



## 行业信用风险展望 稳定

# 汽车零部件行业信用风险报告

### 行业波动性

行业周期属性	强周期行业	
周期阶段	景气平稳	

### 行业盈利性

	2017H1	2016
营业收入增速 (%)	22.41	21.41
毛利率 (%)	20.21	20.33
净利率 (%)	6.37	6.47

### 行业竞争性

	2017H1	2016
应收账款周转 (天)	67.56	60.56

### 行业负债与流动性

	2017H1	2016
资产负债率 (%)	56.55	55.19
现金流利息覆盖倍数 (倍)	-0.0019	0.1628
行业信用利差 (BP)	190.76	89.46

## 行业

2016 年汽车零部件行业的繁荣一定程度上透支了 2017 年上半年小排量乘用车的需求, 表现为小排量乘用车销售增速下滑; 但公路限超、环保等因素的推动, 使得商用车销量保持强劲。

## 债市

2017 年上半年, 汽车零部件行业发债规模同比下降, 期限结构趋于短期化, 资产负债期限结构不匹配或导致流动性风险加大; 汽车零部件企业有 2 家级别上调, 信用资质整体较为稳定。

## 企业

福耀玻璃等企业并购及全球化布局继续推进; 2017 年以来, 贵州轮胎股份有限公司主营业务继续亏损, 营业利润主要来自于搬迁补偿和营业外收入; 三环集团主要产品毛利率均呈下滑趋势。

## 展望

随着大宗商品价格回落, 预计 2017 年下半年汽车零部件企业成本将有所下降、财富创造能力将有所上升, 对汽车零部件行业的展望维持稳定。

大公国际工商二部 李晓娜

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

## 一、行业发展

2017年以来，受前期汽车购置税减半透支乘用车需求影响，乘用车消费量有所下降，但公路治超政策延续，使得商用车销量上升

汽车零部件行业是强周期性行业，宏观经济走势决定行业景气度。2006~2015年，我国汽车销量年复合增长率为14.59%，2009年以来我国汽车销量连续多年位列全球首位。我国汽车人均保有量较低，随着人均可支配收入增加，汽车消费量，特别是中西部地区，仍有一定增长空间。2001~2015年，我国汽车零部件行业销售收入复合增长率为25.67%，高于同期汽车工业销售收入18.28%的复合增长率，行业总产值在汽车行业中的占比也不断增长，但相对于发达国家60~70%的水平仍然较低。从汽车市场结构来看，国内零部件行业面临较好的发展前景。

2016年，受消费结构升级、乘用车减征车辆购置税、公路限超政策等因素影响，汽车行业景气度显著提高，国内汽车产销量分别为2,811.88万辆和2,802.82万辆，同比分别增长14.46%和13.65%，增速同比分别提升11.21个百分点和8.97个百分点；汽车零部件及配件制造业企业平均销售增长率从2015年的0.3%上升至2016年的13.50%，净资产收益率相对保持稳定，2015年和2016年分别为9.80%和9.90%。2017年1~6月，国内汽车销量同比增长4.28%，自主品牌表现强势，市场占有率有所提升，其中，受2016年小排量乘用车购置税减半政策透支一定需求影响，乘用车销量同比增速放缓，为2.14%；而受公路“治超”政策导致运力不足和产品更新周期等因素影响，商用车销量同比上涨17.46%。预计下半年，随着汽车销售旺季的来临及购置税优惠政策临近结束，乘用车销售将有所回暖，商用车销售继续保持强劲势头。

原材料价格受大宗商品价格走势影响，其波动影响汽车零部件企业盈利能力及生产稳定性

汽车零部件的上游主要为钢铁、橡胶、塑料、其他织物等，原材料价格最终由钢铁、天然橡胶、石油等大宗商品影响。钢铁方面，2016年以来钢铁价格震荡上行。橡胶方面，在经历了2016年下半年的大幅增长后，2017年2月橡胶价格大幅回落。石油方面，受全球经济增速放缓，石油供应充裕但需求疲软等因素影响，2014年下半年起，国际原油价格快速下跌，2015年，WIT原油价跌至36.70美元/桶附近，2016年，受尼日利亚武装冲突关闭油田、石油输出国组织(OPEC)和其他产油国达成减产协议等因素影响，油价全年调升近50%，2017年上半年，国际油价震荡波动。原材料价格的波动会直接影响汽车零部件产品的盈利能力和生产企业经营稳定性。



图1 2014年以来我国普钢材综合价格指数

图2 2014年以来中国橡胶价格指数

数据来源: 东方财富、Wind 资讯

**国内零部件企业之间竞争激烈，国产替代深化；但我国汽车零部件制造业规模较小，在核心技术掌握等方面处于弱势地位**

一辆汽车约包含1~3万个零部件，零部件行业作为整车的上游行业，是汽车工业发展的基础。传统的汽车零部件包括发动机总成、离合器总成、变速器总成、转向系统、悬架系统、车身内外饰、汽车轮胎、制动系统等，新兴零部件包括动力电池、驱动电机等。我国汽车零部件行业起步较晚，与国外企业相比，规模较小，在自主创新能力以及核心技术掌握等方面，与欧美、日本等汽车强国相比还存在较大差距。目前，我国汽车零部件产品的国产替代，已经从低附加值的外饰进入到玻璃、轮胎、车灯等产品，同时，部分企业开始借助

并购、技术研发等方式进入高附加值产品领域。随着汽车自主品牌的不断成长，自主零部件产品也将实现质和量的双重进步。

汽车零部件行业的下游领域按用途来分，主要为主机厂配套市场（OEM）和售后服务市场（AM）。汽车零部件的下游客户主要为国内外整车厂商及其零部件配套供应商，客户集中度较高，因此，零部件企业处于相对弱势的地位。但对于部分在某一细分市场内具有领先优势的零部件供应商，其市场地位和技术优势将有助于提升市场话语权和议价能力。近年来，国内汽车虽然销量稳定增长，但是整车的价格不断下降，汽车零部件制造商相对于主机厂而言处于弱势地位，很难抵抗主机厂转嫁的降价压力。

**2017年以来，各部委出台多项政策支持汽车零部件行业发展；节能环保技术将成为汽车零部件未来发展趋势**

2016年8月18日，交通运输部等4部委联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》，同意公路货车超限超载认定标准。2017年2月4日，国家发改委发布了《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，共涉及到8项汽车零部件产品，包括汽车电子、新能源电机和控制系统、新能源汽车电附件、插电式混合动力专用发动机、能量回收系统、燃料电池及材料、汽车零部件再制造和3D打印；3月1日，工信部等四部委发布《促进汽车动力电池产业发展行动方案》通知，规划了汽车动力电池行业的发展木區，明确任务和措施，有利于加快提高动力电池产品性能和质量，推动新能源汽车可持续发展；4月25日，工信部、发改委、科技部联合印发《汽车产业中长期发展规划》，提出以新能源汽车和智能网联汽车为突破口，加速跨界融合，构建新型产业生态，带动产业转型升级，实现由大到强发展。

随着全社会对环境问题的日益重视，汽车的节能环保技术将成为汽车及汽车零部件行业未来的技术趋势。其中，轻量化技术是节能的重要考虑方式之一，超高强度钢、铝合金和碳纤维等轻量化材料的应

用成为各汽车零部件供应商生产工艺的发展方向。总体而言，新能源汽车正在加速发展，汽车零部件的轻量化、电子化和智能化设计等正逐步得到应用，节能环保新技术将成为未来汽车零部件产业竞争的制高点。

## 二、债市表现

### （一）融资情况

2017年1~7月，汽车零部件企业债券发行量同比下降<sup>1</sup>，共发行5支，同比减少4支，发行总额为22.50亿元，同比减少29.50亿元，大幅下降。债券发行和级别调整方面呈现出以下特点。

**2017年以来，汽车零部件行业的发债数量和金额同比均有所减少，债券期限结构均趋于短期化，易导致资产负债期限结构不匹配，流动性风险加大**

从发债情况来看，2014~2016年，汽车零部件行业发债数量有所波动。2015年，汽车零部件行业发债数量为18支，发债规模为96.70亿元，同比均大幅上升；2016年，行业发债数量和发债规模均有所减少。2017年1~7月，汽车零部件行业发债数量和金额同比均大幅下降。

表1 2014年以来汽车零部件行业发债情况（单位：亿元、支）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~7月
发债数量	9	18	16	5
发债规模	54.50	100.70	92.50	22.50

数据来源：Wind 资讯

从债券品种来看，2014~2015年，汽车零部件行业债券融资期限以短期为主，长期债券比重有所上升；2016年以来，行业债券趋于短期化，超短期融资券数量占比逐年上升。

<sup>1</sup> 本文所分析债券不包括私募债券。

表 2 2014 年以来汽车零部件行业发债品种结构（单位：支、亿元）

债券种类	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~7 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
短期融资券	6	37.00	9	50.00	2	10.00	-	-
中期票据	2	10.00	5	22.00	1	10.00	-	-
公司债	1	7.50	2	23.00	3	26.50	1	2.00
超短期融资券	-	-	2	10.50	10	46.00	4	20.50
合计	9	54.50	18	96.70	16	92.50	5	22.50

数据来源：Wind 资讯

## （二）级别变动

**2017 年以来，汽车零部件发债企业仅有 3 家，发债企业信用资质整体保持稳定**

从发债主体来看，2014~2016 年及 2017 年 1~7 月，汽车零部件行业发债主体共有 16 家，级别相对较为集中，其中福耀玻璃工业集团股份有限公司主体级别在 2015 年 5 月份调高为 AAA，万安集团有限公司主体级别为 A+，兴源轮胎集团有限公司主体级别为 AA-，北方凌云工业集团有限公司主体级别为 AA+，除此之外，汽车零部件行业所有发债主体级别全部为 AA。

由于在产业链中弱势地位，汽车零部件行业存在应收账款回收周期较长的特点，债券期限结构均趋于短期化可能会导致资产负债期限结构不匹配，流动性风险加大。

截至 2017 年 7 月末，汽车零部件行业级别和展望调整的企业为兴源轮胎集团有限公司由联合资信的 AA-/稳定调整为联合信用的 AA/稳定；万丰奥特控股集团有限公司由 AA/稳定调整为 AA+/稳定，主要是由于公司 2016 年主业发展状况较好，营业收入和利润大幅增长，经营性现金流持续净流入，且未来三年公司汽轮业务订单逐年增加；贵州轮胎股份有限公司由 AA/负面调整为 AA/稳定，展望调整的原因是 2016 年以来，公司总债务和资产负债率下降，获得搬迁补偿而扭亏。

表 3 2016 年以来汽车零部件行业发债企业的主体级别及展望调整情况

企业名称	级别调整日期	评级机构	调整前		调整后	
			级别	展望	级别	展望
兴源轮胎集团有限公司	2017-03-03	联合资信/联合信用	AA-	稳定	AA	稳定
万丰奥特控股集团有限公司	2017-06-27	新世纪	AA	稳定	AA+	稳定
贵州轮胎股份有限公司	2017-05-12	中诚信证评	AA	负面	AA	稳定
	2017-07-13	中诚信国际	AA	负面	AA	稳定

数据来源: Wind 资讯, 截至 2017 年 7 月 31 日

### (三) 行业利差

#### 受流动性收紧影响, 汽车零部件 2017 年上半年行业利差有所增加

从利差<sup>2</sup>来看, 受 2017 年以来流动性收紧的影响, 1~6 月汽车零部件发债企业评级利差为 190.76BP, 较 2016 年该行业平均利差 89.46BP 大幅上升, 同时, 也高于同期各行业平均利率以及汽车行业整体平均利差。

从不同级别角度来看, 2016 年发债主体级别为 AA 的债券平均利差为 117.24BP, 发债主体为 AA 且为超短期融资券的债券平均利差为 143.77BP。2017 年上半年, 汽车零部件行业发债企业主体级别均为 AA, 且全部为超短期融资券, 利差较 2016 年有所上升。

整体来看, 汽车零部件行业利差偏高, 且受宏观流动性的影响, 2017 年以来, 行业利差有所上升。

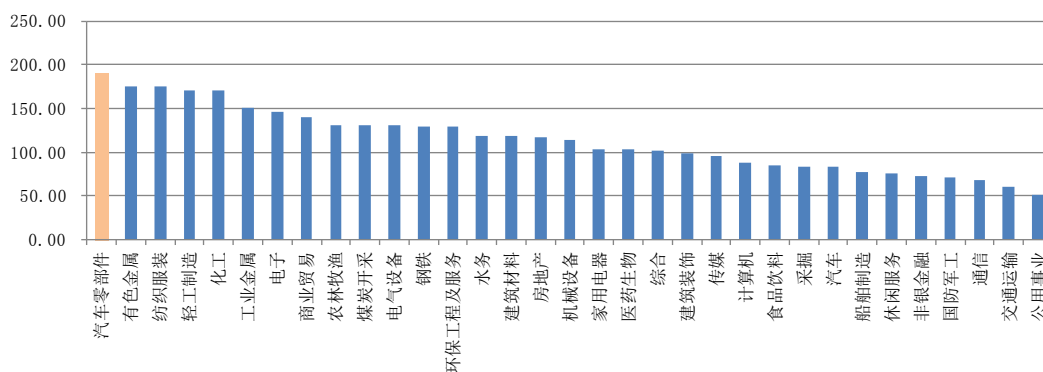


图 3 2017 年各行业平均行业利差情况 (单位: BP)

数据来源: Wind

<sup>2</sup> 本文利差分析部分分析对象全部为固定利率债券, 参考级别为主体级别, 参考利率为中债国开债到期收益率。

### 三、关注企业

#### 福耀玻璃等企业并购及全球化布局继续推进

2016年以来,汽车零部件行业运营及发债企业运营主要特点包括以下几个方面:一是原材料价格变动,导致行业毛利率有所下降。2016年,受汽车销售回暖带动,汽车零部件企业经营状况有所好转,同时,钢铁、橡胶等大宗商品价格持续上升,成本压力有所增加,导致2017年1季度,汽车零部件企业整体毛利率有所下降。2017年2月以来,橡胶价格有所回落,二季度行业整体毛利率预计将有所上升。二是企业并购及全球化布局逐渐铺开。赛轮金宇在越南的生产线建设逐渐增大;双星轮胎收购锦湖轮胎株式会社42.01%的股权,双方可发挥优势互补和战略协同作用;福耀玻璃近年来积极加大海外拓展步伐,在收购美国PPG于美国伊利诺伊州的工厂、建设位于美国俄亥俄州Moranine的全球最大汽车玻璃工厂后,还表示将于近年底前投资10亿美元在美国设厂,欧洲地区方面,福耀玻璃亦表示将在德国和俄罗斯进一步投资1.3亿美元,推动海外高端市场的开发;万里扬收购奇瑞变速箱,进入自主品牌车型供货体系;宁波均胜2016年将汽车安全系统全球供应商美国KSS和智能车聊领域的德国TS纳入合并范围,收入规模大幅上升等。海外扩张在部分地区可以获得更低的成本,也可在一定程度上避免国际上贸易摩擦对企业产生的负面影响。同时,企业的并购与对外扩张对自身经营管理能力及资金实力都提出了更高的要求,一旦经营不达预期,可能影响公司自身的稳定性。

2017年以来,贵州轮胎股份有限公司主营业务继续亏损,营业利润主要来自于搬迁补偿和营业外收入;三环集团主要产品毛利率均呈下滑趋势

贵州轮胎股份有限公司2017年经营性业务利润为-0.39亿元,由于继续收到搬迁补偿2.40亿元,净利润扭亏为盈。2017年4月14日,贵州轮胎股份有限公司收到美国商务部发布的对来自中国的非公路



轮胎第七次反倾销和反补贴行政复审仲裁结果，导致其生产的非公路轮胎出口美国市场难度加大。三环集团有限公司下游主要为东风集团，2016年受东风集团销量提升带动，三环集团有限公司收入有所增长，但是其主要产品的毛利率均呈下滑趋势；另外，2017年以来，中国乘用车销量有所放缓，可能影响其汽车经销业务。

综合来看，2017年以来，汽车零部件企业盈利情况良好，偿债风险较低。

#### 四、下半年展望

短期来看，随着下半年汽车销售旺季来临，小排量车购置税优惠政策末班车效应，公路限超政策延续等政策影响，整车市场销售量将有所上升，将带动上游汽车零部件企业销量增加。随着2017年“双反”终裁的决定，中国未来输美的卡客车轮胎不再被征收反倾销和反补贴税，预期中国轮胎出口量将恢复增长。未来汽车零部件行业总体上长期仍将保持一定规模的需求，上游橡胶等大宗商品价格的回落可以缓解成本压力，预计下半年行业毛利率将有所回升，良好的偿债环境有助于保障行业内企业财富创造能力和债务偿还能力的稳定性。因此，大公对汽车零部件行业的展望维持稳定。