

## 欧美加征关税在即，哪些车企受冲击最大

2024 年 6 月 26 日

## 要点

- 我国新能源汽车出口对美敞口不高，但欧盟是我国新能源汽车出口的重点区域之一，加征关税或产生负面影响。
- 我们将关税影响下的海外收入下行、利润率收窄和资本开支增加作为假设情形对车企进行压力测试。结果显示，得益于较强的现金流产生能力和较低的杠杆率水平，长安汽车和比亚迪的财务韧性较强，而长城汽车则由于研发和资本开支相对较高、债务规模较大等原因面临更大压力。
- 我们的研究发现，财务韧性较强的企业具有现金流产生能力强、债务管理审慎的特征。而若车企需要持续通过增加债务的方式拉动大额的研发投入和建厂投资，同时销售增长受限或不断丢失市场份额，则财务脆弱性将会明显上升。

## 分析师

王可欣

北京

+86-10 6516 6033

Kexin.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10 6516 6028

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

5 月 14 日，白宫官网发布声明表示，自 2024 年 8 月 1 日起，针对中国电动汽车的关税将从目前的 25% 提升至 100%。叠加 2.5% 的基础关税，从中国出口至美国的电动汽车最终税率将达到 102.5%。

6 月 12 日，欧盟委员会发布关于针对从中国进口的电动汽车拟征收临时反补贴税的公告，将对中国电动车制造商加征 17.4-38.1% 不等的反补贴税，如果无法与中方达成解决方案，反补贴税将于 7 月 4 日起实施。

表1

## 欧盟临时反补贴税征收情况

| 车企名称             | 临时反补贴税率 | 最终关税  |
|------------------|---------|-------|
| 比亚迪              | 17.4%   | 27.4% |
| 吉利汽车             | 20%     | 30%   |
| 上汽集团             | 38.1%   | 48.1% |
| 其他参与调查但未抽样电动车制造商 | 21%     | 31%   |
| 未配合调查电动车制造商      | 38.1%   | 48.1% |

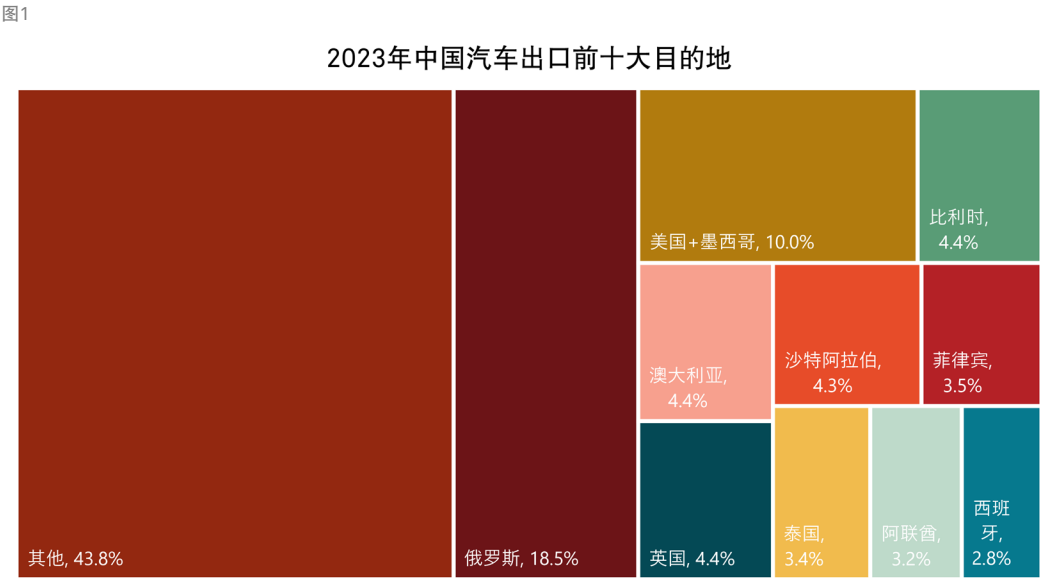
资料来源：公开资料，标普信评。

## 新能源汽车出口对美敞口不高，但欧盟加征关税或产生负面影响

随着国内整车制造企业的产品力和品牌力不断提升，海外认可度持续提高，汽车出口对销量的带动作用愈发显现。近年来，我国汽车出口量和占比持续增长。根据中国汽车工业协会统计，2023 年我国汽车出口 491 万辆，同比增长 57.9%，出口对汽车总销量增长的贡献率超过 50%；2024 年 1-4 月我国汽车出口 183 万辆，同比增长 35.9%，占销量的比重达到 20%。

我们认为，当前我国汽车出口对美国市场的依赖度不高，并且以燃油车为主，关税政策直接影响的对美出口新能源汽车规模有限。2023 年，我国对美出口汽车 7.5 万辆，由于墨西哥为出口型市场，部分汽车通过墨西哥再次出口到北美其他国家。2023 年出口至美国和墨西哥的整车数量合计不足 50 万辆，占整车出口量的比重不足 10%，而且以燃油车为主，新能源汽车占比较低。

然而，欧洲是我国新能源汽车出口的重点区域之一，欧盟加征关税或产生负面影响。2023 年我国新能源汽车出口约 120 万辆，主要目的国分别为比利时、泰国和英国。欧洲和东南亚是我国新能源汽车出口的主要市场，其中出口欧洲的占比约 40%左右。虽然目前对欧洲的新能源汽车出口量仅占我国整体汽车出口量的 10%左右，但是鉴于我国在新能源产业链上的优势，新能源汽车对出口的贡献势必会越来越大，对欧盟出口受限或对未来新能源汽车出口产生负面影响。



资料来源：中国汽车工业协会、公开资料、标普信评。

从车企视角来看，主要整车制造企业新能源车出口对美依赖度均不高，但部分车企对欧敞口较大。北美自由贸易区（美国、加拿大、墨西哥）是上汽集团、奇瑞汽车和江淮集团的主要出口地区之一，但实际占其总出口量比重不到 25%，而且主要是向墨西哥出口燃油车，新能源车较少。相比之下，上汽集团、吉利汽车和比亚迪主要出口到西欧和北欧地区，且以新能源汽车为主，因此欧洲市场对这三家车企新能源出口的影响较大。

表2

2023 年中国主要整车制造企业出口情况

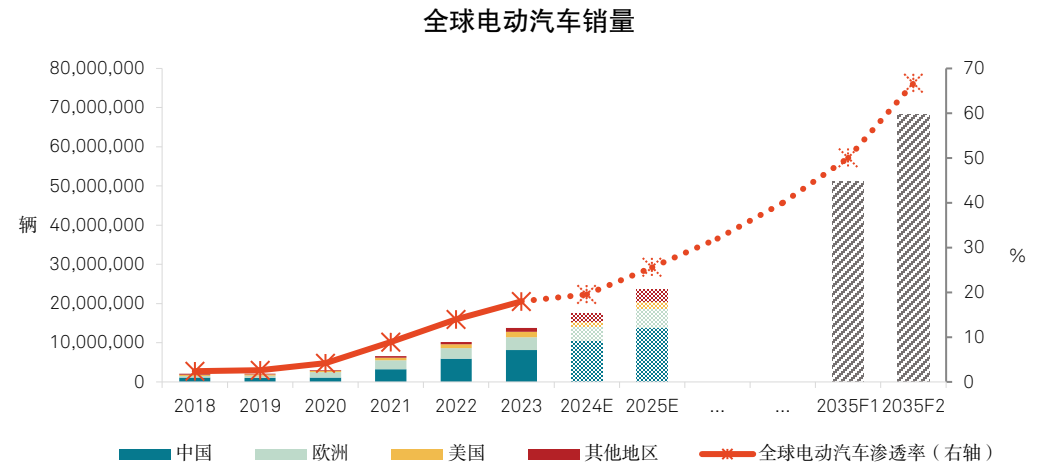
| 企业名称 | 2023 年出口量（万辆） | 占集团销量的比重（%） | 主要出口地区        |
|------|---------------|-------------|---------------|
| 上汽集团 | 109.9         | 21.9        | 西欧、北美自由贸易区、中东 |
| 奇瑞汽车 | 92.5          | 49.2        | 东欧、北美自由贸易区、南美 |
| 吉利汽车 | 40.8          | 24.0        | 东欧、北欧、中东      |
| 长安汽车 | 35.8          | 14.0        | 中东、东欧、南美      |
| 长城汽车 | 31.6          | 25.7        | 中东、东欧、大洋洲     |
| 比亚迪  | 25.2          | 8.3         | 东盟、西欧、南美      |
| 东风集团 | 23.1          | 11.1        | 中东、南美         |
| 北汽集团 | 19.0          | 11.1        | 南美、东盟         |
| 江淮集团 | 17.0          | 28.7        | 北美自由贸易区、东盟、中东 |
| 广汽集团 | 7.6           | 3.0         | 中东、南美、东盟      |

资料来源：中国汽车工业协会，S&P Mobility，企业年报，公开资料，标普信评。

## 全球新能源汽车市场快速增长，为国内车企带来发展机遇

我们认为，全球新能源汽车市场拥有巨大的增长潜力。2023 年，全球电动汽车销量约 1,400 万辆，同比增长 35%，渗透率达到了 18%，较 2022 年增长 4 个百分点。2024 年 4 月 23 日，国际能源署发布《2024 年全球电动汽车展望》称，未来十年全球电动汽车需求将持续增长，若按国际能源署的既定政策情景预测，2035 年电动汽车渗透率将达到二分之一；如果各国宣布的能源和气候承诺全部按时兑现，到 2035 年，三分之二的售出汽车将是电动汽车。

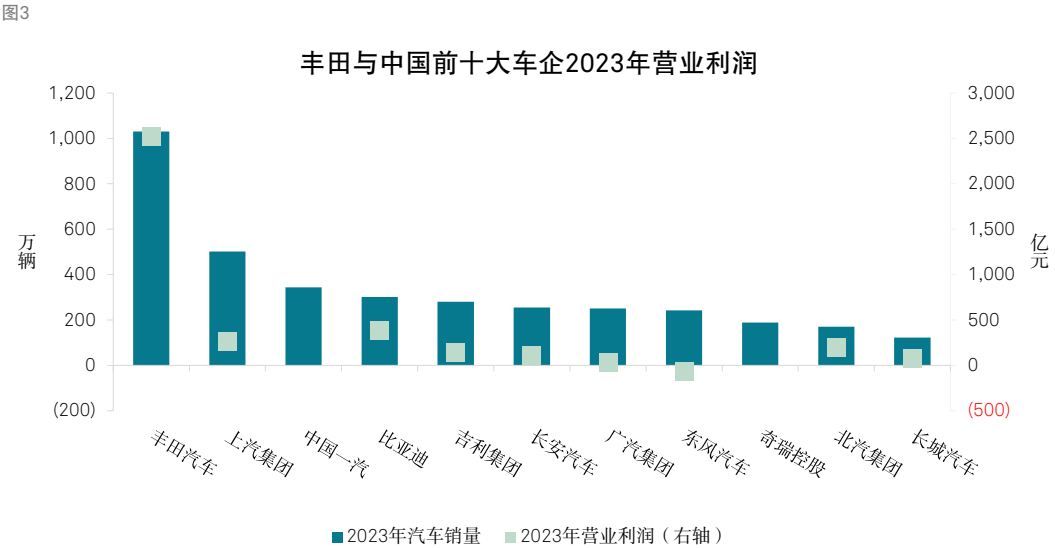
图2



注：2018年-2023实际数销量数据来自EIA，2024年及以后的预测销量来自S&P Mobility。2035F1代表国际能源署的既定政策情景下电动汽车渗透率，2035F2代表各国宣布的能源和气候承诺全部按时兑现情形下电动汽车渗透率。  
资料来源：EIA，S&P Mobility，标普信评。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国车企有望凭借其在新能源汽车领域的优势实现业务全球化扩张，出口或成为车企的新增长点。中国作为全球重要的电动汽车生产销售市场之一，2023 年贡献了全球约 60% 的销量，新能源渗透率也处于全球领先水平。在国内市场竞争愈发激烈的背景下，凭借着相对较强的产品竞争力，中国车企出海步伐加快，2023 年新能源汽车出口 120 万辆，同比增长 77.6%，在欧洲、东南亚等地区表现强劲。我们预计，得益于技术水平的不断进步、规模优势的显现和在产业链上的优势，中国车企能够以全球电动化浪潮为契机，获取更大的增长前景。

全球化扩张也有助于提升车企的业务和财务稳定性。更好的地域分散性能够帮助车企抵御某一市场销量下滑的冲击，提升企业销量、收入、利润率和现金流的稳定性，从而使得企业具有更好的抗风险能力。例如，在国内燃油车销量下滑、市场竞争激烈的情况下，日系品牌受到了较大冲击，2021-2023 年市场份额以每年 3 个百分点左右的速度下滑，2024 年 1-4 月日系品牌市场份额 15.2%，较 2023 年下滑 1.5 个百分点。而较为依赖日系合资品牌的东风集团 2023 年销量下滑超过 15%，对联合营企业的投资收益下滑超过 100 亿元，净利润转亏。而丰田汽车公司虽然 2023 财年在华销量同比下滑 12%，但是凭借着在北美、欧洲地区超过 10% 的增长，总销量同比上涨 5%，营业利润再创新高。



注：丰田汽车数据为2023财年（2023年4月-2024年4月）。中国一汽和奇瑞控股财务数据不可得。  
资料来源：企业年报，公开信息，标普信评。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

国内部分整车制造企业出海建厂进程加速，泰国、巴西、印尼成热门目的地。2023 年以来，比亚迪先后在泰国、巴西、匈牙利、印尼宣布建厂；奇瑞也宣布在泰国、西班牙建厂；2024 年广汽集团泰国工厂开工。2024-2025 年，国内车企部分海外工厂将陆续投产。从选址上来看，受到政策、市场空间、成本等多种因素的影响，东南亚和拉美成为热门目的地，大多车企选择在泰国、巴西和印尼建厂。

表3

部分整车制造企业海外建厂情况

|             | 设厂国家   | 产能（万辆） | 投资额         |
|-------------|--------|--------|-------------|
| 比亚迪         | 泰国     | 15     | 30-40 亿元人民币 |
|             | 巴西     | 15     | 45 亿元人民币    |
|             | 乌兹别克斯坦 | 5      | 1.6 亿美元     |
|             | 印尼     | 15     | 13 亿美元      |
|             | 匈牙利    | /      | /           |
| 奇瑞控股        | 巴西     | 15     | 4 亿美元       |
|             | 印尼     | 20     | 10 亿美元      |
|             | 泰国     | 5      | /           |
|             | 西班牙    | 15     | /           |
| 长城汽车        | 俄罗斯    | 8      | 5 亿美元       |
|             | 泰国     | 8      | 20-30 亿元人民币 |
|             | 巴西     | 10     | /           |
| 上汽集团        | 泰国     | 7.2    | >10 亿美金     |
|             | 印尼     | 6.0    | 7 亿美元       |
|             | 印度     | 5.6    | 30-40 亿元人民币 |
| 长安汽车        | 泰国     | 10     | 15-20 亿人民币  |
| 广汽集团        | 泰国     | 5      | 4.5 亿人民币    |
| 吉利汽车（不含沃尔沃） | 英国     | 3      | 2.5 亿英镑     |

注：海外建厂情况包括已投产和在建工厂。  
资料来源：企业年报、S&P Mobility、公开资料、标普信评。

## 压力测试：出口销量下滑、利润率收窄与资本开支加剧等不同情形的考验

我们认为，鉴于欧美调整关税以保护本土企业，中国车企的出海环境愈发复杂，企业的海外战略选择对其收入、利润率和资本开支均会产生影响。加征关税可能对车企的海外销量及收入产生直接影响。同时，2024 年，国内市场价格战愈演愈烈，激烈的竞争和在研发和销售端持续较大的投入将导致车企利润率承压，而出口受限或加剧这一趋势。如果由于海外建厂等原因，资本开支呈上升趋势，且部分资本开支需求需要通过举债来满足，则或推升企业的债务规模。

因此，我们选择了以下三种假设情形，对中国典型车企进行不同程度的压力测试，通过观察以“经调整总债务/EBITDA”衡量的杠杆率水平的变化，来研究车企抗压能力。样本企业包括北汽集团、比亚迪、长安汽车、广汽集团、上汽集团和长城汽车六家车企。

表4

不同压力假设情形

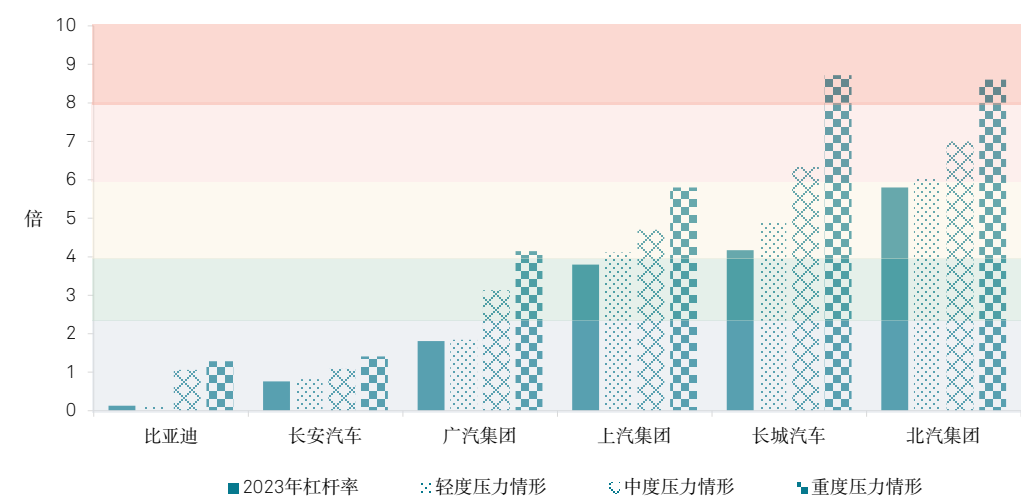
|            | 假设                                                                  | 轻度压力情形     | 中度压力情形    | 重度压力情形    |
|------------|---------------------------------------------------------------------|------------|-----------|-----------|
| 销售收入       | 车企牺牲收入规模，尽可能的保障利润率水平。                                               | 境外收入下滑 50% | /         | /         |
| EBITDA 利润率 | 在出口受限的情况下，车企海外高收入板块下降拖累利润率，同时为了应对国内激烈的竞争和海外增长压力，国内产品利润率进一步下行，以保障销量。 | /          | 下滑 1 个百分点 | 下滑 2 个百分点 |
| 资本开支       | 车企不放弃海外市场。为了应对海外的关税提高和地缘政治影响，车企通过海外建厂来开拓开外市场，进而使得资本开支增加。            | /          | 增长 15%    | 增长 30%    |

在轻度压力情形中，我们假设在加征关税的情况下，车企会保证其海外销售的利润率，而牺牲海外销量，进而影响车企海外收入，车企将通过各种方式来保持整体利润率的稳定，同时债务规模也将保持稳定。

但我们认为，在关税显著提高的情况下，车企或更倾向于牺牲利润率以保证销量，并继续执行出海计划，通过海外建厂来减轻关税影响，因此资本开支将增加。在中度和重度压力情形中，我们综合考虑了 EBITDA 利润率下滑和资本开支的增长。由于我们认为企业牺牲利润率来保证销量的可能性更大，因此中度和重度压力情形设定样本企业的营业收入将温和增长约 5%，同时假设 50%的资本开支需求将通过新增债务来满足。

图4

不同压力假设情境下样本企业财务风险表现



注：北汽集团的海外收入为北汽福田与北京汽车海外收入估计值的合计数。  
资料来源：企业年报，标普信评。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们观察到，如果企业能够稳定整体的利润率，则海外收入的下滑短期内对样本企业的财务影响可控。在海外收入下滑 50% 情况下，六家样本车企以“经调整总债务/EBITDA”衡量的杠杆率水平基本维持平稳。即使是变动最大的长城汽车，其杠杆率也仅由 2023 年的 4.2 倍上升至近 5 倍。这主要是由于一方面整车制造企业杠杆率水平对收入变化的敏感度较低，而对利润率波动的敏感度较高；另一方面，除长城汽车和比亚迪海外收入占比超过 25% 以外，其余样本车企的海外收入占比均不超过 15%。

图5



**在中度压力情形下，长城汽车财务风险或将上升。**我们模拟了在竞争加剧、研发和销售支出较大、出口受阻等负面因素的影响下，样本车企 EBITDA 利润率较 2023 年下滑 1 个百分点；同时，为规避贸易壁垒，车企选择在海外建厂，导致资本开支水平较 2023 年上升 15%。

我们观察到，在中度压力情形下，样本企业的财务稳定性开始出现分化。比亚迪、长安汽车、广汽集团、上汽集团和北汽集团的杠杆率能够维持相对稳定，与 2023 年相比，杠杆率的差值在 1.5 倍以内。而长城汽车在中度压力情形下杠杆率将明显上升，从 4.2 倍左右上升至 6.3 倍。

**我们认为，长安汽车和比亚迪最具财务韧性。**在重度压力情形下，我们模拟样本企业的 EBITDA 利润率更加剧烈地下滑 2 个百分点，同时海外建厂、研发等投入导致资本开支上升 30%。在这种情形下，长安汽车和比亚迪的杠杆率最为稳定，具有较强的财务韧性。

长安汽车的资本开支规模、占收入的比重和债务规模均相对较小，2023 年资本开支 28 亿元，以经调整总债务/EBITDA 衡量的杠杆率约为 0.8 倍。即使在重度压力情形下，其杠杆率也仅从 2023 年的 0.8 倍小幅上升至 1.4 倍。比亚迪则凭借着较强的盈利能力、现金流产生能力和充裕的现金储备，也能够 在重度压力情形下保持很低的杠杆率。

相比之下，北汽集团、广汽集团和上汽集团的杠杆率在重度压力情形下明显上升，与 2023 年的差值在 2-3 倍之间。而长城汽车的杠杆率涨幅更加剧烈，绝对值上升至 9 倍左右。

## 现金流产生能力强、债务管理审慎的车企更具韧性

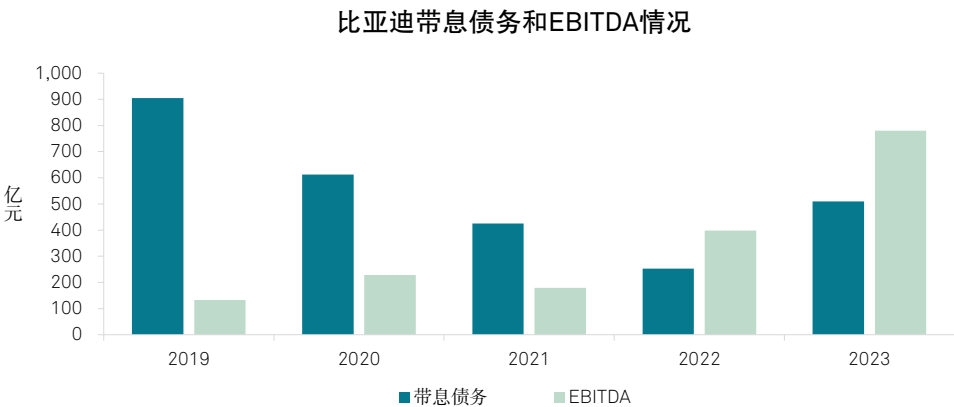
我们认为，财务韧性较强的企业具有现金流产生能力强、债务管理审慎的特征。这些企业能够凭借竞争优势获得充裕的现金流，积累丰富的现金储备，其资本开支需求大部分通过自有资金满足。同时，它们对债务的管理较为审慎，历史上债务规模较小，或能够在上升期削减债务，控制其杠杆率水平，从而降低偿债压力，调动更多的资金用于研发和建厂投入。

以比亚迪为例，2019 年以前，比亚迪对新能源汽车的大额投入导致其债务规模不断走高，2019 年带息债务超过 900 亿元。然而，销量并没有随之增长，公司以“经调整总债务/EBITDA”衡量的杠杆率

在 2019 年达到 7 倍。2020 年之后，随着我国新能源汽车的爆发式增长，比亚迪凭借在该领域较强的竞争力，销量、收入和 EBITDA 规模不断提升，EBITDA 利润率也随着规模效应的显现不断增长。公司现金流产生能力显著提升，经营活动产生的现金流量净额从 2019 年的 454 亿元提升至 2023 年的 1,697 亿元，现金储备愈加丰厚。

在此时期，公司并没有选择继续用债务推动资本开支的增长，而是选择控制债务规模，其带息债务规模自 2020 年起连续三年下降。截至 2022 年末，公司的带息债务为 252 亿元，较 2019 年减少约 650 亿元。虽然 2023 年公司超过千亿元资本开支带动债务规模上升，但得益于极强的现金流产生能力、丰富的现金储备和较低的杠杆率水平，比亚迪依然保持较强的财务韧性，在重度压力情形下也可以维持很低的杠杆率水平。

图6



注：带息债务包含资产负债表中的短期和长期债务，不包含对外担保，不抵扣超额现金。

资料来源：标普信评。

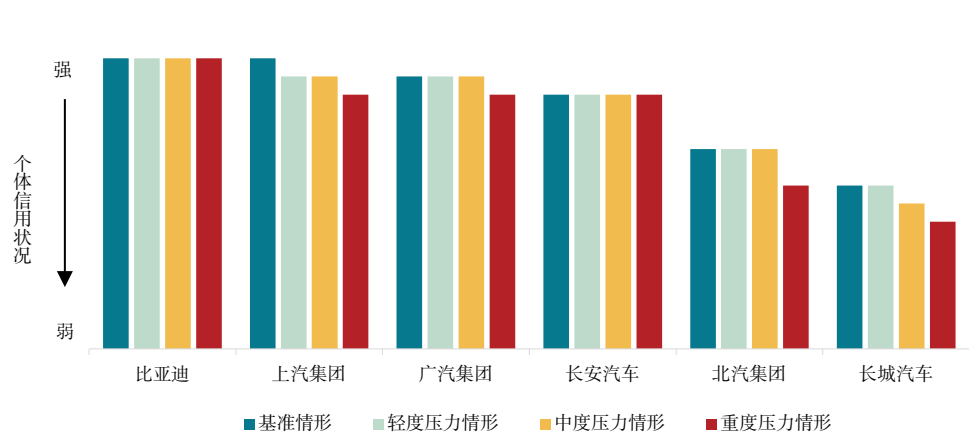
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

而如果车企需要持续通过增加债务的方式拉动大额的研发投入和建厂投资，但是销量增长未能跟上，那么当面临资本开支持续较大而 EBITDA 利润率又承压的困境时，财务风险就会上升。此外，若车企不断丢失其市场份额，现金流产生能力又较弱，财务脆弱性也会随之增加。这种情况下，企业的破局之路唯有促进研发成果的转换，提升产品竞争力，实现销量、收入和利润率的快速增长。

我们认为，虽然原材料价格的下滑对成本控制有一定的积极作用，但价格战的加剧要求车企保持更精细的成本控制能力、多元的销售策略和强大的研发转化能力，才能够保持其利润率水平。海外扩张战略或进一步加重企业债务负担。在不同的压力测试假设情景下，车企的财务韧性存在差异，个体信用状况的变化也不一。样本车企中，长安汽车和比亚迪在不同的压力情形下表现出了良好的韧性，潜在个体信用状况预计将保持稳定；而在北汽集团、广汽集团和上汽集团在重度压力情形下，潜在个体信用状况会出现弱化；长城汽车的财务韧性相对较弱，在压力情形下潜在个体信用状况弱化较为明显。

图7

样本企业不同压力假设情形下的潜在个体信用状况

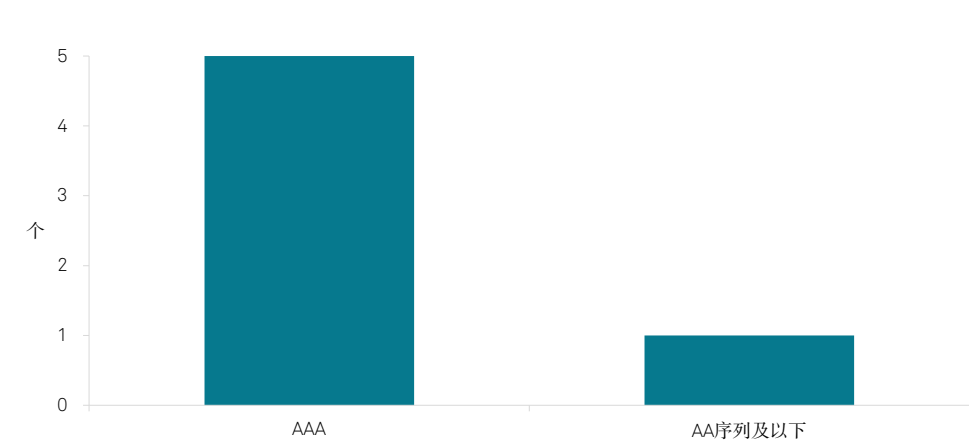


注：由于不同情形内杠杆率也有变化，因此选择各压力情形下最高杠杆率。  
资料来源：标普信评。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，国有车企由于对所在地区经济、就业、国企利润的贡献较大，对政府具有较高的重要性，通常更容易获得资金、政策等方面的支持，有助于维持稳定的主体信用质量。同时，部分民营企业也能够凭借自身较强的竞争优势和现金流产生能力，展现出较强的抗压能力。而对于财务韧性相对较弱的民营企业来说，面对行业激烈竞争、利润率承压和持续较大的资本开支等压力时，其主体信用质量或将弱化。

图8

样本企业潜在主体信用质量



资料来源：标普信评。  
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录

样本企业名单（按企业名称拼音首字母排序）

| 序号 | 企业名称         | 企业简称 |
|----|--------------|------|
| 1  | 北京汽车集团有限公司   | 北汽集团 |
| 2  | 比亚迪股份有限公司    | 比亚迪  |
| 3  | 长城汽车股份有限公司   | 长城汽车 |
| 4  | 重庆长安汽车股份有限公司 | 长安汽车 |
| 5  | 广州汽车集团股份有限公司 | 广汽集团 |
| 6  | 上海汽车集团股份有限公司 | 上汽集团 |

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 2024 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，以及其董事、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、特殊或后续的损害、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。