

联合信用评级有限公司

乘用车行业季度研究报告

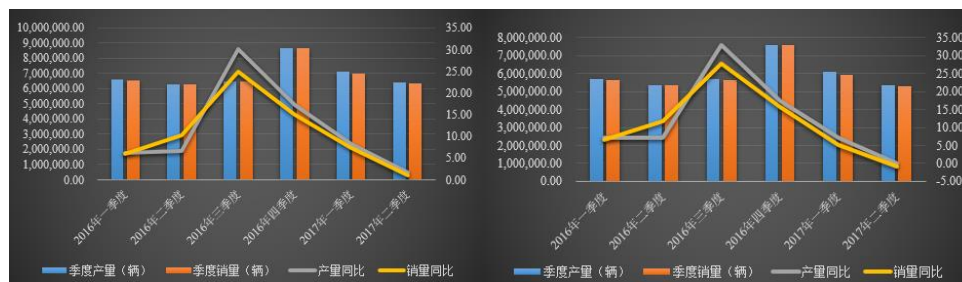
(2017年4月1日至2017年6月30日)

一、汽车行业季度运行情况

2017年二季度，我国汽车产销量增速大幅下降。乘用车方面，购置税由10%下调为5%的优惠政策造成小排量乘用车消费在2016年提前透支，2017年乘用车产销量同比减少，预期未来销量仍将保持较低增速或短期下降；SUV是乘用车销售的主要驱动车型，在其他车型同比增速均下降的情况下，继续保持高速增长，显示出旺盛的市场需求；中国品牌乘用车品质不断提升，维持较高的市场竞争力；受产品策略调整滞后及“萨德事件”影响，韩系车二季度销量断崖式下跌。新能源汽车继续保持较快增长。

根据中国汽车工业协会统计数据，2017年二季度，我国汽车产销量分别实现639.22万辆和635.20万辆；其中，乘用车和商用车整车销量占比分别为83.53%和16.47%。2017年二季度，我国汽车及乘用车产销量继续呈下降趋势，但降幅有所缩减。

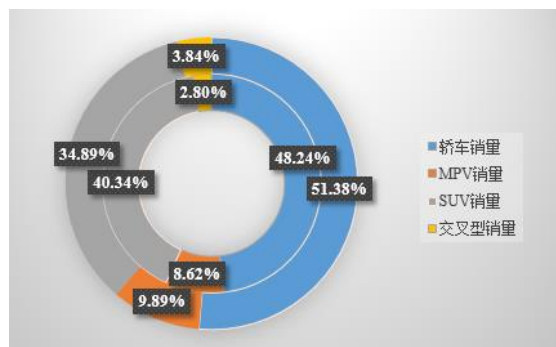
图1 汽车及乘用车季度产销量及同比增速图（单位：辆、%）



资料来源：wind 资讯

从车型来看，SUV是乘用车销售的主要驱动车型，2017年二季度，在其他车型销量同比增速均下降的情况下，实现同比增长14.52%，仍显示出旺盛的市场需求。

图2 2017年二季度乘用车细分市场占比情况（单位：%）

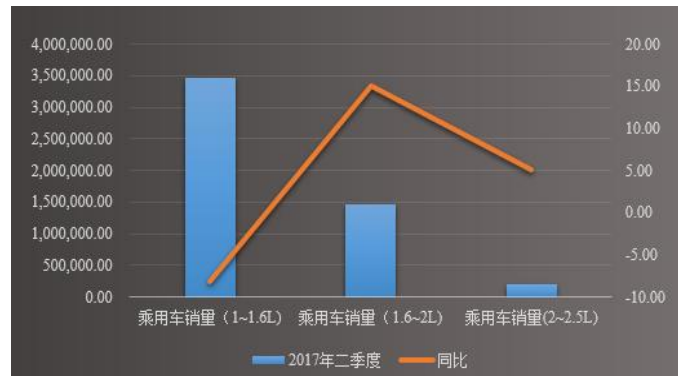


资料来源：wind 资讯

注：内圈为2017年二季度乘用车细分市场占比；外圈为2016年二季度乘用车细分市场占比。

从排量来看，排量区间为 1L~1.60L 以及 1.60L~2.00L 的乘用车仍是乘用车销售的主力类型。受 2015 年小排量乘用车购置税由 10% 下调至 5% 优惠政策的影响，我国乘用车销量在 2016 年大幅增长，提前透支了未来销量；2017 年 1 月 1 日起，小排量乘用车购置税由 5% 调整为 7.50%，受优惠幅度减少且 2016 年透支消费的影响，2017 年乘用车销量增速大幅下降，预期未来销量仍将保持较低增速或短期下降。

图 3 2017 年二季度按排量划分的乘用车销量及同比增速图（单位：辆、%）



资料来源：wind 资讯

从品牌国别来看，2017 年二季度，自主品牌乘用车产品品质不断提升，以及更有针对性的产品定位，使得自主品牌乘用车呈现出较强的竞争力，并被市场认可。韩系车受产品竞争力相对较弱以及“萨德事件”冲击，销量大幅下滑；未来，韩系车若不能及时调整产品策略，其在中国市场销售将继续呈下降趋势。

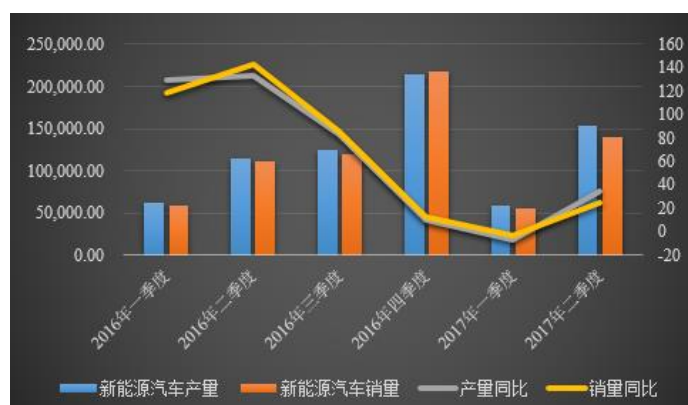
图 4 2017 年二季度按国别划分的乘用车销量及同比增速图（单位：辆、%）



资料来源：wind 资讯

2017 年二季度，我国新能源汽车产销继续呈增长趋势；受基数变大影响，增速有所下降。

图 5 2016 年~2017 年二季度新能源汽车产销量及同比增速图（单位：辆、%）



资料来源: wind 资讯

二、行业内企业运行情况

乘用车企业整体资产质量较好, 企业间盈利能力差异较大; 乘用车企业整体偿债能力一般, 行业内规模较大企业整体经营效率较高, 部分规模较小乘用车企凭借有竞争力车型取得较好的经营水平。

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)选择以下乘用车企业作为样本, 对其财务运行情况进行进一步比较与分析。下表中企业涵盖了国内除了以商用车为主的东风集团之外的主要汽车集团, 具有较好的代表意义。

从资产结构来看, 截至 2016 年底, 除了华晨汽车集团控股有限公司(以下简称“华晨集团”)、力帆实业(集团)股份有限公司、奇瑞汽车股份有限公司和重庆小康工业集团股份有限公司外, 行业内主要企业资产负债率处于正常水平, 维持在 40%~70%左右, 其中广州汽车集团股份有限公司(以下简称“广汽集团”)资产负债率最低, 为 45.38%; 从应收情况(应收票据+应收账款+其他应收款)来看, 乘用车企业整体应收处于较高水平, 其中广汽集团、华晨集团、天津一汽夏利汽车股份有限公司(以下简称“一汽夏利”)、浙江吉利控股集团有限公司整体应收占比低于 10%, 处于较好水平。整体看, 乘用车企业整体资产质量较好。

表 1 2016 年乘用车行业内主要企业资产结构指标 (单位: 亿元、%)

公司名称	总资产	营业收入	净利润	资产负债率	应收占比
安徽江淮汽车集团股份有限公司	492.15	525.29	12.15	68.57	19.48
北京汽车股份有限公司	1,689.00	1,213.15	115.36	65.64	17.64
北京汽车集团有限公司	3,207.89	2,045.60	118.34	69.47	18.03
比亚迪股份有限公司	1,450.71	1,034.70	54.80	61.81	33.57
广州汽车集团股份有限公司	820.92	494.18	62.96	45.38	4.63
海马汽车集团股份有限公司	181.98	142.39	0.13	47.02	12.37
华晨汽车集团控股有限公司	1,437.72	1,140.37	62.47	71.63	8.93
华泰汽车集团有限公司	465.68	150.17	10.40	68.28	11.68
力帆实业(集团)股份有限公司	293.80	110.47	0.92	76.74	14.94
奇瑞汽车股份有限公司	779.10	329.64	3.02	74.60	33.51
上海汽车集团股份有限公司	5,906.28	7,564.16	439.62	60.20	11.46
天津一汽夏利汽车股份有限公司	47.09	20.25	1.63	63.31	5.20

一汽轿车股份有限公司	190.49	227.10	-10.03	59.72	33.68
长城汽车股份有限公司	923.09	986.16	105.54	48.70	43.93
浙江吉利控股集团有限公司	2,067.41	2,087.99	117.11	69.76	8.76
重庆小康工业集团股份有限公司	198.36	161.92	6.35	76.94	37.68
重庆长安汽车股份有限公司	1,065.10	785.42	102.77	59.30	29.95

资料来源：wind 资讯，联合评级整理

从盈利能力来看，2016 年乘用车企业盈利差异较大，其中北京汽车股份有限公司（以下简称“北汽股份”）、广汽集团、长城汽车股份有限公司（以下简称“长城股份”）、浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”）和重庆长安汽车股份有限公司盈利处于较好水平，一汽夏利、一汽轿车股份有限公司（以下简称“一汽轿车”）出现部分盈利指标为负的情况。从收入实现质量来看，北汽股份、广汽集团、华晨集团、上海汽车集团股份有限公司（以下简称“上汽集团”）处于较好水平，安徽江淮汽车集团股份有限公司（以下简称“江淮集团”）、力帆实业（集团）股份有限公司和一汽夏利收入实现水平较低。

从偿债能力来看，乘用车企业整体偿债能力处于较低水平，其中长城汽车股份有限公司偿债指标尚可；从经营效率来看，乘用车企业经营效率指标差异较大，其中江淮集团、上汽集团、一汽轿车、长城股份、吉利控股、重庆小康工业集团股份有限公司（以下简称“小康股份”）处于较好水平。整体看，乘用车企业整体偿债能力一般，行业内规模较大企业整体经营效率较高，部分规模较小乘用车企凭借有竞争力车型取得较好的经营水平。

表 2 2016 年乘用车行业内主要企业盈利及偿债能力指标情况（单位：倍、次）

公司名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	流动比率	经营活动产生的现金流量净额/带息债务	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
安徽江淮汽车集团股份有限公司	10.46	2.79	9.59	76.92	1.03	-0.02	19.72	20.34	1.19
北京汽车股份有限公司	16.94	10.59	26.07	105.90	0.87	0.40	14.17	7.46	0.82
北京汽车集团有限公司	6.61	6.31	20.75	94.48	0.88	0.13	9.44	7.35	0.74
比亚迪股份有限公司	12.09	6.31	20.36	84.64	1.00	-0.03	3.27	4.97	0.79
广州汽车集团股份有限公司	15.26	9.91	19.95	117.43	1.44	0.41	52.37	17.90	0.66
海马汽车集团股份有限公司	3.10	0.28	13.62	90.91	0.79	0.15	88.71	7.59	0.80
华晨汽车集团控股有限公司	5.40	7.44	30.63	114.19	0.79	0.28	20.63	4.97	0.84
华泰汽车集团有限公司	7.68	6.13	21.43	98.07	1.20	-0.03	7.14	2.53	0.34
力帆实业（集团）股份有限公司	1.22	2.04	11.15	78.90	0.81	-0.05	3.62	4.19	0.40
奇瑞汽车股份有限公司	3.36	1.99	10.75	94.16	0.94	0.10	4.97	9.07	0.45
上海汽车集团股份有限公司	17.44	9.09	12.87	119.48	1.11	0.10	24.88	17.51	1.37
天津一汽夏利汽车股份有限公司	10.04	4.21	-29.51	72.98	0.86	-3.13	104.61	5.93	0.38
一汽轿车股份有限公司	-11.64	-4.78	19.75	80.64	0.98	0.21	238.58	5.96	1.22
长城汽车股份有限公司	24.64	15.20	24.46	101.22	1.25	1.93	164.91	14.61	1.20
浙江吉利控股集团有限公司	29.25	8.76	21.96	101.38	1.03	0.62	31.44	8.07	1.13
重庆小康工业集团股份有限公司	15.93	4.99	19.34	81.17	0.90	0.14	43.71	14.43	1.00
重庆长安汽车股份有限公司	26.39	10.27	17.89	100.51	1.10	0.09	66.16	8.36	0.80

资料来源：wind 资讯，联合评级整理

2017 年一季度，根据企业公开的经营数据（除了华泰汽车集团有限公司），主要企业的资产结构、偿债能力较 2016 年末变化不大；从盈利情况看，广汽集团、小康股份继续呈现出较好的发展趋势，主要盈利指标均有大幅提升，一汽轿车盈利指标有较大改善。

三、汽车行业政策及新闻

1. 工信部发布《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（征求意见稿）》

6 月 13 日，工信部《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（征求意见稿）》，提出 2018 年~2020 年新能源汽车积分比例要求分别在 8%、10%、12%，企业生产新能源占比成为一条明确的红线。

【点评】

该办法一方面鼓励传统燃油汽车节能，另一方强制推动汽车企业发展新能源汽车；该办法偏向于发展纯电动汽车，有利于自主品牌车企发展。

2. 融资租赁业务将是未来汽车金融发展的一大趋势

北京汽车 25 日晚发布公告称，公司及戴姆勒大中华于 2017 年 6 月 23 日已订立增资协议，据此，双方同意分别按持股比例向奔驰租赁作出合计人民币 5 亿元的增资。增资完成后，奔驰租赁的注册资本将增至 16.97 亿元，其中北汽出资额为 5.94 亿元，持股 35%；戴姆勒大中华出资额为 11.03 亿元，持股 65%。同时，奔驰租赁董事会及管理层均将保持不变。

【点评】

融资租赁业务将是未来汽车金融发展的一大趋势。通过租赁业务可以实现汽车所有权的转移，其产品灵活度高，放款时间短、还款方式灵活且月供较低。不仅可以提升新车销量，还能促进二手车业务的发展。

3. 百度联手 50 家合作伙伴推动无人驾驶汽车发展

据英国路透社 7 月 6 日报道，百度搭建了 Apollo 平台，在全球范围内联合了 50 多个合作伙伴，涉及汽车制造商、供应商、创业公司和大学，致力于打造无人驾驶汽车，计划于 2019 年在中国上路。

【点评】

智能驾驶是当前汽车行业发展的一个重要趋势，受到政府的支持；我国是互联网应用第一大国，具有构建全新互联网生态的条件，无人驾驶汽车可能是推动中国汽车产业“弯道超车”重要机遇。

四、发债企业信用分析

从新债发行来看，2017 年二季度，我国乘用车行业共发行 3 支公司债，融资成本有所上升；2 家企业主体信用级别倍上调，主要受益于 2016 年汽车行业景气度上升以及 2 家企业各自具有突出的竞争优势、企业财务状况良好。

1. 2017 年二季度债券发行情况

表 3 2017 年二季度我国乘用车行业债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券类型	债券简称	起息日期	发行规模	发行期限	票面利率	发行时主体评级	发行时债项评级	经营范围
公司债	17 力控债	2017-04-10	4.57	3.00	7.20	AA	AA	汽车、摩托车制造
公司债	17 北汽集	2017-04-17	10.00	3.00	4.35	AAA	AAA	汽车制造
公司债	17 亚迪 01	2017-06-15	15.00	5.00	4.87	AAA	AAA	汽车制造

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

注：经营范围根据 Wind 资讯行业分类划分。

2017 年二季度，汽车行业共发行债券 3 支，发行规模合计 29.57 亿元，均为公司债；与一季度相比，企业融资成本有所上升。

2. 债券偿还情况

2017 年二季度，乘用车行业未有到期债券情况。

3. 发债主体级别变动情况

表 4 2017 年二季度我国乘用车行业企业主体级别变动情况（单位：亿元、年、%）

公司名称	变动前主体评级	发行时主体评级展望	委托评级机构	最新评级	最新评级展望	最新评级日期	最新评级变动方向
华泰汽车集团有限公司	AA	稳定	大公国际资信评估有限公司	AA+	稳定	2017-06-26	调高
浙江吉利控股集团有限公司	AA+	稳定	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	AAA	稳定	2017-06-26	调高

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

注：浙江吉利控股集团有限公司同时委托东方金诚国际信用评估有限公司和上海新世纪资信评估投资服务有限公司进行信用评级，上海新世纪资信评估投资服务有限公司 2017 年二季度上调了级别，东方金诚国际信用评估有限公司初始级别即为 AAA，2017 年二季度未变化。

2017 年二季度，乘用车行业发债企业公布了 2016 年年报，评级机构陆续进行了跟踪评级，华泰汽车集团有限公司、浙江吉利控股集团有限公司两家企业主体级别均被上调。

华泰汽车集团有限公司主体级别被上调的原因包括：“我国汽车生产企业仍具有较大的市场空间，公司新能源汽车将成为带动整车销量的新增长点，清洁柴油发动机技术仍居于国内领先地位，六速自动变速器将成为公司收入和利润的良好补充以及 2016 年盈利能力有所增强等有利因素”。

浙江吉利控股集团有限公司主体级别被上调的原因包括：公司“仍主要经营吉利品牌和沃尔沃品牌，受益于国内汽车行业景气度回暖、主力产品升级及部分在建生产基地投产，公司营业收入和利润均有大幅提升。公司近年来加大在建项目和研发投入，总负债规模持续增长，得益于公司自身经营积累，公司财务杠杆水平有所下降”“公司货币资金充裕，融资渠道通畅，经营环节现金净流入规模大且持续增长”。

总体看，主体级别被上调企业共同受益于 2016 年汽车行业景气度上升，同时两家企业各自具有突出的竞争优势、企业财务状况良好。

4. 2017年三季度到期债券情况

表5 2017年三季度我国乘用车行业债券到期情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行人	到期日	发行 额度	票面 利率	债券 期限	最新债 项评级	最新主 体评级	最新评 级展望
12力帆02	力帆实业（集团）股份有限公司	2017-09-19	7.00	7.50	5.00	AA	AA	稳定
16奇瑞CP002	奇瑞汽车股份有限公司	2017-09-29	10.00	4.02	1.00	A-1	AA	稳定

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

2017年三季度，将有2支乘用车相关行业债券到期，合计金额17亿元，均为主体AA级别债券。

5. 利差分析

表6 2017年二季度我国乘用车行业新发行债券利差比较（单位：亿元、年、%、百分点）

债券类型	债券简称	起息日期	发行期 限	发行时主体 评级	发行时债 项评级	票面 利率	参考 利率	利差
公司债	17力控债	2017-04-10	3.00	AA	AA	7.20	3.0174	4.1826
公司债	17北汽集	2017-04-17	3.00	AAA	AAA	4.35	3.0584	1.2916
公司债	17亚迪01	2017-06-15	5.00	AAA	AAA	4.87	3.5500	1.3200

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

注：1、参照利率，公司债主要参照发行日相同期限中证国债到期收益率；2、上表按照发行期限、发行时债项级别、发行时间进行排序。

从2017年二季度债券发行情况来看，在相同期限条件下，3年期债项级别AAA公司债“17北汽集”的利差要低于AA公司债“17力控债”。

五、汽车行业三季度信用风险展望

受购置税下调的影响，2017年我国乘用车整体销量增速大幅回落，预计2017年三季度将继续保持低速增长的状态；中小排量SUV仍将是市场畅销车型；国产自主品牌乘用车呈现越来越强的竞争实力，在中档价位市场中占有率将上升；韩系品牌车企产销量或将进一步下降。行业内规模较大汽车企业凭借规模及技术优势将继续呈现出较强的竞争力，产品定位较好的中小车企或将有较好的市场表现。预计汽车行业三季度整体信用水平将保持稳定。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内,与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料,联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断,仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险,联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的,联合评级将保留向其追究法律责任的权利。