

汽车制造行业观察季报——2017 年三季度

2017 年 12 月 27 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696 地址：北京市朝阳区建国门外大街 邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228 2 号 PICC 大厦 17 层 网 址：www.lhratings.com

汽车制造行业观察季报 ——2017 年三季度

作者：联合资信 工商一部 贺苏凝

摘要

2017 年第三季度，国内生产总值同比增长 6.8%，经济保持中高速增长，固定资产投资增速有所放缓，国家继续实施积极的财政政策。2017 年以来，国内乘用车市场增速明显回落、商用车景气度提升，小排量乘用车购置税优惠“退坡”对乘用车产品结构的调整已逐步体现，三季度销量同比低速增长，但行业整体盈利仍处于良好水平。新能源汽车免征车辆购置税政策得以展期，《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》的出台加强了节能和新能源汽车的协同管理，考虑到监管部门未对积分交易的定价予以指导，届时开展积分交易的规范性、供需平衡性、及时性均有待观察。

2017 年第三季度，汽车制造企业发债规模环比增长，发行品种呈现多样化，AAA 企业仍为发债主力。从所发债券尚处存续期的发债企业 2017 年前三季度业绩看，行业呈现一定程度分化，部分企业盈利存在波动、甚至亏损。

一、 宏观经济运行情况

三季度经济保持平稳增长，固定资产投资稳中趋缓

2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；仅第三季度，居民消费价格（CPI）同比上涨 1.6%，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长，就业水平相对稳定。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年前三季度，中国固定资产投资完成额（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际

增速 2.2%)，增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡

三季度，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，同时持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作，促进经济平稳发展和结构改善。

货币政策保持稳健中性，在为经济稳增长提供支持的同时，严守不发生系统性风险的底线。总体来看，市场资金面呈紧平衡状态，M1 和 M2 增速持续放缓，新增社会融资规模略有上升，市场利率整体呈现平稳走势。

二、 行业政策与关注

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

2017 年 9 月 27 日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《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》”），自 2018 年 4 月 1 日起施行，是在近年出台的《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和新能源汽车推广应用等支持政策的基础上实行积分并行管理，促进了节能和新能源汽车产业协同发展。

《办法》共八章、四十条，主要包括建立积分核算制度和积分管理平台、明确积分核算方法、有条件地放宽小规模企业的燃料消耗量达标要求、设立新能源汽车积分比例要求的门槛、实行积分并行管理以及完善监督管理制度等内容，并规定了企业若未能按照积分管理要求及时将负积分抵偿归零，可能面临的处罚。值得关注的是，《办法》未对积分转让的定价做出规定，也未对在积分交易中的潜在不合理行为作出处罚规定。

表 1 《办法》中的主要条款及其可能产生的影响

《办法》中的规定条款	可能产生的影响
对年度生产量 2000 辆以下并且生产、研发和运营保持独立的乘用车生产企业，年度进口量 2000 辆以下的获境外生产企业授权的进口乘用车供应企业，以及未获授权的进口乘用车供应企业，放宽其平均燃料消耗量积分的达标要求。其中，对年度进口量 2000 辆以下的未获授权的进口乘用车供应企业，暂不实施积分核算。	考虑到小规模企业短期内规模效益难以体现，降耗难度大，通过鼓励其逐年降耗，对小规模提升节能技术水平、拓展生存空间提供一定缓冲时间。
对传统能源乘用车年度生产量或者进口量不满 3 万辆的乘用车企业，不设定新能源汽车积分比例要求；达到 3 万辆以上的，从 2019 年度开始设定积分比例要求。	将新能源汽车企业的产能最低标准降至 3 万辆（《征求意见稿》中的标准为 5 万辆），加大了《办法》覆盖企业的范围，也有利于拓宽新能源正积分的来源。
乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让，乘用车企业新能源汽车正积分可以依据本办法自由交易。	新能源汽车正积分交易的自由度较高，鼓励传统燃油汽车厂商进入新能源汽车产业； 在“补贴脱坡”环境下，为新能源企业提供新“收益渠道”。
新能源汽车正积分不得结转，但 2019 年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转一年； 乘用车企业的新能源汽车负积分，应当通过购买新能源汽车正积分的方式抵偿归零；乘用车企业 2019 年度产生的新能源汽车负积分，可以使用 2020 年度产生的新	设定了油耗正积分结转折扣比例，避免结转积分过多，后续年度放松节能管理； 对交易所获积分限制再次出让，避免了积分的倒买倒卖； 新能源汽车正积分不得结转（不含 2019 年），增

能源汽车正积分进行抵偿。	强企业出售积分的意愿； 多次提到 2019 年，由于 2019~2020 年财政补贴“深度退坡”，新能源汽车企业、尤其处于第二梯队的非龙头企业压力较大，《办法》给予该类企业一定缓冲。
乘用车企业平均燃料消耗量负积分、新能源汽车负积分未按照本办法抵偿归零的，应当向工业和信息化部提交其本年度乘用车生产或者进口调整计划，使本年度预期产生的正积分能够抵偿其尚未抵偿的负积分； 积分管理要求纳入乘用车生产企业及产品准入条件，若未按《办法》规定执行，企业不达标的新产品将不予列入《道路机动车辆生产企业及产品公告》或者不予核发强制性产品认证证书。	若未按《办法》规定完成达标，乘用车企业在年度生产计划、新产品推出等方面均会受到限制。

资料来源：中国汽车工业协会，联合资信整理

免征新能源汽车车辆购置税政策即将到期

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，对厂商端、消费者端均形成重要利好。

减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税政策即将到期

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。

影响：2017 年以来，作为市场主力的 1~1.6 升排量乘用车销量有所下滑，1.6~2 升乘用车成为市场增长的主要贡献力量，“优惠退坡”的效力已显现，四季度由于“翘尾”因素可能带来销量环比增长，但全年乘用车增速放缓已是定局。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。

三、 行业整体运行

2017 年前三季度，中国汽车完成销量 2022.45 万辆，同比增长 4.46%，较 1~6 月同比增速提高 0.65 个百分点；其中，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%，分别较 1~6 月同比增速提高 0.77 个和 0.46 个百分点。第三季度，在 7 月出现环比 9.24%的销量下降（同比仍属增长）后，中国汽车销量在 8~9 月逐月攀升，环比增幅分别为 10.89%和 23.93%；作为传统的销售旺季，乘用车、商用车 9 月销量环比分别增长 24.32%和 17.94%，同比分别增长 3.27%和 23.94%。新能源汽车方面，2017 年前三季度，中国新能源汽车完成销量 39.80 万辆，其中第三季度完成销量 20.20 万辆，相比上年同期均有大幅增长。

表 2 2017 年各季度中国汽车市场销量及同比（单位：万辆、%）

期间	汽车	同比	乘用车	同比	商用车	同比
一季度	700	7.37	595	5.05	105	22.59
二季度	635	1.07	531	-0.95	105	12.70
三季度	687	5.85	590	4.02	97	18.51

资料来源：中国汽车工业协会

重点对几个细分市场结构作分析。2017 年第三季度：①中国乘用车当期销量的 98.50%源于国内制造的乘用车，不同排量乘用车的销售态势有所区分：1~1.6 升和 1.6~2 升排量三季度销量均环比回升（二季度环比均下降），前者的三季度销量同比持平，后者同比增长 13.17%（各排量最高）；2~2.5 升排量三季度销量环比下滑 3.42%，但同比呈现 4.11%的销量增长，其余排量规模均很小。②中国商用车当期销量环比有所回落，但同比增速仍达 18.51%，主要源于货车

市场的销量贡献(三季度销量同比增长 21.41%),但货车销量在一季度达到 95.91 万辆的高点后,二、三季度逐步回落。③新能源汽车当期销量占前三季度累计销量的 50.75%,其中纯电动汽车销量增速不断攀升,前三季度销量同比增长 50.46%,高于 1~6 月销量增速 23.48 个百分点,插电式混合动力汽车前三季度销量同比基本持平(1~6 月销量回落 20.45%)。

表 3 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

资料来源:中国汽车工业协会

说明: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式。

表 4 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	同比	货车	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

资料来源:中国汽车工业协会

表 5 2017 年各季度中国新能源汽车及细分品种销量及同比

(单位:万辆、%)

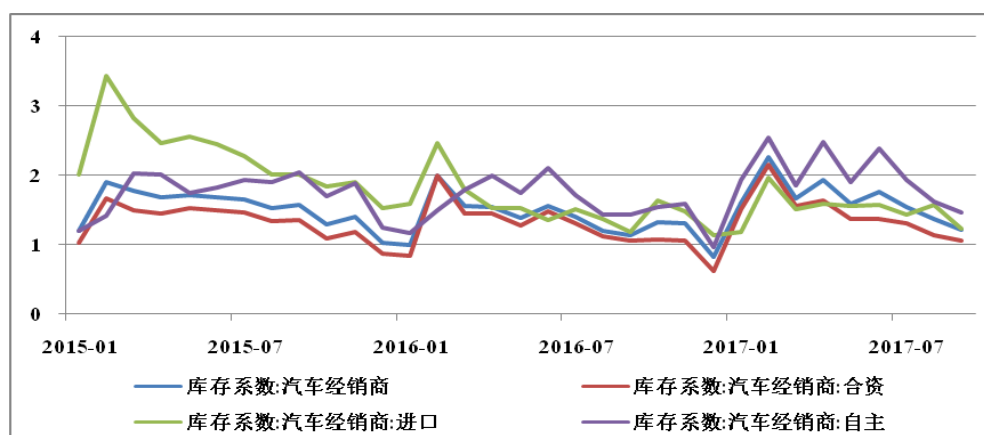
期间	新能源汽车	同比	纯电动汽车	同比	插电式混动 汽车	同比
一季度	5.44	-7.70	4.42	150.83	1.02	91.72
二季度	13.84	24.91	11.56	37.73	2.38	-11.44
三季度	20.20	71.19	16.50	85.39	3.80	31.03

资料来源:中国汽车工业协会

库存方面。从汽车经销商角度看,汽车经销商库存系数在 2017 年 2 月达到 2015 年以来的历史峰值 2.25,之后震荡回落;第三季度的各月库存系数分别为

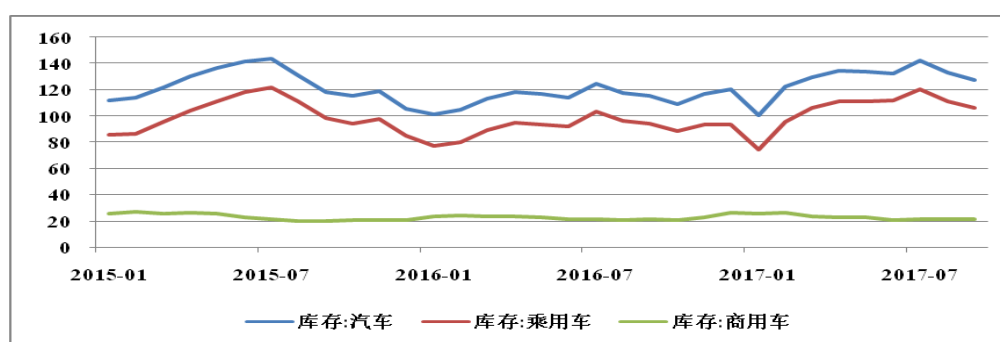
1.54、1.37 和 1.21，其中合资品牌的库存系数低于进口品牌，而进口品牌又低于自主品牌，9 月自主品牌库存系数虽降至警戒线（1.50），但仍处相对高位。从汽车分类角度看，2017 年上半年，汽车库存量震荡上行，至 7 月达到 2015 年以来的历史峰值 141.90 万辆，之后持续回落，9 月底降至 127.30 万辆，仍高于往年同期水平；其中，乘用车三季度各月的库存量逐步回落，但高于往年同期水平，商用车库存量基本稳定，与上年同期基本持平。

图 1 近年来中国汽车经销商库存指数



资料来源：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

2017 年以来，一方面自 2015 年 10 月起实施的“购买 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半”优惠政策“退坡”（自 2017 年 1 月起改为按 7.5%征收购置税），对小排量乘用车（销量贡献近七成）的市场增长形成抑制，乘用车销量增速明

显放缓，另一方面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，同时新能源市场迅速恢复。单独看三季度，传统旺季的到来带动了乘用车销售，汽车销量环比回升，但仍低于一季度销量；商用车首度回落至百万辆以下，库存水平徘徊，新能源市场延续高速增长。

综上所述，2017 年市场增速放缓基本成为定局，乘用车市场步入低速增长；进入四季度，由于政策优惠步入尾声，乘用车和新能源汽车市场存在“翘尾”空间，单月销量有望逐步攀升，商用车销量增势可能放缓。

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 9 月底，纳入统计的汽车制造企业共计 14620 家，较二季度末的 14533 家略微增长（增长 0.60%）。上述企业于 2017 年前三季度分别实现主营业务收入 6.24 万亿元、实现利润总额 0.50 万亿元，同比分别增长 11.90%和 10.30%，增速相比 1~6 月分别下降 0.10 个和 1.40 个百分点，且低于 2016 年前三季度的增长，整体看业绩增长略有放缓，仍处于良好水平。

截至 2017 年 9 月底，上述企业资产总计 7.12 万亿元，较 6 月底增长 4.05%，其中存货和应收账款净额分别为 0.71 万亿元和 1.18 万亿元（占总资产的 9.93%和 16.60%），较 6 月底分别增长 2.08%和 6.65%，相比上年同期的增长速度，2017 年三季度存货增长相对平稳，应收账款增幅趋同。

表 6 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			
	1-9 月	同比	1-6 月	同比	1-9 月	同比	1-6 月	同比
2016 年	5.61	13.60	3.68	10.10	0.46	13.00	0.31	6.50
2017 年	6.24	11.90	4.13	12.00	0.50	10.30	0.35	11.70

资料来源: 国家统计局

表 7 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	
	9 月底	相比 6 月末	9 月底	相比 6 月末	9 月底	相比 6 月末
2016 年	6.25	4.38	1.03	6.52	0.61	4.50
2017 年	7.12	4.05	1.18	6.65	0.71	2.08

资料来源: 国家统计局

五、 2017 年第三季度汽车制造企业债券发行情况

2017 年第三季度, 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), 与上季度持平¹; 发行金额合计 171 亿元, 较上季度增加 71 亿元; 共涉发行人 4 家, 较二季度减少 2 家, 平均单笔债券规模最高达 50 亿元 (私募债)。

从发行人看, 上述 4 家发行人包括 3 家地方国有企业和 1 家外资企业, 除戴姆勒股份公司不涉主体级别外, 另有 2 家 AAA 级别企业和 1 家 AA 级别企业 (均非首次发行)。从发行品种看, 7 支信用债包括 2 支超短期融资券 (40 亿元)、3 支定向工具 (65 亿元)、1 支私募公司债 (20 亿元)、2 支绿色债券/一般企业债 (46 亿元), 其中 3 支债券附带回售选择权 (一季度和二季度各有 2 支债券附带回售选择权)。

¹2017 年第二季度发行的 8 只信用债中, 包含 2 只金融机构债-17 福特汽车 01/02, 发行金额合计 30 亿元。

表 8 2017 年第三季度中国汽车行业债券发行情况

(单位: 亿元、年、%)

证券简称	发行人	发行总额	起息日期	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 奇瑞 SCP003	奇瑞汽车股份有限公司	20.00	2017-08-11	0.74	6.00	AA/稳定	--
17 京汽股 SCP001	北京汽车股份有限公司	20.00	2017-07-21	0.74	4.41	AAA/稳定	--
17 奇瑞 PPN003	奇瑞汽车股份有限公司	5.00	2017-08-30	2	6.30	AA/稳定	--
17 奇瑞 PPN002	奇瑞汽车股份有限公司	10.00	2017-07-28	2	6.30	AA/稳定	--
G17 京汽 1	北京汽车股份有限公司	23.00	2017-07-04	5+2	4.72	AAA/稳定	AAA
17 华汽 03	华晨汽车集团控股有限公司	20.00	2017-08-29	2+1	5.35	AAA/稳定	AAA
17 京汽绿色债	北京汽车股份有限公司	23.00	2017-07-04	5+2	4.72	AAA/稳定	AAA
17 戴姆勒 PPN004	戴姆勒股份公司	50.00	2017-08-24	3	5.12	--	--

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。

2017 年第三季度, 汽车制造行业发行主体未出现主体级别变动情况(二季度仅有浙江吉利控股集团有限公司 1 家发行主体存在主体级别提升, 由 AA+/稳定调升至 AAA/稳定)。

整体看, 汽车制造行业发行主体仍以中高级别为主, AAA 级别企业比重较高, 发行品种较多样, 三季度发债规模较上季度进一步攀升。

六、 存续债发行人的财务状况

截至目前, 根据 Wind 汽车制造(信用债)的分类统计口径, 所发债券尚处存续期的发行人共计 22 家, 剔除金融企业、未公告 2017 年三季度数据企业, 剩余样本企业共计 17 家。

2017 年 1~9 月, 上述 17 家样本企业中, 营业收入同比下滑的企业有 5 家, 其中除 1 家 1~9 月降幅超过 1~6 月降幅外, 其余 4 家 1~9 月降幅均有所缓和; 营业收入同比上升的企业有 12 家(7 家增幅超过 20%), 但大部分企业 1~9 月

增幅均低于 1~6 月增幅。同期，利润总额同比下滑的企业有 10 家，其中 3 家利润总额为负。

表 9 2017 年第三季度中国汽车行业债券发行情况

(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
A ⁺	1	1	1	1	1
合计	17	1	6	3	10

资料来源: Wind 资讯

汽车市场、尤其是乘用车市场在经历 2016 年的市场增速高点后，步入平稳增长时期，2017 年前三季度，样本企业中过半出现利润回落，亏损企业略有增加。整体看，汽车制造行业呈现出一定程度分化，AAA 及 AA⁺级别合计占比过半，呈现出较强的抗风险能力；AA⁻及以下企业收入、利润偏薄，业绩波动较大，未来应对上半年已出现亏损、三季度仍未实现盈利的企业予以关注。

七、 行业展望

从行业整体运行看，2017 年以来，乘用车增速明显回落、商用车景气度提升，小排量乘用车购置税优惠“退坡”对乘用车产品结构的调整已逐步体现，前三季度企业利润增速低于 1~6 月、增速趋缓，但整体盈利仍处于良好水平；进入四季度，乘用车和新能源汽车市场存在“翘尾”空间，单月销量相比前三季度有望获得有较大提升，商用车销量增势可能放缓。

从行业信政看，新能源汽车免征车辆购置税政策得以展期，《办法》的出台加强了节能和新能源汽车的协同管理，促进企业产品节能降耗，鼓励企业将业务拓展至新能源汽车产业，并为小规模企业的发展提供了缓冲空间，同时对积分交易、能源信息管理、不达标处罚等均设置了细则规定，《办法》对企业 2018

年上报生产计划、推新步骤、扩能计划与实施均产生了较大影响；但考虑到监管部门未对积分交易的定价予以指导，届时开展积分交易的规范性、供需平衡性、及时性均有待观察。

从债券发行及发债主体看，三季度信用债发行规模环比增长、发行品种呈现多样化，发行人以中高信用等级企业为主，汽车制造行业存续债发行主体的盈利能力和利润水平有所分化，少数企业出现持续亏损，需对全年业绩完成情况予以关注。