

2016 年 2 月 26 日

信用

固定收益研究组

王瑞娟分析员, SAC 执业证书编号:
S0080515060003
ruijuan.wang@cicc.com.cn**许 艳**分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030007
SFC CE Ref: BBP876
xuyan@cicc.com.cn**行业增速收敛, 两级分化加剧****——汽车行业系列专题一: 整车制造业****姬江帆**分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030008
jijf@cicc.com.cn

汽车行业综述

汽车在制造业产业链中处于下游, 从上到下可分为零部件、整车生产和销售、汽车经销、汽车后服务四个市场, 其中整车是最主要的盈利部门且决定了上下游行业景气程度。整车根据用途可分为乘用车和商用车两大类, 其中乘用车销量约占整车销量的 85%。汽车行业景气程度与宏观经济状况直接相关, 经过十年左右的黄金增长期, 11 年以来我国汽车销量增速明显下滑。市场竞争格局方面, 由于我国汽车行业起步晚, 各大成熟的外资车企迅速进入抢占整车生产市场, 目前已形成比较稳定的竞争格局。由于汽车行业细分子行业众多, 且经营和财务特征各不相同, 我们将分类进行分析, 本文主要集中在整车制造部分, 后续将对零部件和汽车经销行业进行详细分析。

乘用车行业及发债企业信用状况分析

乘用车属于消费品, 行业需求取决于消费者的购买能力和购买意愿, 购买环境和使用环境通过影响消费者购买能力和购买意愿, 间接影响行业需求。经济快速增长、消费观念增进和低基数效应等因素共同造就我国乘用车行业的黄金十年, 11 年起销量增速明显下降, 且伴随着消费结构升级, 产品内部分化逐渐显现, 具体表现为 SUV 和 MPV 销量占比大幅提升以及低端车型受到挤压。展望未来, 我国目前汽车保有量明显低于发达国家, 仍有增长空间, 不过宏观经济增速下行和汽车普及率提升已不足以支撑行业快速增长, 据中金行研预测, 16 年乘用车销量约为 7.4%, 其中 SUV 和轿车增速分别约为 20% 和 3%。加上 13 年新建产能陆续投产促使行业进入紧平衡状态, 行业竞争加剧、利润空间下降是必然趋势。我国乘用车生产企业集中度高, 其中合资企业凭借先进的技术和雄厚的资金实力, 不论在合资品牌还是自主品牌市场上均拥有较强竞争力, 而纯自主品牌企业则一直处于弱势, 未来行业竞争加剧后必然更受挤压, 而自主中高端品牌质量的提升将导致合资品牌高盈利逐步回调。目前乘用车行业存量债券发行人共 10 家, 包括高端、合资车企 6 家和纯自主品牌企业 4 家。得益于产品竞争力强、研发和融资成本低, 高端车企盈利一直好于纯自主品牌类企业。低端车企中, 奇瑞作为国企可获得稳定的政府和银行支持, 不过产品低端而参股的高端车型又难以形成实际现金回流, 持续大规模的投资形成沉重的债务负担和短期周转压力, 如果信用资质持续没有好转, 不排除出现再融资难度增大的问题; 力帆由摩托车转型乘用车, 相对奇瑞产能更低、产品更廉价、研发费用更重, 而且作为民企也难以获得政府和银行支持, 控股股东渝力帆偿债和周转压力相比上市公司更重。

商用车行业及发债企业信用状况分析

商用车包括载货和载客两类, 其中载货车需求主要取决于固定资产投资增速, 载客车需求相对稳定。与整车销量走势相同, 商用车也经历了快速增长然后增速下降的过程。所不同的是, 载货车 11 年以来销量负增长, 载客车销量增速仍能达到 10% 甚至更高, 但载货车销量占比高使得商用车整体走势弱于整车行业, 基于需求判断, 这种趋势很可能长期持续下去。商用车行业整体集中度较高, 目前债券发行人集中在重卡、轻卡、大客、轻客领域的龙头企业, 因此虽然受行业景气度下行影响盈利增速走弱, 但受益于行业龙头优势仍能保持良好水平, 且现金流和偿债、短期周转指标均表现良好, 其中隆鑫作为民营企业、产品以最廉价的摩托车为主, 各类指标明显弱于其他发行人。需要警惕的是, 其中多家公司在主业增速下行过程中, 快速发展非主营业务, 例如重汽、隆鑫均有理财、信托、委托贷款等投资行为, 宇通子公司同信证券也对其合并现金流和实际偿债指标形成较大影响。

总结

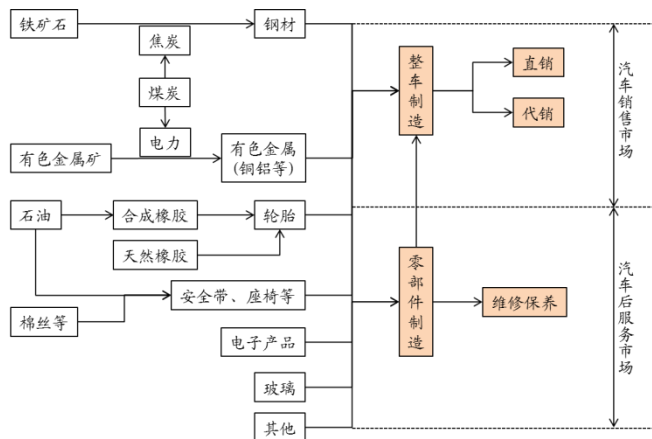
汽车行业作为重要的制造型企业, 景气程度与宏观经济关系很大, 从而呈现出一定周期性特征——2000 年来快速增长, 2011 年起进入低增长阶段。不过与煤炭、钢铁等强周期行业相比较, 汽车行业处于整个制造业产业链的下游, 抗周期能力相对更强, 细分领域抗周期能力排序为载客车>乘用车>载货车。从企业层面来说, 我国整车制造企业集中度都比较高, 其中商用车发行人均为行业龙头, 财务表现优异。乘用车发行人中, 中高端品牌车企规模优势大、产品竞争力强, 整体表现也很突出。而低端品牌市场持续被挤压, 加上研发投入大积累了沉重的债务负担, 值得关注。



汽车行业综述

汽车在制造业产业链中处于下游，整车生产和销售是最主要的盈利部门且决定了上下游行业景气程度，其中乘用车销量约占整车销量的 85%。如图表 1 所示，钢铁、铜铝等有色金属、橡胶轮胎、玻璃以及安全带、座椅等汽车内饰产品是汽车制造过程中主要的原材料。汽车行业从上到下可分为零部件、整车生产和销售、汽车经销、汽车后服务市场。在我国，整车销售决定了上游零部件和下游汽车经销景气状况。据中金行研测算，整车销售占整个汽车行业盈利的 80% 以上，因此用整车销售状况即可判断汽车行业整体的景气程度。整车根据功能性分为乘用车和商用车两大类，其中乘用车销量约占整车销量的 85%。

图表 1：汽车在制造业产业链中的位置

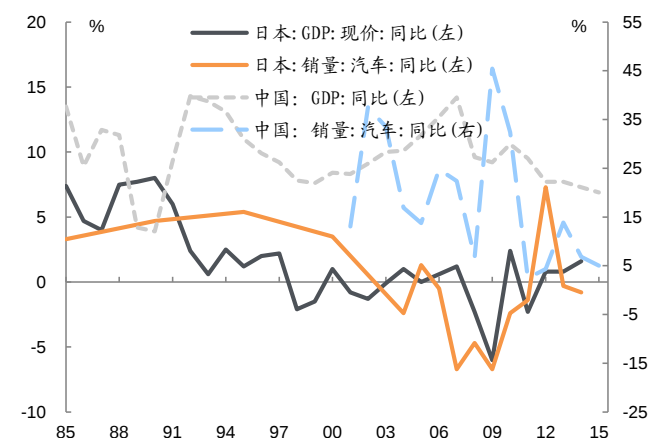


资料来源：中金公司研究

汽车行业景气程度与宏观经济状况直接相关，经过十年左右的黄金增长期，2011 年以来我国汽车销量增速明显下滑。作为重要的制造业之一，汽车行业景气程度与宏观经济息息相关。如图表 2 所示，日本汽车销量增速与 GDP 同比增速走势基本一致。中国汽车市场发展较晚，初期销量增速一直很高，随着保有量的上升，也逐步形成了与 GDP 增速走势一致的特征：2000~2010 年间 GDP 增速保持在 10% 左右的高水平，汽车销量平均增速 25%；2011 年开始 GDP 增速跌破 10%，汽车销量增速也大幅下降。

我国汽车行业起步晚，各大成熟的外资车企迅速进入抢占整车生产市场，目前已形成比较稳定的竞争格局。龙头企业多为合资，且以乘用车为主导产品。如图表 3 所示，近三年来我国前十大汽车生产企业市场份额超过 85% 并且还在提升。这十大汽车生产企业中，前六大竞争排名非常稳定，均为合资企业，以乘用车为主导产品。

图表 2：汽车销量与 GDP 增速关系



资料来源：中金公司研究

图表 3：汽车行业竞争格局

排名	公司	2014		2013		2012	
		销量	市场份额	销量	市场份额	销量	市场份额
1	上汽	558	23.75	507	23.08	446	23.11
2	东风	380	16.18	353	16.08	308	15.95
3	一汽	309	13.15	291	13.23	265	13.71
4	长安	255	10.85	220	10.02	195	10.12
5	北汽	240	10.22	211	9.6	170	8.81
6	广汽	117	4.98	100	4.57	71	3.68
7	华晨	80	3.41	78	3.54	64	3.33
8	长城	73	3.11	75	3.43	62	3.24
9	奇瑞	49	2.09	55	2.5	56	2.92
10	江淮	46	1.96	51	2.34	49	2.55
合计			89.69		88.38		87.4

资料来源：中国汽车业协会，中金公司研究

由于汽车细分子行业众多，各自具体需求驱动因素和企业经营格局盈利模式存在较大不同，下文将分别进行讨论。需要注意的是，汽车子行业的功能各不相同，导致其需求群体和驱动因素存在较大不同，其中乘用车属于消费品，需求取决于终端消费者；商用车属于生产资料，需求来自客运、物流和土建等下游行业；汽车零部件处于行业中游，需求来自整车制造和二手车修配两方面。而且，各类细分子行业市场格局和盈利模式也存在较大差异，例如乘用车市场上合资企业已占大半江山，盈利主要体现在投资收益而非主业盈利中。考虑到各子行业差异较大，下文将分类探讨。



乘用车行业及发债企业信用状况分析

乘用车指的是设计和技术特性上主要用于载运乘客及其随身行李或临时物品的汽车，包括驾驶员座位在内最多不超过9个座位。按用途可分为基本型乘用车（轿车）、多用途车（MPV）、运动型多用途车（SUV）、专用乘用车和交叉性乘用车（包括9座以下轻客）。按车型可分为A00级（微型车）、A0级（小型车）、A级（紧凑型车）、B级（中型车）、C级（中大型车）、D级（长车身豪华轿车）。

图表4：各等级分类及代表车型

等级	轴距	发动机排量	代表车型
A00	2米~2.3米	<1升	奥拓、Smart
A0	2.3米~2.5米	1升~1.5升	赛欧、飞度、polo、瑞纳、嘉年华
A	2.5米~2.7米	1.5升~2.0升	福克斯、速腾、卡罗拉、奥迪A3
B	2.7米~2.9米	1.8升~2.5升	马自达6、雅阁、蒙迪欧、索纳塔、奥迪A4、帕萨特
C	2.8米~3.0米	2.3升~3.0升	奥迪A6、宝马5系、奔驰E
D	>2.8米	>3.0升	奔驰S系列、宝马7系、奥迪A8、劳斯莱斯、宾利

资料来源：中金公司研究

乘用车行业供求状况

供给端看，目前汽车行业整体产能利用率维持高水平，不过新建产能投放压力大，可能迫使未来行业产能利用率下降。过去十几年汽车行业每年新增产能规模呈波动中上升趋势，由于同时期汽车销量增速也非常可观，整体行业产能利用率可维持在70%左右的较高水平。如图表5所示，部分合资品牌如一汽大众、上汽大众、东风PSA、长安福特、广汽本田、广汽丰田以及自主品牌长城的产能利用率均超过100%。不过需要注意的是，汽车行业10年以来年度销量同比增速基本都在个位数水平，只有13年销量同比上升14%左右，14年又回落（图表7）。而新建产能15年开始集中投产（产能建设周期约1~2年），目前多家车企新产能约占总产能的20%以上，说明投产增速正在超越销售增速，可能迫使行业产能利用率下降。

图表5：各品牌车企产能利用率和新增产能

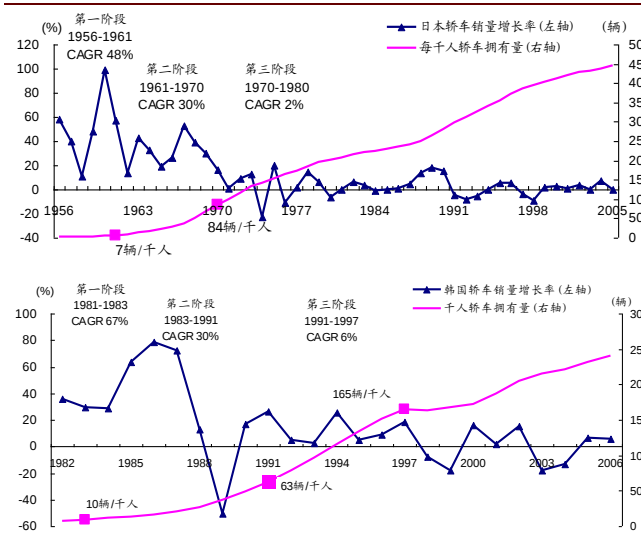
系列	车企	产能利用率	新产能/总产能
德系	一汽大众	119%	9%
德系	上汽大众	104%	15%
法系	东风PSA	121%	20%
德系	北京奔驰	90%	30%
美系	长安福特	137%	50%
日系	一汽丰田	86%	18%
日系	广汽本田	105%	20%
日系	广汽丰田	100%	37%
日系	东风本田	79%	19%
日系	长安铃木	49%	22%
自主	长城	100%	12%

资料来源：公司公告，中金公司研究

在目前行业竞争格局较为稳定的情况下，各大车企可适当控制整体产能投放进度，因此相对供给来说，需求是乘用车行业景气状况更重要的决定因素。乘用车行业属于消费品，下游以终端消费者为主，行业需求取决于消费者的购买能力和购买意愿这两个因素。

► 购买能力最常用的衡量指标包括人均GDP和居民可支配收入。日本和韩国历史经验表明，汽车普及期销量增速高于人均可支配收入增速，达到一定人均保有量后周期性才更加明显。如图表6所示，以日本、韩国汽车行业发展史为例，当汽车消费处于起步阶段时，由于基数较低，增长率很高，随着汽车大规模进入家庭处于普及阶段时，增长率逐步下降。而当乘用车拥有量达到一定程度后，行业进入相对饱和阶段，此后销量年增速降至1位数甚至负增长，具体而言这个临界点日本是84辆/千人，韩国是63辆/千人。研究中也常常使用R值（平均车价/人均GDP）来衡量消费者购买能力，发现当R值在3~5时，汽车开始大规模进入家庭。

图表6：日本、韩国汽车销量增速与轿车拥有量关系



资料来源：Euromonitor，中金公司研究

► 购买意愿取决于消费观念和消费者信心。此外，我国乘用车大部分生产企业是合资企业，偶尔的地缘争端也对引起消费者对部分车的排斥，比如12年钓鱼岛事件就引发了消费者计提抵制日系车，对当年日系合资车企盈利造成巨大负面冲击。

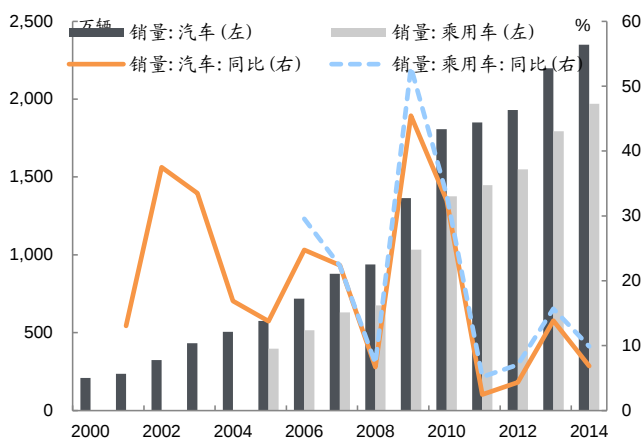
► 购买环境和使用环境也会通过影响消费者的购买能力和购买意愿，间接影响行业需求。购买环境主要体现在政策方面，我国关于乘用车行业需求有关的政策主要有五类，一是2009年为促进经济而推出的“汽车下乡”等惠民政策；二是防止城市过度拥堵而推出的“汽车限行”、“汽车限购”等政策，目前已实行汽车限购的城市包括北京、上海、杭州、深圳等城市；三是针对小排量汽车的“减征车辆购置税”促销政策，针对新能源汽车市场的“降价”等促销政策；四是限制公务用车；五是汽车金融方面的措施，如车贷比例和车贷利率等。使用环境包括成品油价格、公路建设情况、拥堵状况、停车费用、维修费用等方面。



乘用车行业历史表现及未来展望

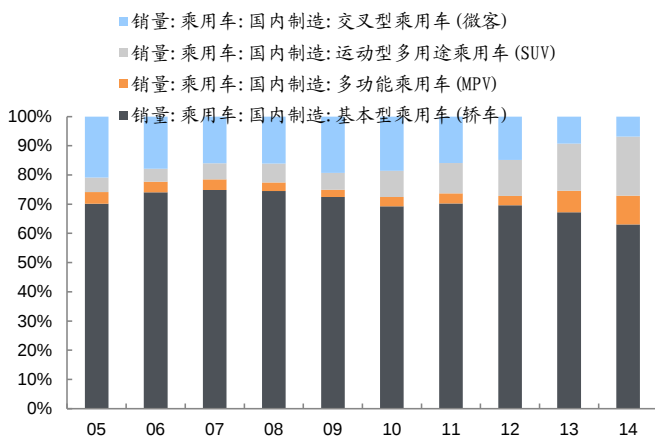
多个因素共同造就了我国乘用车行业的黄金十年，自2011年起销量增速明显下降。2000年以来的十年中，我国经济快速增长带动人民收入水平快速提升，城市化过程中“私家车”观念逐步植入人心，加上低基数效应，共同造就了汽车行业的黄金十年。如图表7所示，乘用车行业销量增速大致等于或略高于汽车行业整体，2000~2010年的十年中，除2008年外增速均超过20%，其中2009年“汽车下乡”等惠民政策刺激下销量真素高达50%左右。随着宏观经济增速下行和刺激政策退出，2011和2012年销量增速仅5%左右，2013年在刺激退出的低迷效应逐步消化，以及前期低点的基础上，同比增速恢复至13%，但2014年开始再次回落。

图表7：中国历史乘用车销量走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究

图表8：乘用车细分车型销量占比走势

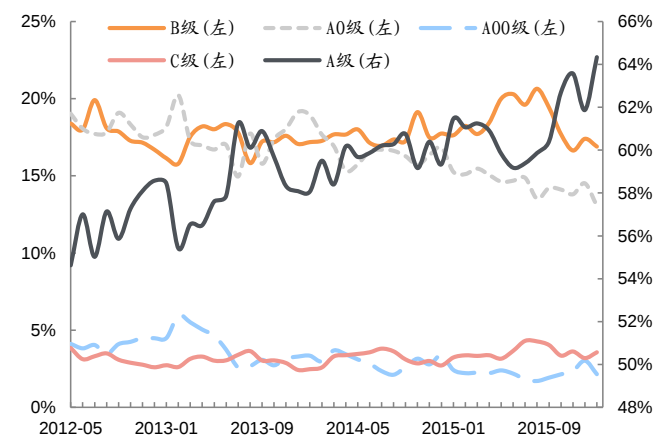


资料来源：万得资讯，中金公司研究

细分产品来看，伴随着消费结构升级、销量增速下行，乘用车内部分化逐渐显现，具体表现为SUV和MPV销量占比大幅提升以及低端车型受到挤压。根据成熟市场发展经验，由于SUV和MPV兼具越野车的高性能和轿车的舒适性，在消费者购买能力提升和对汽车性能要求提高的过程中，存在逐步替代轿车需求的现象。目前美国、德国、法国、韩国等国SUV销量约占乘用车总销量的30~40%。在我国，黄金十年期间汽车处于快速普及

阶段，汽车销售以轿车和交叉型乘用车为主，此后随着汽车保有量的提升，逐步进入了SUV和MPV替代轿车和交叉型乘用车的现象。如图表8，2013年起SUV和MPV销量占比迅速上升。2015年SUV新车密集上市，当年销量同比大幅上升52.5%，占乘用车总销量的比例达到25%以上，而轿车销量却下滑5.3%。另一方面，汽车普及率的提升和消费者购买能力的提升，推动消费者对汽车质量、舒适度等方面的要求逐步提高。消费升级使得低端车型竞争力明显下降，而同期需求增速下行推动中端车型价格出现“官降”，进一步挤压低端市场。如图表9所示，自2014年以来A0和A00级轿车销量占比就开始出现下降，而A及以上级别车型占比则逐步提升。2015年9月出台小排量车辆购置税减半的刺激政策后，B和C级车销量占比略有下降，不过A0和A00这类低端车辆销售也并无明显回升，刺激效应只停留在A级轿车层面。

图表9：乘用车各等级车型销量占比走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究

展望未来，由于我国目前汽车保有量明显低于发达国家，仍有增长空间。不过宏观经济增速下行和汽车普及率提升，已不足以支撑行业快速增长，行业增速预计将维持在10%以内。另一方面，13年新建产能将陆续投产，使得行业进入紧平衡状态，行业竞争加剧、利润空间下降是必然趋势。经过十年左右的快速增长，截至14年末我国乘用车千人保有量为106辆/千人，而同期美国、德国、意大利、日本、韩国等成熟市场的千人保有量已达到500~800辆/千人，墨西哥、泰国、南非等欠发达国家千人保有量在200~300辆/千人。从这一点上说，我国乘用车普及率与成熟市场还有较大差距。但我国宏观经济步入相对缓慢增长周期，居民可支配收入增速也将随之下降，加上城市化进程进入后期，已不能继续支持快速增长。据中金行研预测，2016年乘用车销量将略高于GDP增速，约7.4%。细分行业上，由于高基数影响，2016年SUV销量将有所放缓至20%；而轿车在低基数基础上，增速有望回升至3%左右。



乘用车行业竞争格局和未来展望

我国乘用车生产企业集中度高，合资企业凭借先进的技术和雄厚的资金实力，不论在合资品牌还是自主品牌市场上均拥有较强竞争力，而纯自主品牌企业则一直处于弱势。汽车属于标准化产品可批量化生产，整车行业初期需要巨额投资，具备资金密集型特征。由于行业进入壁垒高，给予了行业内企业一定的盈利保障。同时也表现出显著的规模效应，即产量越大对应的单位成本越低，盈利状况越好。据中金行研统计，我国前十大轿车品牌分别为上海通用、上海大众、一汽大众、一汽丰田、长安福特、东风日产、东风神龙、北京现代、吉利汽车、奇瑞汽车，合计市场占有率约 60%。其中前三大汽车品牌市场占有率总计接近 30%，已经形成稳定的行业竞争格局。由于我国大型汽车生产企业均为合资企业，品牌价值高叠加规模效应强，盈利状况明显好于自主品牌企业。而自主品牌市场占有率虽然也超过 40%（以 2015 年月度平均为例，自主品牌、日系、德系、美系、韩系分别约为 41%、16%、19%、12%和 8%），但大部分也是合资企业所有，雄厚的资金实力和先进的技术支持都给予其更强的市场竞争力，而反观纯自主品牌生产企业，低端车型集中和高财务杠杆使得他们在市场竞争中一直处于弱势。

考虑到未来行业增速趋于下行，内部竞争加剧，低端品牌将继续受到挤压，而自主中高端品牌质量的提升将导致合资品牌高盈利逐步回调。如前文所述，未来我国汽车行业供给增速超过需求增速，将逐步进入紧平衡阶段。这个过程中可能伴随两种情况出现：其一，汽车消费升级使得中高端汽车需求趋于上升，而行业竞争加剧推动车价下行，中高端汽车性价比抬升，低端品牌将继续受到挤压。其二，从 J.D. Power 监控的数据来看，2011 年之后自主品牌和合资品牌的质量差异显著缩小，2015 年虽然自主品牌市场占有率同比小幅下降，但中高端品牌呈现出快速追赶态势，相应的欧美品牌溢价在逐步下降，将推动合资品牌的高盈利逐步下滑至常态。

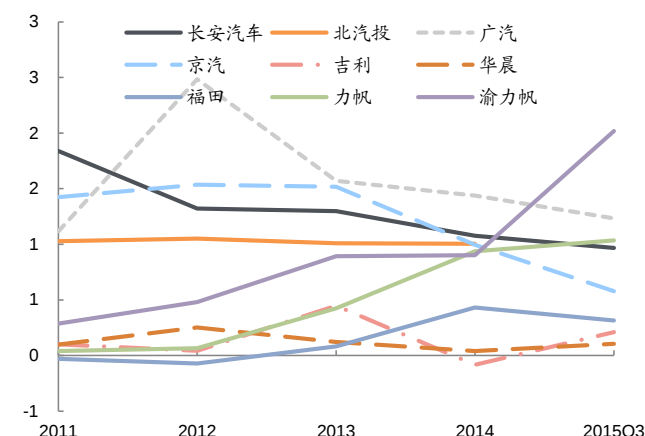
乘用车生产企业信用特征总结比较

目前乘用车行业存量债券发行人共 10 家，包括以合资模式开展业务、高端车企 6 家和纯自主品牌企业 4 家。目前存量债券发行人中，长安、北汽投、广汽、京汽均以合资方式开展具体的整车生产和销售业务。其中长安和京汽近年来大力发展自主品牌，但盈利仍主要来自合资部分。这四家公司的经营主体采用中资和外资 1:1 的形式组建，双方均不并表。华晨和吉利主导产品也是外资汽车，分别为宝马和沃尔沃，这两家企业由于控股比例高已纳入合并。而福田、奇瑞和力帆属于纯自主品牌企业，其中福田是京汽发展自主车的主体，奇瑞是安徽省国企，力帆为民营企业。需要注意的是，奇瑞与路虎设立合资企业，不过从经营格局和财务表现上看与上面四家合资企业仍存在较大差异，习惯意义上仍将其划入自主品牌企业中。从产品结构看，长安、北汽投、广汽、京汽、华晨、吉利主导车型多为技术含量高、品牌竞争力强的外国品牌，而福田、奇瑞（除路虎）和力帆主导车型多为自主低端品牌。

以合资模式开展业务的企业盈利以投资收益形式体现，不合并生产主体使得其债务负担较轻。如前所述，目前存量债券发行人中有四家以合资模式经营汽车生产和销售业务，由于未合并生产主体，使得其报表具有鲜明的特点，例如：盈利体现为投资收益、现金流表现在投资活动中、债务负担轻等。从盈利结构看，我们以投资收

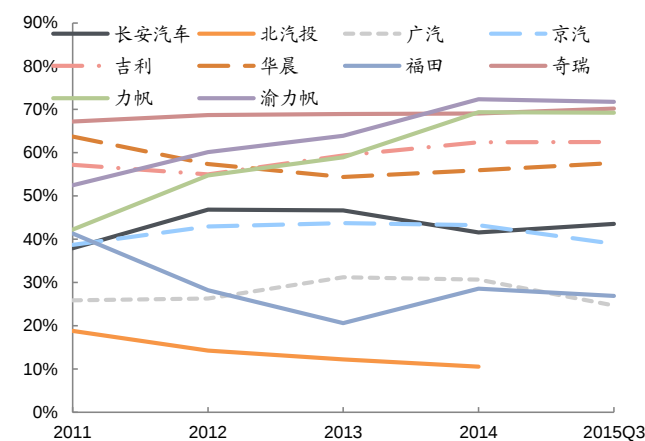
益占净利润的比例来衡量各类企业的特点，见图表 10，四家合资企业投资收益占净利润的比例大部分年份在 1 倍以上。其中广汽 12 年受钓鱼岛事件冲击，大量增加销售费用使得主业盈利大幅亏损，因而投资收益达到净利润的 2.5 倍。京汽收购奔驰并大力发展自主及新能源车使得合并范围内盈利上升，投资收益对净利润的贡献有所下降。奇瑞由于主业亏损而投资收益大幅上升，大部分年份投资收益对净利润的比超过 3 倍，14 年高达 12 倍。由于该数值过大容易影响图形可读性，本图表将其删去。我们还选用了债务资本比这一指标来衡量各家企业的财务杠杆情况，见图表 11，长安、北汽投、广汽、京汽债务资本比明显低于奇瑞、力帆、华晨、吉利等。

图表 10：乘用车企业投资收益占净利润比例



资料来源：万得资讯，中金公司研究

图表 11：乘用车企业财务杠杆



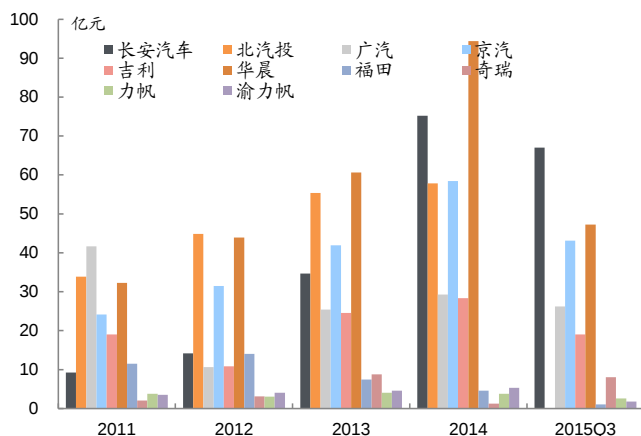
资料来源：万得资讯，中金公司研究

从盈利角度看，高端合资车企一般产品竞争力强、研发和融资成本低，因而盈利明显好于纯自主品牌类企业。在行业增速下降过程中，高端合资车企虽然盈利增速也有一定回落，但仍明显好于低端车企。由于以合资模式经营整车生产的企业盈利主要来自投资收益，使得传统衡量盈利能力的指标（如主营业务收入、主营业务利润、营业利润等）不再适用。因而在进行乘用车企业盈利比较时，我们主要采用净利润指标。如前文提到，外国品牌汽车技术含量高、性能稳定，存在一定溢价，加上生产企业规模化效应，盈利空间明显高于低端品牌。而且



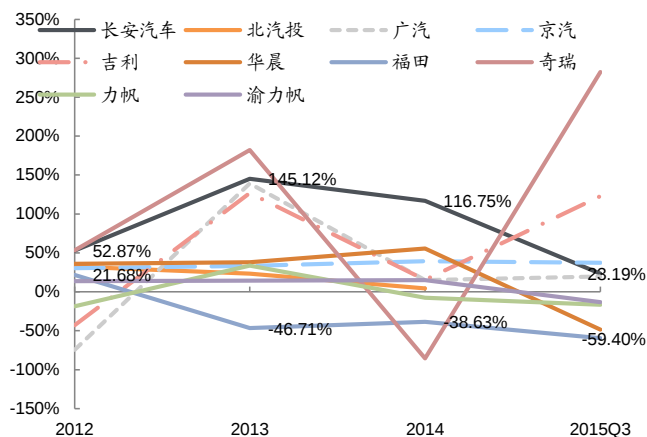
在行业增速下行、汽车消费升级过程中，这种分化更为严重。另一方面，引入外国品牌的汽车生产企业可有效节约研发成本，不合并主要生产企业可有效节约利息支出，加上长期以来良好的现金积累，高端、合资车企拥有更强的盈利能力。反映在财务指标中，如图表 12 所示，长安、北汽、广汽、华晨、吉利这几家从事高端品牌乘用车生产的企业净利润远远高于福田、奇瑞和力帆这三家从事低端车型生产的企业。纵向看，除广汽 12 年受钓鱼岛事件净利润大幅下滑、吉利 12 年收到补贴减少导致净利润同比下降外，其余年份这几家高端品牌车企净利润基本保持增长。不过 14 年以来这些企业的净利润增速也呈不同程度下降，其中 15 年出现增速普降。而低端品牌 14 年以来净利润大部分表现为同比下降，其中奇瑞 14 年计提大量资产减值使得 14 年三季度亏损，从而导致 15 年净利润同比上升，属于异常表现，实际盈利仍处于下行趋势。

图表 12：乘用车企业净利润



资料来源：万得资讯，中金公司研究

图表 13：乘用车企业净利润增速

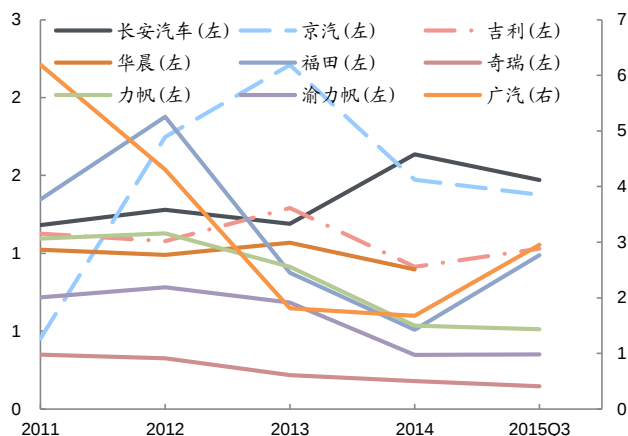


资料来源：万得资讯，中金公司研究

流动性指标看，高端品牌车企货币资金基本保持在短期债务之上，低端品牌企业流动性趋于紧张，以奇瑞最为严重。我们用“货币资金/短期债务”衡量企业流动性情况，如图表 14 所示。目前乘用车发债企业分化较为明显，以长安、北汽、广汽、吉利、华晨为主的高端企业这一指标均在 100% 以上，流动性非常充裕。而奇瑞、力帆

两家公司货币资金一直不足以覆盖短期债务，且近年来该指标呈逐年下降趋势，其中奇瑞从 14 年以来货币资金已不足短期债务的 20%，流动性压力非常大。

图表 14：乘用车企业“货币资金/短期债务”



注：北汽投 13 年以来无短债，省略此指标

资料来源：万得资讯，中金公司研究

从奇瑞和力帆两个具体案例，可以一窥自主品牌企业的经营和偿债压力：

奇瑞作为国企，可获得相对稳定的政府和银行支持。但由于产品以低端自主品牌为主，参股的高端车型业务又难以形成投资收益的实际现金回流，持续大规模投资形成了沉重的债务负担。奇瑞由芜湖市国资委通过多层股权关系持股 54.59%，公司拥有年产 90 万辆整车的生产能力，14 年位居自主品牌汽车销量第 3 位，拥有 QQ、风云、瑞虎和艾瑞泽四大产品系列，分别覆盖 A0 级、A0 到 A 级、SUV 和 A0 到 A 级轿车产品，以排量 1.6L 以下的小型车为主。受益于小排量购置税下调，公司 14 年累计销量突破 450 万辆，平均车价达到 7.8 万元，较 13 年 5.6 万元大幅上升 39%，但仍属于很低水平，是典型的低端自主品牌车企。公司 07 年与美国两子公司合资成立观致汽车公司，12 年与英国路虎合资成立奇瑞捷豹路虎汽车公司，从事中高端轿车生产和销售业务。不过这两个品牌销售业绩非常不稳定，12 年至 15 年前三季度分别贡献投资收益 2 亿元、45 亿元、15 亿元和 27 亿元。而且大部分年份实际收回现金只有 2 亿元左右，对现金流的贡献非常有限。

纵向看公司主业经营情况（图表 15），12 年和 13 年受行业景气低迷及公司剥离部分非汽车业务给控股股东影响，收入同比持续下降，14 年小幅回升但 15 年前三季度同比再次回落。伴随收入的下降，公司毛利率也全面下滑至不足 10%，主业亏损越来越严重。现金流方面，受存货、应收预付款增长占用资金影响，大部分年份较差，再加上 11 年以来与控股股东之间的关联应收款大幅增长，经营现金流多表现为净流出。另一方面，公司不断投资整车、发动机、变速器等生产线，每年投资净支出都在 50 亿元左右，推动债务负担不断上升，截至 15 年 9 月末考虑应付票据后债务资本比高达 79%，总债务 450 亿元，且短债占比高，净短期债务高达 288 亿元，面临非常严重的长短期偿债压力。从正面来讲，公司作为国有企业，每年可获得政府补助 5 亿元左右，债务中信用占比近 85%，说明可获得相对较好的政府和银行支持。但负面来说，作为市场化生产企业，在行业增速



下降且企业竞争力弱的共同挤压下，盈利状况预计很难迅速好转。而前期积累的刚性负债压力很大，如果信用资质持续没有好转，不排除出现再融资难度增大的问题。

力帆是由摩托车转型乘用车，相对奇瑞产能更低、产品更加廉价，研发费用负担重。而且公司作为民营企业难以获得政府补贴，银行支持也较弱。其控股股东渝力帆偿债和周转压力相比上市公司更重。力帆是自然人家族全资持股的民营企业，从事整车、摩托车及配件的生产销售业务，截至 15 年 9 月末具备乘用车整车 13 万辆、摩托车 132 万辆的生产能力。公司产品技术主要依靠自主创新，产品主要包括 1.3L~1.6L 的中小排量轿车以及 1L~1.8L 的微型客车和 MPV、以及小型 SUV 等，产品定

位低端，平均车价只有 4 万元左右。而每年研发费用占营业收入的 5%以上，负担较重。另一方面，公司存货和应收账款增长，现金回款能力较弱。近几年在应付票据大幅增长的情况下，经营现金流仍为净流出。同时产能建设、研发投入等较多，推动债务负担持续上升。虽然公司 15 年 2 月定向增发募集资金 17 亿元，但债务资本比仍接近 70%，而且公司短期债务较多，如果扣除货币资金中近 40 亿元受限资金后流动性压力更大。此外公司借款中几乎没有信用借款，外部支持力度也比较弱。力帆控股股东为渝力帆控股，曾多次发债，该股东除力帆的业务外，还有 183 万辆摩托车产能，盈利和经营现金流与力帆相差无几，但投资压力更大，因此债务负担和短期周转压力也更重。

图表 15：奇瑞、力帆、渝力帆财务数据

人民币亿元	奇瑞 2012	AA 2013	2014	5+ 2015.9	力帆 2012	AA 2013	2014	5 2015.9	渝力帆 2012	AA 2013	2014	5 2015.9
总资产	639.33	661.81	669.72	672.74	140.50	175.78	208.42	254.64	194.92	247.16	320.85	370.72
货币资金	78.56	45.73	53.45	40.44	35.33	37.90	49.18	70.92	44.95	48.82	52.41	74.96
净资产	168.82	169.76	171.03	168.53	51.01	58.60	54.59	70.37	65.73	76.78	78.18	94.51
总债务	298.62	323.24	330.50	356.98	45.26	72.36	96.89	101.17	82.62	123.98	163.36	173.08
短期债务	195.85	207.30	271.51	292.58	22.31	41.54	80.17	89.80	51.73	75.35	133.19	159.64
净短期债务	117.29	161.57	218.06	252.14	(13.02)	3.64	30.99	18.88	6.78	26.53	80.78	84.68
经营活动现金流	(2.87)	(28.46)	34.03	11.68	(6.39)	(5.20)	(3.68)	2.87	(2.17)	(4.68)	(6.57)	0.08
投资活动现金流	(61.37)	(65.27)	(22.56)	(32.08)	(10.12)	(15.41)	(1.73)	(8.59)	(25.01)	(27.04)	(16.08)	(17.91)
筹资活动现金流	90.18	62.73	1.29	7.84	23.06	25.33	6.00	13.15	36.88	37.73	21.54	8.66
主营业务收入	301.47	262.77	298.49	188.02	86.79	100.73	114.17	78.05	87.40	101.67	119.45	80.80
主营业务利润	43.57	23.30	28.20	17.25	14.26	17.65	18.77	13.09	14.58	18.18	21.59	13.03
EBITDA	27.14	(2.04)	9.56	NA	6.61	6.63	6.48	NA	4.16	3.94	8.44	NA
EBITDA(含补贴收入)	33.07	2.97	16.63	NA	7.45	8.45	7.42	NA	5.05	5.76	9.46	NA
EBITDA(含投资收益)	29.26	43.32	24.69	NA	6.81	8.36	10.01	NA	6.09	8.05	13.22	NA
净利润	3.11	8.78	1.27	8.06	3.06	4.08	3.77	2.61	4.03	4.60	5.30	1.78
主营业务利润率	14.45%	8.87%	9.45%	9.17%	16.43%	17.52%	16.44%	16.77%	16.68%	17.88%	18.07%	16.13%
主营业务收入增长率	-28.92%	-12.84%	13.59%	NA	0.57%	16.06%	13.34%	NA	0.38%	16.33%	17.49%	NA
总资产回报率	0.53%	1.35%	0.19%	NA	2.46%	2.58%	1.96%	NA	2.37%	2.08%	1.87%	NA
净资产收益率	2.03%	5.19%	0.75%	NA	6.08%	7.44%	6.66%	NA	6.51%	6.46%	6.84%	NA
现金收入比	86.56%	97.14%	94.17%	102.54%	68.10%	87.44%	94.30%	90.13%	68.02%	86.78%	89.64%	90.26%
经营现金流/EBITDA	-10.57%	1395.10%	355.96%	NA	-96.67%	-78.43%	-56.79%	NA	-52.16%	-118.78%	-77.84%	NA
流动比率	0.85	0.95	0.82	0.78	1.26	1.08	0.81	0.83	1.10	0.98	0.89	0.86
速动比率	0.72	0.79	0.74	0.70	0.96	0.80	0.67	0.71	0.89	0.77	0.72	0.68
应收账款周转率	NA	5.48	6.04	NA	NA	7.51	6.17	NA	NA	7.49	6.41	NA
存货周转率	5.60	4.55	5.81	NA	4.44	3.70	4.40	NA	4.45	3.66	3.16	NA
资产负债率	73.59%	74.35%	74.46%	74.95%	63.69%	66.66%	73.81%	72.36%	66.28%	68.94%	75.63%	74.50%
短期债务/总债务	65.59%	64.13%	82.15%	81.96%	49.29%	57.41%	82.74%	88.76%	62.61%	60.78%	81.53%	92.23%
总债务/总资本	63.88%	65.57%	65.90%	67.93%	47.01%	55.25%	63.96%	58.98%	55.69%	61.76%	67.63%	64.68%
货币资金/短期债务	40.11%	22.06%	19.69%	13.82%	158.36%	91.24%	61.34%	78.98%	86.89%	64.79%	39.35%	46.96%
货币资金/总债务	26.31%	14.15%	16.17%	11.33%	78.06%	52.38%	50.76%	70.10%	54.41%	39.38%	32.08%	43.31%
经营现金流/总债务	-0.96%	-8.80%	10.30%	3.27%	-14.12%	-7.19%	-3.80%	2.84%	-2.63%	-3.77%	-4.02%	0.05%
EBITDA/利息支出	2.48	-0.14	0.66	NA	3.93	2.45	1.80	NA	1.59	0.88	1.59	NA
EBITDA/总债务	0.09	-0.01	0.03	NA	0.15	0.09	0.07	NA	0.05	0.03	0.05	NA
应付票据	59.59	45.49	51.00	40.42	16.45	11.86	26.59	57.45	16.45	11.86	39.97	67.00
债务资本比(含应付票据)	67.96%	68.48%	69.05%	70.22%	54.74%	58.97%	69.34%	69.27%	60.11%	63.89%	72.23%	71.75%
净短期债务(含票据)	167.94	195.74	256.04	288.14	(4.94)	4.63	47.49	68.40	14.86	27.52	110.66	143.55

资料来源：万得资讯，中金公司研究



图表 16: 乘用车行业发行人主要财务指标

	长安汽车				AAA				3+	广汽				3	北汽投				3	北汽				3	吉利				3+
人民币亿元	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012
总资产	461.18	533.65	696.87	814.96	493.82	577.90	623.18	623.16	122.62	138.86	143.21	162.21	313.04	831.37	1098.59	1155.57	1132.62	1261.62	1301.33	1446.36	1132.62	1261.62	1301.33	1446.36	1132.62	1261.62	1301.33	1446.36	1132.62
货币资金	42.00	42.82	96.93	183.63	155.42	190.40	183.65	160.43	11.66	7.07	2.43	28.05	61.38	170.10	229.67	251.02	166.08	262.91	236.94	284.84	166.08	262.91	236.94	284.84	166.08	262.91	236.94	284.84	166.08
净资产	153.91	186.40	254.55	308.73	320.12	340.63	361.15	378.19	94.07	107.67	127.51	147.56	158.64	299.83	419.69	460.43	298.57	323.62	326.62	362.24	298.57	323.62	326.62	362.24	298.57	323.62	326.62	362.24	298.57
总债务	57.42	69.16	49.83	53.31	102.91	144.88	143.48	117.18	15.64	14.96	14.97	14.33	117.21	225.86	307.57	247.93	248.09	343.84	402.21	473.22	248.09	343.84	402.21	473.22	248.09	343.84	402.21	473.22	248.09
短期债务	27.87	36.79	30.12	33.57	25.15	97.13	95.78	48.20	0.70	0.00	0.00	0.00	35.57	81.68	168.22	158.42	121.17	136.66	173.32	184.19	121.17	136.66	173.32	184.19	121.17	136.66	173.32	184.19	121.17
净短期债务	(14.13)	(6.03)	(66.81)	(150.06)	(130.27)	(93.27)	(87.87)	(112.23)	(10.96)	(7.07)	(2.43)	(28.05)	(25.81)	(88.42)	(61.45)	(92.60)	(44.91)	(126.25)	(63.62)	(100.66)	(44.91)	(126.25)	(63.62)	(100.66)	(44.91)	(126.25)	(63.62)	(100.66)	(44.91)
经营活动现金流	5.12	18.33	37.80	80.43	9.56	9.78	11.05	19.28	0.25	1.25	0.07	0.05	(18.66)	10.58	34.82	153.88	109.48	121.88	101.50	66.34	109.48	121.88	101.50	66.34	109.48	121.88	101.50	66.34	109.48
投资活动现金流	(36.80)	(20.92)	52.20	19.63	(7.16)	(1.65)	(4.74)	(2.55)	31.53	33.63	49.32	26.99	(11.86)	(126.76)	(99.41)	(62.94)	(96.43)	(100.96)	(155.80)	(130.64)	(96.43)	(100.96)	(155.80)	(130.64)	(96.43)	(100.96)	(155.80)	(130.64)	(96.43)
筹资活动现金流	25.15	4.52	(35.78)	(12.71)	(22.20)	30.81	(16.66)	(41.26)	(22.31)	(36.98)	(54.02)	(1.42)	74.37	159.32	116.02	(45.84)	(46.56)	76.64	42.97	52.13	(46.56)	76.64	42.97	52.13	(46.56)	76.64	42.97	52.13	(46.56)
主营业务收入	294.63	384.82	529.13	481.08	128.74	188.24	223.76	189.54	1.61	0.23	0.37	0.00	43.53	437.34	600.72	616.37	1548.95	1584.29	1539.53	1101.22	1548.95	1584.29	1539.53	1101.22	1548.95	1584.29	1539.53	1101.22	1548.95
主营业务利润	46.63	54.73	75.83	65.08	6.83	20.42	26.33	17.79	0.43	0.21	0.35	(0.00)	(0.91)	55.13	87.32	107.94	242.88	249.48	254.27	210.08	242.88	249.48	254.27	210.08	242.88	249.48	254.27	210.08	242.88
EBITDA	6.19	7.64	15.94	NA	(5.09)	6.46	5.28	NA	0.32	0.20	0.53	NA	(15.51)	(6.00)	37.61	NA	107.17	108.05	118.68	NA	107.17	108.05	118.68	NA	107.17	108.05	118.68	NA	107.17
EBITDA(含补贴收入)	10.40	9.89	19.96	NA	(3.48)	8.93	9.31	NA	0.32	0.21	0.53	NA	(8.12)	(3.53)	45.18	NA	118.64	121.98	133.48	NA	118.64	121.98	133.48	NA	118.64	121.98	133.48	NA	118.64
EBITDA(含投资收益)	24.88	52.71	96.96	NA	21.35	46.41	47.38	NA	47.52	56.03	58.64	NA	32.82	57.55	95.70	NA	107.64	119.06	116.29	NA	107.64	119.06	116.29	NA	107.64	119.06	116.29	NA	107.64
净利润	14.15	34.68	75.18	67.00	10.65	25.45	29.27	26.19	44.87	55.37	57.84	20.05	31.45	41.89	58.41	43.10	10.84	24.58	28.37	19.02	10.84	24.58	28.37	19.02	10.84	24.58	28.37	19.02	10.84
主营业务利润率	15.83%	14.22%	14.33%	13.53%	5.31%	10.85%	11.77%	9.39%	26.57%	91.43%	94.73%	NA	-2.09%	12.61%	14.54%	17.51%	15.68%	15.75%	16.52%	19.08%	15.68%	15.75%	16.52%	19.08%	15.68%	15.75%	16.52%	19.08%	15.68%
主营业务收入增长率	10.96%	30.61%	37.50%	NA	17.25%	46.22%	18.87%	NA	646.92%	-85.65%	58.58%	NA	33.32%	904.69%	37.36%	NA	2.58%	2.28%	-2.83%	NA	2.58%	2.28%	-2.83%	NA	2.58%	2.28%	-2.83%	NA	2.58%
总资产回报率	3.42%	6.97%	12.22%	NA	2.27%	4.75%	4.87%	NA	40.75%	42.35%	41.01%	NA	11.88%	7.32%	6.05%	NA	0.99%	2.05%	2.21%	NA	0.99%	2.05%	2.21%	NA	0.99%	2.05%	2.21%	NA	0.99%
净资产收益率	9.42%	20.38%	34.10%	NA	3.43%	7.70%	8.34%	NA	51.96%	54.89%	49.19%	NA	23.22%	18.27%	16.24%	NA	3.85%	7.90%	8.73%	NA	3.85%	7.90%	8.73%	NA	3.85%	7.90%	8.73%	NA	3.85%
现金收入比	87.11%	96.50%	88.96%	107.47%	111.03%	116.60%	119.38%	119.66%	140.18%	100.00%	46.99%	NA	110.73%	112.21%	109.49%	121.86%	94.16%	103.50%	102.66%	100.45%	94.16%	103.50%	102.66%	100.45%	94.16%	103.50%	102.66%	100.45%	94.16%
经营现金流/EBITDA	82.71%	239.92%	237.14%	NA	-187.82%	151.39%	209.28%	NA	79.13%	-610.89%	13.07%	NA	120.31%	-176.33%	92.58%	NA	102.15%	112.80%	85.53%	NA	102.15%	112.80%	85.53%	NA	102.15%	112.80%	85.53%	NA	102.15%
流动比率	0.78	0.75	0.91	1.00	2.29	1.47	1.33	1.46	1.32	0.75	3.62	172.32	1.33	0.91	0.86	0.87	0.89	0.99	0.96	1.06	0.89	0.99	0.96	1.06	0.89	0.99	0.96	1.06	0.89
速动比率	0.58	0.59	0.75	0.84	2.13	1.35	1.20	1.32	1.32	0.75	3.62	172.32	1.22	0.70	0.65	0.70	0.64	0.75	0.72	0.74	0.64	0.75	0.72	0.74	0.64	0.75	0.72	0.74	0.64
应收账款周转率	NA	94.09	92.91	NA	NA	18.38	21.47	NA	NA	NA	NA	NA	NA	25.31	20.54	NA	NA	28.18	27.69	NA	NA	28.18	27.69	NA	NA	28.18	27.69	NA	NA
存货周转率	5.31	6.59	7.66	NA	8.06	9.39	8.07	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5.30	8.38	5.08	NA	9.27	9.60	8.65	NA	9.27	9.60	8.65	NA	9.27	9.60	8.65	NA
资产负债率	66.62%	65.07%	63.47%	62.12%	35.17%	41.06%	42.05%	39.31%	23.28%	22.46%	10.96%	9.03%	49.32%	63.94%	61.80%	60.16%	0.74	0.74	0.75	0.75	0.74	0.74	0.75	0.75	0.74	0.74	0.75	0.75	0.74
短期债务/总债务	48.54%	53.20%	60.45%	62.97%	24.44%	67.04%	66.75%	41.13%	4.47%	0.00%	0.00%	0.00%	30.35%	36.16%	54.69%	63.90%	0.49	0.40	0.43	0.39	0.49	0.40	0.43	0.39	0.49	0.40	0.43	0.39	0.49
总债务/总资本	27.17%	27.06%	16.37%	14.72%	24.33%	29.84%	28.43%	23.66%	14.26%	12.20%	10.51%	8.85%	42.49%	42.96%	42.29%	35.00%	0.45	0.52	0.55	0.57	0.45	0.52	0.55	0.57	0.45	0.52	0.55	0.57	0.45
货币资金/短期债务	150.70%	116.39%	321.81%	547.01%	617.97%	196.03%	191.74%	332.84%	1665.11%	NA	NA	NA	172.56%	208.25%	136.53%	158.45%	1.37	1.92	1.37	1.55	1.37	1.92	1.37	1.55	1.37	1.92	1.37	1.55	1.37
货币资金/总债务	73.15%	61.91%	194.52%	344.46%	151.03%	131.42%	128.00%	136.91%	74.51%	47.25%	16.24%	195.70%	52.37%	75.31%	74.67%	101.25%	0.67	0.76	0.59	0.60	0.67	0.76	0.59	0.60	0.67	0.76	0.59	0.60	0.67
经营现金流/总债务	8.92%	26.50%	75.86%	150.87%	9.29%	6.75%	7.70%	16.45%	1.60%	-8.33%	0.46%	0.34%	-15.92%	4.68%	11.32%	62.07%	0.44	0.35	0.25	0.14	0.44	0.35	0.25	0.14	0.44	0.35	0.25	0.14	0.44
EBITDA/利息支出	4.36	3.71	8.35	NA	-1.03	1.06	0.75	NA	0.39	0.48	0.67	NA	-3.68	-0.59	2.96	NA	13.37	8.43	7.26	NA	13.37	8.43	7.26	NA	13.37	8.43	7.26	NA	13.37
EBITDA/总债务	0.11	0.11	0.32	NA	-0.05	0.04	0.04	NA	0.02	0.01	0.04	NA	-0.13	-0.03	0.12	NA	0.43	0.31	0.30	NA	0.43	0.31	0.30	NA	0.43	0.31	0.30	NA	0.43
应付票据	78.09	93.89	131.09	184.81	11.11	9.44	10.67	6.57	0.00	0.00	0.00	0.00	2.22	7.08	12.29	45.23	25.31	28.46	24.31	16.53	25.31	28.46	24.31	16.53	25.31	28.46	24.31	16.53	25.31
债务资本比 (含应付票据)	46.82%	46.66%	41.55%	43.54%	26.26%	31.18%	29.91%	27.96%	14.26%	12.20%	10.51%	9.41%	42.95%	43.72%	43.25%	38.90%	47.80%	53.50%	56.63%	57.48%	47.80%	53.50%	56.63%	57.48%	47.80%	53.50%	56.63%	57.48%	47.80%
净短期债务 (含票据)	(29.68)	(24.86)	(113.52)	(132.04)	(119.75)	(86.45)	(80.10)	(109.74)	(10.96)	(7.07)	(2.43)	(28.05)	(28.25)	(107.40)	(88.87)	(83.55)	(110.27)	(178.54)	(142.49)	(133.70)	(110.27)	(178.54)	(142.49)	(133.70)	(110.27)	(178.54)	(142.49)	(133.70)	(110.27)

资料来源：万得资讯，中金公司研究

图表 17: 乘用车行业发行人主要财务指标 (续)

	华晨				3+	福田				4+	奇瑞				5+	力帆				5	渝力帆				5
人民币亿元	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012
总资产	740.81	929.45	1090.90	1165.17	330.49	324.33	346.97	409.76	639.33	661.81	669.72	672.74	140.50	175.78	208.42	254.64	194.92	247.16	320.85	370.72	194.92	247.16	320.85	370.72	194.92
货币资金	151.28	166.41	231.55	269.03	62.32	29.16	21.91	35.07	78.56	45.73	53.45	40.44	35.33	37.90	49.18	70.92	44.95	48.82	52.41	74.96	44.95	48.82	52.41	74.96	44.95
净资产	174.80	221.58	279.49	311.88	150.26	152.46	155.47	184.45	168.82	169.76	173.03	168.53	51.01	58.60	54.59	70.37	65.73	76.78	78.18	94.51	65.73	76.78	78.18	94.51	65.73
总债务	159.40	166.24	225.67	292.34	45.62	27.85	39.24	38.11	298.62	333.24	330.49	356.99	45.26	72.36	95.61	101.17	82.62	113.98	163.34	173.08	82.62	113.98	163.34	173.08	82.62
短期债务	131.10	131.41	169.61	222.07	21.71	21.98	29.71	14.56	195.85	207.29	271.50	292.58	22.31	41.54	78.89	89.80	51.73	65.35	133.18	159.63	51.73	65.35	133.18	159.63	51.73
净短期债务	(20.18)	(34.99)	(61.93)	(46.97)	(40.61)	(7.18)	7.80	(20.51)	117.28	161.56	218.05	252.15	(13.02)	3.64	29.71	18.87	6.78	16.53	80.77	84.68	6.78	16.53	80.77	84.68	6.78
经营活动现金流	22.08	77.03	113.75	51.01	(7.99)	11.03	11.02	(3.06)	(2.87)	(28.46)	34.03	11.68	(6.39)	(5.20)	(3.68)	2.87	(2.17)	(4.68)	(6.57)	0.08	(2.17)	(4.68)	(6.57)	0.08	(2.17)
投资活动现金流	(55.92)	(93.51)	(87.53)	(56.30)	(1.80)	(18.09)	(22.92)	(7.12)	(61.37)	(62.77)	(22.56)	(32.08)	(10.12)	(15.41)	(1.73)	(8.59)	(25.01)	(27.04)	(16.08)	(17.91)	(25.01)	(27.04)	(16.08)	(17.91)	(25.01)
筹资活动现金流	54.11	31.57	80.73	33.99	24.55	(24.24)	7.16	20.99	90.18	62.73	1.29	8.84	23.06	25.33	6.00	13.15	36.88	37.73	21.54	8.66	36.88	37.73	21.54	8.66	36.88
主营业务收入	766.01	938.93	1084.73	762.71	409.73	341.53	336.91	255.39	301.47	262.77	298.49	178.02	86.79	100.73	114.17	78.05	87.40	101.67	119.45	80.80	87.40	101.67	119.45	80.80	87.40
主营业务利润	164.76	226.33	286.38	202.09	42.02	41.39	37.86	29.97	43.57	23.30	28.20	17.25	14.26	17.65	18.77	13.09	14.59	18.18	21.59	13.02	14.59	18.18	21.59	13.02	14.59
EBITDA	82.66	104.77	171.03	NA	3.97	12.94	5.99	NA	27.15	(2.04)	9.56	NA	6.61	6.64	6.49	NA	4.17	3.94	8.44	NA	4.17	3.94	8.44	NA	4.17
EBITDA(含补贴收入)	87.90	109.50	176.41	NA	31.24	19.40	17.47	NA	33.08	2.97	16.64	NA	7.45	8.46	7.43	NA	5.05	5.75	9.47	NA	5.05	5.75	9.47	NA	5.05
EBITDA(含投资收益)	93.72	112.15	174.81	NA	2.96	13.56	7.97	NA	29.27	43.32	24.70	NA	6.81	8.37	10.02	NA	6.10	8.04	13.22	NA	6.10	8.04	13.22	NA	6.10
净利润	43.90	60.63	94.41	47.28	14.02	7.47	4.59	1.06	3.11	8.78	1.27	8.06	3.06	4.08	3.77	2.61	4.03	4.60	5.30	1.78	4.03	4.60	5.30	1.78	4.03
主营业务利润率	21.51%	24.11%	26.40%	26.50%	10.26%	12.12%	11.24%	11.73%	14.45%	8.87%	9.45%	9.18%	16.43%	17.52%	16.44%	16.77%	16.69%	17.88%	18.07%	16.12%	16.69%	17.88%	18.07%	16.12%	16.69%
主营业务收入增长率	NA	22.57%	0.16	NA	-20.67%	-16.65%	-1.35%	NA	NA	-12.84%	13.59%	NA	0.56%	16.07%	13.34%	NA	0.38%	16.32%	17.49%	NA	0.38%	16.32%	17.49%	NA	0.38%
总资产回报率	6.63%	7.26%	9.35%	NA	4.58%	2.28%	1.37%	NA	0.53%	1.35%	0.19%	NA	2.46%	2.58%	1.96%	NA	2.37%	2.08%	1.87%	NA	2.37%	2.08%	1.87%	NA	2.37%
净资产收益率	31.33%	30.59%	37.68%	NA	11.63%	4.94%	2.98%	NA	2.04%	5.19%	0.75%	NA	6.07%	7.48%	6.67%	NA	6.51%	6.46%	6.84%	NA	6.51%	6.46%	6.84%	NA	6.51%
现金收入比	103.16%	104.16%	123.36%	113.80%	60.24%	61.17%	58.28%	61.13%	86.56%	97.14%	94.17%	102.54%	68.10%	87.44%	94.30%	90.13%	68.02%	86.78%	89.65%	90.27%	68.02%	86.78%	89.65%	90.27%	68.02%
经营现金流/EBITDA	26.71%	73.53%	66.51%	NA	-201.26%	85.24%	183.97%	NA	-10.56%	1397.52%	355.79%	NA	-96.79%	-78.33%	-56.73%	NA	-52.08%	-118.89%	-77.82%	NA	-52.08%	-118.89%	-77.82%	NA	-52.08%
流动比率	0.79	0.78	0.78	0.79	1.23	0.82	0.67	0.85	0.85	0.95	0.82	0.78	1.26	1.08	0.81	0.83	1.10	0.98	0.89	0.86	1.10	0.98	0.89	0.86	1.10
速动比率	0.56	0.56	0.53	0.55	0.94	0.61	0.55	0.71	0.72	0.79	0.74	0.70	0.96	0.80	0.67	0.71	0.89	0.77	0.72	0.68	0.89	0.77	0.72	0.68	0.89
应收账款周转率	NA	35.38	31.12	NA	NA	12.46	9.71	NA	NA	5.48	6.04	NA	6.44	7.51	6.17	NA	6.39	7.49	6.41	NA	6.39	7.49	6.41	NA	6.39
存货周转率	5.03	4.99	4.56	NA	7.39	8.17	11.15	NA	5.60	4.55	5.81	NA	4.44	3.70	4.40	NA	4.45	3.66	3.16	NA	4.45	3.66	3.16	NA	4.45
资产负债率	76.40%	76.16%	74.38%	73.23%	54.53%	52.99%	55.19%	54.99%	73.59%	74.35%	74.46%	74.95%	63.69%	66.66%	73.81%	72.36%	66.28%	68.94%	75.63%	74.51%	66.28%	68.94%	75.63%	74.51%	66.28%
短期债务/总债务	82.25%	79.05%	75.16%	75.96%	47.59%	78.92%	75.71%	38.21%	65.59%	64.13%	82.15%	81.96%	49.30%	57.41%	82.52%	88.76%	62.62%	57.34%	81.53%	92.23%	62.62%	57.34%	81.53%	92.23%	62.62%
总债务/总资本	47.70%	42.86%	44.67%	48.38%	23.29%	15.45%	20.15%	17.12%	63.88%	65.57%	65.90%	67.93%	47.01%	55.25%	63.66%	58.98%	55.69%	59.79%	67.63%	64.68%	55.69%	59.79%	67.63%	64.68%	55.69%
货币资金/短期债务	39.51%	126.63%	136.51%	121.15%	287.06%	132.67%	73.75%	240.87%	40.12%	22.06%	19.69%	13.82%	158.35%	91.24%	62.34%	78.98%	86.89%	74.70%	39.35%	46.95%	86.89%	74.70%	39.35%	46.95%	86.89%
货币资金/总债务	94.91%	100.10%	102.61%	92.03%	136.61%	104.70%	55.84%	92.02%	26.31%	14.15%	16.17%	11.33%	78.07%	52.38%	51.44%	70.10%	54.41%	42.83%	32.09%	43.31%	54.41%	42.83%	32.09%	43.31%	54.41%
经营现金流/总债务	13.85%	46.34%	50.41%	17.45%	-17.51%	39.61%	28.08%	-8.03%	-0.96%	-18.81%	10.30%	3.27%	-14.13%	-7.19%	-3.85%	2.84%	-2.63%	-4.11%	-4.02%	0.05%	-2.63%	-4.11%	-4.02%	0.05%	-2.63%
EBITDA/利息支出	4.19	9.19	11.48	NA	0.88	6.70	2.10	NA	2.48	-0.13	0.66	NA	3.93	2.45	1.79	NA	1.60	0.88	1.59	NA	1.60	0.88	1.59	NA	1.60
EBITDA/总债务	0.52	0.63	0.76	NA	0.09	0.46	0.15	NA	0.09	-0.01	0.03	NA	0.15	0.09	0.07	NA	0.05	0.03	0.05	NA	0.05	0.03	0.05	NA	0.05
应付票据	75.56	97.21	128.46	131.62	13.36	11.70	22.87	29.66	59.59	45.49	51.00	40.42	16.45	11.86	26.59	57.45	16.45	11.86	39.97	67.00	16.45	11.86	39.97	67.00	16.45
债务资本比（含应付票据）	57.34%	54.32%	55.89%	57.67%	28.19%	20.60%	28.55%	26.87%	67.97%	68.47%	69.05%	70.27%	54.74%	58.97%	69.12%	69.40%	60.12%	62.11%	72.23%	71.75%	60.12%	62.11%	72.23%	71.75%	60.12%
净短期债务	1.82	(16.10)	24.37	84.65	(30.75)	4.24	29.85	4.31	167.93	195.74	250.62	288.15	(4.94)	4.63	46.21	76.32	14.86	17.52	110.65	143.55	14.86	17.52	110.65	143.55	14.86

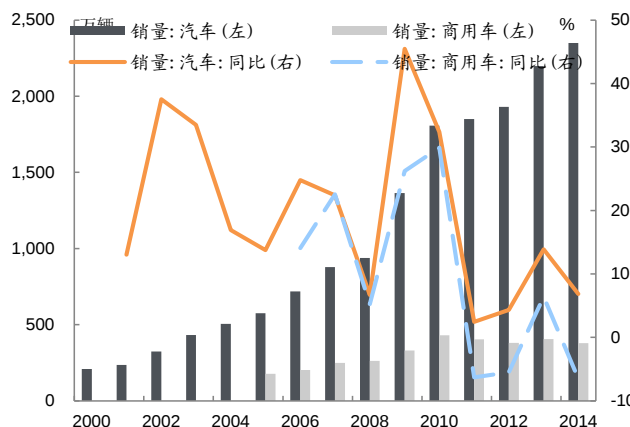
商用车行业及发债企业信用状况分析

商用车行业特征和历史走势

商用车包括载货和载客两类，其中载货车需求主要取决于固定资产投资增速，载客车需求相对稳定。商用车指的是在设计和技术特征上用于运送人员和货物的汽车，以商业运输为目的。根据用途不同分为商用载货车和商用载客车两大类，销量占比约 85:15。其中货车可分为重卡（14 吨以上）、中卡（6~14 吨）、轻卡（1.8~6 吨）、微卡（1.8 吨以下），载客车分为大客（10 米以上）、中客（7~10 米）、微客（7 米以下）。载货车中，中重卡销量占比近 80%，其中工程用车和物流用车比例约为 4:6。工程用车需求主要由新增固定资产投资决定。受固定资产投资增速下降影响，近年工程用车销量大幅下降，需求恶化最为严重。物流用车需求来自公路货运和车辆更换两部分，受宏观经济增速影响也比较大，还较大程度上受到燃油限值和排放法规等政策影响。载客车中，大中客销量占比约 10%，其中公交车和长途车 1:1，这部分需求主要受城市交通、公路旅客运输量以及车辆更新决定。轻客销量占比约 65%，以小县城和农村运输旅客为主。这两部分需求都比较刚性，有利于载客车企业保持较好的盈利需求。

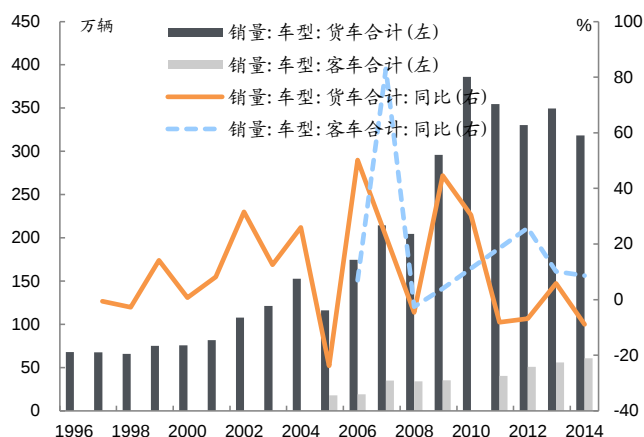
与整车销量走势相同，商用车也经历了快速增长然后增速下降的过程。所不同的是，由于载货车销量占比高，2011 年以来载货车销量负增长使得商用车整体走势弱于整车行业。而载客车销量增速仍在 10% 左右甚至更高，明显好于整车行业。如图表 18 所示，商用车销量同比走势与整车行业大致相同，2000 至 2010 年中除 2008 年外同比增速均在 15% 以上，大部分年份超过 20%，其中 2009 年增速接近 30%。2011 年以来明显下降，其中 2013 年是一个短暂小阳春。不过商用车销量同比增速略低于整车行业，其中 2011 年以来大部分年份表现为负增长。细分来看，载货车在商用车销量中占比约在 85% 以上，主导了商用车销量整体走势。如图表 19 所示，2011 年以来载货车表现明显弱于整车和商用车，而载客车则表现更为稳定，近年来销量增速仍能维持在 10% 左右，超过商用车和整车行业。

图表 18: 商用车销量历史走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究

图表 19: 商用车细分子行业销量历史走势

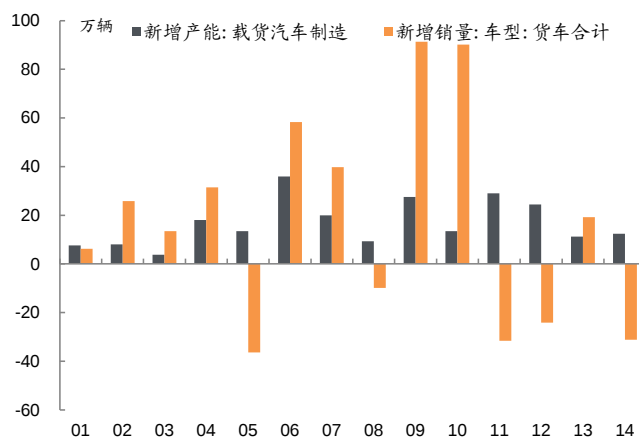


资料来源：万得资讯，中金公司研究

商用车行业未来展望

在宏观经济增速整体下行背景下，载货车行业需求仍不容乐观。同时载货车行业产能过剩严重，行业供需状况可能继续恶化，从而导致内部分化加剧。如图表 20 所示，2009 和 2010 年载货车新增销量大幅超过新增产能，而进入 2011 年后新增销量基本都低于新增产能规模。2011 年以来需求走弱迫使行业新增产能开始减少，投放时间大约在 2013 年，新增产能回落至 10 万辆/年左右。但销量减少，使得行业整体供需状况进一步恶化。据汽车工业协会统计，2014 年载货车产能利用率仅为 40% 左右。未来展望看，一方面载货车需求和景气状况受宏观经济影响最为直接，短期内行业需求大幅好转的可能性很低，很有可能还会进一步恶化。而另一方面，行业供给仍在继续，产能过剩将更为严重。

图表 20: 载货车行业新增产能和新增销量走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究



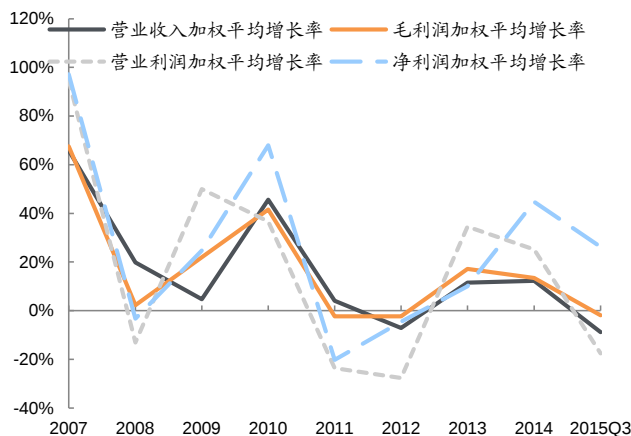
载客车下游需求较为刚性，虽然也受到宏观经济增速下行的负面影响，但预计仍能维持 10% 左右的增长速度。根据汽车工业协会统计，目前我国载客车行业产能利用率大致在 80% 左右，行业景气状况预计仍能维持良好水平。

商用车行业发债企业信用特征总结比较

商用车行业整体集中度较高，目前债券发行人集中在重卡、轻卡、大客、轻客领域的龙头企业，基本都是行业中竞争优势较为明显的企业。我国商用车行业集中度相对较高，其中重卡行业龙头东风集团、中国重汽、一汽集团、北汽福田、陕汽集团销量市场占有率合计维持在 80% 以上。轻卡行业龙头江铃技术和装备领先，可很好地适应最新排放政策。客车方面，大客长期保持着“宇通+金龙”的近寡头局面，两大品牌市场占有率合计近 60%。其中宇通汽车凭借其在出口、新能源市场和校车市场的优异表现，持续抢占大中客市场，市场份额和竞争实力非常稳固。轻客领域，华晨金杯连续 16 年保持产销量第一。目前核心业务是商用车的债券发行人包括重汽、陕重汽、隆鑫、江铃、宇通，其中重汽和陕重汽主要从事重卡生产和销售，隆鑫主要从事摩托车生产和制造，江铃主要从事轻卡（皮卡）的生产和销售，宇通是大客行业龙头。所有权属性方面，隆鑫和宇通是民企，其余三家均为国企，其中江铃是南方工业间接控股子公司。

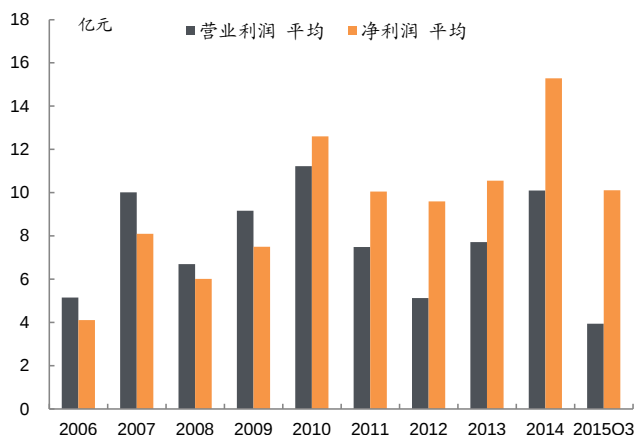
受行业景气度下行影响，商用车发行人盈利增速走弱；但受益于行业龙头优势，仍能保持良好水平。如图表 21 所示，商用车行业盈利走势与行业销量增速基本一致，2008、2009 年收入增速大幅下降，2010 年则大幅上升，之后收入增速整体较以前明显回落，其中 2011 年几无增长，2012 年和 2015 年前三季度出现负增长。从盈利指标来看，由于期间费用相对刚性，导致营业利润的波动幅度大于收入和毛利润。收入增速较快时，营业利润增速更高（13~14 年），但收入增速下滑时，营业利润增速下降也更明显（11~12 年）。净利润指标 14 年开始与其他指标出现背离，主要原因是宇通每年收到 10 亿元以上的土地收储收入，对净利润造成较大影响。总体来看，虽然受行业销售增速下降影响，收入增速有不同程度的下降，但得益于强势的行业龙头地位和较为有效的成本费用控制能力，目前债券发行人仍保持较强的盈利能力，平均营业利润和净利润较历史并无明显下降。

图表 21：商用车发行人盈利增速走势图



资料来源：万得资讯，中金公司研究

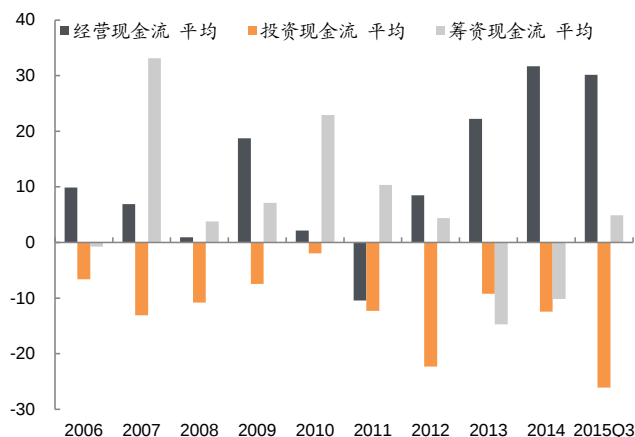
图表 22：商用车发行人平均盈利走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究

受益于行业龙头优势，商用车发行人普遍现金流表现良好，不过需警惕各家公司非主营业务对现金流和偿债指标的影响。如图表 23 所示，商用车行业发行人平均经营现金流大部分年份为正，12 年以来表现更好。原因之一是在行业增速下降过程中，发行人倾向于快速回笼资金和去库存，如江铃。原因之二是部分发行人受票据结算和金融业务影响大，例如重汽 14 年应付票据大幅上升带来近 90 亿元的经营现金净流入，宇通将下属同信证券 15 年前三季度证券客户保证金大幅净流入合并，带来超过 115 亿元的经营现金净流入。投资方面，由于商用车发行人普遍业内布局早已完成，主业方面投资都很少，平均投资现金流净流出规模基本都维持在 10 亿元左右的较低水平。近几年平均投资现金流增多主要原因也是重汽、宇通、隆鑫增加的理财和委托贷款投资。总的来说，商用车发行人整体自由现金流状况良好，筹资活动较少，尤其是 12 年以来以净偿还债务为主。不过部分发行人从事大量非主营业务，可能造成未来偿债指标的变化，甚至比主业更值得关注。

图表 23：商用车发行人现金流表现



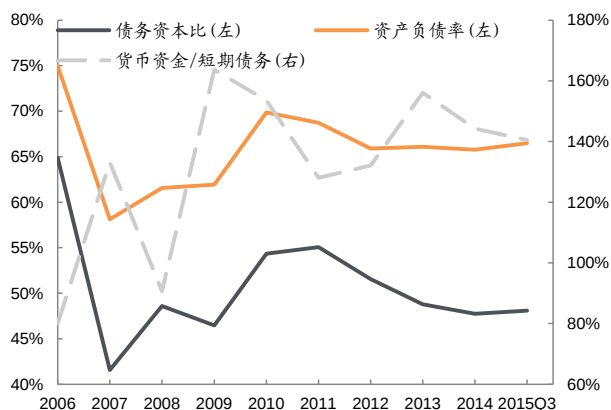
资料来源：万得资讯，中金公司研究

商用车行业发行人近年来现金流表现良好，推动债务负担和短期流动性指标均有一定好转。如图表 24 所示，商用车行业发行人债务资本比和资产负债率走势基本一致，10 年以前处于加杠杆阶段。其中 07 年平均杠杆比率大



幅下降主要是由于重汽子公司重汽香港对外公开发行股票溢价，使得公司资本公积大幅增长55亿元，对行业数据影响较大。2010年以后，商用车发行人整体进入去杠杆阶段，与2010年末相比，行业加权平均债务资本比和资产负债率分别下降约6个百分点和3个百分点。债务资本比下降更为明显说明发行人倾向于降低刚性负债占比而增加对供应商占款等商业负债，也从侧面说明这些发行人在产业链中处于强势地位。流动性层面，“货币资金/短期债务”的加权平均值基本呈波动上升趋势，而且绝对数额也基本在100%以上，流动性备用非常充足。

图表24：商用车财务杠杆和流动性指标表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究

图表25：商用车行业发行人主要财务指标

	江铃		AA		3+重汽		AA+		4+		宇通		AA+		4+		陕重汽		AA		4		隆鑫		AA-		5+		
人民币亿元	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	2012	2013	2014	2015.9	
总资产	154.96	190.12	221.55	223.00		721.66	719.08	697.73	694.64	311.51	377.53	474.92	582.30	148.20	161.45	214.73	200.79	120.14	152.36	228.56	262.34								
货币资金	62.13	71.26	94.47	82.77		125.92	82.88	106.88	91.36	68.49	75.75	81.70	115.39	18.99	20.61	63.20	54.50	19.40	39.80	31.54	35.08								
净资产	83.07	93.75	109.40	118.63		216.74	217.65	222.82	227.08	109.63	130.58	154.72	166.61	40.48	41.79	54.20	54.60	46.63	58.87	87.64	90.84								
总债务	13.27	10.78	10.87	11.03		344.52	299.04	259.78	255.79	48.81	63.72	53.78	73.65	18.03	20.67	19.19	17.05	48.25	67.36	94.58	122.55								
短期债务	12.74	9.78	9.88	8.45		164.60	144.84	95.92	64.08	15.60	28.53	20.93	18.52	16.03	8.69	8.20	13.05	31.94	21.92	45.30	75.45								
净短期债务	(49.39)	(61.48)	(84.59)	(74.32)		38.68	61.96	(10.96)	(27.28)	(52.89)	(47.22)	(60.78)	(96.88)	(2.96)	(11.92)	(55.00)	(41.45)	12.54	(17.88)	13.76	40.54								
经营活动现金流	23.30	35.61	40.74	3.25		12.42	41.33	89.56	8.81	5.14	17.34	17.07	115.53	7.86	4.90	9.36	9.46	(6.35)	12.01	1.70	13.59								
投资活动现金流	(14.59)	(14.54)	(12.60)	(10.08)		(39.85)	(19.43)	(18.35)	(25.19)	(35.76)	1.20	13.16	(40.74)	(5.73)	(2.70)	(1.63)	(0.30)	(15.62)	(10.64)	(42.79)	(54.15)								
筹资活动现金流	(4.24)	(11.94)	(5.00)	(4.82)		(18.52)	(68.26)	(61.71)	8.12	29.03	(9.16)	(20.19)	(26.90)	(5.79)	0.73	6.27	(3.84)	21.45	15.04	29.85	51.92								
主营业务收入	186.82	228.64	287.12	194.56		310.43	338.49	362.03	231.22	234.87	265.60	300.46	227.31	228.62	245.62	258.83	117.14	66.16	66.99	77.77	70.07								
主营业务利润	40.33	50.13	61.25	39.98		49.69	60.05	63.61	41.95	54.98	59.97	69.65	46.10	19.23	23.46	22.68	10.65	11.23	11.92	15.99	12.72								
EBITDA	19.89	24.34	26.37	NA		13.83	21.41	34.75	NA	29.83	33.64	38.51	NA	7.06	9.60	10.67	NA	6.94	6.83	11.40	NA								
EBITDA(含补贴收入)	22.54	26.50	32.67	NA		24.47	27.23	37.63	NA	32.07	36.74	50.08	NA	8.55	10.42	12.04	NA	7.19	7.17	12.42	NA								
EBITDA(含投资收益)	19.80	24.24	26.42	NA		14.91	22.34	36.45	NA	32.86	35.51	45.86	NA	6.91	9.64	10.82	NA	11.72	11.86	17.84	NA								
净利润	13.42	15.50	19.72	14.14		1.07	2.59	6.19	3.13	24.25	26.19	40.49	29.92	2.40	2.63	3.78	0.26	6.81	5.88	6.26	3.08								
主营业务利润率	21.59%	21.93%	21.33%	20.55%		16.01%	17.74%	17.57%	18.14%	23.41%	22.58%	23.18%	20.28%	8.41%	9.55%	8.76%	9.09%	16.97%	17.79%	20.56%	18.15%								
主营业务收入增长率	-0.81%	22.39%	25.58%	NA		-21.02%	9.04%	6.96%	NA	13.56%	13.08%	13.12%	NA	-7.48%	7.44%	5.38%	NA	-5.50%	1.25%	16.09%	NA								
总资产回报率	9.18%	8.98%	9.58%	NA		0.15%	0.36%	0.87%	NA	9.14%	7.60%	9.50%	NA	1.53%	1.70%	2.01%	NA	6.73%	4.32%	3.29%	NA								
净资产收益率	17.04%	17.53%	19.41%	NA		0.49%	1.19%	2.81%	NA	27.20%	21.81%	28.38%	NA	6.17%	6.39%	7.88%	NA	18.77%	11.15%	8.54%	NA								
现金收入比	114.34%	114.07%	112.63%	113.37%		125.20%	125.24%	133.15%	117.25%	82.59%	97.12%	87.82%	123.63%	42.49%	35.62%	55.56%	87.90%	96.25%	94.48%	92.31%	64.46%								
经营现金流/EBITDA	117.14%	146.30%	154.49%	NA		89.79%	192.99%	257.74%	NA	17.22%	51.56%	44.34%	NA	111.33%	51.04%	87.72%	NA	-91.50%	175.84%	149.1%	NA								
流动比率	1.43	1.28	1.31	1.41		1.54	1.43	1.51	1.72	1.43	1.39	1.36	1.32	0.93	1.02	1.11	1.08	1.06	1.90	1.90	1.15								
速动比率	1.23	1.05	1.14	1.20		0.95	0.85	0.90	1.00	1.07	1.05	1.01	1.00	0.59	0.67	0.84	0.75	1.01	1.81	1.81	1.07								
应收账款周转率	NA	48.80	36.12	NA		5.69	5.79	5.56	NA	8.55	6.69	4.47	NA	NA	9.59	9.39	NA	9.91	10.17	11.24	NA								
存货周转率	10.86	10.16	11.22	NA		1.35	1.48	1.58	NA	3.39	3.19	2.74	NA	4.87	6.24	6.30	NA	18.43	15.73	11.37	NA								
资产负债率	46.39%	50.69%	50.62%	46.80%		69.97%	69.73%	68.06%	67.31%	64.81%	65.41%	67.42%	71.39%	72.69%	74.12%	74.76%	72.80%	61.19%	61.36%	61.66%	65.37%								
短期债务/总债务	96.01%	90.72%	90.89%	76.61%		47.78%	48.44%	36.92%	25.05%	31.96%	44.77%	38.92%	25.14%	88.91%	42.04%	42.73%	76.54%	66.20%	32.54%	47.90%	61.71%								
总债务/总资本	13.77%	10.31%	9.04%	8.51%		61.38%	57.88%	53.83%	52.97%	30.81%	32.79%	25.79%	30.65%	30.82%	33.09%	26.15%	23.80%	50.85%	53.36%	51.90%	57.43%								
货币资金/短期债务	487.68%	728.63%	956.17%	979.53%		76.50%	57.22%	111.43%	142.58%	439.06%	265.53%	390.39%	623.16%	118.47%	237.17%	770.73%	417.62%	60.74%	181.57%	69.62%	46.39%								
货币资金/总债务	468.20%	661.04%	869.09%	750.41%		36.55%	27.72%	41.14%	35.72%	140.32%	118.88%	151.92%	156.68%	105.32%	99.71%	329.34%	319.65%	40.21%	59.09%	33.35%	28.63%								
经营现金流/总债务	175.58%	330.33%	374.79%	29.47%		3.61%	13.82%	34.47%	3.44%	10.53%	27.22%	31.74%	156.86%	43.59%	23.71%	48.78%	55.48%	-13.16%	17.83%	1.80%	11.09%								
EBITDA/利息支出	24.86	33.34	41.86	NA		1.32	2.46	2.49	NA	14.32	21.26	12.96	NA	4.77	7.56	9.53	NA	3.24	1.82	1.65	NA								
EBITDA/总债务	1.50	2.26	2.43	NA		0.04	0.07	0.13	NA	0.61	0.53	0.72	NA	0.39	0.46	0.56	NA	0.14	0.10	0.12	NA								
应付票据	0.16	0.00	0.71	0.76		23.64	28.95	52.66	69.88	10.87	19.82	30.76	35.03	20.19	11.36	53.39	35.00	2.93	2.63	5.08	4.47								
债务资本比(含应付票据)	13.92%	10.31%	9.57%	9.04%		62.94%	60.11%	58.37%	58.92%	35.25%	39.01%	35.33%	39.59%	48.56%	43.39%	57.25%	48.80%	52.32%	54.31%	53.20%	58.49%								
净短期债务(含票据)	(56.67)	(71.21)	(91.96)	(80.32)		(27.39)	26.06	(47.09)	19.46	-49.92	-35.99	-37.32	-68.20	5.70	(17.77)	(26.38)	(23.34)	15.47	-15.25	18.84	45.45								

资料来源：万得资讯，中金公司研究

在目前商用车存量债券发行人中，隆鑫为民企，产品为价格最低的摩托车，盈利规模最小，现金流和偿债指标也都明显弱于其他发行人，且其从事的金融资产投资和委托贷款业务也值得关注。隆鑫主要经营“隆鑫”、“劲隆”两大摩托车整车品牌，摩托车产能120万辆，产销量连续六年保持行业第二位。虽然公司在细分行业内有一定竞争优势，但与其他发行人相比则明显更弱，首先收入只有70亿元左右，即使考虑投资收益4亿元后，绝对盈利规模仍较低。其次公司与其控股股东、实际控制人及其家族成员控制的企业之间有大额往来款，例如14年其他应收款大幅上升30亿元，对现金流造成较大负面影响。第三，公司从事大量高风险金融和股权投资，例如14年底公司其他流动资产中包括为子公司渝商集团发放的委托贷款17.3亿元和理财产品8.8亿元，长期股权投资中对瀚华金控投资17.6亿元，相关现金流出容易加大主业外的现金流风险。第四，公司债务负担较重，截至15年9月末债务资本比达到58.3%，且债务结构中短期占比高，如果扣除受限7.6亿元货币资金（截至14年末）后对短债的覆盖率不到40%。而公司截至15年3月末未使用授信不到20亿元，已无法覆盖全部净短债，面临一定周转压力。另外，公司14年末借款中信用借款仅10亿元左右，占比不到10%，一定程度上也说明银行对其支持力度较弱。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

