

联合 研究报告

2014.11.26

乘用车行业 2014 年度研究报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

乘用车行业 2014 年度研究报告

时间：2014 年 11 月 26 日

报告概要

分析师：

贺苏凝

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）

www.lhratings.com

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。近十年来，中国汽车产业快速发展，产销规模居全球第一，但保有量水平较低，受宏观调控、行业鼓励政策以及用车成本等因素影响而具有一定周期性特征。乘用车作为汽车产业最主要构成，受益于国民消费水平的提升和需求的升级（商用车对政策和经济环境的依赖性更强），产销量增速整体高于行业平均水平，但自主品牌市场份额有所波动。

乘用车企业在经营（合作）模式、产业链完整度、规模效应及品牌溢价等方面的表现对自身盈利、抗风险能力具有重要影响。随着国际资本的引入，中国乘用车产业规模不断提升，尤其是大型整车制造企业零部件自给率高、工艺技术完整、规模效益明显，在产业链中具有较强的话语权；但同时，乘用车产业也存在产业链前后端发展不均衡、自主品牌盈利能力弱、本土零部件供应商核心部件配套能力不足等不利因素。

2013 年以来，国内汽车市场销量增速回升，乘用车生产企业加大布局新车型，产品序列愈加齐全，盈利能力有所改善且处于较好水平，整体偿债能力较强，行业整体信用品质较高，但行业内企业信用基本面有所分化：合资品牌的企业集团凭借产销规模、研发技术、品牌溢价等优势，体现了更强的利润创造能力，维持了相对较低的负债水平，现金流充裕，整体偿债能力强；而自主品牌企业产品以中低端车型为主，下游需求稳定性较弱，市场竞争激烈，负债水平进一步上升且处于较高水平，利润规模较小，整体偿债能力相比合资品牌的企业集团仍有较大差距。

未来看，行业需求主要源于新增购车需求和更新换代需求，在环保等政策性因素的引导下，行业产品系列更加齐全，大量新车型带动需求释放，新能源汽车发展利好突出，行业有望获得一个较为稳定的增长空间。

一、行业概况

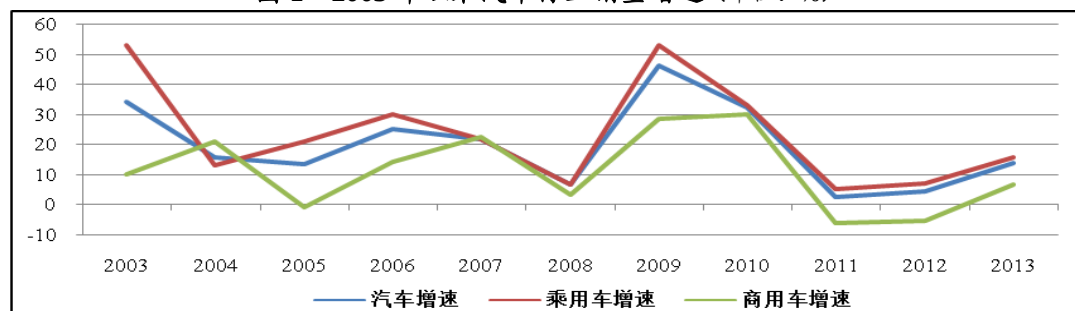
1. 汽车行业整体状况及影响因素

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，是拉动国民经济增长的重要产业。中国汽车工业发展始于五十年代，2000 年后进入快速增长，2007 年成长为全球第三大汽车生产国和第二大消费国，2009 年产销规模跃居全球第一；2013 年，中国汽车行业产销规模已达 2211.68 万辆和 2198.41 万辆，产销量保持世界第一。汽车保有量来看，从 2000 年初很低的保有量，到 2013 年，中国每千人汽车拥有量已快速增至 93.6 辆，保有量实现了快速增长，但仍远低于约 140 辆的全球平均汽车千人保有量。

近十年，中国汽车行业销量增速共历经三轮涨跌：2003~2005 年，国家实施鼓励汽车消费政策，行业销量爆发式增长（增速超过 35%），后期由于原料及油价上涨，市场需求受到抑制，增速大幅回落、步入第一轮回调；2006~2008 年，成本因素弱化、市场需求释放，行业增速重回 20% 以上，之后受宏观经济减速、国际金融危机的不利影响，增幅降至 7% 以下，进入第二轮回调；2009~2012 年，中国政府为拉动内需先后出台降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，行业增速急速拉升至 30% 以上，而后随着相关优惠政策退出，再次步入微增长阶段，增幅落至 5% 以下，为第三次回调；2013 年以来，之前年度回调见底、市场抬头，行业增速再次步入恢复性增长，增幅回升至 10% 以上。

从保有量的持续上升可见，汽车市场的自发性消费需求是支撑行业不断增长的基础性因素；而不同时期内，宏观调控、行业鼓励政策以及油价波动等外部因素通过对消费者购车成本及用车成本的影响，阶段性地抑制或释放了消费需求，造成行业的周期性波动。目前，中国的汽车保有量仍远低于全球平均水平，消费者首次购车的需求以及更新换代的需求将为汽车市场的未来提供发展空间，其中首次购车需求将增加现有市场中的存量客户，更新换代需求将保障现有市场的可持续性发展，而上述需求均依赖于产业技术升级以及新车型的推出。

图 1 2003 年以来汽车行业销量增速（单位：%）



数据来源：根据中国汽车工业协会资料整理

从市场竞争主体的产销规模看，2013 年，国内共有 6 家汽车生产企业（集团）产销规模超过 100 万，其中上汽销量突破 500 万辆、达到 507.33 万辆。从产业集中度看，2013 年，中国汽车销量前 5 名的企业（集团）共销售汽车 1583.10 万辆，占汽车销售总量的 72.01%（同比提高 0.36 个百分点）；中国汽车销售前 10 名的企业（集团）共销售汽车 1943.05 万辆，占汽车销售总量的 88.38%（同比上升 1.04 个百分点）。中国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局，产业集中度较高；近年来在优化产业结构的政策环境下，行业兼并重组稳步推进，有利于整合资金、技术、人才形成集聚效应，增强汽车行业整体竞争力。

表1 2013年中国前十大汽车生产企业销量排名（单位：万辆、%）

排名	公司	销量
1	上汽	507
2	东风	353
3	一汽	291
4	长安	220
5	北汽	211
6	广汽	100
7	华晨	78
8	长城	75
9	吉利	55
10	江淮	51
所占比重		88.38

资料来源：中国汽车工业协会

2. 乘用车子行业

根据中国汽车工业协会执行新的汽车分类标准，汽车分为乘用车和商用车。其中，乘用车包括基本型乘用车（轿车）、MPV、SUV 和交叉型乘用车（包括微型客车及九座位以下的轻型客车）。近年来，乘用车已成为中国汽车产业发展的重要构成，据中国汽车工业协会统计，2013 年乘用车实现销量 1792.89 万辆，占国内整体汽车市场销量的 81.55%。

从排量分布看，由于燃油经济性等原因，乘用车的中档小排量最受消费者欢迎，是乘用车市场主力消费对象，但其受政策影响较明显。2010 年下半年，国家对 1.6L 及以下排量的轿车推出了“节能产品惠民工程”，对第一批进入节能汽车目录的汽车实行 3000 元/台的国家财政补贴优惠，对该车型影响明显：2011 年 1~9 月，1.6 升及以下乘用车月度销售都高于同期，而 10~12 月销量持续低于上年同期。2011 年整年看，受购置税优惠政策取消导致购车成本的上升，1.6 升及以下乘用车销量增速（同比增长 4.00%）低于乘用车增速 1.19 个

百分点，市场份额也有所下降。2012-2013 年，受益于节能汽车推广政策及节约能源、新能源车辆车船税优惠政策，市场平稳发展，销量增速逐步提升；2013 年 1.6 升及以下乘用车销量达 1192.37 万辆，同比增长 14.73%，占乘用车销售市场的 66.51%。

从细分市场看，2013 年，汽车行业销量增速为 13.9%，其中乘用车增速为 15.7%，优于行业总体情况。乘用车子行业中，除交叉性乘用车出现 27.89%的销量下滑外，轿车、SUV 和 MPV 均有不同程度的增长。其中，轿车作为最大的细分市场，当年销售 1200.97 万辆（占 66.99%），同比增长 11.77%，增幅虽低于行业但近三年增长稳定；SUV 销售 298.88 万辆（占 16.67%），同比大幅增长 49.41%，三年来增速持续不断上升、增势稳定；MPV 和交叉型乘用车规模相对较小，销量增速的波动性较大，MPV 在经历 2012 年的回调后出现 164.53%的爆发性增长，主要源于 1~1.6 升排量 MPV 的高速增长，交叉型乘用车持续负增长，其市场主要集中在农村，之前由于国家鼓励政策加大及农村经济活跃度提高而迅速发展，一定程度透支了消费力，而后相关政策到期、需求回落，且路桥费用欠规范、汽柴油价格波动等消费成本加大也分流了部分需求到其他车型。总体看，MPV 和交叉型乘用车的市场规模相对小，下游需求的稳定性较弱。

表2 乘用车各细分市场销量增幅对比（单位：%）

细分市场	2011 年	2012 年	2013 年	2014年上半年
轿车	6.62	6.15	11.77	5.30
SUV	20.19	25.50	49.41	37.10
MPV	11.74	-0.87	164.53	55.40
交叉性乘用车	-11.58	-0.07	-27.89	-16.18
乘用车市场合计	5.19	7.07	15.71	11.20

数据来源：根据中国汽车工业协会资料整理

（1）乘用车市场增速整体高于商用车市场

2005 年（含）之前，中国处于轿车占主导的私人汽车普及阶段、保有量较低，随着家庭购车需求强劲释放，私人汽车增速显著，带动轿车为主的乘用车快速增长（增速始终高于 13%），商用车增速整体低于乘用车、且与乘用车波动趋势相反；2006 年后，商用车和乘用车的波动趋势和振荡周期趋于一致，除 2007 年两者增速基本持平外，其余年份的乘用车增速均高于商用车、且始终处于正向增长，而商用车在 2011~2012 年呈现负增长。

整体看，交通公路、物流以及工程建设需求引导的商用车市场对宏观经济、政策和投资环境的依赖性较强，而扩大内需是中国乘用车市场需求启动和高速增长的主要动力因素。受益于国民消费水平的提升和需求结构的升级，乘用车市场作为汽车市场的主要构成，其销量

增速整体高于商用车，是汽车市场增长的主要动力。

（2）自主品牌市场份额下滑：轿车份额下滑，SUV 和 MPV 市场发力

据中国汽车工业协会统计分析，2013 年，中国自主品牌乘用车销量为 722.20 万辆，同比增长 11.37%，占乘用车市场的 40.28%，市场份额同比下降 1.57 个百分点，但相比其他国别汽车销量规模仍具有较明显的优势；德系、日系、美系、韩系和法系车的市场份额分别为 18.81%、16.35%、12.39%、8.80%和 3.08%。

2013 年，自主品牌乘用车销量为 722.20 万辆，其中：自主品牌轿车销量为 330.61 万辆，占国内轿车市场的 27.53%，市场份额同比下降 0.85 个百分点；自主品牌 SUV 销量为 123.89 万辆，占国内 SUV 市场的 41.2%，市场份额较高，虽较 2012 年份额有所下滑，但 2014 年以来，长城、奇瑞、江淮等自主车企纷纷发力 SUV 市场，上市车型有望达到 20 余款（2013 年仅为 13 款左右），支撑 SUV 市场的发展；MPV 市场规模虽相对较小，但自主品牌占有绝对优势，2013 年市场份额超过 50%，吸引自主品牌车企布局 MPV 市场，产品受众也由商务接待、公司用车拓展至家用用途。

竞争格局方面，2013 年，自主品牌乘用车市场中的竞争主体呈现两极分化：长城、吉利、比亚迪、奇瑞和长安等前五名车企的乘用车年销量均在 40 万辆以上，其中长安更以 77.38%的同比增幅成为增长最为迅速的自主车企；而五名之后的车企销量普遍在 20 万辆左右及以下，与前五名销量有明显差距，其中部分车企销量增速放缓甚至下滑。

总体看，受轿车市场拖累，自主品牌乘用车份额出现下滑，SUV 和 MPV 自主品牌市场份额相对较高，车企纷纷布局 SUV 和 MPV 市场、加大新车型推出力度，对 2014 年自主品牌的增长形成支撑。

（3）2014 年以来新能源汽车爆发性增长

2014 年以来，国务院、国家发改委、工信部、交通部等多部门出台了一系列的新能源汽车补贴政策：7 月通过《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》制定了 2014~2016 年政府机关购买新能源汽车最低比例为 30%并逐年提高；8 月发布的《关于免征新能源汽车车辆购置税公告》宣布自 9 月 1 日起全国正式实施新能源汽车购置税减免政策（相当于 10% 的优惠力度），并于当月底发布第一批“免征车辆购置税的车型目录”。在上述政策的推动下，政策性补贴降低了消费者的购车成本，刺激了消费需求。2014 年 1~9 月，在汽车产销量增幅环比持续回落的环境下，新能源汽车产销量分别实现 38522 辆和 38163 辆，同比分别增长 2.9 倍和 2.8 倍，相比于 2011-2013 年新能源汽车 8159 辆、12791 辆和 17642 辆的销售基数而言，呈现出爆发式增长。根据机动车整车出厂合格证统计，2014 年 9 月新能源汽车产量

同比增长近 11 倍，其中列入《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（第一批）的新能源汽车生产 5691 辆，占 9 月产量的 56%。

二、乘用车行业上下游

1. 上游产业

汽车零部件作为整车制造业的上游行业和汽车工业发展的基础，按照专业化分工程度，其产值约占整车产值的 50%~70%，是汽车工业的重要组成部分。中国的汽车零部件配套体系的建立主要源于两条路径：其一，伴随汽车集团的建立而在其周边设立零部件配套厂（部分企业直接源自集团或者地方国有企业的改制，这类更具备技术积累），这类企业普遍规模较小，自主研发能力较弱，产品趋同，尤其缺乏整车主要总成和关键部件的核心技术；其二，随着国外整车厂商进入中国市场合资设厂，美日欧的零部件供应商也随之进入，虽然在中国具有外资背景的零部件供应商所占比重不高（低于 30%），但其在零部件关键技术方面具有垄断地位，发动机电喷系统、发动机管理系统、ABS、微电机等核心部件的市场占有率较高。

主机厂（整车企业）选择供应商时，由于汽车产品对品质要求严格，一些国际、国家和地区汽车协会组织对汽车零部件产品质量及供应商管理体系提出了标准要求，汽车零部件供应商必须通过这些组织（即第三方认证）和主机厂（即第二方认证）的评审才能被接纳为主机厂全球采购体系的成员。作为主机厂和一级零部件供应商，一般情况下很少选择独家配套的供应策略，而会在确定一个主要供应商的基础上，同时选择多个供应商供货。由于技术壁垒以及合作磨合期较长，主机厂、尤其具有合资背景的主机厂多选取与外方股东具有关联关系的零部件厂商，而技术壁垒性不强的零部件厂商在产业链中话语权很弱。

市场竞争方面，一般来说，整车市场的销量及保有量决定了零部件市场的需求量。截至 2013 年底，中国共有汽车零部件生产企业 10333 家，汽车整车制造企业 345 家，两者比例为 30:1；2013 年平均每家汽车零部件生产企业销售收入约 2.62 亿元，平均每家汽车整车制造企业销售收入约 87.12 亿元，两者比例为 1:33；体现了中国汽车零部件生产企业规模偏小、数量较多的特点，除去具备定向供应资质的外资、合资供应商，中国零部件行业集中度低、品牌较弱，对上下游产业的议价能力较弱，向上受制于钢铁、金属合金等原料供给量和供应价格波动，向下受制于整车企业的成本转嫁，中间受制于国际同行的进入，整体竞争力较弱。

目前看，中国的大型整车生产企业汽车零部件自给率较高（超过 70%），零部件供应主要来自于旗下的全资、控股或参股子公司，纵向一体化体系较为完整；零部件行业处于竞争

激烈,大型企业凭借自身相对充足的研发资金和规模化生产带来的成本摊薄效应而获得一定的竞争优势壁垒。长期看,中国本土的零部件企业的竞争实力有待提高,自身整合能力和技术研发能力将成为其加强自身话语权的重要因素。

2. 下游需求

(1) 终端需求的主要来源

一般来说,乘用车行业的需求主要源于两方面:新增购车需求和更新换代需求。

新增购车需求主要包含首次购车需求以及增购需求,通过汽车保有量的增长来体现。

2013 年,中国乘用车市场每千人汽车拥有量为 63 辆,近年来保有量增速虽快速提升,但保有量水平仍远低于约 140 辆的全球平均水平,相比欧美等发达国家更有较大差距,中国市场仍属普及初期(见下图)。根据盖世汽车网的统计,2014 年中国仅 31 个城市的汽车数量超过 100 万辆,大部分城市和地区的保有量水平仍较低,随着城镇化进程的不断推进,保有量相对较低的三线(含)以下城市新增的购车需求快速上升,并将成为新增需求的主要贡献方。

图2 乘用车市场发展阶段及国际比较



资料来源:国家信息中心

更新换代需求方面,随着近年来城镇化的推进以及居民消费的升级,首次购车后出于升级换代、环保、用途变更等考虑,车主更换旧车、购买新车的需求成为市场需求的又一主力因素;据公安部交通管理科学研究所统计,2014 年中国汽车保有量排名前四的城市分别为北京、重庆、成都和深圳,其保有量均在 290 万辆以上(北京以 537 万辆居首),这类一、二线城市市场饱和度较高,新增购车需求增长相对缓慢,更新换代需求成为其销量增长的重要因素,新车型的推出以及现有车型的技术升级将促使该类需求的释放。

总的来说,中国大型的一、二线城市汽车保有水平相对较高,更新换代需求将成为主导需求;三线及以下城市保有水平相对较低,未来仍具有发展空间。近年来,行业产品系列更

加齐全，大量新车型上市带动需求释放，行业有望获得一个较为稳定的增长空间。

(2) 经销渠道

现阶段，中国汽车市场的经销渠道主要包括汽车专卖店及汽车市场两种，特征如下表：

表3 不同经营模式特点和区别

经营模式	特点	适用汽车类型
汽车专卖店	汽车供应商与汽车经销商签订合同，授权汽车经销商在一定区域内从事指定品牌汽车的营销活动。汽车供应商通常会对汽车经销商的销售方式、宣传方式、服务标准、销售流程、专卖店的形象标识做出要求。汽车经销商通常在同一专卖店中销售同一品牌的产品。汽车专卖店的功能通常包括汽车销售、二手车回收/销售、维修服务、零配件销售、信息反馈。	轿车经销主要采用此经营模式，也有少量的微型面包车及卡车品牌生产商采用此种模式，4S店为轿车专卖店的主要形式
	2S专卖店的功能是汽车销售和维修服务。	
	3S专卖店比2S专卖店增加了零配件销售。	
	4S专卖店比3S专卖店增加了信息反馈。目前大部分汽车制造商按照4S专卖店的要求建设销售网络。	
汽车市场	5S专卖店比4S专卖店增加了二手车回收/销售。	卡车、微型面包车、工程机械等汽车经销主要采用此经营模式
	许多汽车品牌店面集中于一个市场内，提供多种品牌汽车的销售和服务，同时还提供汽车经销的其他延伸服务，如维修、贷款、保险、上牌等，培育经销商自身的品牌。汽车市场由一名主要负责人对市场运作及人员实行统一管理。	

资料来源：中国汽车工业协会

盈利能力方面，汽车经销商的利润主要源于汽车销售、零配件业务及维修养护服务等业务。汽车销售的利润率通常较低（毛利率多在 10%之下，见表 4），随着国内市场竞争加剧，利润率可能进一步降低；服务类业务的利润率相对较高（毛利率在 30~50%之间，见表 4），获得品牌授权的经销商有望提供越来越多的服务，从而获取更多市场份额。近年来，国内土地资源日益紧俏，尤其对于三、四线城市及县级市场，一方面当地汽车保有量相对较低、发展空间更大，另一方面当地客户对价格敏感度较高，单车利润水平有限，该区域的经销商利润较薄，难以承受 4S 店高昂的兴建成本和运营费用。因此，经销商的收入会逐渐延伸至利润率更高的汽车产业链后部，欧美国家的成熟市场已经呈现这种局面，而中国经销商的盈利结构还存在较大差距；未来中国经销商的潜在利润增长点将是提供维修养护类的服务。

表4 2013年汽车经销类企业毛利率情况（单位：%）

公司名称	整车销售	售后业务
庞大汽贸集团股份有限公司	5.95	34.32
中升(大连)集团有限公司	3.31	40.89
新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	4.11	31.29
武汉圣泽捷通物流有限公司	4.55	45.39
润华集团股份有限公司	4.82	50.56
湖北恒信德龙实业有限公司	5.39	47.51

宁夏上陵实业(集团)有限公司	3.93	40.00
芜湖亚夏汽车股份有限公司	2.42	32.94

资料来源：根据公开资料整理

注：上表中售后业务主要包含汽车的维修、养护及配件销售等业务。

3. 汽车金融产业

汽车金融是指消费者在购买汽车需要贷款时，可以直接申请优惠的支付方式，并按照自身的个性化需求来选择不同的支付方式。自 2004 年 8 月 18 日《汽车金融公司管理办法》正式实施起，近十年来，中国汽车销量由 507 万辆增至 2198 万辆，增幅约 300%，而汽车金融的渗透率却仅翻了一番，与国外 70~80% 的消费比重仍有较大差距。目前，中国汽车金融公司数量不多，主要为外资主导，已成立的有上汽通用汽车金融有限责任公司（国内最大一家）、大众汽车金融（中国）、北京现代汽车金融有限公司以及吉利汽车与法国巴黎银行合资成立的汽车金融公司等，2014 年，福田汽车和比亚迪也发布公告称拟成立汽车金融公司，为经销商及终端消费者提供购车金融服务。截至 2013 年末，国内汽车金融公司已发展到 17 家，总资产规模由 2005 年的 60 亿元发展到 2600 亿元；经销商批发贷款从 25.7 亿元增至 556.3 亿元，消费者零售贷款从 12.8 亿元增至 1818.5 亿元。

汽车金融在整个汽车产业的主要贡献是形成产业自身的信用体系和信用数据库，一方面能够通过影响消费者支付方式，将成为汽车公司挤占竞争对手市场份额、寻找新的经济增长点的有效途径；另一方面由于能够直接获取和整合产业下游消费群体的属性、消费特征等信息资源，是汽车企业分析消费者行为的第一手资料。未来，汽车金融将是汽车市场的重要推动力之一。

三、行业关注

1. 钢材与燃油价格波动

钢材是汽车制造的主要原材料，钢价波动容易对汽车企业的盈利水平造成影响。2011 年 9 月以来，中国钢材价格指数持续下降。2012 年 9 月，钢材价格指数跌破 100 点大关，随后指数在 110 点附近震荡，此后钢价一直萎靡不振，2014 年 3 月底，钢材综合价格指数降至 94.83 点。由于世界经济大环境的不稳定给钢材的价格带来极大的不确定性，带来钢材价格波动的加剧，船舶制造业成本管理的难度不断增大，但近期钢材价格的低位盘整给造船企业减轻了一定的成本压力。

图3 2011~2014年3月钢材综合价格指数



数据来源：Wind 资讯

燃油价格波动将影响用车成本，进而影响乘用车消费和需求结构；同时上游塑料、玻璃、橡胶等原材料价格也随原油成本波动而发生变动，间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。中国政府自 2009 年决定实行国内成品油价格与国际原油价格间接接轨的定价机制，近年来国家发改委对成品油价格不断调整；2013 年 3 月 26 日，发改委出台成品油价格形成机制完善方案，将调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日，取消 4% 的调价幅度限制，并调整挂靠油种，国内油价调整机制将更具有时效。从 2014 年下半年油价走势看，截至 11 月发改委再次下调国内成品油限价，国内成品油零售价已出现“八连跌”，油价持续下跌让市场对传统乘用车需求上升的预期增加，对新能源汽车的发展形成压力。但长期看，国际原油产量增长有限，作为稀缺性资源价格仍会趋于上涨，突破一定区域的高油价可能导致潜在消费者放弃购买或购买小排量车替代中大排量车；而新能源汽车随着技术的整体突破，其经济性优势、规模效应逐步凸显，配套设施逐步完备，届时消费者购买该车型将成为一种趋势，新能源汽车对油价波动的敏感性也将弱化。

2. 本土零部件供应商长期缺席全球百强名单

根据《美国汽车新闻》公布的各年全球汽车零部件配套供应商百强名单（根据供应商 2012 年配套市场业务的销售额进行排名），2011 年及之前，汽车产销规模已跃居全球第一的中国一直未能入围，2012~2013 年，中国中信戴卡轮毂制造股份有限公司（分别列 97 位和 92 位）上榜，成为唯一一家跻身百强的中国企业。该榜单中，上榜最多的国家为日本，共 29 家供应商入围，美国与德国分别以 25 家和 21 家排列第二和第三；除中国外，其它仅有一家企业上榜的国家还有意大利、瑞士、巴西、荷兰、英国、比利时、墨西哥及卢森堡。该

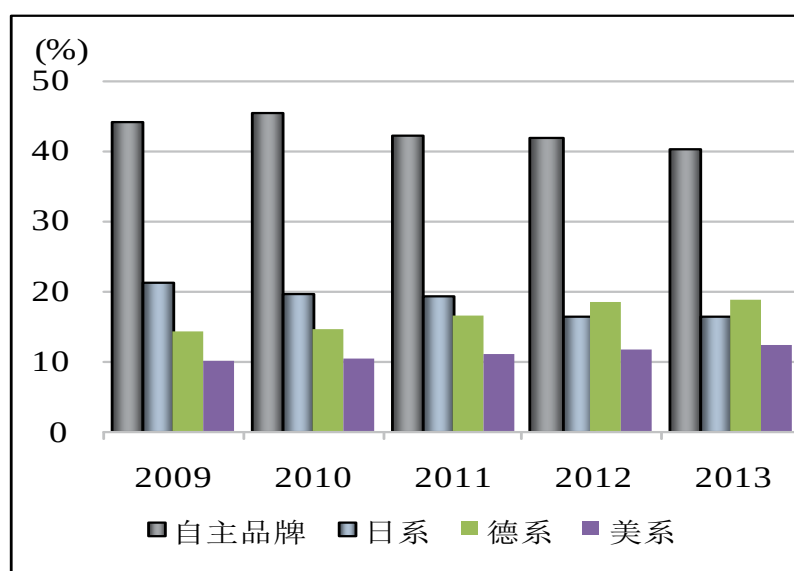
榜单中，德国博世集团连续三年蝉联百强名单榜首，2013 年实现营业额（按照估值）367.87 亿美元，排名 92 位的中国企业中信戴卡轮毂制造股份有限公司同年营业额为 18.81 亿元，仅为博世集团的 5.11%，尚具很大差距。

近年来，国内人工成本上升、钢材价格波动，整车企业出于降低车价赢得市场的考虑，将部分成本压力转移到零部件供应商身上，经销商的收入、利润空间不断受到挤压，用于工艺技术和服务质量提升的投入不能和业务规模向配比，直接导致“关键零部件依赖进口、中低端零部件靠国产”的局面，又进一步加剧竞争，进入了不良循环。

3. 乘用车自主品牌市场份额持续下滑

2013 年，中国乘用车市场中，自主品牌的市场份额为 40.28%，较上年下降 1.57 个百分点；至 2014 年 8 月，自主品牌乘用车市场份额同比已连续 12 个月下滑，8 月当月为 37.1%。2013 年，自主品牌的细分市场中，规模最大的轿车市场的销量同比增长 8.5%，在轿车市场主要派系中增幅最低；SUV 销量同比增长 44.6%，增幅低于国内 SUV 市场整体水平，主要受美系车入市对现有格局的影响（2013 年，美系 SUV 销量实现 25.47 万辆，市场份额已有 8.5%），一方面拉高了 SUV 市场整体的增幅，另一方面蚕食了其他派系的部分市场，导致自主品牌、日系、德系等市场份额均有所下滑；MPV 市场的自主品牌增势较强，2014 年以来各自主车企纷纷布局新车型，但受制于下游需求稳定性较弱，市场发展存在不确定性。

图4 2009~2013年乘用车分国别市场占有率情况



数据来源：中国汽车工业协会

中国加入 WTO 后，跨国汽车公司通过增资、重组和合资等方式进入中国市场，车型、核心技术和零部件多由外方主导，中方企业自主研发和产业链掌控能力较弱。国内以奇瑞、

吉利为代表的自主品牌主要以中低端车型为主，短期内仍不易摆脱溢价能力低、产品系列较少、高端产品不足的困境。同时，受限购政策影响，部分城市、尤其是一线城市的消费结构逐步由中低端产品转向相对高端品牌，消费者对价格的敏感性有所降低，且外资品牌产品、渠道下沉，挤压自主品牌汽车，自主品牌现阶段受困于低端市场的格局短期内难以改变，盈利能力普遍较弱。

4. 新能源汽车销量增长对政策优惠依赖性较强

新能源车的销量增长与中国针对新能源车制定的积极政策有很大关系。自 2014 年 7 月国务院发布《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》以来，免缴车辆购置税等有关新能源汽车推广的扶持政策和刺激政策不断推出，各地政府也相应推出了新能源的推广应用方案。

但目前阶段，新能源汽车市场的增长对优惠政策存在较强依赖，新能源的大规模普及只有回归市场导向才能获得长远发展。从第一大电动车市场的美国的经验看，新能源汽车产业需要高性能锂离子电池材料、动力技术、轻量化技术等关键技术的支持，并提出 5 年收回车辆附加成本的目标（美国 2012 年启动电动汽车国家创新计划《EV Everywhere》），界定了汽车研发、成本回收、定价等的标准。同时，新能源汽车主要有混合动力、插电式混合动力以及纯电动三大动力模式，各动力模式下，都需要零部件供应商在动力系统和控制系统的配套能力的支持。未来，新能源汽车仍存在一定技术、配套设施、定价方面的瓶颈。

5. 发改委落实汽车行业垄断罚单

2014 年 8 月，国家发改委针对日本住友等八家零部件企业价格垄断行为依法处罚 8.3196 亿元（事件：相关企业为减少竞争，以最有利的价格得到汽车制造商的零部件订单），对日本精工等四家轴承企业价格垄断行为依法处罚 4.0344 亿元（事件：相关企业在中国境内销售轴承时，依据经过内部研讨、共同协商的价格或互相交换的涨价信息实施涨价行为），合计罚款 12.354 亿元（其中日立和不二越主动配合调查，被免除处罚），该罚单是中国《反垄断法》实施 6 年以来涉及金额最高的罚单。随后的反垄断调查不断扩围，9 月初，国家发改委对一汽大众销售有限责任公司及部分奥迪经销商在湖北省内的价格垄断行为开出 2.7854 亿元罚单，对克莱斯勒（中国）汽车销售有限公司及其部分上海地区经销商的价格垄断行为开出 3382.41 万元罚单，并针对“浙江保险行业协会组织 23 家省级财产保险公司约定新车保险折扣系数，并根据市场份额商定统一的商业车险代理手续费”对浙江保险协会及涉案多家财产保险公司开出 1.10 亿元罚单。在反垄断调查的作用下，9 月 1 日起，奔驰与雷克萨斯

宣布下调零部件价格，此前，宝马、奥迪、克莱斯勒、捷豹路虎、广丰、广本已经相继宣布下调了零部件或整车价格。

需关注的是，上述反垄断措施主要针对汽车上游及汽车后产业的横向垄断行为，暂未提出针对市场内更具话语权的整车企业在产业链方面是否存在纵向垄断的处罚；考虑到整车企业大多建立了可控制的配件、物流等系统，在关键零部件方面拥有独立、封闭的供应体系，如果整车企业存在对上游市场中调节资源配置的价格机制产生影响的情况，该企业将面临被取证调查和责令整改的风险。同时，已经对外宣布下调价格的企业，在实际执行过程中是否遵从了公布的降价标准和实施范围，降价行为是否具有延续性，都有待进一步的监督和考察。

四、行业政策

1. 节能减排与新能源汽车补贴

2012 年 7 月，国务院在纲领性文件《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020 年）》中提出，到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达 50 万辆，到 2020 年产能达 200 万辆、累计产销量超 500 万辆。

2014 年 7 月，国务院常务会议通过取消新能源车购置税决议，规定自 9 月 1 日至 2017 年底，对获得许可在中国境内销售（包括进口）的纯电动以及符合条件的插电式（含增程式）混合动力、燃料电池三类新能源汽车免征车辆购置税。在工信部公布的首批免征购置税的车型目录中，安徽江淮、东风、比亚迪、重庆长安等公司的 113 种车型上榜；第二批免征购置税新能源车型中，共有 30 家车企的 118 款新能源车入围，仍只针对国产车，新能源车的购置成本进一步下降，接近于传统内燃机车，其一直面临的性价比问题得到了明显缓解。

2014 年 9 月，交通部印发的《交通运输部关于加快新能源汽车推广应用的实施意见（征求意见稿）》显示，至 2020 年，新能源汽车在交通运输业的应用总量达 30 万辆，其中公交、出租车等使用频次较高的交通工具将达 20 万辆和 5 万辆，新能源城市物流配送车将达 5 万辆。同年，国家机关事务管理局等部委联合发布《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》，提出 2014~2016 年，中央国家机关以及纳入新能源汽车推广应用城市的政府机关和公共机构，购买新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于 30%，以后逐年提高。以上两项政策明确了公务用车和公共交通将走向新能源化。

2. 停止实施汽车总经销商和品牌授权经销商备案工作

2014 年 8 月之前, 根据《汽车品牌销售管理办法》的规定, 汽车经销商 (分为汽车总经销商和汽车品牌授权经销商) 取得经营某品牌的资格是整车厂商的授权、并报送国家工商总局备案, 所以整车厂商在销售过程中掌握了更强的话语权, 在投资标准、经销商代理权等方面存在一定门槛。近年来, 多家车企在加强渠道整合上有所动作, 如 2011 年, 奔驰汽车调整之前实行的“两套渠道并行、分别管理”策略 (奔驰中国和北京奔驰两个销售渠道同时存在), 成立统一负责品牌进口车和国产车销售业务的销售公司, 避免了渠道内部竞争, 同时通过品牌授权加强渠道掌控权。

2014 年 8 月, 国家工商总局发布公告称自当年 10 月 1 日起停止实施汽车总经销商和品牌授权经销商备案工作, 该项政策的实行理论上会减弱整车厂商对经销商的管控, 在当前汽车反垄断的背景下, 是否会出现“整车厂商、经销商间架构的重新调整”以及“打破目前汽车经销 4S 店模式独大的局面”仍需相关配套政策及监管的出台, 有待进一步关注。

3. 限购实行、阶段优惠政策退出

自 2011 年起, 小排量汽车购置税减征、汽车下乡补贴、以旧换新等多项阶段性优惠政策已经退出, 对国内汽车市场有所抑制。

为解决城市交通拥堵问题, 部分城市陆续出台限购政策。2010 年 12 月, 北京市政府发布《关于进一步推进首都交通科学发展, 加大力度缓解交通拥堵工作的意见》, 规定北京 2011 年小客车上牌数量限定为 24 万辆, 采用摇号方式分配; 2012 年 7 月, 广州市交通工作领导小组发布“限牌令”试行办法, 对汽车增量分配指标规定为“环保+摇号+竞价”的分配模式, 全市中小客车增量指标为 12 万个; 2013 年 12 月, 天津市宣布在全市实行小客车增量配额指标管理; 2014 年 3 月, 杭州宣布执行汽车限牌政策, 成为第 6 个实施限牌的城市。

限购政策的出台和实施, 影响了部分城市、尤其是一线城市的消费结构, 中低端产品的需求将转向相对高端品牌以求一步到位的消费, 自主品牌汽车的销售压力加大。

五、乘用车企业运营的几大要素

1. 经营（合作）模式

目前, 国内整车企业主要的经营 (合作) 模式分为合资和独资两大类。合资经营包括中外合资和中中合资, 且中方持股比不低于 50%; 由于《汽车产业发展政策 (2009 年修订)》对汽车整车企业 (在出口加工区内投资生产的外资汽车企业不受该限制) 各方持股比的限制,

独资经营只有中方独资一种模式；上述情况外存在一个特例，由于外资汽车生产企业在出口加工区内投资生产出口汽车和车用发动机的项目由于不受上述发展政策的限制，可采用外方控股模式，目前国内仅有本田汽车（中国）有限公司一家外资控股车企，其基地生产的轿车 100%用于出口，该模式不具有代表性，下文不作详述。

中外合资模式起源于上世纪 80 年代的上汽集团与大众汽车集团合资成立上海大众，目前，国内大型汽车集团基本都在现行政策框架下完成了与跨国车企间的合资合作。该模式的特点在于“垂直分工”和“利益分配”两方面：外资方多以输入车型、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，中方在价值链体系和利益分配中处于弱势；但同时，通过与外方合作，中方能有效打开海外市场、吸收产品和技术、提升品牌形象，并缩短资本积累和技术研发周期、获取更高的品牌溢价，提高自身竞争力。中长期看，跨国车企竞争日趋激烈，中国市场成为各方争夺对象，中国企业在竞争和学习中逐步独立、成熟，不断强化自主品牌，并在产品规划、车型开发和采购配套等方面的进一步取得主动性和话语权。

中中合资多植根于自主品牌，自主品牌大致分为“吉利、奇瑞、比亚迪代表的自主成长类”以及“一汽奔腾、广汽传祺代表的吸收外资经验成长类”两大阵营，中中合资多以三种方式实现：第一类通过合资实现，2010 年底，广汽集团（吸收外资经验）与浙江吉奥（自主成长）合资设立广汽吉奥（广汽集团持股 51%），对浙江吉奥原有整车资产（微车、皮卡和 SUV）和业务进行整合，并推出自主品牌传祺的轿车和 SUV 系列；第二类通过并购实现，2013 年底，北汽集团（吸收外资经验）并购江西昌河汽车（自主成长），昌河汽车填补了北汽集团的产能布局空缺，使其产品涵盖从 B 级车到微车以及从轿车到 SUV、MPV 全系列，北汽集团则给昌河汽车带来大规模投资；第三类通过战略合作实现，2012 年底，广汽集团（吸收外资经验）和奇瑞汽车（自主成长）签订国内首个战略联盟合作¹协议，在整车开发、动力总成、研发资源、新能源汽车等多方面开展合作，意在优化成本和共享资源。目前，自主品牌仍存在“引进消化、开发创新方面各自为政”的问题，以市场化方式进行联合开发的案例仍属少数，中中合资模式对自主成长型企业在技术优化、管理规范化、采购集中化及销售渠道共享等方面都有益处，同时有助于中外合资企业培育自有品牌、减少对外资品牌输入的依赖，是自主品牌重要的可持续发展途径。

中方独资的代表为吉利、奇瑞、比亚迪和长城等国资背景或民资背景的本土企业。一方

¹ 理论上说，战略合作由于未涉及合资或并购，不属于中中合资的一种，此处仅作为自主品牌重要的合作模式之一进行分析和举例。

面，企业通过做大产业规模、延伸产业链或通过某一细分领域（如新能源汽车）深入技术开发达到降低成本、提升品牌效益的目标；另一方面，企业开展海外并购，2010 年 8 月，吉利集团完成对福特汽车公司旗下沃尔沃轿车公司的全部股权收购，囊括沃尔沃轿车的核心技术及沃尔沃品牌，并对其实行新的投资。

2. 产业链完整度

从汽车价值链上看，全球汽车产业正呈现出服务化趋势，传统汽车企业正由制造型企业向服务型企业转变。从中国的产业发展看，2009 年 3 月，国家工信部发布《关于加强汽车生产企业投资项目备案管理的通知》，规定“汽车生产企业异地设立分厂必须在兼并现有汽车生产企业的基础上进行”，该项规定主要围绕整车的生产制造设立，体现了中国汽车产业的合资合作主要是以生产制造环节为核心。在国内企业实力弱、市场竞争不够充分时，企业专注于生产制造环节，在形成全面配套体系、健全金融服务、完善售后服务及财务管理等方面存在缺陷，具备一定合理性；随着中国成为世界第一大汽车生产国，国内消费逐步打开，汽车企业将从以整车制造为主的合作模式向全产业链的合作模式进行转变。

随着汽车产业的逐步成熟，产业链两端（设计研发与服务后市场）的价值规模将明显增长、占据更大的话语权。一方面，整车企业通过向产业链上端延伸，建立研发中心，加强工艺技术独立研发能力及合作可能性，保证技术产出以及新车型的供应；另一方面，汽车经销商的业务范围向汽车租赁、设计研发、售后服务等后市场服务产业扩展，根据上文的表 4，现阶段，汽车经销商的收入和利润来源仍以新车销售业务为主，随着汽车保有量的提升，整车生产及零售业务的毛利率将趋向稳定在中等水平，而毛利率较高的售后服务、汽车用品销售以及二手车业务将成为经销商新的利润增长点。作为大型的整车企业集团，全产业链化将成为深度挖掘利润点、增强自身抗风险能力的良好途径。

国际经验来看，当汽车产业由高速发展的成长期转入到中低速增长的成熟阶段后，汽车服务业创造的价值开始超过汽车制造业创造的价值，以汽车租赁、融资销售、汽车保险、设计研发、维护美容等为主要内容的后市场服务将成为汽车产业价值链的主体。近年来，通过引入跨国汽车的合资合作，中国本土企业在制造环境与跨国企业的差距已现缩短，但在汽车研发设计和后端服务领域里仍存在较大差距。未来，向前端研发和后端市场服务延伸和细化将成为行业竞争的重点领域和企业利润增长点。

3. 规模效应及品牌溢价

规模效应是指为了降低边际成本，整车企业通过产能扩充以实现利润最大化，同时，一家公司在同一平台上推出的车型越多，覆盖消费者层面越广，销量增长的稳定性越强，有助于规模效益的进一步发挥。如下表 5，广汽集团、北汽投资和长安汽车等与跨国企业进行合资合作的大型企业集团销量规模较大，具备更明显的规模效益，所以其利润水平和盈利指标（利润总额/净资产）也相对优于比亚迪、奇瑞等经营规模相对小的本土企业。

表5 2013年汽车制造商销量和盈利情况（单位：万辆、亿元、%）

公司	销量	净资产	利润总额	利润总额/净资产
广汽集团	100	340.63	24.56	7.21
北汽投资	103	107.67	55.62	51.66
长安汽车	212	186.40	31.16	16.72
比亚迪	47	248.56	8.32	3.35
奇瑞汽车	47	169.76	8.64	5.09

资料来源：根据公开资料整理

注：上表中的销量为公司及下属合营、联营企业的合计销量。

品牌溢价方面，由于国外一些知名汽车品牌长年来在汽车产业中的良好口碑，其品牌溢价明显高于成长中的自主品牌，品牌溢价属于企业的“软实力”，即在同等配置的情况下，中国自主品牌汽车的售价会不同程度地低于外资或者合资品牌。如下表 6，长安福特、华晨汽车和北京现代等合资企业或以将合资品牌纳入合并的企业，具有更高的品牌溢价，其净利润占营业总收入的比重均在 6%以上，盈利能力相对较强；奇瑞、吉利和比亚迪等自主品牌，其品牌溢价相对低，净利润占营业总收入的比重均低于 3.5%，且比重最高的奇瑞汽车的净利润主要以政府补贴等营业外收入为主要构成，整体盈利能力相对弱于外资或者合资品牌。

表6 2013年汽车制造商销量和盈利情况（单位：万辆、亿元、%）

公司	营业总收入	净利润	净利润/营业总收入
长安福特	841.66	82.18	9.76
华晨汽车	938.93	60.63	6.46
北京现代	1091.11	108.75	9.97
奇瑞汽车	270.47	8.78	3.25
吉利集团	1584.29	24.58	1.55
比亚迪	528.63	7.76	1.47

资料来源：根据公开资料整理

综上所述，公司生产的规模效应决定了边际成本的高低，品牌溢价决定了利润空间的大小，两个因素联合对整车制造企业生产环节的盈利能力产生重要作用。

4. 几大要素影响下的企业效益

公司的经营（合作）模式、产业链完整度、规模效应及品牌溢价三大要素对其盈利水平、抗风险能力均有明显影响。对于一个企业来说，合资合作的经营模式的优势在于，中方企业可以借鉴并学习跨国企业的管理体系、金融体系和技术体系，引进市场表现良好的车型以及配套的售后服务、汽车金融服务系统，延伸产业链、吸引消费群体，并凭借跨国企业的良好口碑提升合资子公司产品的品牌溢价，赚取更丰厚的收益、更好地对抗市场相对低迷时期面临的销量疲软；同时，依靠跨国企业雄厚的资本实力和较大的投资力度发展自身的硬件生产能力和生产水平，提升生产效率、压缩边际成本，进一步释放利润空间。但另一方面，合资合作模式也相应存在风险，由于跨国企业主要以输出车型、品牌、技术、资金、标准、工艺和管理等高级生产要素为主，在零部件关键技术和供应商选取方面具有话语权，所以合资公司对外资方的依赖度较高；如果未来行业政策出现调整，跨国企业处于自身利益需求而改变现有的输出模式，会对合资公司的经营和盈利造成较大的影响。

未来，本土企业间寻求合作、资源共享将成为重要发展方向，能够分享具有合资背景企业的国际先进经验，共享采购及销售平台，降低对外资的品牌、技术依赖性，强化自有品牌。

六、发债企业信用分析

本部分选取了 6 家在公开市场中发债的汽车企业为样本，对其信用状况进行分析。

6 家样本中，从股东背景来看，广汽集团、长安汽车、北汽投资和奇瑞汽车均为国有控股类企业，其中长安汽车的实际控制人为国务院国资委全资持股的中国南方工业集团公司，另外三家的实际控制人均为当地的市国资委；吉利集团和比亚迪为民营类企业，实际控制人分别为李书福（持股 90%）和王传福（持股 24.24%）。从核心经营品牌来看，广汽集团、长安汽车和北汽投资三家企业的经营利润主要源于旗下的合资品牌（下称“A 类样本”），如广汽集团的广汽本田和广汽丰田、长安汽车的长安福特、北汽投资的北京现代；而吉利集团、比亚迪、奇瑞汽车的经营利润主要来源于自主品牌（下称“B 类样本”）。

从经营规模看，A 类样本的三家企业在 2013 年的销量均突破 100 万辆，具备一定的生产规模；B 类样本的三家企业在 2013 年的销量在 50 万辆左右，整体低于 A 类样本。一方面，汽车制造业为资金密集型行业，经营规模的大小是反映企业竞争优势的重要因素之一，A 类样本在资金实力和投资力度方面占优；同时，规模效益体现为单位边际成本的下降以及对上游议价能力的加强，最终表现在利润水平的提升，A 类样本在规模效益方面也占优。

从资产规模、资本结构和盈利水平三个方面来对比分析 A、B 两类企业。资产规模方面，作为规模效益明显、资金密集型行业，两类企业的资产、权益规模较大，近年稳定增长；相比之下，A 类企业由于主要合资公司未纳入合并范围，总资产规模小于 B 类企业，但受益于投资力度较大，A 类企业 2013 年总资产的同比增速略高于 B 类企业。资本结构方面，A 类样本中，三家企业除长安汽车资产负债率较高（2013 年为 65%），余下两家均保持在相对较低的范畴（2013 年分别为 41.06%和 22.46%）；B 类样本中，三家企业的资产负债率均在 67~75%的高位区间，对外筹资缓解资金压力的情况较明显。盈利水平方面，随着汽车行业由低速增长步入增速回升通道，两类企业的利润总额和净资产收益率均呈快速增长，A 类样本虽然销量较高，但营业收入很少，主要由于其经营主体为下属的合资公司，合资公司的盈利通过投资收益反应，投资收益贡献了绝大部分的利润，所以无论从绝对指标（利润总额）还是相对指标（净资产收益率），A 类样本整体水平高于 B 类样本；剔除股权转让、金融资产等非经营性因素，A 类企业的投资收益体现了更好的稳定性²，一方面，合资品牌的外资方具有一定历史和市场地位，相应产品的溢价水平高于自有品牌，单位产品盈利能力相对较强，另一方面，A 类企业投资收益多源于主业经营，具有可持续性。

表7 样本企业近年来资产规模和资本结构的对比（单位：亿元、%）

发行人	主体级别	总资产			权益			资产负债率		
		2012 年	2013 年	变动率	2012 年	2013 年	变动率	2012 年	2013 年	变动率
经营主体为合资企业										
广汽集团	AAA	493.82	577.90	17.03	320.12	340.63	6.41	35.18	41.06	5.88
长安汽车	AAA	461.18	533.65	15.71	153.91	186.40	21.11	66.63	65.07	-1.56
北汽投资	AA+	122.62	138.86	13.24	94.07	107.67	14.46	23.28	22.46	-0.82
自主品牌										
吉利集团	AA+	1132.62	1261.62	11.39	298.57	323.62	8.39	73.64	74.35	0.71
比亚迪	AA+	687.10	763.93	11.18	241.44	248.56	2.95	64.86	67.46	2.60
奇瑞汽车	AA	639.33	661.81	3.52	168.82	169.76	0.56	73.59	74.35	0.76

数据来源：根据公开资料整理

注：1.重庆长安汽车股份有限公司和比亚迪股份有限公司的主体级别为公司债评级的主体级别。

2.上表中，除奇瑞汽车股份有限公司的评级展望在 2014 年 6 月的跟踪评级中由稳定调为负面，其余企业评级展望均为稳定。

表8 样本企业近年来收入、利润情况的对比（单位：万辆、亿元、%）

发行人	主体 级别	整车 销量	营业收入			投资收益			利润总额			净资产收益率		
			2012 年	2013 年	变动率	2012 年	2013 年	变动率	2012 年	2013 年	变动率	2012 年	2013 年	变动率
经营主体为合资企业														
广汽集团	AAA	100	129.64	188.24	45.20	26.44	39.95	51.10	10.00	26.46	164.60	3.33	7.47	4.14

²吉利集团和奇瑞汽车 2013 年的投资收益对利润总额的贡献相对较高（2013 年投资收益分别占利润总额的 36%和 525%），主要依赖于当年发生的非可持续性因素，吉利汽车的投资收益主要源于沃尔沃外汇套期保值实现的交易性金融资产收益，奇瑞汽车的投资收益主要源于处置河南公司、瑞庆投资、汽车金融公司股权等产生的收益。

长安汽车	AAA	212	294.63	384.82	30.61	18.69	45.07	141.14	13.27	33.16	149.89	9.19	18.61	9.42
北汽投资	AA+	103	1.61	0.23	-85.71	47.20	55.83	18.28	46.56	55.62	19.46	47.70	51.42	3.72
自主品牌														
吉利集团	AA+	55	1548.95	1584.29	2.28	0.47	11.00	2240.43	11.74	30.75	161.93	3.63	7.60	3.97
比亚迪	AA+	47	468.54	528.63	12.82	-0.11	-0.48	336.36	2.91	8.32	185.91	0.88	3.12	2.24
奇瑞汽车	AA	47	301.47	262.77	-12.84	2.12	45.36	2039.62	4.33	8.64	99.54	1.84	5.17	3.33

数据来源：根据公开资料整理

注：同表 7

现金持有量方面，汽车行业作为资金密集型行业，6 家样本公司的现金类资产均保持在较高的水平，仅有北汽投资一家现金类资产较少（其资产负债率也在 6 家样本中最低，有息债务很少），其他企业为 55~350 亿元不等，以应对潜在的投资机会和并购机会，或以票据形式存在以支付零部件供应商大批量供货的采购支付，同时以备在与其他企业的法务纠纷等突发事件产生的现金需求。

长期偿债指标方面，由于负债水平整体较高、利润规模相对较小，A 类样本企业在 EBITDA 对债务本息覆盖程度方面总体优于 B 类企业，其中广汽集团 EBITDA 对债务本息的覆盖度在 A 类样本中较低，但其现金持有水平较高、资产流动性较强，现金类资产/总资产在 6 家样本中处于最高水平，以弥补 EBITDA 覆盖度的不足。从 2013 年的同比变动情况看，A 类企业的偿债指标均呈现好转，而 B 类企业除比亚迪指标略有好转之外，偿债指标均出现不同程度的弱化。

表9 样本企业近年偿债能力指标比较（单位：亿元、%、倍）

发行人	主体级别	现金类资产			全部债务/EBITDA			EBITDA 利息倍数		
		2012年	2013年	变动率	2012年	2013年	变动率	2012年	2013年	变动率
经营主体为合资企业										
广汽集团	AAA	156.33	193.04	23.48	5.27	3.60	-1.67	4.20	6.64	2.44
长安汽车	AAA	135.64	155.54	14.67	4.57	2.81	-1.76	18.50	24.87	6.37
北汽投资	AA+	11.66	7.07	-39.37	0.33	0.27	-0.06	49.62	71.29	21.67
自主品牌										
吉利集团	AA+	260.23	347.96	33.71	2.44	2.86	0.42	14.13	10.22	-3.91
比亚迪	AA+	74.15	109.67	47.90	5.84	6.58	0.74	3.20	3.95	0.75
奇瑞汽车	AA	88.70	57.90	-34.72	11.54	9.47	-2.07	4.52	3.26	-1.26

数据来源：根据公开资料整理

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

整体看，2013 年以来，汽车行业在经历了近两年的低速增长后，市场销量增速回升，乘用车生产企业加大布局新车型，产品序列愈加齐全，盈利能力有所改善且处于较好水平，整体偿债能力较强，行业整体信用品质较高，但行业内企业信用基本面有所分化：合资品牌的企业集团凭借产销规模、研发技术、品牌溢价等优势，体现了更强的利润创造能力，维持

了相对较低的负债水平，现金流充裕，整体偿债能力强；而自主品牌企业产品以中低端车型为主，下游需求稳定性较弱，市场竞争激烈，负债水平进一步上升且处于较高水平，利润规模较小，整体偿债能力相比合资品牌的企业集团仍有较大差距。

七、行业展望

行业环境方面，目前，国内一线城市汽车保有水平相对较高，更新换代需求将成为主导需求；二、三线城市保有水平相对较低，未来一段时间内新增购车需求仍将是主导。同时，行业产品系列更加齐全，新车型不断推出，能够从产品方面推动市场消费需求的释放，尤其是在近年频繁释放优惠政策、部分城市限购以及燃油价格震荡上涨的大环境下，新能源汽车的 8-9 月的产销规模进入一轮小高潮，对汽车行业整体规模扩大、产品多元化有一定促进。

市场的周期性方面，根据国内二手车市场以及 4S 店的研究结果显示，车主平均换车周期在 5~8 年，会随着政策变动以及整车价格调整等因素而在范围内有所波动，中国乘用车市场最近的两轮高速增长分别发生在 2006~2007 年以及 2009~2010 年，分别距今 8 年和 5 年，目前正处于两轮高增长长期带来的更新换代高峰的叠加，在行业环境相对稳定的情况下，若政策层面不发生较大调整，在短期的未来，汽车行业销量的增速有望维持在一个相对 10%左右的增速水平，市场中的新车型、升级车型也将成为业绩增长的主导力量，自主品牌也将以 SUV 车型作为发力点，改善现有自主品牌份额下滑的态势。长期的未来看，中国的汽车保有量在达到发达国家的较高水平后，整体汽车行业的增速才会进入一个稳定、低速的增长，届时更新换代需求将成为主导。

合资模式方面，广汽集团和奇瑞汽车作为国内首个战略联盟合作关系具有一定示范意义，开拓了兼并重组以及成立合资公司外的第三种本土企业的合作模式；同时，随着汽车行业呈现出服务化趋势，企业间的合作的将不仅局限于工艺技术和经销渠道的共享，而是扩展为整条产业链的资源共享。

新能源汽车方面，作为 2014 年以来利好政策最为倾向的车种之一，政策释放后强力拉动市场，未来在公务车、公共交通和私人消费等方面均具有广阔的发展空间。但一方面，企业不能依赖补贴优惠，应从政策拉动转向技术攻关，打开市场的同时巩固市场；同时，由于新能源汽车不再使用传统的发动机、变速器、传动系统等核心部件，而是使用电池、电机、电控等电气类部件（如，比亚迪以生产电池起家），所以除了整车企业需要技术研发外，零部件供应商在动力系统和控制系统的配套能力也要跟上，探索产业联盟方式取得共同发展。

目前新能源汽车的销量规模仍较小、市场有待进一步成熟，随着补贴政策未来逐步推出，新能源的大规模普及只有回归市场导向才能获得长远发展。

未来，本土企业间寻求合作、资源共享将成为重要发展方向，尤其是自主品牌在零部件配套、车型开发、产业链延伸、产业规模等方面有待加强，新能源汽车将成为未来一个重要的发力方向，但企业在技术储备、配套能力、客户认可等方面仍需一段时间来过渡。