东风汽车集团股份有限公司
2019 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别 **AAA**
主体级别 **AAA**
评级展望 **稳定**
发行主体 东风汽车集团股份有限公司
发行规模 本期债券发行规模为不超过人民币27亿元（含27亿元）。
债券期限 本期债券分两个品种，品种一为3年期债券，品种二为5年期债券。本期债券引入双品种互拨选择权，互拨比例不受限制。各品种的最终发行规模将根据网下询价结果，由发行人及主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权后最终确定，但各品种的最终发行规模总额合计不超过27亿元。
债券利率 本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，在债券存续期内固定不变。
偿还方式 本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本期债券票面总额与对应的票面利率的乘积；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时所持有的本期债券最后一期利息及所持有的债券票面总额的本金。

概况数据

东风集团	2015	2016	2017	2018.9
所有者权益（亿元）	916.66	1,038.20	1,151.77	1,257.17
总资产（亿元）	1,609.68	1,852.62	2,126.73	2,163.74
总债务（亿元）	285.82	320.72	457.27	438.93
营业总收入（亿元）	1,324.12	1,293.84	1,331.79	844.74
营业毛利率（%）	13.26	13.97	12.14	13.21
EBITDA（亿元）	159.43	181.22	184.34	--
所有者权益收益率（%）	13.87	13.92	12.71	11.64*
资产负债率（%）	43.05	43.96	45.84	41.90
总债务/EBITDA（X）	1.79	1.77	2.48	--
EBITDA 利息倍数（X）	97.12	74.05	68.34	--

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、带“*”指标经过年化处理；
3、将“吸收存款及同业存放”及“卖出回购金融资产”计入公司短期债务。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“东风汽车集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定东风汽车集团股份有限公司（以下简称“东风集团”或“公司”）主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定。该级别反映了发行主体东风集团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。中诚信证评肯定了公司领先的行业地位、丰富的产品线和车型储备，以及较强的零部件配套生产能力和研发实力、较强的品牌影响力和获现能力强等正面因素对公司业务发展及信用水平的支撑。同时，中诚信证评也关注到公司自主品牌乘用车销量不及预期，合营企业神龙汽车有限公司（以下简称“神龙汽车”）产销量滑坡、业绩净亏损、资产减值规模较大及公司近期经营性净现金流出规模较大等因素对公司整体经营及信用状况的影响。

正　面

- 公司领先的行业地位。东风集团是中国最大的汽车制造企业之一。截至 2018 年 9 月末，公司拥有商用车产能 60 万辆/年，乘用车产能 291 万辆/年。2017 年，公司销售汽车 328.42 万辆，市场占有率为 11.4%；2018 年 1~9 月，公司销售汽车 219.43 万辆，市场占有率为 10.7%，销量在国内稳居行业第二。
- 丰富的产品线与较强的品牌影响力。公司具有丰富的商用车与乘用车产品谱系，抗市场波动能力较强。自主品牌“东风”系列卡车在商用车市场具有领先地位，下属合资企业凭借其技术与品牌优势具有很强的市场竞争力。
- 较强的核心零部件配套生产能力与研发实力。截至目前，公司具有发动机产能 337 万台/年，

2017 年发动机总产量 347.74 万台；此外公司在中重型卡车领域具有雄厚的研发实力与技术优势，市场竞争力较强。

- 获现能力较强。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 159.43 亿元、181.22 亿元和 184.34 亿元，总债务/EBITDA 分别为 1.79 倍、1.77 倍和 2.48 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 97.12 倍、74.05 倍和 68.34 倍，EBITDA 对债务利息的覆盖能力很强。

关 注

- 自主品牌乘用车市场竞争力较弱。2017 年及 2018 年前三季度，东风集团自主品牌乘用车销量分别为 38.65 万辆及 19.81 万辆，同比分别下滑 12.84%和 26.35%，造成公司乘用车板块营业收入同比下降并拉低毛利率水平。
- 公司主要合营企业神龙汽车净亏损。受市场结构调整影响，合营企业神龙汽车 2017 年销量同比下滑 36.85%，跌幅同比有所扩大，2017 年实现净亏损 1.40 亿元；2018 年 1~9 月，神龙汽车销量同比下滑 12.99%，需对其未来盈利情况保持关注。
- 资产减值损失规模较大。2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 4.62 亿元、4.76 亿元和 6.50 亿元；2018 年 1~9 月，公司计提资产减值损失 11.63 亿元。由于部分车型销售不畅，公司对相关专用设备确认减值损失，加之金融业务贷款减值，须对资产减值及对盈利的影响保持关注。
- 汽车金融板块净现金流出规模较大。近年来，公司大力发展汽车金融业务，截至 2018 年 9 月末，下属财务公司对外发放贷款余额为 489 亿元，公司当期经营活动净现金流为-84.73 亿元，公司汽车金融业务对外发放贷款较多，需关注其规模继续扩大对公司未来债务结构及现金流的影响。

分 析 师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

王 璐 lwang@ccxr.com.cn

梁绍宁 shnliang@ccxr.com.cn

Tel:（021）60330988

Fax:（021）60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 3 月 12 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本期评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概　况

发债主体概况

东风汽车集团股份有限公司（以下简称“东风集团”或“公司”）的控股股东东风汽车公司前身为1969 年 9 月成立于湖北省十堰市的第二汽车制造厂。2000 年，经国务院国家经济贸易委员会批准，东风汽车公司进行债务重组。作为重组的一部分，东风汽车公司、中国华融资产管理公司（以下简称“中国华融”）、中国信达资产管理公司（以下简称“中国信达”）、中国东方资产管理公司（以下简称“中国东方”）、中国长城资产管理公司（以下简称“中国长城”）和国家开发银行（以下简称“国开行”）于 2001 年 5 月共同设立东风汽车有限公司（即东风集团前身），注册资本为 1,076,310.53 万元，其中东风汽车公司以其持有的神龙汽车有限公司、东风本田汽车零部件有限公司、东风日产柴汽车有限公司、东风本田发动机有限公司等合营企业股份作为出资，持有 57.14%股权；中国华融、中国信达、中国东方、中国长城和国开行以东风汽车公司 46.135 亿元未偿还债务转换为 42.86%的股权。2003 年，东风汽车有限公司更名为东风汽车工业投资有限公司（以下简称“东风汽车投资”），并获得国务院授权经营投资公司。2004 年 8 月，东风汽车投资向中国华融、中国信达、中国东方、中国长城和国开行回购其持有的公司 42.86%股份，对价合计为 46.135 亿元；并将包括公益性资产、非从事汽车相关业务的资产和破产公司等在内的非核心资产剥离至东风汽车公司。上述股份回购和资产剥离完成后，东风汽车投资注册资本由 1,076,310.53 万元减少至 310,247.00 万元，东风汽车公司成为唯一股东。2004 年 10 月 19 日，东风汽车投资整体变更设立为股份有限公司，名称变更为东风汽车集团股份有限公司，由东风汽车公司作为唯一发起人。2005 年 12 月 6 日，公司首次境外发行 H 股，并于 2005 年 12 月 13 日实施超额配售，总股本扩张至 861,612 万元人民币。截至 2018 年 9 月末，公司注册股本为人民币 861,612 万元，其中东风汽车公司持股 66.86%，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）持有东风汽车公司100%股份，为公司实际控制人。

东风集团为东风汽车公司主要的资产和资本运作平台，拥有东风汽车公司旗下主要的业务及附属公司，承担了东风汽车公司大部分商用车和乘用车以及发动机和零部件的生产销售业务，并通过与日产、标致雪铁龙、本田、雷诺及沃尔沃等国际著名汽车制造商合作，设立多家合资公司。2017 年，东风集团实现汽车销量 328.42 万辆[1]，是国内最大的汽车制造企业之一。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并报表范围公司有 14 家一级子公司和两家合营企业。其中，公司对合营企业东风格特拉克汽车变速箱有限公司（以下简称“东风格特拉克”）和东风标致雪铁龙汽车销售有限责任公司（以下简称“东风雪铁龙销售”）的持股比例均为 50%，但对上述两家合营企业的日常经营和财务决策享有实际控制权，因此将其纳入合并报表范围。

截至 2017 年末，公司总资产为 2,126.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 1,151.77 亿元，资产负债率为 45.84%；2017 年，公司实现营业总收入 1,331.79 亿元，净利润 146.34 亿元，经营活动净现金流 50.00 亿元。

截至2018年9月末，公司总资产为2,163.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）为1,257.17亿元，资产负债率为41.90%；2018年1~9月，公司实现营业总收入884.74亿元，净利润109.72亿元，经营活动净现金流-84.73亿元。

[1] 除特别说明外，公司产销量统计口径均包含合营、联营企业。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	东风汽车集团股份有限公司
债券名称	东风汽车集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模为不超过人民币 27 亿元（含 27 亿元）
债券期限	本期债券分两个品种，品种一为 3 年期债券，品种二为 5 年期债券。本期债券引入双品种互拨选择权，互拨比例不受限制。各品种的最终发行规模将根据网下询价结果，由发行人及主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权后最终确定，但各品种的最终发行规模总额合计不超过 27 亿元
债券利率	本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，在债券存续期内固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本期债券票面总额与对应的票面利率的乘积；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时所持有的本期债券最后一期利息及所持有的债券票面总额的本金
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金

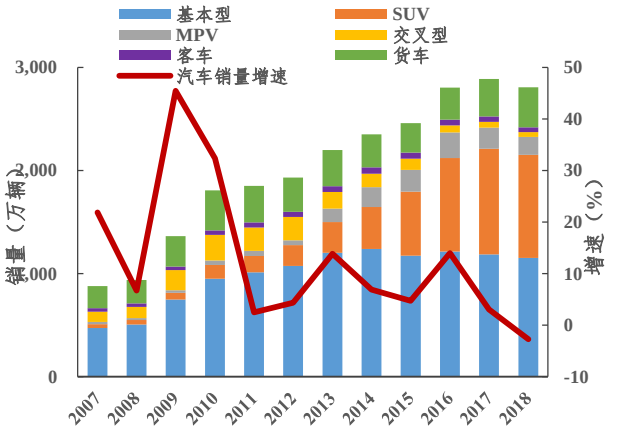
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

汽车行业概况

汽车行业是国民经济的支柱行业之一，2009 年以来，我国汽车产销量连续位居世界首位，成为最大的汽车销售市场。近年来，随着我国经济发展进入“新常态”，国内汽车行业整体增速有所放缓。根据中国汽车工业协会数据，2017 年国内汽车销量为 2,887.9 万辆，同比增长 3.0%，增速较上年下滑 10.9 个百分点。2018 年，国内汽车销量为 2,808.1 万辆，同比下滑 2.8%，增速较上年同期下降 5.8 个百分点。

图 1：2007~2018 年全国汽车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

乘用车方面，2017 年全国乘用车产销量分别完成 2,480.7 万辆和 2,471.8 万辆，同比分别增长 1.6%和 1.4%。分车型看，受小排量乘用车购置税调整影响，轿车产销量分别为 1,193.8 万辆和 1,184.8 万辆，同比分别下降 1.4%和 2.5%；车辆购置税调整及消费者观念改变等因素带动 SUV 产销量继续增长，2017 年全年产销分别为 1,028.7 万辆和 1,025.3 万辆，同比增长 12.4%和 13.3%，成为乘用车市场增长最快的车型；受 SUV 等车型对市场的挤压，2017 年全国 MPV 产销量分别为 205.2 万辆和 207.1 万辆，同比分别下降 17.6%和 17.1%；2017 年交叉型乘用车产销量分别为 53.0 万辆和 54.7 万辆，同比分别下降 20.4%和 20.0%。整体看，受乘用车购置税优惠幅度调降、国家调整新能源汽车补贴政策等因素影响，加上 2016 年乘用车市场提前透支购买力，2017 年乘用车市场整体增速明显放缓。2018 年，全国乘用车产销分别为 2,352.9 万辆和 2,371.0 万辆，同比下降 5.2%和 4.1%，其中轿车销量为 1,152.8 万辆，同比下降 2.7%；SUV 销量为 999.5 万辆，同比下降 5.2%；MPV 销量为 173.5 万辆，同比下降 16.2%；交叉型乘用车销量为 45.3 万辆，同比下降 17.3%。受消费者信心下降及上年度销量基数较高影响，全年乘用车市场首度出现负增长。

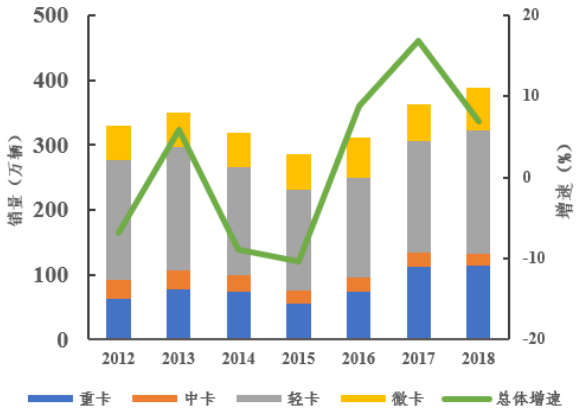
商用车方面，2017年全国商用车产销量分别达到420.9万辆和416.1万辆，同比分别增长13.8%和14.0%。分车型看，货车产销量分别为368.3万辆和363.3万辆，同比均增长16.9%。其中，受国家供给侧结构改革成果的进一步显现，国五排放标准的全面执行和国家严格整治超载等因素刺激，重卡产销

量创历史新高，分别达到115.0万辆和111.7万辆，同比分别增长55.1%和52.4%，成为货车整体产销量大增的主要推动力；中卡产销量分别为23.4万辆和23.9万辆，同比分别增长1.1%和0，与去年同期基本持平；受益于国家整治黄标车老旧车推动的市场升级，轻卡产销量分别为173.8万辆和171.9万辆，同比分别增长12.1%和11.6%；微卡产销量分别为56.1万辆和60.6万辆，同比分别下滑10.7%和6.2%，也成为货车细分市场中唯一产销量萎缩的车型，其中部分原因是2016年我国物流业对微卡需求量大增后的市场回落。

2018 年，全国商用车产销量分别为 428.0 万辆和 437.1 万辆，同比增长 1.7%和 5.1%，其中货车产销量分别为 379.1 万辆和 388.6 万辆，同比分别增长 2.9%和 6.9%；客车产销量分别为 48.9 万辆和 48.5 万辆，比上年同期分别下降 7.0%和 8.0%。

分车型看，2018年重型货车产销量分别为111.2万辆和114.8万辆，同比分别下降3.2%和增长2.8%；中型货车产销量分别为17.3万辆和17.7万辆，同比分别下降26.3%和22.7%；轻型货车产销量分别为187.8万辆和189.5万辆，同比分别增长8.0%和10.2%；微型货车产销量分别为62.8万辆和66.6万辆，同比分别增长12.0%和17.1%。除占比较小的中型货车产销量下滑外，其余车型皆为正增长态势。

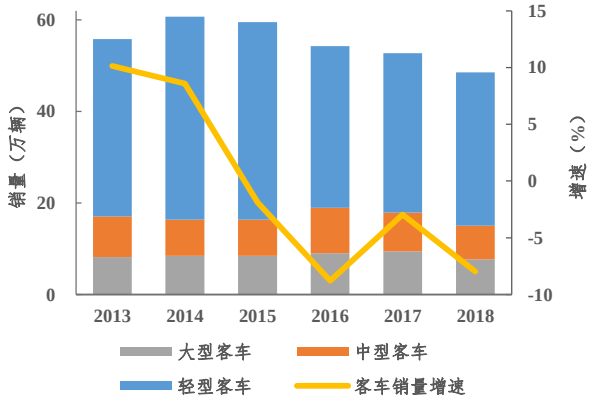
图2：2012~2018年全国货车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

另一方面，2018 年全国客车产销量分别为 52.6 万辆和 48.5 万辆，同比分别下滑 3.8%和 8.0%。分车型看，大型客车产销量分别为 7.8 万辆和 7.7 万辆，同比分别下滑 16.2%和 18.2%；中型客车产销量分别为 7.5 万辆和 7.4 万辆，同比分别下降 11.9%和 13.3%；轻型客车产销量为 33.6 万辆和 33.5 万辆，同比分别下滑 3.4%和 3.9%。各客车车型销量受新能源补贴退坡对其影响程度不同而呈现差异。

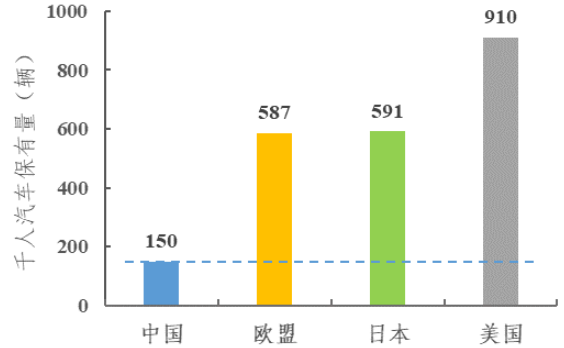
图 3：2013~2018 年全国客车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

从汽车保有量来看，根据中国公安部交通管理局数据，截至 2017 年末，我国汽车保有量为 2.17 亿辆，平均千人保有量约为 150 辆，对比美国、日本和欧盟等发达国家和地区仍有差距。此外，我国各省市经济发展水平存在较大差异，一方面北京、上海等 8 个一、二线城市已实施汽车限购，而另一方面，部分三、四线城市的千人汽车保有量仍较低，随着我国经济不断发展和人民生活水平的持续提高，汽车市场中长期仍存在较大结构性增长空间。

图 4：2017 年世界主要经济体千人汽车保有量



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

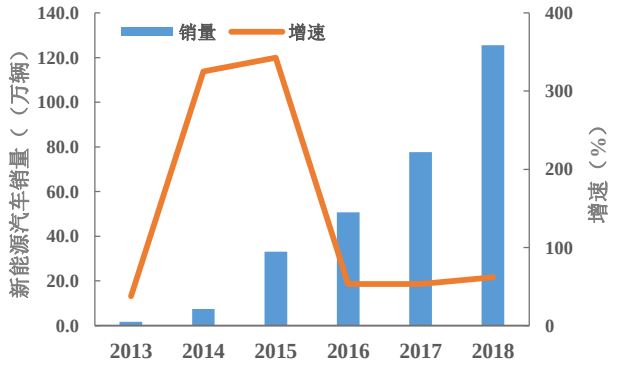
总体来说，我国汽车行业未来仍有较大增长空间，但行业已由快速增长阶段向平稳重质阶段过渡，细分车型和销售渠道下沉将会成为行业的主要增长动力。未来产业格局将面临更多不确定性，竞争压力将会增大。

新能源汽车

新能源汽车是我国重点发展和培育的战略产

业。近年来国家推出一系列政策法规支持汽车行业向新能源的转型与发展。根据工信部 2017 年 4 月联合国家发改委和科技部印发的《汽车产业中长期发展规划》（工信部联装〔2017〕53 号），国家将继续加大新能源汽车推广应用力度，逐步提高公共服务领域新能源汽车使用比例，扩大私人领域新能源汽车应用规模。根据规划目标，到 2020 年，我国新能源汽车年产销量将达到 200 万辆。2017 年，全国新能源汽车产销量分别为 79.4 万辆和 77.7 万辆，同比分别增长 53.8%和 53.3%。分车型产销情况看，纯电动乘用车产销量分别完成 47.8 万辆和 46.8 万辆，同比分别增长 81.7%和 82.1%；插电式混合动力乘用车产销量分别完成 11.4 万辆和 11.1 万辆，同比分别增长 40.3%和 39.4%；纯电动商用车产销量分别完成 18.8 万辆和 18.4 万辆，同比分别增长 22.2%和 21.5%；插电式混合动力商用车产销量均完成 1.4 万辆，同比分别下降 24.9%和 26.6%。2018 年，全国新能源汽车产销量分别 127.0 万辆和 125.6 万辆，同比分别增长 59.9%和 61.6%，继续保持较高增速。

图 5：2013~2018 年我国新能源汽车销售情况



资料来源：工业和信息化部，中诚信证评整理

由于国家对新能源汽车实施购车补贴，新能源车型对传统燃油车型的替代率逐年提高。然而，2016年曝光的新能源汽车行业乱象促使国家严厉清查骗补行为。2016年1月，财政部、科技部、工信部和国家发改委联合下发《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》（财办建〔2016〕6号），对2013、2014年度获得中央财政补助资金的新能源汽车，以及申请2015年度中央财政补助资金的新能源汽车有关情况开展核查。

2016年12月，四部委下发《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2016〕958号），增加整车能耗要求、提高续航里程门槛和能量密度门槛；此外，该通知还设置了中央和地方补贴上限、改进补贴款拨付方式。

2018 年 2 月，工信部新出台的《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2018〕18 号），对新能源乘用车的补贴根据续驶里程、电池能量密度和能耗水平等条件调整补贴标准；此外，将新能源客车补贴总金额从整车最高不超过 30 万元调整为不超过 18 万元，非快充纯电动客车的最低系统能量密度从 85Wh/kg 提高到 115Wh/kg，同时下调补贴调整系数；新政策下，能量密度在 115Wh/kg 以上的补贴调整系数由 1.2 调降至 1（115~135Wh/kg）和 1.1（135Wh/kg 以上）；快充类纯电动客车方面，快充倍率为 15C 以上的补贴调整系数由 1.4 降至 1.1；此外，对于新能源汽车申请财政补贴的运营里程调整为 2 万公里，车辆销售上牌后将按申请拨付一部分补贴资金，达到运营里程要求后全部拨付。该通知从 2018 年 2 月 12 日起实施，2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期，过渡期期间上牌的新能源乘用车、新能源客车按照财建〔2016〕958 号对应标准的 0.7 倍补贴。

另一对汽车生产企业产生重要影响的是 2017 年 9 月工信部公布的《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》（简称“双积分政策”），自 2018 年 4 月 1 日起对乘用车供应企业的平均燃料消耗量积分与新能源汽车积分实施核算。平均燃料消耗量达标产生正积分，不达标产生负积分。正积分可按一定比例结转供下年度使用，或在关联企业间转让；负积分可使用本企业结转或受让的正积分，或使用本企业生产、购买新能源汽车的正积分抵偿。新能源汽车积分则规定了乘用车企业生产或进口燃油车需一定比例的新能源积分进行抵偿，该积分可由企业生产新能源汽车产生，或通过自由交易购入。不满足积分要求的企业，将被迫购入正积分，否则强制削减燃油汽车的生产。

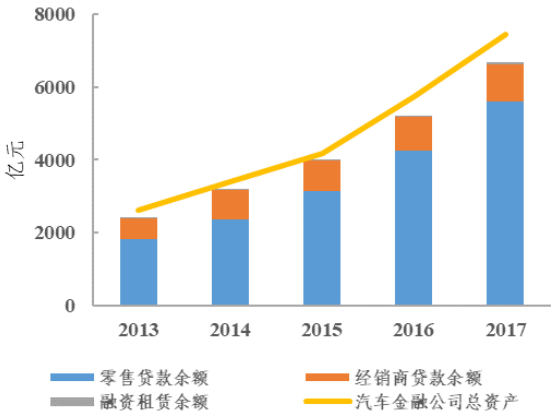
总体来看，乘用车双积分政策的实施将倒逼企业升级节能降耗技术，提高新能源汽车生产比例。同时，随着新能源汽车补贴的退坡和监管趋严，我

国的新能源汽车政策将由补贴激励向市场化竞争过渡，降低新能源汽车制造企业毛利率，增加企业的现金流压力及技术升级压力，提升行业集中度。

汽车金融

自 1998 年我国出台汽车消费贷款管理办法以来，我国汽车金融市场经历了 20 年的发展。商业银行是传统汽车金融市场主要参与者，并以其资金优势在市场中占据重要地位；随后，汽车金融公司蓬勃发展，几乎所有合资品牌汽车制造商都将旗下汽车金融公司引入中国市场，大部分自主品牌也已成立或筹建汽车金融公司。近年来，随着我国汽车产销量和保有量的持续攀升，汽车金融市场规模逐步扩大，融资租赁公司、互联网金融公司也纷纷加入市场竞争中。

图 6：2013~2017 年我国汽车金融公司资产及业务规模



资料来源：中国银行业协会，中诚信证评整理

汽车金融公司拥有与整车厂绑定的优势，且相对于传统商业银行，提供的产品服务更加灵活丰富，因此受到市场欢迎。据中国银行业协会数据，截至 2017 年末，国内已获批汽车金融公司达 25 家，总资产达 7,447.29 亿元，同比增长 30.0%。零售贷款、经销商贷款和融资租赁是目前国内汽车金融公司的主营业务，零售贷款为终端零售购车客户提供融资支持，经销商贷款为经销商建立车辆库存提供资金支持，截至 2017 年末，国内汽车金融公司零售贷款余额 5,603.22 亿元，经销商贷款余额 1,024.64 亿元以及融资租赁余额 60.42 亿元，同比分别增长 31.4%、11.0%和 187.58%。根据中国银行业协会估计，我国新车汽车金融渗透率约 40%，相比发达国家 70%的渗透率仍有较大上升空间，未来随着我国汽车市场规模不断扩大，以及二手车、汽车租赁和共享汽车等模式不断成熟，汽车金融公司利用其在整车制造价值链中的独特优势，将继续保持快速发展态势。

行业政策

行业政策方面，“十二五”期间，国家针对汽车产业向节能与新能源方向发展，制定了一系列相关方针政策。从实施效果看，国内汽车行业已经发生了一系列的明显变化。

表 2：近年部分汽车行业相关政策

时间	政策	内容或影响
2010.5	《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》	选择 5 个城市编制私人购买新能源汽车补贴试点实施方案。
2013.9	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	对购买纳入中央财政补贴范围的新能源汽车车型的消费者予以财政补助。
2014.7	《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》	加快改造配套设施，公共服务领域率先扩大新能源汽车应用，以后逐年扩大应用规模。
2014.8	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	对列入目录的车型免征车辆购置税。
2015.5	《中国制造 2025》	明确新能源汽车作为未来十大重点发展领域之一，成为国家重点产业。
2015.5	《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》	2015 年起城市公交成品油补贴逐渐递减，2019 年减少 60%。大气污染重点区域 2015 年起新增及更换公交车中新能源客车占比从 40%逐年提升至 80%，其他省份比例略减。
2016.8	《新能源汽车碳配额管理办法》征求意见稿	国内汽车生产企业和进口汽车总代理商可以通过生产、进口新能源汽车生成新能源汽车碳配额。碳配额可进行市场交易。
2016.12	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	从整车能耗、续航里程、电池能量密度和产品质量等方面提高推荐车型目录门槛并动态调整。设置中央和地方补贴上限。
2017.1	《节能标准体系建设方案》	提出完善新能源汽车技术标准。
2017.4	《汽车产业中长期发展规划》	加快新能源汽车技术研发及产业化；继续加大新能源汽车推广应用力度，逐步提高公共服务领域新能源汽车使用比例，扩大私人领域新能源汽车应用规模。

2017.9	《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》	政府将从平均燃油消耗量积分和新能源汽车积分两方面对乘用车制造企业进行核算，不达标企业将只能加大节能降耗投入或向外购买积分，否则将被限产。
2018.2	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	调整新能源汽车补贴总金额，下调补贴调整系数。
2018.6	《关于公布城市绿色货运配送示范工程创建城市的通知》	将天津、石家庄等 22 个城市确定为绿色货运配送示范工程创建城市，加快建设新能源物流。
2018.6	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	加快推进城市建成区新增和更新车辆使用新能源或清洁能源汽车，大力淘汰老旧车辆，2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。
2018.6	《外商投资准入特别管理规定（负面清单）》	除专用车、新能源汽车外，汽车整车制造的中方股比不低于 50%，同一家外商可在国内建立两家及两家以下生产同类整车产品的合资企业。（2020 年取消商用车制造外资股比限制。2022 年取消乘用车制造外资股比限制以及同一家外商可在国内建立两家及两家以下生产同类整车产品的合资企业的限制）。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

国务院办公厅于 2014 年 7 月印发《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》（国办发〔2014〕35 号），提出以纯电驱动为新能源汽车发展的主要战略取向，重点发展纯电动汽车、插电式（含增程式）混合动力汽车和燃料电池汽车，通过完善配套产业，并于公共服务领域率先扩大新能源汽车应用，起主要社会示范效应。2014 年 8 月，国家财政部、税务总局和工信部联合下发《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》，对列入目录的车型免征车辆购置税，降低新能源汽车购置成本。此外，国务院于 2015 年发布的《中国制造 2025》，将节能与新能源汽车技术确定为重点发展领域，文件要求大力发展关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系，推动自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨。此外，“双积分”政策更是从技术和产能方面倒逼乘用车企业加大对新能源的投入。

新能源补贴政策方面，2010 年 5 月财政部、科技部、工信部和国家发改委联合发布《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，开展补贴试点，并于 2013 年 9 月发布《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，财政补贴成为激励新能源汽车销量快速增长的最直接因素。由于 2016 年新闻媒体曝光了数起骗补案例，2016 年 12 月，四部委下发《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，提高推荐车型目录门槛，设置中央和地方补贴上限。2018 年 2 月，四部委下发《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，进一步调整补贴标准和补贴上限。2018 年 4 月，习近平总书记在博鳌亚洲论坛发表演讲，提出加快放宽外资股比限制，降低汽车进口关税；同年 6 月，发改委和商务部下发新版《外商投资准入特别管理规定（负面清单）》，取消新能源汽车和专用车外资股比限制，以及设立五年过渡期，逐步开放外商投资限制。2018 年 11 月，宝马集团以 36 亿欧元收购华晨宝马部分股权，成为合资股比开放后第一例打破 50:50 股比的合资公司。

总体来看，近年来国家多次出台鼓励、推广新能源汽车产业的政策文件，体现出国家大力发展新能源技术和产业链的决心。补贴政策退坡短期内对市场需求产生不利影响，但从长远来看，有利于促进国内企业进行技术升级和产品优化，弱化行业对补贴的依赖，建立长效有序的市场竞争机制，提高行业内大型企业的综合竞争实力。

竞争优势

产销规模及市场占有率位于行业领先地位

东风集团作为东风汽车公司的主要经营实体，其乘用车和商用车产销量均处于国内领先地位，根据中国汽车工业协会对 2018 年 1~9 月全国汽车产销量统计数据，公司产销规模稳居行业第二位。截至 2018 年 9 月末，公司拥有商用车产能 60 万辆/年，商用车发动机产能 37 万台/年；拥有乘用车产能 291 万辆/年，乘用车发动机产能 300 万台/年。

2017 年，公司产品继续保持了较高的市场占有率，公司全年累计销售汽车 328.42 万辆，同比增长 4.04%，市场占有率为 11.4%。其中商用车销量为 45.50 万辆，市场占有率为 10.9%；乘用车销量为 282.92 万辆，市场占有率为 11.4%。2018 年 1~9 月，公司共实现汽车销量 219.43 万辆，市场占有率为 10.7%，其中商用车销量为 32.45 万辆，市场占有率

为 10.0%，乘用车销量为 186.98 万辆，市场占有率为 10.8%。

拥有完整产品线和丰富的车型储备

商用车方面，东风集团在中、重型卡车领域拥有雄厚的技术优势和丰富的研发经验。2017 年，公司中、重卡销量分别为 4.12 万辆和 21.61 万辆，作为国内最具影响力的整车生产企业，旗下“天龙”系列、“大力神”系列和“天锦”系列等中、重型卡车广受市场欢迎，拥有良好的市场形象。此外，公司在轻型卡车和客车领域也有一定的布局。2017 年，公司商用车销量已上升至国内市场第一名。

乘用车方面，公司与标致雪铁龙、日产和本田等国际知名汽车企业存在长期合作关系，旗下拥有多个合资企业，在乘用车细分市场建立了品牌优势地位。近年来，公司致力于增强乘用车生产能力和新产品投放力度，车型储备丰富、种类齐全，具有较强的竞争实力和抗风险能力。

具有完善的销售网络和售后服务平台

东风集团及旗下各整车生产企业均建立了相对独立、覆盖面广、规模合理、服务齐全的销售和售后服务网络。在商用车销售渠道建设方面，公司依托旗下五大商用车整车生产单元的销售服务网络进行商用车的分销和售后服务。截至 2017 年末，该五大商用车销售网络共在全国 31 个省市建立了 1,585 个销售网点和 3,775 个售后服务网点。

乘用车销售渠道方面，东风集团主要通过九大销售和服务网络进行销售和售后服务。截至 2017 年末，公司九大乘用车销售网络共在全国 31 个省市建立了 3,427 个销售网点和 4,178 个售后服务网点，并采取以 4S 店为中心的销售模式，向客户提供全方位的服务。

较强的研发能力和技术实力

东风集团的乘用车技术和车型主要来自于合资外方公司，通过支付外方一定的技术品牌转让费用获取。因此，公司目前在乘用车上主要依赖于外方的技术和车型输入程度。公司与合资外方在中国市场利益一致，而且是各外国企业在中国的主要合资伙伴，因此可以得到较为稳定的技术和车型输入。

公司商用车相对具有较强的自主研发能力，尤其在中重型卡车上具有传统优势。目前公司在商用车领域的合作方包括康明斯、沃尔沃和格特拉克等知名外企，外方的技术和品牌输入将有利于进一步加强公司在中、重型卡车上的研发实力。

业务运营

东风集团的主要业务包括研发、制造及销售商用车、乘用车、发动机和其他汽车零部件，以及汽车装备制造、汽车产品进出口、物流服务、汽车金融、保险经纪和二手车等业务；主要产品包括商用车（重型卡车、中型卡车、轻型卡车、微型卡车和客车、专用汽车、半挂车及与商用车有关的汽车发动机和零部件）和乘用车（基本型乘用车、MPV 和 SUV 及与乘用车有关的汽车发动机和零部件）。此外，公司通过全资子公司东风汽车财务有限公司（以下简称“东风财务公司”）、合营企业东风标致雪铁龙汽车金融有限公司（以下简称“东风雪铁龙金融”）及联营企业东风日产汽车金融有限公司（以下简称“东风日产金融”）开展汽车金融业务。

对东风集团经营活动具有战略意义的合营企业共 3 家，分别为与日产自动车株式会社（通过日产（中国）投资有限公司）的合资公司东风汽车有限公司（以下简称“东风有限”）、与本田合资的东风本田汽车有限公司（以下简称“东风本田汽车”）、与 PSA 标致雪铁龙集团合资的神龙汽车。公司根据享有的份额确认东风有限、东风本田汽车和神龙汽车等重要合营企业的投资收益，而并未将其纳入财务报表合并范围。

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 1,324.12 亿元、1,293.84 亿元、1,331.79 亿元和 844.74 亿元。2016 年，受神龙汽车产销量下降，东风雪铁龙销售[2]的销售收入下滑影响，公司

[2] 东风雪铁龙销售的主要经营决策由董事会作出。董事会由 6 名董事组成，其中 3 名董事（包括董事长），由东风集团委派。根据东风雪铁龙销售章程的规定，其董事会决议采用简单多数制，即过半数（不含二分之一）通过，若董事会表决出现赞成票和反对票票数相同而无法形成决议时，董事长享有最终决定权。因此，东风集团实质上享有对东风雪铁龙销售的控制权，并将其纳入合并报表范围。

营业总收入同比减少 2.29%；2017 年，公司营业总收入同比增加 2.93%，系当期市场需求增加，商用车产销量上升所致，受商用车销量增加及自主品牌与标致雪铁龙品牌乘用车销量下滑影响，公司当期销售结构发生较大改变，其中商用车板块占总收入比重较上年上升 12.22 个百分点至 48.50%，乘用车板块占总收入比重较上年下滑 12.61 个百分点至 48.68%，此外汽车金融收入占比为 2.30%，较上年增加 0.43 个百分点，其他业务（二手车、进出口业务等）占比为 0.69%；2018 年前三季度，受车市消费低迷影响，公司实现营业总收入 844.74 亿元，同比减少 8.92%。

表 3：2015~2017 年公司营业总收入构成

单位：亿元、%

业务板块	2015		2016		2017	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商用车	394.52	29.80	469.37	36.28	645.95	48.50
乘用车	903.67	68.25	792.97	61.29	648.34	48.68
汽车金融	20.05	1.51	24.21	1.87	30.70	2.30
其他	6.94	0.52	8.72	0.67	9.21	0.69
分部间抵消	-1.06	-0.08	-1.43	-0.11	-2.41	-0.18
合计	**1,324.12**	**100.00**	**1,293.84**	**100.00**	**1,331.79**	**100.00**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商用车业务

东风集团的商用车业务主要集中于东风商用车有限公司（以下简称“东风商用车”）、东风柳州汽车有限公司（以下简称“东风柳汽”）和东风特种商用车公司（以下简称“东风特商”），以及与东风有限之子公司东风汽车股份有限公司（以下简称“东风股份”）开展；此外，还包括生产军、民两用越野车为主的东风越野车有限公司（以下简称“东风越野车”）和以生产专用车底盘为主的东风能迪（杭州）汽车有限公司（以下简称“东风能迪”）。公司商用车主要产品涵盖中型、重型和轻型卡车，大、中型客车和特种用途车辆等，各成员整车生产企业主要产品线包括 35 个货车基本车型和 7 个客车基本车型，公司在卡车领域产品品种齐全，各车型比重较为均衡，抵御市场波动的能力较强。

表 4：公司商用车主要产品概况

产品系列	主要车型	生产企业	简介
东风天龙旗舰	重型货车	东风商用车	高端重型货车系列产品，在国际合作融合诸多先进技术的基础上通过自主创新全面提升产品性能
东风大力神	重型货车	东风商用车	重型工程车系列产品，包括适用于工程项目、中短途重载运输的自卸车，动力覆盖 230-375 匹马力；工程用途的专用车，动力覆盖 230-420 匹马力
东风天锦	中型货车	东风商用车	中型货车系列产品，适用于城市间和省际货物运输，具有环保、节油、安全、可靠、舒适等特点
东风霸龙	重型货车	东风柳汽	重型货车系列产品，适用于运输、物流等用途
东风乘龙	重型/中型货车	东风柳汽	重型/中型中远途高速物流车系列产品，具有节油、安全、可靠、高效等特点
东风福瑞卡	轻型货车	东风有限	中短途轻型物流货车/货车系列产品，具备动力强劲、承载力强，可靠性高等特点
东风多利卡	轻型货车	东风有限	长途轻型物流货车系列产品，具有安全可靠、承载、动力强劲、操控便捷等特点
东风特商	特种用途车辆	东风特商	各类特种商用车，包括专用消防车、全系列天然气汽车、油田用车、森林用车、自卸汽车、大马力四驱六驱全驱汽车、专用起重机底盘等多种车型

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从各商用车整车生产实体来看，东风集团的商用车的主要产品包括东风商用车的“天龙”、“天锦”

和“大力神”，东风柳汽的“霸龙”和东风有限的“多利卡”等中、重型卡车。2015~2017 年，东风集团的商用车销量分别为 34.52 万辆、36.91 万辆和 45.50 万辆，市场占有率分别为 10.0%、10.1%和 10.9%；同期，公司的商用车业务板块营业收入分别为 394.52 亿元、469.37 亿元和 645.95 亿元。2018 年 1~9 月，公司商用车销量为 32.45 万辆，当期市场占有率为 10.0%。

表 5：公司商用车销售情况分析（按运营实体）

单位：万辆

下属企业	2015	2016	2017	2018.1~9
东风有限	15.60	14.57	17.48	13.13
东风商用车	11.87	13.30	17.21	12.96
东风柳汽	3.17	4.16	5.50	4.10
东风特商	3.90	4.38	5.19	2.18
东风越野车	--	0.18	0.11	0.08
东风能迪	--	0.02	0.00	0.00
合计	**34.52**	**36.91**	**45.50**	**32.45**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从各车型产销情况来看，2016 年受市场回暖因素推动，公司货车销量同比增加 10.43%，其中重卡销量同比增加 21.76%，中卡销量同比增加 2.42%，轻、微卡销量同比分别增加 3.25%和 14.74%；同年，受新能源补贴退坡影响，公司客车销量同比减少 14.52%。2017 年公司货车销量同比增加 26.32%，其中，受市场需求增加、国五排放标准的全面执行和国家严格整治超载等因素叠加作用，公司重卡销量同比增加 51.49%；中卡销量同比减少 27.00%，轻、微卡销量同比分别增加 21.42%和 96.06%；此外，受市场需求放缓影响，公司客车销量同比减少 0.42%。2018 年以来，随着货车市场需求趋于平稳，2018 年 1~9 月，公司卡车产品销量有所放缓，货车销量同比增加 1.48%，其中重卡销量同比减少 0.65%，中卡销量同比减少 25.63%，轻、微卡销量同比分别增加 13.84%和减少 97.06%；此外，公司客车销量同比减少 35.98%，系公司客车产品主要为中、轻型客车，受近期市场需求变化影响较大所致。

表 6：公司商用车销售情况分析（按车型）

单位：万辆

车型	2015	2016	2017	2018.1~9
重卡	11.72	14.26	21.61	16.34
中卡	5.52	5.65	4.12	2.37
轻卡	12.35	12.75	15.48	11.87
微卡	0.06	0.07	0.13	0.00
客车	4.88	4.18	4.16	1.87
合计	**34.52**	**36.91**	**45.50**	**32.45**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新能源商用车产销方面，2017 年，公司新能源商用车产量和销量分别为 4.67 万辆和 4.59 万辆，同比分别增长 116.17%和 116.04%，主要产品包括东风股份和东风特商的纯电动客车、纯电动物流车和纯电动轻卡等产品。2018 年 1~9 月，受新能源补贴退坡影响，公司新能源商用车产量和销量分别为 0.99 万辆和 0.64 万辆，同比分别下滑 38.52%和 58.92%。

从产能利用率上看，2015~2017 年，公司商用车产能利用率[3]分别为 51.83%、58.23%和 75.04%，受宏观经济及市场需求推动重卡产销两旺的带动下，公司商用车业务板块产能利用率呈增长态势。截至 2018 年 9 月末，公司商用车产能为 60 万辆/年，产能利用率为 72.11%。

整体看，近年来公司商用车各车型销量受宏观经济及市场需求影响较大，但板块整体仍保持增长态势，产能利用率逐年提升。长期来看，公司凭借深厚的技术积累及合理的产品布局，将继续保持国内商用车领域的龙头地位。

乘用车业务

东风集团的乘用车业务主要由东风汽车集团股份有限公司乘用车公司[4]（以下简称“东风乘用车”）、东风雪铁龙销售和以下合资公司开展，主要有东风有限、东风本田汽车、神龙汽车、公司及子公司东风柳汽与法国雷诺汽车公司合资成立的东风雷诺汽车有限公司（以下简称“东风雷诺”）。公司对上述合资乘用车公司的持股比例均为 50%。2015~2017 年，公司乘用车业务板块分别实现营业

[3] 公司产能及产能利用率统计口径均包括合营、联营企业。
[4] 东风汽车集团股份有限公司乘用车公司是公司的全资独立非法人公司。

收入 903.67 亿元、792.97 亿元和 648.34 亿元。

公司乘用车主要产品包括基本型乘用车、SUV 和 MPV 等，目前主要生产和销售 86 个系列乘用车产品，包括 51 个基本型系列、43 个 SUV 系列和 8 个 MPV 车型系列，并包括 5 款新能源汽车产品。其中，包括东风日产的“天籁”、“轩逸”、东风标致的“308”、“408”和东风本田汽车的“思域”等合资品牌系列产品在内的基本型乘用车是公司最主要的产品；SUV 产品主要包括东风本田汽车的“CR-V”、东风标致的“4008”和东风日产的“奇骏”和“逍客”等；此外，东风本田汽车的“艾力绅”等 MPV 车型亦广受市场欢迎。

表 7：公司乘用车主要产品概况

产品系列	车型	生产企业	简介
东风本田 CR-V	SUV	东风本田汽车	经典城市 SUV 车型，设计外观运动时尚，空间宽敞充裕，操控舒适灵活
东风本田 XR-V	紧凑型 SUV	东风本田汽车	小型 SUV 车型，设计外观运动时尚，配置均衡
东风本田杰德（Jade）	MPV	东风本田汽车	根据中国市场需求推出的家用 MPV 车型，其设计注重燃油经济性、舒适性与安全性
东风日产奇骏（X-Trail）	SUV	东风日产	经典城市 SUV 车型，配备智能全模式四驱系统，具有同级车中出色的操控新性能和安全性
东风日产天籁（Teana）	轿车	东风日产	中高级轿车车型，应用多项先进技术，引入人体工学设计，操控和动力表现出色，提供舒适的驾乘体验
东风日产轩逸（Sylphy）	轿车	东风日产	中高级轿车车型，提供宽适的内部空间，应用多项智能科技实现突出的燃油经济性
东风日产启辰（Venucia）T70	紧凑型 SUV	东风日产	东风日产自主品牌紧凑型 SUV 车型，配备日产技术引擎，兼顾动力性能和燃油经济性
东风风神 AX7	SUV	东风乘用车	自主品牌中级 SUV 车型，应用多项安全技术，以及 PSA 标致雪铁龙集团动力技术
东风雪铁龙 C5	轿车	神龙汽车	中高级轿车车型，具备良好操控性能，提供丰富配置选择，驾乘体验舒适
东风标致 408	轿车	神龙汽车	家用中级轿车车型，造型前卫，内部空间宽适
东风英菲尼迪 Q50L	轿车	东风英菲尼迪	运动豪华车型，外形设计前卫，产品性能出色

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司乘用车销量分别为 252.18 万辆、278.78 万辆、282.92 万辆和 186.98 万辆，市场占有率分别为 11.9%、11.4%、11.4%和 10.8%。从生产企业来看，东风有限、神龙汽车和东风本田汽车等合资企业是公司最大的乘用车生产实体。2015~2017 年，除神龙汽车外，公司下属合营企业乘用车销量均有所增长。由于神龙汽车产品以基本型乘用车为主，近年来国内消费者更偏好 SUV 等车型，令企业产销出现较大规模下滑。2018 年 1~9 月，主要受 CR-V 车型召回事件影响，东风本田汽车的销量为 49.52 万辆，同比减少 5.28%。

表 8：公司合营企业乘用车销售情况分析

单位：万辆

合营企业	2015	2016	2017	2018.1~9
东风本田汽车	40.65	57.01	71.43	49.52
东风有限[5]	102.61	114.40	127.88	92.70
神龙汽车	70.07	60.02	37.75	20.46
东风雷诺	--	3.00	7.22	4.49
合计	**214.33**	**234.44**	**244.28**	**167.17**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

自主品牌方面，东风集团的自主品牌乘用车主要由东风柳汽、东风乘用车、东风股份及东风有限之子公司郑州日产汽车有限公司（以下简称“郑州日产”）运营，主要乘用车产品包括东风柳汽的“景逸”、“风行”，东风乘用车的“风神”、东风股份的“御风”系列皮卡以及郑州日产的“NV200”系列 MPV 车型。2017 年，东风柳汽、东风乘用车和郑州日产因为自主品牌市场反应不及预期，销量有所下滑。当

[5] 东风有限此处仅统计合资品牌乘用车销量。

期，东风柳汽、东风乘用车和郑州日产的销量分别为 23.04 万辆、12.50 万辆和 2.32 万辆，同比分别下滑 11.83%、17.38%和 19.36%；此外，2017 年，东风股份的乘用车销量为 0.78 万辆，同比增加 80.17%。2018 年 1~9 月，东风柳汽的乘用车产品销量为 9.93 万辆，同比下滑 36.47%，东风乘用车销量为 7.21 万辆，同比下滑 21.67%，郑州日产的乘用车产品销量为 1.85 万辆，同比增加 26.85%，东风股份的乘用车产品销量为 0.81 万辆，同比增加 37.19%。东风柳汽和东风乘用车的销量下滑较多，部分原因为 2018 年以来三、四线城市居民购车热情下降及车市结构调整，SUV 车型销量增速放缓。

表 9：公司自主品牌乘用车销售情况分析

单位：万辆

下属企业	2015	2016	2017	2018.1~9
东风柳汽	25.07	26.13	23.04	9.93
东风乘用车	9.46	14.89	12.50	7.21
郑州日产	3.32	2.88	2.32	1.85
东风股份	0.00	0.43	0.78	0.81
合计	**37.85**	**44.34**	**38.65**	**19.81**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从东风集团各乘用车车型销量来看，2016 年，SUV 车型销量为 115.49 万辆，同比增长 23.94%，基本型乘用车销量为 138.75 万辆，同比增长 2.55%，MPV 销量为 24.54 万辆，同比增长 4.06%，其中 SUV 车型得益于市场结构变化的推动作用，销量增幅较大；2017 年，公司乘用车销量继续保持增长，其中 SUV 车型销量为 134.53 万辆，同比增长 16.49%，但在 SUV 车型挤压下，公司基本型乘用车和 MPV 销量分别下滑 6.93%和 21.53%至 129.14 万辆和 19.26 万辆；2018 年 1~9 月，公司乘用车销量同比下滑 3.75%，其中基本型乘用车销量为 90.86 万辆，同比增加 1.68%，SUV 销量为 83.23 万辆，同比减少 8.18%，MPV 销量为 12.89 万辆，同比减少 9.63%。

表 10：公司乘用车销售情况分析（按车型）

单位：万辆

车型	2015	2016	2017	2018.1~9
基本型	135.30	138.75	129.14	90.86
SUV	93.18	115.49	134.53	83.23
MPV	23.59	24.54	19.26	12.89
交叉型	0.12	--	--	--
合计	**252.18**	**278.78**	**282.92**	**186.98**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新能源乘用车产销方面，2017 年，公司新能源乘用车产量和销量分别为 1.97 万辆和 2.00 万辆，同比分别增长 106.18%和 118.54%，其中主要包括东风股份生产的 ER30 纯电动汽车、东风本田汽车生产混合动力版 CR-V 及东风日产生产的混合动力版“楼兰”系列 SUV。2018 年 1~9 月，公司新能源乘用车产销量分别为 1.75 万辆和 1.44 万辆，较上年同期分别增长 170.93%和 110.87%。目前东风集团内部生产的新能源乘用车可满足国家双积分政策要求，未来公司将加快电动化产品的推出，满足国家产业政策及市场需求。

从产能利用率方面看，2015~2017 年，公司乘用车板块产能利用率分别为 90.39%、91.66%和 95.52%，处于较合理水平。截至 2018 年 9 月末，公司乘用车产能为 291 万辆/年，2018 年 1~9 月，产能利用率为 85.67%。

产品质量方面，由于供应商制造原因，安全带预紧器初级点火材料的化学成分配比不当，在车辆发生碰撞后，前排座椅安全带预紧器可能无法正常工作，存在安全隐患，神龙汽车决定自 2017 年 4 月 1 日起召回 2016 年 9 月生产的部分东风标致 408、308、2008 汽车和东风雪铁龙 C3-XR 汽车，共计 10,194 辆；由于设计的原因，造成车辆持续在低温环境下短距离行驶时，机油液面增高到一定程度时可能会因汽油窜入造成发动机损坏，存在安全隐患，东风本田汽车决定自 2018 年 5 月 22 日起召回从 2017 年 2 月 14 日至 2018 年 2 月 27 日生产的部分 CR-V 汽车，共计 130,455 辆。中诚信证评将持续关注质量召回事件对公司盈利以及相关品牌形象造成的不良影响。

总体来看，公司的乘用车产品具有较好的市场基础和口碑，合资外方均具有较强的研发实力、品

牌影响力和丰富的车型储备，是公司经营稳定及主要的利润保证；同时，中诚信证评也关注到公司乘用车业务板块主要合营企业神龙汽车近年来销量下滑并出现净亏损以及自主乘用车品牌的市场反应不及预期并拉低公司毛利率等不利因素对公司整体经营情况的影响。随着国内乘用车市场竞争日趋激烈，公司的乘用车业务未来将面临更大挑战。

发动机与零部件业务

除汽车整车外，东风集团还生产汽车发动机和零部件等产品。

商用车发动机方面，公司主要通过下属子公司东风商用车和合营企业东风有限的子公司东风股份生产东风系列和东风康明斯系列柴油商用车发动机；乘用车发动机方面，公司下属子公司东风柳汽、合营企业东风有限、神龙汽车、东风本田汽车、联营企业东风雷诺生产的乘用车发动机主要供集团成员内部装车使用，东风本田发动机有限公司[6]所生产的乘用车发动机则主要对外销售，供广汽本田车型装车使用。截至 2017 年末，公司拥有商用车发动机产能 37 万台/年和乘用车发动机产能 300 万台/年，2017 年，公司共生产发动机 347.74 万台，同比增长 8.48%；2018 年 1~9 月，公司共生产发动机 254.51 万台，较上年同期增长 5.44%

其他零部件方面，东风集团主要为商用车和乘用车生产关键零部件，包括传动系统（主要包括变速箱、离合器等）、车身、底盘及电子零部件等。公司零部件业务主要集中于东风有限和东风商用车，目前东风有限和东风商用车的下属零部件企业主要业务包括车桥、变速箱、车轮、制动系统、仪表电气及悬架弹簧等，主要为商用车整车配套，与商用车相关的业务收入占其全部收入的比重约为 80%。

采购与销售

采购方面，公司及各成员整车生产企业构建了独立的采购管理体系，根据其自身生产需要向预选的供应商采购原材料、汽车零部件以及其他低值易耗品等。公司积极培育汽车制造关键零部件、关键材料的自主创新和研发体系，并先后控股和参股了一批关键汽车零部件配套生产企业，目前，公司已实现汽车发动机在东风集团内部自给。通常情况下，公司每月定期通知供应商未来三个月的生产需求，以便于供应商合理安排生产与物流，保证及时供货。根据行业惯例以及外方合作伙伴要求，发动机和动力总成系统通常向指定供应商采购；而其他原材料和汽车零部件则均向多家供应商采购。一般情况下，供应商给予公司 45 天至 60 天的账期，公司及各成员整车生产企业通常可获得较独立第三方更为优惠的条件。

销售方面，公司及各成员整车生产企业建立了相对独立、覆盖范围广泛、服务齐全的销售和售后服务网络，专门销售其生产各型汽车产品。其中乘用车生产企业的销售和服务采取以 4S 店为主的模式，向客户提供“一站式店铺”的全方位服务。“全方位概念使客户除购买汽车外亦可享受售后服务及购买零件与汽车相关耗材等全面服务；商用车生产企业的销售和服务通过覆盖全国 31 个省市的五大销售网络共 1,585 个销售网点和 3,775 个售后网点提供分销和售后服务。结算方式方面，乘用车销售主要采取款到发货的结算模式进行销售和结算，即客户在销售网点选购汽车产品，与经销商签订购车合同并根据合同约定缴纳一定比例的保证金，经销商则向相应的整车生产企业提交客户所需的具体车型、配置等信息，在收到客户支付的全部货款后安排其提车；商用车销售的结算方式更为多样，根据客户具体情况给予其款到发货、预付定金提车后分期付款、提车后分期付款等多种结算模式。因此，公司的预付账款和应收账款规模相对较小，其账龄大部分在一年期以内，与公司业务特点匹配。

[6] 东风集团持有东风本田发动机有限公司 50%股份。

表 11：公司向关联方销售整车及零部件材料情况

单位：亿元

关联方名称	交易金额	
销售整车	**2016**	**2017**
东风汽车公司及其子公司与合营公司（本集团除外）	36.02	45.61
东风有限及其子公司与合营公司	8.95	7.28
湖北元通汽车销售有限公司	5.74	13.21
神龙汽车有限公司及其子公司	1.32	0.54
新疆神龙汽车销售服务有限公司	0.80	1.15
东风特汽（十堰）专用车有限公司	0.32	0.44
东风特汽（十堰）客车有限公司	0.16	0.06
其他公司	--	0.00
合计	**53.31**	**68.30**
销售零部件材料及其他	**2016**	**2017**
东风有限及其子公司与合营公司	19.95	33.43
神龙汽车有限公司及其子公司	3.65	2.95
东风汽车公司及其子公司与合营公司（本集团除外）	3.39	3.75
东风本田汽车零部件有限公司	3.23	4.60
东风德纳车桥有限公司	0.89	0.85
东风本田汽车有限公司	0.30	0.32
东风雷诺汽车有限公司	0.24	0.29
格特拉克亚太传动系统技术（上海）有限公司	0.10	--
新疆神龙汽车销售服务有限公司	0.07	0.08
合计	**31.83**	**46.27**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司及其下属子公司目前存在关联交易，交易类型包括关联销售、关联采购、提供和接受劳务、支付专有技术、特许权使用费及技术支援费、资金拆借等。公司制定了《关联交易监控管理制度》，在进行关联交易时，坚持平等、自愿、等价、有偿的原则，并以市场公允价格为基础，保证交易的公平、合理；同时，通过与关联方签订关联交易合同，明确交易标的、定价原则以及交易额等。

金融业务

东风集团的金融业务主要集中在东风财务公司、合营企业东风雪铁龙金融和联营企业东风日产金融，并主要为集团成员企业开展公司金融业务，以及为东风旗下品牌提供零售和批发汽车金融业务。2015~2017 年，公司金融业务板块收入分别为 20.05 亿元、24.21 亿元和 30.70 亿元。

公司金融业务方面，东风财务公司为集团成员企业进行资金集中管理服务，包括为集团成员企业提供承兑、贴现、托管、提示付款等电子票据相关服务；通过资金管理系统为集团成员企业提供网上资金结算服务；吸收集团成员企业存款或股东存款、提供集团成员企业贷款和/或委托贷款等。

汽车金融业务方面，东风财务公司向购买东风品牌乘用车产品的个人、企业或其他组织机构提供购车贷款服务，贷款期限最长为 3 年，最高贷款额为不超过净车价的 80%；向购买东风品牌商用车产品的个人、企业或其他组织机构提供融资服务，包括消费信贷、融资租赁、二手车及小额贷等金融产品。贷款期限最长为 3 年，最高贷款额为不超过净车价的 70%（二手车贷款最高额度不超过净车价的 50%）。

截至 2017 年末，东风财务公司总资产为 553 亿元，总负债为 487 亿元，发放贷款余额为 358 亿元，吸收存款余额为 140 亿元，全年实现营业收入 30.5 亿元，净利润 12.2 亿元；东风雪铁龙金融总资产为 204.5 亿元，总负债为 178.0 亿元，全年实现营业收入 15.8 亿元，净利润 4.6 亿元；东风日产金融总资产为 429.4 亿元，总负债为 369.4 亿元，全年实现营业收入 30.8 亿元，净利润 12.0 亿元。截至 2018 年 9 月末，东风财务公司总资产为 547 亿元，总负债为 430 亿元，发放贷款余额为 489 亿元，吸收存款余额为 93 亿元，当期实现营业收入 27.7 亿元，净利润 10.4 亿元；东风雪铁龙金融总资产为 179 亿元，总负债为 149 亿元，当期实现营业收入 14.2 亿元，净利润 4.3 亿元；东风日产金融总资产为 479 亿元，总负债为 409 亿元，当期实现营业收入 28.0 亿元，净利润 11.0 亿元。

总体看，公司金融业务围绕整车生产和销售业务开展，发展较为平稳，对扩大企业销售量起到推动作用，同时也对公司盈利形成良好的补充，金融业务与主业协同发展提高了公司整体服务能力和市场竞争力。另一方面，公司汽车金融业务发放贷款余额规模较大，需关注其规模继续扩大对公司未来债务结构及现金流的影响。

发展规划

作为中国最大的汽车制造企业之一，东风集团

将持续增长作为企业发展核心目标，制定了成为中国最具盈利能力的汽车制造商，并成为在商用车、乘用车领域具有领先优势的大型汽车制造商的战略目标，最终融入汽车产业全球分工体系。

在战略实施措施上，通过内部结构调整和行业资源整合实现产能扩张，同时扩大营销和售后服务网络覆盖面以提高营销规模和效率。乘用车方面，公司将利用乘用车市场快速发展的时机，提升与外方的合作层次，并加强自主品牌轿车的研发制造能力，实现产品系列的充实和新车型的持续推出；另一方面继续推进乘用车国产化进程，积极应对材料价格波动，强化实施技术降低成本措施，在有效控制成本基础上保持乘用车业务的盈利能力。商用车方面，公司将进一步拓展商用车市场，以巩固和提升东风集团在载货车市场的行业地位，在进一步提高销量的同时，不断完善产品结构，重点发展高品质、有价格竞争力的轻型载货车和大吨位载货汽车，提高商用车大马力发动机和零部件竞争力，促进商用车整体竞争力的提升。为顺应节能减排的政策导向和行业趋势，公司凭借先发优势和雄厚的研发实力，未来将加大新能源汽车的开发和推广，不断提高新能源产品所占比重。

近年来，公司为扩大产能、增强研发实力，积极开展新项目建设。其中，东风技术中心园二期建设项目、东风柳汽乘用车项目主要用于自主品牌乘用车的扩产。截至 2018 年 9 月末，公司主要在建工程（含合营企业）拟投资金额为 279.03 亿元，累计投入金额 146.10 亿元，尚需 132.92 亿元的后期投入。

表 12：截至 2018 年 9 月末公司主要在建项目情况

单位：亿元、%

项目名称	预算数	工程累计投入金额	工程进度	资金来源
技术中心园区二期建设项目	15.37	5.86	68	自筹/贷款
东风格特拉克建设项目	17.34	11.18	70	自筹/贷款
东风柳汽柳东二期 20 万辆乘用车项目	10.66	9.27	90	自筹/贷款
东风柳汽商用车基地搬迁技术改造项目	14.27	10.28	80	自筹/贷款
神龙公司成都工厂建设项目	79.05	36.04	85	自筹/贷款
东风本田第三工厂建设项目	72.58	15.02	40	自筹/贷款
东风雷诺建设项目	69.76	58.46	85	自筹/贷款
合计	**279.03**	**146.10**	--	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司管治

治理结构

公司按照《公司法》等国家有关法律、法规和公司章程的规定，建立了完备的股东大会、董事会（审计委员会、提名委员会、薪酬委员会、董事会秘书）和监事会体制。股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。公司董事会由股东大会选举产生，目前由 7 名董事组成，设董事长 1 名、执行董事 2 人以及独立非执行董事 4 人。公司监事会由股东大会选举产生，负责对董事会及公司高管人员履行职责的合规合法性进行监督，目前公司监事会有监事 3 人，其中 1 人为职工监事。整体看，公司拥有较完善的法人治理结构。

内部管理

在制度建设上，东风集团 2004 年以来制定了涵盖各项业务、较为全面的规章制度。

对下属公司的管理方面，东风集团从财务和人力两方面入手，强化对集团内公司的管理。在财务方面，公司建立了以股权管理为主，资本运营责任制为核心、集权与分权相结合的财务管理模式：即东风集团把握方向性和战略性问题，各子公司主要对具体的、战术性问题，各自运作，集团监督并给予必要的指导。

集权与分权相结合的财务管理模式突出体现

在内部资金管理和投融资管理方面。在资金管理上，一方面，东风集团通过其在二级公司董事会的授权代表对二级公司的资金使用方向和总量进行。控制。另一方面，在公司总体调控的前提下，二级公司按照自身董事会的管理授权，自主从不同的商业银行进行不同形式的筹资。各子公司资金收入和支出都集中在其财务部门。

在投融资管理方面，东风集团在全集团范围内统一规划汽车整车和重要总成零部件的投资和生产，并按照国家有关政策和行业发展要求进行部署。各子公司和合资公司根据总体规划批准的项目进行具体项目的投资，制定具体的投资项目效益预测和管理。其融资来源主要来自于集团公司和外资合资伙伴的投资，以及二级子公司层面的自主融资。

在预算管理控制方面，为提升公司集团化管理水平，强化内部控制，防范经营风险，实现公司经营目标，根据实际情况及管理要求，公司制定了《财务预算分析暂行办法》、《财务预算管理暂行办法》等制度，规范了财务预算管理、资金管理和会计信息管理。为促进公司价值和业绩的不断增长及管理水平的不断提高，促进管理层经营理念的更新和对资金、成本的控制和对股东投资回报的重视，发行人全面推进和实施了以经济增加值（EVA）为核心的财务预算管理办法和考核评价体系，以期实现公司的价值增量在股东、管理者和员工之间的合理分配。

在人力资源管理方面，公司高度重视打造专业、高效的组织和团队，以建立规范化的人力资源管理为切入点，编制了包括招聘录用制度、考勤制度、劳动纪律制度、假期管理制度、薪酬福利制度、员工培训制度等在内的一系列人力资源管理制度；对派驻下属公司的董事会成员和高级管理人员采用集中管理的方式，保障公司的战略和管理理念得以贯彻。

在多数合资子公司，东风集团的管理人员占比与股权比例相当。在神龙汽车、东风本田汽车和东风本田发动机等主要的合资公司，公司与外方合资伙伴对等互派高级管理人员，外派管理人员定期轮换，其年终考核在东风集团层面进行。

通过与多家国际大型汽车制造企业合作，东风集团在扩大自身规模的同时，吸取了大量先进的管理经验。近年来，东风集团陆续推行 QCD 改善、KPI 考核、量化管理等管理改革，并取得良好成效。

东风集团下属公司数量多、规模大，重要的子公司多由中外双方共同控制，给东风集团的集中管理工作带来了一定难度。目前，公司抓住财务、规划和人力三条线的思路有利于把握各子公司和集团整体发展的大局。总体看，公司法人治理结构健全，内部组织机构设置完善，并建立了适应公司业务发展的内部控制制度，整体内部管理较为规范。

财务分析

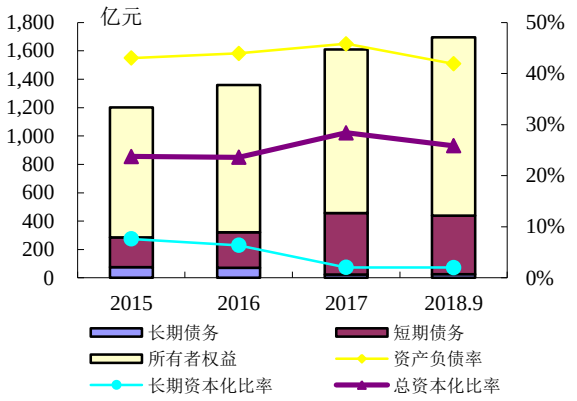
以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告，以及公司提供的未经审计的 2018 年三季度年度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信证评在分析时将“吸收存款及同业存放”及“卖出回购金融资产”计入公司短期债务。

资本结构

近年来，随着各项业务的积极开展，公司资产规模逐年增长，2015~2017 年末，总资产分别为 1,609.68 亿元、1,852.62 亿元和 2,126.73 亿元。同期，公司负债总额分别为 693.02 亿元、814.42 亿元和 974.97 亿元。得益于留存收益的积累，近年来公司自有资本实力不断提高，2015~2017 年末，所有者权益（含少数股东权益）分别为 916.66 亿元、1,038.20 亿元和 1,151.77 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司总资产为 2,163.74 亿元，总负债为 906.56 亿元，得益于留存收益的进一步增长，所有者权益较年初增加 105.41 亿元至 1,257.17 亿元。

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 43.05%、43.96%和 45.84%，总资本化比率分别为 23.77%、23.60%及 28.42%。得益于自有资本的增加，公司资产负债率和总资本化比率处于较合理水平。截至 2018 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.90%和 25.88%。

图 7：2015~2018.9 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司流动资产与非流动资产规模相当，截至2017年末，公司流动资产为1,148.57亿元，占总资产的比重为54.01%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产构成，上述五项占流动资产的比重分别为38.19%、12.77%、5.87%、8.89%和19.28%。其中货币资金为438.61亿元，同比增加16.98%，主要是银行存款及其他货币资金，其中受限资金有105.11亿元，主要系结构性存款、向银行申请开具银行承兑汇票所存入的保证金存款以及履约保证金等。应收票据为146.64亿元，同比减少5.33%，主要为银行承兑汇票140.86亿元与商业承兑汇票5.78亿元，其中有69.76亿元质押给银行，作为开具应付票据的担保。应收账款为67.42亿元，同比增加9.94%，应收对象主要为各地区经销商，分布较为分散，截至2017年末，公司累计计提坏账准备6.44亿元；其中87%的应收账款账龄在一年以内，与公司主营业务的性质较符合。存货为102.07亿元，同比增加16.85%，其中包括产成品80.42亿元、原材料18.77亿元、自制半成品2.81亿元及在产品3.34亿元，截至2017年末，公司累计计提存货跌价准备4.34亿元。一年内到期的非流动资产为221.40亿元，同比增加57.13%，主要系由于公司大力发展汽车金融业务，本期发放贷款余额197.50亿元，同比增加41.49%。截至2018年9月末，公司流动资产为1,032.96亿元，占总资产的比重为47.74%，其中货币资金、应收票据、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产分别为341.15亿元、140.74亿元、84.77亿元、113.64亿元和251.49亿元，占流动资产的比重分别为33.03%、13.62%、8.21%、11.00%和24.35%。其中货币资金较年初减少22.22%，主要系汽车金融业务发放贷款导致现金流出所致；应收票据较年初减少4.03%；应收账款较年初增加25.75%，系公司商用车及新能源车型销量增加导致应收账款规模增大所致；存货较年初增加11.34%，主要系产成品的库存增加所致；一年内到期的非流动资产较年初增加13.59%，主要系一年内到期的发放贷款余额增加所致。

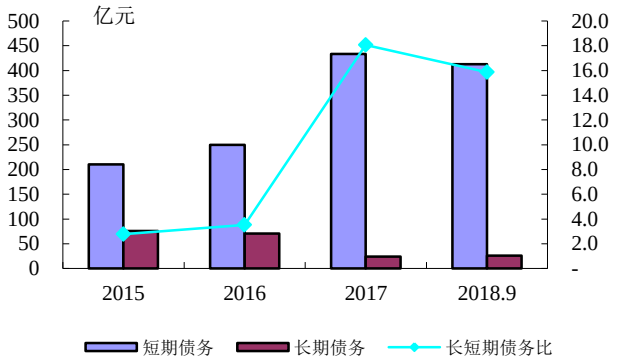
非流动资产方面，截至2017年末，公司非流动资产为978.16亿元，占总资产发比重为45.99%，主要由发放贷款及垫款、长期股权投资及固定资产构成，上述三项占非流动资产的比重分别为12.87%、55.87%和12.65%。其中，发放贷款及垫款125.89亿元，同比增长39.11%，主要是汽车金融业务产生的长期消费信贷，公司已累计为所发放的贷款计提减值准备3.33亿元；长期股权投资为546.53亿元，同比增加2.48%，主要包括合营企业400.39亿元及联营企业146.23亿元，长期股权投资减值准备为0.09亿元。2017年公司的主要合营企业东风有限、东风本田汽车和神龙汽车分别实现净利润157.42亿元、106.76亿元和-1.40亿元，除神龙汽车外，总体盈利能力较强。固定资产123.72亿元，同比增加6.08%，主要包括房屋及建筑物、机器设备和运输工具等。截至2018年9月末，公司非流动资产为1,130.78亿元，占总资产的比重为52.26%，其中发放贷款及垫款、长期股权投资及固定资产分别为148.00亿元、683.28亿元和129.71亿元，占非流动资产的比重分别为13.09%、60.43%和11.47%。

从负债结构看，公司负债以流动负债为主。截至2017年末，公司流动负债为906.82亿元，占总负债的比重为93.01%，主要由吸收存款、应付票据、应付账款及其他应付款构成，上述四项占流动负债的比重分别为15.40%、23.74%、28.36%和11.52%。其中吸收存款为139.68亿元，同比增加87.78%，包括定期存款101.34亿元、活期存款38.11亿元和通知存款0.23亿元，系子公司东风财务公司除银行

同业及其他金融机构存放款项以外的客户存款。随着东风集团整体经营规模持续扩大，以及公司大力发展金融业务，东风财务公司吸收存款规模也快速增大；应付票据为 215.26 亿元，同比增加 44.79%，含商业承兑汇票 2.44 亿元和银行承兑汇票 212.82 亿元，系公司采购规模扩大，应付票据相应增加所致；应付账款为 257.18 亿元，同比减少 1.24%；其他应付款为 104.47 亿元，同比增加 26.87%，主要是因为公司为开拓市场，增加了对经销商的奖励及宣传投入。截至 2018 年 9 月末，公司流动负债为 832.32 亿元，占总负债的比重为 91.81%，其中吸收存款、应付票据、应付账款及其他应付款分别为 92.99 亿元、241.06 亿元、210.93 亿元和 93.02 亿元，吸收存款较年初减少 33.42%，主要系东风财务公司吸收合营公司东风本田汽车、东风有限存款规模下降所致。

非流动负债方面，截至 2017 年末，公司非流动负债为 68.15 亿元，主要包括长期借款、递延收益和递延所得税负债，上述三项占公司非流动负债的比重分别为 35.19%、11.32%和 22.82%。其中，长期借款 23.98 亿元，主要为东风集团下属公司东风汽车（香港）国际有限公司（以下简称“东风汽车（香港）”）向中国进出口银行进行的欧元借款；递延收益为 7.71 亿元，主要包括与政府补助相关的搬迁补偿；递延所得税负债为 15.55 亿元，主要由被投资公司未支付的利润导致的应纳税暂时性差异形成。截至 2018 年 9 月末，公司非流动负债为 74.24 亿元，其中长期借款、递延收益和递延所得税负债分别为 23.03 亿元、7.40 亿元和 17.76 亿元，占非流动负债的比重分别为 31.02%、9.97%和 23.92%。

图 8：2015~2018.9 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，随着公司经营规模逐年扩大，应付票据总额不断上升及金融业务吸收存款数额持续增长，公司债务规模呈逐年上升趋势，且以短期债务为主。2015~2017 年末，公司总债务分别为 285.82 亿元、320.72 亿元和 457.27 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.78、3.53 和 18.07。受公司长期借款减少及下属公司东风汽车（香港）在爱尔兰债券市场公开发行的总额 5 亿欧元的融资券重新分类至一年内到期的非流动负债影响，2017 年末，公司长短期债务比出现较大幅度变化。截至 2018 年 9 月末，公司总债务为 438.93 亿元，长短期债务比为 15.86，仍以短期债务为主，面临一定的即期偿债压力。

总体而言，受益于未分配利润的积累，公司自有资本实力不断增加，财务杠杆比率维持在较合理水平。但公司短期债务规模较大，未来仍面临一定的即期偿债压力。

盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入分别为 1,324.12 亿元、1,293.84 亿元和 1,331.79 亿元，2016 年公司营业收入有所下滑，系并表合营企业东风雪铁龙销售的乘用车业务收入下降所致。2017 年，受益于商用车板块收入增加，公司营业总收入较上年增长 2.93%。分板块看，2017 年，公司商用车业务板块营业收入 645.95 亿元，占公司总收入的比重为 48.50%；乘用车业务板块营业收入 648.34 亿元，占总收入的比重为 48.68%，汽车金融业务板块收入为 30.70 亿元，占总收入的比重为 2.30%，其他业务收入 9.21 亿元，占总收入的比重为 0.69%。2018 年

1~9 月，公司实现营业总收入 844.74 亿元。

从毛利率看，由于公司自主品牌产品盈利能力相对较弱，商用车毛利率水平不高，整体毛利率水平偏低。2015~2017 年，公司营业毛利率分别为 13.26%、13.97%和 12.14%，2017 年，受自主品牌乘用车业务及标致雪铁龙品牌乘用车业务销售不及预期等因素影响，毛利率同比下滑 1.82 个百分点。分板块看，2015~2017 年，公司商用车业务板块毛利率分别为 10.76%、11.64%和 12.20%，得益于宏观经济与市场需求的推动，呈逐年上升趋势；乘用车业务板块毛利率分别为 14.11%、15.06%和 11.62%，2017 年，公司旗下乘用车品牌部分车型在市场遇冷，板块毛利率有所下滑。此外，汽车金融板块毛利率分别为 63.92%、69.04%和 65.86%，对公司盈利形成良好补充。2018 年 1~9 月，公司营业毛利率为 13.21%。

表 13：2015~2017 年公司各业务板块毛利率

单位：%

业务板块	2015	2016	2017
商用车	10.76	11.64	12.20
乘用车	14.11	15.06	11.62
汽车金融	63.92	69.04	65.86
其他	43.83	39.83	45.64
合计	**13.26**	**13.97**	**12.14**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司三费中销售费用与管理费用占比较大。随着公司业务规模的扩大，耗用原材料及低值易耗品费用、运输费用和职工薪酬等亦随之增加。2015~2017 年，公司销售费用分别为 84.82 亿元、91.06 亿元和 86.51 亿元，2017 年销售费用较上年度有所减少，主要是由于广告费支出下降；同期，管理费用分别为 77.17 亿元、78.27 亿元和 91.32 亿元，2017 年公司管理费用同比增加 16.87%，主要系职工薪酬和研发费用增长所致；受益于充裕的现金和理财等资金增值渠道获得收益较多，且公司所发行欧元债因欧元兑人民币汇率走低，相应确认汇兑收益，公司财务费用近年来均为负值。2015~2017 年，公司期间费用分别为 152.57 亿元、164.94 亿元和 173.94 亿元，同期，三费收入占比分别为 11.52%、12.75%和 13.06%，呈逐年上升趋势，期间费用控制能力有待加强。2018 年 1~9 月，公司期间费用为 116.83 亿元，三费收入占比为 13.83%。

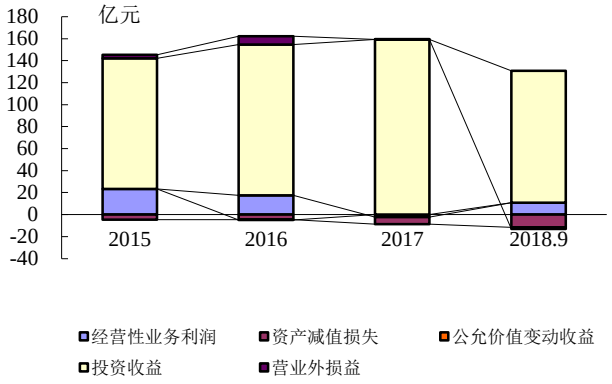
表 14：2015~2018.9 公司期间费用情况

	2015	2016	2017	2018.9
销售费用（亿元）	84.82	91.06	86.51	54.21
管理费用（亿元）	77.17	78.27	91.32	64.42
财务费用（亿元）	-9.42	-4.39	-3.89	-1.79
三费合计（亿元）	152.57	164.94	173.94	116.83
营业总收入（亿元）	1,324.12	1,293.84	1,331.79	844.74
三费收入占比（%）	11.52	12.75	13.06	13.83

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015~2017 年，公司利润总额分别为 140.65 亿元、157.30 亿元和 157.75 亿元，主要来源于投资收益。同期，投资收益分别为 118.76 亿元、137.21 亿元和 159.25 亿元，呈稳定且持续增长态势。同时，公司投资收益主要来自于合营、联营企业，而合营、联营企业未来经营情况易受政治、政策因素影响，再则合营、联营企业的利润分配方案需由多方股东一致同意，未来是否为现金分红，亦有不确定性。2015~2017 年，公司经营性业务利润分别为 23.34 亿元、17.52 亿元和-2.33 亿元，2017 年，受自主品牌乘用车销量下滑及期间费用增加的影响，公司经营性业务利润同比下滑 113.28%；同期，营业外损益分别为 3.17 亿元、7.41 亿元和 0.09 亿元，2017 年公司营业外损益同比减少 98.82%，系政府补助金大幅降低及公司为热水停供形成的员工补偿支出所致；资产减值损失分别为 4.62 亿元、4.76 亿元和 6.50 亿元，呈持续增加态势，主要是因为公司对部分不畅销车型的相关专用设备确认减值损失，以及随着公司汽车金融业务贷款发放、应收款项和存货规模扩大，确认减值损失总额随之增大。2018 年 1~9 月，公司利润总额为 121.65 亿元，其中投资收益、经营性业务利润、营业外损益及资产减值损失分别为 119.78 亿元、10.75 亿元、1.46 亿元和 11.63 亿元，当期资产减值损失较大，主要系公司对相关专用设备确认减值损失。

图 9：2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

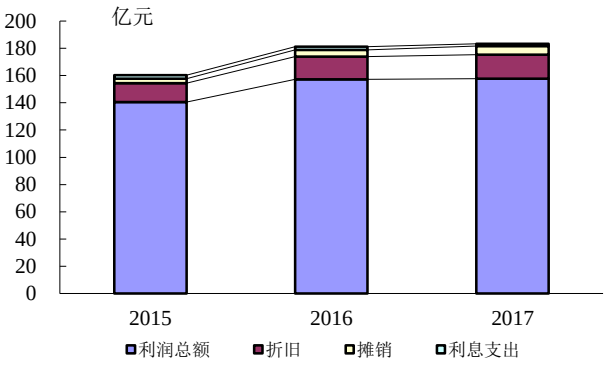
总体来看，公司合营企业盈利能力很强，为公司贡献了可观的投资收益，是公司利润的有力保障，但自主品牌乘用车市场竞争力较弱，毛利率水平仍有待提高，主营业务盈利能力不足。同时，期间费用规模及占比持续上升，对公司经营性业务利润形成一定程度的侵蚀。中诚信证评将对公司营业毛利率水平、期间费用控制情况以及资产减值情况保持关注。

偿债能力

经营活动现金流方面，2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 17.79 亿元、50.53 亿元和 50.00 亿元，同期，经营活动净现金/总债务分别为 0.06 倍、0.16 倍和 0.11 倍，经营活动净现金/利息支出分别为 10.84 倍、20.69 倍和 18.54 倍，公司经营活动净现金流较为充裕，对债务利息具有很好的保障；2018 年 1~9 月，公司经营活动净现金流为 -84.73 亿元，主要系公司积极发展汽车金融业务，发放贷款增加，同时吸收存款和同业存放净减少额增加、乘用车市场竞争激烈导致并表合营企业东风雪铁龙销售的当期销售规模出现一定程度下滑以及存货规模增加所致。公司近期因汽车金融业务规模扩大而形成的净现金流出较大，应关注其规模持续扩大对未来债务结构及现金流的影响。

从 EBITDA 获现能力来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 159.43 亿元、181.22 亿元和 184.34 亿元，主要由利润总额构成，此外，2015~2017 年，公司折旧分别为 13.82 亿元、16.74 亿元和 17.58 亿元；摊销分别为 3.31 亿元、4.73 亿元和 6.42 亿元；利息支出分别为 2.59 亿元、2.44 亿元和 1.53 亿元。

图 10：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 1.79 倍、1.77 倍和 2.48 倍，2017 年，因公司吸收同业存款及应付票据规模增加，EBITDA 对总债务的保障能力较上年有所减弱，但仍处于良好水平；同期，EBITDA 利息保障倍数分别为 97.12 倍、74.05 倍和 68.34 倍，EBITDA 对债务利息的覆盖能力很强。

表 15：2015~2018.9 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.9
短期债务（亿元）	210.23	249.85	433.28	412.90
总债务（亿元）	285.82	320.72	457.27	438.93
EBITDA（亿元）	159.43	181.22	184.34	--
资产负债率（%）	43.05	43.96	45.84	41.90
总资本化比率（%）	23.77	23.60	28.42	25.88
总债务/EBITDA（X）	1.79	1.77	2.48	--
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.16	0.11	-0.33*
EBITDA 利息倍数(X)	97.12	74.05	68.34	--
经营活动净现金利息倍数（X）	10.84	20.69	18.54	--

注：由于缺少数据，2018 年 1~9 月部分指标无法计算；带*部分指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司作为香港上市公司，直接融资渠道畅通，与多家金融机构有良好的合作关系。截至 2018 年 9 月末，公司本部共获得银行授信额度为 234 亿元，未使用授信额度为 234 亿元，备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2018 年 9 月末，公司向东风汽车（香港）提供 8.75 亿欧元的全额连带责任保证担保。此外，公司无重大对外担保事项，无重

大未决诉讼。

受限资产方面，截至 2018 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 101.02 亿元，其中包括货币资金 51.57 亿元，主要系结构性存款、向银行申请开具银行承兑汇票所存入的保证金存款以及履约保证金等；应收票据 49.46 亿元，作为银行开具应付票据的担保。此外，无其他重大抵质押情况。

总体来说，公司行业地位突出，近年来已成为国内商用车生产企业的龙头，同时，得益于合资企业良好的业绩贡献，公司整体盈利能力很强。此外，公司财务杠杆处于较低水平，经营活动净现金流和 EBITDA 可对债务本息提供很好的保障，整体偿债能力极强。

结　论

综上，中诚信证评评定东风集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定“东风汽车集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

关于东风汽车集团股份有限公司
2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

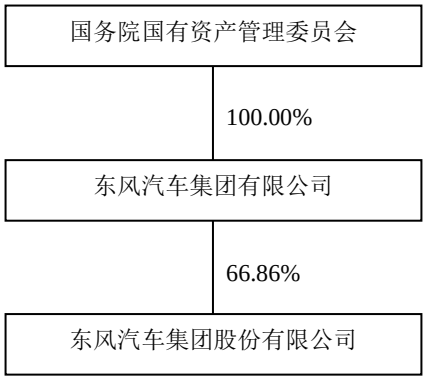
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

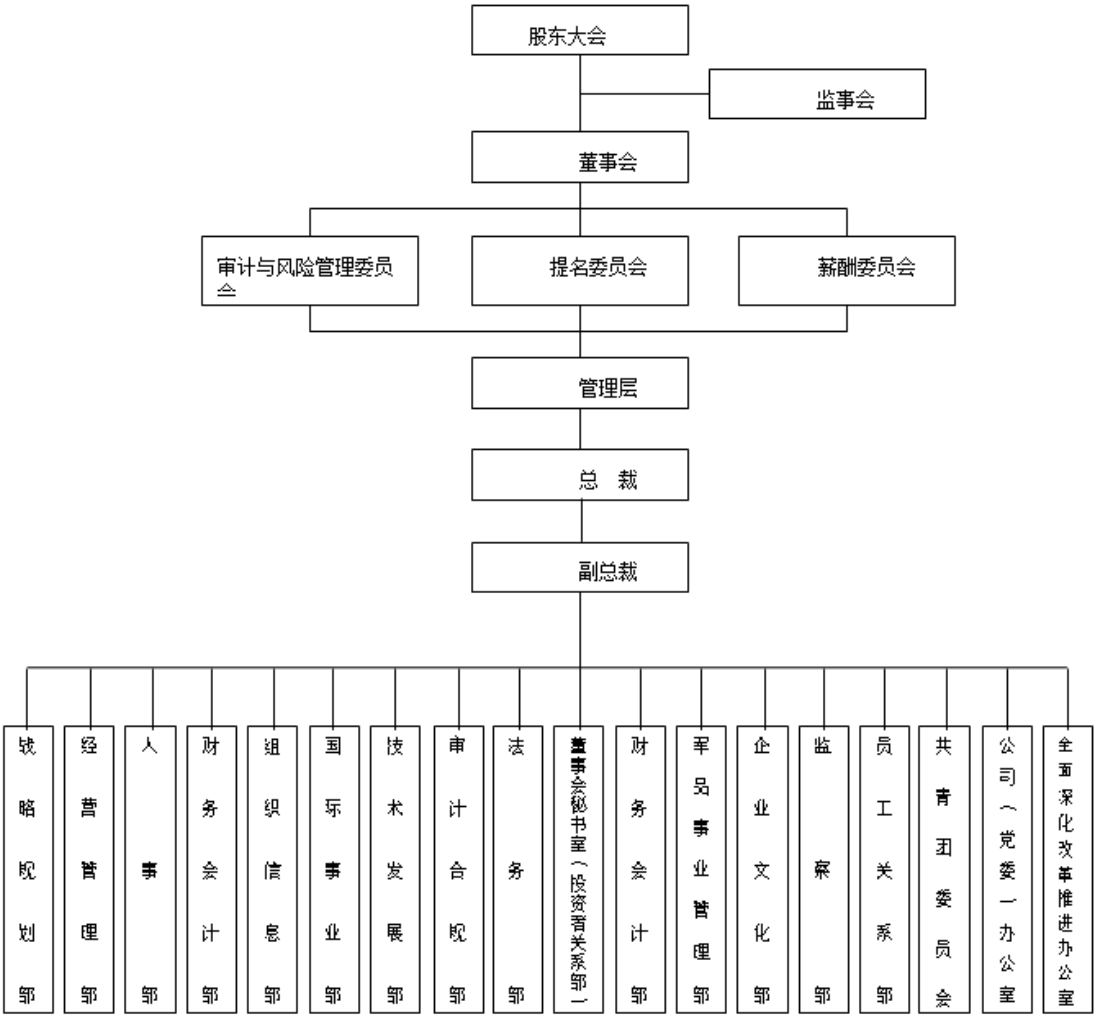
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：东风汽车集团股份有限公司股权结构图（截至2018年9月30日）



资料来源：公司提供

附二：东风汽车集团股份有限公司组织结构图（截至2018年12月31日）



资料来源：公司提供

附三：东风汽车集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.9
货币资金	3,556,597.64	3,749,571.33	4,386,136.93	3,411,547.85
应收账款净额	409,806.99	613,177.29	674,152.87	847,747.47
存货净额	866,526.39	873,505.39	1,020,675.59	1,136,438.53
流动资产	8,173,435.30	9,465,817.18	11,485,761.28	10,329,554.78
长期投资	5,006,172.76	5,350,347.22	5,482,697.60	6,860,035.56
固定资产合计	1,293,448.27	1,387,683.71	1,500,587.22	1,570,064.49
总资产	16,096,757.70	18,526,201.60	21,267,347.70	21,637,361.93
短期债务	2,102,329.42	2,498,475.09	4,332,844.57	4,129,008.20
长期债务	755,852.39	708,716.71	239,826.66	260,292.07
总债务（短期债务＋长期债务）	2,858,181.81	3,207,191.81	4,572,671.23	4,389,300.26
总负债	6,930,206.50	8,144,184.31	9,749,686.95	9,065,628.69
所有者权益（含少数股东权益）	9,166,551.20	10,382,017.29	11,517,660.74	12,571,733.24
营业总收入	13,241,175.64	12,938,394.52	13,317,945.68	8,447,420.80
三费前利润	1,759,104.13	1,824,591.67	1,716,128.98	1,275,764.27
投资收益	1,187,562.25	1,372,120.96	1,592,543.47	1,197,821.62
净利润	1,271,168.87	1,445,465.77	1,463,378.10	1,097,244.39
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,594,257.29	1,812,215.52	1,843,393.36	--
经营活动产生现金净流量	177,871.13	506,317.85	499,992.84	-847,255.66
投资活动产生现金净流量	457,547.14	-175,784.53	115,518.83	309,741.89
筹资活动产生现金净流量	37,955.10	-439,240.59	-365,764.99	-114,589.27
现金及现金等价物净增加额	657,302.02	-106,130.12	249,954.58	-648,206.18
财务指标	**2015**	**2016**	**2017**	**2018.9**
营业毛利率（%）	13.26	13.97	12.14	13.21
所有者权益收益率（%）	13.87	13.92	12.71	11.64*
EBITDA/营业总收入（%）	12.04	14.01	13.84	--
速动比率（X）	1.25	1.22	1.15	1.10
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.16	0.11	-0.33*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.20	0.12	-0.36*
经营活动净现金/利息支出（X）	10.84	20.69	18.54	--
EBITDA 利息倍数（X）	97.12	74.05	68.34	--
总债务/EBITDA（X）	1.79	1.77	2.48	--
资产负债率（%）	43.05	43.96	45.84	41.90
总资本化比率（%）	23.77	23.60	28.42	25.88
长期资本化比率（%）	7.62	6.39	2.04	2.03

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；加“*”指标已年化处理；
2.将“吸收存款及同业存放”及“卖出回购金融资产”计入公司短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物＝货币资金+交易性金融资产+应收票据
长期投资＝可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
固定资产合计＝投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产
短期债务＝短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
长期债务＝长期借款+应付债券
总债务＝长期债务+短期债务
净债务＝总债务-货币资金
三费前利润＝营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加
EBIT（息税前盈余）＝利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）＝EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
资本支出＝购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额
营业毛利率＝（营业收入-营业成本）/营业收入
EBIT 率＝EBIT/营业总收入
三费收入比＝（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入
所有者权益收益率＝净利润/所有者权益
流动比率＝流动资产/流动负债
速动比率＝（流动资产-存货）/流动负债
存货周转率＝主营业务成本（营业成本）/存货平均余额
应收账款周转率＝主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额
资产负债率＝负债总额/资产总额
总资本化比率＝总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））
长期资本化比率＝长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））
EBITDA 利息倍数＝EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。