

2017年汽车行业信用展望

2017 年 11 月 2 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

2017 年汽车行业信用展望

作者：联合资信 工商一部 贺苏凝

摘要

中国汽车市场多年来产销保持全球首位，汽车销量始终保持增长，增速呈周期性波动。购置税优惠政策、供给侧改革、房地产开发投资增长等多重因素引导消费需求的释放，中国汽车市场于 2016 年增速重回两位数，2017 年 1~9 月增长稳定，商用车市场景气度回升。

整车制造行业成熟度高、规模效应明显，市场格局基本稳定，龙头企业维持了较强的盈利能力和经营获现能力，下游景气度提升带动了汽车零部件企业业绩向好，部分零部件企业依托资本市场，通过并购等方式扩大业务布局。近期的风险事件主要集中于新能源“骗补”事项以及 2017 年以来部分合资品牌的业绩波动，前者引发了对于相关企业在销售收入、潜在减值、垫资压力等稳定性的担忧。

短期的未来看，购置税优惠的逐步推出和新能源推广补贴的退坡将使乘用车市场步入低速增长，价格战持续；煤炭、钢铁等基础行业景气度回升为商用车销量增长提供条件，目前商用车库存处低位，仍有一定增长空间；受益于重卡行业回暖以及庞大的乘用车配套需求，零部件行业集中度有望提升。市场可能面临的压力主要集中于新能源产业持续发展、市场监管和营运资金压力以及乘用车价格战、小排量汽车消费透支、商用车企业或有负债清理等。

一、行业运行概况

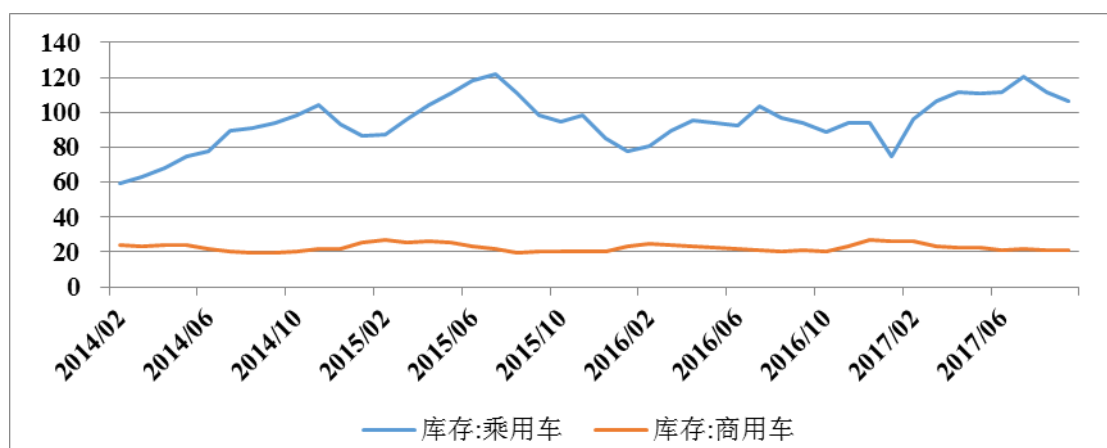
汽车行业具有产业集中度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，截至 2016 年底，中国汽车产销规模已连续 8 年居全球第一，国内千人汽车保有量已达 140 辆（全球平均 160 辆），城镇化以及国民消费升级带动中国汽车销量持续增长，但增速呈周期性波动。

2016 年，中国汽车产销分别完成 2811.9 万辆和 2802.8 万辆，同比增长 14.5%和 13.7%，较上年提升 11.2 和 9.0 个百分点；乘用车和商用车分别完成销量 2437.7 万辆和 365.1 万辆，受益于购置税减半、新能源推广政策以及煤炭、钢铁等基础行业景气度回升对物流运输的拉动，销量同比增长 14.9%和 5.8%。2017 年 1~9 月，中国汽车产销分别完成 2034.92 万辆和 2022.45 万辆，同比增长 4.77%和 4.46%，比上年同期减缓 8.48 个和 8.71 个百分点，乘用车和商用车分别完成销量 1715.05 万辆和 307.40 万辆，同比增长 2.38%和 17.85%。

中汽协官网披露，中国汽车行业 15445 家规模以上企业主要经济指标快报显示，2016 年汽车行业亏损家数有所减少，主营业务收入提升较快，利润总额稳步增长；2017 年 1~8 月的主营业务收入和利润总额增速均小幅回落。

库存方面，汽车经销商库存系数自 2016 年 2 月起震荡下行，2017 年以来出现明显增长，6 月达到 1.75 的高点后逐步回落，9 月重回 1.21（略高于上年同期），自主品牌库存系数始终处于相对高位（9 月为 1.46），合资品牌整体优于自主品牌（9 月为 1.06）。值得一提的是，商用车在 2016 年 1~11 月库存量保持稳定，12 月出现明显提升，2017 年以来持续回落，6~8 月稳定在 21 万辆左右的相对低点。

图1 近年来中国汽车库存情况（单位：万辆）



数据来源：Wind 资讯-根据新闻整理

二、细分行业分析

乘用车

2016 年，中国乘用车销量占汽车总销量的 87%，中国品牌份额最高（占 43%），德、日、美、韩、法系分别占 18.50%、15.55%、12.16%、7.35%和 2.64%；由于燃油经济性等原因，中档小排量车型成为市场主力，但受政策引导明显。2017 年以来，乘用车销量延续增长态势，但受小排量乘用车购置税优惠政策“退坡”影响，增速明显回落。

表1 2016年及2017年1~9月各类乘用车的销售量及其同比变动情况（单位：万辆、%）

时间段	轿车	MPV	SUV	其他	合计
2016 年	1214.99	249.65	904.70	68.35	2437.69
同比	3.67	18.50	45.44	-37.81	15.28
2017 年 1-9 月	831.85	145.09	696.19	41.91	1715.05
同比	-1.45	-17.05	16.05	-25.51	2.38

数据来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

注：上述车型均包含相应类别非完整车辆的销量。

商用车

商用车近年市场波动明显，2014~2015 年销量持续下滑，2016 年，房地产开发投资增速回升，快递物流需求持续，煤炭、钢铁等工业品价格回升带来运输需求，销量增长 5.8%，但客车压力始终存在，轻客销量持续回落；2017 年 1~9 月，货车行业增速进一步推高，轻客降幅趋缓，但由于新能源补贴“退坡”导致市场阶段性观望，大、中型客车销量自下半年才有所恢复，客车仍延续下滑态势。

新能源汽车

2016 年，中国新能源汽车产销分别完成 51.7 万辆和 50.7 万辆，增幅超 50%；纯电动汽车产销分别完成 41.7 万辆和 40.9 万辆，同比增长 63.9%和 65.1%；插电式混合动力汽车产销分别完成 9.9 万辆和 9.8 万辆，同比增长 15.7%和 17.1%，混合动力商用车是唯一销量下降的车型。2017 年 1~9 月，新能源汽车产销 42.40 万辆和 39.80 万辆，同比增长 40.40%和 37.73%；纯电动汽车产销 34.80 万辆和 32.50 万辆，同比增长 51.97%和 50.46%，插电式混合动力汽车产销 7.60 万辆和 7.30 万辆，同比小幅增长或持平；市场在一季度出现观望后逐步恢复，但混合动力车和客车的市场态势仍不明朗，单月销量同比基本持平。

汽车零部件

大型商用车企业的核心部件自配套能力强，具备发动机、变速箱等产能，客车企业的新能源电池目前仍以外购为主。不同国别的乘用车品牌的配套体系间存在一定程度的“隔离”：自主品牌供应商较多，但供应商在整车研发中参与度偏低；日韩系、欧系品牌供应商较少，前者多为日韩独资供应商，后者多为合资供应商，研发参与度相对高；美系品牌中多由独立的合资供应商供货，研发参与度偏低。

外资或合资供应商盈利能力相对较强，近年来，随着激烈竞争引发的品牌下沉和环保标准趋严，汽车核心配件逐步实现国产化率，车用锂电池供货能力提升，本土的大型零部件供应商获得良好增长。

三、行业政策及关注

减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税

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”通知，购置税优惠逐步退出，使得 2017 年以来的小排量乘用车增速低于乘用车市场。2018 年作为“优惠退出”的首年，相应企业可能会调整新车型的布局。

乘用车市场竞争激烈，部分品牌市场波动

2017 年以来，乘用车市场增速明显下滑，中国品牌乘用车销量同比增长 4.01%，跑赢市场平均水平的 2.38%，市占率比上年同期提升 0.67 个百分点至 42.89%；他国品牌中，日系品牌呈较快增长，德、美系品牌增速略低，韩、法系品牌销售压力较大，一定程度受外部环境以及细分市场竞争的影响。同时，市场中的中高端品牌降价情况延续，销售渠道进一步下沉，在钢铁、铝材等基础材料以及人力成本上涨的环境下，自主品牌的价格优势、配套体系成本优势有所弱化。

商务部正式发布《汽车销售管理办法》

自 2017 年 7 月 1 日起施行的《汽车销售管理办法》（下称“《办法》”）提出放宽汽车经销市场准入，推动销售、售后分离，降低经销商投资门槛和营运开支，利好汽车经销行业。

短期看，运作成熟的“以 4S 店为标志的品牌授权经营”仍将是市场主要业态；对于在产业链中占据主导地位的整车厂商，《办法》的施行可能会倒逼其压缩配套零部件销售业务的利润水平，但整车厂商为保护品牌，会更倾向于前期在合约中细化条款，以及从供货节奏（车型、数量等）方面对经销商施行限制，其在产业链中的支配地位在短期内不易改变。

新能源政策趋紧，骗补核查严密

2015 年 4 月发布的《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 12 月发布的《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》提出设置中央和地方补贴上限，补贴的“退坡时间表”已明确。同时，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》并开展专项核查，工信部分批公布了对违规企业的相应处罚并责令整改，并于 2017 年初发布《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》，要求资质申报企业具备“汽车生产企业资质、设计开发能力及售后服务能力”等多项条件。

目前看，提高新能源汽车的厂商准入门槛已是必然趋势；但对大型汽车集团下属企业等情况的审批程序予以简化，也为具备条件的潜在厂商提供了快速进入的机会；并通过建立信用数据库增加企业失信成本，进而维护产业良好运营环境。

新能源汽车盈利严重依赖财政补贴

目前阶段，政策因素仍是影响新能源汽车市场增长的最核心因素之一，对进入该领域的汽车厂商，起到支撑利润、缓解研发压力和电池成本压力，为企业完善产业配套提供过渡期，部分细分市场的竞争格局随之出现变动。

目前已逐步度过过渡期，新能源电池供应大幅提升，电池购买成本有望回落；关注“利润严重依赖财政补贴、尚未形成有效的销售渠道（依赖融资租赁、下游渠道薄弱、依赖关联交易等）、供应体系不稳定”的厂商的收入增长稳定性、补贴资质、融资结构及成本等。

四、发债企业信用分析

存续债券概况

截至 2017 年 9 月 30 日，汽车整车和零部件行业存续信用债 107 只（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），发行总额 1326.06 亿元，余额 1309.02 亿元，债券期限以中长期为主，其中发行期限超过 2 年（含）的债券 95 只；涉发行人 36 家，除北京奔驰汽车有限公司和戴姆勒股份公司无主体级别外（以下分析将不含），其余 34 家发行人主体级别集中于 AA~AAA，均有历史发行记录，中央及地方国有背景的发行人所占比重略高。

表2 所发债券尚在存续期的发行人级别分布情况-按细分行业（单位：家）

主体级别	合计	整车	零部件(不含轮胎)	轮胎
AAA	13	9	4	-
AA+	7	4	3	-
AA	12	3	4	5
AA-	2	-	2	-
合计	34	16	13	5

资料来源：联合资信整理

说明：上述发行人主要按照贡献利润的主要业务板块来进行行业划分。

发行人级别迁徙

近年来，发行人主体级别提升多发生于 2015 年（公告 2014 年度审计后），后续的新能源产业爆发、企业业绩持续攀升等因素也支撑了少量企业的级别跃迁。值得一提的是，商用车领域易受宏观经济环境以及基建、房地产等外部投资的影响而具有强周期性，但考虑到客车、重卡等细分行业集中度较高，发行人市场地位明显，具备较强的抗风险能力、获现能力和自配套能力，大部分企业在周期内仍能保持稳定的信用水平。

2016 年，汽车市场再度步入较快增长，同时利好了具有一定规模的上游配套企业（尤其重卡/轻卡发动机、轴承、轮毂、传动系统），2017 年已在公开市场披露的级别提升共涉 3 家发行人¹（2 家整车企业和 1 家零部件企业）。

发行人财务概况

整车制造——乘用车（11 家）：1.整体呈现出“资产规模较大、利润分化明显、货币充裕”特征，由于业内“合资企业贡献利润”情况普遍，导致部分样本的收入、利润规模匹配度低；发行人于 2016 年末的资产负债率和全部债务资本化比率均值分别为 61.32%和 43.87%，债务负担整体可控。2.除 1 家 2016 年营业收入下滑外，其余均正向增长，55%的发行人收入增速超过 20%；利润涨跌存在分化，55%的发行人利润增幅超 30%，18%的发行人利润跌幅超 35%。3.已披露 2017 年半年度数据的发行人中，营业收入同比均持平或增长，而利润却是涨跌各半，在市场增速下滑的时期内，发行人盈利情况进一步分化。

表3 不同级别乘用车企业2016年底/度的财务指标对比（单位：亿元）

级别	指标	货币资金	总资产	总负债	全部债务	营业总收入	利润总额
AAA	中位数	300.22	1444.22	963.25	404.42	1087.53	80.89
	均值	291.49	1465.92	941.92	364.82	1064.02	99.42
AA+	中位数	85.93	465.68	317.96	242.71	150.17	14.66
	均值	85.93	465.68	317.96	242.71	150.17	14.66
AA	中位数	62.47	536.45	403.33	241.51	220.05	1.56
	均值	62.47	536.45	403.33	241.51	220.05	1.56
整体	中位数	213.17	858.02	581.21	314.37	495.95	69.07
	均值	231.16	1205.99	787.27	331.30	827.49	73.92

资料来源：联合资信整理

说明：上表中中位数与均值相同的情况，主要是同级别样本数量仅为 1~2 家。

整车制造——商用车（5 家）：1. 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，且多为国有企业，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；发行人于 2016 年末的资产负债率和全部债务资本化比率均值分别为 63.43%和 35.48%，有息债务负担整体可控。2.2016 年以来货车市场逐步复苏，客车市场仍存下行压力，但新能源财政补贴仍可支撑利润，除 1 家发行人收入略有回落外，其余发行人收入增速均超 18%；利润变动有分化，有 60%的发行人增速超 28%，出现利润下滑的原因主要是产品降价、非经营性损益减少等。3. 据已披

¹ 16 金龙汽车 CP001 的发行人主体信用等级于 2016 年 10 月被列入信用观察名单（已兑付）；除外，公开市场目前尚不涉及级别调降。

露的 2017 年半年度数据，客车企业收入、利润均同比回落，货车企业业绩相对稳定，但竞争导致的毛利压缩、费用上涨仍对利润形成压力。

表4 不同级别商用车企业2016年底/度的财务指标对比（单位：亿元）

级别	指标	货币资金	总资产	总负债	全部债务	营业总收入	利润总额
AAA	中位数	44.93	482.67	297.53	106.20	376.85	59.39
	均值	44.93	482.67	297.53	106.20	376.85	59.39
AA+	中位数	113.53	539.13	348.47	122.48	375.07	10.23
	均值	93.62	528.56	341.61	131.70	400.54	10.19
AA	中位数	13.16	80.82	54.97	20.63	92.57	6.96
	均值	13.16	80.82	54.97	20.63	92.57	6.96
整体	中位数	44.93	482.67	297.53	106.20	375.07	10.23
	均值	67.79	429.83	275.47	104.38	334.21	19.38

资料来源：联合资信整理

说明：上表中中位数与均值相同的情况，主要是同级别样本数量仅为 1~2 家。

汽车零部件（18 家）：1. 各发行人在主导产品、核心技术、市场地位、股东背景等方面差异较大，部分已形成多元化模式，大部分细分市场竞争激烈，AA+（含）以下的发行人整体规模相对小，易受下游市场波动影响。2. 非轮胎类发行人于 2016 年末的资产负债率和全部债务资本化比率的均值分别为 59.37%和 39.51%，轮胎类发行人上述均值分别为 57.86%和 45.84%，有息债务负担整体可控。3. 受益于下游整车行业景气度提升，除 2 家发行人利润下滑外，其余发行人 2016 年营业收入和利润总额均呈现增长。

表5 不同级别零部件（不含轮胎）企业2016年底/度的财务指标对比（单位：亿元）

级别	指标	货币资金	总资产	总负债	全部债务	营业总收入	利润总额
AAA	中位数	255.81	1,437.72	986.27	317.88	1,037.92	44.84
	均值	221.20	1,270.55	884.71	315.77	871.25	56.87
AA+	中位数	13.67	153.22	95.56	25.24	103.25	7.85
	均值	15.13	139.35	81.47	28.76	116.72	9.04
AA	中位数	9.75	94.20	41.75	25.96	42.72	5.92
	均值	28.49	152.17	84.93	48.41	75.54	5.93
AA-	中位数	30.88	82.94	68.66	41.67	45.01	2.56
	均值	30.88	82.94	68.66	41.67	45.01	2.56
整体	中位数	18.44	153.22	96.87	46.02	103.25	8.09
	均值	85.07	482.68	327.72	125.10	325.18	21.80

资料来源：联合资信整理

说明：上表中中位数与均值相同的情况，主要是同级别样本数量仅为 1~2 家。

表6 不同级别轮胎企业2016年底/度的财务指标对比（单位：亿元）

级别	指标	货币资金	总资产	总负债	全部债务	营业总收入	利润总额
整体/AA	中位数	15.34	105.68	50.16	39.90	91.42	4.46
	均值	18.96	113.48	57.90	44.89	92.92	7.04

资料来源：联合资信整理

五、行业信用展望

中国汽车市场规模庞大，经历了 2016 年的消费释放后，固定资产投资增长以及优惠政策调整对目前阶段的市场走向形成了重要影响，乘用车市场增速放缓、商用车阶段性回升、环保升级（油品标准跃迁、新能源推广）的状态仍将延续；为应对竞争、稳定份额，企业将布局于横向及纵向收购、新能源产业建设、消费金融、智能汽车及物联网等，届时也将发生新的融资需求。未来主要关注新能源产业的良性发展、市场监管和营运资金压力，以及乘用车价格战、小排量汽车消费透支、商用车企业对历史形成的或有负债的清理等。

目前，发行人存续的债券主要以中长期为主，在 2017 年增速放缓的大环境下，处于垄断、寡占地位的龙头企业有望获得更多的资本和市场资源，细分市场内的分化将持续，整体看，发行人仍将保持合理的债务负担及稳定的盈利。综上，联合资信认为汽车行业信用风险较低，展望为“稳定”。