

乘用车行业研究报告



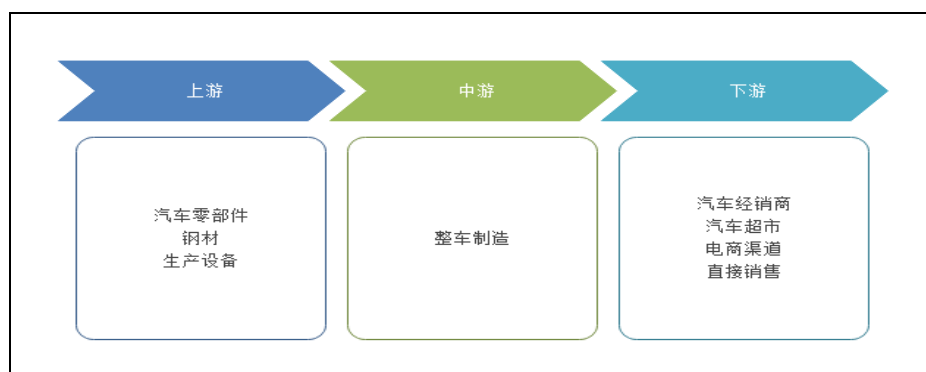
摘要

2018 年以来，中国经济增长面临的下行压力有所加大，汽车制造业投资增速依旧维持在低位水平。上游钢材价格高位震荡，下游居民杠杆率提升导致乘用车购买能力下降，购置税优惠等扶持政策退出，削弱了消费者的购买意愿，贸易摩擦等因素加剧了部分消费者的观望情绪。综合作用下，2018 年中国汽车产销趋势首度转为负增长，2019 年以来仍延续下滑态势。乘用车行业在景气度偏低的时期出现了明显的消费结构调整，在豪华品牌销量保持两位数增长的同时，以中低端车型为主的自主品牌市场占有率快速下滑，行业内部结构分化明显，行业进入调整期。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，导致大部分乘用车制造行业发行人的债务水平有所上升但有息债务负担仍属可控，企业盈利能力呈现两极分化且经营获现水平弱化。总体看，2019 年行业发展形势未见明显改善，行业调整期内，各方面资源将进一步向头部企业集中，尾部企业面临较大的整合风险；从中长期来看，相对较低的人均保有量和工艺技术的不断提升，将推动行业继续增长。综合评估，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为乘用车制造行业信用展望为稳定。

一、行业概况

乘用车制造行业的上游是零部件、钢铁及生产设备等制造企业，下游主要通过汽车经销商、汽车超市、电商平台等渠道最终销售给个人或企业用户。整车制造企业在产业链条上处于核心位置，具有较强的话语权。

图 1 整车产业链

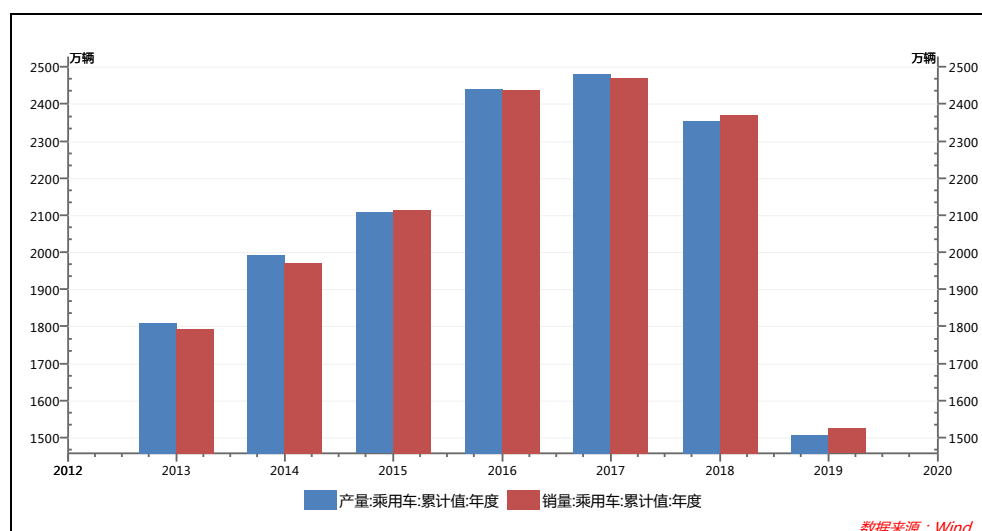


资料来源：联合资信整理

根据公安部统计数据，截至 2018 年底，中国的汽车保有量达 2.40 亿辆，相比上年底增长 10.51%；其中，私人汽车保有量为 2.07 亿辆，相比上年底增长 10.89%。截至 2019 年 6 月底，中国汽车保有量达 2.50 亿辆，较上年底增长 4.17%。近十年来，中国汽车保有量始终保持两位数增长，人均保有量相比国际平均水平仍有差距，但受制于人口密度、交通拥堵、限行政策以及基数规模大等因素，保有量增速呈现逐年放缓的态势。

中国汽车产业起步发展较晚，但自 2009 年中国汽车销量超越美国以来，已连续十年蝉联全球汽车产销第一。2018 年，中国汽车产销量分别达到 2796.80 万辆和 2808.06 万辆，产销趋势首度转为负增长，降幅分别为 3.80%和 2.76%；其中，乘用车产销量分别为 2352.94 万辆和 2370.98 万辆，同比分别下降 5.15%和 4.08%，较上年同期增速分别下降 6.73 个百分点和 5.48 个百分点。2019 年 1—9 月，中国汽车和乘用车市场仍延续下滑态势，两者的销量较上年同期分别下降 10.30%和 11.65%，较同年 1—8 月累计降幅分别收缩 0.70 个和 0.66 个百分点；第三季度的销量同比仍是负增长，但环比增幅已有回暖态势（乘用车市场 7—9 月销量的环比增幅分别为-11.57%、7.87%和 16.80%）。

图 2 近年中国乘用车产销量情况（单位：万辆）



注: 2019 年为 1—9 月产销量数据

资料来源: Wind 资讯-中国汽车工业协会

分车型来看，2018 年，轿车始终占据第一大细分品种的地位，销量较上年同期小幅回落，属于稳定性较好的车型；而之前保持高速增长的 SUV 首度出现

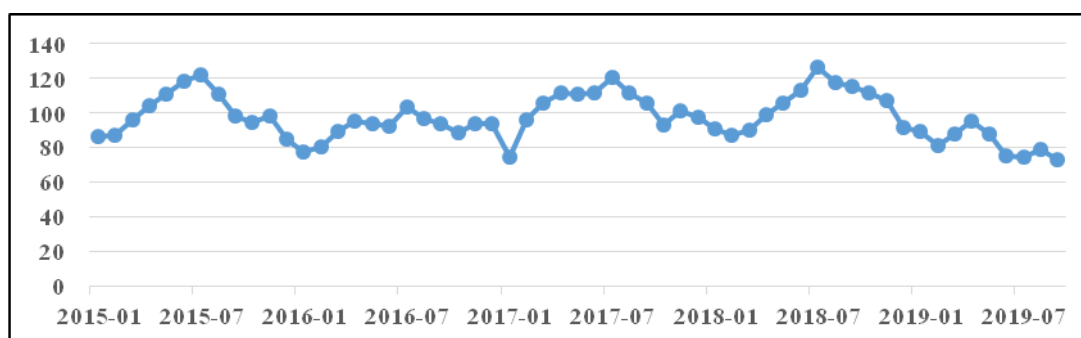
销量的小幅回调，但仍为销售规模第二大的车型；其余车型销售规模较小、市场稳定性也偏弱，销量持续回落。2019 年 1—9 月，各车型销量增速较上年同期均有一定回落，行业整体面临较大的下行压力；库存水平持续回落，7—8 月份也未呈现出往年同期的库存高点，9 月更是达到近年库存最低点的 73.3 万辆，经销商端库存压力得到缓解；“国六”标准实施前经销商促销提前释放消费需求，对后续市场的回升形成压力，导致 7 月库存量同比和环比均有回落，之后市场景气度逐步回升，但月度消费仍低于上年同期，值得关注的是，SUV 三季度销售情况相比上年同期出现企稳。

表 1 2017-2019 年 9 月乘用车细分市场销量及同比变动情况（单位：万辆、%）

指标	乘用车				
	轿车	MPV	SUV	其他	合计
2017 年	1184.80	207.07	1025.27	54.70	2471.83
同比	-2.48	-17.06	13.33	-19.97	1.40
2018 年	1152.78	173.46	999.47	45.26	2370.98
同比	-2.70	-16.23	-2.52	-17.26	-4.08
2019 年 1-9 月	742.11	98.21	656.02	28.61	1524.95
同比	-11.99	-22.14	-9.26	-15.14	-11.65

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

图 3 近年中国乘用车库存情况（单位：万辆）



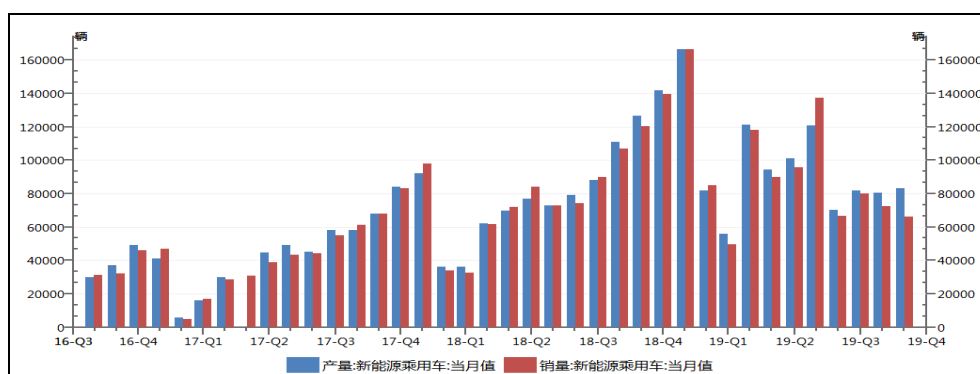
资料来源：Wind 资讯

进出口方面。2018 年，受中美贸易摩擦和国内需求疲软影响，中国整车进口再次步入下滑，平行进口汽车出现近年来首次下滑，出口增速也有明显回落，全年累计进口汽车和汽车底盘 113.17 万辆，同比下降 7.52%，进口金额为 506.76 亿美元，同比微增 1%；累计出口 115.17 万辆，同比增长 12.32%，出口金额 148.54 亿美元，

同比增长 12.29%，出口量和进出口金额增速较上年分别下跌 31.86 和 12.89 个百分点。受贸易摩擦的持续影响，据海关总署统计，2019 年 1—9 月出口汽车 90.2 万辆，同比增长 3.4%，出口金额 768.5 亿元，同比增长 3.4%；其中 9 月出口汽车 10.8 万辆，同比下降 0.9%。1—9 月进口汽车 78.2 万辆，同比下降 10.7%，进口金额 2472.3 亿元，同比下降 3.6%；其中 9 月进口汽车 8.4 万辆，同比下降 9.7%。

新能源汽车方面。2018 年新能源汽车产销分别实现 127.05 万辆和 125.62 万辆，同比分别增长 60.01%和 61.67%，市场仍处于快速扩张期，增速处于高位；其中，新能源乘用车实现销量 105.30 万辆，同比增长 82.2%，纯电动乘用车和混合动力乘用车的销量增速分别为 68.32%和 138.94%，后者呈现了爆发性增长，但市场规模仍以纯电动乘用车为主（销量占 74.81%）。2019 年 1—9 月，新能源乘用车累计销售 79.22 万辆，同比增长 26.23%，较同年 1—6 月累计增速下降 32.32 个百分点，主要系年初及补贴过渡期尚能维持较快增长，退坡效应三季度凸显；其中，纯电动乘用车销量同比增长 36.54%，混合动力乘用车销量同比基本持平，前者所占比重进一步提升至 77.79%。2019 年初，美国特斯拉的生产基地在临港产业园区正式开工建设，计划于 2019 年 10 月实现 Model 3 的全面量产，这对于现阶段的国内纯电动车市场将形成较大刺激，市场竞争加剧的同时，也将促进自主品牌加速自我提升，进一步实现市场化优胜劣汰。近期，国内合资品牌、自主品牌不断推出新车型，部分大型汽车已成立下辖的汽车出行公司；随着 2020 年补贴完全退出（预计）的临近及多轮针对“新能源骗补”的审查，借助消费结构升级的趋势，未来新能源汽车市场的开放程度和竞争程度均将提升，新能源产业将成为整车厂商新的竞争领域和零部件配套商的业务增长点。

图 4 近年中国新能源乘用车产销情况（单位：辆）



资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

二、行业环境

1. 宏观环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。固定资产投资增速有所放缓，制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。总体来看，2019 年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2%左右。

2. 上下游状况

从供给端看。整车生产成本中，直接材料成本约占总成本的 50%~70%。其中，钢材是整车制造的主要原材料，整车车身及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。2018 年以来，钢材价格高位震荡，根据各品牌对上游零配件及基础材料的话语权的不同，对整车制造企业的利润空间形成了不同程度的挤压。同时，新能源汽车补贴处于分阶段退坡、补贴门槛提升，且消费者对产品价格仍存一定敏感度，使得之前年度对财政补贴依赖较大的新能源汽车生产企业面临成本控制压力。

从需求端看。乘用车购买需求可以从购买能力和购买意愿两个维度来分析。购买能力与居民可支配收入息息相关，而购买意愿受到政策导向、未来预期等影响大。近年来，随着中国经济的持续发展、产业结构的不断优化以及城镇化进程的推进，中国城镇居民人均可支配收入保持增长，近十年年均增速为 9.62%，汽车产品从几十年前的奢侈品发展到今天的大众消费品，且呈现出消费升级的态势。2018 年以来，居民杠杆率处于高位、购置税优惠退出、中美贸易摩擦加剧等因素共同使得部分消费者购买意愿下降。

3. 行业政策

2018 年以来，国家陆续出台了针对环保治理、新能源补贴、进口关税下调等多项政策，公布了汽车合资企业股比放开的时间表，对目前乃至今后的市场竞争格局均有影响。与此同时，中美贸易摩擦持续，其项下的关税加征政策对整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响尚不能完全确定，各方对该政策的应对方式仍有待关注。

表 2 2018 年以来汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述		政策影响
外商投资负面清单发布	2018 年 4 月，国家发改委官网在“就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问”中公布，汽车行业将分类型实行过渡期开放。2018 年 6 月，国家发改委颁布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》，该负面清单长度由 63 条减至 48 条，共在 22 个	国家发改委发布新的外商投资负面清单：其一，放宽了外资的市场准入，增加了中高档汽车及车型的供给，有助于推动本土企业与外资企业在基础材料、零部件配套、整车组装和汽车后服务等各方面的竞争和合作；其

	领域推出开放措施，放宽外资市场准入，自同年 7 月 28 日起施行，其中包括“2018 年取消专用车、新能源汽车整车制造外资股比限制，2020 年取消商用车外资股比限制，2022 年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。”	二，为外商独资或控股新能源车企创造了条件，促进新能源产业竞争的同时，对国内自主品牌也带来了压力，倒逼自主品牌降低产业链成本、提升生产效率；其三，该时间表给予乘用车企业一定缓冲期，而且落实了“专用车、新能源车、商用车、乘用车”的开放顺序，有助于本土、合资品牌做好应对准备。
中美贸易摩擦升级及关税变化	《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》于 2018 年 5 月 22 日颁布，自 7 月 1 日起降低汽车整车及零部件进口关税。 2018 年 7 月 6 日，美国对第一批清单上价值 340 亿美元的中国商品加征 25% 进口关税，涉及客车、乘用车和卸货车（含新能源车）等整车，以及空气压缩机、驱动电机等零部件；作为反击，中国同时对同等规模的美国商品加征 25% 的进口关税，涉及 SUV、小客车等乘用车整车（含新能源车）和火车以及其他未列名机动车辆用变速箱及其零件。 2019 年 5 月 9 日，美国贸易谈判代表办公室发布公告，自美国时间 2019 年 5 月 10 日起将对价值 2000 亿美元中国舒美产品的征税税率从 10% 提高至 25%；2019 年 5 月 13 日，国务院关税税则委员会决定，自 2019 年 6 月 1 日 0 时起，对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率。	中美在贸易领域的摩擦始终未得到最终解决，对全球汽车产业乃至中国汽车市场的发展均带来影响。其一，对各品牌在美国本土的整车及零部件业务乃至投资均带来一定负面影响；且在当前“汽车合资企业股比逐步放开”的大环境下，跨国车企全球产能布局、全球研发布局均可能有所调整。其二，中国汽车企业现阶段将面临产销下行、出口受阻以及中美贸易摩擦带来的进口成本上涨（钢铝成本以及部件成本均有涉及）、跨国公司调整布局等多重压力，但也有望获得替代进口、进入跨国企业本土化供应链的市场机遇。 现阶段，双方经贸磋商虽取得实质性第一阶段进展，但考虑到尚未形成最终协议和得到执行，中美贸易摩擦的最终解决方案尚待观察。
双积分	2017 年 9 月，五部委联合发布《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》，乘用车企业将按照乘用车平均燃料消耗量积分与新能源汽车比重积分进行考核，2019-2020 年乘用车企业新能源汽车积分的比例要求分别为 10% 和 12%。 2018 年 7 月 2 日，工信部装备工业司发布《关于乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分交易平台上线的通知》，明确积分交易平台地址、交易平台账号获取及功能开通，积分交易相关要求，积分交易审核等内容。 2019 年 7 月，工信部发布《关于修改〈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〉的决定（征求意见稿）》，针对双积分政策执行过程中出现的新情况、新问题，对其内容作出修订，包括：修改传统能源乘用车适用	双积分政策意在促进节能减排，以及通过财政补贴之外的途径来鼓励新能源汽车的生产销售，部分抵消补贴退坡带来的影响。积分交易或可为行业排名靠前的新能源车企提供较为稳定的利润来源。展望未来，无论自主品牌还是合资品牌，新能源产品都将面临集中的布局和投放，各家车企申报、考核、交易的实施进展有待关注。

	范围，公布了 2021—2023 年新能源汽车积分比例要求并修改了新能源汽车车型积分计算方法，完善了传统能源乘用车燃料消耗量引导和积分灵活性措施，并更新了小规模企业核算优惠等。	
新能源补贴政策	2019 年 3 月，财政部等四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（以下简称“《通知》”），该版《通知》规定 3 月 26 日至 6 月 25 日为过渡期，过渡期内，符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年指标要求的销售上牌车辆，按 2018 年版《通知》标准 0.1 倍补偿；符合 2019 年指标要求的销售上牌车辆，按 2018 年版《通知》标准 0.6 倍补偿；正式期补贴退坡基本维持在 50% 左右，且地方不再对新能源汽车（公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。2019 年版《通知》提高了对新能源汽车的技术要求。以纯电动汽车为例：首先，续航里程补贴门槛从 2018 年的 150km 提升至 250km；其次，针对各档续航里程的退坡程度不同，续驶里程 250（含）~400km 的纯电动乘用车补贴金额为 1.8 万元（2018 年分为 3.5 万元和 4.5 万元两档），续航里程大于等于 400km 的纯电动乘用车补贴金额为 2.5 万元（2018 年为 5 万元）。同时，对电池组能量密度的要求也有所调整：首先，能量密度的最低标准从 2018 年的 105Wh/kg 调整至 125Wh/kg；其次，补贴系数的分档也更细，125（含）~140Wh/kg 的车型按 0.8 倍补贴，140（含）~160Wh/kg 的车型按 0.9 倍补贴，160Wh/kg 及以上的车型按 1 倍补贴。 为应对企业营运资金占用压力大和行业安全问题，《通知》规定对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨部分资金，满足里程要求后再予以清算，同时要求由行业主管部门加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。	2009 年以来，中央财政开始大力支持新能源汽车推广应用，中国新能源汽车产销规模在各方努力下呈现持续性的快速增长。但行业高速发展中，也出现了企业依赖于补贴而自身竞争力不足，补贴还款周期长、企业营运资金占用压力大，部分地区对使用环节投入不足、消费应用环境待改善以及新能源汽车产品存在运行安全风险等问题。 为应对上述问题，2019 年版《通知》提出了分阶段释放“补贴退坡”压力、优化清算制度（预拨部分资金算）、设置政策过度期（考虑技术升级周期及库存去化周期）、营造公平竞争环境（取消地方购车补贴）、加强产品质量监管等要求和措施。 2018 年以来，汽车行业增速明显放缓，各家车企纷纷加大布局新能源汽车，新能源业务也有望成为新的利润增长点。但考虑新能源汽车产业链上各项配套和自有技术尚有待进一步磨合和提升，资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，政策“退坡”对整个行业的销售和获利产生较大影响。
车辆购置税立法	《中华人民共和国车辆购置税法》（以下简称“《车辆购置税法》”）已由第 13 届全国人民代表大会常务委员会第七次会议于 2018 年 12 月 29 日通过，自 2019 年 7 月 1 日起施行。 《车辆购置税法》明确规定，所有应税车辆的税率都定为 10%，但对于新能源汽车购置税的相关事宜，未做明确规定（也未在“免征车辆购置税”的情况中）。	《车辆购置税法》对税率作出具体规定，导致短期内，针对购置税的优惠政策出现的可能性不大；且对计税价格的明确定义，进一步规范了流通各环节的操作。《车辆购置税法》未对新能源汽车购置税提出明确要求。目前看来，新能源汽车购置税的设定仍通过《免征车辆购置税的新能源汽车

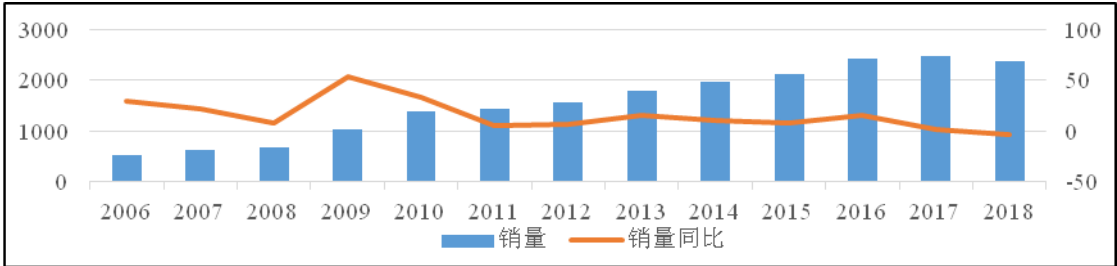
	《车辆购置税法》同时规定，纳税人购买自用应税车辆的计税价格，为纳税人实际支付给销售者的全部价款。	车型目录》实施管理。
国六标准提前实施	环保部于 2016 年 12 月 23 日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，提出轻型车国六标准采用分步实施的方式，设置国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，自 2020 年 7 月 1 日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合国六（a）限值要求。自 2023 年 7 月 1 日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本国六（b）限值要求。 国务院于 2018 年 7 月 3 日公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出自 2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。	国六排放标准的提前实施将对车企和经销商形成较大的影响：其一，可能会加大经销商国五车型的库存去化压力；其二，消费者在现阶段可能会持观望态度，延迟购车，短期内对汽车销量产生一定压力；其三，国六排放的提前实施，可能会促进部分车企调整产品布局方案和时间表，对现有的竞争环境、尤其是自主品牌竞争环境带来一定影响。

资料来源：联合资信整理

三、行业周期性

中国乘用车市场增速呈现周期性波动（每 3~4 年为 1 个调整周期）。不同时期内，产业政策调控、油价波动以及关税调整等外部因素通过对消费者购车意愿、购车成本及用车成本形成影响，阶段性地抑制或释放了消费需求，造成行业的周期性波动。其中，消费引导政策的出台往往能够引导消费者的购买意愿和购买行为，且短期内效果显著；例如，2009 年乘用车销量同比增长 52.93%，主要受《汽车产业调整和振兴规划》出台的影响，具体措施包括减征购置税、汽车下乡、加快老旧报废、淘汰黄标车等；2016 年乘用车销量增速回升，主要受 2015 年 10 月至 2016 年 12 月期间实施的小排量车购置税减征政策影响。

图 5 2006 年以来中国乘用车销量及增长情况（单位：万辆、%）



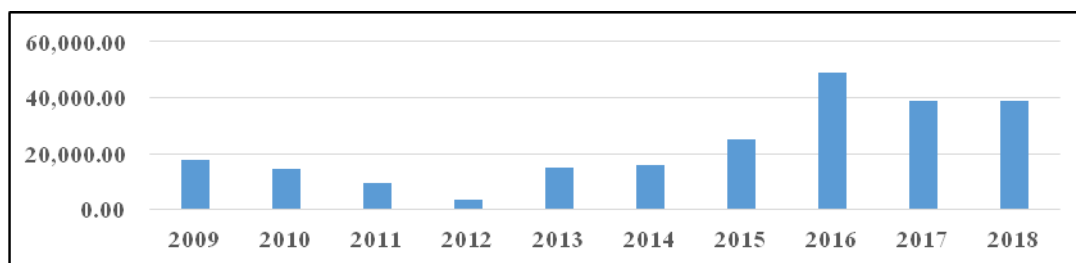
资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会、中国汽车工业年鉴

2018 年，中国乘用车销量首次出现下滑，主要由以下因素共同作用所致：

第一，过去的十年里，中国汽车市场刚需消费群体已基本完成购车行为（包括城镇及农村居民的首次购车及改善型更换），尤其是在退出购置税优惠等扶持政策阶段，部分购车群体的购买需求已提前释放。

第二，一、二线城市房价居高，包括购车需求在内的其他消费性支出一定程度上被购房支出挤出。根据中国人民银行统计数据，2015 年以来个人住房贷款年度增量明显高于以前年度，2016—2018 年新增个人房贷合计 12.70 万亿元，超过 2009—2015 年 7 年的增量。居民用于住房购置的支出在全部支出中的占比明显提升，对其他消费品的购买空间形成挤压。

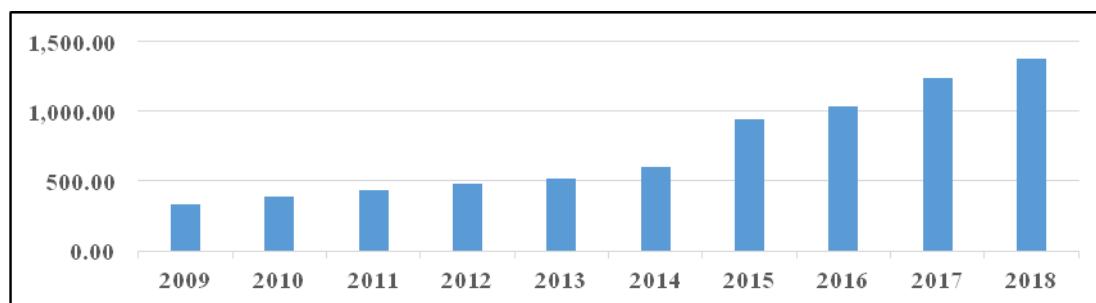
图 6 2009 年以来中国个人住房贷款年度增量情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯-中国人民银行

第三，2015 年以来，中国二手车市场快速发展，2018 年二手车全年交易量达到 1382 万辆，同比增长 11.5%。随着二手车市场规范化程度的提升，中国消费者对二手车的接受程度不断提高；同时，二手车市场的参与群体也变得多元化，大型经销商、整车厂以及电商平台的参与，加之与二手车相关的金融服务等后市场业务的发展均对二手车市场的发展起到了推动作用，对新车交易规模有一定的替代作用。

图 7 2009 年以来中国二手车交易量（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

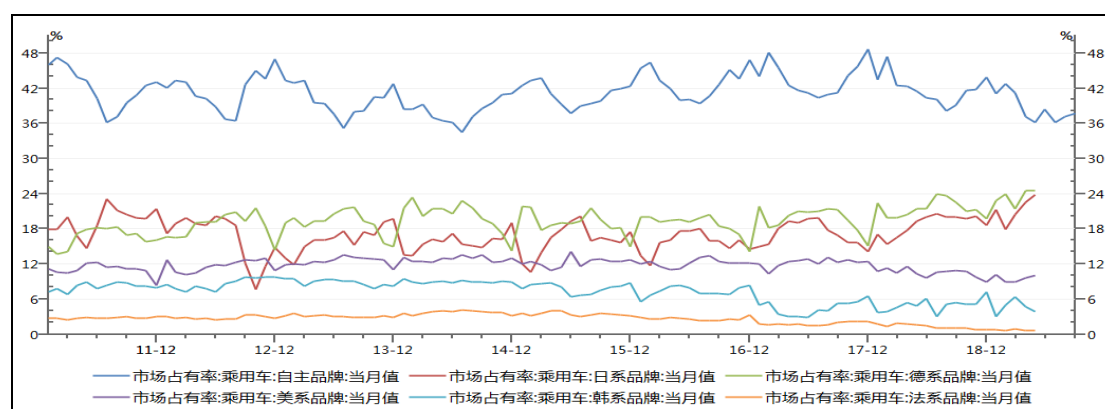
第四，2018 年以来，国际贸易保护主义抬头，贸易摩擦加剧，中国经济面

临较大的下行压力，加剧了部分消费者的观望情绪，进而抑制了部分购车需求。

四、行业竞争格局

中国的自主品牌汽车企业起步晚，基础积累薄弱，很长一段时间受困于低端市场的格局难以改变；2015 年，大量 SUV 车型的热卖推动了自主品牌市场份额的提升，市场占有率升至 41%，并在此后的两年中保持了较好的发展。但 2018 年以来，在中国汽车市场销量下行的大环境下，行业内部品牌结构分化明显，豪华车销量保持两位数增长的同时，以中低端车型为主的自主品牌市场占有率快速下滑，2019 年 8 月自主品牌市场占有率降至 37.20%，乘用车行业在景气度偏低的时期出现了明显的消费结构调整。

图 8 中国乘用车市场市场占有率情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

汽车制造行业既是资金密集型产业又是技术密集型产业，进入壁垒较高，因而导致了很高的行业集中度。根据中国乘联会公布的 2018 年广义乘用车综合销量排名，Top 15 的乘用车生产企业合计市场份额为 72.5%。目前，中国汽车产业格局稳定，已形成以六大集团（上汽集团、东风集团、一汽集团、长安集团、北汽集团、广汽集团）为第一梯队，以长城汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、比亚迪、华晨集团等作为第二梯队的竞争格局。

表 3 2018 年广义乘用车综合销量排名（单位：辆、%）

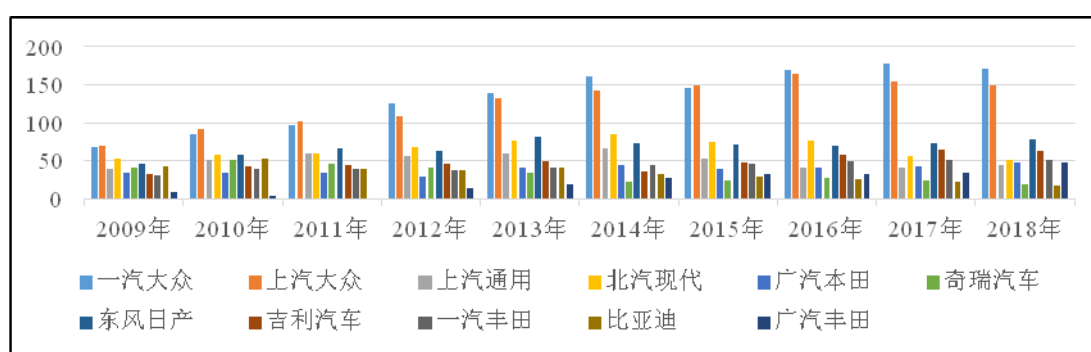
排名	厂商名称	2018 年销量	2017 年销量	同比	份额
1	上汽大众	2019430	2046377	-1.3	8.9
2	一汽大众	1991788	1950088	2.1	8.8

3	上汽通用	1749496	1906174	-8.2	7.7
4	上汽通用五菱	1585116	1865372	-15.0	7.0
5	吉利汽车	1473305	1202963	22.5	6.5
6	东风日产	1300042	1262891	2.9	5.7
7	长城汽车	881539	922393	-4.4	3.9
8	长安汽车	838622	1101861	-23.9	3.7
9	北京现代	746090	816015	-8.8	3.3
10	广汽本田	735410	729529	0.8	3.2
11	一汽丰田	716392	702215	2.0	3.1
12	东风本田	697015	727026	-4.1	3.1
13	上汽乘用车	655999	507768	29.2	2.9
14	广汽丰田	580337	440390	31.8	2.6
15	广汽传祺	535168	508586	5.2	2.4
Top15 汇总	--	16505749	16689648	-1.1	72.5

资料来源：乘联会

汽车制造行业具有明显的规模效应，大型集团技术、资金实力较强，可用于新产品研发、固定资产投资等方面的资金较为充足，因而新车型的推出、产能的扩张、技术产线等的升级优于中小汽车集团，产能产量提升而释放出的规模经济进而体现在市场份额的增长。近年来，汽车制造行业头部企业市场占有率及经营规模较为稳定，中部企业通过各自不同的方式寻找新的利润增长点，尾部企业面临较大的行业整合风险。

图 9 中国主要汽车集团基本型乘用车产量情况（单位：万辆）

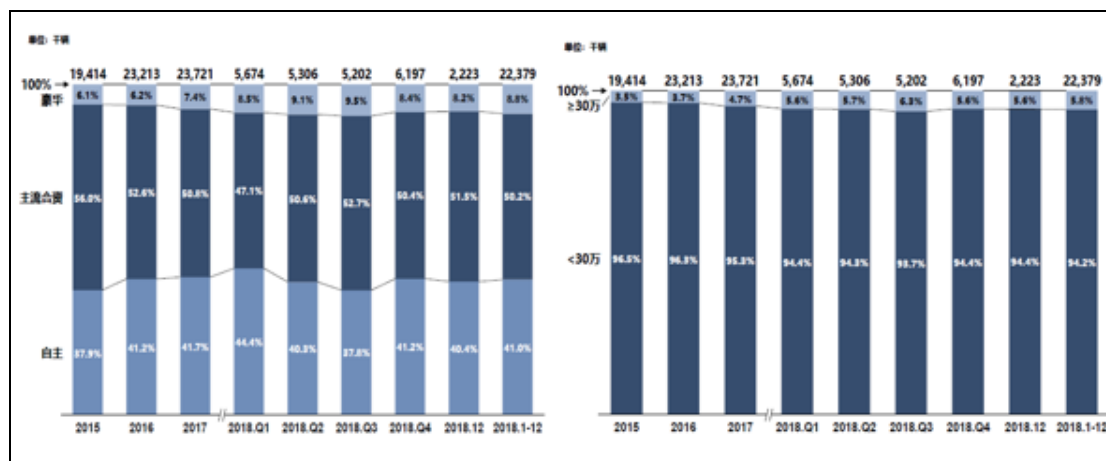


资料来源：Wind 资讯

从不同品牌定位的乘用车市场占比来看，近年来，豪华品牌（包括奔驰、宝马、奥迪、凯迪拉克、捷豹、路虎、沃尔沃、英菲尼迪、讴歌）乘用车销量增速明显高于行业平均，2018 年豪华车销量同比增长 12.5%，市场份额也呈现增长态

势，根据乘联会的统计数据，2015—2018 年豪华乘用车市场份额分别为 6.1%、6.2%、7.4%和 8.8%。而以中低端车型为主的自主品牌 2018 年以来市场占有率有所下降。以 30 万元为分界线，2015 年以来，市场指导价在 30 万元（含）以上的车型销量保持增长，2018 年同比增长 15.3%至 129.02 万辆；市场占有率从 2015 年的 3.5%不断提升至 2018 年的 5.8%。

图 10 不同品牌定位、价位乘用车市场占比变化（单位：千辆）



资料来源：中国汽车流通协会汽车市场研究分会、乘用车市场信息联席会

综合分析，2018 年以来，中国乘用车市场呈现结构性下滑，品牌结构分化明显，更为理性的消费升级仍在继续，豪华车品牌以较好的服务体验、品牌影响力以及价格的下沉，在大行业下行的环境下逆势增长，同时也意味着中国汽车市场告别增量竞争阶段，迈向存量竞争阶段。未来，品牌和产品都将向高端化发展，理性消费者对于乘用车产品本身的要求将进一步上升，市场竞争将更加激烈。

五、行业增长与盈利能力趋势分析

1. 乘用车需求增长放缓，国内传统乘用车市场年内可能面临零增长风险

2011—2018 年城镇居民人均可支配收入显露出增长放缓的迹象。2018 年城镇居民人均可支配收入为 39251 元，名义增长速度为 7.8%，比 2017 年增长速度放缓了 0.5 个百分点；如果扣除价格因素，2018 年城镇居民人均可支配收入的实际增长速度为 5.6%，比 2017 年减缓了 0.9 个百分点。收入增长放缓会影响到居民的各种消费，包括汽车消费等。

2018 年国家统计局按收入五等份分组的全国居民人均可支配收入，中间收入组平均

为 23189 元，中间偏上收入组为 36471 元，高收入组为 70640 元。虽然各组收入均有提高，但是收入增长速度却呈现不同特征。高收入组和低收入组的收入增长速度基本平稳。而中间偏上收入组和中间收入组的收入增长速度呈现明显逐年放缓态势，2018 年中间偏上收入组的收入增长速度是 5.6%，仅为 2014 年的一半；中间收入组的收入增长速度是 3.1%，仅是 2014 年的四分之一。作为最重要的消费群体，中间偏上收入组和中间收入组的收入增长速度下降是汽车市场景气度下滑的重要原因之一。

此外，由于大城市此前普遍出台了限购限行政策，三线及以下城市已经成为购车增长的主力，但这些城市主流消费群体的消费能力和消费需求正在明显降低，房价快速上涨与收入、家庭刚性支出等一起影响居民杠杆率，进而影响到居民消费决策，对汽车消费产生影响，国内乘用车需求增长正在放缓。

总体而言，在 2018 年国内传统乘用车行业出现了近 30 年来的首次负增长后，2019 年的发展形势仍然不容乐观，如果政策没有变化，年内可能面临零增长风险。

2. 乘用车企业利润下滑，两极分化明显

2019 年上半年，近六成乘用车企业的营业收入和利润同比均出现大幅下降。其中，一些企业同比降幅超过 100%，最高降幅超过 900%。

表 4 2019 年上半年部分乘用车企业盈利数据（单位：亿元、%）

企业名称	营业（总）收入	营业（总）收入 同比增长率	利润总额	利润总额同比 增长率	营业利润率
上海汽车集团股份有限公司	3762.93	-19.05	210.96	-30.83	13.82
广州汽车集团股份有限公司	283.51	-23.79	49.76	-34.64	7.43
重庆长安汽车股份有限公司	298.76	-16.18	-21.27	-230.30	4.61
长城汽车股份有限公司	413.77	-15.00	19.05	-57.05	12.64
力帆实业（集团）股份有限公司	51.78	-13.39	-10.70	-955.14	5.10

资料来源：联合资信整理

进入 2019 年下半年以来，截至 2019 年 8 月，中国汽车销量已连续 14 个月同比下降。

根据乘联会最新销量数据，9月乘用车产销量分别达到184.5万辆和190.2万辆，同比分别下降6.9%和6.0%。其中新能源汽车销售6.5万辆，同比下跌33.4%。按照往年的规律，在“金九银十”的强劲促进下，乘用车销量开启年末阶段的向上冲击，但2019年9月乘用车销量虽然环比增长了17.2%，但与近年9月相比拉动作用乏力。特别是新能源汽车销量，出现了断崖式下跌。9月，作为当月销量冠军，受益于捷达品牌的加入，以及豪华品牌奥迪的稳健表现，一汽大众整体（包含VW、奥迪（含进口）、捷达）销量为21.93万辆，同比增长15.73%。自主品牌长城汽车9月实现销量10.00万辆，同比增长15.33%。与此同时，边缘企业的出局进程也在加速，车市的两级分化已经变得更加明显。

整体来看，市场环境的变化，导致汽车制造业陷入低迷，车企利润减少或亏损。

3. 样本企业盈利分析

截至2019年10月23日，具备主体级别的乘用车制造行业存续债发行人共14家，其中奇瑞汽车股份有限公司未公告2018年年报和2019年半年报数据（私募债），华泰汽车集团有限公司未公告2019年半年报数据。

由于业內存在“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，故下文仅选取利润指标做分析：在13家披露了2018年报数据的发行人中，7家利润总额同比增长，3家利润总额同比增长超20%，2家企业同比下降10%以内，4家企业同比下降超过20%，1家企业（即华泰汽车集团有限公司）由于商誉减值准备计提等原因，处于亏损状态。在12家披露了2019年上半年数据的发行人中，仅3家利润总额同比增长，仅1家企业（北京汽车集团有限公司）2018年及2019年上半年利润总额均同比增长，2家企业同比下降10%以内，其他7家企业同比下降均超过30%，其中3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，利润总额同比下降超过100%（分别为力帆实业（集团）股份有限公司、铁牛集团有限公司和重庆小康工业集团股份有限公司）。2018年以来，乘用车行业整体景气度下滑，自主品牌生存空间受到挤压。

六、行业杠杆与偿债能力

1. 营运及投资资金压力推升对外融资规模，有息债务负担可控

2018 年以来，由于市场竞争加剧、新能源补贴“退坡”，部分乘用车行业企业收入、利润出现波动。具备规模优势的企业通过扩大销量、垫资、供应商谈判等方式缓和成本压力。同时，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，另外，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。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。

截至 2018 年底，已披露相应数据的 13 家发行人资产负债率、全部债务资本化比率的均值分别为 63.12%和 45.30%，其中 11 家发行人的债务规模较上年底有所上升，9 家发行人的全部债务资本化比率较上年底有所上升，债务规模上升的原因主要集中于工程项目投资、标的并购、拓展类金融业务以及补充营运资金；截至 2019 年 6 月底，已披露相应数据的 12 家发行人上述两指标的均值分别为 62.39%和 44.45%，其中 8 家发行人的债务规模较上年底有所上升，8 家发行人的全部债务资本化比率较上年底有所上升。整体看，乘用车制造行业发行人的有息债务负担可控。

2. 中美贸易摩擦导致汽车关税大幅波动，资本市场信心受挫可能加大车企融资压力

2018 年以来，中美贸易摩擦导致中国汽车进口关税经历了大幅波动。

进口方面，自 2011 年以来，中国进口汽车连续 7 年达百万级，其中美国进口车数量更是逐年上升。据公开资料显示，2017 年中国进口汽车总金额达 510 亿美元，其中从美国进口的汽车金额为 131 亿美元，占比超过四分之一。但进入 2018 年以来，反复的贸易战使美国进口车受到较大影响。数据显示，2018 年，美产车进口量大幅下降 35%。

在经历了 2018 年 7 月 1 日关税下调 10%、2018 年 7 月 6 日关税上涨 25%以及 2019 年关税再次上调的起伏后，由于关税政策的不确定性，消费者对于美系车的关注度降低。以特斯拉大幅降价以及价格上调为例，消费者浓厚的观望情绪也给国内新能源车企一个更好的缓冲期。

同时，由于通用、福特等旗下大部分品牌在中国市场进行了国产化布局，其主力车型多为中国本土生产，所以此次受进口关税调整的影响不大。但对于尚未完成国产化布局的林肯等品牌而言，不确定的贸易摩擦加大了其在华销售的不确定性。可以预见的是，

其进口转国产势必提速。

出口方面，中国对美国整车出口规模较小，以上汽通用、吉利沃尔沃等合资品牌乘用车为主。短期来看，对中国品牌影响较小，合资品牌将减少出口。长期来看，广汽、长城、蔚来汽车等车企将重新评估和调整进军美国市场的战略规划。零部件方面，美国是中国最大的零部件出口市场（占 25%），以轮胎、轮毂、电子电器等低附加值产品为主。2019 年 6 月 1 日公布的加征关税商品清单中，并没有涉及此前暂停加税的汽车乘用车和汽车关键零部件，与汽车相关的只涉及诸如轮胎等汽车零部件商品。短期内对中国汽车零部件企业影响较小。

3. 整体流动性储备偏紧，长期偿债能力有所弱化

截至 2018 年底，以 13 家乘用车发债企业为样本企业，样本企业货币资金/短期债务均值为 1.62 倍，中位数为 0.89 倍，同比分别下降 20.98%和 6.73%。整体流动性储备偏紧。除 1 家发债主体货币资金/短期债务的比值在 10 以上，其他样本企业的比值均在 2.1 以下，流动性储备较为紧张，对短期债务覆盖能力偏弱。截至 2019 年 6 月底，12 家乘用车发债企业（华泰汽车集团有限公司未公告 2019 年半年报数据）货币资金/短期债务均值为 1.31 倍，较上年底持续下降，中位数有所回升，为 0.93 倍。总体看，短期偿债能力方面，低级别企业流动性偏紧。

2018 年，样本企业全部债务/EBITDA 均值为 5.07 倍，中位数为 3.04 倍，较上一年分别增长 24.47%和 7.04%。长期偿债能力有所弱化。

七、行业内样本企业信用状况

1. 发行、偿还及存续债券概况

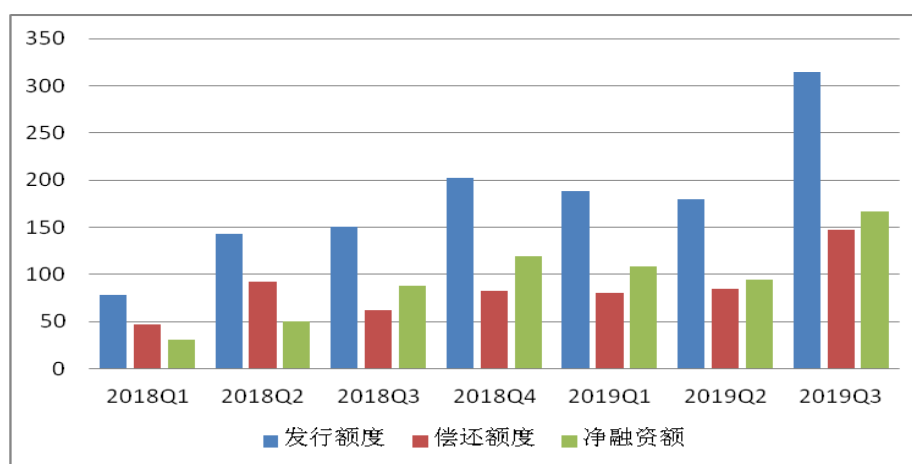
2018 年，乘用车制造行业共发行信用债 37 支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），发行规模 574 亿元，发行规模同比增长 56.40%；同期，乘用车制造行业总偿还量为 284.03 亿元，净融资额为 289.97 亿元。2019 年 1—9 月，该行业共发行信用债 43 支，发行规模 683 亿元，发行规模同比增长 83.70%，呈现明显提升；同期，总偿还量为 312.83 亿元，净融资额为 370.17 亿元。

表 5 2018 年以来乘用车制造行业信用债发行及偿还概况（单位：支、亿元）

指标	2018 年				2019 年		
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度
发行支数	5	8	10	14	11	14	18
发行额度	78.00	142.80	151.00	202.20	188.00	180.00	315.00
偿还支数	4	7	3	6	7	6	12
偿还额度	46.91	92.00	62.63	82.49	79.99	85.00	147.84
净融资额	31.09	50.80	88.37	119.71	108.01	95.00	167.16

资料来源：Wind 资讯

图 11 2018 年以来乘用车制造行业信用债发行及偿还概况



资料来源：Wind 资讯，经联合资信整理

截至 2019 年 10 月 23 日，乘用车制造行业存续信用债券 110 支，发行金额合计 1719.06 亿元，债券余额合计 1639.41 亿元，以中长期债券为主，共涉 15 家发行人，其中，戴姆勒股份公司无主体级别（以下分析将不含），华泰汽车集团有限公司主体级别为 C，其余 13 家发行人主体级别分布于 AA~AAA，主要集中在 AAA，均有历史发行记录。

表 6 所发债券尚在存续期的发行人的主体级别分布情况（单位：家）

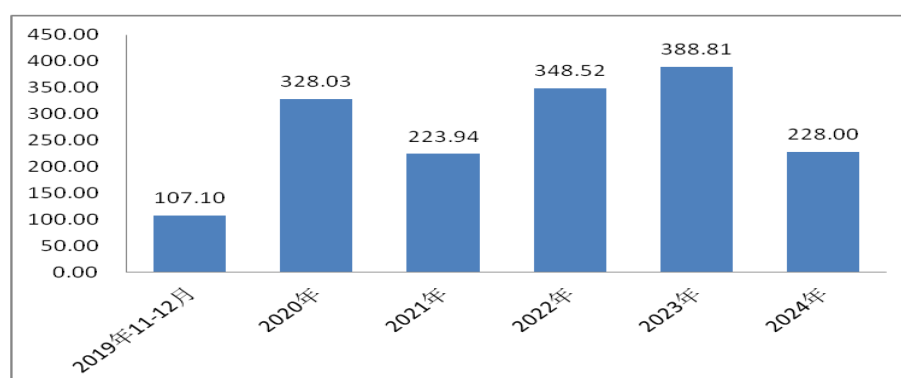
主体级别	合计	上市公司	国有企业	民营企业
AAA	9	6	6	3
AA	3	1	1	2
AA-	1	1	0	1
C	1	0	0	1
合计	14	8	7	7

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

乘用车行业存续债券期限结构方面，期末存续债券期限分布较为集中，2019 年末—2020 年债券偿付压力较大。其中，将于 2020 年到期的债券余额合计 328.03 亿元，到期金额大于等于 40.00 亿元的主体包括浙江吉利控股集团有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、戴姆勒股份公司、比亚迪股份有限公司和北京汽车股份有限公司 5 家，到期金额最大的为戴姆勒股份公司 110.00 亿元。上述主体中，从信用等级分布看，除戴姆勒股份公司无主体级别外，其他主体信用等级均在 AA+及以上；从企业性质看，戴姆勒股份公司为外商独资企业，另外 4 家企业中民企和国企各占一半。

总体看，2020 年乘用车制造行业需偿还债券规模仍较大，在当前货币政策偏紧及投资者风险偏好改变的影响下，需关注个别风险企业债券集中兑付压力及再融资能力变化。

图 12 截至 2019 年 10 月底乘用车制造行业存续债期限结构



资料来源：Wind 资讯，经联合资信整理

2. 发行人级别迁徙

2018 年下半年以来，汽车行业景气度下行使得乘用车行业企业盈利能力下滑、库存压力加大，企业信用状况出现分化；同时，资金借贷市场出现结构性供需失衡，部分民营企业面临直融渠道受阻、资产盘活进展未如预期、营运资金压力上升乃至债券集中到期带来的偿付压力；上述状况均成为影响发行人主体级别调整的主要因素（发行人级别调整情况见下表）。

表 7 2018 年下半年以来乘用车制造业发债企业级别调整情况

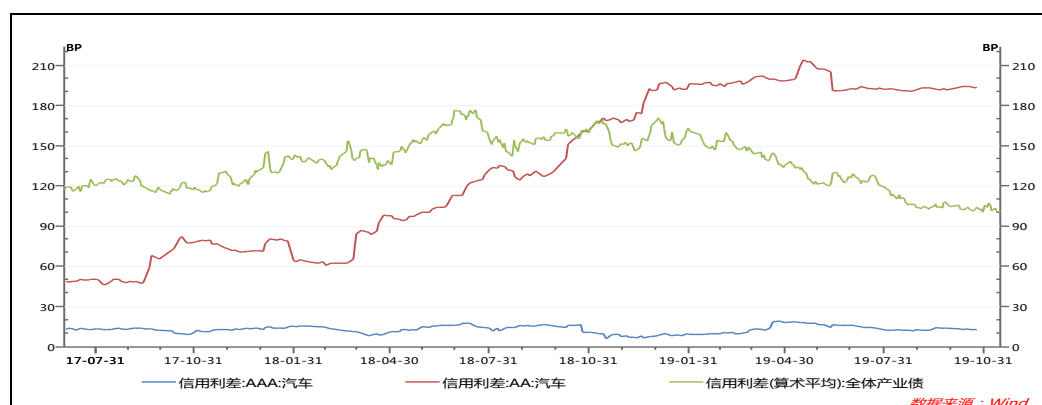
发行人	调整前级别/展望	调整后级别/展望	评级行动
华泰汽车集团有限公司	AA+/稳定	C/--	2019 年 6 月 27 日，下调至 AA/列入信用观察名单 2019 年 7 月 23 日，下调至 BB/负面 2019 年 8 月 12 日，下调至 C
力帆实业（集团）股份有限公司	AA/稳定	AA-/稳定	2019 年 6 月 20 日，下调至 AA-/稳定
铁牛集团有限公司	AA+/稳定	AA/稳定	2019 年 6 月 21 日，下调至 AA/稳定

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

3.利差分析

从产业债信用利差对比看，AAA 发行人利差持续稳定，AA 发行人利差从 2018 年开始持续快速飙升，并在 2018 年 10 月底越过产业平均水平。

图 13 截至 2019 年 10 月 28 日汽车产业信用利差走势



资料来源：Wind 资讯

整体看，乘用车行业债券发行主体中，大部分处于行业头部地位，信用利差持续稳定，并且在资本市场收紧的环境中聚集了更多的信用资源；而信用等级较低的发行人信用利差明显增大，与行业竞争格局及品牌结构所面临的分化基本一致。

八、行业展望观点

从历史销售数据来看，在传统燃油车市场和新能源汽车领域，乘用车均占 90%以上的市场份额。中国新能源汽车自 2019 年 6 月底落实 2019 年新制，补助下降超过 50%，加之 7 月前数个城市落实“国五”转“国六”，引发“国五”车强力促销，导致新能源汽车的销售自 7 月起出现首次负增长，且三季度正值新政策的空窗期与传统淡季，目前新能源汽车的需求仍维持在低点。但从渗透率来看，2018 年中国新能源汽车销量达到 125.6 万辆，约占全部汽车销量的 4.5%；截至 2019 年 6 月底，中国新能源汽车保有量约 344 万辆，而传统燃油车保有量达到 2.5 亿辆，新能源汽车保有量渗透率不到 1.4%，成长空间广阔。

近年来，“智能化”“绿色环保”等理念已深入人心，为乘用车制造商及上下游企业提供了新机会。未来共享汽车将逐渐使用新能源车，目前已有部分市场开始落实，包括

深圳率先宣布新注册的共享汽车须为新能源车，佛山、昆明、海南等地陆续加入。鉴于新能源共享汽车的发展潜力，中国品牌包括吉利、上汽、长安、北汽、一汽、东风等传统燃油车厂均推出了共享汽车平台，威马、新特、小鹏、理想等造车新势力也纷纷加入其中，参与竞争。2019年上半年，在新能源乘用车销售排前十的车款中，有很大一部分销售量均来自共享汽车市场，从上牌数据看，1—6月比亚迪e5上牌量为5.54万辆，其中，97%来自出租租赁市场。

从中长期市场发展来看，共享出行业务随着客户使用习惯的上升，对于车辆的需求增多，推升新能源乘用车需求，新能源乘用车将成为乘用车市场新的向上驱动力，支持乘用车行业继续增长。

总体看，2019年，受市场下行压力持续加大影响，乘用车制造企业整体盈利能力有所下滑。在竞争加剧、投入加大等压力之下，乘用车制造企业经营可能面临进一步分化，需关注销售量大幅下滑的尾部企业资金链安全及可能引发的上下游产业链风险。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。中国乘用车市场需求庞大，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，联合资信认为乘用车制造行业信用风险较低，展望为稳定。