

汽车制造行业企业评级方法

2018年12月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

汽车制造行业企业评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断汽车制造企业主体信用风险的主要评级要素，是评定汽车制造企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖汽车制造企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。汽车制造行业企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、适用范围

根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），“汽车整车制造”中类属于“制造业”门类下的“汽车制造业”大类，包括汽柴油车整车制造和新能源车整车制造。联合资信汽车制造行业企业评级方法适用于以制造、销售汽柴油车和新能源车为主营业务的企业，界定标准为营业收入或利润总额 50%以上来自于该等业务。

二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体违约可能性。受评主体违约可能性的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

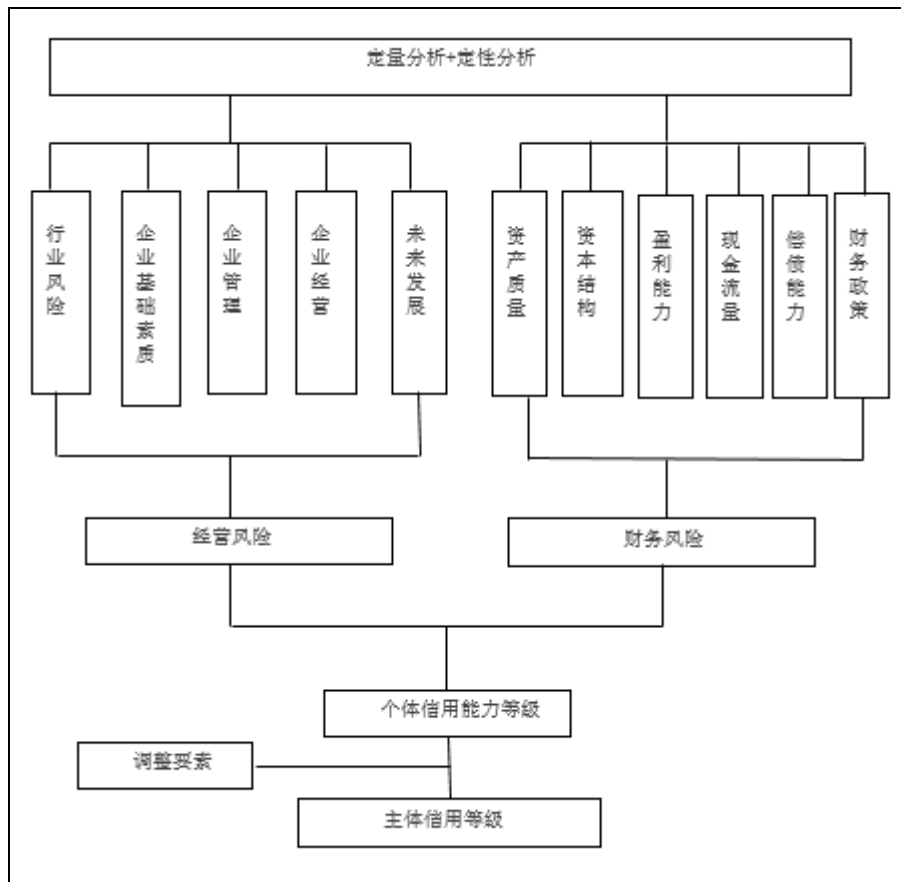
由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的目前状态和历史表现，再

结合未来一些特别的重要因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对汽车制造企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面，并重点关注市场地位、产品多元化程度、产业规模效益、话语权等。

近年来，汽车市场持续位居全球第一，但销量增速呈现波动，2018 年出现下滑态势；阶段性实施的汽车优惠政策退出、投资拉动因素弱化、关税政策落地、贸易壁垒、股比放开时间表初定等诸多因素的存在，加剧了外部环境的不确定性。汽车制造企业的经营状况出现一定分化，市场竞争日趋激烈。结合当前的投资和消费环境，联合资信对汽车制造行业评级方法的逻辑思路为结合行业的发展情况、竞争环境和相关政策，注重评价企业自身的资产质量、盈利能力和偿债能力，从而判断汽车制造企业的主体信用风险的大小。

本评级方法并未包括汽车制造企业评级时考虑的所有因素，但以下评级要点对于判断汽车制造企业的基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。



三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1.行业分析

宏观经济对行业的影响

宏观环境的分析主要包括对特定时期的宏观经济形势的分析以及对宏观调控政策，包括货币政策、税收政策和政府投资政策等的分析。汽车制造行业是国民经济的基础性行业，其产业链较长，对材料、设备、零部件、智能制造等诸多工业部门形成推动。其中，乘用车行业具有一定需求刚性，但市场增速具备周期性波动的特征；商用车行业受投资拉动的作用明显，因而宏观的投资增速、政策调控对商用车需求的判断较为重要。

联合资信对宏观经济环境的分析将重点关注：宏观经济环境（特别是消费及信贷政策）、近年 GDP 增速情况、人口数量及消费能力（人均收入）、城镇化率、公路基础设施建设情况（投资额、里程等）、固定资产投资增速、钢材和橡胶等原材料价格、布伦特原油价格（西德克萨斯原油价格）等。

行业概况

汽车制造行业受固定资产投资环境、产业政策及监管环境、居民消费水平及消费偏好、产品更新换代等因素的影响较为明显，属于周期性行业，具有产业链长、产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集、政策敏感度高等特点。

联合资信对行业概况的分析将重点关注：细分品种产销规模及变动，固定资产投资环境、政策指导（促进/抑制/强监管）、消费环境和信贷成本，以及地缘政治风险、油价波动等因素对消费者购车意愿、购车成本和用车成本的影响；同时，考察行业景气度时，主要关注中国汽车产业景气指数（ACI，中国汽车工业协会发布）、汽车经销商库存预警指数（中国汽车流通协会发布）、行业内规模以上企业效益（国家统计局发布）等。

行业政策

汽车制造行业对产业消费引导政策及监管政策的敏感度较高，近年来陆续出台的政策包括新能源推广补贴及退坡、双积分政策（能耗管理）、新版《汽车销售管理办法》、治超管理、进口关税下调、外商投资负面清单的修订以及贸易壁垒下的关税调整等，该等政策对目前乃至未来的市场竞争格局均形成重要影响。

联合资信对行业政策的分析将重点关注：已出台政策对企业所经营产品品类的影响程度，以及短期内将要执行政策对企业所经营产品品类预期产生的影响；另需注意的是，贸易壁垒下的关税政策对整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响尚不能完全确定，各方对该政策的应对方式和成果仍待观望；外商投资负面清单修订、股比放开时间表初定等因素可能会对现有竞争格局产生影响。

行业地位

汽车制造业是国家工业的重要构成，整车制造工业属于综合性的组装工业和高度技术密集型工业，其发展对材料、设备、零部件、智能制造等诸多工业

部门起到了推动作用。2017 年，汽车工业累计完成固定资产投资 13476.03 亿元，同比增长 9.22%，占同期全社会固定资产投资完成额的比重由 2015 年 2.03% 升至 2.10%，投资增速超过全社会固定资产投资完成额增速（名义同比）2.22 个百分点。

上下游产业

汽车行业产业链较长，各产业链环节的附加值和发展程度有所不同。汽车制造产业上游主要为钢、铝等大宗金属材料以及发动机、变速箱、内饰等零部件，除少量核心部件及总成外，汽车零部件产业竞争激烈、议价能力弱于整车制造企业，钢、铝等大宗金属材料近年呈震荡上涨态势，是整车制造企业成本压力的来源之一（另有人力、能源成本压力）。整体看，成本压力虽存在，但整车制造企业受上游产业制约程度一般，分析时主要关注采购规模及议价能力、大宗物料及零部件价格波动的应对措施、进出口是否存在管制等。

汽车制造产业分为乘用车制造和商用车制造两大类，乘用车市场规模较大，近年受政策影响，销量增速有所波动，但受益于首辆车消费（纯新增需求）及更新换代消费的支撑，乘用车市场需求仍具一定刚性；商用车市场规模相对小且波动趋明显，主要受下游客运、物流、房地产及基建等行业景气度的影响。

联合资信对上下游产业的分析将重点关注：影响个人消费环境的因素以及影响客运、物流、房地产及基建行业景气度的因素，以及上游大宗材料、核心部件、区域人工成本等价格的走向和供应充足程度。

行业竞争

中国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局，产业集中度高。2017 年，国内共有 8 家汽车生产企业（集团）产销规模超过 100 万；中国汽车销量前 10 名的企业集团共计完成销量 2556.24 万辆（占总销量 88.5%）。

自主品牌方面，乘用车市场的自主品牌市场份额在 40% 左右浮动（2017 年为 43.9%，同比提升 0.7 个百分点），但受其他系别产品以及大的市场趋势等影响，具有波动性；商用车市场以自主品牌为主，重型卡车、大客车的竞争格局相对稳定，行业龙头地位显著，但中低端产品的竞争趋于激烈，国外产品多以

零部件供应商身份参与，国外整车产品由于价格因素对国内市场参与程度相对低。

联合资信对行业竞争的分析将重点关注：前十大汽车制造企业销售规模占比情况（判断汽车制造行业集中程度）、主要汽车品牌的市场占有率情况、外资（日韩、德、美等）以及内资汽车制造企业的市场占有率情况；行业内并购重组情况、生产模式调整（如，模块化生产）及对行业整体竞争程度、竞争格局的影响等。

行业周期性和季节性

2003 年以来，中国汽车市销量增速共经历五轮涨跌：2003~2005 年、2006~2008 年、2009~2012 年、2013~2015 年、2016 年至今。不同时期内，产业政策调控、基建及地产投资增长、商用车治超管理、油价波动以及关税调整等外部因素通过对消费者购车意愿、购车成本及用车成本形成影响，阶段性地抑制或释放了消费需求，造成行业的周期性波动。

近几年，政策激励及监管强化的影响程度加深，创新驱动下的产品更新、市场推广不断激发细分领域的市场需求，相比之前年度，汽车制造行业的季节性特征有所弱化。

行业发展

近年来，中国乘用车市场开始步入平稳增长，相比之前年度的增速高点已呈回落态势，但仍具备良好的消费韧性；平稳的外部投资环境支撑了商用车市场的良好增长态势，新能源市场景气度持续较高。随着双积分政策推出、新能源补贴退坡、小排量车购置税优惠退出、合资企业股比放开、进出口政策调整（关税及贸易壁垒、国际关系等），外部环境区域复杂，虽有庞大的市场销售规模对企业的业绩予以支撑，但行业仍面临竞争激烈、成本难控、环保趋严等压力。

区域经济环境

联合资信对区域经济环境的分析将重点关注：企业主要生产基地所在区域的产业集群情况（主要部件的供应能力和当地劳动力成本）、交通运输条件（部件输入及产品输出）、税收及招商政策；主要消费区域的居民收入水平、

人口基数及保有量、政策鼓励程度、城市交通环境、区域限购政策等；如受评企业海外业务布局较多，且在海外设立工厂，需对该地区与国内在上述等方面的差异、优/劣势予以关注。

2.企业基础素质

企业所有制性质

联合资信对企业所有制性质的分析将重点关注：企业所有制性质（央企、省属企业、市属企业，民营、合资企业），是否存在实际控制人；不同所有制性质有不同的经营管理特点和风险点，其对企业治理结构及偿债意愿的影响；部分民营企业存在股权结构复杂、内部治理不完善、控股股东股权质押率高等问题。

企业规模及地位

经营方面将重点关注以下方面，进而对企业市场地位、规模效益、话语权以及获得外部支持等情况作出判断：

（1）企业产业链完整度（核心部件配套能力）、主要产品品类及产能分布、销售规模及区域分布、旗下品牌数量（含参控股）及高中低档品牌的梯度结构、经典热销车型的销售情况及换代情况。

（2）企业的市场排名及市场份额的变动趋势是从第三方专业机构的角度、以量化结果的方式所呈现的企业行业排序及地位，是判断企业在低迷时期抗风险能力的重要指标之一，可通过 J.D.POWER 和汽车工业协会发布的年度排名进行考察。

（3）是否存在境内外大型并购或公众公司，是否为集团类企业及投资控股类企业，对其下辖经营实体的管控力度。

财务方面将重点关注：企业或下属专业子公司资产、权益、收入、利润规模及其主业盈利能力在同业中的排位。

研发及技术水平

由于汽车制造企业存在中外合资模式，按早期设立时约定，外方多以输入车型、品牌、技术、投资资金、标准、工艺和管理等高级生产要素为主，中资

方多以输出劳动力、土地、厂房、流动资金等初级生产要素为主，外方在资金、技术、车型方面具主导地位。

研发：分析时重点关注企业自有研发体系、研发投入、核心研发团队、技术储备及研发周期、专利数量、技术转让费支付情况以及外资方在研发阶段的参与程度（机构、人员、技术、车型）等。

设备及工艺：分析时重点关注企业设备是否进口及进口国家、购买及使用时间、设备自动化程度、技术先进程度、核心技术团队、技术贡献情况（合资情况）、J.D.POWER 质量报告排名、是否有召回记录、自主品牌实力、国外合作方技术实力等。

核心零部件的配套能力：分析时重点关注企业的车身及底盘、变速箱、发动机（新能源：电池-电机-电控）、电子控制系统、空调等部件的配套能力。

外部支持

联合资信对外部支持的分析将重点关注企业获得政府支持和股东支持的可能性及支持力度，分析时也将与企业所有制性质结合考虑，主要分为如下方面：

政府支持方面：1) 是否享有政府在资本金注入、财政补贴、国家级项目专项基金和税收优惠等方面的持续支持，判断企业获得支持力度的大小；2) 是否有政府明确担保且有政府救助历史；3) 公司经济或政治地位是否重要，是否为政府重点扶植企业，等。

股东支持方面：1) 分析母公司背景和实力及企业在股东的发展战略上所处的地位；2) 获得股东注资支持、资产注入、订单支持和补贴等支持力度的大小；3) 股东是否为企业债务提供担保；4) 股东对公司的利润分配的要求，是否同意企业某个阶段的利润可以留存用于后续发展（尤其在历史中的大规模对外投资时期），等。

人员素质

联合资信对人员素质的分析将重点关注企业高管团队的构成和稳定性、高管人员从业经验和管理水平、奖惩记录等，员工的岗位、学历和年龄结构，是否符合行业特征并能满足业务需要。

3.企业管理

治理结构

联合资信对治理结构的分析将重点关注企业独立性，股东权利的保障，董事会独立性和运作情况，企业实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制、监事会运作规则和运作情况等。根据受评企业的所有制性质，判断其是否建立了与其发展相适应的决策与监督机制。联合资信在进行公司治理的分析时重点关注：

1) 董事会与管理层之间未实现角色分离，对实际控制人高度依赖（自然人）；2) 实际控制人或董事长接受调查以及控制权存在严重纠纷；3) 管理层变动较为频繁，尤其对于股权比例分散的企业；4) 股权集中度较高，企业实际管理由母公司进行，自身对资金控制能力较弱，或者对主要子公司管控力度弱；5) 中外合资模式下，双方股东的分工、决策和履约情况。

内部管理体制及管理制度执行情况

联合资信对管理水平的分析将重点关注企业组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，从战略管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、担保管理、分支机构考核等方面进行判断；关注企业战略规划与自身能力及现阶段的市场条件是否相符；关注近年来是否出现过重大生产或质量事故。

对于利润中心是下属控股、合资子公司的集团企业，本部属于投资控股型，侧重对投资项目进行收益、风险管理，需关注本部对下属子公司的人员管理、投资决策、盈利考核、资产管理等方面的管理条款和落实情况。

4.经营分析

企业的经营情况主要包含物料采购、生产、销售、投资项目、发展战略、重大事项、经营效率等方面，重点分对企业近三年的收入规模、业务构成及利润贡献情况、主业盈利能力及经营稳定性进行分析。

物料采购

联合资信对物料采购的分析将重点关注企业核心外采部件、非核心外包业务、有色金属基础材料价格波动等上游因素对盈利能力的影响。分析要素包括：

原材料方面：各类外购原材料占成本比重，核心原材料的近三年一期价格走势、供应稳定度及影响价格变化的关键因素，近三年一期采购量变化情况，对上游议价能力（近三年对上游下达的降本指标），采购模式及结算、运输成本、授信额度等；如有关联采购，对关联方背景、关联交易规模、关联交易定价（是否偏离市场价格）予以关注；如需大量进口原材料，对汇率风险、地缘政治风险（主要是进口管制）及其应对措施予以关注。

供应商方面：供应商的集中度、是否存在排他性供应商、供应商筛选方式和行业地位、供应商质量控制等。

外协加工商：对外协加工的认证，外协加工的优品率、交货准时性、质量控制、成本控制目标的实现、生产能力等。

产品生产

联合资信对产品生产的分析将重点关注：

产能：生产基地及产能分布、近三年产能及产能利用率、产能提升的制约因素；目前在建产能及技术改进（如有）的建设进度及效益分析。针对有海外工厂的企业，关注是否享受当地引进外商的优惠政策及优惠期，以及可能由于国际关系等外部因素带来的风险。

生产环节：生产模式（销定产、产定销）、设备水平（是否定制设备/产品）、自动化程度、质量控制（良品率）、库存/备货管理、生产效率（多久下线一台车）、倒班制度、成本控制方案；针对有海外工厂的受评企业，关注是否享受当地引进外商的优惠政策及优惠期。

产品质量：质量检验流程、次品比重、生产线设备检修周期；是否存在重大召回事项、媒体报道产品质量事项。

产品销售

联合资信对产品销售的分析将重点关注：

销售环节：1) 对产品的定价权、销售模式与销售政策；2) 近三年一期销售规模及排名（含出口），主打车型的销量、价格变动及促销情况，新车型及换代车型推出情况，是否依赖单一车型；3) 销售区域（含出口），主要合作经销商（含出口），品牌 4S 店数量及单店销售情况（含出口），结算方式（现/汇/汽车金融）及账期，若出口收入形成一定规模，需关注出口业务的地缘政治风险和汇率波动风险；4) 汽车后业务，二手车及零配件销售情况（含维修保养），汽车保险代理销售情况；

汽车金融：整车是否存在消费信贷、消费信贷条款（首付款、期限、担保、违约执行等）、合作的第三方金融机构（是否子公司、关联方）、消费信贷是否存在担保条款（如有，信贷逾期情况、回购情况、进入诉讼情况等）；

其他：若存在局部区域的限牌/限购、诉讼/召回、燃油价格调整、产业政策对企业经营形成影响，关注企业的应对措施及效果，并通过对比同业企业所受影响及应对效果，判断企业重大突发事件的应对能力。

未来发展

联合资信对未来发展的分析将重点关注：

重点投资项目：分析时主要关注受评企业在投、拟投的项目/股权的投资逻辑，是否围绕主营业务展开。具体到项目分析，着重于所投项目的投资进展、盈利预测与投资收回年限（含建设期）、拟建/收购项目计划的时间表（是否涉境外投资）；各方资金投入情况（自有/债/股）、偿债资金来源、外部资金成本（尤其明股实债、外币债务）及期限配比、项目铺底资金来源，分析并判断其对受评企业未来经营竞争力、债务负担及盈利水平的影响。

战略发展：经营方面，分析时主要关注受评企业上下游产业链延伸及资源配置情况、产能扩张计划、新工厂设立/产能搬迁、新技术/新材料研发、未上市车型储备等，并与企业的三/五年相符；投融资方面，主要关注融资规划（IPO、定增、发债等）、融资渠道（来源、金额）、债转股进展（如有）、债务管控目标、风险储备金、项目建设资金配比。

企业的权益增减情况：未来是否存在通过股东增资、定向增发等方式提高权益，以及通过资产剥离、股东减资等方式减少权益的情况。

其他重大事项

联合资信对其他重大事项的分析将重点关注经营财务、偿债能力有重大影响的事项，包括但不限于 IPO、定增、并购、企业性质或实际控制权变更、重大安全质量问题、重大海内外诉讼等，提示相关风险。

（二）财务风险评级要素

财务实力是衡量汽车制造企业自身偿债能力的重要因素，主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1. 财务信息质量

财务数据准确、可靠是进行财务分析的前提，联合资信对企业财务信息质量的分析将重点关注：

（1）审计机构从业资质；近三年审计机构出具的审计结论，若出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；合并报表重大变化情况和可比性；企业会计政策及变更说明，所采用会计政策是否与客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的真实性和有效性。

（2）考虑到汽车制造行业属于资金密集型行业，可能拥有较大规模存货，扩能投入规模也相应较高（在建工程和固定资产），存货跌价准备计提比例的稳定性和合理性（如涉计提比例变动，关注其对利润的影响）、费用资本化的合理性、折旧政策的选取对公司的主营业务利润存在较大影响。

2. 资产质量

资产质量是判断财务风险的起点，具体表现为资产构成质量、流动性质量、被利用质量、增值质量等方面。一般情况下，汽车制造企业的资产结构多以流动资产为主，货币资金、应收账款（新能源类）、存货规模普遍较大；部分集团型企业由于下辖合资公司，长期股权投资规模大，拉升了非流动资产比重。联合资信对企业资产质量的分析将重点关注：

流动资产：关注现金类资产（外币资金、使用受限货币资金比重）及短期可变现的股权和理财产品、应收账款及坏账计提（应收账款账龄分布、应收账款实际发生坏账的情况、是否包括未到位的新能源汽车推广补贴）、存货（存货跌价损失的计提，尤其针对销量下滑严重的企业）、其他应收款及坏账计提（关注款项性质以及是否涉及关联方）、委托贷款（如有）。

非流动资产：关注可供出售金融资产（公允价值/成本价值计量、公允价值稳定性、是否包含上市公司股票）、长期股权投资（联/合营企业盈利情况、分红情况、减值计提情况）、固定资产（设备折旧情况、近三年折旧摊销金额的稳定性）、在建工程（利息资本化情况、转固情况、建设进度）。

资产受限情况：关注是否存在股权、土地、设备、厂房等资产抵质押情况，以及抵质押比重。

外币资产部分：部分企业存在使用外币进行采购和销售、在海外投资建厂等情况，若外币计价的账面资产规模/比重较大，需单独提示；同时，关注外币资产、负债端的平衡情况，以及企业针对汇率波动风险采取的措施。

资产运行效率：包括总资产周转效率、流动资产周转效率、存货周转效率、应收帐款周转效率等。

3.资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力较大，财务风险也越高。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高；企业债务的到期分布越均衡，未来集中到付的压力就越可控。

联合资信对资本结构的关注将重点关注：

（1）企业资产负债率、有息债务规模、债务币种及汇率波动的应对措施、债务期限结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度、融资成本等；主要考察资产负债率、债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标。

(2) 若企业短期债务（含内部拆借款）规模大，需进一步细化未来一年内各类债务的到期分布、偿债资金来源，并结合可变现资产分析进行偿债压力测试（如，发生不可控的风险事件导致流动性紧张，现有债务的偿债保障程度）。

(3) 所有者权益中，注资的形式（货币资金、实物、土地使用权等无形资产）、性质（经营性资产、非经营性资产）；未分配利润和少数股东权益的规模和比重，永续债及明股实债的情况；股东增资沿革，股东对分红的要求。

4. 盈利能力

汽车制造行业的主业盈利能力整体尚可（居于 12~30% 的区间范围），但企业间盈利水平存在分化，综合来看，集团企业毛利率高于单一品种企业，经营合资品牌的企业毛利率高于经营自主品牌的企业。同时，部分企业的利润总额来源于新能源汽车推广补贴（计入营业利润/营业外收入）或合资公司贡献的投资收益，新能源补贴退坡、合营及联营企业经营状况（公司对其控制力度不足）等均可能对公司业绩产生影响。

联合资信对企业盈利能力的分析将重点关注：

(1) 近三年一期主营业务收入构成、主营业务收入变化及原因、毛利率变动及原因、非经营性损益的贡献和稳定性，从而对企业未来趋势做出判断；部分受评企业利润主要来源于非控股公司的投资收益，关注投资收益稳定性及子公司分红情况。

(2) 分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，可以判断生产企业对费用的控制力度，财务费用与债务规模匹配程度。

(3) 由于产品布局、规模效应、控本途径的不同，乘用车和商用车乃至细分行业内企业的利润水平分化明显，中小型企业受到景气度低迷的冲击可能导致利润大幅波动甚至亏损，企业利润的相对稳定性（横向比较之下）以及低迷时期的利润水平是判断企业抗风险能力和行业排序情况的重要指标之一。

主要考察指标：营业利润率（或毛利率）、总资本收益率和净资产收益率等。

5. 现金流

现金流量作为偿还债务的重要来源，是评级分析的重点，需在结合企业采购及销售政策的基础上，重点分析其经营获现水平及稳定性（关注关联交易的结算特征）、收入实现质量、经营活动现金流净额和稳定分红对现有债务的保护程度及对投资需求的覆盖程度（结合未来投资项目的支出规划）。

（1）经营活动：汽车制造企业在产业链的话语权较强，下游多采用预付或现付，应收账款周转率较高，但会存在一定规模存货，分析时重点关注企业的经营活动获现能力、接受票据结算的比例、经营性净现金流稳定性等。

（2）投资活动：汽车市场集中度高、销售规模不断扩张，部分企业通过新建、并购等方式横向、纵向拓展产业链，分析重点关注其投资方向、未来投资计划和资金来源、投资收益变现（下属企业分红等）、投资支出与资产负债表匹配程度等，进而对企业未来融资需求和压力形成预判。

（3）筹资活动：筹资活动现金流与债务规模变化匹配程度。

（4）现金流对到期债务和长期债务的覆盖。

主要考察指标：经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营现金流动负债比、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等。

6. 偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。联合资信在对企业偿债能力进行分析时，将依据对企业运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业未来盈利及经营性现金流对未来到期债务和利息支出的保障程度。主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力。

（2）长期偿债能力，主要分析 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断。

(3) 其他信用支持，包括但不限于直接/间接筹资渠道、资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持；在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

(4) 对外担保情况：1) 对内及对外担保规模，对外担保比率（担保责任额/所有者权益）是否高于 30%（含），有无反担保措施；2) 担保对象企业性质，是否民营企业，行业及区域集中度情况；3) 被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件。

7.财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件；企业管理层重视将信用指标恢复到杠杆交易前水平，或通过之前的行动表明长期致力于此，则企业更可能经受得起杠杆事件的考验。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）母公司财务分析

部分汽车制造企业主营业务的开展依赖于下属专业子公司，母公司报表与合并报表反映出的信用水平差异大，本部存在经营规模小但由于承担集团内重要融资职能，债务负担很重。对于企业本部独立信用状况较弱的情况，联合资信对母公司财务的分析将重点关注资产质量与流动性、偿债能力、盈利能力、

现金流等，作为风险判断的基础。若近三年存在重大资产/子公司置入置出，应关注收购资产的资金来源，收购主体以及出售重大资产的频率与目的。

资产方面，应考察货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产等流动性强或具备可抵质押能力的优质资产规模。

偿债能力方面，应考察企业本部是否承担集团内重要融资职能，债务负担与债务期限结构，同时结合本部实际可调用的偿债资产及外部资源测算短期与长期偿债压力。此外，还需重点分析本部债务资金实际用途，是用于核心子公司主营业务运营、关联方拆借、还是对外投资。若用于关联方拆借，企业占用资金是否以合理成本计息，关联方是否按时偿还利息与本金，并相应产生现金流入。

盈利能力方面，应考察本部营业收入构成、本部业务毛利率变动及原因、本部利润主要来自主营业务还是下属子公司分红、下属子公司分红的稳定性与可持续性。

现金流方面，应考察本部经营活动现金流入量与净额规模、本部经营业务收入实现质量与稳定性、对外投资规模及收到子公司分红情况与可持续性。

（四）其他调整事项

抵质押情况：是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重。

对外担保情况：1) 对内及对外担保规模，对外担保比率（担保责任额/所有者权益）是否高于 30%（含），有无反担保措施；2) 担保对象企业性质，是否民营企业，行业及区域集中度情况；3) 被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件。

未决诉讼情况：1) 诉讼涉及金额大小，是否占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失；2) 因诉讼事件导致企业直接损失达到企业所有者权益的 10%（含）以上；3) 诉讼可能导致公司经营受到严重影响。

关联交易风险重点关注：1) 企业是否制定明确的关联交易制度，是否存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；2) 企业

在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比达到公司收入 50% 以上；3) 企业提供的对外担保或委托贷款中针对关联企业的占比达到 50% (含) 以上。

关注企业过往债务履约情况，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

(五) 关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

(1) 企业违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

(2) 企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

(3) 从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

(4) 经营风险方面，汽车制造行业在产业链中话语权较强，行业集中度高，但也存在政策影响明显、市场增速周期性波动、竞争加剧且成本压力加大、车型和技术主要源于外资等问题，若人力、大宗物料、能源价格稳定，产业政策具有良好惯性，则企业面临的行业风险较低；产业链越完整、销售规模越大、产品分布越均衡、自主研发能力越强、越易获得外部支持（如股东、政府）且对产业新政能够快速应对，企业基础素质越好；治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善，企业管理水平越高；经营情况主要从

品牌、规模、成本及渠道管控、产品推新能力等方面考量，若企业在市场中具价格影响力、核心品牌销量突出、经营效率高、生产成本适度、下游渠道掌控力强、符合国家发展政策，且海外生产基地经营平稳，则其经营情况越好；企业发展主要从对未来预期的合理性、对政策判断的准确性、规划项目效益符合预期等方面考量，若企业发展规划合理适度且符合国家战略，重大投资项目有效匹配主业，技术储备及在研项目可满足自身成长需求，则其发展前景越好。

(5) 财务风险方面，通常情况下，企业财务信息质量良好，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强，其财务风险较低；通常情况下，企业现金类资产充裕、存货周转合理且跌价准备计提充分、应收账款账期合理且坏账准备计提充分，长期股权投资可带来稳定回报，在建工程和固定资产质量较高，则资产质量较高；企业债务负担较轻且结构合理、对外部融资依赖程度较低、权益稳定性强，则资本结构较合理；企业主营业务毛利率，营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；企业在产品价格变动、不同产品周期以及其他不利条件变动下现金流量仍可持续且维持适当水平，合营子公司分红政策稳定，其现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如经营性现金流、EBITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；母公司层面，本部现金类资产以及变现能力强的理财产品、股权投资、债权投资规模较大且对短期债务具备较好的覆盖度，经营活动获取现金及下属公司分红现金稳定充裕，具备可利用信用资产及通畅的外部融资渠道，其偿债能力越强。

(6) 额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将影响企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、股东增

资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），或出现重大项目投产、重大收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源）、重大合同签订等有助于提升收入、扩大盈利、增强竞争力的行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如股东背景雄厚且企业在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为企业债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

汽车制造企业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变