

2019 年下半年我国乘用车行业信用风险展望

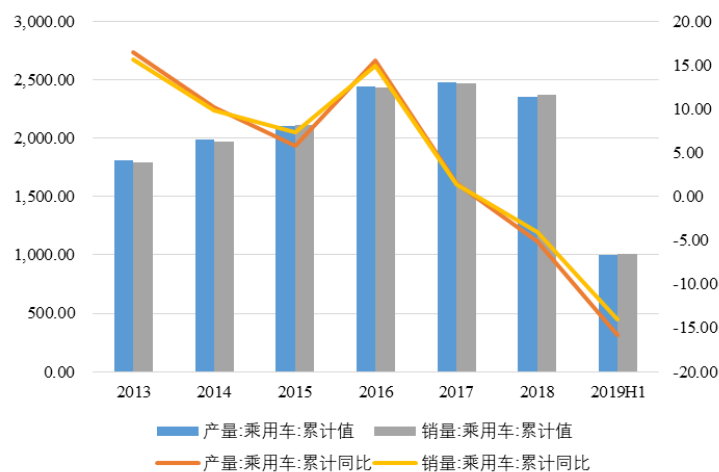
联合评级汽车行业组

一、行业现状

2018 年下半年以来，我国乘用车销量增速持续下降，市场行情低迷；按车型来看，轿车、MPV、SUV 和交叉型乘用车市场份额基本保持稳定；从新能源乘用车来看，虽然销量增速下降但仍保持高速增长。

2018 年下半年以来，受中美贸易战、宏观经济下行、小排量汽车购置税减免政策退出等多方面因素影响，我国乘用车产销量出现负增长，市场行情低迷。根据中汽协的数据，2018 年 10 月，我国乘用车销量开始出现负增长，2018 年全年我国乘用车产销量分别为 2,352.94 万辆和 2,370.98 万辆，分别较上年下降 5.15%和 4.08%。2019 年上半年，我国乘用车市场景气度持续下行，产销量分别为 997.79 万辆和 1,012.65 万辆，分别较上年同期下降 15.82%和 14.00%，而上年同期的产销量增速分别为 3.23%和 4.64%。

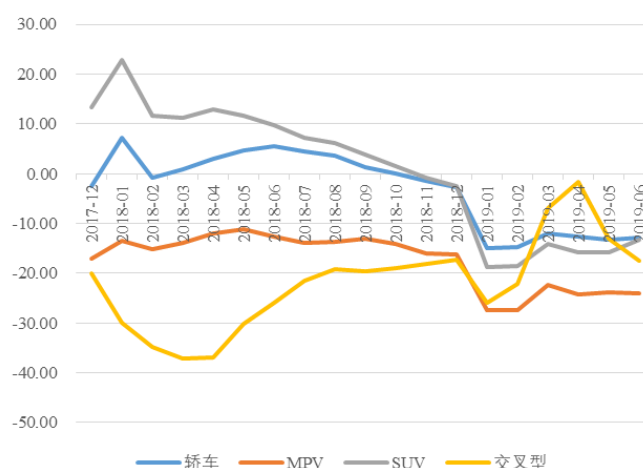
图 1 近年来我国乘用车产销情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合评级整理

分车型来看，2018 年和 2019 年上半年，轿车、MPV、SUV 和交叉型乘用车市场份额基本保持稳定，轿车和 SUV 仍占据了大部分的市场份额，占比分别为 49%和 42%。同时，2018 年以来，不同车型的销量均呈下降趋势，降幅最快的是 SUV，销量增速由 2017 年的 13.32%下降至 2018 年的-2.52%，2019 年上半年又进一步降至-13.37%；轿车次之，销量增速由 2017 年的-2.48%降至 2018 年的-2.70%，2019 年上半年降至-12.86%；占比较低的 MPV 和交叉型自 2017 年以来增速一直为负。

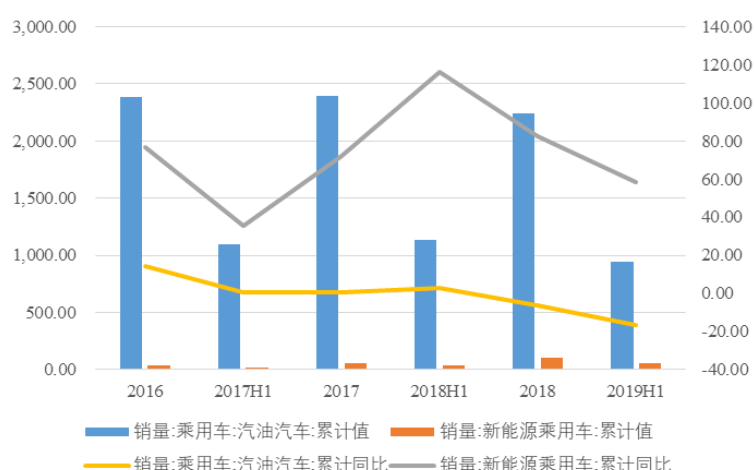
图2 2018年以来乘用车细分市场销量增速情况（单位：%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合评级整理

从新能源乘用车来看，2018年，我国新能源乘用车销量较上年同期增长61.7%；2019年上半年，我国新能源乘用车较上年同期增长58.55%（上年同期增速为116.46%），增速有所下降，但仍显著高于乘用车销量增速，保持高速增长趋势。

图3 汽油汽车和新能源乘用车销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业信息网、联合评级整理

二、行业政策

2018年以来，我国针对促进汽车产业发展、加快燃油车优胜劣汰、扶持新能源汽车技术化和规模化发展等方面密集出台了一系列政策。

供给方面，2018年1月，我国对1.6L以下排量燃油车恢复按照10%的税率征收购置税；同时，出台《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》，对新能源汽车免征购置税政策延续三年。2019年3月，十三届全国人大二次会议决定实施更大规模的减税，要将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%，此举将显著增加汽车制造企业毛利，以弥补其成本不断上涨的影响；减税政策的具体时间表还未出台，未来对车企的影响仍需进一步观望。整体看，购置税优惠是从终端进行补贴，目的是刺激“量”；降增值税税率，则是从源头施惠，

目的是保证“质”。

需求方面，2019年6月，发改委、生态环境部和商务部联合发布了《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》的消费促进政策，严禁各地出台新的汽车限购规定，要求由限制购买转为引导使用，不得对新能源汽车实行限行、限购，大力推动新能源汽车消费使用。在此政策引导下，部分城市限购政策出现松动，广州和深圳增加了车牌指标，广西部分地区开展补贴汽车下乡活动。

产业结构调整方面，2018年7月，国家发改委出台了《汽车产业投资管理规定（征求意见稿）》，主要着眼于优化燃油汽车整车项目布局，大力推广新能源汽车的应用，抑制地方汽车产业盲目投资热潮，严格控制新增传统燃油汽车产能，鼓励企业通过股权投资开展兼并重组和战略合作。2018年7月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，对汽车行业的环保要求趋严，严厉打击新生产销售机动车环保不达标等违法行为，还要求配套的油品质量升级，全面供应符合国六标准的车用汽柴油，以利于国六标准的提前实施，实现车用柴油、普通柴油、部分船舶用油“三油并轨”。《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（“国六标准”）原定于2023年开始实施，在我国现阶段环保压力较大的背景下，已有18个省市在2019年提前实施转换，这对于尚未做好产品储备的自主品牌来说将产生超预期的不利影响。

竞争方面，为提高本土车企的竞争能力，我国逐步放开保护政策，鼓励外资进入。2018年4月，国家发改委表示汽车行业将分类型实行过渡期开放：由专用车和新能源汽车开始，逐步推广到乘用车领域，同时取消合资企业不超过两家的限制，争取通过5年实现全面开放。2018年7月起，进口车关税由25%下调至15%，进口车价格进一步下降，倒逼国内合资车和自主品牌降价。2019年6月，工信部废止《汽车动力蓄电池行业规范条件》，以往必须通过“白名单”才可获得新能源补贴的门槛消失，外资动力电池不再被排除在补贴之外。

新能源汽车方面，2018年4月起推行《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》，乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让，新能源汽车正积分可以抵扣同等数量的平均燃料消耗量负积分，新能源汽车负积分应通过购买新能源汽车正积分的方式抵偿归零；通过此种方式鼓励车企降低能耗、发展清洁能源。此政策实施一年之后，国产乘用车企业积分供大于求，进口车企业几乎全部是负积分。于是，2019年7月份，工信部就“双积分”政策修正案公开征求意见，将纯电动和氢燃料电池车积分减半，插电式混动车分值由2分下调至1.6分；分值的下调和获分门槛的提高将抑制低端产能过剩及正积分过剩的情况。2019年3月，国家出台《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，适当提高新能源汽车电池能量密度、整车能耗和续驶里程门槛；此举有利于促使汽车企业推出新车型，倒逼企业整合产能利用、优化成本、拓宽销售渠道，实现规模化经营。

三、信用等级调整情况

从汽车制造业发债企业级别分布来看，AAA和AA+级别占发债企业半数以上；2018年下半年以来，汽车行业企业信用等级呈现向下迁移趋势，盈利能力下降、债务负担重且短期偿债压力大系主体级别（展望）下调的重要原因。

根据证监会行业划分，截至2019年8月底，汽车制造业发债企业共35家，其中级别为

AAA 的有 12 家，AA+ 的 6 家，合计占到发债企业总数的 51.43%；级别为 AA 的 9 家，其中 1 家列入评级观察；级别为 AA- 的 5 家；级别为 A+ 的 1 家；另有 2 家发债主体已经违约。

随着乘用车行业景气度的下行，2018 年下半年，特别是 2019 年以来，企业的经营状况出现了比较明显的分化，盈利能力下降、债务负担重且短期偿债压力大是主体级别和展望下调的重要原因。

表 1 2018 年 6 月 - 2019 年 8 月汽车制造业发债企业级别调整情况

发行人名称	调整前 级别/展望	调整后 级别/展望	评级行动	评级机构
银亿股份有限公司	AA/稳定	C/--	2018 年 12 月 7 日，下调至 BBB/列入观察； 2018 年 12 月 24 日，下调至 C	中诚信证评
华泰汽车集团有限公司	AA+/稳定	C/--	2019 年 6 月 27 日，下调至 AA/列入观察； 2019 年 7 月 23 日，下调至 BB/负面； 2019 年 8 月 12 日，下调至 C	大公国际
力帆实业（集团）股份有限公司	AA/稳定	AA-/稳定	2019 年 6 月 20 日，下调至 AA-/稳定	联合信用
铁牛集团有限公司	AA+/稳定	AA/稳定	2019 年 6 月 21 日，下调至 AA/稳定	联合信用
江南模塑科技股份有限公司	AA/稳定	AA/列入 评级观察	2019 年 6 月 26 日，调整至 AA/列入评级观察	中诚信证评

注：1. 以上行业分类采用证监会行业分类中的“制造业——汽车制造业”；2. 2018 年 7 月 6 日，大公国际将北京海纳川汽车部件股份有限公司主体信用等级由 AA/稳定调整为 AA+/稳定，债券已于 2019 年 3 月 22 日到期，等级失效
资料来源：Wind、联合评级整理

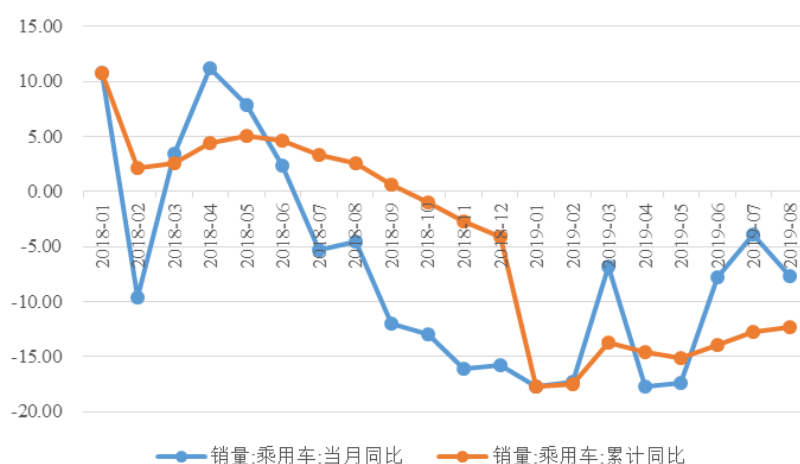
四、行业展望

1. 需求：总量下降，降幅收窄

从短期来看，预计 2019 年下半年我国乘用车销量将持续下降，但降幅可能收窄；从长期来看，我国千人汽车保有量 173 辆，仍有较大的成长空间。

短期来看，由于中美贸易战、宏观经济下行等影响乘用车销量下滑的因素依然存在，因此，我们预计 2019 年下半年，乘用车销量将持续下降。但是由于购置税优惠带来的透支效应已经逐步消除，加上“国六”切换因素影响，降幅可能有所收窄。从销量数据来看，2019 年以来，乘用车销量增长率持续为负值，其中 3 月降幅收窄显著，主要是 4 月起执行新的增值税率，经销商提前囤货导致；2019 年 5—8 月，我国乘用车当月销量增长率分别为-17.37%、-7.80%、-3.88%和-7.70%，累计销量增长率分别为-15.17%、-14.00%、-12.80%和-12.30%，销量降幅整体呈收窄趋势。

图 4 2018 年以来乘用车销量累计和当月增长率（单位：%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合评级整理

长期来看，尽管自 2018 年下半年开始我国车市就处于低迷状态，但我们对车市前景依然抱有积极态度，从千人汽车拥有量数据来看，我国车市依旧有很大增长空间。根据世界银行发布的 2019 年全球 20 个主要国家千人汽车拥有量数据，中国每千人汽车保有量为 173 辆，位列榜单第 17 名，人均保有量只有美国的五分之一，日本的不到三分之一。所以从长期来看，目前我国仍处于工业化和城镇化同步加速发展的阶段，中国汽车市场的增长空间仍旧较大，汽车刚性需求仍然存在。

2. 供给：新增产能有限，库存规模上升

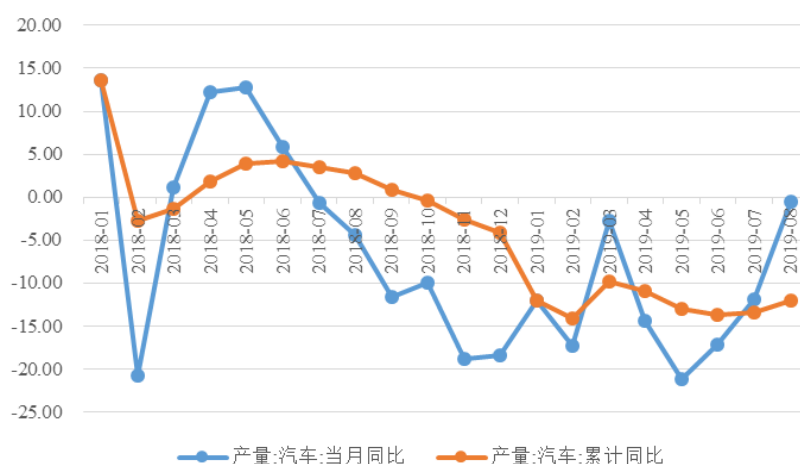
产能方面，短期内传统燃油汽车难有新增产能；产量方面，随着销量恢复，产量降幅亦将收窄。

从产能来看，根据 2018 年 7 月发布的《汽车产业投资管理规定》，为了优化燃油汽车整车项目布局，要求新增产能投资项目应建设在上两个年度汽车产能利用率均高于全国平均水平的省份，现有汽车企业扩产燃油车项目应同时符合产能利用率水平、研发费用支出、出口量占比、能耗量、投资规模等要求，禁止新建独立燃油汽车整车企业和燃油汽车僵尸企业股权变更，严格控制新增传统燃油汽车产能。这保证了未来一段时间内，我国燃油车行业整体产能将不会出现大规模新增。

从经销商库存系数来看，2018 年上半年销量的增长导致市场高估了下半年汽车消费，库存系数于 2018 年 6 月上升至 1.93。2019 年 1 月和 2 月叠加春节因素影响，库存指数出现大幅波动，符合季节性规律。2019 年乘用车排放标准升级，迫使行业加速去库存，至 2019 年 6 月，经销商库存指数已降至 1.38。

从产量来看，目前绝大多数汽车厂商根据销量预测来安排生产，产量和销量变化趋势基本一致，预计下半年，随着销量降幅的收窄，乘用车生产将有所恢复，产量降幅随之收窄。从 2019 年 6—8 月的数据来看，乘用车当月产量增速分别为-17.26%、-11.89%和-0.50%，累计产量增速分别为-13.70%、-13.50%和-12.10%，无论从当月产量还是累计产量来看，降幅均持续收窄。

图 5 2018 年以来乘用车产量累计和当月增长率（单位：%）



资料来源：中国汽车工业协会、联合评级整理

3. 竞争：日趋激烈、信用分化

随着我国陆续出台鼓励竞争的政策，产业结构优胜劣汰，引发市场格局变化和企业信用资质分化。具体看来，豪华车占比增长，自主与合资“强强联合”的企业较为稳定，优质自主品牌具有一定竞争力，中小自主品牌面临严峻考验。

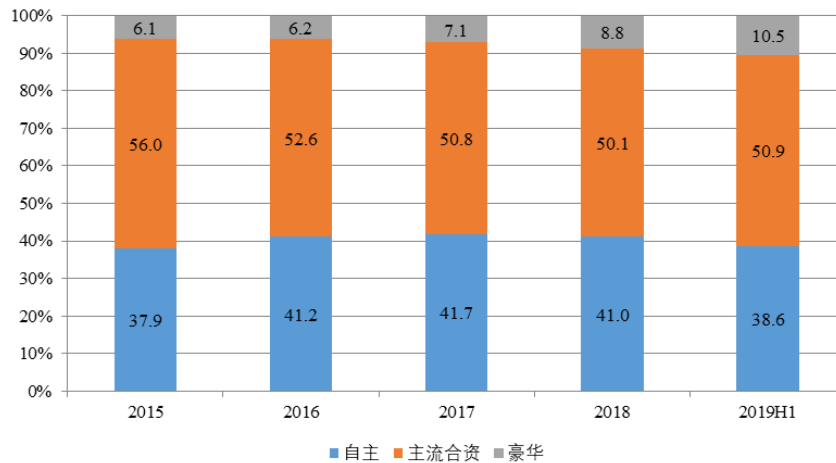
我国车市整体走弱反映出“初次普及红利”正在逐渐消退，汽车市场正在告别“增量竞争”阶段，开始进入“存量竞争”；整体市场规模继续保持往年的快速增长的希望不大，市场结构内部的竞争将会加剧。

目前来看，我国对汽车产业的指导思路是逐步减少政策对本土企业的保护，引入市场竞争。外部竞争方面，随着放开整车厂外资股比限制、降低关税等政策的实施，对原有本土品牌保护力下降，有利于引入外资加强竞争。内部产业结构升级方面，通过《汽车产业投资管理规定》鼓励企业兼并重组和战略合作，优化传统燃油汽车产能布局并严格控制新增产能。龙头企业在销量和产能利用率均高的背景下，有可能低价收购低端产能扩大规模，再通过与外资强强联合，实现技术与渠道互补。乘用车市场将出现产业结构调整，行业集中度进一步提升。

（1）各档次车型市场份额相对格局有所变化，豪华车占比增长，合资车占比稳定，自主品牌占比下降。

虽然乘用车行业 2018 年以来整体景气度下行，但以宝马、奔驰、奥迪、雷克萨斯等品牌为代表的豪华车销售量逆势增长，市场份额不断提升。2019 年上半年，豪华车销量 104.68 万辆，较上年同期增长 8.6%，市场份额提升至 10.5%。从供给来看，一方面主流豪华品牌加速了在中国的国产化布局，随着合资厂商外资比例限制的放开，国际品牌对于中国市场的话语权将进一步扩大；另一方面，进口关税和增值税下调使得产品价格吸引力上升。从需求来看，经过多年持续的高增长，中国汽车市场迎来换购周期，替换性需求给豪华车品牌带来新的扩张机会；未来，随着渠道下沉和消费升级，豪华车品牌的市场竞争力可能得到加强。在豪华车降价的传导下，普通合资车企业价格下调，性价比优势凸显，直接挤占了原本属于自主品牌的市场份额。自主品牌在成本上升的压力下，若跟随降价，利润空间所剩无几；若保持售价稳定，销售量下滑也将影响整体收入水平。整体看，自主品牌未来生存压力加剧，信用水平可能出现下降。

图 6 近年来我国自主、主流合资和豪华车市场份额变化趋势（%）

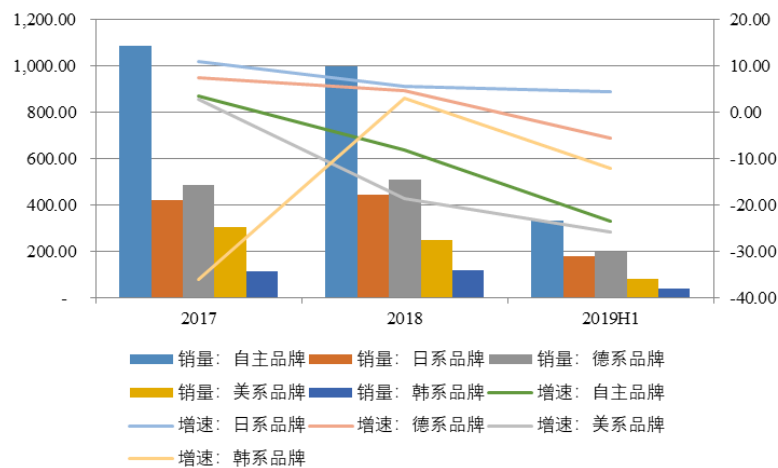


资料来源：中国汽车工业协会、联合评级整理

（2）合资车中，日德品牌表现亮眼，自主与合资“强强联合”的车企信用风险相对较低。

按国内的合资品牌的细分情况来看，在本轮车市低迷环境下，合资品牌（尤其是日系和德系）表现相对强势，日系品牌受影响最小，从 2019 年上半年销量来看，日系品牌仍保持增长趋势，销量增速为 4.42%。自主品牌和美系品牌受影响最大，销量增速分别由 2017 年的 3.50%和 2.82%下降至 2018 年的-8.14%和-18.48%，至 2019 年上半年增速进一步降至-23.47%和-25.73%。

图 7 2017 年以来按国别划分乘用车销量情况（单位：万辆、%）

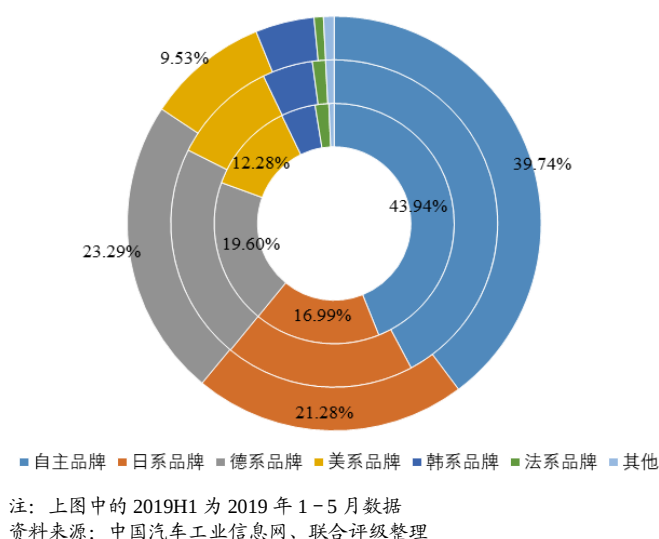


注：上图中的 2019H1 为 2019 年 1-5 月数据

资料来源：中国汽车工业信息网、联合评级整理

按市场占有率来看，2017 年以来，日系和德系车逐渐抢占了自主和美系品牌的部分市场份额。自主品牌和美系品牌市场份额明显下降，分别由 2017 年的 43.94%和 12.88%下降至 2019 年上半年的 39.74%和 9.53%；而日系品牌和德系品牌市场份额明显上升，至 2019 年上半年，日系和德系品牌市场份额分别上升至 21.28%和 23.29%。

图 8 2017 年以来按国别划分乘用车销量占比情况



究其原因，日系品牌产品可靠、安全、经济，消费者在日趋理性的情况下，更加青睐日系车型；另一方面，日系品牌的国六车型储备最为丰富，在首批通过国六排放标准车型中共有 95 款车型入选，随着“国六”的提前执行，具有明显的竞争优势。德系车依赖于优质的产品质量和品牌效应，占据了中高端车的主流，能较好满足消费者的替换性需求。现阶段叠加美国贸易保护政策，或将加速德系、日系车企在华市场份额提升，因此，与日系和德系的合资车企有望获得较为稳定的投资收益，成为公司利润的有益补充。

在与外资车企多年的合作过程中，部分车企不断学习国外汽车品牌优秀的管理经验、研发体系和生产流程，并逐步形成了自己的技术积累，能够对其自主品牌的发展起到很好的促进作用，最突出的代表是广汽集团和上汽集团。广汽集团旗下拥有丰田、本田、三菱 3 家日系合资企业，2018 年合营联营企业为广汽集团贡献的投资收益为 87.53 亿元，占当年营业利润的 75.17%；同时，自主品牌广汽传祺连续 6 年获得 J.D.Power 新车质量报告中国品牌第一，品牌价值较高，已形成独立的研发技术，GS4 项目获得中国汽车工业科学技术奖一等奖，甚至能够向广汽三菱反哺输出新能源技术。上汽集团的合资品牌和自主品牌呈现“两翼齐飞”的格局，对上汽集团的利润贡献各占 50%；旗下合资品牌上汽大众和上汽通用占据了 2018 年乘用车销量排名第一名和第三名，自主品牌荣威和名爵销售情况良好。在车市低迷的市场环境下，这一类“强强联合”企业的自主品牌下降的销量能够被旗下合资品牌销量的增长所弥补，综合来看，经营和盈利情况相对平稳，信用风险相对较低。

（3）优质自主品牌企业在技术、产品和品牌影响力等方面已具有一定优势，信用风险相对较低。

在政策保护时期，国内车企依靠政策支持，生存压力不大；当政策保护消失，只有真正有技术、产品和品牌实力的企业能够存活并与外资和合资企业进行竞争。经过近 20 年的发展，部分自主品牌车企已经形成了一定的竞争力，如若放开市场和合资车完全竞争，未必处于绝对劣势。

有竞争力的自主品牌车企中，比较有代表性的是长城和吉利。通过对比乘用车分车型前十家生产企业销量排名变化，长城和吉利从 2012 年均未进入前十名榜单到 2016 年同时进入前十，市场地位逐步提高，至 2019 年销量排名分别位于第四名和第七名。以长城汽车为例，多年来通过聚焦核心业务、自主研发及生产核心零部件、垂直整合资源，已经拥有发动

机、变速器、车灯等核心零部件的自制能力,大幅提升了整车产品在质量与成本上的竞争力;其主要产品,如哈弗、WEY、长城皮卡的市场认可度高,已经形成了很强的竞争优势。

图 9 近年来乘用车分车型前十家生产企业销量排名情况

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
上海通用	上海通用	一汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽大众
一汽大众	上海大众	上海大众	上汽通用五菱	上汽通用	上汽通用	一汽大众	一汽大众
上汽通用五菱	一汽大众	上海通用	上汽通用五菱	上汽通用五菱	一汽大众	上汽通用	上汽通用
上海大众	上汽通用五菱	上汽通用五菱	一汽大众	一汽大众	上汽通用五菱	上汽通用五菱	吉利控股
北京现代	北京现代	北京现代	长安汽车	长安汽车	东风有限(本部)	吉利控股	上汽通用五菱
东风日产	东风日产	重庆长安	北京现代	北京现代	吉利控股	东风有限(本部)	东风有限(本部)
重庆长安	重庆长安	东风日产	东风日产	东风日产	长安汽车	长城汽车	长城汽车
奇瑞	长安福特	长安福特	长安福特	长城汽车	长城汽车	长安汽车	长安汽车
一汽丰田	长城汽车	神龙汽车	长城汽车	长安福特	长安福特	北京现代	广汽本田
长安福特	一汽丰田	东风悦达	神龙汽车	吉利控股	北京现代	广汽本田	一汽丰田

资料来源：中国汽车工业协会、联合评级整理

(4) 缺乏竞争力的众多中小车企面临严峻的考验,行业可能出现洗牌重整。

在我国持续多年的政策保护下,一大批汽车生产企业得以发展,丰富了产品多样性,满足了不同层次的消费需求。目前,我国拥有 100 多家整车厂,数量之多创世界之最。然而,大多数企业过度依赖政策红利和外部技术,自身技术落后、创新能力不强、规模小、成本控制能力弱,市场竞争力严重不足。随着保护政策消失,缺乏核心技术和股东支持的中小汽车厂商将面临销售收入大幅下滑,中小汽车厂商一方面因收入下滑、融资渠道不畅使得现金流入减少,另一方面因制造成本上升,现金流出增加;中小汽车厂商资金链脆弱,容易发生信用风险。众多技术落后、规模小的地方性车企,在整体行业景气度下行和外部融资环境趋紧的情况下,无法应对日趋激烈的竞争。根据发达国家的发展经验,汽车行业规模效应明显;我国乘用车行业未来将进一步淘汰落后产能,行业可能出现洗牌重整。

4. 新能源汽车：总量保持增长，产品结构升级

新能源汽车作为国家重点扶持行业,在保持总量增长的基础上,贯彻落实扶优扶强的指导思路,寻求产品升级和产业结构调整。

我国燃油车起步较晚,新能源汽车是实现弯道超车的重要领域,国家连续出台多项刺激政策扶持新能源汽车的发展。2018 年以来,尽管增速出现下滑,但相对传统燃油车来说,新能源汽车仍然保持着较快的净增长。供给端方面,双积分政策及其修正案下,车企要么选择直接发展新能源汽车,要么向新能源汽车生产厂商购买正积分,间接支持新能源汽车发展。

《汽车产业投资管理规定》要求新能源整车布局要考虑省份的产能利用率及配套设施的完善程度,防范盲目布点和低水平重复建设,并再次强调新能源汽车与智能网联汽车是我国未来汽车的主流产品;长期来看,这一政策将在部分产业链完备的省份形成产业集聚效应,有利于保证新能源汽车的有序增长。需求端方面,新能源汽车的购置税减免政策延续,增强了对普通消费者的价格吸引力。《打赢蓝天保卫战三年行动计划》规定了在港口、机场、铁路货场、公交、环卫等公共领域的新能源汽车的最低使用比例,并在大型产业园、工业园、购物中心、批发市场等集散地增加充电设施建设,为新能源汽车的使用提供配套保障。

在保持总量增长的基础上，政策进一步贯彻落实扶优扶强的指导思路，引导新能源汽车实现产业升级。一方面，传统的补贴政策退坡，新的补贴政策对新能源汽车的电池能量密度、整车能耗和续驶里程要求均有所提高，有利于落后产品和产能的加速淘汰。另一方面，逐步放开新能源的竞争，通过废止《汽车动力蓄电池行业规范条件》，取消了之前对外资动力电池厂商的补贴限制，将刺激外资电池企业如 LG、三星和松下等入局中国市场，国内的宁德时代、比亚迪、国轩高科等电池厂商面临竞争；长期看来，伴随自身技术进步和外部竞争压力，锂电池成本可能进一步下降，新能源汽车成本有望降低。预计 2019 年下半年，新能源汽车将延续增长态势。