

汽车制造业运行情况跟踪 及信用风险展望

联合资信 工商评级一部 | 丁媛香 | 李成帅 | 孙长征

2022 年及 2023 年 1—8 月，中国汽车销售量延续增长态势，新能源汽车产销规模的扩大成为拉动行业增长的主要因素。

2022 年以来，钢、铝价格先后结束快速上涨局面并逐步趋稳，有利于减轻车企的成本压力。主要原材料价格上涨推升动力电池价格，但电池价格涨幅明显低于相关原材料；进入 2023 年，主要原材料价格大幅下跌，动力电池企业和整车企业的成本压力显著下降。芯片供应紧张仍对汽车生产存在一定制约，但 2022 年三季度以来，芯片平均交付周期逐步缩短，对汽车产业的不利影响有所减弱。

在汽车普及程度达到一定水平后，国内汽车市场增速受限，汽车需求的变化将与居民收入水平高度相关；新能源汽车产品和海外市场将成为推动中国汽车产业增长的重要因素。

中国汽车制造业产能利用率低，行业集中度有待提高，同业竞争激烈，削弱了行业整体盈利能力。

在新能源补贴彻底退出后，工信部、财政部等部门仍通过减免购置税、调整车企积分政策等措施保持对新能源汽车的支持。

2022 年及 2023 年上半年，车企经营业绩整体有所提升、利润对投资收益的依赖有所降低；资产总额和所有者权益保持增长，资产流动性仍较强；持续经营和投资所获利润、现金流对债务的覆盖能力较强；行业整体债务杠杆不高，但仍有个别企业债务负担沉重。

2022 年以来车企发债热度降低，存续债券规模、发行主体数量明显下降，当前存续债券发行人主要为细分领域龙头企业且多数具有良好的股东背景，整体信用等级很高，存续债信用风险小；但行业整体盈利能力仍较弱，产能过剩、行业增速下行局面下，行业整体利润空间仍可能被压缩，未来 2~3 年，两级分化、优胜劣汰的局面或将再次出现。

展望未来，新能源汽车产品力的提升、海外市场的拓展，仍将给中国汽车业带来一定发展机会，汽车制造业将呈现周期性波动、低速增长的态势，产业规模持续多年下行的概率很小，有利于存续债券发行主体信用水平的基本稳定。



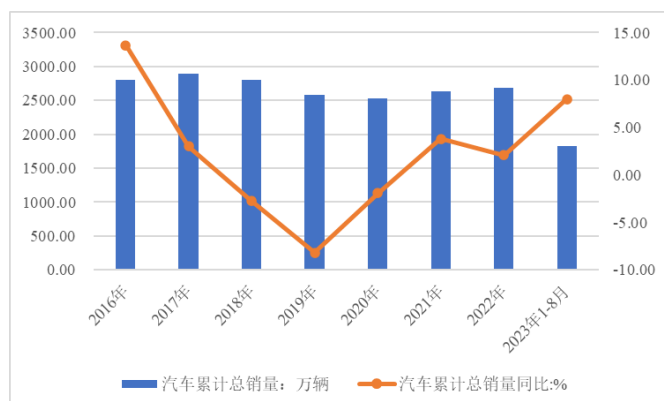
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、行业运行概况

2022 年及 2023 年 1—8 月，中国汽车销售总量延续增长态势，库存略有增加但总体处于正常水平；新能源汽车产销规模迅速扩大并拉动乘用车销售增长；商用车 2022 年销售大幅下降，但 2023 年以来有所恢复。

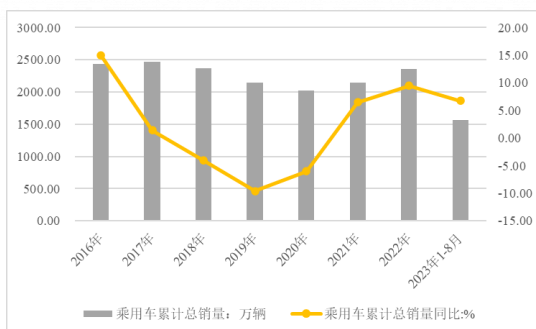
在经历 2018—2020 年的持续下行、2021 年的止跌回升后，2022 年上半年，因华东等汽车产业链集中区域受到公共卫生事件的冲击，中国汽车产销量同比下降；2022 年下半年，随着相关企业对公共卫生事件及相关管控措施的适应，在购置税优惠、厂商促销等因素影响下，汽车产销迅速恢复。2022 年全年，中国实现汽车销售 2686.4 万辆，同比增长 2.1%，增幅较 2021 年有所下降。进入 2023 年后，中国汽车市场呈先抑后扬的态势，一季度产销不及预期，二季度起形势好转，1—8 月共完成汽车销售 1821.0 万辆，同比增长 8.0%。



资料来源：wind，联合资信整理

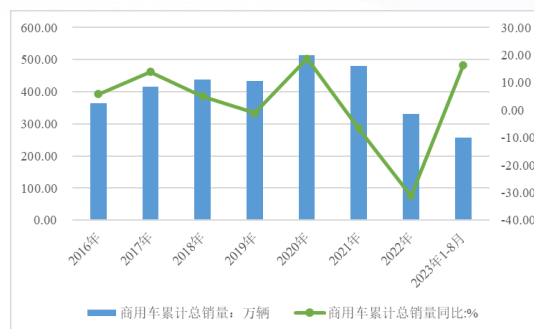
图 1 近年来中国汽车销售情况（单位：万辆、%）

从细分市场情况来看，2022 年，中国乘用车销量为 2356.3 万辆，同比增长 9.5%；2023 年 1—8 月，中国乘用车销量同比增长 6.7%至 1564.3 万辆。商用车产销具有很强的周期性，受宏观经济增速下行以及之前两年商用车需求提前释放的影响，2022 年，中国商用车销量延续 2021 年的下降趋势，且降幅明显扩大，全年商用车销量同比下降 31.2%至 330.0 万辆。2023 年 1—8 月，中国商用车销量同比增长 16.4%至 256.8 万辆，景气度有所恢复。



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, 2021年以来, 中国新能源汽车销量大幅增长, 2022年, 全国新能源车销量为 688.7 万辆, 增幅虽较上年有所回落, 但仍高达 93.4%, 大幅领先于汽车销售总量的增速; 新能源汽车占汽车总量的比例由 2021 年的 13.4% 提高至 25.6%。2023 年 1—8 月, 中国新能源汽车完成销量 537.4 万辆, 同比增长 39.2%, 较汽车销售总量增幅高出 31.2 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。

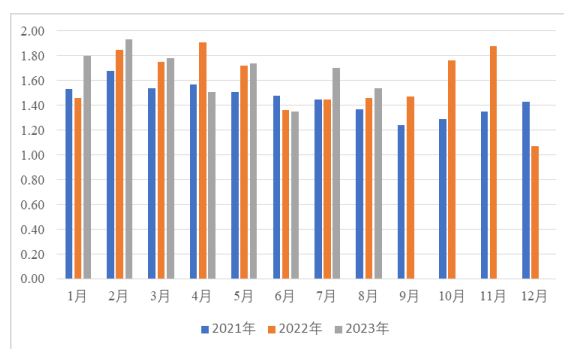
从流通环节库存情况看, 2022 年, 受公共卫生事件对终端销售的不利影响, 多数月份经销商库存系数 (以下简称“库存系数”) 高于 2021 年同期, 但 2022 年 12 月经销商库存系数为 1.07, 达到近 3 年来最低值, 经销商去库存效果良好。2023 年 1—2 月, 主要受新能源汽车国家补贴彻底退出及春节放假等因素影响, 经销商库存系数分别达到 1.80 和 1.93 的高位; 2023 年 8 月, 库存系数已降至 1.54, 经销商的库存压力有所减轻。



注: 2020 年 2 月库存系数受特殊事件影响大, 已剔除

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 近年来各年度相同月份库存系数对比

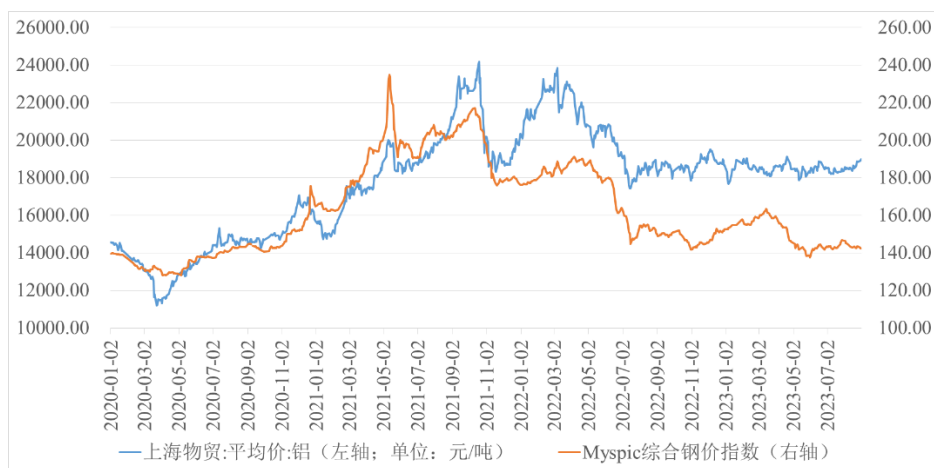
二、行业上游情况

1. 钢材、铝材

2022 年以来，钢材和铝材价格先后结束了快速上涨的局面并逐步趋稳，有利于整车企业成本控制压力的减轻。

近年来，顺应轻量化发展趋势，汽车产品对铝合金材料的需求快速增长。铝合金及钢材等是汽车车身、零部件、结构件和外覆盖件等使用的主要材料，钢、铝价格是影响汽车生产成本的重要因素。2022 年以来，钢、铝价格均经历了冲高、回落、盘整的过程，变动节奏略有差异，钢价走势整体弱于铝价。

以 Myspic 综合钢价指数（以下简称“钢价指数”）和上海物贸铝平均价格（以下简称“上海物贸铝价”）为例，2022 年 1 月初至 4 月上旬，钢价指数由 176.20 点上涨至 190.95 点，涨幅为 8.37%；2022 年 1 月初至 3 月上旬，上海物贸铝价由 20100.00 元/吨上涨至 23850.00 元/吨，涨幅为 18.66%。钢价指数和上海物贸铝价分别自 2022 年 4 月中旬和 3 月中旬起进入下行阶段，至 2022 年 7 月中旬，与最高点相比，钢价指数和上海物贸铝价下降分别下降约 24.08%和 26.96%。2022 年 7 月下旬至 2023 年 8 月底，钢价指数和上海物贸铝价均主要呈横盘震荡态势。



资料来源：wind，联合资信整理

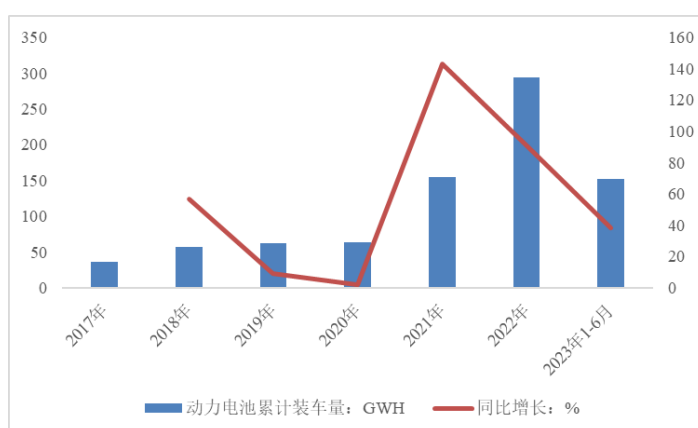
图 6 近年来钢价、铝价变动趋势

2022 年，钢价指数平均值较 2021 年下降 13.70%，上海物贸铝价平均值较 2021 年上涨 5.43%，但涨幅较上年的 33.13% 大幅回落。2023 年 1—8 月，钢价指数平均值较 2022 年平均值下降 9.46%，上海物贸铝价平均值较 2022 年均值下降 7.23%。

2. 动力电池

2022 年，主要原材料价格的上涨推升了动力电池价格，但电池价格涨幅明显低于相关原材料；进入 2023 年，主要原材料价格大幅下跌，动力电池企业和整车企业的成本压力得以减轻，为汽车降价提供了条件。中国动力电池产业链完整、近年来产能不断扩大，为汽车产业电动化转型打下了良好基础。

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，2021 年和 2022 年，中国动力电池装车量分别达 154.50GWh 和 294.60GWh，同比增长率分别高达 142.77%和 90.69%，对新能源汽车产业的爆发式增长起到了重要支撑。2023 年 1—6 月，中国动力电池装车量为 152.1GWh，同比增长 38.2%，增速明显下降但仍处于较高水平。

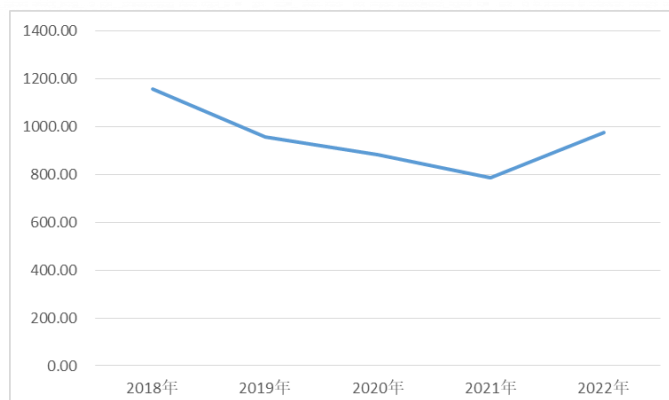


资料来源：动力电池创新联盟，联合资信整理

图 7 近年来中国动力电池装车量变化情况

从动力电池价格看，2021—2022 年，碳酸锂等原材料价格的大幅上涨向下游传导，推升了动力电池和整车的生产成本。但动力电池产业链的成熟、各环节产能的扩张与释放、企业工艺技术的进步、磷酸铁锂电池的推广，以及整车企业相对较强的议价能力，一定程度抑制了电池产品价格的上涨幅度，缓解了整车企业的成本压力。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¹约为 787.91 元/KWh，同比下降 10.79%；2022 年，其电池系统销售均价约为 974.30 元/KWh，同比上涨 23.66%，远低于同期正极材料、电解液及相应的碳酸锂、六氟磷酸锂等基础材料价格的涨幅。2023 年上半年，正极、电解液等主材价格大幅下跌，必将带动动力电池价格的显著下降。电池成本的降低对汽车行业降价促销提供了支持。

¹ （动力电池系统收入+储能系统收入）/电池系统销售量



资料来源：联合资信根据宁德时代年报估算

图 8 近年来宁德时代电池系统销售均价变化情况（单位：元/KWh）

经过多年的发展，中国动力电池产业已在全球占据领先地位，根据 SNE Research 所统计 2023 年上半年数据，全球动力电池装车量中，排名前 10 的企业占比约为 94.2%，中国企业占据其中 6 席（宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、亿纬锂能和孚能科技），该 6 家企业全球市场占有率合计约为 63.2%。中国已成为全球动力电池产业链最完整、配套能力最强的国家，动力电池产业链为新能源汽车行业的发展提供了有力支撑。

3. 汽车芯片

2022 年及 2023 年上半年，芯片供应紧张仍然对汽车行业产销形成了一定制约。2022 年三季度以来，主要芯片交付周期逐步缩短，对汽车产业的不利影响有所减弱。

近年来，汽车产品“智能化”需求提升，汽车行业对芯片的需求快速增长，但原有“芯片原厂→分销商→Tier1→整车企业”的供应链模式使得供需信息传递不畅，同时，车规级芯片认证周期长，使得车用 MCU 等领域新加入者很少，核心产品供应商仍主要集中于英伟达、瑞萨等少数企业，产能提升缓慢。自 2020 年下半年起，全球汽车芯片价格暴涨、产品交付周期大幅拉长，至 2022 年第二季度末，芯片平均交付周期由 2019 年的 8 周左右拉长至 27 周左右，其中部分大厂的个别产品交付周期延长至 52 周。由于中国汽车企业习惯于采用“低库存”运营模式，2022 年，芯片及相关部件供应的不及时，使得主要汽车厂商多数出现了热销车型订货周期延长的情况。

自 2022 年三季度起，手机等消费电子领域对芯片的需求下降，芯片原厂对车规级芯片的供应加强；更多车企开始绕过中间环节直接与分销商或原厂合作，供应链效率有所提升，芯片供应紧张的局面有所缓解，交付周期逐步缩短。2023 年第 2 季度，芯片平均交付周期较 2022 年 5 月份的峰值缩短 4 周左右，但部分核心车载芯片的交货周期仍在 40 周以上。2023 年，芯片工业对汽车产业仍具有不利影响，但影响有所

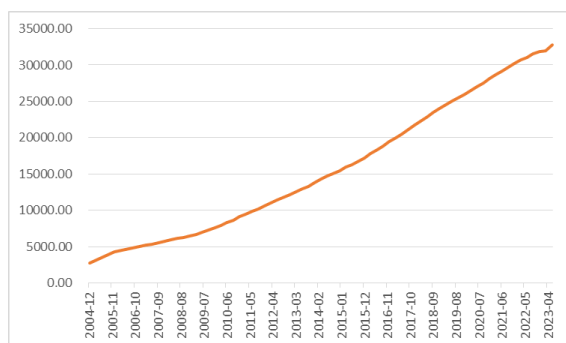
弱化。

与其他领域相比，汽车产业对芯片的要求更侧重于稳定性、可靠性、安全性，芯片需要反复测试并经过严格的认证，芯片原厂从投建产能到量产约需 2~4 年的时间，近年来全球车规级芯片产能和需求错位，有其必然性。但全球半导体行业以及芯片供应商近年来均对芯片短缺有所行动，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。按照 2~4 年的周期，相关工厂自 2023 年底将逐步进入量产阶段，未来车规芯片短缺的局面或将进一步缓解。

三、需求分析

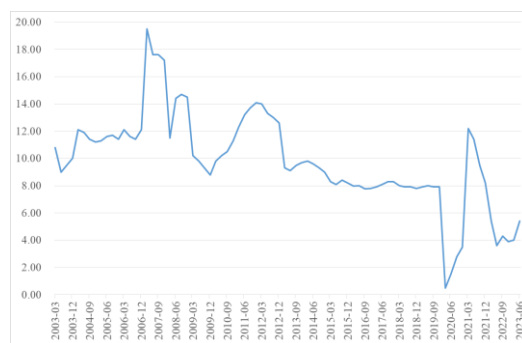
在汽车普及程度达到一定水平后，中国国内汽车市场增长受限，汽车市场需求的变化将与居民收入水平高度相关；新能源汽车产品和海外市场将成为中国汽车产业增长的重要因素。

2000 年以来，中国汽车保有量持续攀升，根据公安部数据，截至 2022 年底，全国汽车保有量已达 3.28 亿辆，较 2004 年底增长近 11 倍。随着汽车保有量的增长，近年来中国汽车销量增速明显下降，根据中汽协数据，2021 年和 2022 年，中国汽车新车销量增速分别仅为 3.8% 和 2.1%，而 2017—2022 年，中国汽车销量年均复合增长率为-1.44%。



数据来源：公安部，wind，联合资信整理

图 9 中国汽车保有量情况



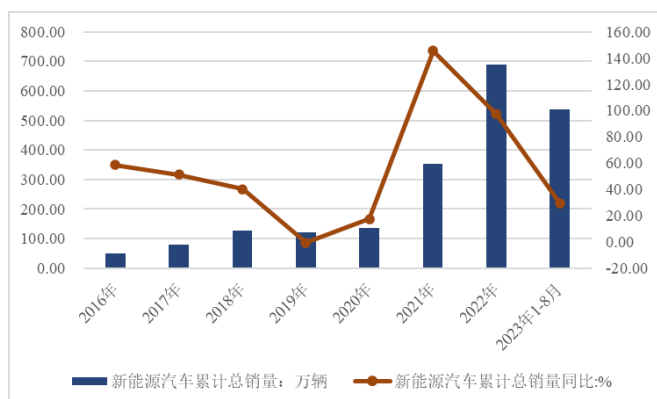
数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

图 10 近年来居民人均可支配收入增速

汽车作为大宗消费品，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（及其预期增长）高度相关。中国经济发展具有很强的韧性，从长期看，宏观经济和居民人均可支配收入仍有增长空间，但 2020 年以来，宏观经济下行压力持续加大、居民人均可支配收入增速有所下降，中、短期内经济增长仍面临一定困难，不利于居民收入和汽车消费的提升。

在产能过剩、增速下降的局面下，中国汽车产业需求的保持和增长也面临着有利因素：

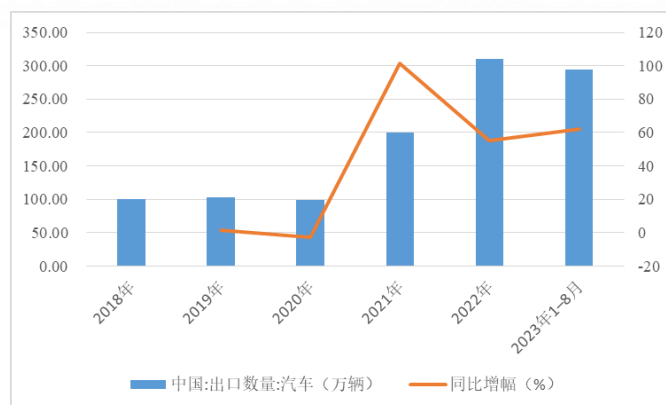
一方面，新能源汽车逐步提升的使用体验和逐步下降的购置、使用成本，有利于促进汽车总需求的增长。近年来，中国新能源汽车产业链各环节逐步成熟，丰富和多元化的新能源汽车产品不断满足市场需求，加之充电桩建设不断推进，“用电”相对于“燃油”的成本优势逐步体现，新能源汽车的客户认可度逐步提高。2022年，中国新能源车销量同比增长93.4%，大幅领先于同期汽车总销量的增幅；2023年1—8月，在购置补贴完全取消的情况下，中国新能源汽车销量仍保持了39.2%的增速，体现了新能源汽车的发展已进一步由“政策驱动”切换为“市场驱动”。目前，“90后”“00后”已成为购车主要群体，年轻群体更重视科技配置，新能源车“电动化、网联化、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、wind，联合资信整理

图 11 近年来我国新能源车销售情况（单位：万辆、%）

另一方面，中国本土车企国际竞争力增强，海外市场将为中国汽车产业提供较大的发展空间。加入世界贸易组织（WTO）后，中国汽车进口量曾长期大于出口量。随着自主品牌汽车的发展，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200.28万辆和310.66万辆，同比增长率分别高达101.39%和55.11%。2023年1—8月，中国汽车出口量同比增长61.88%至293.96万辆（其中新能源汽车出口量同比增长1.1倍），中国已取代日本，成为全球最大的汽车出口国。



资料来源：中国汽车工业协会、wind，联合资信整理

图 12 近年来中国汽车出口量（单位：万辆、%）

出口量的大幅增长反映了中国汽车厂商国际竞争力的增强，也是中国汽车产业通过新能源转型“变道超车”的结果。现阶段，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。近期，欧盟拟启动对中国新能源汽车的反补贴调查，但中国汽车出口市场包括俄罗斯、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。

四、行业竞争格局

中国汽车制造业行业集中度不高、产能利用率低，同业竞争激烈，削弱了行业整体盈利能力。

中国汽车行业在其快速发展过程中（主要是 2017 年之前），出现了投资过热现象，造成了整车经营者众多、产能过剩的情况。此后，自 2018 年起行业景气度下行，部分资本实力弱、缺乏技术积淀的整车企业（如众泰、华泰、力帆、华晨等）迅速被淘汰，加之国家发改委于 2018 年底出台《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，投资热度有所降低。

但一方面，由于行业产销量下降（2022 年产销量略低于 2017 年），行业存在产能利用严重不足的现象。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%。

另一方面，在汽车产业新能源转型中，由于“造车新势力”（部分企业利用了传统整车企业的产能）的发展，近年来中国汽车行业集中度不升反降。根据中国汽车工业协会数据，2022 年，中国汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为 2314.8 万辆，占汽车销售总量的比例为 86.2%（2017 年为 88.5%）。需注意，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）。

从德国、日本等汽车产业先行国家的发展经验看，汽车制造业先天具有规模经济特点，发展初期竞争者较多，但经过充分的优胜劣汰后，产业集中度很高。当前阶段，中国汽车制造业行业集中度不高、产能利用率低，必然带来同业竞争激烈、行业总体盈利能力较弱的问题，2023 年一季度的“价格战”即是此问题的突出反映。

五、政策动向及其影响分析

（一）工信部等七部门联合发布《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》

2023 年 8 月 25 日，工业和信息化部、财政部、交通运输部、商务部、海关总署、金融监管总局和国家能源局联合发布了《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》（以下简称“《方案》”）。《方案》强调了汽车产业对国民经济发展的重要性，制定了 2023—2024 年汽车行业发展的主要目标，所提出七条工作举措包括：支持扩大新能源汽车消费，稳定燃油汽车消费，推动汽车出口提质增效，促进老旧汽车报废、更新和二手车消费，提升产品供给质量水平，保障产业链供应链稳定畅通，完善基础设施建设与运营。

分析：在宏观经济增速下行的情况下，汽车产业因其产业链长、关联度高、带动性强的特点，对于稳经济具有重要作用。《方案》的具体举措兼顾新老汽车市场消费、车企海外销售、汽车核心技术攻关与自主可控、供应链安全与电网等基础设施建设等，为汽车市场发展提出了全方位的指引；方案的发布有助于协调中央与地方、中央各部门之间的行动，对推动汽车产业发展形成合力。

（二）新能源汽车补贴彻底退出，对产业链冲击有限

按照工信部、财政部等四部门通知，新能源汽车购置补贴政策于 2022 年 12 月 31 日终止，延续了 13 年的新能源汽车“国补”自 2023 年 1 月起彻底退出历史舞台。

分析：中国对新能源汽车的购置补贴已持续近 13 年，早期购买纯电动和插电混动乘用车，每辆可获得国补的最高金额分别为 6 万元和 5 万元。随着产业链的逐步成熟，国家不断优化补贴政策，提高可享受补贴车型的技术门槛、逐步降低补贴金额。2022 年，续航里程在 300~400 公里的、400 公里以上的纯电动汽车，可享受补贴金额已分别降至 0.91 万元和 1.26 万元，插电混动汽车补贴金额已降至 0.48 万元；售价 30 万元以上的汽车（主要是 C 级车；换电车型除外）、续航里程在 300 公里以下

的纯电动汽车（主要是 A00 级和部分 A0 级车）已不享受补贴。

2023 年补贴政策完全退出，对 A00 级车、大部分 A0 级车和 C 级车的销售无影响。多数 A 级、B 级车的购车成本提高了 0.48~1.26 万元，由于部分消费者在 2022 年提前购置，此举措对 2023 年一季度新车销售有所冲击。但进入 2023 年后，动力电池主要原材料价格大幅下跌，使得电池和整车成本降低，对冲了补贴政策退出所带来的影响。预计补贴政策退出对 2023 年全年新能源汽车销售的影响很小。

（三）国务院决定再次延长新能源车购置税减免政策时限

2023 年 6 月 19 日，财政部发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，提出对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税。

分析：据估算，此项措施将减少中央税收逾 5000 亿元，充分显示了中国政府推动新能源汽车发展的决心。从需求侧看，该政策降低购车人税费负担，将进一步释放新能源汽车消费潜力；从供给侧看，有利于传统汽车厂商进一步扭转观念，增加在新能源汽车领域的投入，积极开发新能源车型。

（四）“双积分”政策进一步优化调整

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：《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”）上一次修订时间为 2020 年 6 月。2020 年下半年至 2022 年，中国新能源汽车产销量大幅增长，按原有标准计算的新能源汽车积分增幅很大，2022 年度新能源积分已严重供过于求，双积分政策促进车企新能源转型的作用大幅减弱。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、行业内企业信用状况

2023 年 1—8 月，汽车制造企业债券发行量总体较小，到期债券均正常兑付；存续债券发行主体主要为细分领域龙头企业和国有企业，信用等级很高；信用债集中偿付压力小。

（一）发债企业信用等级变动情况

根据公开信息，2023 年 1—8 月，汽车制造业²存续债券发行人中，无信用等级被下调或上调的情况。

因 2021 年以来部分发债整车企业经营性现金流状况良好，其偿付到期债券后不再新发债券，截至 2023 年 8 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企业共 7 家，较 2021 年底减少 8 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。

汽车制造企业两级分化较为严重，部分经营状况不佳的传统车企已于上一轮行业下行期被淘汰，而近年来受关注程度较高的“造车新势力”因多数处于亏损状态而尚未在国内市场发行债券。目前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—8 月，汽车制造行业中，共有 7 家企业的 19 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 392.00 亿元，未出现违约或延迟兑付的情况。具体情况如下表所示。

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

²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

	16 北汽集	10.00	3.60%		
	16 北汽集 MTN002A	10.00	3.51%		2023 年 4 月
	16 北汽集 MTN002B	10.00	3.70%		
	20 北汽 05	20.00	2.88%		2023 年 6 月
	18 北汽集	10.00	4.69%		2023 年 8 月
	18 北汽集 MTN001	10.00	4.69%		
	兑付本金合计	81.00			
浙江吉利控股集团有限公司	22 吉利 SCP003 (科创票据)	15.00	2.00%	AAA	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 吉利债 01	20.00	3.78%		2023 年 1 月
	兑付本金合计	70.00			
北京新能源汽车股份有限公司	20 北汽新能 MTN001	10	3.60%	AA+	2023 年 3 月

资料来源：Wind，联合资信整理

表 1 2023 年 1—8 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—8 月债券发行及当前存续债券情况

2023 年 1—8 月，汽车制造行业中有 2 家企业发行了 7 期债券（不含当期已兑付的超短期融资券），发行规模合计 125.00 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 3.50%，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	20.00	3.50%	2023 年 4 月
浙江吉利控股集团有限公司	23 吉利 SCP001（科创票据）	15.00	2.99%	2023 年 1 月
	23 吉利 SCP002	20.00	2.60%	2023 年 3 月
	23 吉利 SCP004（科创票据）	10.00	2.40%	2023 年 6 月
	23 吉利 01	20.00	3.39%	
	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
	合计	105.00		

资料来源：Wind，联合资信整理

表 2 2023 年 1—8 月汽车制造企业债券发行情况（单位：亿元）

截至 2023 年 8 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 38 期，债券余额合计 551.95 亿元。7 家发行人中，北京汽车集团有限公司和浙江吉利控股集团有限公司的存续债券余额分别相当于其 2022 年底归属于母公司所有

者权益的 58.35%和 24.52%；其余 5 家发行人存续债券余额与其 2022 年底归属于母公司所有者权益之比均在 10%之下，债券偿付压力不大。

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	0.00	2.94%	544.97	6.42%
北京汽车集团有限公司	AAA	18	212.00	90.00	3.76%	363.30	58.35%
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	12	220.00	115.00	3.27%	897.23	24.52%
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	--	38	551.95	215.00	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3 截至 2023 年 8 月底汽车制造企业存续债券情况（单位：亿元）

截至 2023 年 8 月底，汽车制造行业存续债券中，于 1 年内到期的债券本金合计 215.00 亿元，未来一年内债券集中偿付压力不大。

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，分析行业内发债及上市主体 2022 年以来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（以下简称“上汽集团”）、东风汽车集团股份有限公司、广州汽车集团股份有限公司、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（以下简称“长安汽车”）、浙江吉利控股集团有限公司、长城汽车股份有限公司、比亚迪股份有限公司、赛力斯集团股份有限公司（以下简称“赛力斯”）、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 16 家公司作为汽车制造业样本企业。

（一）资产构成

2022 年及 2023 年上半年，样本企业资产总额均值持续增长；非流动资产中，固定资产增长合理；流动资产中，存货和应收账款占资产总额的比重有所上升，但对整体资产流动性影响不大。

2022 年，中国汽车销量继续保持增长，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 2022 年底，样本企业资产总额平均值较上年底增长 10.62%。从几个重点科目看，货币资金均值增长 8.09%，但占比下降 0.42 个百分点，主要系在公共卫生事件影响下，2022 年终端消费市场增长乏力，汽车需求释放受阻，整车企业适当放宽对经销商的回款要求所致，相应的，应收账款均值增幅为 12.89%，高于收入增幅（收入增幅见表 5，下同），在资产总额中的占比提高 0.12 个百分点。上游供应链不稳定性的提高和下游销售增长不及预期，使得整车企业原材料、产成品有所增长，存货均值增长 41.44%。固定资产均值增长 14.36%，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；固定资产占比较上年底提高 0.48 个百分点。

截至 2023 年 6 月底，样本企业资产总额均值较年初增长 3.97% 至 2410.72 亿元，平均资产规模很大。货币资金占比较年初略有下降，存货和应收账款占比较年初略有上升，应收账款均值较年初增长 11.24%。但应收账款增幅低于收入的同比增幅，且存货和应收账款占比之和依然低于货币资金占比。非流动资产中，固定资产占资产总额的比例继续提高；长期股权投资及其在资产总额中的占比有所下降，主要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	2021 年	2022 年	2023 年 6 月	2022 年底 较上年底变化 ³	2023 年 6 月底 较上年底变化
货币资金	383.29	414.30	425.32	8.09	2.66
货币资金占比	18.28	17.87	17.64	-0.42	-0.22
存货	169.08	239.15	256.02	41.44	7.05
存货占比	8.07	10.31	10.62	2.25	0.31
应收账款	123.33	139.22	154.87	12.89	11.24
应收账款占比	5.88	6.00	6.42	0.12	0.42
长期股权投资	159.14	175.93	171.60	10.55	-2.46
长期股权投资占比	7.59	7.59	7.12	0.00	-0.47
固定资产	296.54	339.11	371.03	14.36	9.41
固定资产占比	14.15	14.62	15.39	0.48	0.77
总资产	2096.22	2318.74	2410.72	10.62	3.97

资料来源：Wind，联合资信整理

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。

表 4 2021—2022 年底及 2023 年 6 月底样本企业资产构成及变化
（单位：亿元、%，个百分点）

（二）盈利情况

2022 年及 2023 年上半年，伴随着行业整体销量的增长、自主品牌相对于合资品牌竞争力的提升，样本企业营业总收入和利润总额有所增长，利润对投资收益的依赖程度有所降低，但整体盈利能力仍有待增强。

中国国有大型汽车集团对外投资的规模整体较大，其中较大部分为对中外合资车企（一般为联营/合营企业）的股权投资，投资收益是影响部分大型汽车集团利润的重要因素，但近年来随着自主品牌的崛起、合资品牌影响力的下降，汽车企业对投资收益的依赖程度在逐步降低。

2022 年，受合资品牌汽车销售情况不佳，联营/合营企业业绩下降等因素影响，样本企业投资收益均值同比下降 23.41%，其中上汽集团、长安汽车等降幅较大，上汽集团投资净收益由 2021 年的 271.64 亿元下降至 147.03 亿元，长安汽车投资净收益由 2021 年的 10.14 亿元转为净损失 7.69 亿元。

2022 年，中国汽车销量同比小幅增长，中高价车型销售占比有所提升，样本企业销售收入均值同比增长 10.82%；利润率方面，2022 年，样本企业调整后营业利润率⁴均值由负转正，同比提高 2.38 个百分点，主要系自主品牌汽车品牌溢价有所提升，以及车企加强成本控制所致。2022 年，受投资收益减少的影响，样本企业利润总额均值较上年基本持平。2022 年，样本企业调整后营业利润率和总资产报酬率均值仍处于较低水平，整体盈利能力仍有待提升。

2023 年上半年，样本企业投资净收益均值同比下降 29.18%，利润总额均值同比有所增长，显示样本企业经营业绩对投资收益的依赖程度进一步降低。从主营业务看，主要因上年同期汽车产业受公共卫生事件影响大、对比基数低，2023 年 1—6 月，样本企业销售收入均值同比增长 22.13%，调整后营业利润率均值同比提高 0.35 个百分点；但价格竞争压缩企业利润空间，调整后营业利润率均值再次降至负值。

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月	2022 年 同比变化	2023 年 1—6 月 同比变化
营业总收入	1515.64	1679.55	866.96	10.82	22.13
调整后营业利润率	-1.91	0.47	-0.81	2.38	0.35
投资净收益	45.42	34.79	14.61	-23.41	-29.18
利润总额	81.93	82.30	43.53	0.44	6.38
总资产报酬率	2.24	1.86	--	-0.38	--

资料来源：Wind，联合资信整理

⁴ （营业总收入-营业成本-期间费用）/营业总收入*100%

表 5 2021—2022 年及 2023 年 1—6 月样本企业利润情况（单位：亿元，%）

（三）资本结构及偿债指标

汽车制造样本企业所有者权益规模大，持续经营和投资所获利润、现金流对债务的覆盖能力整体较强；全部债务资本化比率均值不高，但需注意不同企业债务负担差异大，个别企业债务负担较重。

截至 2022 年底，样本企业所有者权益均值较上年底增长 6.49%，主要由未分配利润积累形成；全部债务均值亦有所增长，全部债务资本化比率均值变化较小。2022 年，样本企业短期债务增幅与全部债务增幅接近，债务期限结构变化不大。

2022 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 1.01 倍，反映出样本企业经营和取得投资收益所获现金对短期债务的覆盖能力强；“EBITDA/全部债务”指标均值提高至 0.37 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力较强。

截至 2023 年 6 月底，样本企业所有者权益均值较上年底增长 3.97%至 866.24 亿元，平均规模很大，截至 2023 年 6 月底，样本企业全部债务资本化比率算数平均值不高（43.72%），但需注意，亚星客车、厦门金龙和赛力斯的全部债务资本化比率分别约为 87.39%、75.83%和 68.36%；北汽集团的全部债务资本化比率虽然仅为 49.10%，但其少数股东权益占比高，公司本部债务负担较重。

项目	2021 年	2022 年	2023 年 6 月	2022 年较上年变化	2023 年 6 月较上年变化
所有者权益	782.41	833.16	866.24	6.49	3.97
全部债务	499.25	548.32	547.27	9.83	-0.19
短期债务	321.84	353.37	331.64	9.80	-6.15
全部债务资本化比率	44.19	43.53	43.72	-0.66	0.19
（经营活动产生的现金流量净额+投资收益收现）/短期债务	0.58	1.01	--	0.43	--
EBITDA/全部债务	0.29	0.37	--	0.08	--

资料来源：Wind，联合资信整理

表 6 2021—2023 年 6 月汽车行业行业债务及偿债能力情况（单位：亿元、%、倍）

八、信用风险展望

2022 年以来，中国汽车制造企业债券发行热度降低，存续债券规模和发行主体数量明显减少；当前存续债券发行人主要为经过 2018—2020 年行业洗牌后的细分领域龙头企业，且多数具有良好的股东背景，整体信用等级很高，存续债券规模及集中

偿付压力不大，债券的信用风险小。

但从行业总体情况看，虽然近年来自主品牌竞争力明显提升，但中国汽车企业整体盈利能力仍较弱；而由于国内汽车消费已进入低速增长阶段，行业增速的下行、产能过剩问题的存在，或将使汽车行业价格竞争加剧，压缩行业整体利润。同时，市场竞争的结果必然是优胜劣汰，未来 2~3 年，中国汽车产业或将面临新一轮洗牌：传统车企中新能源转型较慢的企业将逐步被边缘化，市场份额将严重下降；部分长期巨额亏损甚至毛利率为负的新能源车企，若不能有效加强成本费用管控、提高产品利润空间至合理水平，其扭亏的时间将被迫拖后，生存将面临更大的挑战。

展望未来，新能源汽车产品力的提升、海外市场的拓展，仍将给中国汽车行业带来一定发展机会，中国汽车行业将呈现周期性波动、低速增长的态势，产业规模持续多年下行的概率很小，有利于存续债发行主体信用水平的基本稳定。

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。