

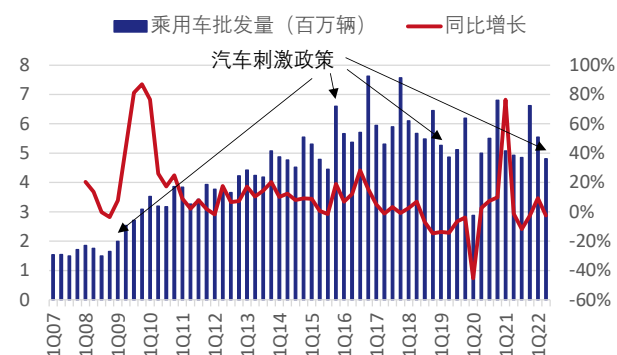
非评级行动短评：中国汽车行业刺激政策推动短期销量激增；长期影响较轻微

疫情并非汽车行业疲软的唯一原因。自 2017 年以来，即在新冠肺炎疫情爆发之前，中国汽车销量一直持续疲弱。我们认为，导致需求疲弱的原因有很多，包括但不限于中国整体经济增速回落、若干大城市的乘用车限购政策，和前几轮支持性政策过度刺激销量。除此之外，近期疫情造成的生产中断和全球半导体短缺让中国汽车产业雪上加霜，截至七月，2022 年累计乘用车批发量仅为 2017 年全年销量峰值的 51%。

本次刺激政策密集落地，确保销量增长。为了应对汽车销量停滞不前，2019 年中国政府推出一轮刺激性政策，但结果不尽人意，当年乘用车批发量同比仍下降 9.6%。回顾过去，我们认为 2019 年刺激政策的力度不足，受益于购置税减征和购车补贴延期的新能源汽车板块依然非常小，另外汽车以旧换新补贴和农村应用财政补贴政策因主要由地方政府和制造商层面支持而强度不够。

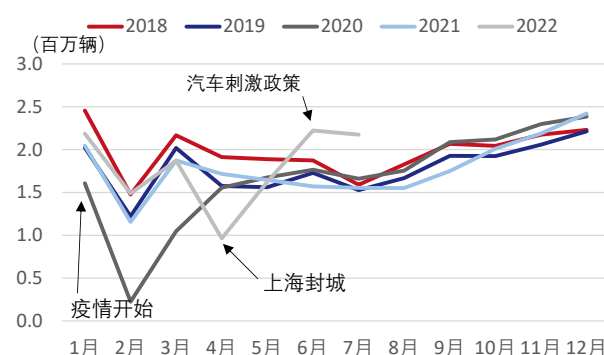
然而，考虑到政府针对汽车行业的最新刺激政策，我们认为此次中央政府决心确保汽车销售的复苏势头。首先，减按 5%征收车辆购置税政策的范围扩大到 1.6 升至 2.0 升排量且单车价格不超过 300,000 元人民币的乘用车，意味着本次很多受欢迎的豪华汽车也可以享受车购税减半征收优惠。其次，本次政策的新变化是已实施限购的地区逐步增加汽车增量指标数。叠加汽车制造商提供的激励措施，乘用车批发量于 2022 年 6 月同比激增 41.2%，7 月同比增长 40.0%。鉴于最近两个月的销售势头向好和汽车销售旺季还未到来，我们认为 2022 年乘用车批发量有望实现中国汽车工业协会（中汽协）的预测，即达到 2,300 万辆（同比增长 7%）或是更高。

图表 1：中国-乘用车季度批发量趋势



数据来源：中国汽车工业协会（中汽协），鹏元国际

图表 2：中国-乘用车月度批发量趋势



数据来源：中汽协，鹏元国际

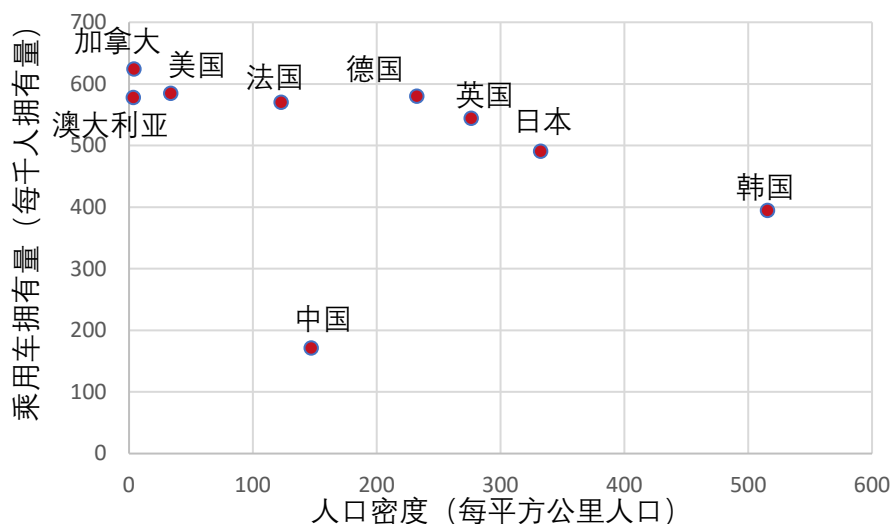
两位数销量增长不会持久，但长期稳定增长能维持。上轮一揽子汽车消费刺激政策结束后，一个主要问题是市场需求枯竭，导致 2011 与 2017 年乘用车销量增速显著放缓，另外 2019 年的刺激举措也未能推动销量。对于本轮消费刺激措施，我们认为虽然部分消费者将因车购税减征而不可避免地在 2022 年争相购车并再次提前消耗未来几年的需求，但此次需求枯竭的程度不会那么广泛。因为这次的减税期较短，而且新增乘用车增量指标数量也不会过多。

此外，我们估计中国汽车制造业增加值占 GDP 的比重约为 7%。再加上钢铁和汽车服务等与汽车产业相关的其他行业，汽车业对经济的总体贡献更大。从另一个角度看，2021 年中国汽车零售额占社会消费品零售总额的比重约为 10%。这些都表明汽车行业的健康发展对支撑中国经济具有重要意义，尤其是当中国另一个经济支柱——房地产行业表现不佳时。因此，根据可能需要政府可能会出台更多刺激措施，例如未来加大放宽乘用车限购力度，以维护健康的汽车销量趋势。

最后，虽然有人可能担心中国乘用车市场随着保有量增加和交通拥堵已经饱和，但我们仍然认为，尽管中国汽车消费需求增速较慢，但仍有很大增长空间。具体来说，我们认为乘用车保有量与人口密度通常存在负相关关系，因为人口密度大通常意味着需要发达的公共交通系统，从而降低汽车购买需求。根据发达经济体人口密度及其乘用车保有量的关系（见图表 3），我们认为中国乘用车保有量远低于每千人约 400 至 600 辆汽车的理论饱和点。另外，根据不同长度的汽车置换周期，发达经济

体的年度乘用车销量约占其乘用车车队规模的 4%到 8%。综上所述，我们认为随着乘用车保有量增加，国内乘用车销量将维持温和增长状态，不会很快达到饱和点。

图表 3：部分主要国家的乘用车保有量与人口密度



数据来源：国家统计局，澳大利亚统计局，加拿大统计局，日本汽车工业协会，韩国国土交通部，美国运输部，欧洲汽车制造商协会，世界银行，鹏元国际

影响汽车制造商信用状况的其他因素。虽然我们对中国乘用车销售前景持乐观态度，但是我们认为汽车制造商的评级展望为稳定，因为负面因素抵消了强韧乘用车销售预期带来的好处。首先，由于经济疲软和置换需求枯竭，商用车的需求持续低迷，从年初到七月批发销量同比下降 39.3%。其次，国家统计局数据显示，2Q22 中国汽车制造业产能利用率仅为 69.1%。此外，随着新能源汽车销量不断上涨以及新能源汽车的制造成本较高/利润率较低，中国汽车制造业的盈利能力仍然承压。国家统计局公布的数据显示，在汽车批发销量下跌 6.6%的情况下，2022 年上半年中国汽车制造业营业收入同比下降 4.2%，并且由于利润率下降，利润同比减少 25.5%。总而言之，随着未来汽车销量复苏，我们认为汽车制造业的信用状况将保持稳定，而不是提升。

注：本文译自英文版新闻稿。若有分歧，以英文版为准。

联系我们

主分析师

哈穗民, CFA

资深董事

+852 3615 8307

vincent.ha@pyrating.com

分析师

李龙, CFA

资深分析师

+86 755 2348 3867

leon.li@pyrating.com

媒体查询

media@pyrating.com

评级服务联系

魏伦

+852 3615 8324

allen.wei@pyrating.com

若欲获取进一步的信息, 敬请访问 www.pyrating.com

免责声明

鹏元资信评估（香港）有限公司（“鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”）按照既定的内部过程，拟备不同的信用研究和相关短评（统称“研究”）。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何资料的权利。

研究适用于免责声明和限制。研究和信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和资料作出。为了本研究的目的，公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对研究中使用的任何资料进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开资料的遗漏、错误或不一致性负责。

本公司不对以任何形式对其提供的任何资料的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的资料所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2022 版权所有©鹏元资信评估（香港）有限公司 保留所有权利。