

## 整车制造行业发债企业信用分析

2020 年 11 月 11 日

### 要点

- 我们认为，得益于自身领先的竞争地位、较低的财务风险及所在政府的较高支持力度，中国一汽、上汽集团、兵装集团、东风集团、广汽集团的潜在主体信用质量相对较高。
- 我们认为，在乘用车市场中市占率较高、规模较大的企业，竞争地位相对领先；而以商用车为主要业务的企业，由于市场规模较小而竞争地位相对偏弱。
- 整车制造企业财务风险存在分化，部分大型国有企业的现金流非常充裕，而客车企业的财务风险相对较高。未来随着行业四化趋势的发展，资本支出将持续增大，行业中企业的财务风险将整体呈升高趋势。
- 我们认为，由于汽车工业对宏观经济、消费、税收等具有较强的拉动作用，样本企业中头部的中央或地方国企通常能够获得较高水平的政府支持。

### 概述

我们选取整车制造行业中 18 家代表性企业，利用标普信评相关分析方法，基于公开信息展开案头分析，得出了我们关于这些企业信用质量高低的初步看法，即我们所称的“潜在主体信用质量”（见下图）。我们认为，这 18 家企业涵盖了中国大部分整车制造企业，其整车市场占有率之和大于 90%，可以较为全面的反映了行业内企业的整体信用状况。样本企业名称及简称请参阅附录。

我们认为，我国整车制造企业的潜在主体信用质量整体较好，头部企业自身具备较强偿债能力，同时部分大型国有企业对所在政府的潜在重要性相对较高。

### 分析师

#### 李丹

北京  
+86-10 6516 6042  
dan.li  
@spgchinaratings.cn

#### 高语泽

北京  
+86-10 6516 6028  
yuze.gao  
@spgchinaratings.cn

#### 张娟子

北京  
+86-10 6516 6030  
juanzi.zhang  
@spgchinaratings.cn



## 阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资建议的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

## 业务状况

一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

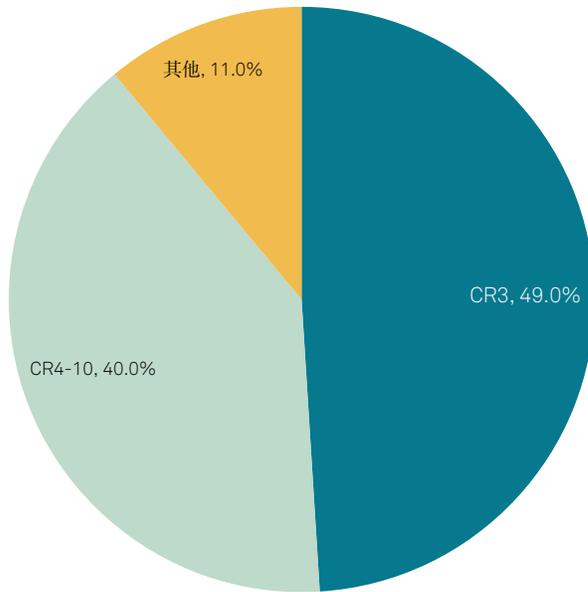
### 行业风险

我们认为整车制造行业的行业风险处于一般水平（行业风险评估得分为3），在我们六档行业打分中位居中等水平。一般情况下，我们从行业竞争格局和行业周期性两个维度评判行业风险高低，针对目前中国整车制造行业竞争格局基本稳定、行业周期性一般的特征，我们对其行业风险判断为一般水平。

我们认为，中国整车制造行业竞争格局基本稳定。汽车作为资金和技术密集性的行业，拥有较高的进入壁垒，行业整体集中度较高，近五年来行业前十大汽车集团销量占比均超过80%，2019年前三大汽车集团销量占比为49.01%。中国近三十年来的汽车工业发展过程中，随着外资企业的引入、合资企业的盛行以及本土品牌的逐渐壮大，目前中国汽车行业竞争态势较稳定，形成了“六大八小”为主的行业格局，其中“六大”为上汽集团、中国一汽、东风集团、兵装集团、北汽集团、广汽集团；“八小”为华晨汽车、长城汽车、江淮汽车、奇瑞汽车、吉利股份集团、比亚迪、中国重汽、陕西重汽。

图3

2019年整车市场竞争格局



注：集团口径市场占有率  
 资料来源：中国汽车工业协会  
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，中国整车制造行业周期性一般。汽车的消费受宏观经济环境和居民富裕程度影响较大，随着经济增长带来的人均可支配收入和物流运输以及交通出行需求的大幅提升，近年来中国汽车保有量呈现快速增长（据世界银行统计 2019 年我国每千人汽车拥有量为 173 辆），目前中国已经成为全球最大的汽车生产和消费国。但受制于经济增速放缓、购车优惠政策导致提前消费、房贷挤出其他大额消费支出等因素影响，2018 年开始中国汽车销量同比有所下滑。整体看，未来一段时期内，中国经济仍将保持一定增长，居民可支配收入持续提升，居民汽车保有量仍有较大的提升空间，与此同时，新能源以及智能网联技术的更新迭代也带来了新的机会，我们认为这对整个行业的发展构筑了坚实的基础。

图4

近年来汽车销量及增量



资料来源: Wind, 标普信评整理。

版权©2020标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

乘用车是汽车行业销量最大的产品,其发展对汽车市场的整体发展影响较大。各类乘用车车型中,轿车一直是乘用车市场销量的核心类型,但运动型多用途乘用车(SUV)表现出较强的增长势头。SUV车型依赖符合中国消费者的审美和消费习惯、通过性强等特点,近几年经历了蓬勃的发展,销售占比从2014年的20.7%提高到2019年的43.6%。从品牌种类来看,中国乘用车市场自主品牌销量占比高,但主要定位于增长乏力的低端市场;德系、日系由于较好的品牌影响力、较高的产品质量和平稳的产品更迭节奏,不断挤占其他品系的市场份额;韩系、美系品牌受双边关系、贸易战、更新换代较慢的影响增长乏力,销量均有不同程度的下滑。

### 竞争地位分析

我们一般从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。

自2001年中国加入WTO后,中国的整车市场迅速发展,整车制造企业通过对外合资等方式获得持续技术支持,不断扩大规模,争取市场份额,保持竞争地位。因此我们认为竞争优势及规模、范围及多样性对整车制造企业的经营状况起着关键性作用。

### 竞争优势

我们认为,样本企业的竞争优势主要取决于公司在全部整车及核心产品销量的市场占有率情况及其驱动因素。大型国有企业,如上汽集团、中国一汽、东风集团,由于旗下同时拥有较强市场认可度和竞争力的乘用车合资品牌及商用车品牌,三者整车市占率之和约为50%,竞争优势明显;而吉利集团、广汽集团由于在乘用车市场拥有一定竞争力的品牌使其在整车市场中有较好的市占率;专注于客车市场的商用车企业或者新能源市场的企业由于市场规模有限导致其市占率排名普遍靠后,竞争优势相对较弱。

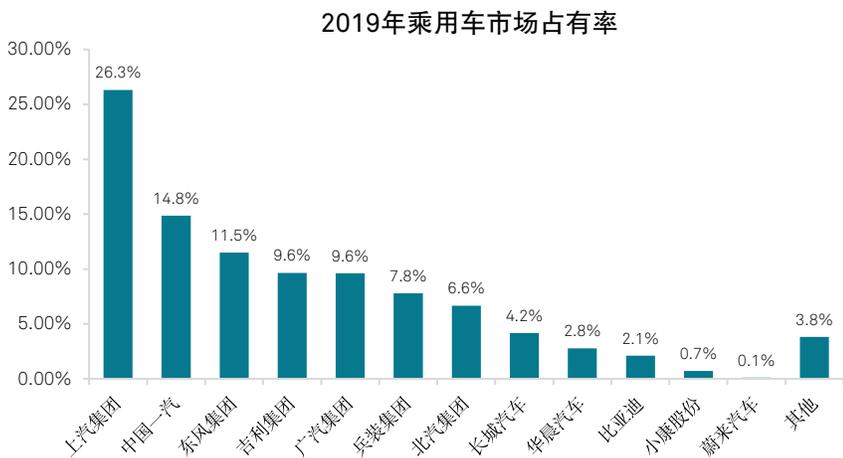
图5



注：集团口径市场占有率，兵装集团包含重庆长安的贡献。  
资料来源：中国汽车工业协会  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，较高的品牌认知度及准确的品牌定位、较好的产品质量及保值率等是企业拥有较高乘用车市场占有率的核心原因。目前中国乘用车消费市场对以德系、日系为主的合资品牌认可度较高，其产品保值率相对较高，竞争优势较强。市占率排名靠前的五大车企，均拥有市场认可度较强、市场占有率较高的合资品牌或全球豪华车市场的主流品牌。例如上汽集团拥有上汽大众（德系合资）、上汽通用（美系合资）；中国一汽拥有一汽大众、一汽奥迪（均德系合资）、一汽丰田（日系合资）；东风集团拥有东风日产、东风本田（均日系合资）；吉利控股集团拥有沃尔沃（瑞典品牌，海外销量占比大）以及广汽集团拥有广汽本田、广汽丰田（均日系合资）。而主要依赖自主品牌的企业，由于品牌认可度和产品保值率较低，竞争优势相对较弱。另外，华晨汽车虽然凭借华晨宝马品牌（德系合资）在国内豪华车市场的市占率较高，但由于中国整体豪华车市场规模相较中端市场仍不高，在全部乘用车市占率中，华晨汽车的排名偏低，竞争优势相对头部企业偏弱。

图6



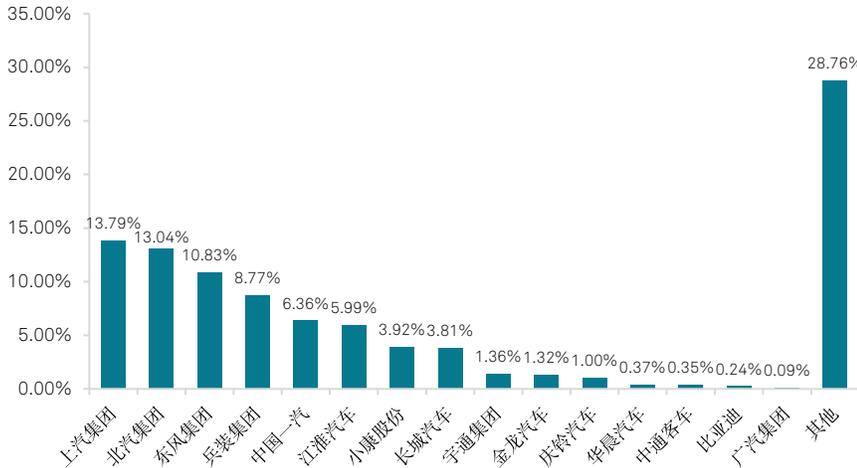
注：集团口径市场占有率，兵装集团数据包含重庆长安的贡献。  
资料来源：中国汽车工业协会  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

商用车市场的需求驱动因素与乘用车市场不同，货车与物流、基建需求相关，客车与公共出行、政府采购需求相关。2020年以来随着物流、基建行业的发展，货车市场仍将占据商用车市场主流并维持

一定规模，上汽集团、北汽集团、东风集团、兵装集团将保持在该市场的竞争优势。而客车市场总体规模较小且受疫情影响较大，如样本企业以专注客车为主，其竞争优势相对较弱。

图7

2019年商用车市场占有率

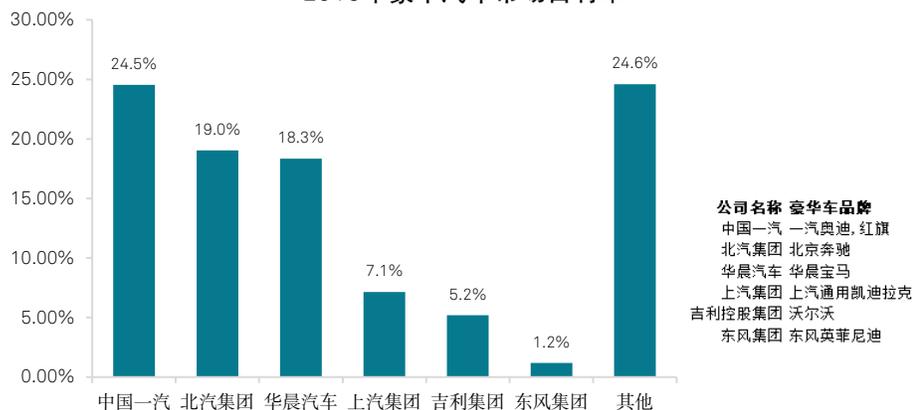


注：集团口径市场占有率  
资料来源：中国汽车工业协会  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，豪华车市场定位有助于整车制造企业市场占有率的保持和提升。伴随着中国消费升级的进程，豪华车市场表现出较强的增长和韧性，豪华车市场不断挤占中低端市场份额。2020年疫情后，豪华车市场的回暖速度较快，2020年1-9月，豪华车市场零售销量同比增长10.9%。样本企业中，中国一汽、北汽集团、上汽集团、吉利集团的豪华车市占率排名靠前，这有助于维持其竞争优势。虽然借助华晨宝马的贡献，华晨汽车在豪华车市场的表现尚可，但随着股权划转事宜的推进，华晨汽车对合资公司的控制权将进一步削弱，其竞争优势未来将下降。

图8

2019年豪华汽车市场占有率



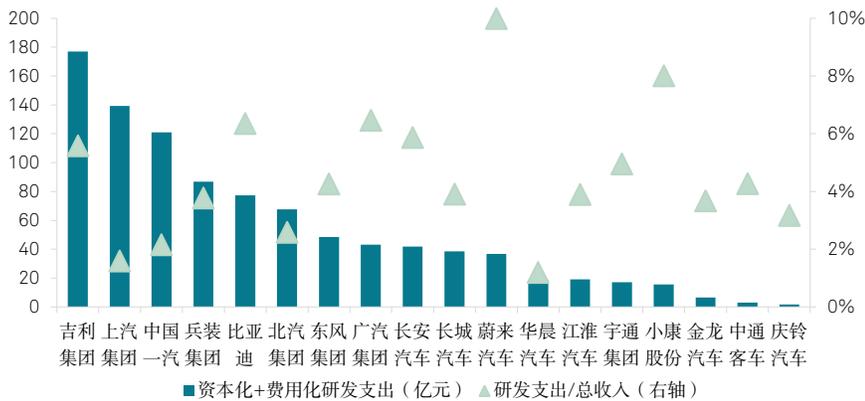
注：集团口径市场占有率  
资料来源：公司公告，乘联会  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，长期来看，注重自主研发，掌握整车制造核心技术及拥有较强技术管理能力的企业将有助于其提升市场地位及竞争优势。除了消费者对汽车安全性、舒适性等需求外，汽车行业将向四化（智能化、共享化、电动化、网联化）方向发展，这对整车制造企业的研发能力和技术实力提出进一步的要求。

我们发现，大型乘用车企业，如吉利集团、上汽集团、中国一汽，研发投入较高；积极布局新能源、智能驾驶等领域的企业，如蔚来汽车、广汽集团、比亚迪等其研发支出比率较高，长期来看有助于保持其竞争优势。小康股份的研发支出比率相对较高，其在2018年于重庆布局新能源产能，但研发支出规模较小，对企业的核心技术进行补充有限，其长期竞争优势相对较弱。

图9

2017-2019样本企业研发支出



注：蔚来汽车的研发支出/总收入为2018-2019年均值。

资料来源：企业年报，标普信评整理

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

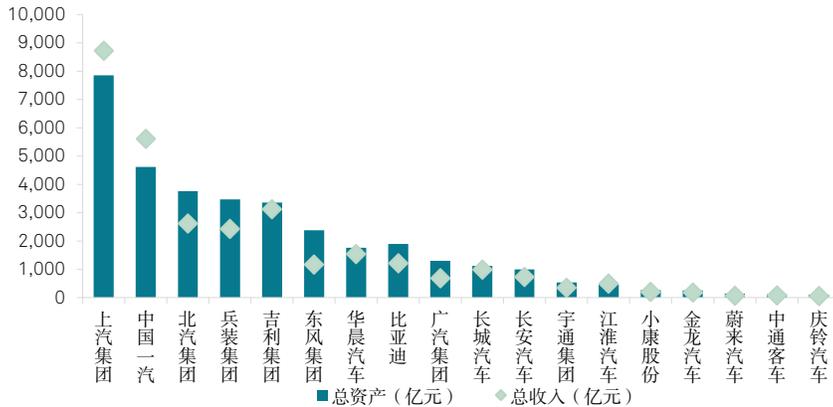
## 规模、范围和多样性

标普信评认为，在考量整车制造企业的规模、范围和多样性时，我们主要关注企业的整车销售收入和资产规模、核心产品的范围和销量、品牌布局及产品线的广度及宽度等。

我们认为，整车制造行业是资产密集型行业，更大的资产和收入规模通常代表着更高的市场份额，有助于企业发挥规模优势。样本企业中超过一半企业的三年平均资产规模大于千亿，8家企业的三年平均收入规模大于千亿。大型国有企业及乘用车企业的资产和收入规模普遍高于商用车企业。上汽集团、中国一汽、北汽集团、兵装集团及吉利集团在规模方面有较强优势，同时随着上汽集团与奥迪的合资事项不断推进，其规模优势将更加明显。

图10

2017-2019样本企业总资产与总收入平均值

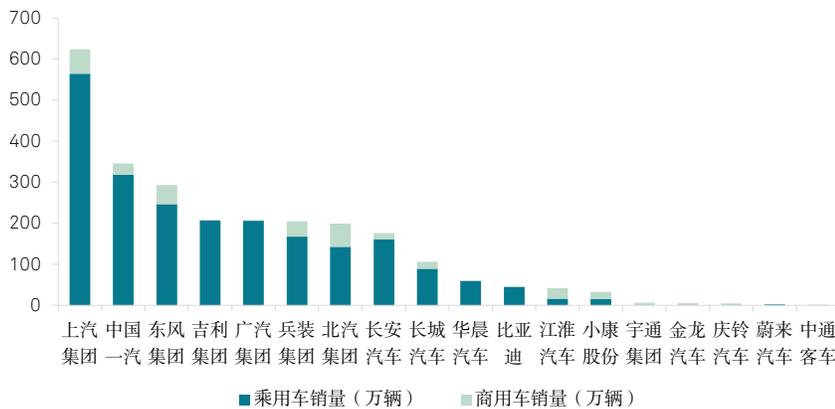


资料来源：企业年报，标普信评整理  
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，更丰富的产品范围和更大的销量有利于保持企业收入规模和现金流的稳定性。由于乘用车及商用车下游需求不同，更广泛的产品范围有利于抵御下游需求波动的风险，维持企业收入和现金流的相对稳定。在样本企业中，上汽集团、中国一汽、东风集团、兵装集团、北汽集团均在乘用车及商用车市场有较好的销量表现，可为其收入及现金流的稳定性提供一定保证。

图11

2019年样本企业汽车销量



资料来源：企业年报，标普信评整理  
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在我们看来，更多样的品牌布局、更有宽度的产品线将提升企业抵抗风险的能力。更多数量的品牌之间产品周期不同，可在一定程度抵抗产品后周期带来的销量下滑；不同的产品及品牌定位有利于满足市场的不同需求，最大程度保证企业收入和现金流的规模；不同国别的品牌与双边关系、市场认可度有一定关联，更丰富的国别品牌有助于企业分散业务风险、维持竞争地位。

我们发现，上汽集团、中国一汽、东风集团、北汽集团的品牌国别较为分散，产品及品牌定位较为全面，更加具有产品及品牌多样性优势。相对来说广汽集团、蔚来汽车的品牌定位主要集中于中端品牌，与其他大型乘用车企业相比，多样性方面相对较弱。

图12

样本整车制造企业主要品牌国别及定位

	自主品牌	德系品牌 (含合资)	日系品牌 (含合资)	美系品牌 (含合资)	韩系品牌(含 合资)	其他	商用车品牌
北汽集团	◆◆	◆			◆		◆
比亚迪	◆	◆					◆
兵装集团	◆		◆	◆			◆
东风集团	◆		◆◆		◆	◆	◆
广汽集团	◆		◆			◆	◆
吉利集团	◆					◆◆	
江淮汽车	◆						◆
金龙汽车							◆
华晨汽车	◆	◆					◆
庆铃汽车							◆
上汽集团	◆◆	◆		◆◆			◆
蔚来汽车	◆						
小康股份	◆						◆
宇通集团							◆
长安汽车	◆		◆	◆			◆
长城汽车	◆◆						◆
中国一汽	◆◆	◆◆	◆				◆
中通客车							◆
	◆		◆		◆		◆
	高端品牌		中端品牌		经济型品牌		商用车品牌

注：以市场指导价划分，高端品牌均价≥30万，中端品牌为均价（30，15）万，经济型品牌均价≤15万。

资料来源：公开资料，标普信评

版权©2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

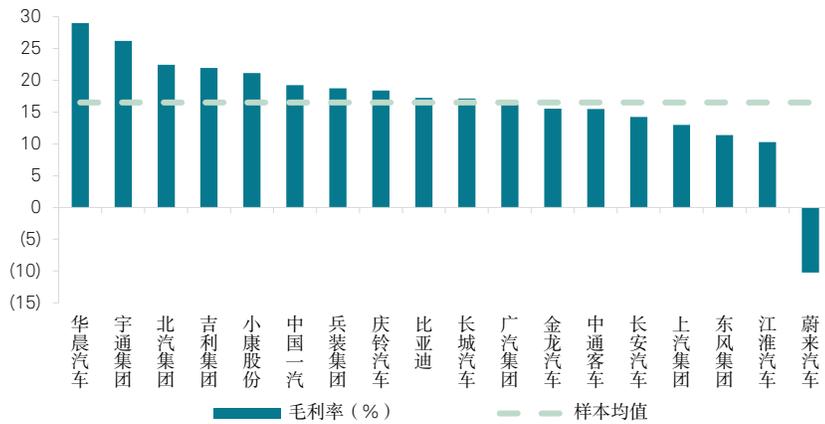
对于整车制造企业的经营效率，我们主要考量其核心产品的品牌溢价水平、对成本的控制能力和周转速度。

**我们发现，定位豪华车市场的乘用车企业及龙头客车企业具备更强的品牌溢价能力，其毛利率水平较高。**较高的豪华车产品定价是华晨汽车、北汽集团、吉利集团、中国一汽的毛利率水平相对较高的核心原因，但随着华晨汽车对华晨宝马股权的转移，我们预计未来其毛利率将明显下滑。以中低端品牌，特别是中低端自主品牌为核心产品的整车制造企业毛利率水平相对较低，我们认为这是长安汽车、上汽集团、东风集团毛利率水平相对较低的主要原因（三者未并表合资企业）。蔚来汽车尚处于经营初期，在2019年底尚未实现盈利。

宇通集团作为客车龙头企业，在行业景气度下行、集中度上升时，其产品和成本竞争优势较为明显，毛利率相对较高，但随着客车市场新能源补贴退坡，客车企业的毛利率有下滑趋势。

图13

样本企业毛利率2017-2019年平均值



注：蔚来汽车的数据为2018-2019年均值。

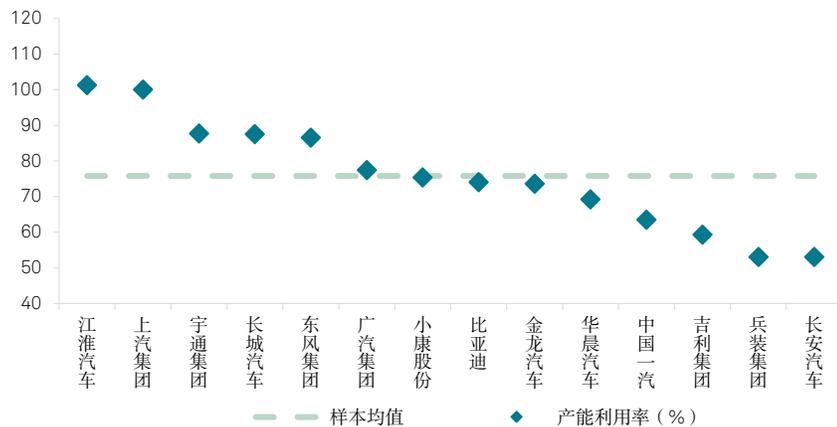
资料来源：企业年报，标普信评整理

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

产能利用率是衡量整车制造企业经营效率的核心指标之一。较高的产能利用率意味着企业具备发挥规模效应、降低单位成本的能力。我们针对 14 家有公开数据的样本企业进行了分析。2019 年，江淮汽车、上汽集团、宇通集团、长城汽车、东风集团的综合产能利用率均高于 80%，企业控制成本能力相对较强，一定程度上弥补了品牌溢价较低的不利影响。近年汽车销量下滑，同时各大整车企业在新能源汽车领域布局加大但新能源市场规模尚有限，导致整车制造厂商的产能过剩问题愈加严重，产能持续过剩导致企业运营成本升高，经营风险增大。我们注意到，长安汽车及兵装集团、吉利集团、中国一汽、华晨汽车的综合产能利用率水平较低，这是由于部分自主品牌的销售形势不容乐观。

图14

2019年样本企业产能利用率



资料来源：企业年报，标普信评整理

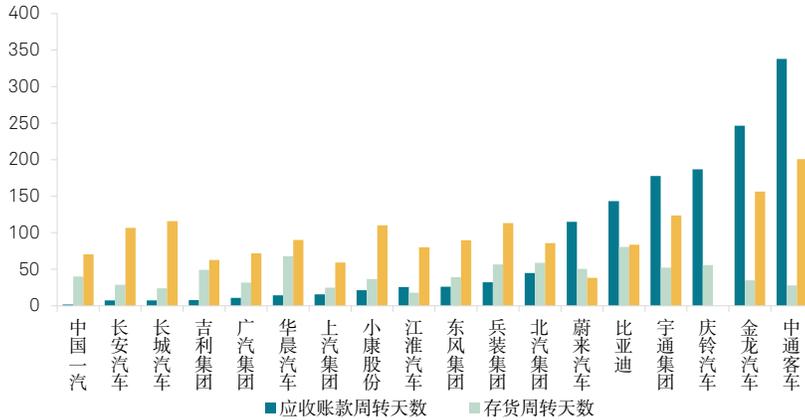
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，由于下游客户类型的不同，商用车企业的应收账款周转天数高于乘用车企业。但由于传统乘用车制造企业销售模式为经销商销售，企业的库存压力相对较轻，应收账款天数较短，样本企业之间的资产运营能力指标差异不大。需要说明的是，比亚迪由于电池业务的影响，导致应收账款和存款

周转天数相对较长。整车制造企业普遍对其上游供应商有较强的话语权，这是行业应付账款账期相对较长的原因。

图15

2017-2019样本企业营运周期



注：蔚来汽车的数据为2018-2019年均值。  
资料来源：企业年报，标普信评整理  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

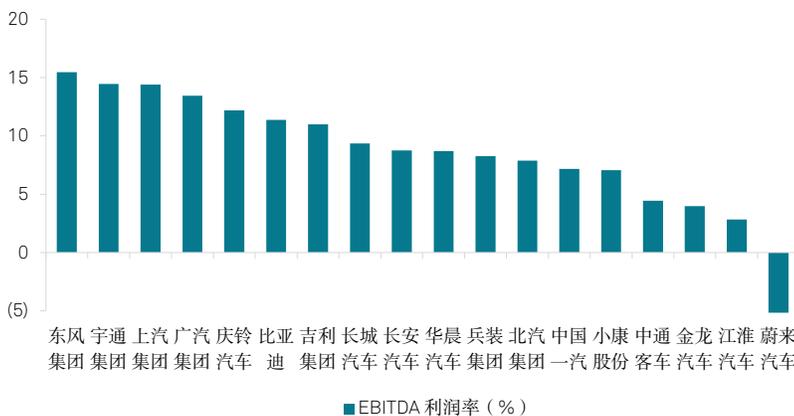
### 盈利能力

盈利能力是分析竞争地位时较为综合的辅助指标。企业参控股品牌的较强影响力、一定的溢价水平和有效的成本管控能力有助于提高企业的盈利能力。我们在评估整车制造企业的盈利能力时，主要考量的指标有 EBITDA 利润率及资本回报率（ROC）。

通过对 18 家样本企业的观察，我们得出整车制造企业的经调整的 EBITDA 利润率及资本回报率排序，如下图。大部分整车制造企业的 EBITDA 利润率集中在 5%-15%之间。我们认为，EBITDA 利润率体现了企业参控股品牌整体的溢价水平及企业自身成本管控能力，东风集团、宇通集团、上汽集团、广汽集团、庆铃汽车的盈利水平相对较好。虽然北汽集团、中国一汽的 EBITDA 利润率表现一般，但资本回报率情况较好，其综合盈利水平尚可。

图16

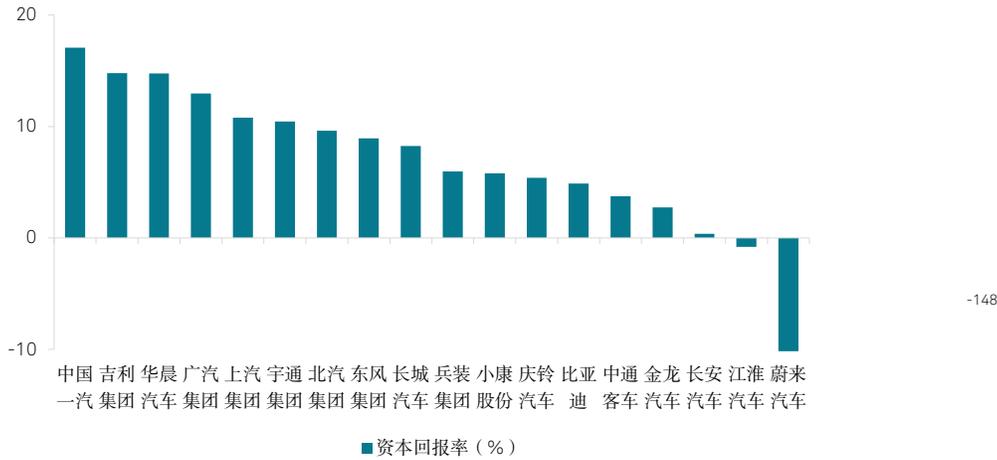
2017-2019样本企业平均 EBITDA 利润率



注：蔚来汽车的数据为2018-2019年均值。  
资料来源：企业年报，标普信评整理并调整。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图17

2017-2019样本企业平均资本回报率



资料来源：Wind，标普信评整理。  
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

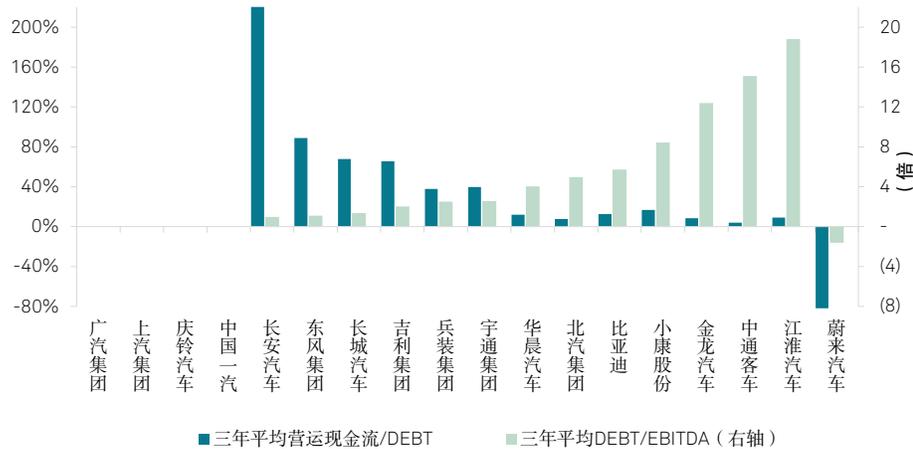
## 财务风险

标普信评对企业财务风险的分析主要关注现金流对债务的覆盖情况，关注的核心财务指标为营运现金流对债务的覆盖情况和债务对 EBITDA 的比率。

我们发现，整车制造企业由于产品结构、市场定位、经营管理方面的差异，使得企业的财务风险也存在较明显的差异，且乘用车企业财务状况一般好于商用车企业。在 18 家样本企业中，广汽集团、上汽集团、庆铃汽车与中国一汽的账面现金较充裕，净债务为零，财务风险很低。中通客车、金龙汽车、江淮汽车以商用车为主要产品，营业周转速率一般慢于乘用车，盈利能力偏弱，财务杠杆偏高。蔚来汽车处于发展初期，投入较大，盈利能力较弱，营运现金流和 EBITDA 均为净流出状态，其核心财务指标为负值。虽然华晨汽车历史三年财务风险尚可，但企业对合资品牌的控制力较弱，加之今年企业短期债务到期压力大、合资企业持股转移事项对企业未来现金流的负面影响使得市场对企业的偿债信心下滑，企业再融资困难，流动性紧张，财务风险加剧。

图18

2017-2019年汽车企业核心偿债能力指标

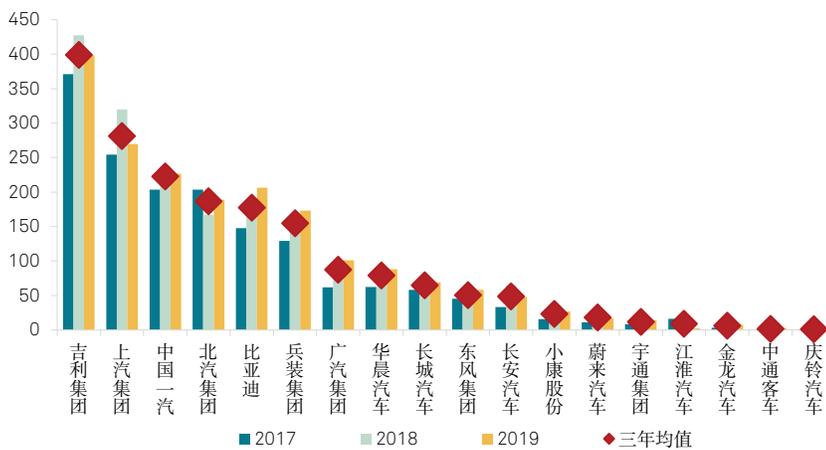


注：广汽集团、上汽集团、中国一汽与庆铃汽车净债务为零。  
资料来源：Wind，公司财务报告，标普信评整理并调整。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

整车制造企业需要大量的资本开支以维持或扩大其市场份额。近年来在产业政策和市场趋势的影响下，众多整车制造企业投入大量资金进入新能源化及智能化汽车领域。在样本企业中，吉利集团、上汽集团、中国一汽、北汽集团、比亚迪、兵装集团等，近三年平均每年的资本支出都在150亿元以上，而吉利集团更是达到了年平均400亿的资本开支，其希望能够通过不断扩大产能，在新能源汽车等领域有所突破。相比之下，资本支出排名靠后的基本都是以客车为主的商用车制造企业，这与客车市场景气度较低有较大相关性。

图19

2017-2019样本企业资本开支（亿）

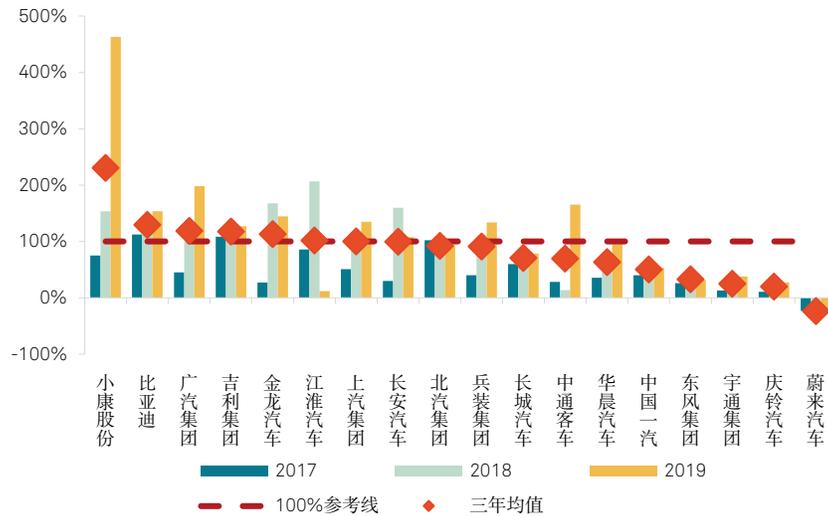


资料来源：企业年报，标普信评整理  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们用资本开支对 EBITDA 比率来衡量样本企业的资本开支程度，我们发现，在 18 家样本企业中，有一半的企业该比率超过了 70%，行业整体的资本开支程度较高，企业财务杠杆存在上升的可能。

图20

2017-2019样本企业资本开支与EBITDA比



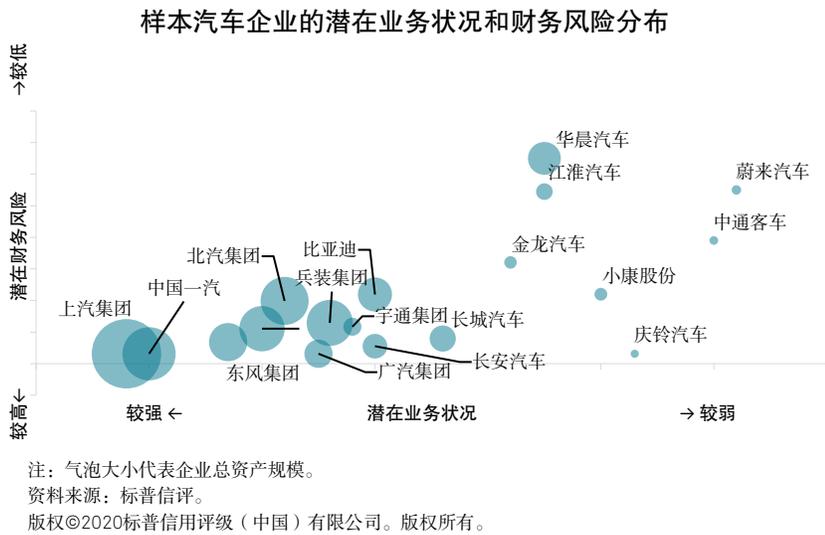
资料来源：企业年报，标普信评整理  
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

综合来看，整车制造行业企业的财务风险差异较大，两极分化比较明显。另外乘用车企业的财务风险一般低于商用车企业，但有些乘用车企业在新能源汽车领域投入很大，给其财务风险带来一定的压力。

## 潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了 18 家样本企业的潜在业务状况和财务风险，如下图。通常情况下，业务状况和财务风险的综合会构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性等企业自身的其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。

图21



## 外部支持

在得出企业的潜在个体信用状况后，我们还考虑了政府或集团支持对企业信用状况的影响。在我国整车制造企业中，国有企业数量占比较大。通常情况下，我们认为大型整车制造企业对于政府具有较高的重要性，这主要是由于头部企业往往在带动相关产业链发展、税收贡献、促进就业等方面发挥着重要作用。但对于行业内竞争地位较弱、财务风险较高的车企来说，其在上述几个方面发挥的作用有限，导致其对所在政府的潜在重要性较低，可能获得的潜在政府支持力度有限。

## 附录

### 样本企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	安徽江淮汽车集团股份有限公司	江淮汽车	地方国有企业
2	北京汽车集团有限公司	北汽集团	地方国有企业
3	比亚迪股份有限公司	比亚迪	民营企业
4	重庆小康工业集团股份有限公司	小康股份	民营企业
5	重庆长安汽车股份有限公司	长安汽车	中央国有企业子公司
6	长城汽车股份有限公司	长城汽车	民营企业
7	东风汽车集团股份有限公司	东风集团	中央国有企业
8	广州汽车集团股份有限公司	广汽集团	地方国有企业
9	华晨汽车集团控股有限公司	华晨汽车	地方国有企业
10	庆铃汽车股份有限公司	庆铃汽车	地方国有企业
11	上海汽车集团股份有限公司	上汽集团	地方国有企业
12	蔚来汽车	蔚来汽车	民营企业
13	厦门金龙汽车集团股份有限公司	金龙汽车	地方国有企业
14	浙江吉利控股集团有限公司	吉利集团	民营企业
15	郑州宇通集团有限公司	宇通集团	民营企业
16	中国兵器装备集团有限公司	兵装集团	中央国有企业
17	中国第一汽车集团有限公司	中国一汽	中央国有企业
18	中通客车控股股份有限公司	中通客车	地方国有企业

注：上述企业按拼音排序

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。