部件认证权，尽管合资企业总体盈利能力远高于行业平均水平，但核心技术掌握在外方手中，中方企业整体自主研发能力薄弱。

随着国内汽车消费市场培育和发展，消费者对价格的敏感性降低，转向对车的性能、安全、外观和油耗等因素日益关注，而国内以奇瑞、吉利为代表的自主品牌汽车企业现阶段受困于低端市场的格局短期内难以改变，盈利能力普遍较低。2008年，在奇瑞、吉利、比亚迪等本土制造商计划多款新车面世的同时，一汽丰田、长安福特等合资企业也纷纷将国外精品小车型打入中国市场。自主品牌的价格优势可能逐渐弱化，受合资品牌挑战的压力增大。

钢材等原材料价格上涨与汽车产品降价

汽车制造成本主要由产品开发、零部件及原材料等构成，其中钢材价格的波动容易对汽车企业的盈利造成影响。2007年以来，钢材价格受国内外需求旺盛、库存减少及铁矿石价格上涨的影响，同时，国家相继调整高耗能高污染产品出口关税政策，钢材价格总体呈上行走势。2008年2月，国际铁矿石价格上涨65%导致国内钢材价格迅速飙升，螺纹钢、线材和中厚板价格均创2002年以来的新高，直接影响到下游的汽车企业制造成本。商用车和自主品牌经济型轿车将在此轮涨价中面临较大挑战，而对毛利率较高的中高端轿车企业影响很小，大中型客车则由于主要采用订单式生产，定价方式较为灵活，成本转嫁的可能性较大。

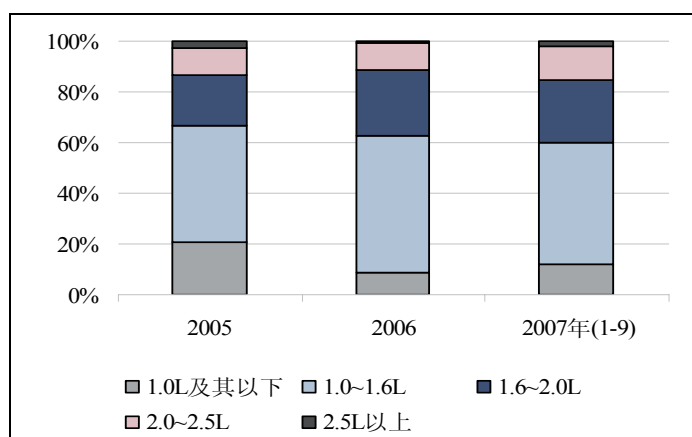
与此同时，汽车产品降价趋势仍在延续，国内中级车及以下的车型利润空间已经大幅缩水，合资与本土企业在各个细分市场的竞争日益激烈。2008年国产及进口新车将达80余款，在产能扩张、库存上升的同时，新车的大量上市将进一步加剧市场竞争，并导致价格竞争由中低档车型逐步向高档、中高档车型转移，从而拉动价格整体走低。

燃油价格持续上涨

中国经济的快速发展对原油需求量保持高速增长，中国原油对外依存度进一步提高，在国际原油产量增长有限，国际油价高企的情况下，国内成品油价格一路攀升。2005~2007年，国内成品油价格年均复合增长率达到11.96%，2007年93#汽油提高0.44元至5.34元，增长了8.81%。但从近年来各种排量轿车销售比重来看（图10），消费结构并未发生明显变化，表明短期内燃油价格上涨对小排量车刺激不大。

2008年6月20日，国家发改委宣布将汽油、柴油价格每吨提高1000元，幅度为17%-18%。短期内可能对低端消费需求有所抑制，中长期看，燃油价格持续上涨将不断提高用车成本，突破一定区域的高油价将导致消费理念的转变，潜在消费者可能放弃购买或由小排量轿车对中大排量的替代消费。

图10 2005~2007年国内轿车细分市场排量结构变化



数据来源：中国汽车工业协会

人民币持续升值

2007 年人民币兑美元升值幅度达 7%，超过市场预期。2008 年人民币升值速度加快，屡创汇改以来新高，分析人士预计 2008 年人民币升值至少为 10%。

人民币大幅升值可能对中国汽车行业的影响体现在：一.进口车价格下降，削弱同档车型国内汽车制造商价格竞争力，并导致中国汽车市场价格的进一步下跌；二.降低国产车出口的价格优势。由于在国际市场具有价格优势，中国汽车出口呈快速增长态势，2007 年汽车出口 60 万辆，出口额超过 70 亿美元。人民币的大幅升值将迫使中国本土厂商以牺牲利润来保持其竞争优势和市场份额。三.国产化率较低的整车厂商将降低其采购成本，但进口零部件的增长将对本土汽车零部件企业造成一定冲击。整体而言，人民币持续升值对中国汽车行业负面影响更大，国产汽车生产企业需通过技术进步、研发附加值高的产品方式提高自身竞争力。

五、 财务分析

2007 年以来，先后有 7 家汽车生产企业发行短期融资券或企业债（表 2）。其中，长安汽车和东风汽车为大型集团的整车业务上市公司，与广汽同位于销量排行榜前十名，其共性为均下辖 2 个以上合资企业，拥有众多中外资品牌，行业市场地位十分突出。广汽具备丰富的中级轿车产品和优秀的市场表现，与很强的盈利能力，主体长期信用等级被联合资信评定为“AA+”。中国重汽和北汽福田分别为重型货车和轻型货车的龙头企业，江淮汽车 2007 年在大型集团中销量排名第 11 位，在 MPV 和货车领域拥有稳固的市场地位，收入规模和盈利水平连年保持较快增长。

整体看，这些发债企业在中国汽车行业或细分行业具备很强的市场竞争力，2006 年平均主营业务利润率和净资产收益率分别为 13.12%和 9.49%，主体长期信用等级分布均在 AA-以上。

表 2 2007 年汽车行业发债企业与主体信用等级

序号	发债企业名称	细分市场	评级机构	信用等级
----	--------	------	------	------

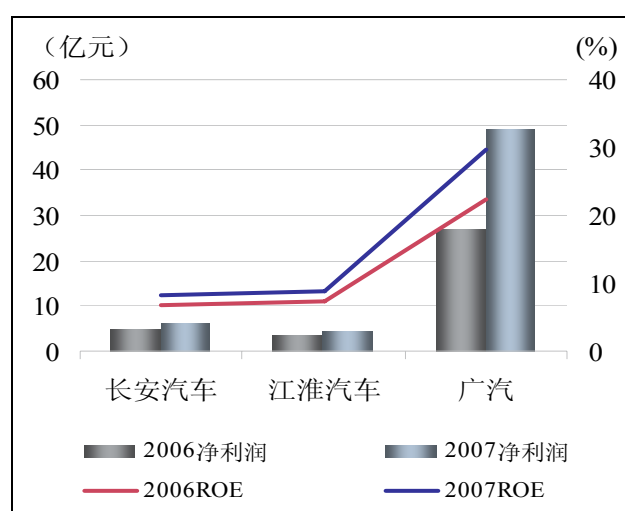
1	重庆长安汽车股份有限公司（长安汽车）	轿车、微车	联合资信	AA
2	广州汽车集团股份有限公司（广汽）	轿车	联合资信	AA+
3	安徽江淮汽车集团有限公司（江淮汽车）	MPV、货车	联合资信	AA-
4	东风汽车集团股份有限公司（东风汽车）	轿车和商用车	中诚信	AA+
5	北汽福田汽车股份有限公司（北汽福田）	商用车	中诚信	AA-
6	中国重型汽车集团有限公司（中国重汽）	重型货车	中诚信	AA
7	陕西重型汽车有限公司（陕西重汽）	重型货车	大公	AA-

资料来源：中国债券信息网

盈利能力

选取联合资信评级的三家企业：长安汽车、广汽和江淮汽车进行分析（图 11）。从盈利能力看，2006~2007 年，上述公司当年实现净利润均在 3 亿元以上，伴随 2007 年整个市场需求的增长的和行业景气度的上扬，3 家公司年净利润同比增长率均超过 25%，其中广汽以 81.48% 的盈利增长率呈现高速成长。2007 年 3 家公司的净资产收益率较上年有所提升，均在 8% 以上，江淮汽车凭借其渐趋优化的产品布局超过商用车平均盈利能力；广汽以高达 29.26% 的净资产收益率彰显行业领先优势。

图11 3家发债企业2006~2007年净利润和净资产收益率



数据来源：中国债券信息网各公司年报

受宏观经济增长放缓、原材料成本上升和燃油价格上涨等负面影响，2008 年汽车行业销售及盈利难以保持 2007 年的快速增长。企业将在行业整合中形成两极分化，研发能力薄弱、品牌影响力较低的企业财务及信用压力可能 2008 年及以后年度逐步体现。

资本结构与偿债能力

2006 年底，长安汽车和广汽的所有者权益（不含少数股东权益）分别为 73.07 亿元和 63.36 亿元，而“07 长安 CP01”和“07 广汽债”的发行额度分别为 5 亿元、6 亿元，“07 长安 CP01”于 2008 年 3 月兑付至今尚未使用其他资本市场融资工具，表明上述 2 家公司资

金面比较宽裕。尽管在建和规划项目增加，投资需求旺盛，但得益于当期利润的快速增长和外资方雄厚的资本实力，2007 年底长安汽车和广汽的债务负担有所下降，资本结构进一步优化。2007 年，江淮汽车因进入轿车领域的扩张计划资本性支出规模大，债务负担较上年有所加重，但资本结构仍然比较合理。

整体看，在近年来汽车行业市场持续增长的背景下，各厂商均选择新建和扩建生产线扩大生产规模，投资需求保持增长。上述 3 家公司 2007 年利润水平的大幅提升使全部债务/EBITDA 值呈下降态势，整体偿债能力进一步增强。

图 3 3 家发债企业 2006 和 2007 年底资本结构和偿债能力指标

公司	年度	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	全部债务/EBITDA(倍)
长安汽车	2006	43.96	31.93	--
	2007	46.41	22.44	--
广汽	2006	42.61	16.49	0.59
	2007	38.02	13.08	0.42
江淮汽车	2006	55.35	37.90	3.54
	2007	61.85	40.32	3.01

数据来源：中国债券信息网各公司年报

未来企业的信用状况将更大程度取决于其产品结构和升级能力、研发及成本控制等竞争核心因素。尽管汽车行业整体利润空间受到挤压，但联合资信认为，以广汽和长安汽车为代表的大型集团企业凭借其规模经济优势、强有力的产品支撑和产品更新能力，可以消化原材料成本上涨的压力，维持相对稳定的财务状况和信用水平，并借助行业重组机遇拓展其行业其市场份额。

六、 行业展望

市场发展空间广阔

汽车市场发展的主要推动因素为人均 GDP 的增加而带来的居民可支配收入的大幅提高以及消费能力的升级。目前中国处于快速增长期，截至 2007 年底，全国机动车保有量为 1.598 亿辆，其中私人机动车保有量占机动车总量的 76.09%，每千人拥有不到 44 辆汽车，相对于全球 120 辆和美国 750 辆的人均汽车保有量，仍处于较低水平。在中国国民经济快速持续增长、居民收入不断增加和消费升级因素拉动下，市场发展空间广阔。

随着汽车保有量的快速增长，更新需求也正在成为汽车市场重要而稳定的支撑力量。2007 年国内的汽车更新需求约 230 万辆，占当年汽车销售比重 26%，未来 5 年更新需求量的复合增长率预计为 20%。而从地区结构看，中国人均汽车保有量的差距显著存在于东部与西部、沿海与内陆以及城乡之间，整个市场的消费主体和结构将经历一定的转移过程，地区间的消费梯次增长也将成为未来汽车销量增长的另一驱动因素。中国汽车行业有望在较长时期内将保持增长，但未来两年内增速将有所放缓。

行业并购重组进程加快，产业集中度提高

据中国汽车工业协会的统计，目前中国整车企业有 130 多家，前十大汽车企业 2006 年的销量占到总量的 84%多，其余 120 多家企业，总销量不到 120 万辆，绝大多数年销量不到万辆。如此散乱差的格局造成大量的重复建设和无序竞争，落后产能将在成本压力下加速淘汰，以规模经济为目的的资源整合成为国内汽车产业发展的内在需求；与此同时，政策层面的导向构成行业并购重组的外在推力。

2007 年 12 月 26 日，上汽集团与跃进集团签署全面合作协议，跃进集团下属的汽车业务将全面融入上汽集团，拉开了大型集团强强联合的序幕。可以预见，在行业内在需求和外在动力的共同作用下，大型集团将加快并购重组进程。联合资信认为，行业整合对提高中国汽车企业的产能利用率和行业集中度非常必要，伴随生产规模与生产效率的提升，产品范围的扩大，统一的销售与市场战略的实施，行业的并购整合将提高中国汽车行业的整体竞争力，并支撑其未来的可持续性发展。