

汽车行业评级框架

前言

本评级方法主要介绍了鹏元资信评估有限公司在对汽车企业评级时关注的主要因素和评级的主要指标，主要适用于汽车整车生产企业。

本评级方法旨在帮助发行人、投资者以及其他相关机构了解鹏元资信评估有限公司在对汽车企业的信用评级过程中主要考虑的因素以及评级基本框架。需要指出的是，本评级方法并未涵盖鹏元资信评估有限公司在具体评级时所考虑的所有因素，在确定最终级别时可能会因具体企业情况的不同而有所区别。

鹏元资信评估有限公司对汽车企业的信用评级主要是围绕企业的外部运营环境、内部经营状况和综合财务实力等因素来判断其整体实力及偿债能力，而在影响企业整体竞争实力的因素中，我们主要考察行业运营环境、业务经营与竞争、公司治理与管理、资产质量、盈利能力、现金流以及偿债能力等因素。我们在分析上述因素的基础上，发布汽车行业评级方法框架。

一、行业概况

1.定义

我们界定汽车行业的标准参照证监会《上市公司行业分类指引》，即以营业收入来划分，汽车业务营业收入占公司总营业收入的比重大于或等于 50%的企业归属汽车生产企业；如汽车业务营业收入比重不到 50%，但比其他业务收入比重高出 30%也划入汽车生产企业。

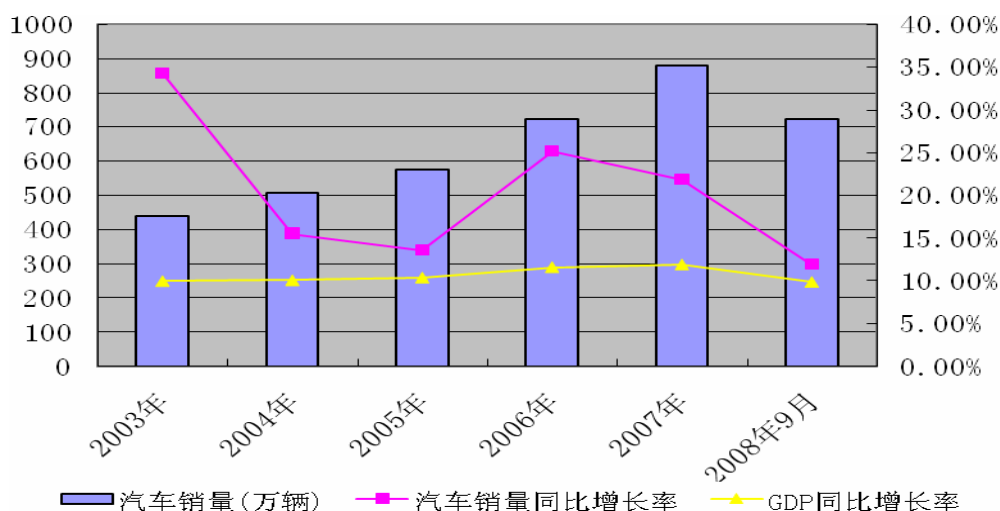
汽车是指有自主动力源，主要在公路或马路上行驶的交通工具，通常有四个或四个以上的橡胶轮胎，用来运载人或货物。根据我国现行汽车分类标准，汽车一般分为商用车和乘用车两大类。商用车包括客车、货车、半挂牵引车、客车非完整车辆和货车非完整车辆；乘用车包括基本型乘用车（即轿车）、多功能乘用车（MPV）、运动型乘用车（SUV）和交叉型乘用车。

2.发展现状

受惠于我国宏观经济的持续快速增长、城镇居民收入提高和消费结构升级、汽车消费环境改善以及潜在消费需求集中释放等积极因素，近年来我国汽车行业呈现了快速增长趋势，2003~2006年，汽车年产销增长率保持在 15%以上。2007年汽车行业延续良好发展势头，汽车产销均创历史新高，据中国汽车工业协会统计，2007年中国汽车产销量分别为 888 万辆和 879 万辆，分别同比增长 22.02%和 21.84%。汽车销量和 GDP 增长相关性很强，2008

年受外围不利环境的影响，我国经济增长速度放缓，而汽车销量也出现明显下滑走势。

图1 2003—2007年我国汽车销量和GDP的变动关系



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

我国汽车产销量经过多年快速增长，在全球汽车产业的地位和排名也不断上升。根据2007年各国汽车产量统计情况，我国已成为全球第三大汽车生产国，产量排名仅次于日本和美国。我国民间汽车保有量一直保持持续增长态势，1999~2006年间，年平均增长速度达到13.34%。根据国家统计局的统计公报，截止2007年末，我国汽车保有量为4,229万辆（不包括三轮汽车和低速货车），按我国13亿人口来测算，我国每千人拥有的汽车数量仅为33辆，而全球平均水平为120辆，美国则高达750辆。相比较而言，我国的人均汽车保有量水平仍然很低，和发达国家相比还有很大的差距。在我国城市化建设加快的过程中，汽车需求还有很大的释放空间。

在我国，乘用车是汽车行业的主要品种，而轿车又是乘用车中的主要品种。2007年，我国商用车销量占汽车销售总量的比例为28.37%，乘用车销量占汽车销售总量的比例为71.63%。而我国乘用车销量又主要以轿车为主，2007年我国轿车销量占乘用车销售总量的比例为75.06%。

表1 我国汽车细分品种占比情况

项目	汽车		乘用车	
	乘用车	商用车	轿车	非轿车
占比	71.63%	28.37%	75.06%	24.94%

资料来源：汽车工业协会

3.市场结构

我国汽车行业已逐步进入市场化竞争日益充分、集中度相对较高的发展阶段。2007年，排名前十名的汽车企业共计生产汽车761.87万辆，占我国汽车产量总额的85.77%；共计销售汽车754.47万辆，占我国汽车销量总额的85.82%。其中上汽、一汽和东风处于第一梯队，这三大集团产销均超过百万辆，市场占有率分别为17.68%、16.33%和12.94%。

表2 2007年我国主要汽车企业（集团）的产销量情况统计

厂家名称	产量（辆）	销量（辆）	市场占有率
上海汽车工业（集团）公司	1,561,167	1,554,039	17.68%
第一汽车集团	1,464,908	1,435,982	16.33%
东风汽车集团	1,154,867	1,137,255	12.94%
长安汽车（集团）有限责任公司	877,749	857,693	9.76%
北京汽车工业控股集团有限责任公司	706,396	694,074	7.89%
广州汽车工业集团有限公司	514,012	513,495	5.84%
奇瑞汽车有限公司	387,880	380,817	4.33%
华晨汽车集团控股有限公司	293,588	300,518	3.42%
哈飞汽车工业集团	231,488	243,079	2.76%
浙江吉利控股集团有限公司	216,774	219,512	2.50%
安徽江淮汽车集团有限公司	209,880	208,261	2.37%
合计	7,618,709	7,544,725	85.82%

资料来源：《中国汽车工业产销快讯》

在我国汽车行业政策的指引下，近两年自主品牌轿车也取得了较快的发展。从2002年不到17%的市场占有率发展到2007年26.28%的占有率。

表3 国家行业政策对自主品牌建设的支持

时间	名称	主要内容及其目的
2007年5月	中国汽车工业“十一五”发展规划	到2010年，汽车工业自主创新取得实质性成果，提高自主品牌乘用车产品的市场占有率，力争自主品牌轿车市场占有率达到50%。
2006年12月	《关于汽车工业结构调整意见的通知》	推进汽车生产企业联合重组，严格控制产能，打造本土品牌。
2006年12月	《国家自主创新产品认定管理办法（试行）》	提升自主创新产品在政府采购中的地位
2006年6月	《关于实施促进自主创新政府采购政策的若干意见》	提升自主创新产品在政府采购中的地位

资料来源：相关法规，鹏元整理

二、行业关注

1.宏观经济波动

汽车作为周期性行业，对宏观经济运行状况依赖性很强。受益于我国国民经济的持续快

速增长，近几年我国汽车行业保持了快速增长趋势，2003—2007 年以来保持了 15% 以上的年均增长率。但受美国金融风暴的影响，2008 年以来我国经济增速放缓的趋势明显，这已经在很大程度上影响了汽车消费，2008 年前三季度汽车销量增长为近六年来的最低水平。而就汽车细分品种类来说，相比乘用车，商用车作为营运和商务用车，受经济波动的影响更大。

2. 钢材价格波动

钢材是汽车主要原材料之一，近几年其价格波动较大，给汽车生产企业带来较大程度的影响。2007 至 2008 年上半年，由于国际铁矿石价格的上涨，钢材上涨幅度较大，给汽车制造企业带来一定的成本压力。受全球宏观经济下行的不利影响，钢铁需求近期开始出现明显下滑走势。国内机械、汽车、家电和房地产等下游行业需求不振，钢材价格进入三季度以来出现大幅跳水，钢材行业将进入深度调整期，钢材价格上涨对汽车行业产生的成本压力正日益减缓。

根据 2007 年钢材价格指数走势的测算，我国钢材价格平均上涨幅度 10% 左右，汽车行业平均毛利率下降约 0.5 个百分点，也即钢材价格波动 10% 大约对汽车行业的毛利率影响约为 0.5%。

3. 燃油价格波动和国三标准实施

燃油价格也是影响汽车行业的一个重要因素，2007 年以来，国际油价波动较大，给汽车的使用成本影响很大。国三燃油标准于今年 7 月 1 日的全面实施，汽车尾气排放标准的控制标准日趋严格，这都在一定程度上增加了汽车的制造成本。汽车的油耗和车辆本身的燃油经济性直接挂钩，在当前市场没有出现饱和的情况下，人们对汽车总的需求不会变，市场会自动寻找更加经济的替代品。因此燃油价格波动会进一步推动业内企业利用技术升级来提高汽车的燃油经济性。所以，我们认为今后汽车企业的工作重点将围绕“节能减排”，提高车辆的节能技术，调整产品结构，应对能源价格波动加大带来的消费压力和排放标准日趋严格的环保压力。

4. 消费税和燃油税

国家决定从 2008 年 9 月 1 日起大幅提高大排量乘用车的消费税税率，以及降低小排量乘用车的消费税税率。这将在一定程度上抑制大排量汽车消费，同时刺激小排量汽车消费。另外，燃油税已经被我国列入“十一五”期间税制改革的重点，征收的时机完全成熟，2008 年 12 月 5 日，国家发改委等四部门已发布燃油税改革方案征求意见稿，计划于 2009 年元旦正式开征。按照这一方案，燃油税将采取从量定额的方式征收，一升油征收额度为 1 元。燃

油税开征后，车辆的燃油经济性将成为影响消费者购车的一个重要因素，节油性能好的车型的竞争力将大大提高。同时也将促进节油车型的发展，促使汽车生产厂商采用更先进的发动机技术，努力提高发动机效率，降低油耗，向小型、节能、高效、经济的车型发展。这对当前的汽车生产企业来说，既是良好的机遇也是不小的挑战。

三、企业评级框架

1.经营与竞争

➤ 经营规模和市场占有率

对汽车生产企业来说，经营规模对其发展尤为重要，取得规模优势能增强风险抵御能力和降低生产成本。规模较大的汽车企业在抵御行业周期性波动、提高与上下游之间的议价能力有一定的竞争优势。此外，规模较大的企业通常也拥有较高的市场占有率。在我国的汽车生产企业来看，规模较大的汽车企业如一汽、上汽规模优势明显，在竞争中处于较为有利的地位。另外，需要进一步了解该汽车生产企业各子品牌的占有率，以及和各细分市场龙头企业的差距等因素，从而得出该企业在行业内的竞争地位，以及未来的发展方向等。

➤ 产品结构

由于汽车行业大致可划分为商用车和乘用车两大领域，因此在这两大领域齐全的企业会有一定的竞争优势。商用车作为营运和商务用车，较易受到经济波动的影响；而乘用车又对油价的波动较为敏感。考虑到商用车产品和轿车产品的不同特性以及面向不同市场空间的较大差异，拥有这两大领域的汽车生产企业具有较强的抗风险能力，能有效平滑经济波动和燃油价格上涨的不利影响

➤ 技术和品牌影响力

在我国汽车行业，具有较强的技术和品牌影响力意味着在竞争中处于更为有利的位置，拥有更高的市场占有率。一般来讲，汽车生产企业中合资品牌的技术水平较高，盈利能力相对自主品牌较强。

➤ 营销能力和渠道管理

在我国目前汽车消费市场上，4S 店的营销模式成为主流。各家汽车厂商的营销能力和渠道管理对其经营影响较大，因此必须对此表示关注。

2.治理与管理

➤ 发展战略

汽车行业竞争较为激烈，因此采取一个适合公司发展的长期战略就显得格外重要。管理

层对公司的市场定位和经营风险是否有足够的认识,公司的战略规划是否符合行业的发展趋势,是否能根据公司的实际情况和经营环境的变化制订切实可行的发展战略是汽车企业未来生存和发展的关键。

➤ 内资、外资差别

在我国汽车生产企业中,存在合资品牌和自主品牌之分,企业组织机构也有内资和外资的差别。如何在公司管理中更好的协调内资、外资两方的利益关系和文化差异在汽车生产企业中显得尤为重要。

3.盈利能力

较强的盈利能力是企业获得稳定现金流和较强偿债能力的保障,是企业未来发展的基石。盈利能力强的企业能在竞争中获取更多的竞争优势,获得更大的市场份额。影响汽车行业盈利能力的主要因素包括:公司的产品价格、生产成本、产品结构、品牌影响力等,同时这些因素又受行业发展状况、市场供求状况和产业发展政策等多种因素的影响。我们主要通过主营业务收入、毛利率和净资产收益率三个指标衡量汽车企业的盈利实力。

➤ 主营业务收入增长率

主营业务收入是分析盈利能力的基础所在,对中国的汽车企业来说,主营业务收入较高,则意味着在细分市场有较高的市场份额,公司应对市场波动的能力更强。主业收入稳步增长则意味着公司处于成熟运营期,在细分市场占有率较高,业务运营和盈利能力较强。

➤ 毛利率

毛利率反映汽车企业的运营效率和获利能力。不同产品结构的汽车生产企业毛利率水平差别较大,一般乘用车生产企业的毛利率大于商用车生产企业的毛利率。在目前钢材价格大幅波动和节能减排压力增大的情况下,较高的毛利率水平意味着企业产品结构更为合理,应对行业波动和成本上升的能力更强。

➤ 品牌、技术和研发实力的影响

品牌、技术和研发对汽车生产企业的盈利能力影响较大,具有品牌优势和技术优势、研发能力强的企业毛利水平较高,盈利能力较强。

4.现金流

现金流是公司偿还债务的第一来源,反映了企业在经营过程中获取现金的能力。分析企业的现金流状况对判断企业未来的偿债能力极其重要。汽车行业的现金流分析主要应包括经营现金流和投资、筹资现金流等因素。

➤ 经营现金流

经营活动产生的现金流是企业现金的主要来源，稳定的经营活动现金流是企业可持续发展的源泉，是企业偿债能力的坚实保障。通过企业近几年经营现金流的变动情况，从中分析影响企业现金生成能力的因素，并结合公司未来的投资计划，分析企业自身是否能产生足够的现金来满足其资本支出和偿还相关债务。

一般对汽车生产企业来说，银行对下游支持力度较大，收付款多通过票据方式进行结算，对其现金流影响很大，这也是我们在评级中必须要关注的因素之一。

➤ 投资、筹资现金流

汽车行业属于资本密集型行业，投资资金需求较大。在我国当前人均汽车保有量偏低和城市化进程加快的环境下，行业仍处于大幅扩张阶段，汽车生产企业仍有强烈的扩大产能的冲动。因此，汽车生产企业的资本性支出往往较大，投资现金流表现为大幅的负值。

如果其经营活动现金流不能满足资本性支出的需求，企业将面临较大的资金压力，需要利用外部融资来满足公司的资本性投入。一般情况下，企业会通过银行借款、定向或公开增发、发行债券等方式来筹集资金，使筹资活动产生的现金流入在全部现金流入中的比重逐年加大。

5.偿债能力

考察汽车企业的偿债能力，必须考察其现金流和利润对债务的覆盖程度。我们选取现金流流动负债比、资产负债率、流动比率和速动比率等指标来衡量企业的偿债能力。

➤ 现金流流动负债比

该指标主要是考察汽车企业经营现金流水平对短期债务的保障程度。该指标越大，偿债能力越强。具体分析中主要是通过企业近年经营现金流水平的变动情况与短期债务的配比程度，揭示企业可支配的资金对短期债务的即时支付能力。

➤ 资产负债率

资产负债率是很好的长期偿债能力指标，它反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，也可以衡量企业在清算时对债权人利益的保护程度。从债权人的角度来讲，负债率越低，其债权相对越安全，按期收回本金和利息的可能性也就越大。资产负债率是衡量企业长期偿债能力的重要指标，在考察这一指标时，我们不仅要关注企业目前的债务压力，还要考察债务的期限结构、未来资本支出导致的资本、债务结构变化等因素。

➤ 流动比率和速动比率

流动比率是最重要的短期偿债能力指标，衡量流动资产对流动负债的保障程度。一般情况下，流动比率越高，反映企业短期偿债能力越强，债权人权益越有保证。速动比率是更为

保守的短期偿债能力指标，它剔除了存货对流动资产的影响，因此更为稳健。在考察这两个指标对偿债能力的影响时，必须要关注应收账款的变现能力，它是影响这两个比率真实性的重要因素。公司会计账面上的应收账款不一定都能变成现金，因此实际的坏账可能比计提的坏帐准备要多。而且，由于公司业务的季节性变化，可能使公司财务报表中的应收账款数额不反映平均水平。因此我们在考察流动比率和速动比率时，必须对公司应收账款的变现能力进行重点关注。

四、特殊事项分析

1. 政府支持力度

在我国当前汽车行业的竞争格局中，商用车中自主品牌占有绝对优势，重汽、福田等都是行业内领军企业。但在乘用车领域，外资品牌则占有绝对优势。因此政府对自主品牌的支持力度就显得尤为重要。在中央政府最新公布的 2007—2008 中央政府国家机关汽车协议供货项目中，比亚迪、奇瑞、吉利、华晨、红旗、哈飞、长城等民族自主品牌纷纷中标，被纳入政府采购的目录中。如此大幅度地将自主品牌纳入政府用车采购目录在中国尚属首次，可见政府对自主品牌的扶持力度已经在加强。同时，对汽车企业来说，地方政府的支持力度也对汽车产品的销售非常重要。其中自主品牌的代表企业奇瑞所在的安徽省芜湖市就规定，新上牌照的出租车必须使用奇瑞汽车。由此可见，中央及当地政府的支持对汽车企业的发展极其重要，这也是我们在评级中必须考虑的因素之一。

2. 节能环保

今年国三燃油标准于7月1日的全面实施，汽车尾气排放标准的控制标准日趋严格，中国汽车行业未来发展必然要遵循节能减排的基本原则，在这方面做的较为突出的企业能得到政府更多的政策支持，同时也能更好的规避因国家节能环保政策变动引发的政策风险，对保持稳定的信用品质有较大的作用。

五、主要指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入净额} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{主营业务成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入净额}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入净额}$
现金营运指数	$\text{经营现金流量} / \text{经营所得现金}$	