联合研究报告

2020.12

# 汽车制造行业研究报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

# 汽车制造行业研究报告

报告编号：

时间：2020 年 12 月 22 日

分析师：
贺苏凝　刘祎烜

电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：
北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

## 报告概要

受新冠肺炎疫情影响，汽车市场一季度大幅下跌，二季度起逐步回暖，细分领域表现有所差异。

近年来，消费政策和不动产市场走势逐步成为乘用车市场的重要影响要素，疫情后复工复产叠加消费鼓励政策落地，乘用车市场温和复苏，头部企业恢复更快，市场格局呈现分化；节能减排的政策形势已定，新能源市场参与主体趋于丰富，续航能力和性价比可能替代补贴要素而成为影响市场的主导因素。预计2021年，经历连续负增长后，乘用车市场有望迎来温和增长。

商用车恢复速度整体快于乘用车，环保趋严下的换代需求和电商扩容下的物流需求是拉动货车市场的主导力量，客车市场由于新能源需求回落和出行方式多样化，市场仍处负增长。考虑到货车市场老旧车型的替换需求已经历集中释放，2021年或将回落，电商物流和长期建设需求仍能对货车市场形成支撑；客车市场尚处转型期，旅游客运市场的开发尚需一定时间培育。预计2021年，商用车市场仍有望保持良好需求，但或难维持较高的增长。

整体看，汽车制造行业集中度高，近年来景气度持续波动，产业内部的资源、资本和利润均向头部企业靠近，市场格局分化。汽车制造行业发行人主体级别集中于AAA高等级，2019年以来，行业景气度波动加大了存续债发行人在利润水平、营运资本压力方面的差异化；随着信用风险不断释放，外部资金趋于谨慎，级别偏低且依赖于再融资的发行人面临资金成本提升、再融资渠道收窄的双重压力，部分发行人发生级别调降甚至债券违约。由于汽车行业的高度市场化，未来，直接融资渠道仍会趋紧，外部资源及便利性将进一步集中于头部企业，行业并购及企业合作的机会或将出现。

## 一、 行业概况

**受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度的汽车市场处于历史低点，二季度起逐步回暖，商用车恢复速度快于乘用车，景气度快速回升，企业库存水平也相应高于上年同期；乘用车前十月累计销量仍低于上年同期，但企业库存压力也低于上年水平，库存压力的缓解有助于后续的业务拓展。**

在已经过去的近十年来，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，2019年步入个位数增长；同时，随着环保要求全面提升以及消费鼓励政策持续，新能源汽车市场得到快速推广。截至2019年底，中国汽车保有量为2.60亿辆，相比上年底增长8.21%；其中，新能源汽车和私人汽车保有量分别为381万辆和2.07亿辆，相比上年底，前者大幅增长45.98%，后者略有下滑0.14%，政策拉动下，新能源汽车实现快速增长。截至2020年9月底，中国汽车保有量达2.75亿辆，较上年底增长5.77%。

表 1　2012 年以来中国汽车保有量及变动态势（单位：亿辆、%）

| 指标名称 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 保有量 | 1.21 | 1.37 | 1.54 | 1.72 | 1.94 | 2.17 | 2.40 | 2.60 | 2.75 |
| 增速 | 14.28 | 13.66 | 12.42 | 11.53 | 12.84 | 11.85 | 10.51 | 8.21 | -- |

资料来源：Wind 资讯

中国汽车市场产销规模2009～2019年持续位居全球首位。2019年，中国汽车产销量延续上年下滑态势且降幅较上年更深，产销分别完成2572.10万辆和2576.90万辆，同比分别下降7.50%和8.20%，其中乘用车下滑较快。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对中国汽车市场影响显著（2月市场基本处于冰点），1～3月单月销量同比降幅均在2位数，后随着疫情有效控制、工厂及门店复工而逐月回升，5月以来单月销量同比增速保持2位数，商用车市场（尤其是货车）表现出强劲回升、乘用车市场增长偏温和；7～9月，中国乘用车和商用车销量较上年同期分别上升7.75%和46.69%，相比1～9月销量增速分别提升20.1和26.6个百分点，三季度回暖主要依赖于宏观经济恢复、市场促销及新车投放力度加大以及去年同期低基数（国六实施的阶段性影响）等因素支撑，10月市场仍维持较快增长。2020年1～10月，中国汽车市场销量仍低于上年同期。

表 2　2020 年以来中国汽车市场产销走势（单位：万辆、%）

| 指标名称 | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 | 9 月 | 10 月 | 合计 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 汽车产量 | 176.72 | 28.45 | 142.21 | 210.16 | 218.74 | 232.50 | 220.11 | 211.88 | 252.42 | 255.19 | 1897.90 |
| 汽车销量 | 192.72 | 30.99 | 143.02 | 207.00 | 219.36 | 229.97 | 211.18 | 218.58 | 256.52 | 257.32 | 1969.90 |
| 汽车销量增速 | -18.59 | -79.08 | -43.25 | 4.52 | 14.69 | 11.83 | 16.77 | 11.66 | 12.97 | 12.65 | -4.70 |
| --乘用车 | -20.50 | -81.66 | -48.37 | -2.46 | 7.21 | 2.07 | 8.95 | 6.15 | 8.16 | 9.44 | -9.89 |
| --商用车 | -7.46 | -67.06 | -22.58 | 31.59 | 47.95 | 63.17 | 59.36 | 41.56 | 40.28 | 30.06 | 20.86 |

资料来源：Wind 资讯

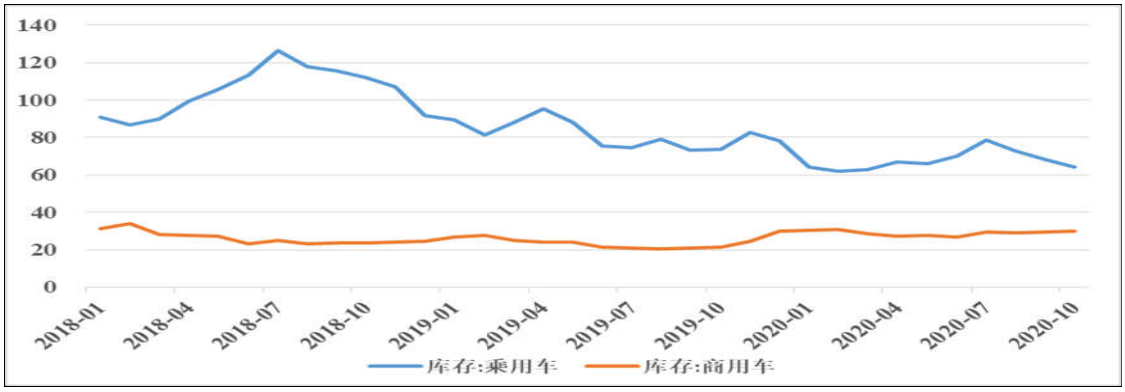
市场在疫情有效控制后得以逐月恢复，乘用车和商用车的库存呈现差异化走势。商用车企业库存水平始终处于2018年春节后的高点，销量快速恢复的同时，库存保持充裕，有助于应对四季度销售高峰。乘用车企业库存水平自8月份逐月下滑、整体低于上年水平，10月份降至64.3万辆的低点，库存压力轻，但若对年底销量有较高预期、并配套相应促销规划，后续不排除提高排产；从经销商角度看，2020年7月峰值过后，经销商库存系数整体高于上年，其中合资品牌系数8～10月均高于上年同期，自主品牌8～9月低于上年同期、10月超过上年同期。

表 3　2019 年以来中国汽车分品类季度销售与库存走势

| 时期 | 汽车销量（万辆） | 销量同比（%） | | | 库存（万辆） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 汽车 | 乘用车 | 商用车 | 汽车 | 乘用车 | 商用车 |
| 2019Q1 | 636.89 | -11.33 | -13.77 | 2.40 | 113.00 | 88.30 | 24.80 |
| 2019Q2 | 594.95 | -13.52 | -14.34 | -9.69 | 96.60 | 75.30 | 21.30 |
| 2019Q3 | 603.67 | -5.48 | -6.04 | -2.26 | 94.20 | 73.30 | 20.90 |
| 2019Q4 | 739.94 | -2.50 | -3.97 | 5.81 | 108.20 | 78.30 | 29.90 |
| 2020Q1 | 366.74 | -42.42 | -45.38 | -28.38 | 91.30 | 62.80 | 28.50 |
| 2020Q2 | 656.32 | 10.32 | 2.25 | 46.44 | 97.20 | 70.10 | 27.00 |
| 2020Q3 | 686.28 | 13.68 | 7.75 | 46.49 | 98.10 | 68.40 | 29.60 |
| 2020.10 | -- | -- | -- | -- | 94.20 | 64.30 | 29.90 |

资料来源：Wind 资讯

图 1　2018 年以来中国汽车分品类月度库存走势（单位：万辆）




资料来源：Wind 资讯

## 二、 细分行业市场走势与特征

**乘用车：政策因素是推动消费需求集中释放的主导力量，此外，不动产需求及房贷政策也能够对大件可选消费形成分流。疫情后复工复产叠加消费鼓励政策落地，乘用车市场逐步复苏，换代需求使得中大排量车型比重提升，合资品牌下沉布局对自主品牌形成压力，企业的车型储备和推新节奏面临挑战，头部企业恢复更快，市场格局呈现分化；四季度预计市场维持稳健向好，全年销量预计同比小幅回落。**

乘用车主要作为出行代步工具，具备首购和置换的需求基础，市场规模明显大于商用车。不同时期内，产业政策调控、油价波动、关税调整以及房产消费的分流作用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，引发了行业的周期性波动（历史看，每3～4年为1个调整周期）。

在上述外部因素中，市场对于购置税减征、老旧报废、新能源补贴等消费引导政策的敏感度相对高，政策激励有助于一定时期内集中释放消费需求，但也相应存在政策过后的消费回落；此外，由于一、二线城市房价目前处于上升态势或已处于近年高位，购房支出对汽车等可选消费支出的挤出效应也将作用于乘用车市场，上述情况对“弱政策”年份影响相对突出，但在“激励政策”年份的影响尚不显著。

表 4　2013 年以来全国住房公积金-个人住房贷款新增余额及乘用车市场走势

| 年份 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 个人住房贷款新增余额（亿元） | 5179.37 | 3788.73 | 7342.61 | 7670.68 | 4514.55 | 4796.00 | 6037.33 |
| 乘用车销量（万辆） | 1792.89 | 1970.06 | 2114.63 | 2437.69 | 2471.83 | 2370.98 | 2144.42 |
| 乘用车销量同比（%） | -- | 9.89 | 7.30 | 14.93 | 1.40 | -4.08 | -9.56 |

资料来源：Wind 资讯

分季度看。2020年以来，乘用车市场在疫情影响下呈现先抑后扬，一季度由于疫情影响而同比大幅下滑，二季度回升态势显现，较上年同期小幅回升2.25%、环比一季度显著提升73.10%，三季度由于宏观经济回暖、新能源需求释放以车展、出口市场拉动，叠加去年同期的市场低基数（国六实施），同比和环比分别实现7.75%和10.73%销量增长（轿车和SUV均有增长）。受益于新能源汽车表现良好，10月汽车销量同比、环比均为增长，延续“金九银十”消费规律。

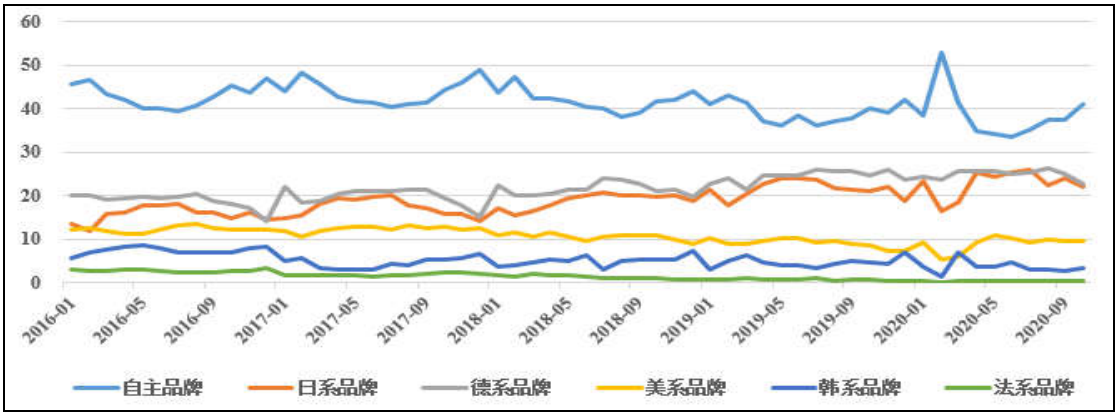
表 5　2019 年以来中国乘用车分品类销量及同比变动情况

| 时期 | 单季度/月度销量（万辆） | | | | 单季度/月度销量同比（%） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 乘用车 | 轿车 | SUV | MPV | 乘用车 | 轿车 | SUV | MPV |
| 2019Q1 | 526.00 | 251.50 | 227.69 | 36.96 | -13.77 | -12.13 | -14.26 | -22.43 |
| 2019Q2 | 486.40 | 243.85 | 202.96 | 30.06 | -14.34 | -13.89 | -12.09 | -25.85 |
| 2019Q3 | 511.15 | 244.66 | 226.08 | 31.17 | -6.04 | -10.10 | 0.79 | -16.41 |
| 2019Q4 | 619.74 | 288.73 | 279.51 | 40.16 | -3.97 | -6.88 | 1.22 | -15.17 |
| **合计** | **2143.29** | **1028.74** | **936.25** | **138.35** | **-9.46** | **-10.67** | **-6.08** | **-19.94** |
| 2020Q1 | 287.31 | 132.49 | 136.73 | 13.57 | -45.38 | -47.32 | -39.95 | -63.27 |
| 2020Q2 | 497.35 | 233.97 | 229.52 | 22.85 | 2.25 | -4.05 | 13.08 | -24.01 |
| 2020Q3 | 550.74 | 255.22 | 255.06 | 29.65 | 7.75 | 4.32 | 12.82 | -4.86 |
| 2020.10 | 210.96 | 94.62 | 100.19 | 12.30 | 9.44 | 5.35 | 15.36 | -5.75 |
| **合计** | **1546.36** | **716.30** | **721.50** | **78.37** | **-9.89** | **-13.68** | **-2.97** | **-29.55** |

资料来源：Wind 资讯

从细分市场变动看。轿车始终占据第一大细分品种的地位，属于稳定性较好的车型，但其与SUV的销量差距不断缩小，而SUV也结束了之前年度的高速增长（2019年及2020年1～9月均为5～6%降幅），全市场竞争趋于激烈、车企分化走势加剧。其中，合资品牌借助4月以来各地相继推出的消费鼓励政策，进一步下沉市场，同时扩大新能源产品布局，对自主品牌形成较大压力；自主品牌市场份额2020年4～7月均低于上年同期，8～9月有所恢复但仍处低位，10月方恢复至40%以上（增量的45%源于新能源车）；日美品牌4～8月份额提升、德系保持稳健，而后随着10月自主品牌份额回升，日德品牌份额回落、美系持平于9月。排量方面，以国内制造乘用车市场为例（2019年和2020年1～10月销量分别为2119.15万辆和1327.56万辆），2019年，市场主力1～1.6升和1.6～2升销量均低于上年，2020年1～10月，1.6升（含）以内销量同比下降14.13%，1.6升以上排量销量小幅增长1.97%。

图 2　2015 年以来中国乘用车市场的自主品牌市场占有率走势（单位： %）




资料来源：Wind 资讯

从行业格局看。乘用车市场规模更庞大、更新更频繁、参与主体更广泛，集中度相对低于商用车市场；近年，随着乘用车市场增速波动乃至转负，具备自主及合资（外资）品牌的头部企业地位稳健，其他规模以上企业呈现差异化走势——中部企业致力于寻找新的利润增长点，尾部企业面临行业整合风险。乘用车市场品牌众多，其中自主品牌市场份额在40%左右浮动，但受其他系别产品以及大的市场趋势等影响，具有波动性。2019年，中国乘用车市场前十大生产企业贡献了59.80%的销量。2020年1～6月，销量排名前十位的轿车生产企业贡献了73.3%的销量，其中广汽丰田、华晨宝马、一汽丰田销量同比小幅下降，其他企业降幅均超过10%；同期，销量排名前十位的SUV生产企业贡献了59.3%的销量，其中广汽本田、一汽大众、长安汽车、上汽通用销量同比呈较快增长，其他企业均呈下降。

表 6　2019 年中国前 10 家乘用车生产企业销量及排名（单位：万辆）

| 企业 | 一汽大众 | 上汽大众 | 上汽通用 | 浙江吉利 | 东风有限（本部） | 上汽通用五菱 | 长城汽车 | 长安汽车 | 东风本田 | 广汽本田 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 排名 | 第 1 名 | 第 2 名 | 第 3 名 | 第 4 名 | 第 5 名 | 第 6 名 | 第 7 名 | 第 8 名 | 第 9 名 | 第 10 名 |
| 销量 | 204.6 | 200.2 | 160.0 | 136.2 | 127.7 | 124.2 | 91.1 | 81.5 | 80.0 | 77.1 |

资料来源：Wind 资讯

**商用车：投资和物流需求拉动的商用车市场具有一定周期性，复工复产后市场快速恢复，环保趋严下的换代需求和电商扩容下的物流需求是拉动市场的主导力量；客车市场由于新能源需求回落和出行方式多样化，2020年仍面临压力；货车市场的政策利好预计可持续至年底，但基于政策的更新消费可能一定程度分流来年的市场需求。**

商用车行业受基建、地产类投资和物流运输需求的影响明显，具有一定周期性，行业主要包括货车和客车2个细分品类。中国商用车市场自2014～2015年连续负增长后，陆续受益于基建投资拉动、大宗商品运输及快递物流需求释放、环保要求不断升级（新油标和治超等）等因素的拉动，2016～2018年持续正增长（货车市场增长明显，客车市场始终为小幅下滑），2019年略有回落但仍处于高景气度运行（货车和客车降幅均较平缓）；2020年1～10月，货车市场仍为高位运行，累计销量增速拉升至20.90%，由于近五年来市场增速的分化，货车销量占商用车销量比重由2014年的83.99%提升至2020年1～10月的91.96%。

表 7　2014 年以来中国商用车市场分品类销售情况（单位：万辆、%）

| 时期 | 销量 | | | 销量同比 | | | GDP(不变价)同比 | 固定资产投资完成额同比 | 房地产开发投资完成额同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 商用车 | 客车 | 货车 | 商用车 | 客车 | 货车 | | | |
| 2014 年 | 379.13 | 60.69 | 318.44 | -6.53 | 8.37 | -8.92 | 7.43 | 15.70 | 10.50 |
| 2015 年 | 345.13 | 59.54 | 285.59 | -8.97 | -1.90 | -10.32 | 7.04 | 10.00 | 1.00 |
| 2016 年 | 365.13 | 54.34 | 310.79 | 5.80 | -8.73 | 8.82 | 6.85 | 8.10 | 6.90 |
| 2017 年 | 416.06 | 52.72 | 363.34 | 13.95 | -2.98 | 16.91 | 6.95 | 7.20 | 7.00 |
| 2018 年 | 437.08 | 48.52 | 388.56 | 5.05 | -7.98 | 6.94 | 6.75 | 5.90 | 9.50 |
| 2019 年 | 432.45 | 47.43 | 385.02 | -1.06 | -2.23 | -0.91 | 6.11 | 5.40 | 9.90 |
| 2020 年 1-9 月 | 374.05 | 29.54 | 344.51 | 19.81 | -9.53 | 23.24 | 0.70 | 0.80 | 5.60 |
| 2020 年 1-10 月 | 420.40 | 33.80 | 386.60 | 20.90 | -6.60 | 24.10 | -- | 1.80 | 6.30 |

资料来源：Wind 资讯

根据中汽协统计数据，2019年，中国商用车市场完成销量432.45万辆，同比下降1.06%，货车和客车降幅均较平缓；其中，货车和客车分别贡献销量的89.03%和10.97%。2020年以来，一季度由于疫情管控而市场低迷，复工复产后的二、三季度市场快速修复，1～9月累计销量374.05万辆，同比增长19.81%；作为历年相对淡季的三季度，较上年同期大幅增长46.49%，环比回落14.74%，主要受益于疫情之后的投资拉动经济回暖以及电商扩增业务带来物流需求的释放，同时随着监管趋严，国三柴油车淘汰带来一定的更新换代需求（主要体现为对货车需求的拉动）；10月市场景气度延续相对高位，虽然环比有所回落，但同比明显提升，1～10月增速较1～9月上升1.09个百分点。上述环保升级带来的更新换代需求仍归为短期影响因素，预计可延续至年底（也可能配合厂商的消费拉动政策）。

从细分市场变动看。货车方面，2020年，年初疫情得到控制后，旧车更新、基建投资、电商物流运输等需求释放，货车市场先抑后扬，1～9月货车销量同比增长23.24%，相比1～6月销量增速提升12.46个百分点，10月环比小幅下降；其中，二季度各细分市场同比增长均在35%以上，三季度的重型货车和半挂牵引车增速进一步攀升，中型和微型货车增速回落10~20个百分点，轻型货车和非完整车辆增速与二季度基本持平。客车方面，1～10月累计销量仍为负增长，但9月以来已呈现降幅趋缓的态势；细分市场出现结构化差异，大中型客车二、三季度同比均有回落，可能由于之前年度新能源汽车需求大量被释放（下游客户为获得新能源补贴而提前采购）导致，轻型客车二、三季度均有提升，整体运行平稳。

表 8　2019 年以来中国商用车分品类季度销售与库存走势（单位：万辆）

| 时期 | 商用车销量 | 客车销量 | | | | | 货车销量 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 大型 | 中型 | 轻型 | 非完整车辆 | 合计 | 重型 | 中型 | 轻型 | 微型 | 半挂牵引车 | 非完整车辆 | 合计 |
| 2019Q1 | 110.89 | 1.36 | 1.05 | 6.60 | 0.51 | 9.52 | 7.74 | 2.82 | 44.26 | 15.79 | 14.56 | 16.21 | 101.37 |
| 2019Q2 | 108.55 | 1.80 | 1.35 | 7.47 | 0.76 | 11.38 | 7.07 | 2.56 | 41.82 | 14.14 | 16.48 | 15.10 | 97.17 |
| 2019Q3 | 92.53 | 1.78 | 1.65 | 7.34 | 0.74 | 11.52 | 4.56 | 2.44 | 36.26 | 14.72 | 10.73 | 12.31 | 81.01 |
| 2019Q4 | 120.19 | 2.29 | 1.89 | 9.64 | 0.91 | 14.73 | 5.89 | 2.46 | 48.84 | 20.64 | 14.72 | 12.90 | 105.46 |
| 2020Q1 | 79.42 | 0.69 | 0.51 | 5.16 | 0.30 | 6.66 | 4.76 | 1.89 | 30.97 | 9.15 | 15.22 | 10.76 | 72.76 |
| 2020Q2 | 158.97 | 1.58 | 1.01 | 8.78 | 0.47 | 11.83 | 9.73 | 3.53 | 61.61 | 21.88 | 27.55 | 22.84 | 147.14 |
| 2020Q3 | 135.54 | 1.33 | 1.08 | 8.20 | 0.45 | 11.06 | 7.45 | 3.11 | 54.33 | 18.98 | 21.07 | 19.54 | 124.48 |
| 2020.10 | 46.37 | 0.53 | 0.42 | 3.16 | 0.18 | 4.28 | 2.43 | 1.08 | 18.66 | 6.54 | 7.11 | 6.25 | 42.09 |

资料来源：Wind 资讯

从行业格局看。商用车市场以自主品牌为主，中重型卡车、大型客车的竞争格局相对稳定，行业龙头地位显著，但中低端产品的竞争趋于激烈，国外产品多以零部件供应商身份参与，国外整车产品由于价格因素对国内市场参与程度相对低。2019年，中国商用车市场前十大生产企业贡献了74.3%的销量，行业集中度高。

表 9　2019 年中国商用车细分领域销售集中度情况（单位：万辆、%）

| 商用车 | | 客车(1-11 月) | | 中型货车 | | 重型货车 | | 轻型货车 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 企业 | 销量 | 企业 | 销量 | 企业 | 销量 | 企业 | 销量 | 企业 | 销量 |
| 东风公司 | 57.1 | 江铃股份 | 6.9 | 北汽福田 | 3.4 | 一汽解放 | 27.5 | 北汽福田 | 36.5 |
| 北汽福田 | 52.7 | 郑州宇通 | 5.0 | 大运汽车 | 2.3 | 东风汽车 | 24.1 | 东风汽车 | 19.5 |
| 上汽通用五菱 | 41.8 | 北汽福田 | 3.4 | 东风汽车 | 2.1 | 中国重汽 | 19.1 | 江淮汽车 | 19.3 |
| 一汽集团 | 35.1 | 保定长安 | 2.9 | 庆铃汽车 | 1.2 | 陕汽集团 | 17.7 | 江铃汽车 | 15.5 |
| 中国重汽 | 29.6 | 上汽大通 | 2.8 | 山东欧玲 | 1.1 | 北汽福田 | 8.6 | 重庆长安 | 15.4 |
| 江淮股份 | 25.3 | 金龙联合 | 2.4 | 江淮汽车 | 1.1 | 上汽红岩 | 5.8 | 长城汽车 | 14.9 |
| 江铃股份 | 23.7 | 南京依维柯 | 2.3 | 一汽解放 | 0.9 | 江淮汽车 | 3.8 | 中国重汽 | 9.6 |
| 长安汽车 | 22.3 | 厦门金旅 | 1.6 | 中国重汽 | 0.9 | 大运汽车 | 3.2 | 一汽解放 | 6.6 |
| 陕汽集团 | 18.7 | 长安汽车 | 1.5 | 浙江飞碟 | 0.3 | 徐工汽车 | 2.1 | 金杯汽车 | 5.7 |
| 长城汽车 | 14.9 | 华晨雷诺 | 1.5 | 陕汽集团 | 0.2 | 安徽华菱 | 2.0 | 保定长安 | 5.6 |
| **前 10 名占比** | **74.3** | **前 10 名占比** | **76.6** | **前 10 名占比** | **96.8** | **前 10 名占比** | **97.0** | **前 10 名占比** | **78.9** |

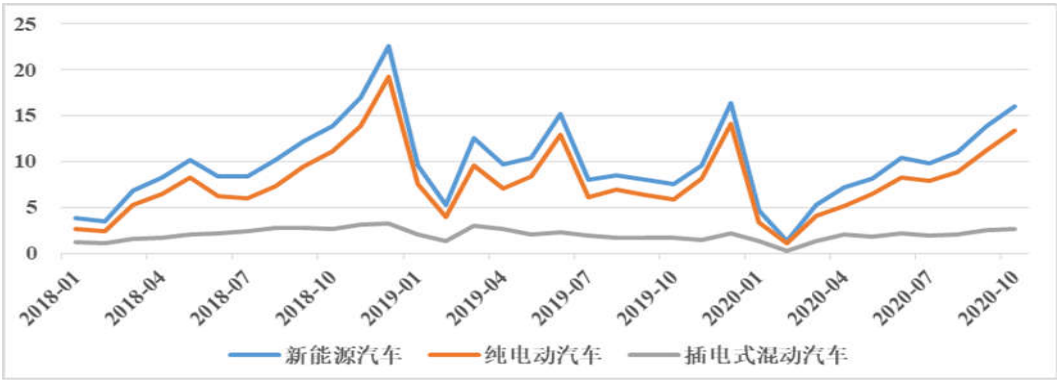
资料来源：中汽协、联合资信整理

**新能源市场的参与主体丰富，动力方面以纯电动力为主，2020年以来不断推出的新车型加大了不同消费群体的覆盖程度，二季度以来月销量稳步提升；依赖于政策补贴的时期已经过去，厂商将依赖于规模化效益实现盈利，续航能力和性价比可能成为影响新能源市场的主导因素，决定新能源汽车能否获得传统燃油车置换的转移需求。**

过去几年的政策支持带来了中国新能源汽车市场的快速扩张，2016—2018年销量同

比增速均在50%以上；进入2019年，新能源推广补贴逐步退坡以及前期基数扩增，市场由高速增长转向小幅回落（年销量同比下降4.00%），叠加各家续航能力不断提升（整体看较燃油车仍有差距），消费者相应转为观望态势，当年实现销量120.60万辆；2020年以来，前期受疫情影响而景气度走低，疫情控制后市场走势逐步改善，各传统车厂及造车新势力均推出新车型、加大消费层次覆盖以及产品性能逐步提升（续航等），8—10月销量稳步提升、表现明显优于上年同期，1～10月销量仍是小幅、但相比1～9月降幅明显收窄。考虑到之前年度尾声均为销量峰值，不排除2020年销量实现同比增长。

图 3　2018 年以来中国新能源汽车及细分品类的月度销量走势（单位：万辆）




资料来源：Wind 资讯

新能源市场参与主体较其他国家更为丰富，包含了造车新势力以及各档的合资品牌和自主品牌，部分大型企业成立了下辖的汽车出行公司。丰富的参与主体有助于促进产品性能迭代以及产品受众、用途（商用/自用）的多元化，不断扩容的市场有助于动力电池等核心部件的供应商通过大规模量产而同时实现成本压降、利润提升（也包括钴含量的降低），电池成本下降直接带动整车售价下移、利润提升使车厂能够更多投资于性能优化，使用感、续航、性价比的提升叠加电动车维护成本低的优势，最终有助提高新能源汽车对传统燃油车的替代比例。

产品及市场结构方面。中国新能源市场呈现纯电动力为主、纯电动力比重波动中小幅下降的态势，纯电动力比重约80%，混合动力比重约20%，燃料电池目前规模很小。乘用车领域，按动力划分以纯电为主（比重在75%~78%浮动），该领域主要由轿车构成（占比超过66%），纯电动轿车销量基本稳定、非轿车类（SUV为主）存在波动；品牌呈现多元发展，上汽通用五菱、比亚迪、特斯拉作为目前的三甲，新推车型覆盖了各消费层次，大型汽车集团的新能源业务有所分化；该领域恢复稍晚，2020年1—10月销量仍低于上年同期，8—10月销量稳步上升。商用车领域，按动力划分以纯电动力为主（94%

以上），该领域主要由客车构成（占比超63%），2019年客、货车均同比下滑，2020年1—10月，客车延续下滑态势，货车出现反弹，客车的持续下探主要与之前年度集中释放消费需求有关，货车的增长主要源于物流需求对纯电动货车的拉动。

表 10　2019 年以来中国新能源汽车分品类销量及同比情况（单位：万辆、%）

| 时期 | 新能源汽车 | 新能源乘用车 | | | 新能源商用车 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 轿车 | 其他乘用车 | 小计 | 客车 | 货车 | 小计 |
| 2019 年 | 120.60 | 70.58 | 35.45 | 106.03 | 9.68 | 4.88 | 14.57 |
| 同比 | -4.00 | -0.91 | 4.06 | 0.70 | -17.48 | -43.16 | -28.33 |
| 2020 年 1-10 月 | 90.12 | 55.57 | 26.20 | 81.77 | 5.30 | 3.05 | 8.35 |
| 同比 | -4.88 | 0.44 | -14.11 | -4.73 | -16.83 | 20.27 | -6.28 |

资料来源：Wind 资讯

新能源汽车的续航里程总体持续增长，电池能量密度逐年提升（混合动力客车2020年的提升不显著），其中纯电动乘用车和客车的电池能量密度已达较高的水平、但后者近年提升速度更快（起点较低），且新能源汽车的百公里电耗处于不断压降，新能源汽车逐步凸显其维护成本方面的优势。对于近两年增长乏力的客车市场，若电池能量密度的提升有助于客车续航里程提升，中短途旅游的需求可能为客车市场带来一定机会。

表 11　2019 年以来中国新能源汽车分品类销量及同比情况（单位：万辆、%）

| 时期 | 宁德时代 | 比亚迪 | 孚能科技 | 国轩高科 | 力神电池 | 中航锂电 | 亿纬锂能 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2019-01 | 2,173,730 | 1,371,803 | 145,424 | 187,522 | 95,139 | 74,839 | 150,161 |
| 2019-12 | 5,135,066 | 1,149,491 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2020-08 | 2,434,287 | 708,847 | 109,487 | 186,306 | 53,015 | 271,608 | 78,525 |

资料来源：Wind 资讯

## 三、 行业政策

近年，国家陆续出台了针对环保治理（国三柴油车淘汰、治超等）、油标升级、新能源补贴退坡及新能源购置税免征等多项政策，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。

2020年以来，新冠肺炎疫情的防控给汽车终端销售带来阶段性冲击，2月20日，商务部表示将会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施，同时鼓励各地因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标等举措，之后多省市相继推出新车购置补贴，且部分限购城市放宽限购政策、增加2020年购车指标，上述政策集中释放对汽车市场形成有力提振；同时，政府出台政策延缓新能源补贴退坡、继续免征购置税、

确定新版《双积分政策》，以期稳定新能源市场的良性发展，并为更广泛的能源友好类企业提供参与机会。

新能源汽车和智能汽车始终都是汽车行业的转型升级重心，国家层面出台《智能汽车创新发展战略》以及《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，对到2035年、乃至2050年的远期规划提出了产业化目标的大框架。目前，中国在新能源整车制造、配套方面实现了一定规模的量产能力，未来旨在建立完整的新能源产业协同以及汽车智能化产业协同。

**表 12　2020 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 |
|---|---|---|
| 汽车限购放宽 | 2020 年 4 月以来，上海市（4 万个额度）、杭州市（2 万）、深圳市（1 万混动）、天津市（3.5 万）、北京市（拟 2 万）等城市相继宣布增加购车指标额度。 | 全国限购地区包括北京市、上海市、天津市、广州市、 深圳市、杭州市、石家庄市、贵阳市和海南省；2019 年中期，已有部分城市取消限购（或仅放开新能源市场，实施时间为 2020 年），广州市和深圳市则宣布新增购车指标（实施时间为 2019~2020 年）。<br>若不考虑取消限购的影响，限购城市 2020 年新增购车指标总数超过 22 万个，约占 2019 年全国乘用车销量的 1.05%，对乘用车市场形成拉动；且该等拉动作用具有区域性，一二线城市消费能力强，指标新增可能会利好中高端品牌（更新需求）。 |
| 新车购置补贴 | 2020 年 3 月，广东省广州市和佛山市以及吉林省长春市、湖南省湘潭市相继推出新车购置补贴，前者实施时间到年底、后者实施时间截至 2021 年 3 月底；同年 4 月，北京市、四川省、山西省、重庆市陆续出台类似政策；海南省和天津市也于 5~6 月出台类似政策。<br>前述政策的有效期主要到 2020 年底，部分区域延伸至 2021 年（北京延伸至 2021 年底），补贴金额主要在 2000 元至 1 万元，重点补贴类型包括国六标准燃油车、新能源汽车（上海和天津对新能源汽车进行充电费用的补助）、本地企业生产销售的汽车等。 | 疫情之下，多地政府在二季度陆续出台政策鼓励新车购置，配合区域性和全国性车展的宣发作用，以期提振下半年的汽车市场；对于疫情严控期间未能释放的购买需求以及由于经历疫情而决定购置汽车的新增需求，消费激励政策的拉动作用将很有潜力。<br>各地政府对于补贴车型的侧重也有所不同，可能会对区域的汽车销售结构产生影响。 |
| 汽车报废补贴、新能源补贴退坡延缓、二手车减税政策等 | 2020 年 3 月底，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会上提及促进汽车消费的三项举措：①将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年；②中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；③对二手车经销企业销售旧车，自 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税。<br>同年 4 月 22—23 日，多部委连发《三部门关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》等两份文件，明确新能源汽车免购置税延续至 2022 年底，以及新能源补贴期限延长。 | ①项：2019 年新能源汽车销量首度下滑，若 2020 进一步退坡可能加大企业压力；政策延迟的提出，给予面临退坡压力企业重要的缓冲期，随着续航里程提升，叠加新能源汽车低维护成本优势，2020 年新能源汽车有望获得新一轮消费释放。<br>②项：鼓励汽车的以旧换新有利于拉动“更新换代”需求，且时间主要限于 2020 年，时限的集中更有助于集中释放需求，潜在的报废更新需求量很可观。<br>③项：减税政策有助于二手车市场的扩容，二手车产业的标准化经营有利于汽车定价和汽车消费，也为汽车经销企业带来新的业务机会。 |
| 新版双积分修改确认 | 历经两次《管理办法》修改公开征求意见，2020 年 6 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》，自 2021 年 1 月 1 日起施行，相比之前版本的变化主要体现为：①对于 NEV 积分达标值，新增低油耗车核算时的优惠条件；②新能源积分标准趋严，单车积分下降，比例要求逐步提升；③将醇醚燃料乘用车纳入了积分核算。 | 新能源双积分标准趋严格，体现出鼓励发展低油耗车型、推动传统车企电动化进程的预期，同时将醇醚燃料乘用车纳入核算，为更多能源动力的车企提供参与机会 |

| | | |
|---|---|---|
| 《智能汽车创新发展战略》 | 2020 年 2 月 24 日，国家发改委等 11 部委联合印发《智能汽车创新发展战略》（以下简称“《战略》”），展望 2050 年全面建成中国标准智能汽车体系，保证中国智能汽车产业的健康发展。《战略》提出，到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法律法规、产品监管和网络安全体系基本形成；实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产。到 2050 年，中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善。 | 本次 11 部委共同制定《战略》，预示各领域主管部门达成发展共识，有利于破除产业间壁垒、促进智能汽车各产业协同。按《战略》规划，2025 年将是智能汽车取得阶段性量产、市场化发展的关键节点，有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用，布局了企业未来 5 年的研发方向之一。 |
| 《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》 | 《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》（以下简称“《规划》”）可被归纳为“四个新”：①顺应新形势：推动电动化与网联化、智能化并行发展；②适应新要求，要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，强化企业在技术路线选择等方面的主体地位；③明确发展新方向：包括“到 2025 年新能源汽车新车销售占比要达到 20%左右”的新目标以及“2035 年中国新能源汽车核心技术达到国际先进水平，质量品牌要具备较强的国际竞争力”的远期目标；④提出发展新路径：融合发展、开放合作，延续并深化了《2012 年规划》的“三纵三横”研发布局。 | 类似上一条提及的《战略》，《规划》也提出了新能源汽车产业的中期目标和远期目标，并将重要的产业目标量化（如，新能源汽车销售比重），同时强调提升产业基础能力（“三纵三横”）、提高产业链供应链现代化水平。上述“三纵”是指纯电动汽车、插电式混动、燃料电池汽车，“三横”是指动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术。 |

资料来源：联合资信整理

## 四、 盈利及营运资本周转能力分析

### 1. 汽车工业整体状况分析

**市场经营主体稳步扩容，行业集中度高，头部企业规模化优势显著；近年来，行业内亏损率不断提升，盈利能力和流动资产周转效率有所回落，汽车工业内部分化凸显、资源和利润向头部企业集中。**

截至2019年底，根据国统局数据，汽车工业企业（包含整车、零配件和改装等环节，下同）共计15396家（较上年底增加1.46%）；2019年，该类企业平均营业收入为5.25亿元/家、平均利润总额为2453.26万元/家，其中年度亏损企业3288家，亏损企业比重为21.36%（上年为18.00%）；2020年前三季度，汽车制造企业家数升至15543家，亏损企业比重升至26.13%，平均营业收入和平均利润总额分别为3.60亿元/家和2320.72万元/家，平均亏损额较上年同期略有收窄。

从汽车工业重点企业（集团）（以下简称“重点企业”）的角度看。根据中汽协数据，截至2019年底，重点企业共计371家，其中21.56%的企业年度亏损（上年为16.62%），2020年9月底的亏损率进一步上升至32.51%。2019年，重点企业平均营业收入和平均利润总额分别为109.01亿元/家和8.42亿元/家，2020年前三季度，上述两项指标分别为73.84亿

元/家和5.76亿元/家。

从行业集中度的角度看，以2019年为例，重点企业数量占汽车制造企业的2.41%，贡献了全行业50.02%的营业收入和61.39%的利润总额1，资源和利润明显向头部企业集中。

表 13　2018 年以来汽车制造行业主要财务状况（单位：个、万亿元、%）

| 时期 | 汽车工业企业 | | | | | | 汽车工业重点企业(集团) | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 企业单位数 | 营业收入 | 利润总额 | 亏损企业单位数 | 亏损企业占比 | 亏损企业亏损总额 | 企业单位数 | 亏损企业单位数 | 亏损企业占比 | 营业收入 | 利润总额 |
| 2018-12 | 15174 | 8.34 | 0.61 | 2731.00 | 18.00 | 0.06 | 343 | 57.00 | 16.62 | 4.17 | 0.38 |
| 2019-12 | 15396 | 8.08 | 0.51 | 3288.00 | 21.36 | 0.10 | 371 | 80.00 | 21.56 | 4.04 | 0.31 |
| 2020-09 | 15543 | 5.60 | 0.36 | 4061.00 | 26.13 | 0.08 | 403 | 131.00 | 32.51 | 2.98 | 0.23 |

资料来源：Wind 资讯——汽车工业企业样本数据援引自国家统计局、汽车工业重点企业样本数据援引自中汽协

从盈利能力和营运周转效率的角度看，以上述重点企业为样本，根据中汽协统计数据，2019年以来销售利润率、总资产贡献率、净资产收益率和流动资产周转率均呈现下滑，销售费用率稳中回落，资产负债率有所提升，财务费用上升较快但占营业收入比重低。

表 14　2018 年以来汽车工业重点企业（集团）盈利及周转指标（单位：个、万亿元、%）

| 时期 | 资产总计 | 资产负债率 | 总资产贡献率 | 流动资产周转率 | 营业收入 | 销售费用 | 管理费用 | 销售利润率 | 净资产收益率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018-12 | 4.04 | 61.07 | 15.17 | 1.83 | 4.17 | 0.18 | 0.20 | 9.21 | 24.43 |
| 2019-12 | 4.36 | 63.09 | 11.81 | 1.67 | 4.04 | 0.18 | 0.15 | 7.72 | 19.40 |
| 2020-09 | 4.65 | 64.47 | -- | -- | 2.98 | 0.12 | 0.10 | 7.80 | -- |

资料来源：Wind 资讯——中汽协

注：流动资产周转率=营业总收入/全部流动资产平均余额

### 2. 样本企业状况分析

2019年以来，乘用车行业整体景气度延续下滑态势，行业利润变动态势有所分化；商用车行业中，货车市场维持较高景气度，头部企业不同程度受益，客车市场仍面临需求不足，企业利润不同程度回落（2020年1—9月下滑较明显）。整车制造行业整体运营状况良好，产业地位保持强势，但不同信用等级企业的营运资本指标间的梯度较为分明，头部企业资源占用更明显。

截至2020年11月11日，主体信用等级有效的汽车制造行业存续债发行人共21家2（如下表，以下简称“样本企业”），其中重庆力帆控股有限公司、华泰汽车集团有限公司、铁牛集团有限公司和福建省汽车工业集团有限公司等4家发行人未公告2019年年报和2020年三季报数据，北京汽车投资有限公司、东风汽车集团股份有限公司和华晨汽车集

[1] 考虑到 2 类样本的统计数据的官方来源不同，统计口径的差异可能会对可比性造成少量偏差。

[2] 此处不包括：戴姆勒股份公司：该企业存续债仅为定向工具，未有财务数据对外披露

团控股有限公司等3家发行人未公告2020年三季报数据。

表 15　截至 2020 年 11 月 11 日汽车制造行业存续债发行人及简称列表

| 编号 | 发行人全称 | 简称 | 编号 | 发行人全称 | 简称 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 重庆小康工业集团股份有限公司 | 小康工业 | 12 | 比亚迪股份有限公司 | 比亚迪 |
| 2 | 中国第一汽车集团有限公司 | 一汽集团 | 13 | 北汽福田汽车股份有限公司 | 北汽福田 |
| 3 | 郑州宇通集团有限公司 | 宇通集团 | 14 | 北京汽车集团有限公司 | 北汽集团 |
| 4 | 浙江吉利控股集团有限公司 | 浙江吉利 | 15 | 北京汽车股份有限公司 | 北汽股份 |
| 5 | 北京新能源汽车股份有限公司 | 北汽新能源 | 16 | 北京汽车投资有限公司 | 北汽投 |
| 6 | 上海汽车集团股份有限公司 | 上汽集团 | 17 | 中国重型汽车集团有限公司 | 中国重汽 |
| 7 | 江铃汽车集团有限公司 | 江铃集团 | 18 | 华泰汽车集团有限公司 | 华泰汽车 |
| 8 | 华晨汽车集团控股有限公司 | 华晨集团 | 19 | 铁牛集团有限公司 | 铁牛集团 |
| 9 | 广州汽车集团股份有限公司 | 广汽集团 | 20 | 福建省汽车工业集团有限公司 | 福汽集团 |
| 10 | 东风汽车集团股份有限公司 | 东风汽车 | 21 | 重庆力帆控股有限公司 | 重庆力帆 |
| 11 | 长城汽车股份有限公司 | 长城汽车 | -- | -- | -- |

资料来源：联合资信整理

**（1）样本企业的盈利变动**

由于乘用车行业存在“合资企业贡献利润较高”的情形，部分企业收入、利润规模匹配度低，故下文仅选取利润指标做分析：受行业景气度持续下行的影响，在17家披露了2019年报数据的样本企业中（其中乘用车13家），7家净利润同比增长（其中乘用车企5家），仅宇通集团净利润同比增幅超过20%，1家企业同比降幅居于10%～20%之间，9家企业同比降幅超过20%，1家企业发生亏损（受合资品牌影响）。在13家披露了2020年三季度数据的样本企业中，比亚迪、江铃集团、中国重汽和北汽福田等4家企业净利润同比增长，2家企业同比下降10%以内，4家企业同比降幅超过30%，商用车企业的业绩恢复快于乘用车企业，比亚迪2020年利润的快速增长也是受益于多元化业务布局的综合贡献（比亚迪电子2019年及2020年上半年除税前溢利分别为16.96亿元和28.31亿元）。

（2）样本企业的营运资本变动

经营性营运资本[3]反映了一个企业与经营相关的营运资本对其整体资金的占用情况，分析企业资产周转效率的变化，有助于评估企业上下游议价能力的变化。通常情况下，供应链中处于较为强势地位的企业核心经营性营运资本相对公司资产总额或所有者权益较小、或为负值，且营运资本对营业收入不敏感，既弹性系数小于1或为负值；供

[3] 经营性营运资本=经营性流动资产-经营性流动负债=（应收票据+应收账款+应收款项融资+预付款项+存货+合同资产）-（应付票据+应付账款+预收款项+合同负债+应付职工薪酬+应交税费）

应链中处于较为劣势地位的企业则相反，且净经营资产增速大于营业收入增速，在不能获得持续外部融资的情况，持续的收入规模扩张可能造成现金流过度紧张。

截至2019年底，以17家披露了2019年年报数据的样本企业为例，样本企业营运资本余额均值为-93.88亿元，行业营运资本增量均值为-21.78亿元，样本企业的资产周转表现明显优于行业平均水平。其中，截至2019年，AAA等级的样本企业平均营运资本余额为-118.63亿元，较上年底营运资本增量均值为-32.72亿元；AA+及以下等级的样本企业营运资本均值及增量均值分别为-34.47亿元和4.48亿元；不同等级样本企业的表现呈现进一步的分化，且在行业景气度波动的周期里，头部企业的话语权更加趋于强化。

由于营运资本的大小与企业规模相关，用该指标做横向对比存在一定限制，此处采用“营运资本/所有者权益”的相对值指标进行行业内的横向对比：截至2019年底，AA及以上等级的样本企业“营运资本/所有者权益”均值为-4.94，中位值为-16.97，其中四家样本企业该指标为正值，分别是宇通集团（12.60）、北汽新能源（81.95）、比亚迪（61.97）和江铃集团（7.42）。由于近年来国家执行新能源补贴政策，且随着“补贴退坡”，补贴到位周期有所延展，新能源汽车制造企业应收补贴款规模大、账期长，营运资本规模相对同业偏离较大，考虑到比亚迪、北汽新能源和宇通集团收入中新能源业务贡献过半，剔除上述3家样本后，余下样本企业“运营资本/所有者权益”均值为-16.97，中位值为-17.55。转而观察另外4家BB及以下等级、已经发生债券违约的样本企业，违约前年度“运营资本/所有者权益”均值为11.33，且呈明显上升趋势，其中华泰汽车和铁牛集团该指标大额为正，分别为16.60和84.14。

综上所述，整车制造企业在产业链中的话语权较强，样本企业的营运资本保持较低水平，但行业指标相应存在分化。一方面，低级别企业无法通过占用上下游流动性资源而维持自身的营运资金周转水平，经营活动获取现金水平进一步弱化；另一方面，高级别的行业头部企业的业务运营质量明显更优，上下游合作伙伴对其订单的依赖度更高、愿意让渡部分流动性以获取更多业务（合作伙伴也会凭借更多业务获得银行授信支持），导致在增速为负的2019年，头部企业营运资本增量仍为负，营运资金周转能力始终处于行业内高水平，体现出强的抵御周期能力。

## 五、 行业杠杆与偿债能力

**受行业周期和政策的影响及自身经营的需要，营运及投资资金压力加大外部融资需求，同时头部企业选择在行业景气度低迷时期进行外延并购，汽车制造行业发行人的有息债务规模持续增长，外部融资主要用于工程项目、并购及产业链延长、补流等。**

2019年以来，由于市场竞争加剧、环保政策趋严及新能源补贴“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2019年底，已披露相应数据的17家样本企业全部债务同比增幅均值为9.43%，其中9家发行人有息债务规模有所上升。同期，17家样本企业资产负债率均值为60.83%，同比增长1.35个百分点，其中，资产负债率超过70%的发行人合计5家。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。

**样本企业整体流动性储备偏紧，低级别企业面临短期周转压力，短期偿债指标表现有所弱化；中长期偿债指标看，高级别发行人对行业长期偿债指标存在明显拉升作用，中低级别发行人长期偿债能力仍有所弱化。**

截至2019年底，样本企业现金类资产[4]/短期债务均值为1.23倍，其中，4家企业现金类资产/短期债务的比值在2倍以上，10家企业该比值小于1。截至2019年底，样本企业速动比率均值为90.48%，同比下降5.47个百分点[5]。整体流动性储备偏紧，对短期债务覆盖能力偏弱。截至2020年9月底，13家披露相应数据的样本企业速动比率均值为88.88%，较上年底有所下滑。

2019年，样本企业EBITDA利息倍数均值为154.46倍，较2018年139.43倍有所增长；样本企业2019年EBITDA利息倍数中位数为13.15倍，较2018年的15.37倍有所下将。主要系部分高级别发行人如上汽集团、一汽集团及北汽股份盈利能力强且债务负担轻，对行业指标存在明显拉升作用，中低级别发行人长期偿债能力仍有所弱化。

[4] 现金类资产中受限部分未剔除。
[5] 北京汽车投资有限公司速动比率样本偏离度较大，未计入均值计算当中。

## 六、 本部财务状况分析

**母公司独立财务表现（定量为主）以及母公司对体系内资源协调能力（定性结合定量）将是影响发行人本部信用风险的重要考量要素。汽车制造行业存续债发行人多以控股运营为主，业务下沉至各子公司，且本部多为债务融资主体，使得本部呈现资产负债率高、营业收入规模小、承担期费较多（尤其财务费用）、利润多以投资收益体现。母公司与合并口径财务状况差异明显、对体系内资源调拨存在局限的企业，存在合并口径与母公司信用表现分化的风险。**

截至2019年底，17家样本企业中，长期股权投资占资产总额比重超过50%的共计8家。2019年，样本企业本部亏损的共计5家，其中华晨集团、北汽集团系本部期费高、投资收益不足弥补本部亏损所致，北汽投系合营企业当期亏损所致，中国重汽系当期计提大额减值损失导致，北汽福田本部业务连续2年亏损，剥离宝沃汽车后的盈利恢复有待持续关注；盈利企业本部利润主要来自投资收益，2019年，投资收益占本部利润总额比重超过100%的企业共计9家。截至2019年底，样本企业本部资产负债率均值为53.58%，中位值为57.40%；其中，浙江吉利和中国重汽本部资产负债率超过80%，华晨集团本部资产负债率超过100%。

联合资信关注到，样本企业多属于集团企业，本部承担较多融资职能（有息债务及利息费用集中发生在母公司层面），而下属子公司为核心运营实体和偿债资金来源，导致集团内部的融资主体与偿债来源存在分离；届时，如果集团内部资本归集或再分配出现一定障碍，公司本部将面临流动性压力、财务费用侵蚀利润、主业亏损侵蚀权益等情形，导致本部信用水平下滑。截至2019年底，17家样本企业中，本部债务总额占合并口径债务总额超过50%的企业共计8家。

表 16　样本企业 2019 年本部财务状况（单位：亿元，%）

| 项目 | 资产总额 | 长期股权投资/总资产 | 全部债务 | 本部债务/合并口径债务 | 利润总额 | 投资收益/利润总额 | 利息支出 | 资产负债率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 重庆小康工业集团股份有限公司 | 101.82 | 56.31 | 30.91 | 23.87 | 4.44 | 2.05 | 2.06 | 60.25 |
| 中国第一汽车集团有限公司 | 1553.52 | 91.95 | 0.00 | 0.00 | 48.14 | 104.40 | -2.22 | 3.12 |
| 郑州宇通集团有限公司 | 141.06 | 74.58 | 74.68 | 75.88 | 5.80 | 175.90 | 3.81 | 57.40 |
| 浙江吉利控股集团有限公司 | 404.73 | 76.51 | 213.83 | 17.01 | 20.87 | 163.65 | 7.11 | 86.40 |
| 北京新能源汽车股份有限公司 | 568.78 | 1.52 | 299.07 | 86.42 | 15.30 | 7.67 | 4.66 | 67.52 |
| 上海汽车集团股份有限公司 | 2668.22 | 46.47 | 169.72 | 13.59 | 192.26 | 136.98 | -11.86 | 22.90 |
| 江铃汽车集团有限公司 | 153.93 | 40.19 | 75.29 | 45.70 | 4.12 | 39.70 | 3.29 | 56.48 |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华晨汽车集团控股有限公司 | 474.43 | 13.52 | 417.57 | 63.70 | -9.59 | -168.15 | 16.92 | 110.38 |
| 广州汽车集团股份有限公司 | 851.18 | 68.07 | 77.94 | 50.02 | 92.35 | 114.61 | -0.67 | 16.52 |
| 东风汽车集团股份有限公司 | 1347.63 | 50.04 | 141.51 | 24.37 | 87.41 | 147.08 | -6.77 | 17.82 |
| 长城汽车股份有限公司 | 977.76 | 12.18 | 53.64 | 33.59 | 13.51 | 96.42 | -2.01 | 49.48 |
| 比亚迪股份有限公司 | 694.06 | 29.77 | 279.28 | 32.99 | 2.68 | 239.17 | 14.64 | 58.74 |
| 北汽福田汽车股份有限公司 | 512.69 | 18.54 | 165.26 | 93.25 | -28.35 | 42.67 | 2.24 | 69.44 |
| 北京汽车集团有限公司 | 732.36 | 58.62 | 435.64 | 25.35 | -10.68 | -77.71 | 15.39 | 67.29 |
| 北京汽车股份有限公司 | 890.29 | 30.03 | 211.76 | 71.28 | 42.66 | 232.58 | 4.95 | 46.26 |
| 中国重型汽车集团有限公司 | 153.53 | 32.78 | 138.55 | 77.92 | -34.81 | -47.19 | 5.94 | 95.54 |
| 北京汽车投资有限公司 | 153.39 | 79.05 | 37.98 | 100.00 | -11.80 | 88.47 | 1.37 | 25.24 |

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

考虑到上述“集团内部融资主体和偿债来源分离”情况可能带来“企业合并口径与母公司信用表现的分化”，为进一步梳理母公司层面的信用风险，下文将对样本企业本部的经营规模、资金归集效率、盈利、资金匹配性、杠杆水平、偿债保障6类因素做梳理及分档；需要说明的是，本部资产质量及流动性、再融资能力、资金压力等因素对于母公司信用水平评价同样具有意义，但基于量化难度和指标体系简要性，暂未将其纳入本部分的评价体系。

表 17　母公司层面经营及财务实力评价要素

| 考察项目 | 考察要素 | 指标选取 |
|---|---|---|
| 经营维度 | 经营规模 | 资产总额 |
| | 资金归集效率 | 收到其他与经营活动有关的现金流量净额/其他应收款 |
| | 盈利规模 | 净利润 |
| | 盈利能力 | 投资收益/（可供出售金融资产+长期股权投资） |
| 财务维度 | 资金匹配性 | 所有者权益/（长期股权投资和可供出售金融资产） |
| | 杠杆水平 | 全部债务资本化比率 |
| | 偿债保障 | 现金类资产/短期债务、全部债务/EBIT |

资料来源：联合资信整理

选取上文17家样本企业以及重庆力帆、铁牛集团为样本6：2019年，样本企业在资产总额、投资收益/（可供出售金融资产+长期股权投资）2个指标上普遍表现良好，全部债务资本化比率、全部债务/EBIT、净利润3个指标的档位分布较为均衡，现金类资产/短期债务、所有者权益/（长投+可供）、收到其他与经营活动有关的现金流量净额/其他应收款3个指标的档位分布两极化显著（超过50%的样本表现较差）；其中，已经发生债

[6] 此处选取 17 家样本企业 2017—2019 年加权平均指标进行分析；由于重庆力帆暂未披露 2019 年年报数据、铁牛集团 2019 年财务报表被审计机构出具无法表示意见，此处采用 2017—2018 年加权平均指标进行分析

券违约的4家样本企业表现处于尾部。

表 18　样本企业母公司层面各要素的表现情况（“√”表示优秀，“※”表示需关注）

| 发行人 | 经营规模 | 杠杆水平 | 短期偿债能力 | 长期偿债能力 | 盈利能力 | 盈利规模 | 资金匹配性 | 资金归集效率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上海汽车集团股份有限公司 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ | |
| 东风汽车集团股份有限公司 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ | |
| 广州汽车集团股份有限公司 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | | |
| 中国第一汽车集团有限公司 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | | √ |
| 长城汽车股份有限公司 | √ | √ | | | √ | √ | √ | |
| 北京新能源汽车股份有限公司 | √ | | | | | √ | √ | √ |
| 北京汽车股份有限公司 | √ | | | | √ | √ | √ | ※ |
| 江铃汽车集团有限公司 | | | | | | √ | | |
| 郑州宇通集团有限公司 | | | | | √ | √ | | √ |
| 比亚迪股份有限公司 | √ | | ※ | | | | | ※ |
| 重庆小康工业集团股份有限公司 | | | | | | | | ※ |
| 北汽福田汽车股份有限公司 | √ | | ※ | ※ | | ※ | √ | |
| 北京汽车集团有限公司 | √ | | | ※ | | | | ※ |
| 中国重型汽车集团有限公司 | | ※ | | ※ | √ | ※ | ※ | |
| 华晨汽车集团控股有限公司 | √ | ※ | | ※ | √ | ※ | ※ | ※ |
| 重庆力帆控股有限公司 | | ※ | ※ | | | ※ | ※ | |
| 铁牛集团有限公司 | | ※ | ※ | | | ※ | ※ | ※ |
| 华泰汽车集团有限公司 | √ | ※ | ※ | ※ | | ※ | ※ | |
| 北京汽车投资有限公司 | ※ | | √ | √ | ※ | ※ | | ※ |

资料来源：联合资信整理

## 七、 行业内样本企业信用状况

### 1. 发行、偿还及存续债券概况

**在行业周期的影响下，汽车制造行业存续债规模大、增长快、期限长，发行人信用级别分化明显，存续债券主要集中在高级别发行人，违约企业存续债规模大。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。**

截至2020年9月底，汽车制造行业存续信用债券合计135支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），存续债券合计2042.47亿元。其中，2019年新发行信用债券59支，发行规模1099亿元，其中已兑付28支，合计金额390亿元；2020年1—9月，行业共发行信用债37支，发行规模629亿元，其中已兑付8支，合计105亿元。

表 19　2019 年以来汽车制造行业债券发行概况（单位：支、亿元、%）

| 指标 | 2019 年 | | | | 2020 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 | 15 | 17 | 27 | 19 | 19 | 14 | 5 |
| 发行额度 | 249 | 205 | 390 | 240 | 258 | 320 | 41 |
| 净融资额 | 129 | 105 | 295 | 165 | 183 | 320 | 11 |

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

截至2020年11月11日，汽车制造行业存续信用债券138支，债券余额合计2082.47亿元，以中长期债券为主，共涉22家发行人。其中，戴姆勒股份公司和福汽集团无主体级别（以下分析将不含）。华晨汽车集团控股有限公司7主体级别为CCC和BB，铁牛集团、重庆力帆和华泰汽车主体级别为C，其余14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 20　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）

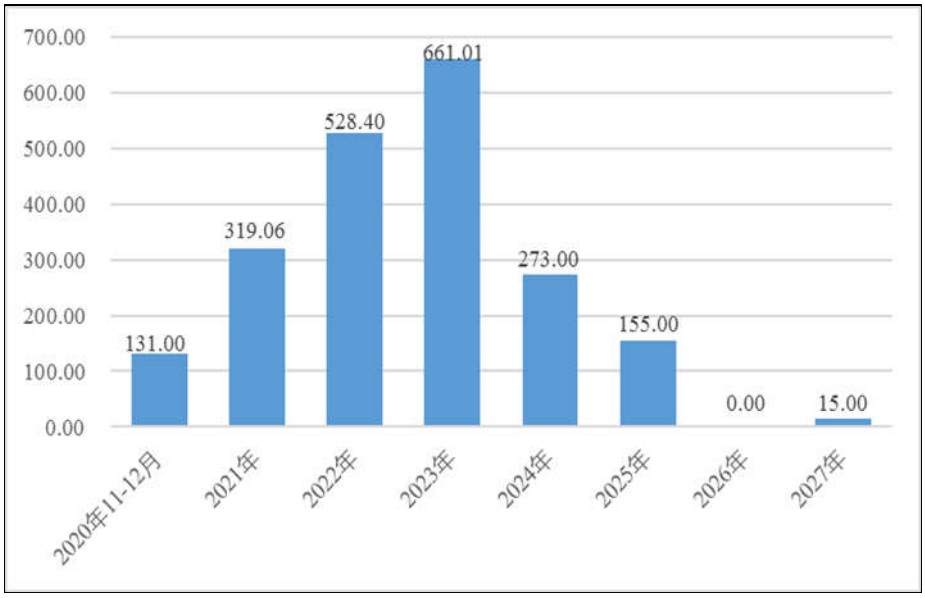
| 主体级别 | 合计 | 上市公司 | 国有企业 | 民营企业 |
|---|---|---|---|---|
| AAA | 12 | 7 | 8 | 4 |
| $AA^+$ | 3 | 1 | 3 | -- |
| AA | 1 | 1 | 1 | -- |
| BB | 1 | -- | 1 | -- |
| CCC | 1 | -- | 1 | -- |
| C | 3 | -- | -- | 3 |
| **合计** | **21** | **9** | **14** | **7** |

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

汽车制造行业存续债券期限结构方面，考虑到2019年三季度及2020年上半年，行业债务发行规模明显增长，且以中长期债券为主，行业内存续债券期限分布较为集中，2022年—2023年债券偿付压力较大。其中，将于2022年到期的债券余额合计528.40亿元，到期金额大于等于60.00亿元的主体包括东风集团（67.00亿元）、浙江吉利（70.00亿元）和华晨集团（80.00亿元）3家；将于2023年到期兑付的债券余额合计661.01亿元，到期金额大于等于100.00亿元的主体包括一汽集团（150.00亿元）、北汽集团（160.00亿元）和华晨集团（101.00亿元）。从信用等级分布看，除戴姆勒股份公司无主体级别外，汽车制造行业存续债发行人信用等级集中度两极分化明显，AAA级别和BB及以下的违约企业存量债券总额分别占行业存续债总额的77.96%和15.39%。

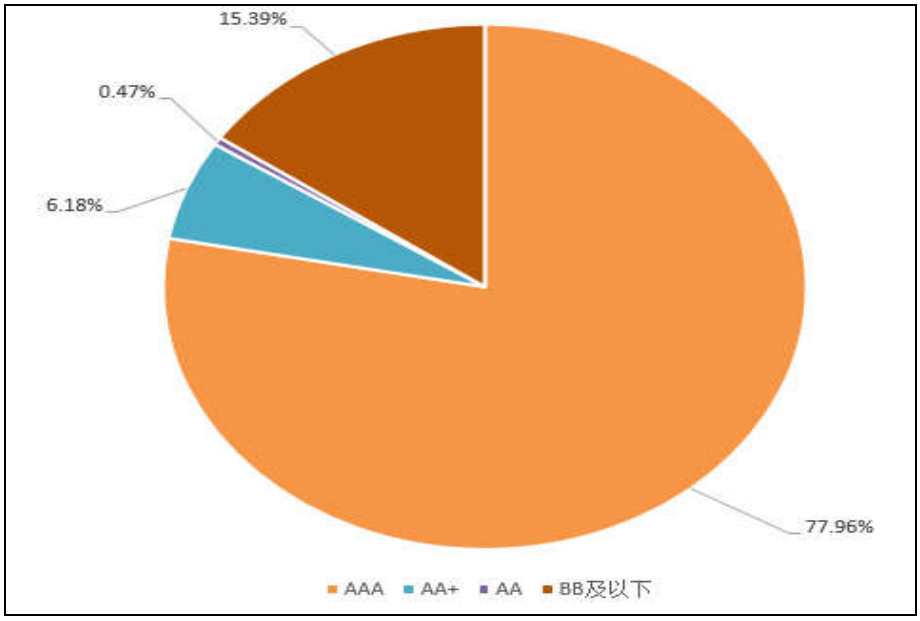
[7] 对于有多家评级机构对同一家企业进行评级的情况，若将每家评级机构的评级（含级别一致和级别不一致的情况）均作为单独样本统计；截至 2020 年 11 月 20 日，华晨集团主体长期信用等级已下调至 C。

图 4　截至 2019 年 11 月初汽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

图 5　汽车制造行业存续债余额信用级别分布




资料来源：Wind资讯，联合资信整理

**2. 发行人级别迁徙**

受行业周期下行及自身经营能力弱的影响，近年来汽车制造行业存续债企业出现信用风险事件，部分发行人信用级别变动较大，违约企业财务发生风险事件前经营状况明显下滑。

2019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持续下滑、自主品牌销售受阻，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（主体评级调整情况见下表）。

表 21　2019 年以来汽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<br>2019 年 7 月 23 日，下调至 BB/负面<br>2019 年 8 月 12 日，下调至 C/-- |
| 重庆力帆控股有限公司 | AA/稳定 | C/-- | 2019 年 6 月 20 日，下调至 AA-/稳定<br>2020 年 3 月 5 日，下调至 BBB/--<br>2020 年 3 月 16 日，下调至 C/-- |
| 铁牛集团有限公司 | AA+/稳定 | C/-- | 2019 年 6 月 21 日，下调至 AA/稳定<br>2020 年 2 月 10 日，AA/列入可能下调信用等级的评级观察名单<br>2020 年 8 月 12 日，下调至 A/负面<br>2020 年 9 月 4 日，下调至 C/-- |
| 华晨汽车集团控股有限公司 | AAA/稳定 | C/-- | 2020 年 8 月 26 日，AAA/列入信用观察名单<br>2020 年 9 月 28 日，下调至 AA+/负面<br>2020 年 9 月 28 日，下调至 AA/负面<br>2020 年 10 月 15 日，下调至 AA-/负面<br>2020 年 10 月 20 日，下调至 A+/负面<br>2020 年 10 月 22 日，下调至 BBB/负面<br>2020 年 10 月 28 日，下调至 BB/负面<br>2020 年 11 月 5 日，下调至 CCC/负面<br>2020 年 11 月 20 日，下调至 C/-- |

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

2019年以来，汽车制造行业发行人信用状况出现分化，违约债券规模快速增长，违约发行人为华晨集团、华泰汽车、重庆力帆和铁牛集团等四家企业。上述四家发行人在违约事件发生前年度财务变化情况如下表所致8（表20），除华晨集团（合并华晨宝马）外，其余违约发行人均存在盈利能力显著下滑，流动性明显下降，短期债务保障能力差及融资通道受阻等情况；母公司层面，上述违约发行人违约前年度本部利润均呈大额亏损状态且亏损持续扩大，所有者权益降至负数，在母公司层面的评价体系中，大部分指标表现处于低水平（见表17）。

[8] 华晨集团受合联营企业经营状况良好的影响，合并口径财务数据偏离度较大。

表 22　汽车制造行业发行人违约前年度财务状况变动情况（单位：亿元、%、百分点、倍）

| 名称 | 短期债务增幅 | 全部债务增幅 | 净利润 | 净利润增幅 | 营运资本增量 | 经营活动净现金流增幅 | 现金类资产/短期债务 | 资产负债率增量 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华晨汽车集团控股有限公司 | 1.42 | -1.56 | 109.50 | 12.03 | -7.63 | 75.65 | 1.24 | 4.18 |
| 华泰汽车集团有限公司 | 20.35 | 3.89 | -16.48 | -243.24 | 2.62 | -33.62 | 0.30 | -0.59 |
| 重庆力帆控股有限公司 | -31.02 | -27.89 | -83.51 | -4173.66 | 5.18 | -313.89 | 0.08 | 20.14 |
| 铁牛集团有限公司 | -5.32 | -10.99 | -124.76 | -1175.50 | -10.27 | -137.80 | 0.21 | 20.07 |

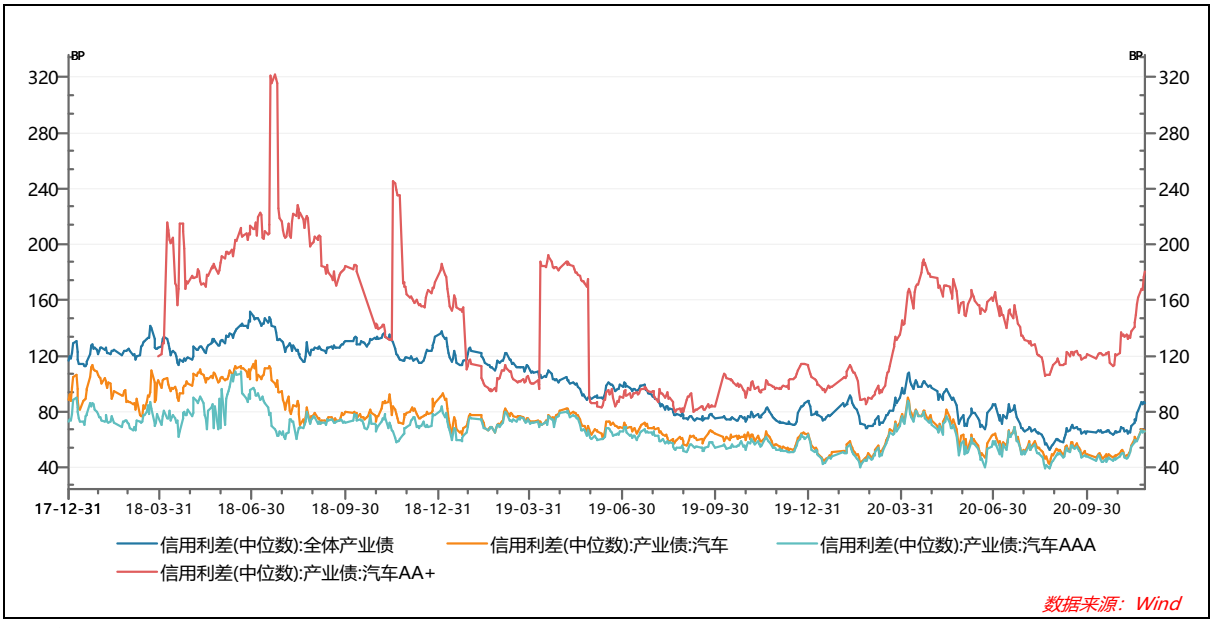
资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

### 3. 利差分析

**汽车制造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。**

从产业债信用利差对比看，AAA发行人利差持续稳定，由于汽车制造行业高级别发行人占比较大，汽车制造行业整体利差走势与AAA发行人利差走势基本相同且略低于全体产业债利差中位值。AA+发行人利差从2017年开始持续快速飙升越过产业平均水平。

图 6　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

## 八、 行业展望观点

受新冠肺炎疫情影响，汽车市场一季度大幅下跌，二季度起逐步回暖，商用车恢复

速度整体快于乘用车，商用车库存充裕、有助于应对四季度销售，乘用车库存处于相对低点，考虑到四季度为销售旺季，且大型企业库存高于往年，四季度可能加大市场分化。

2020年4月以来，乘用车市场受益于政策提振、合资品牌下沉市场以及新能源市场三季度回暖，下半年销量逐步回升，但市场格局趋于分化，自主品牌面临压力，部分政策延续至年底，市场四季度有望维持高位，全年预计仍小幅下滑（2019年四季度高基数）。目前，节能减排的政策形势已定，各地纷纷出台政策鼓励消费，造车新势力全面布局高中低市场（中低市场走量、高端市场奠定品牌），双积分政策即将启动施行，2021年传统燃油汽车仍面临较大压力，合资品牌渠道下沉的压力下，自主品牌转而倾斜资源于布局完整价格体系的新能源汽车的可能性较大；新能源市场格局初定，电池厂商纷纷扩能以应对市场增长，若动力系统和汽车电子系统随着规模化而实现成本压降、续航提升（关键在于缩短与燃油车差距），新能源市场有望销售提速。预计2021年，经历多年负增长以及宏观层面消费激励，乘用车市场有望迎来温和增长。

投资和物流需求拉动的商用车市场具有一定周期性，在复工复产后快速恢复，环保趋严下的更换需求和电商扩容下的物流需求是拉动市场的主导力量。预计2021年，由于近年来集中释放一波环保要求下的替换需求，淘汰老旧车型的需求在2021年或将回落；但一方面疫情后持续鼓励消费，物流需求有望延续高位，另一方面固定资产投资将受地方政府债务规模约束，综合作用下，货车市场或仅持平于本年；客车市场处于转型期，一方面磷酸铁锂电池的续航加大可能带来更为广泛的用途开发，另一方面，旅游客运市场的开发及转型尚需一定时间培育。

汽车市场行业集中度高，头部企业规模化优势显著，汽车制造行业发行人主体级别集中于AAA高等级。2019年以来，行业景气度波动加大了存续债发行人在利润水平、营运资本压力方面的差异化；随着信用风险不断释放，外部资金趋于谨慎，级别偏低且依赖于再融资的发行人面临资金成本提升、再融资渠道收窄的双重压力，部分发行人发生级别调降甚至债券违约。由于汽车行业的高度市场化，未来，直接融资渠道仍会趋紧，外部资源及便利性将进一步集中头部企业，权益类资金（含私募基金等长期资金）或将加速进入汽车产业，行业并购机会或将出现。