

汽车制造行业 2022 年信用风险展望

联合资信 工商评级一部

报告概要

近年来我国汽车市场进入中低速增长期，周期波动性特点凸显。在连续三年下降后，2021 年，在成本上涨、芯片短缺的不利局面下，我国汽车销售总量在乘用车的带动下重现增长，商用车销量则有所下降；乘用车中，新能源汽车大幅增长、渗透率快速提升，我国政府多年来对新能源汽车产业的培育收到良好效果，市场需求已成为推动行业发展的重要力量。

我国汽车行业的上游配套较完备，特别是新能源汽车发展中，动力电池在全球具有一定领先优势。但 2020 年下半年以来，汽车芯片供应不足对主要汽车厂商的生产形成了一定制约；我国汽车芯片对外依存度较高，存在一定隐患。

从需求看，近年来，SUV 和中高端车偏好在我国市场充分展现，而随着消费群体的变化，更能承载“智能+网联”功能的新能源汽车市场认可度快速提高；我国自主品牌厂商在 SUV 和新能源汽车领域取得优势，缩小了与合资企业的差距。货车的购置需求与基建投资规模、社会物流总量等存在较大关联性，近期我国积极的财政政策、较大的基建投资规模有利于重卡销售的稳定；物流业的发展、道路治超等政策的实施则有望使轻卡购置需求保持增长。受轨道交通覆盖网络扩大等因素影响，我国客车市场面临较大压力，近年来处于饱和状态，未来市场需求主要依赖政策推动下公共领域用车、三四线城市公共交通工具的电动化更新，增长前景尚需观望。

作为资本密集型行业，汽车制造业行业集中度高。经过 2018 年以来的优胜劣汰，目前行业内债券发行人多为头部企业，规模化优势显著，财务表现整体较好，信用等级普遍较高。2021 年，汽车制造企业未发生债券违约或延期兑付的情况，有一家企业的主体信用等级被下调；新发行债券规模小，票面利率低；存续债券规模和一年内到期债券偿付压力较小。

展望未来，短期看，2022 年我国汽车制造业有望延续增长态势。中长期看，一方面，需求增速降低将使行业竞争加剧，弱势企业生存环境将不断恶化；另一方面，行业整体仍有一定发展空间，未来出现连续多年景气度下行的可能性小，行业整体有望稳定运行，有利于多数存续债发行企业信用水平保持基本稳定。

一、汽车行业运行情况

近年来我国汽车行业进入中低速增长期，周期波动性特点凸显。在连续三年下降后，2021 年，我国汽车销售总量在乘用车的带动下重现增长，商用车产销有所下降，库存保持在合理水平；整车出口大幅增长，国内企业的国际竞争力开始显现。新能源汽车大幅增长、渗透率快速提升，新能源汽车产业政策已收到良好效果，未来燃油车市场逐步萎缩、新能源汽车加速增长仍将继续。

中国汽车市场产销规模多年来持续位居全球首位，但随着汽车普及率的提高，近年来销量增速明显下降，周期性波动的特点开始呈现。2018 年-2020 年，我国汽车总销量持续下降。2020 年初，新冠肺炎疫情对各行各业的运转形成冲击，汽车市场仍延续颓势，为刺激

新能源汽车消费，我国政府延缓补贴政策退坡节奏，加之下半年疫情控制较好、新能源车市场化需求开始体现，2020 年全年我国汽车销量降幅收窄。2021 年，我国实现汽车销售 2627.50 万辆，同比增长 3.80%，销量连续下降的局面得以扭转。

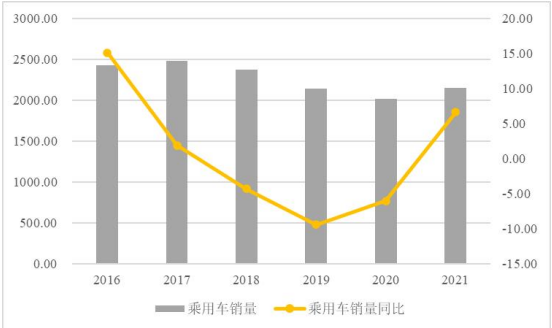
图 1 近年来我国汽车销售情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合资信整理

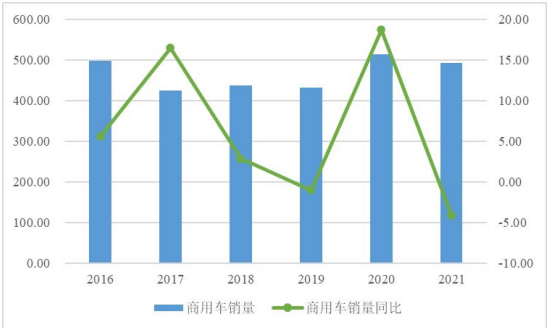
从细分市场情况来看，2018 年 - 2020 年，乘用车销量变化趋势与汽车总销量基本同步，呈现逐年下降的趋势；2021 年，乘用车销量为 2146.90 万辆，同比增长 6.61%。2018 年 - 2021 年，商用车销量有所波动，其中，受到排放标准提高、治超趋严和基建投资力度加大等因素的拉动，2020 年商用车销量大幅增长 18.69%至 513.10 万辆；而因上一年度销量的提前“透支”，2021 年，我国商用车销量下降 4.15%至 491.80 万辆。

图 2 近年来我国乘用车销售情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合资信整理

图 3 近年来我国商用车销售情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合资信整理

新能源汽车方面，2021 年，全国新能源车销量同比增长 157.50%至 352.10 万辆，占汽车总销量的比例由 2020 年的 5.40%提高至 13.40%。新能源汽车 2021 年的爆发，是我国政府多年来呵护、培育的结果。作为新生事物，2018 年之前我国新能源汽车产品较单一，成本和售价居高不下，销售对购置补贴依赖较大；因补贴政策退坡，2019 年，我国新能源汽车销量出现下降。但在补贴政策退坡的同时，我国政府祭出“双积分”政策大棒，从供给侧强力推动，使得汽车产品新能源化成为业内共识。随着特斯拉进入中国以及主流厂商纷纷布局新能源市场，2020 年以来我国新能源汽车产品不断丰富，加之规模效应使得零部件采购成本下降，新能源汽车价格愈加亲民，市场认可度迅速提高。2019 年至 2020 年，我国新能源汽车销售的驱动力迅速切换，2021 年的爆发增长，是市场真实需求的体现。

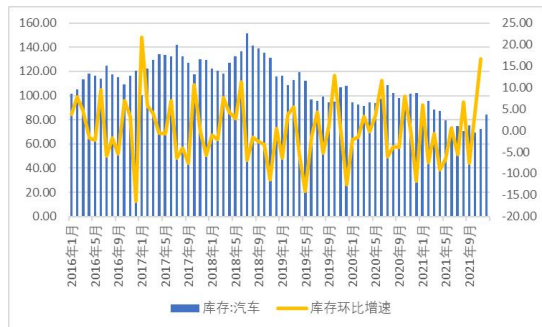
图4 近年来我国新能源车销售情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合资信整理

从库存来量看，2019年以来，我国汽车单月库存量较前几年有较为明显的下降；从库存系数来看，2020年初，受疫情影响，库存指数曾大幅上升，但随着零售端的恢复，库存系数迅速回落，2021年各月总体在安全范围内运行，12月份库存系数为1.43。库存系数维持较低水平一定程度上显示了生产端与需求端在产品领域契合度较高，降低了产成品积压对汽车制造商和经销商带来的风险。

图5 近年来汽车库存量及环比增速（万辆、%）



资料来源：Wind、联合资信整理

图6 近年来汽车库存量及环比增速（万辆、%）

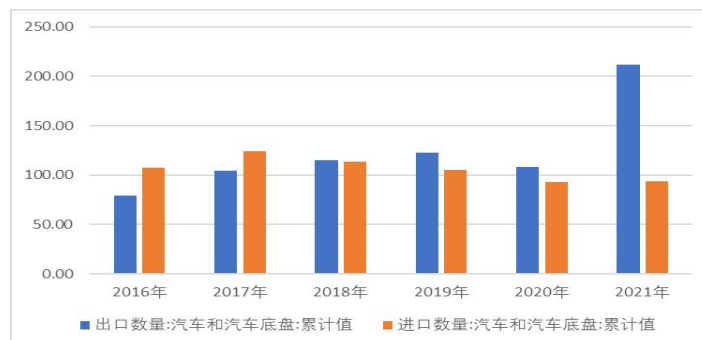


注：2020年2月由于受疫情影响，库存系数为14.80，已作为异常值剔除

资料来源：Wind、联合资信整理

从进出口情况来看，自2018年开始，我国汽车和汽车底盘的出口数量超过进口数量，出口数量呈现波动增长态势，进口数量波动减少。2021年，我国汽车和汽车底盘累计出口212.00万辆，同比增长96.30%，进口数量94.00万辆，同比增长1.08%。出口增长反映了我国汽车厂商国际竞争力的增强。

图7 近年来中国汽车和汽车底盘进出口情况（单位：万辆）



资料来源：Wind、联合资信整理

二、行业上游

我国汽车行业的上游配套较完备，特别是新能源汽车发展中，动力电池在全球占据一定领先优势。但钢材等原材料价格的波动增加了车企的成本控制压力；2020年下半年以来，汽车芯片全球供应不足对主要汽车厂商的生产形成了一定制约；我国汽车芯片对外依存度较高，存在一定隐患。

汽车行业具有“料工并重”的特点，物料成本是其产品成本构成的重要部分。传统汽车产业上游涉及的钢铁、橡胶、机械制造、仪器仪表和电子元器件等产业多数较为成熟，市场化程度高、产能充足，有利于保障汽车行业的原材料供给。但钢材等原材料价格的波动是影响汽车生产成本的重要因素；同时，近年来，随着新能源汽车的崛起和汽车产品智能化的发展，动力电池成为汽车产业的重要上游产业，电子元器件中的芯片产业对汽车产业影响加大。

1. 钢材

汽车整车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。钢材价格的波动对汽车企业的利润空间具有一定影响。我国钢铁行业产能总体过剩，但近年来，国家供给侧改革、国际市场铁矿石等大宗商品价格波动等，整体对钢材价格的上涨形成了一定助推，2020年初至2021年底，钢材价格整体呈现波动上涨的局面。

2020年上半年，受新冠肺炎疫情对下游生产的影响，钢材价格明显下降；而随着经济运行逐步恢复，钢材价格于5—12月持续上升，特别是11—12月升幅较大。2021年以来，钢材价格呈现先升后降、大幅波动的态势，整体处于历史高位。具体来看，2021年一季度，受通胀预期以及成本抬升影响，钢材价格开启上涨趋势；二季度，河北等地环保限产，叠加下游用钢需求和投机需求，供需紧张推动钢材价格继续上涨，并于5月涨至历史高点；此后，随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓，钢材价格有所回落，但原材料焦炭价格的快速攀升对钢材价格形成一定支撑；10月至12月底，焦炭价格在政府干预下明显下降，同时叠加上游需求下降，钢材价格大幅回落，但仍高于去年同期水平。

总体看，2021年，钢材价格整体运行区间处于近年来高位，不利于整车企业的成本控制。

图8 2018—2021年Myspic综合钢价指数

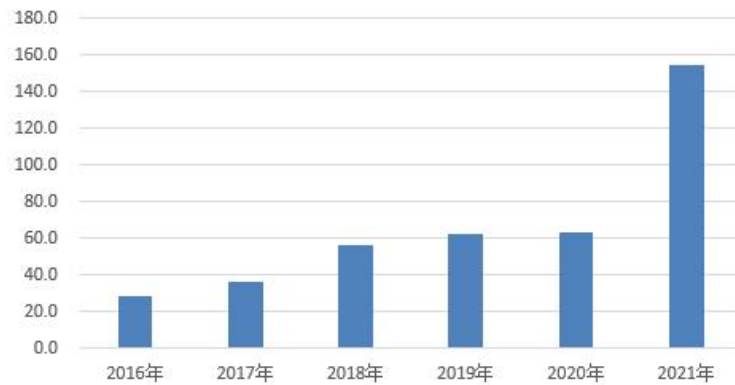


资料来源：www.mysteel.com

2. 动力电池

动力电池产业为新能源汽车提供重要部件，近年来已成为汽车供应的重要上游产业。2019—2020 年，因补贴政策退坡、新冠肺炎疫情对新能源汽车市场产生影响，我国动力电池装车量增幅较小；2021 年，我国动力电池产销大幅增长，全年动力电池装车量达 154.5GWh，同比增长 142.9%，对新能源汽车产业的爆发式增长起到了重要支撑。

图 9 2016—2021 年我国动力电池装机量



资料来源：高工锂电、中国电池网

经过多年的发展，我国动力电池产业已在全球占据领先地位，根据 SNE Research 所统计 2021 年前 3 季度数据，全球动力电池装车量中，排名前 10 的企业占比约为 93.6%，而中国企业占据其中 5 席（宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科和远景 AESC），该 5 家企业全球市场占有率合计约为 45.9%。

2021 年我国动力电池装车量大幅提高，从生产端看，除主要电池企业产线达产、产能释放外，电池装机结构的变化也是重要影响因素。因能量密度的局限，2018—2020 年，我国磷酸铁锂电池曾被边缘化，但因比亚迪等厂商实现产品技术的突破，2021 年全年我国磷酸铁锂电池产量同比增长约 2.63 倍，占动力电池总产量的比例上升至 57.1%，使得行业整体产能利用率提升，并且一定程度上削弱了钴价上涨对整个产业链的负面影响；搭载新型磷酸铁锂电池的新能源汽车续航里程增加、销售业绩良好，技术进步使得动力锂电池与新能源汽车行业形成了良性互动的局面。

产能方面，动力电池属新兴产业，因行业产能、产业链配套等因素的限制，现阶段总体处于供不应求状态。但面临新能源行业的持续高景气，动力电池行业巨头正在积极布局产能。根据宁德时代、中创新航和国轩高科有关公开信息，在 2025 年之前，宁德时代电池产能预计将达到 670GWh（其 2021 年 1—9 月锂离子电池产能为 106.4GWh，已建成投产的锂离子电池产线在完成产能爬坡并稳定运行后，设计年产能规模合计约为 220GWh 至 240GWh）；中创新航 2022 年产能规划为 200GWh，2025 年产能规划为 500GWh；国轩高科 2025 年产能规模目标为 300GWh（2021 年产能约为 50GWh 左右）。除上述企业外，比亚迪、蜂巢能源、大众汽车集团（中国）等也正在实施较大规模的产能建设计划。动力电池及相关行业龙头对电池产能和技术研发等方面的投入，将为新能源汽车行业的发展提供有力支持，但相关

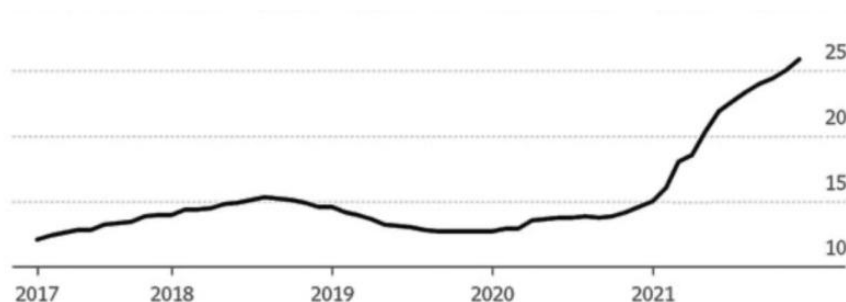
项目投资规模大，应关注后续资金的接续问题。

3. 汽车芯片

随着各种自动化功能在汽车产品中的应用，品种繁多的芯片早已成为汽车生产所需的重要电子元器件，特别是近年来，在“电动+智能化”发展加速的过程中，汽车行业对芯片的需求快速增长。但与此同时，因新冠肺炎疫情影响了一些芯片企业的正常开工、部分晶圆厂遭遇事故，加之汽车产业内生产者格局变化后芯片厂商对需求预测不准确，以及市场炒作、囤货等因素，自 2020 年下半年以来，全球汽车芯片供应不足的情况凸显，出现了汽车芯片价格暴涨和交付周期的延长的情况。

价格方面，2020 年下半年以来，部分芯片价格上涨幅度在 10 倍以上；交付周期方面，根据市场分析机构 Susquehanna Financial Group 的研究报告，一般年份芯片厂商正常交货周期多在 10~15 周之间，2020 年下半年起，芯片厂商交货时间逐步拉长，2021 年明显长于正常年份，至年底约为 25 周。

图 10 2017—2021 年芯片交付周期变化情况（单位：周）



资料来源：Susquehanna Financial Group

因芯片在汽车生产成本中所占比例不大，芯片价格上涨对汽车产业的冲击尚属可控，但因芯片短缺，国内外多数汽车厂商被迫阶段性减产。2021 年 4—8 月，我国汽车产量环比持续下降。因国家打击市场炒作行为和前期订货逐步到位，2021 年 9 月起，芯片供应略有缓解，我国汽车产量环比出现增长，但仍不能充分满足市场需求。2021 年下半年，我国汽车产为 1351.3 万辆，同比减少 10.59%；年底库存量由上年底的 101.9 万辆下降至 84.5 万辆。

目前我国车用芯片产品对外依赖度很高（95%以上需要进口），针对此现象，科技部、工信部等已牵头 70 余家单位成立“中国汽车芯片产业创新战略联盟”，以建立中国汽车芯片产业创新生态、补齐行业短板，国内车企中的比亚迪、上汽等已先后涉足汽车芯片领域，但汽车芯片短缺难题的解决尚需一定时间。

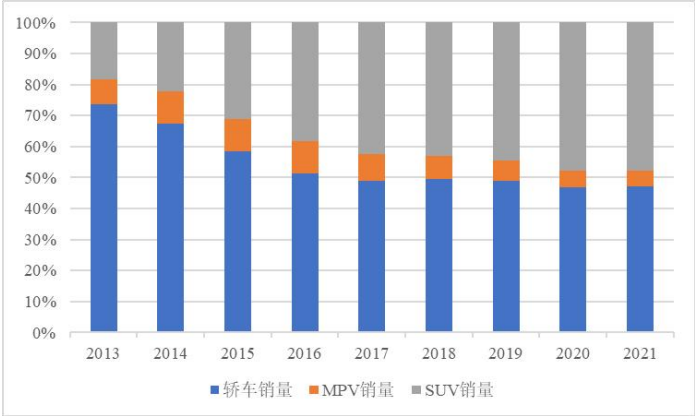
三、需求分析

1. 乘用车市场

乘用车主要面向个人消费者，近年来，SUV 和中高端车需求偏好已得到充分体现，而随着消费群体结构的变化，更能承载“智能+网联”功能的新能源汽车市场认可度快速提高。我国自主品牌厂商在 SUV 和新能源汽车领域取得优势，缩小了与合资企业的差距。

从车型情况看，近年来，随着居民生活条件改善，消费者存在对汽车产品的改善需求，购车目标车型逐步向大型化、高端化靠拢，SUV可以满足我国消费者的大空间偏好，近年来占乘用车的比例逐年提高，2013年SUV占比仅18.33%，而2021年该比例已提高至47.89%。随着SUV需求的增加，各大车企加大SUV的投放力度，部分国产品牌通过推出性价比高的SUV产品（如长城哈弗系列、WEY系列），市场竞争力得到显著提高。

图 11 近年来我国各类乘用车市场份额情况（单位：%）

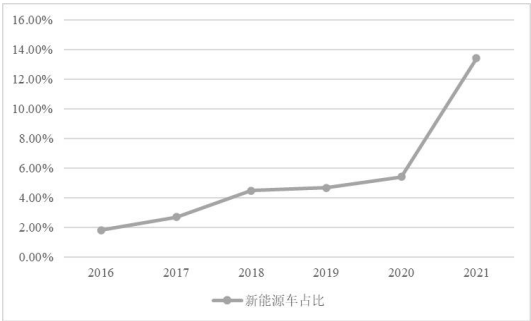


资料来源：Wind、联合资信整理

从动力来源看，2016年—2020年，我国新能源汽车的渗透率逐年提高，2021年，新能源汽车销量占汽车总销量的比例提高至13.40%，相比2020年提高8.00个百分点。国内新能源汽车产业经过多年发展，已形成较为完善的产业链，因产品更能承载“智能、网联”功能，更能满足年轻消费群体的需求，新能源汽车已成为助力我国自主品牌车企“变道超车”的重要力量。

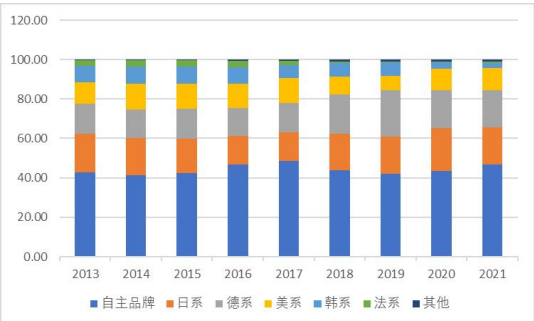
在SUV、新能源汽车产品创新的带动下，近年来汽车市场对国产品牌汽车的消费需求明显提升：2020年、2021年，自主汽车品牌市场占有率分别为43.66%和46.94%，同比分别提高1.66个百分点和3.28个百分点。

图 12 近年来新能源汽车销量占汽车总销量的比例（单位：%）



资料来源：Wind、联合资信整理

图 13 近年来自主品牌汽车市场占有率情况（单位：%）



资料来源：Wind、联合资信整理

未来，随着居民生活水平的提高，对汽车的需求将呈现多样化趋势。“80后”“90后”已成为购车主要群体，年轻群体的购买决策行为浅层化特征明显，决策周期缩短，且更重视外观造型、高科技配置及乐趣体验；另外，随着女性购车人群的增加，打造更加符合女性审美及使用需求的车型也成为车企的增长点。从供给端来看，多家车企的众多智能电动车型陆

续上市，形成了自主品牌领先、外资车企逐步跟上的局面，市场竞争日趋激烈。以特斯拉、新势力为代表的车企智能化配置推陈出新，以“智能”构筑产品卖点和品牌要素，在新能源市场快速占据消费者认知。从需求端来看，消费者选择日益丰富，智能驾驶概念日益深入终端消费者心智，智能化功能的丰富度及完成度成为购车的重要参考因素。

我国《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》对新能源车发展提出的目标为，到 2025 年，新能源汽车销售量占新车销售总量的比例达 20%。从 2021 年新能源汽车推新情况和市场反响看，此目标有望在 2022 年提前达到。未来汽车市场有望呈现汽车购置总量中低速增长、周期性波动，而新能源汽车需求持续攀升的局面。

2. 商用车市场

（1）货车市场

作为生产工具，我国货车购置需求与基建投资规模、社会物流总量以及车辆更新周期等存在较大关联性。近期，我国积极的财政政策、较大的基建投资规模有利于重卡销售的稳定；物流业的发展、道路治超等政策的实施则有望使轻卡购置需求保持增长。

近年来，重型货车（重卡）和轻型货车（轻卡）一直是我国货车市场的主力品种。2021 年，因工信部酝酿调整轻卡管理政策所引起的观望，以及上一年度重卡销售的提前透支，我国货车销量同比减少 8.5%至 428.8 万辆，其中，重卡销量同比减少 13.8%至 139.5 万辆，但仍较 2019 年增长 18.8%；轻卡销量同比减少 4.0%至 211.0 万辆，较 2019 年增长 12.0%；中型和微型货车销量占比较小，对行业整体影响不大。

重卡需求主要取决于我国基建投资规模和车辆更新，具有较强的周期性。2020 年，因国三排放标准货车加速、国六排放标准实施在即，我国重卡销量创历史最高纪录（162.3 万辆），在上一年度销售提前透支的情形下，2021 年我国重卡销售 139.5 万辆，仍属历史较高水平。2021 年第四季度我国 GDP 增速已降至 4%，在经济下行压力加大的情况下，2022 年我国财政政策有望更加积极，基建、保障房建设有望提速，有利于重卡销售的稳定。

轻卡方面，近年来我国轻卡销售情况较好，主要系电商、直播带货以及社区团购发展，提振了物流需求所致。未来，随着人们生活水平的提高，社会对新鲜农产品的需求将稳定增长，生鲜电商的发展对运输的品质和时效性提出了更高要求，物流业对轻卡的需求有望进一步提升；同时，轻卡治超政策的实施、排放标准的逐步升级也将刺激轻卡销售。未来 3~5 年，我国轻卡需求量有望保持增长。

（2）客车市场

受轨道交通覆盖网络扩大等因素影响，我国客车市场面临较大压力，近年来处于饱和状态，未来市场需求主要依赖政策推动下公共领域用车、三四线城市公共交通工具的电动化更新，增长前景尚需观望。

因高铁网络覆盖范围扩大、城市地铁通车里程增加对公路和城市客运业造成冲击，我国客车销量于 2014 年见顶。在经历了连续六年的下降后，2021 年，我国客车市场回暖，全年销量为 50.5 万辆，同比增长 12.6%，较 2019 年增长 7.2%。

从细分车型来看，2021 年，我国大型客车销量同比减少 15.4%至 4.8 万辆，销量占比较上年下降 3.2 个百分点至 9.5%；中型客车销量同比较少 3.1%至 4.6 万辆，销量占比较上年

下降 1.4 个百分点至 9.1%；轻型客车销量同比增长 19.4%至 41.1 万辆，销量占比较上年提高 4.6 个百分点至 81.4%。近年来我国客车需求趋于轻量化，大中型客车占比下滑、轻型客车占比上升的趋势仍在延续。

从市场需求总量看，我国客车市场未来仍将承受轨道交通覆盖范围扩大以及家用车、网约车普及等因素所带来的压力，未来市场主要依靠更新需求支撑。

在目前技术条件下，客车较之乘用车、货车更适合电动化。我国《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》提出，到 2035 年公共领域用车应全面电动化，自 2021 年起国家生态文明试验区和大气污染防治重点区域的公共领域更新车辆，新能源汽车比例不低于 80%。此外，“十三五”期间，多地政府出台了新能源公交车更新计划，深圳、北京、上海、广州公交车辆的电动化已基本完成，三四线城市公共交通工具的电动化替代在加速推进。“十四五”期间，公共领域用车的新能源化替代，将对客车市场形成一定的支撑；而三四线城市公交车的电动化替代，一定程度上将拉升中大型客车需求。

四、政策动向及其影响分析

1. 中央政府及相关部委多次出台政策或进行表态，稳定和扩大汽车消费

2021 年 1 月 5 日，商务部等 12 部门联合印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》，要求释放汽车消费潜力，鼓励有关城市优化限购措施，增加号牌指标投放；开展新一轮汽车下乡和以旧换新，鼓励有条件的地区对农村居民购买 3.5 吨及以下货车、1.6 升及以下排量乘用车，对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车给予补贴。2021 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在《政府工作报告》中提出“要持续稳定和扩大消费”“稳定增加汽车、家电等大宗消费”。2021 年 7 月 30 日，中央政治局会议明确提出，要挖掘国内市场潜力、支持新能源汽车加快发展。2021 年 8 月 20 日，工信部有关负责人表示，工信部将推动各地取消汽车限购措施，鼓励地方出台更多真金白银的优惠政策，推动汽车由购买管理向使用管理转变。

点评：汽车产业发展对国民经济的影响巨大。因居民消费能力和人口聚集效应，当前我国汽车销售的重要市场仍主要集中于城市，而部分大中型城市因道路交通承载能力有限，近年来纷纷实行汽车限购政策，对汽车消费形成了一定制约。2021 年以来，中央多部委、国务院乃至中央政治局出台相关政策或提出指导性建议，有助于拉动农村和中小城市汽车需求，并促使部分具备条件的大中型城市调整限购政策（特别是对新能源汽车），从而促进汽车市场复苏。

2. 乘用车企业合资股比全面放开

2021 年 12 月 27 日，国家发展改革委、商务部发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》，自 2022 年 1 月 1 日起，取消乘用车制造外资股比限制以及“同一家外商可在国内建立两家及两家以下生产同类整车产品的合资企业”的限制。

点评：汽车企业合资股比放开已经历了近 4 年的过渡期。因合资车企品牌溢价能力强、整车销量大，直至 2021 年前 3 季度，对合资企业的投资仍然是我国多家大型国有汽车集团的重要利润来源，若有关国企在合资企业中持股比例被稀释，将导致其利润下降；此外，市场也有担心，投资全面放开后自主品牌汽车受到更直接的冲击。

但 2020 年下半年以来，全球汽车产业转型加速，我国汽车市场新能源汽车渗透率快速提升，本土企业在新能源汽车市场中已取得一定竞争优势。同时，经过多年的合作，部分合资企业形成了“外方主导技术与产品、中方主导产品本土化与营销”的局面，特别是在与地方政府合作、了解市场需求等方面，合资企业往往需要中方股东的支持。截至 2021 年底，除华晨宝马外，各大合资企业尚未公布外方股东要求提高持股比例的消息。外方股东是否提高持股比例以及具体的提升幅度，均存在一定“博弈”和“平衡”的空间。整体看，外资股比放开对我国汽车产业的冲击、对有关中方参（控）股股东的影响会低于预期。

3. “双积分”政策的“大棒”进一步逼近

2021 年 6 月，工信部对 2020 年度乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分执行情况年度报告进行公示。根据公示数据，2020 年，国内新能源汽车正积分 437 万分，负积分 106.55 万分；平均燃料消耗量正积分为 436.74 万分，负积分为 1171.43 万分。137 家乘用车生产/进口企业中，有 93 家企业平均燃料消耗量不达标；未达标企业包括了一汽大众汽车有限公司、上汽通用汽车有限公司、浙江豪情汽车制造有限公司、上汽大众汽车有限公司、浙江吉利汽车有限公司、重庆长安汽车股份有限公司、北京奔驰汽车有限公司、中国第一汽车集团有限公司、奇瑞汽车股份有限公司和东风汽车有限公司等。

点评：截至 2021 年底，《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》（以下简称“双积分政策”）生效已满 4 年，工信部已 5 次公布乘用车企业“双积分”考核结果。根据“双积分政策”，如车企没有满足积分要求，将受到暂停高油耗产品申报、生产等处罚；在负积分抵偿归零前，其油耗不达标产品不予列入车型公告。

截至目前，工信部尚未对积分不达标企业采取惩罚性措施，“政策大棒”举而未落，但绝大多数传统车企已感受到巨大压力。2020 年，一汽大众等传统整车企业负积分积累较多，我国乘用车行业所产生正积分远低于负积分，正积分的供不应求将抬高积分价格，迫使传统车企进行新能源车型的研发与生产，促进国内新能源汽车市场的发展。

4. 国务院及工信部、国家发改委等部门支持新能源汽车充电、换电、废旧电池利用等配套体系建设

2021 年 3 月 5 日，李克强总理在《政府工作报告》中提出要“增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系”；2021 年 5 月 20 日，国家发改委、能源局发布《关于进一步提升充换电基础设施服务保障能力的实施意见（征求意见稿）》，表明要加快推进居住社区充电设施建设安装，提升城乡地区充换电保障能力，加强车网互动等新技术研发应用，加强充换电设施运维和网络服务，做好配套电网建设与供电服务，加强质量和

安全监督，加大财税金融支持力度；2021年10月28日，工信部印发《关于启动新能源汽车换电模式应用试点工作的通知》，决定启动新能源汽车换电模式应用试点工作，纳入此次试点范围的包括北京、重庆、南京和武汉等11个城市。

2021年7月7日，国家发改委印发《“十四五”循环经济发展规划》，明确了11项重点工程与行动，包括城市废旧物资循环利用体系建设工程、废电产品回收利用提质行动和废旧动力电池循环利用行动等。2021年8月19日，工信部和生态环境部等5部委联合印发《新能源汽车动力蓄电池梯次利用管理办法》，鼓励梯次利用企业与新能源汽车生产、动力蓄电池生产及报废机动车回收拆解等企业合作，加强信息共享，利用已有回收渠道，高效回收废旧动力蓄电池用于梯次利用，鼓励动力蓄电池生产企业参与废旧动力蓄电池回收及梯次利用。

点评：充电设备不足是制约新能源汽车发展的重要因素之一，国务院已将充电桩建设列为“新基建”项目之一，总理在政府工作报告中连续2年提及充电和换电设施建设，发改委、工信部等部门亦进行了相应的政策跟进，相关政策已在各地规划中逐步体现。充电设施总量不足、分布不合理的问题有望逐步解决。

我国动力电池已进入集中报废期，预计到2025年退役量将达约116GWh（约80万吨）。废旧动力锂电池对环境存在巨大危害，同时也具有很大资源利用价值，但我国车用动力锂电池还没有全国性的回收网络。动力电池回收和梯次利用，可将退役的动力电池使用价值最大化，也能降低重金属对环境的污染。只有建立健全的动力电池回收体系，才能使我国新能源汽车产业成为真正的绿色产业，行稳致远。

5、“蓝牌轻卡”新规落地

在征求意见5个月后，2022年1月12日，工信部和公安部联合发布《关于进一步加强轻型货车、小微型载客汽车生产和登记管理工作的通知》（以下简称“《通知》”），并配发了相关技术规范。《通知》对登记为轻型货车的多项指标进行了规范和统一，要求不符合技术规范的在产产品自2022年3月1日起应停止生产，提出违规的生产企业应承担刑事责任。

点评：“蓝牌轻卡”系指在可以使用蓝底白字号牌（蓝牌）的货车，较之“黄牌”车，其最大优势为具有中心城区通行权。2019年，为激活城市配送活力，交通运输部取消了有关资质要求，大幅降低有关蓝牌轻卡运营的准入门槛。但因我国轻卡的生产制造及市场准入管理、注册登记和路权管理、运营管理分属不同部门，不同部门依据不同标准，出现了部分产品为上蓝牌而“大吨小标”的现象，部分商用车企业甚至将超载能力（实际运载能力超出标称运载能力）作为产品的竞争力，对货运市场秩序和道路交通安全造成了不利影响。本次《通知》及相关技术规范对轻型卡车的多项技术指标做出具体规定，且由工信部和公安部联合发布，有助于规范轻卡产品、防止不正当竞争、降低生产企业的风险；同时，新规降低了合规产品的单车运力，将带来轻卡购置需求的提升。

五、行业内企业信用状况

因行业的资本密集型特点，汽车制造业存续债券发行人信用等级整体较高。2021 年，汽车制造业未发生债券违约或延期兑付的情况，有一家企业的主体信用等级被下调；新发行债券规模小，票面利率低；存续债券规模和一年内到期债券偿付压力较小。

1. 行业内发债企业信用等级变动情况

2021 年，汽车制造业¹存续债券发行人中，有 1 家企业（重庆小康工业集团股份有限公司）的信用等级被下调（由 AA 下调至 AA-，评级展望为稳定）。

截至 2021 年底，汽车制造业存续债券发行人中，具备有效主体信用等级的企业共 15 家，从主体信用等级分布看，信用等级为 AAA 的企业共 11 家，AA+ 的企业共 3 家，AA- 的企业 1 家。目前汽车制造业发债企业信用等级整体较高，主要由行业的资本密集型特点所决定，也是近年来市场竞争中，部分弱势企业被淘汰的结果。

2. 行业内企业到期债券兑付情况

2021 年，汽车制造业中，共有 10 家企业的 25 期债券到期兑付/回售（不含当年发行并到期的超短期融资券），兑付/回售本金合计 310.85 亿元，未出现违约或延迟兑付的情况。具体情况如下表所示。

表 1 2021 年汽车制造业存续债券发行人债券兑付情况（单位：亿元、%）

发行人	债券简称	债券本金	票面利率	主体评级	债券评级	兑付日期
东风汽车集团股份有限公司	18 东风 01	3	5.49	AAA	AAA	2021/2/1
	18 东风 03	20	3.96		AAA	2021/12/6
	兑付本金合计		23			
北京汽车股份有限公司	18 京汽 Y1	20	5.60	AAA	AAA	2021/3/23
	16 京汽绿色债 01	25	3.45		AAA	2021/4/22
	14 京汽 MTN001	4	5.74		AAA	2021/9/10
	14 京汽 MTN002	3	5.54		AAA	2021/9/22
	14 京汽 MTN003	3	5.54		AAA	2021/9/22
	兑付本金合计		55			
北京汽车集团有限公司	16 京汽集 MTN003	20	3.65	AAA	AAA	2021/6/22
	16 京汽集 MTN002A	9.25	3.50		AAA	2021/04/8
	16 京汽集 MTN001A	19	3.50		AAA	2021/3/3
	14 北汽集 MTN001	8	5.72		AAA	2021/9/11
	兑付本金合计		56.25			
浙江吉利控股集团有限公司	20 吉利 SCP003	20	1.93	AAA	AAA	2021/1/21
	18 吉利 MTN002	20	4.55		AAA	2021/8/17
	15 吉利 01	20	3.88		AAA	2021/11/9

¹指以制造、销售汽柴油车和新能源车为主营业务，营业收入或利润总额 50%以上来自汽车制造业务的企业

	兑付本金合计	60				
长城汽车股份有限公司	20 长城汽车 SCP001	20	0.20	AAA	AAA	2021/2/18
中国重型汽车集团有限公司	16 重汽 01	15.6	3.45	AAA	AAA	2021/11/24
郑州宇通集团有限公司	16 宇通 02	10	3.50	AAA	AAA	2021/3/22
比亚迪股份有限公司	19 亚迪 Y1	5	6.20	AAA	AAA	2021/6/21
	18 亚迪绿色债 01	10	4.98		AAA	2021/12/21
	18 亚迪 01	30	3.20		AAA	2021/4/12
	16 比亚迪 MTN002	4	5.10		AAA	2021/2/28
	16 比亚迪 MTN001	2	5.10		AAA	2021/2/25
	兑付本金合计	51				
北京新能源汽车股份有限公司	20 北汽新能 SCP002	10	2.76	AA+	--	2021/1/11
	19 新能 02	5	4.15		AA+	2021/12/20
	兑付本金合计	15				
陕西重型汽车有限公司	20 陕西重汽 SCP001	5	2.85	AA+	--	2021/8/1

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 行业内企业 2021 年债券发行及当前存续债券情况

2021 年，汽车制造行业存续债券发行人中共有 3 家企业发行了 5 期债券（不含当期已兑付的超短期融资券），发行规模合计 100 亿元。因发行人主体及债券信用等级均为 AAA，发行利率最高为 3.97%，处于较低水平。

表 2 2021 年汽车制造行业存续债券发行人债券发行情况（单位：亿元、%）

发行人	债券简称	发行规模	票面利率	发行时间
北京汽车股份有限公司	21 京汽 01	10	3.45	2021/11/8
	21 京汽股 SCP003	15	2.92	2021/10/21
浙江吉利控股集团有限公司	21 吉利 MTN001(高成长债)	20	3.45	2021/7/27
	21 吉利债 01	20	3.97	2021/4/14
长城汽车股份有限公司	长汽转债	35	0.20	2021/6/10

资料来源：Wind，联合资信整理

截至 2021 年底，汽车制造行业存续债券发行人共 15 家，存续债券共 71 期，债券余额合计 1161.48 亿元。15 家发行人中，北京新能源汽车股份有限公司、北京汽车集团有限公司的券余额分别相当于其 2020 年底净资产的 57.45%和 27.06%，其余 13 家发行人存续债券余额与 2020 年底净资产之比在 15%之下。与较大规模的净资产相比，汽车制造行业总体债券偿付压力不大。

表 3 截至 2021 年底汽车制造行业存续债券发行人存续债券情况（单位：亿元、%）

企业名称	主体级别	存续债券期	存续债券余	一年内到期金	票面利率（加权平	2020 年底	存续债券 /2020
------	------	-------	-------	--------	----------	---------	------------

		数	额	额	均)	净资产	底净资产
中国第一汽车集团有限公司	AAA	3	150.00	0.00	2.59	2469.60	6.07
上海汽车集团股份有限公司	AAA	2	50.00	50.00	3.51	3100.41	1.61
东风汽车集团股份有限公司	AAA	4	107.00	67.00	3.54	1413.20	7.57
广州汽车集团股份有限公司	AAA	2	43.76	13.76	3.99	866.60	5.05
北汽汽车股份有限公司	AAA	4	54.00	38.00	3.84	735.94	7.34
北汽汽车集团有限公司	AAA	29	321.75	58.00	3.75	1189.11	27.06
浙江吉利控股集团有限公司	AAA	8	170.00	70.00	3.88	1523.04	11.16
长城汽车股份有限公司	AAA	1	34.99	0.00	0.20	573.42	6.10
中国重型汽车集团有限公司	AAA	3	43.89	43.89	3.48	366.96	11.96
郑州宇通集团有限公司	AAA	2	15.00	15.00	3.86	249.57	6.01
比亚迪股份有限公司	AAA	5	89.02	69.02	4.34	644.54	13.81
北汽福田汽车股份有限公司	AA+	1	10.00	10.00	4.15	154.36	6.48
重庆小康工业集团股份有限公司	AA-	1	2.07	0.00	1.80	56.19	3.68
北京新能源汽车股份有限公司	AA+	5	60.00	50.00	4.07	104.44	57.45
江铃汽车集团有限公司	AA+	1	10.00	0.00	4.28	226.92	4.41

资料来源：Wind，联合资信整理

截至 2021 年底，汽车制造行业存续债券中，于 2022 年底之前到期（或面临回售选择）的债券本金合计 484.67 亿元，未来一年内债券集中偿付压力不大。

五、发债企业财务表现

本文中，联合资信依据样本企业财务指标的算术平均值，分析行业内发债主体 2020 年以来财务指标的变化情况。

根据 wind 数据，截至 2021 年底，我国汽车制造企业中存续债发行主体共 15 家（详见表 3），因其中的北京新能源汽车股份有限公司 2020 年以来多项数据波动过大，联合资信未将其纳入样本；剩余 14 家企业中，因东风汽车集团股份有限公司未公布 2021 年三季度报告，联合资信在对发债企业 2021 年 1—9 月、2021 年 9 月底数据的分析中，将其剔除（与之进行对比的相关数据同样亦采用 13 家样本）。

1. 资产构成

2020 年以来，汽车制造业发债企业资产总额保持增长，资产规模大；货币资金占比较高、应收账款控制情况较好，长期股权投资和固定资产等非流动资产变化不大。

2020年，我国汽车产销量降幅收窄，下半年市场全面回暖，样本企业通过利润积累和增加负债，资产规模整体有所增长。截至2020年底，样本企业资产总额平均值较上年底增长10.46%。从几个重点科目看，货币资金均值增长16.81%且占比提高0.87个百分点，主要得益于整车企业在产业链中较为强势，销售结算方式对自身有利；相应的，应收账款均值增幅很小，且占比下降0.42个百分点。存货增长14.93%，主要系原材料价格上涨以及下半年订单增加、样本企业备货增加所致。固定资产均值增长5.14%，与样本企业产线升级以及对新能源汽车相关项目的投资有关；固定资产占比略有下降。

截至2021年9月底，样本企业资产总额均值较年初增长3.89%至2696.26亿元，平均资产规模很大。其中，应收账款均值较年初增长9.71%，低于收入规模增幅（见表5），基本合理；货币资金较年初增长5.92%，占比上升至16.35%，显示样本企业流动性继续向好。

表4 2019—2020年底及2021年9月底样本企业资产构成及变化
(单位：亿元、%，个百分点)

项目	2019年	2020年	2021年9月	2020年底较上年底变化 ²	2021年9月底较上年底变化
货币资金	389.97	455.52	440.83	16.81	5.92
货币资金占比	15.17	16.05	16.35	0.87	0.31
存货	226.10	259.85	240.59	14.93	-3.85
存货占比	8.80	9.15	8.92	0.36	-0.72
应收账款	141.00	142.72	147.73	1.22	9.71
应收账款占比	5.49	5.03	5.48	-0.46	0.29
长期股权投资	211.43	220.65	174.37	4.36	3.84
长期股权投资占比	8.23	7.77	6.47	-0.45	0.00
固定资产	401.12	421.74	409.58	5.14	-0.33
固定资产占比	15.61	14.86	15.19	-0.75	-0.64
总资产	2569.94	2838.85	2696.26	10.46	3.89

资料来源：Wind，联合资信整理

2. 盈利情况

2020年以来，汽车制造业发债企业投资收益基本稳定；收入规模的扩大和主营业务获利能力的增强带动了利润的增长。

我国汽车行业存在较多中外合资的联营或合营企业，多年来，投资收益是几家大型汽车集团利润的重要来源；2020年，样本企业投资收益总体变化很小。

主营业务方面，2020年，我国汽车销量有所减少，但中高价位车型销售占比有所提升，样本企业销售收入均值同比增长2.99%；从反映企业主营业务获利能力的“调整后营业利润率”看，2020年该项指标均值有所下降，主要系样本企业中个别经营规模较小的企业（如小康股份）该项指标下降较多所致，其他企业调整后营业利润率总体有所提高。2020年，样本企业利润总额同比略有增长，主要来自主营业务的贡献。

2021年前三季度，我国汽车行业虽面临旺盛的市场需求，但产量受到了“缺芯”等因素的制约。在上述因素作用下，样本企业销售收入和利润总额的均值同比分别增长12.04%和16.06%。

² 其中绝对量的变化指对比双方相差的比例，相对指标的变化，指对比双方直接相减的差值；下同。

表 5 2019—2020 年及 2021 年 1—9 月样本企业利润情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月	2020 年 同比变化	2021 年 1—9 月 同比变化
营业总收入	2192.68	2258.31	1676.96	2.99	12.04
调整后营业利润率	2.23	1.91	1.60	-0.33	-0.04
投资净收益	47.66	47.51	29.95	-0.33	9.73
利润总额	136.43	138.18	106.01	1.28	16.06
总资产报酬率	4.73	4.44	--	-0.28	--

注：2021 年 1—9 月总资产报酬率及其对比数未年化

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 资本结构及偿债指标

汽车制造业发债企业所有者权益规模大，债务负担整体处于合理水平，持续经营和投资所获利润及现金流对债务的覆盖能力整体较强。

截至 2020 年底，样本企业所有者权益均值较上年底增长 7.54%，全部债务均值较上年底增长 14.84%，受其影响，全部债务资本化比率均值上升 1.57 个百分点。2020 年，样本企业短期债务增幅小于全部债务增幅，显示新增债务的期限结构较合理。

2020 年，样本企业“（经营活动产生的现金流量净额+投资收益收现）/短期债务”指标均值提高至 0.69（倍），“EBITDA/全部债务”指标均值提高至 0.56（倍），反映出样本企业经营、投资所获利润及现金流对债务的覆盖能力整体较强。

截至 2021 年 9 月底，样本企业所有者权益均值较上年底增长 10.32%至 1042.75 亿元，规模很大；全部债务均值较上年底增长 4.01%，全部债务资本化比率均值小幅下降至 35.41%，债务负担整体处于合理区间。

表 6 2019—2021 年 9 月汽车行业行业债务及偿债能力情况（单位：亿元、%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月	2020 年较 上年变化	2021 年 9 月 较上年变化
所有者权益	980.02	1053.90	1042.75	7.54	10.32
全部债务	586.56	673.60	634.52	14.84	4.01
短期债务	374.69	413.96	384.10	10.48	4.04
全部债务资本化比率	36.75	38.32	35.41	1.57	-0.07
（经营活动产生的现金流量净额+投资收益收现）/短期债务	0.60	0.69	--	0.09	--
EBITDA/全部债务	0.50	0.56	--	0.06	--

资料来源：Wind，联合资信整理

七、行业展望观点

我国汽车制造行业将长期呈现中低速增长、周期性波动的特点。短期内，因 2021 年部分购置需求未得以满足，2022 年行业延续增长的可能性较大；乘用车领域新能源汽车渗透率仍将快速提高，商用车领域重卡有望保持基本稳定、轻卡存在一定增长空间，而客车市场前景不明朗。中长期看，一方面，需求增速降低将使行业竞争加剧，弱势企业生存环境将不断恶化；另一方面，行业整体仍有一定发展空间，未来出现连续数年景气度下行的可能性小，从长周期角度，行业整体有望稳定运行，有利于多数存续债发行企业信用水平保

持基本稳定。

目前我国市场对汽车产品的需求已进入中低速增长期，汽车行业运行主要呈现周期性波动的特点。2020年下半年起，我国汽车市场进入上升周期，但因芯片短期等因素影响，2021年汽车产销量增长并不显著，仍有部分消费需求未得到满足，为2022年销量增长保留了一定空间。

乘用车方面，中国人口基数大、汽车普及率与发达国家尚有一定差距，未来城镇化推进、居民收入水平的提高，以及丰富的新能源汽车产品对更新需求的刺激，将有助于我国汽车消费在较长时间内保持稳定；经过多年的政策引导，我国新能源乘用车已进入爆发期，产品力的提升使其更能满足新消费群体的需求，未来数年渗透率仍将快速提高。我国自主品牌在新能源汽车领域已取得一定先发优势，新能源汽车渗透率的提高将使本土汽车企业获益更大。

商用车方面，货车的购置需求与基建投资规模、社会物流总量等存在较大关联性。当前我国经济下行压力大，国家启动积极财政政策、扩大基建投资规模，有利于2022年重卡销售的稳定；而物流业的发展、道路治超和排放标准升级等政策的实施，则有望使轻卡购置需求继续保持增长。我国客车市场受轨道交通覆盖网络扩大等因素影响，近年来面临很大压力、处于饱和状态，未来市场需求主要依赖政策推动下公共领域用车、三四线城市公共交通工具的电动化更新，市场情况尚待观察。

作为资本密集型行业，汽车制造业行业集中度高。经过2018年以来的优胜劣汰，目前行业内债券发行人多为头部企业，规模化优势显著，财务表现整体较好，信用等级普遍较高。展望未来，一方面，因我国汽车总需求已离开高增长阶段，未来行业竞争将更加激烈，企业在产品开发、供应链管理等方面若出现问题，将面临被市场淘汰的局面，资本实力弱、研发和供应链管理能力差的企业，生存环境将不断恶化。另一方面，我国汽车市场仍有一定发展空间，未来虽会出现周期性波动，但连续数年景气度下行的可能性小；从长周期看，行业整体有望稳定运行，有利于多数存续债发行企业经营状况和信用水平的基本稳定。