



汽车制造业 2023 年运行情况回顾 及 2024 年信用风险展望

联合资信 工商评级一部 | 汽车行业组

2023 年，中国汽车行业增速大幅提升，产销量面临历史新高。新能源汽车蓬勃发展并拉动乘用车销量增长，商用车扭转了连续两年的颓势，景气度明显回升。

从上游情况看，2023 年，车载芯片供应已由全面紧张转为结构性供需矛盾；金属材料价格稳中有降，动力电池主材价格大幅下跌，生产成本下降为车企降价及销量提高提供了重要支撑。

在全球汽车工业转型期，中国汽车行业已具备必要的新能源技术积累，加之动力电池产业链完善，未来“电动化+智能化”的加速渗透有望提升汽车产品的吸引力并拉动消费需求；境外市场将成为中国汽车行业的重要增长点。但中国和全球汽车消费均已离开高增长阶段，近年来，全球经济增长乏力，中国经济在转型中增速也有所下降，未来汽车产业大概率将呈现周期性波动、中低速增长的态势。

从债券市场表现看，2023 年，中国汽车制造企业存续债券规模和发行主体数量继续减少，存续债券规模整体可控。当前存续债券发行人主要为具有较长经营历史的细分领域龙头企业，信用等级很高，债券市场信用风险较小。但仍需关注个别控股型企业本部债务负担重、存续债券规模和集中偿付压力较大的风险。

展望未来，政策刺激、产品周期等因素可能使中国汽车产业在个别阶段出现较高增长，但不能改变其长期中低速增长的基本趋势，甚至个别年份消费需求的提前释放可能透支其后 1~2 年的销量。在智能驾驶、智能座舱等新技术的带动下，预计 2024 年中国汽车产销量仍将有所增长，但增速或将出现下降。中国汽车行业存在产能过剩、行业集中度低等问题，企业整体盈利能力偏弱，未来在行业景气度下行期，同业竞争的加剧必将进一步压缩行业利润空间，企业间的优胜劣汰或将再现。综合前述因素，联合资信对汽车行业 2024 年的风险展望为“稳定”。



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



一、行业运行概况

2023 年，中国汽车产销量延续增长态势并有望创出历史新高，增速明显提高，库存风险可控；新能源汽车保持旺盛发展势头并拉动乘用车销量增长，商用车扭转了连续两年的颓势，景气度明显回升。

2023 年，中国汽车产销呈先抑后扬的态势。由于新能源汽车购置补贴终止和公共卫生事件对终端销售产生不利影响，2023 年 1—3 月，中国汽车产销量分别为 621.0 万辆和 607.6 万辆，同比分别下降 4.3% 和 6.7%，汽车厂商间“价格战”明显加剧。自二季度起，随着上海等地大型车展活动的恢复、各企业新车型的持续发布，以及车企降价效应的显现，汽车消费重新回暖，2023 年 1—11 月，中国汽车产销量分别为 2711.1 万辆和 2693.8 万辆，同比增长率分别为 10% 和 10.8%；根据中国汽车工业协会（以下简称“中汽协”）预测，伴随各地车展及促销活动的发力，12 月份汽车市场或将继续向好，再现年底“翘尾”现象，2023 年全年中国汽车销量有望接近 3000 万辆，超过 2017 年的历史最高值（2887.89 万辆）；同比增幅将达 10.0% 左右，明显高于 2021 年（3.8%）和 2022 年（2.1%）的水平。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1 近年来中国汽车销售情况（单位：万辆、%）

从适用领域看，2023 年 1—11 月，中国乘用车销量同比增长 9.3% 至 2327.2 万辆，占汽车总销量的 86.4%。作为消费品的乘用车仍是影响汽车销售总量的主要因素。商用车作为生产工具，具有使用频率高、折损速度快的特点，销量周期性波动的特点更强，2023 年 1—11 月，受车辆更新需求释放、跨区域运输正常化以及海外销售增长的影响，中国商用车完成 366.6 万辆的销售，同比增长 21.8%，扭转了连续两年的颓势。其中，货车销量同比增长 21.7% 至 323 万辆，客车销量同比增长 22.8% 至 43.6 万

辆，景气度显著恢复。



资料来源：中国汽车工业协会、联合资信整理

图2 近年来中国乘用车销售情况
(单位: 万辆、%)



资料来源：中国汽车工业协会、联合资信整理

图3 近年来中国商用车销售情况
(单位: 万辆、%)

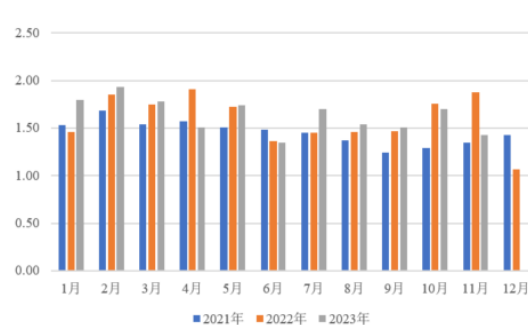
从新能源汽车的发展情况看，继2021年和2022年大幅增长后，2023年1—11月，中国新能源汽车完成销量830.4万辆，同比增长36.7%，较汽车销售总量增幅高出25.9个百分点，仍是拉动汽车（特别是乘用车）销量增长的重要因素。

库存方面，2022年12月，因新能源汽车购置补贴即将完全取消，部分购车人提前消费，经销商库存系数降至1.07，是近来的最低值。2023年1—2月，新能源补贴的彻底退出叠加春节放假等因素，使得经销商库存系数明显提高，分别达到1.80和1.93；此后，随着购置需求的逐渐恢复，库存系数波动下降，2023年11月已降至1.43，中间环节库存压力不大。



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 近年来库存系数变化情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图5 2021年以来各月份库存系数对比

二、行业上游

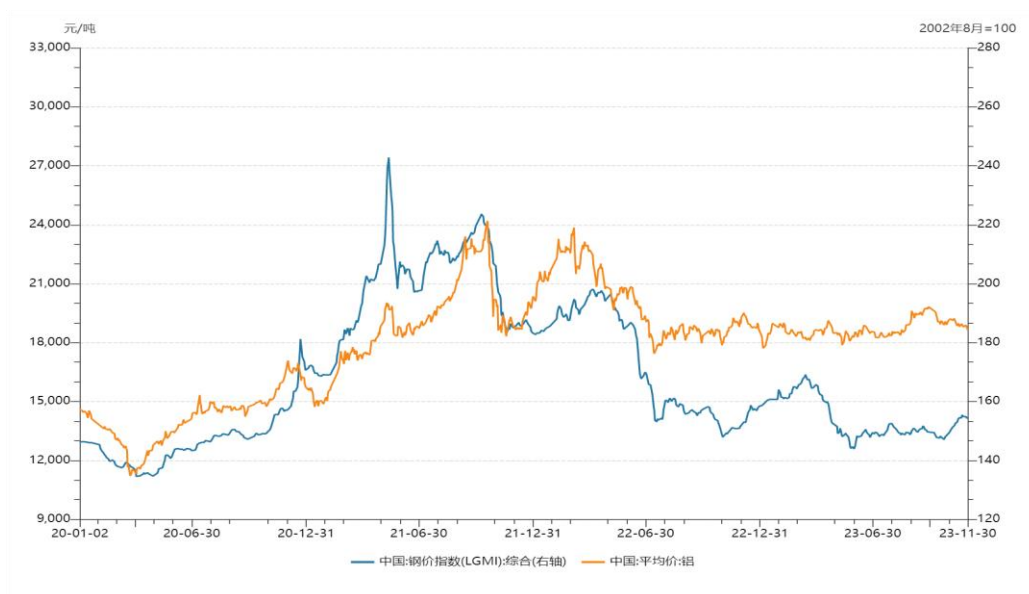
1. 金属材料

2023年，钢、铝价格稳中有降，整车企业成本控制压力减轻。

汽车车身、外覆盖件和主要零部件所使用金属材料主要为铝合金及钢材等，钢、

铝价格是影响汽车生产成本的重要因素。2023 年以来，钢材价格短暂冲高回落并逐步趋稳，铝材价格横盘震荡后短暂冲高回落，铝价走势整体弱于钢价。

以兰格综合钢价指数（以下简称“钢价指数”）和长江有色市场铝平均价格（以下简称“长江有色铝价”）为例，钢价指数在 2023 年 1 月初至 3 月中旬由 158.60 点上涨至 169.30 点，自 3 月下旬进入下行阶段，于 5 月下旬降至 144.10 点左右后呈横盘震荡态势。长江有色铝价在 2023 年 1 月初至 8 月中旬波动很小，2023 年 8 月下旬至 9 月下旬由 18520.00 元/吨上涨至 19820.00 元/吨（涨幅为 7.02%），此后进入下行阶段，至 2023 年 11 月底降至 18630.00 元/吨，较年内最高点下降约 6.00%。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 6 近年来钢价、铝价变动趋势

2023 年 1—11 月，钢价指数平均值较 2022 年同期平均值下降 11.09%，长江有色铝价平均值较 2022 年同期平均值下降 6.73%。金属材料价格的下跌使得车企成本降低。

2. 动力电池

2023 年，中国动力电池产业继续保持全球领先的发展水平，产能充足，可对新能源汽车提供充分的配套支持；主要原材料价格下降、电池成本降低，为新能源汽车降价及销量提高提供了重要支撑。

目前中国动力电池及上游产业的发展水平处于全球领先地位。根据 SNE Research 数据，2023 年 1—9 月，全球动力电池装车量排名前 10 的企业中有 6 家中国企业（宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、亿纬锂能和欣旺达），该 6 家企业全球市场

占有率合计约为 62.9%。

根据中国汽车动力电池产业创新联盟（以下简称“动力电池创新联盟”）统计数据，2023 年 1—11 月，中国动力电池装车量同比增长 31.4%至 339.7GWh。2020 年以来，为满足快速增长的动力和储能电池需求，动力电池产业链各环节投资热度持续高涨，行业产能快速扩张。根据动力电池创新联盟估算数据，截止 2023 年 6 月底，中国动力电池及储能年产能约为 1860GWh，较 2022 年水平增长四成以上，且远高于 2023 年 1—11 月动力和储能电池合计销量（641.8GWh）。中国动力电池产能充足，可以为新能源汽车产业的发展提供充分的供应保障，也有利于平抑动力电池价格。以全球动力电池龙头企业宁德时代为例，通过对其公开信息中有关数据进行估算，2021 年，其电池系统销售均价同比下降约 10.79%；2022 年，在锂盐等原材料价格大幅上涨的情况下，其电池系统销售均价同比涨幅仅为 23.66%，远低于主要原材料价格的涨幅。2023 年，正极、电解液等主材价格持续走低，动力电池成本价格大幅下降，为新能源汽车降价及销量提高提供了支持。

3. 车载芯片

2023 年，车载芯片供应紧张的局面明显缓解，但结构性供需矛盾依然存在。

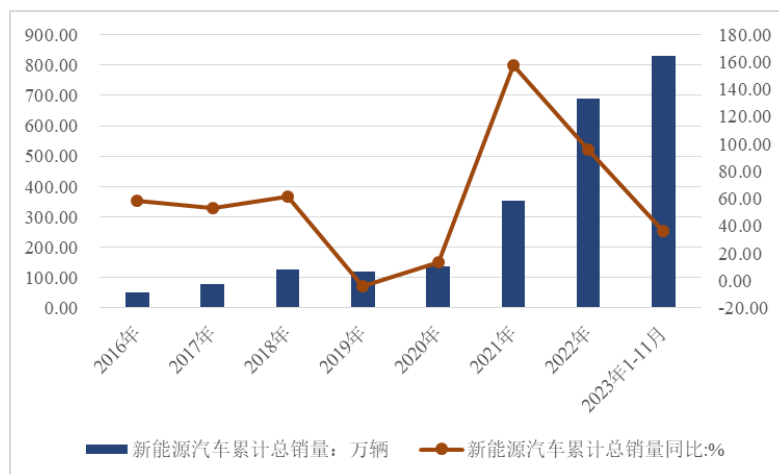
在汽车产品“电动化、智能化”发展的趋势下，单台汽车所需芯片数量大幅增长，一度造成车载芯片价格暴涨、交付期大幅延长的局面。2023 年，消费电子业对芯片的需求下降，芯片厂商对车载芯片的供应明显加强，汽车芯片供应紧张的局面总体上明显缓解。但汽车电子零部件所需芯片的种类繁多，不同类别芯片供需关系变化的差异较大，2023 年，需求与产能的错配使得车规级 MCU 以及 IGBT 芯片仍处于紧缺状态。与消费电子等领域相比，汽车产业对芯片稳定性、安全性的要求很高，芯片认证周期更长，芯片厂商从产能建设到量产、供货，一般需 2~4 年的时间，客观上造成了近年来全球车规级芯片供不应求的局面。但在下游需求的拉动下，全球芯片供应商在扩大产能，根据国际半导体产业协会发布的《世界晶圆厂预测报告》，全球半导体行业 2021 至 2023 年间开始建设大规模芯片制造工厂约 80 余个，随着相关工厂逐步进入量产阶段，以及相关认证程序的逐步完成，未来车规芯片短缺的局面将进一步缓解。

三、需求分析

随着普及率的提高，近年来中国汽车市场需求增速明显下降。自 2001 年加入世贸组织后，随着国民经济的发展、人民生活水平的提高，中国汽车保有量快速增长，但汽车普及程度的提高、销量基数的增大，必然带来新车需求增速的下降。根据公安部数据，截至 2023 年 9 月底，全国汽车保有量已接近 3.3 亿辆；截至 2022 年底，每百户家庭拥有汽车已达 60 辆。若 2023 年销量突破 3000 万辆，2017—2022 年，中国汽车销售年均复合增长率仅为 0.64%。

长期看，随着经济的发展、道路交通等基础设施的完善，中国汽车需求仍有增长空间。汽车作为耐用消费品，在普及程度达到一定水平后，市场总需求与居民人均可支配收入、相关配套设施的发展等高度相关。从长期看，中国经济发展韧性强，宏观经济和居民收入水平仍有增长空间；同时，随着积极财政政策的实施，道路、停车、新能源车充电网络等方面的配套在不断加强和完善，一些制约汽车消费需求的因素在逐步被消除。

汽车产品电动化+智能化转型、产品力的提升将成为促进消费需求的重要因素。近年来，中国新能源汽车产业链迅速成熟，电池技术不断取得突破，充换电配套设施建设持续推进，“用电”相对于“燃油”的成本优势已经显现，新能源汽车的市场认可度明显提高；同时，随着电动化的推进、车企持续的研发投入、算法的提升以及上游配套产业的发展，汽车产品智能化转型速度也在加快。2023 年 1—11 月，在购置补贴完全取消的情况下，中国新能源汽车销量仍保持了 36.7% 的增速，体现了新能源汽车的发展已进一步由“政策驱动”切换为“市场驱动”；2020 年以来，中国乘用车智能驾驶 L2 及以上渗透率持续提高，根据高工智能汽车研究院数据，2023 年 7 月，标配 L2 级及以上功能的乘用车渗透率为 37.0%，较上年同期提高 8.8 个百分点。目前，“90 后”“00 后”已成为购车主要群体，年轻群体接受新事物的能力更强，新能源车“电动化、智能化”的持续推进，有利于提升新用车群体的用车体验，从而刺激新车消费需求的增加。

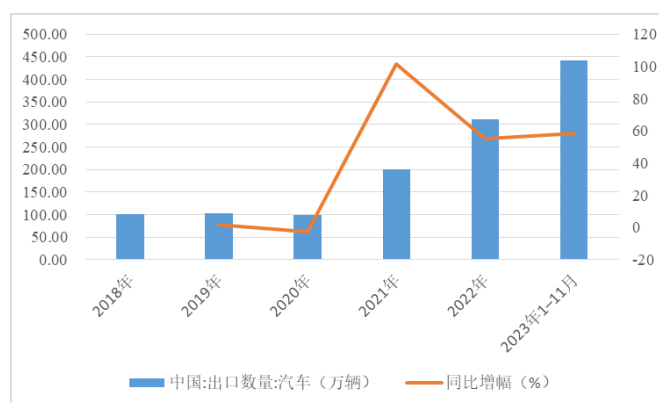


资料来源：中国汽车工业协会，联合资信整理

图 7 近年来我国新能源车销售情况（单位：万辆、%）

中国车企国际竞争力增强，境外市场将成为行业新的增长点。近年来，中国自主品牌汽车竞争力迅速提升，自 2018 年开始，中国汽车（含汽车底盘）的出口数量超过进口数量。2021—2022 年，中国汽车出口量分别为 201.5 万辆和 311.1 万辆，同比增长率分别高达 101.1% 和 54.4%。2023 年 1—11 月，中国汽车出口量同比增长 58.4%

至 441.2 万辆，中国已成为全球最大的汽车出口国。境外销量的增长是中国汽车制造商国际竞争力增强的结果。目前中国汽车出口面临全球新能源发展的机遇期，国内完善的新能源产业链、相对领先的新能源汽车技术使得新能源汽车出口仍有较大的增长潜力。汽车作为高附加值产品，境外销售面临一定的贸易摩擦风险，但中国汽车已销往俄罗斯、澳大利亚、东南亚、巴西以及欧洲等多个国家/地区，有利于分散单一市场风险。



资料来源：中国汽车工业协会，联合资信整理

图 8 近年来中国汽车出口量（单位：万辆、%）

四、行业竞争

自主品牌车企竞争力明显提升，市场份额已超越外资品牌。根据中汽协数据，2023 年 1—10 月，中国品牌乘用车销量为 1142.6 万辆，同比增长 22.2%，较同期乘用车总销量增幅高 14.7 个百分点；中国品牌乘用车市场份额达到 55.3%，同比上升 6.6 个百分点。2023 年，比亚迪、长安、吉利、长城、广汽埃安等自主品牌车企积极推动产品转型，产品力明显提升，中国品牌乘用车市场份额已超过德系、日系、美系、法系和韩系等外资品牌乘用车的总和。

头部企业市场份额下降，行业正在重新洗牌。近年来，中国汽车产业处于剧烈转型期，部分企业对新能源领域研发工作的重视程度高、动手早，产品迭代符合市场需求甚至引领行业发展趋势，市场份额得以扩大；而一些传统头部企业背负燃油车的包袱，产品转型不及时，市场份额明显下降。2023 年，行业洗牌仍在继续，根据相关上市公司公开信息，2023 年 1—10 月，上海汽车集团、东风汽车集团销量同比分别下降 9.47% 和 19.16%，而比亚迪汽车销量同比增长 69.75%，长安汽车、长城汽车销量同比分别增长 11.85% 和 10.76%。

行业集中度仍有待提高。根据中汽协数据，2023 年 1—10 月，汽车销量排名前

十位的企业集团销量合计为 2042.4 万辆，占汽车销售总量的 85.2%，低于上年同期 2 个百分点，低于 2017 年 3.3 个百分点。值得注意的是，前十大集团中的六家，内部存在多个独立的整车品牌经营主体（如一汽集团除自主品牌外，另有一汽大众、一汽丰田；广汽集团除自主品牌外，另有广汽丰田、广汽本田等），中国汽车产业的集中度偏低，不利于行业整体保持合理利润。

产能利用率偏低，产能过剩显现依然存在。2018 年，中国汽车产销量同比出现下降，加之 2019 年 1 月 10 日起实施《汽车产业投资管理规定》，规范汽车及关键零部件领域投资行为，中国汽车制造投资热度有所降低。但在 2010—2017 年产销量持续增长的过程中，中国汽车产业投资过热，产能已严重领先于市场需求。根据乘用车市场信息联席会数据，截至 2022 年底，中国最大的 20 家车企产能合计为 3749 万辆，平均产能利用率不足 50%；2023 年，按预计 10% 的增长率估算，平均产能利用率将提高至 55% 左右，仍处于较低水平。

五、2023 年相关政策动向及其影响分析

（一）财政部等部门先后发布公告，延长新能源车辆购置税减免政策时限，并提高免税车型的技术门槛

2023 年 12 月 7 日，工信部、财政部、国家税务总局发布《关于调整减免车辆购置税新能源汽车产品技术要求的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》对进入《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》的车型提高了技术要求，如将纯电乘用车最小续驶里程要求从 100 公里提高至 200 公里、动力电池密度由 95Wh/kg 提高至 125Wh/kg 等。自 2024 年 6 月起，不符合《公告》要求的车型，将不再享受购置税优惠政策。

此前，财政部于 2023 年 6 月 19 日发布了《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，提出对 2024 年和 2025 年购置的新能源汽车继续免征车辆购置税；对 2026 年和 2027 年购置的新能源汽车减半征收车辆购置税。

分析：新能源汽车免征购置税的政策已执行逾 9 年，2023 年，国务院相关部门延长购置税优惠措施、提高对相关车型的技术要求，并对新技术标准预留了过渡期，保持了良好的政策延续性。据估算，前述措施将在未来四年减少中央税收约 5000 亿元，显示了中国政府引导汽车产业转型、推动新能源车企技术升级的决心。从需求端看，对符合技术标准的新能源汽车减免购置税，有利于提高其对消费者的吸引力，释放新能源汽车消费潜力。从供给端看，消费需求的变化将促使汽车厂商加快转型，增加在新能源汽车领域的投入，积极开发新能源车型，并不断提升新能源技术水平。

（二）智能网联汽车立法取得突破，高阶自动驾驶有望成为汽车产业新增长点

2023 年 11 月 17 日，工信部、公安部、住房和城乡建设部、交通运输部等四部门发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》(以下简称“《通知》”)。

《通知》指出，在智能网联汽车道路测试与示范应用工作基础上，四部门将遴选具备量产条件的搭载自动驾驶功能的智能网联汽车产品，开展准入试点；对取得准入的智能网联汽车产品，在限定区域内开展上路通行试点。智能网联汽车搭载的自动驾驶功能指国家标准《汽车驾驶自动化分级》定义的 3 级驾驶自动化（有条件自动驾驶，以下简称“L3”）和 4 级驾驶自动化（高度自动驾驶）功能。

分析：近年来，新能源汽车的普及、车企持续的研发投入、算法的提升以及上游配套的跟进，为自动驾驶技术升级打下良好基础。目前国内领先企业已具备 L3 级自动驾驶的技术准备，但此前 L3 级及以上自动驾驶车辆的路权受到较大限制，不利于真实交通场景数据的积累和自动驾驶的真正落地。《通知》的出台，有利于促进智能网联汽车产品功能提升、产业生态的优化和升级，推动智能网联汽车产业商业化进程。

（三）国务院及相关部委通过鼓励新能源汽车下乡等多种措施提振汽车消费

2023 年 7 月 14 日，国家发改委、国家能源局、国家乡村振兴局发布《关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见》，提出统筹考虑乡村级充电网络建设和输配电网发展，加强充电基础设施配套电网建设改造和运营维护，在东部地区配合开展充电基础设施示范县和示范乡镇创建，构建高质量充电基础设施体系，服务新能源汽车下乡；7 月 20 日，工信部等 13 部委出台《关于促进汽车消费的若干措施》，再次提出“加强新能源汽车配套设施建设，着力提升农村电网承载能力”等措施。

分析：近年来，多数地区农村道路交通条件显著改善，与城市区域相比，农村地区人口密度低，不存在交通拥堵和停车难的问题，且长三角、珠三角等部分经济发达地区农村居民具有较强的消费能力。同时，目前县乡区域新能源汽车的渗透率远低于城市，具有较大的提升空间。解决充电基础设施建设不足的问题，有助于打通农村新能源汽车消费的“经络”，释放农村消费潜力，带动新能源汽车及相关产业的发展。

（四）工信部等部门收紧“双积分”政策

2023 年 7 月 6 日，工信部、财政部等五部门联合公布《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 2023 年 8 月 1 日起实施。本次修订的主要内容包括两个方面：（1）将生产和销售新能源乘用车标准车型所产生“新能源汽车积分”分值平均下调 40%左右；（2）建立“积分池管理”制度：当年度新能源汽车正积分与负积分供需比超过 2 倍时启动积分池存储，允许企业按自愿原则将新能源汽车正积分存储至积分池，当年度新能源汽车正积分与负积分供需比未达到 1.5 倍时释放积分池中的积分，允许企业提取储存的新能源汽车正积分。

分析：工信部于 2020 年 6 月对《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”）进行修订后，市场情况出现较大变化。自 2020 年下半年起，中国新能源汽车产销量持续大幅增长，按原有标准计算，2022 年度的新能源积分已严重供过于求，2023 年此局面将更加严重，双积分政策促进车企新能源转型的作用会大幅减弱。本次修订中，新能源乘用车标准车型分值平均下调 40% 左右，有利于改变目前积分供过于求的局面；新增“积分池制度”的主要目的在于防止积分价格的大起大落。预计本次修订将对传统车企，特别是中外合资企业新能源转型起到较大的促进作用。

六、债券市场表现

2023 年 1—11 月，汽车制造企业存续债券规模和发行人数量延续了 2021 年以来的下降趋势，到期债券均正常兑付；存续债券发行主体信用等级高，融资成本低；存续债券规模整体可控，但个别企业债券规模和集中偿付压力较大。

（一）发债企业信用等级变动情况

根据公开信息，2023 年 1—11 月，汽车制造业¹存续债券发行人中，无信用等级被下调或上调的情况。

在产业链上下游之间的竞争中，整车制造环节具有较为强势的地位，2021 年以来，整车企业经营性现金流状况普遍较好，多数债券发行主体偿付到期债券后不再新发债券。2023 年，该趋势仍在延续，截至 2023 年 11 月底，汽车制造行业存续债券发行人中，具备有效主体信用等级的企业共 7 家，较 2022 年底减少 3 家。从主体信用等级分布看，其中 6 家信用等级为 AAA，仅 1 家信用等级为 AA+；7 家企业中，有 2 家为中央国企、3 家为地方国企、2 家为民营企业。

汽车制造企业间个体差异很大，目前，多数经营业绩不理想的企业（包括近年来备受关注的“造车新势力”企业）在国内债券市场无存续债券，存续债发行主体多为细分行业龙头，或具有强大的股东背景，因而汽车制造业存续债发行主体的信用等级整体很高。

（二）行业内企业到期债券兑付情况

2023 年 1—11 月，汽车制造行业中，共有 7 家企业的 23 期债券到期兑付（不含当年发行并到期的超短期融资券），兑付本金合计 442.00 亿元，未出现违约或延迟兑付的情况。具体情况如下表所示。

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

发行人	债券简称	本金	票面利率	债券信用等级	兑付时间
中国第一汽车集团有限公司	20 中国一汽 MTN001	50.00	2.58%	AAA	2023 年 4 月
	20 中国一汽 MTN002	50.00	2.70%		
	20 一汽 01	50.00	2.49%		
	兑付本金合计	150.00			
东风汽车集团股份有限公司	20 东风 01	30.00	3.05%	AAA	2023 年 2 月
广州汽车集团股份有限公司	12 广汽 02	30.00	5.09%	AAA	2023 年 3 月
北京汽车股份有限公司	20 京汽 01	6.00	3.39%	AAA	2023 年 1 月
	22 京汽股 SCP002	15.00	1.76		2023 年 3 月
	兑付本金合计	21.00			
北京汽车集团有限公司	16 京汽集 MTN001B	11.00	3.69%	AAA	2023 年 3 月
	16 北汽集	10.00	3.60%		2023 年 4 月
	16 京汽集 MTN002A	10.00	3.51%		
	16 京汽集 MTN002B	10.00	3.70%		2023 年 6 月
	20 北汽 05	20.00	2.88%		
	18 北汽集	10.00	4.69%		2023 年 8 月
	18 京汽集 MTN001	10.00	4.69%		2023 年 10 月
	18 京汽集 MTN002	10.00	4.53%		
	18 北汽 02	10.00	4.48%		2023 年 10 月
	18 京汽集 MTN003	10.00	4.19%		2023 年 11 月
	兑付本金合计	111.00			
浙江吉利控股集团有限公司	20 吉利债 01	20.00	3.78%	AAA	2023 年 1 月
	22 吉利 SCP003 （科创票据）	15.00	2.00%		2023 年 3 月
	22 吉利 SCP004	20.00	1.86%		2023 年 6 月
	23 吉利 SCP003	15.00	2.25%		2023 年 7 月
	20 吉利 MTN002	20.00	3.85%		2023 年 11 月
	兑付本金合计	90.00			
北京新能源汽车股份有限公司	20 北汽新能 MTN001	10.00	3.60%	AA+	2023 年 3 月

资料来源：Wind，联合资信整理

表 1 2023 年 1—11 月汽车制造企业债券兑付情况（单位：亿元）

（三）行业内企业 2023 年 1—11 月债券发行及当前存续债券情况

2023 年 1—11 月，汽车制造行业中有 2 家企业发行了 10 期债券（不含当期已兑付的超短期融资券），发行规模合计 160.00 亿元。发行人主体及债券信用等级均为 AAA，发行利率最高为 3.54%，加权平均值为 2.91%，整体处于较低水平。

发行人	债券简称	发行规模	票面利率	发行时间
北京汽车集团有限公司	23 北汽 01	10.00	3.50%	2023 年 4 月
	23 北汽集 MTN001	10.00	3.00%	2023 年 11 月
	合计	20.00		
浙江吉利控股集团有限公司	23 吉利 SCP004（科创票据）	20.00	2.40%	2023 年 6 月
	23 吉利 01	10.00	3.39%	2023 年 6 月
	23 吉利 SCP005	20.00	2.45%	2023 年 7 月
	23 吉利 MTN001（科创票据）	20.00	3.36%	2023 年 8 月
	23 吉利 K1	20.00	3.54%	2023 年 9 月
	23 吉利 SCP006	20.00	2.51%	2023 年 9 月
	23 吉利 SCP007	15.00	2.64%	2023 年 9 月
	23 吉利 SCP008	15.00	2.79%	2023 年 11 月
	合计	140.00		

资料来源：Wind，联合资信整理

表 2 2023 年 1—11 月汽车制造企业债券发行情况（单位：亿元）

截至 2023 年 11 月底，汽车制造企业国内市场存续债券发行主体共 7 家，存续债券共 37 期，合计债券余额较上年底减少 34.02%至 546.95 亿元，相当于该 7 家企业 2022 年末归属于母公司所有者权益合计（4760.75 亿元）的 11.49%，整体规模可控；存续债券（不含可转债）票面利率加权平均值为 3.36%，汽车制造企业融资成本整体较低。

7 家发行人中，北京汽车集团有限公司的存续债券余额相当于其 2022 年底归属于母公司所有者权益（363.30 亿元）的 52.85%，一年内到期债券金额相当于其 2022 年底归属于母公司所有者权益的 28.08%。

企业名称	主体级别	债券期数	债券余额	一年内到期金额	票面利率（加权平均）	归属于母公司所有者权益（2022 年底）	债券余额/归属于母公司所有者权益
东风汽车集团股份有限公司	AAA	2	30.00	10.00	3.40%	1559.47	1.92%
北京汽车股份有限公司	AAA	3	35.00	10.00	2.94%	544.97	6.42%
北京汽车集团有限公司	AAA	16	192.00	102.00	3.62%	363.30	52.85%
重庆长安汽车股份有限公司	AAA	1	10.00	0.00	3.00%	628.58	1.59%
浙江吉利控股集团有限公司	AAA	13	235.00	110.00	3.17%	897.23	26.19%

长城汽车股份有限公司	AAA	1	34.95	0.00	0.60%	652.01	5.36%
江铃汽车集团有限公司	AA+	1	10.00	0.00	4.28%	115.19	8.68%
合计	--	37	546.95	232.00	3.36% ²	4760.75	11.49%

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3 截至 2023 年 11 月底汽车制造企业存续债券情况（单位：亿元）

七、样本企业财务表现

本文中，联合资信依据样本企业财务指标的算术平均值，分析发债及上市车企 2023 年前三季度主要财务指标的变化情况。剔除受特殊因素影响业绩指标波动较大的企业，我们选取上海汽车集团股份有限公司、东风汽车股份有限公司、广州汽车集团股份有限公司（以下简称“广汽集团”）、北京汽车股份有限公司、北京汽车集团有限公司（以下简称“北汽集团”）、重庆长安汽车股份有限公司、浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”）、长城汽车股份有限公司、比亚迪股份有限公司、宇通客车股份有限公司、安徽江淮汽车集团股份有限公司、厦门金龙汽车集团股份有限公司（以下简称“厦门金龙”）、中通客车股份有限公司、扬州亚星客车股份有限公司（以下简称“亚星客车”）和江铃汽车集团有限公司共计 15 家公司作为汽车制造业样本企业。

（一）资产构成

2023 年 1—9 月，样本企业资产总额均值较上年底有所增长；流动资产中应收账款增幅较大、占比上升，与行业销售规模扩大的态势相符；非流动资产中，固定资产明显增长、占比上升，长期股权投资下降，主要系车企为新能源转型而进行产线投资，以及外资品牌合营企业经营状况较差所致。

截至 2023 年 9 月底，样本企业资产总额均值较上年底增长 7.28% 至 2396.37 亿元。从流动资产变化情况看，样本企业货币资金增幅较小，占比有所下降；存货增幅接近于资产总额增幅，占比基本稳定；应收账款增幅较大，占比有所提高，但其增幅低于收入的同比增幅（收入变化情况见表 5），车企销售款回流情况基本正常。非流动资产中，截至 2023 年 9 月底，固定资产均值较上年底增长 12.88%，占资产总额的比例较上年底提高 0.80 个百分点，与样本企业产线升级，特别是为适应新能源汽车生产而进行的改建、投资有关；长期股权投资及其在资产总额中的占比有所下降，主要

² 加权平均值，不含可转债

系外资品牌汽车销售业绩不佳，部分样本企业所投资的合营企业亏损所致。

项目	2022 年底	2023 年 9 月底	2023 年 9 月底 较上年底变化 ³
货币资金	388.47	402.17	3.53
货币资金占比	17.39	16.78	-0.61
存货	244.67	261.80	7.00
存货占比	10.95	10.93	-0.03
应收账款	142.56	162.74	14.16
应收账款占比	6.38	6.79	0.41
长期股权投资	150.81	144.93	-3.90
长期股权投资占比	6.75	6.05	-0.70
固定资产	344.21	388.53	12.88
固定资产占比	15.41	16.21	0.80
总资产	2233.69	2396.37	7.28

资料来源：Wind，联合资信整理

表 4 截至 2023 年 9 月底样本企业资产构成及变化
(单位：亿元、%、个百分点)

(二) 盈利及经营获现情况

2023 年 1—9 月，伴随着汽车销售量的增长、自主品牌相对于合资品牌汽车产品力的提升，样本企业营业总收入和利润总额明显增长，利润对投资收益的依赖程度明显下降。但行业整体盈利能力仍有待增强。

主要因中国政府曾限制外国资本对设立于中国境内车企的股权占比（不超过 50%），中国多家国有汽车集团拥有生产外资品牌乘用车的重要合营/联营企业，投资收益曾是其利润的重要来源。近年来，自主品牌不断崛起、合资品牌影响力下降，汽车企业对投资收益的依赖程度在逐步降低。

2023 年 1—9 月，样本企业投资净收益均值同比下降 26.98%，利润总额均值同比增长 16.72%，投资净收益占利润总额的比例由上年同期的 35.12% 下降至 21.97%，样本企业经营业绩对投资收益的依赖程度明显下降。2023 年 1—9 月，样本企业销售收入均值同比增长 18.73%，经营活动产生的现金流量净额均值同比增长 43.92%；调整后营业利润率⁴均值同比提高 0.48 个百分点，主营业务相关数据明显强于较上年同期，是自主品牌汽车竞争力提升，产销量扩大、品牌溢价和成本控制能力提高的结果。但需注意，样本企业调整后营业利润率、净资产收益率（年化）均值仍处于较低水平，整体盈利能力仍有待提升。

³ 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。

⁴ (营业总收入-营业成本-期间费用-税金及附加)/营业总收入*100%

项目	2022 年 1—9 月	2023 年 1—9 月	同比变化
营业总收入	1191.77	1415.00	18.73
调整后营业利润率	1.58	2.05	0.48
投资净收益	23.60	17.23	-26.98
利润总额	67.20	78.43	16.72
净资产收益率（年化）	-1.29	0.94	2.23
经营活动产生的现金流量净额	108.83	156.63	43.92

资料来源：Wind，联合资信整理

表 5 2023 年 1—9 月样本企业业绩情况（单位：亿元、%、个百分点）

（三）资本结构

截至 2023 年 9 月底，样本企业所有者权益规模较上年底有所增长，总体债务负担变化不大，仍处于合理区间，但需关注个别控股型企业本部债务负担较重的情况。

截至 2023 年 9 月底，样本企业所有者权益均值较上年底增长 6.51%，主要由未分配利润积累形成；资产负债率和全部债务均值较上年底变化小；短期债务规模较上年底有所减少，在全部债务中所占比例有所下降。

样本企业全部债务资本化比率算数平均值不高（42.53%），但需注意，亚星客车和厦门金龙的全部债务资本化比率分别约为 89.33%和 75.15%；北汽集团和吉利控股作为控股型企业、存续债券发行企业，全部债务资本化比率分别为 48.97%和 48.88%，但少数股东权益占比偏高，本部口径全部债务资本化比率明显高于合并口径，本部债务负担较重。

项目	2022 年	2023 年 9 月	2023 年 9 月 较上年变化
所有者权益	777.40	827.98	6.51
全部债务	533.32	537.09	0.71
短期债务	343.94	333.34	-3.08
短期债务/全部债务	64.49	62.06	-2.43
全部债务资本化比率	42.20	42.53	0.33
资产负债率	65.25	65.95	0.70

资料来源：Wind，联合资信整理

表 6 截至 2023 年 9 月底汽车行业企业资本结构情况（单位：亿元、%、个百分点）

八、信用风险展望

2023 年，中国汽车行业产销量增速明显提高，自主品牌汽车竞争力增强、市场份额扩大，企业经营状况整体向好，收入、利润有所增长且对投资收益的依赖显著降低。

从债券市场表现看，2023 年，中国汽车制造企业存续债券规模和发行主体数量继续减少，存续债券规模不大。当前存续债券发行人主要为具有较长经营历史的细分领域龙头企业，信用等级很高，债券市场信用风险较小。但仍需关注个别控股型企业本部债务负担重、存续债券规模和集中偿付压力较大的风险。

目前全球汽车产业正处于重要转型期，中国已形成完整的新能源产业链，本土企业在新能源汽车领域具备较充分的技术积累，未来汽车的“电动+智能化”转型有望提升产品对消费者的吸引力，并带动消费需求的增长；而随着本土企业国际竞争力的增强，境外市场将成为中国汽车行业的重要增长点。中国汽车产业总体仍有一定的增长空间。

但经过多年的发展，中国乃至全球汽车消费已离开高增长阶段，市场需求与宏观经济、居民收入水平的变化密切相关。近年来，全球经济增长乏力，中国在推动发展方式转变的过程中也面临经济下行压力，未来汽车产业大概率将呈现周期性波动、中低速增长的态势。

展望未来，汽车作为耐用大宗消费品，存在一定的使用和更新周期。受政策刺激、产品周期等因素影响，中国汽车销量个别年份可能出现较高增长，但不能改变汽车产业长期中低速增长的基本趋势，甚至个别年份消费需求的提前释放可能透支其后 1~2 年的销量。在智能驾驶、智能座舱等技术发展的带动下，预计 2024 年中国汽车产销量仍将有所增长，但增速或将出现下降。

中国汽车行业存在产能过剩、行业集中度低等问题，企业整体盈利能力较弱，未来若行业景气度出现阶段性下行，同业竞争的加剧势必压缩行业整体利润空间。同时，汽车企业之间技术积累、资本实力相差较大，“优胜劣汰”是市场竞争的必然结果，未来 2~3 年，中国汽车产业的“洗牌”仍将持续：传统车企中新能源转型较慢的企业将逐步被边缘化，市场份额可能被挤压；新能源车企中，近年来受到较大关注的“造车新势力”企业虽然在电动化、智能化方面各自具有一定的技术积累，但多数企业的成本费用控制能力不足，且尚无法通过规模摊低单台车辆的成本费用，处于巨额亏损状态，在与特斯拉、比亚迪等车企的竞争中，若不能尽快实现产品销量的突破、成本费用管控能力的提升，一旦资本市场热度降低，或将面临被淘汰的风险。

综合分析前述因素，联合资信对汽车行业 2024 年的风险展望为“稳定”。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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“联合资信评估股份有限公司”，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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信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资信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。联合资信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。