



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪262号

## 北汽福田汽车股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北汽福田汽车股份有限公司2014年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，本次跟踪维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一七年六月十三日

## 北汽福田汽车股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	北汽福田汽车股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2015/3/31—2020/3/31		
上次评级时间	2016/6/13		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

福田汽车	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	155.47	187.52	190.67	191.48
总资产（亿元）	346.97	427.53	539.13	581.91
总债务（亿元）	61.22	87.99	134.68	156.47
营业总收入（亿元）	336.91	339.97	465.32	109.73
营业毛利率（%）	11.91	12.48	13.64	13.97
EBITDA（亿元）	15.82	17.25	23.68	-
所有者权益收益率（%）	2.95	1.90	2.69	1.50
资产负债率（%）	55.19	56.14	64.63	67.09
总债务/EBITDA（X）	3.87	5.10	5.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.55	6.87	6.47	-

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、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

### 分析师

邵敏军 mjwu@ccxr.com.cn

时小宁 xnshi@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 13 日

### 基本观点

2016 年，北汽福田汽车股份有限公司（以下简称“福田汽车”或“公司”）产品结构调整优化，并加大销售渠道拓展力度，继续保持国内商用车销量第一，行业龙头地位稳固；同时，公司具有较强的研发和技术实力，继续保持与国外知名企业的合作关系，进一步提升核心竞争力。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司资产流动性不足、盈利对补贴及投资收益依赖性较大、短期偿债压力加大等负面因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持北汽福田汽车股份有限公司主体信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“北汽福田汽车股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 产品结构调整优化，行业龙头地位稳固。2016 年，福田汽车积极调整产品结构，产品结构逐步由低端向中高端转变，当年中高端产品比重达 64%；并积极推进客车及乘用车业务的发展，2016 年收入规模同比增长 36.87%。同时，2016 年以来公司继续保持国内商用车销量第一，行业龙头地位稳固。
- 研发和技术实力较强。公司具有较强的技术实力和研发能力，2016 年多个车型获得行业奖项。同时，公司继续与国外知名企业戴姆勒、康明斯保持战略合作关系，稳步推进福田汽车重卡和发动机的平台建设，进一步提升竞争力。
- 初始获利能力逐年增强。近年来，公司产品结构逐步由低端向中高端转变，同时附加值相对较高的乘用车业务占比快速提升，初始获利能力逐年增强。

## 关 注

- 资产流动性不足。受汽车销量及新能源补贴增加影响，截至 2016 年末，公司应收账款余额 126.01 亿元，较上年增长 141.25%，虽然相关款项回收风险可控，但鉴于当前补贴政策审查及拨付变现周期较长，流动性不足。
- 经营性业务亏损，资产减值损失加大，盈利较大程度依赖于补贴及投资收益。近年，公司期间费用高企，经营性业务持续亏损，且坏账及存货损失等资产减值损失不断加大（2016 年资产减值损失为 5.52 亿元，较上年增加 75.25%），主要依赖政府补贴及投资收益实现最终盈利。中诚信证评关注政府补贴、投资收益的持续性及其对公司盈利水平的影响。
- 债务规模持续上升，短期偿债压力加大。随着业务规模扩大及在建项目投入增加，近年公司债务规模呈逐年上升趋势，截至 2017 年 3 月末，公司总债务增加至 156.47 亿元，其中短期债务 121.88 亿元，短期偿债压力加大。

## 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](http://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。

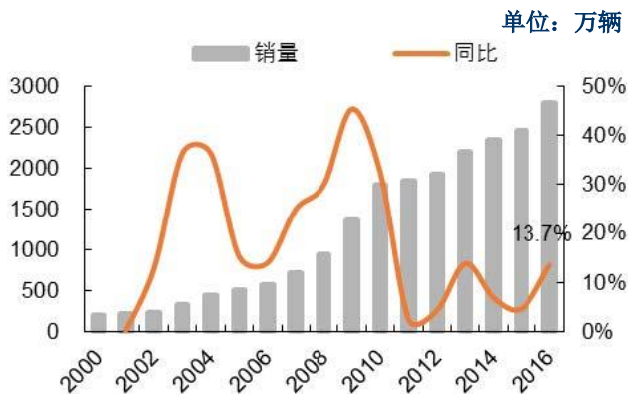
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 行业关注

2016年我国汽车行业在宏观经济政策的驱动下，行业增速加快，但在宏观经济下行及小排量车购置税优惠收窄等背景下，国内汽车行业仍面临一定挑战

作为全球汽车市场份额最大的国家和增长最快的汽车市场，我国在2016年实现了汽车行业的较快增长，主要受益于供给侧改革推进和宏观政策效应不断释放。据中国汽车工业协会统计，2016年我国汽车产销量分别为2,811.9万辆和2,802.8万辆，较上年分别增长14.5%和13.7%，增速较上年分别上升11.2和9.0个百分点；其中整车出口80.98万辆，同比增长7.19%。2017年1~3月，我国汽车产销量分别为713.3万辆和700.2万辆，同比分别增长8.0%和7.0%，汽车产销保持稳定增长。

图 1：2000~2016 年我国汽车销量及增速情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

随着城镇化进程的持续推进及居民生活水平的不断提升，我国汽车行业仍面临广阔的市场前景，预计未来几年我国汽车产量将保持近10%的复合增长，到2018年产量将接近3,500万辆。但我国宏观经济下行压力仍存、进出口贸易环境日趋严峻、小排量车购置税优惠收窄以及新能源汽车补贴继续退坡并设置上限，均对国内汽车行业发展带来了一定的挑战。

### 乘用车

受购置税优惠政策影响，乘用车继续增长。2016年，我国乘用车产销量分别为2,442.1辆和2,437.7万辆，较上年分别增长15.5%和14.9%，增速高于行业总体增速的1.0个百分点和1.2个百分点，

其快速增长对于汽车产销增长贡献度分别达到92.3%和94.1%。

近年来，我国汽车市场的发展已进入更加强调功能性和个性化的多元化需求阶段，轿车和交叉型乘用车的占比不断下降，功能性较强的SUV和MPV等车型保持高速增长。2016年我国轿车销售1,215.0万辆，同比增长3.4%；SUV销售904.7万辆，同比增长44.6%；MPV销售249.7万辆，同比增长18.4%；交叉型乘用车销售68.4万辆，同比下降37.8%。此外，购置税优惠政策对于节能减排、促进1.6升及以下小排量车型消费起到了很大引导作用，但2017年以来小排量车购置税优惠收窄，一定程度上将遏制该类车型持续快速增长。

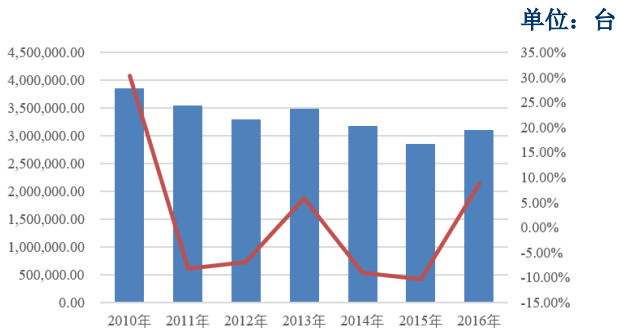
从乘用车整体市场需求来看，目前我国一二线城市的车市升级换购需求仍较大，三四线城市的市场潜力正在逐步释放，同时城镇化进程的持续推进及居民生活水平的不断提升，乘用车市场仍具有广阔的市场前景。

### 商用车

受国家供给侧改革、房地产市场拉动、公路铁路等基础设施建设投入增加以及《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（以下简称“新GB1589”）政策的实施等因素影响，从2014年就处于低迷态势的卡车市场于2016年结束了下滑趋势，卡车市场开始回暖。而客车市场自2011年以来增速持续放缓，且结束了正增长态势，2016年呈现下滑趋势。全年商用车产销量分别为369.8万辆和365.1万辆，同比分别增长了8.0%和5.8%，其中货车产销量分别为315.1万辆和310.8万辆，同比分别增长11.2%和8.8%；客车产销量分别为54.7万辆和54.3万辆，同比分别下降7.4%和8.7%。2017年1~3月，商用车产销累计分别完成102.6万辆和105.4万辆，同比分别增长15.4%和22.9%，其中，货车产销同比分别增长21.4%和30.1%，货车产销量继续较快增长；客车产销同比分别下降22.5%和21.1%，延续下滑趋势。总体来看，2016年以来，卡车市场的回暖带动整体商用车市场的增长，但消费的提前释放以及市场潜力的过度刺激一定程度上将对行业发展带来更大挑战，而未来市场需求将

更多地依赖于因车辆使用寿命到期、排放标准提高背景下面临的车辆替换、淘汰所带来的市场需求，未来行业发展将逐步回归平稳。

图 2：2010~2016 年卡车销量和同比增速



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

得益于国五标准的实施、推动及下游需求的回暖，2016年中重卡市场成为卡车市场的最大亮点，其中重卡销量 73.29 万辆，同比增长 33.08%，增幅远超行业整体水平，市场份额也较上年明显提高。中卡实现销售 22.91 万辆，同比增长 14.92%，主要受到以下因素影响：新一轮 5 年规划项目建设的启动、房地产开发投资增速的回升、环保升级的加速、国家对危化品专用车和渣土车超限超载的治理、新 GB1589 标准的实施等。2016 年，全国微卡总销量 60.61 万辆，同比增长 10.96%，略超行业整体增速。

2016 年轻卡市场销量为 153.98 万辆，同比仍下降 1.2%，成为 2016 年卡车市场中唯一同比下降的车型。与此同时，轻卡市场呈现出明显的分化趋势，其中中高端轻卡的销量平稳增长，而低端轻卡销量持续疲软。其原因一方面由于近两年经济增速放缓拖累消费增速放缓，而消费结构升级导致整个低端运输市场增长乏力；另一方面，由于低速货车与低端轻卡的目标客户之间存在重叠，低速货车的相对低价抢占了部分低端轻卡的市场，导致低端轻卡销量进一步下滑，轻卡总销量表现欠佳。

近年来，福田汽车积极调整产品结构，中高端产品占比不断提升，并积极拓展销售市场，2016 年实现商用车销量 475,103 辆，继续保持国内商用车销量第一，行业龙头地位稳固。

表 1：2016 年商用车分企业销售情况

企业名称	排名	2016 年(辆)	同比增长
北汽福田汽车股份有限公司	1	475,103	0.44%
东风汽车公司	2	439,442	10.21%
安徽江淮汽车集团股份有限公司	3	260,805	12.54%
上汽通用五菱汽车股份有限公司	4	251,981	3.95%
江铃控股有限公司	5	236,266	1.68%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 新能源汽车

2014 年以来，国家新能源汽车的相关政策密集出台，财政部、工业和信息化部、交通运输部等多个国家部委均推出相关新能源汽车政策，以加强对新能源汽车的补贴。在中央推广政策的基础上，上海、北京及江苏等国内主要省市亦发布地方性新能源汽车补贴政策，并直接地刺激了新能源汽车的销量增长。2016 年我国新能源汽车生产 51.7 万辆，销售 50.7 万辆，较上年同期分别增长 51.7% 和 53.0%。其中纯电动汽车产销分别完成 41.7 万辆和 40.9 万辆，较上年同期分别增长 63.9% 和 65.1%；插电式混合动力汽车产销分别完成 9.9 万辆和 9.8 万辆，较上年同期分别增长 15.7% 和 17.1%。由于新能源汽车补贴继续退坡并设置上限，2017 年一季度新能源汽车产销量同比下滑。2017 年 1~3 月，我国新能源汽车产量为 5.8 万辆，销量为 5.6 万辆，同比分别下降 7.7% 和 4.7%。其中纯电动汽车产销分别完成 4.8 万辆和 4.4 万辆，同比分别增长 2.9% 和 4.4%；插电式混合动力汽车产销分别完成 1.0 万辆和 1.2 万辆，同比分别下降 37.5% 和 28.4%。

随着产业规模的不断扩大和新能源客车需求的快速增加，个别企业受利益驱动，违反相关法律法规骗取和违规谋取财政补贴，扰乱了市场秩序，对新能源汽车的推广应用造成了不利影响。针对这些情况，2017 年新能源汽车补贴标准将依据多方因素逐步下调，2017~2018 年补贴标准将在 2016 年基础上下降 20%，2019~2020 年补贴标准在 2016 年基础上下降 40%，而燃料电池汽车的补贴将从 2015 年的 18 万元/辆提升至 20 万元/辆。此外，2016 年 9 月，工信部制定发布了《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法》（征求意见稿），拟在

2018年通过新能源汽车“车企积分”制；2017年1月，工信部又公布了《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》，明确了新能源汽车的定义和范围，进一步完善了生产企业和产品的准入条件，并建立运行安全状态监测制度，完善了监督检查措施，为我国新能源汽车健康快速发展奠定基础。

## 业务运营

目前公司主要从事轻型卡车、中型卡车、重型卡车、轻型客车、大中型客车、乘用车以及配件、冲压件及发动机等核心零部件的产销业务。

**2016年以来公司商用车销量仍保持行业首位，行业龙头地位稳固；同时持续推动产品结构升级，并积极拓展销售渠道，2016年中客及乘用车销量大幅增长，推动全年收入规模上升**

2016年公司积极拓展客车类及乘用类市场，全年大中客、轻客（含多功能及运动型多用途乘用车）等产品产销量实现大幅增长，并带动了整体汽车产销量的提升。当年公司汽车产销量分别为537,006辆和531,109辆，同比分别增长10.28%和8.39%；实现营业收入465.32亿元，同比增长36.87%。2016年公司位列国内商用车销量第一，并获得2016年商用车领域“中国品牌年度大奖”。2017年1~3月，公司汽车销量为151,601辆，同比增长31.31%，继续保持商用车制造行业销量第一；实现营业收入109.73亿元，同比增长31.92%。但在我国宏观经济下行、小排量车购置税优惠收窄以及新能源汽车补贴标准下调的背景下，公司未来的业务发展仍面临一定挑战。

目前公司拥有多个整车制造基地，主要位于北京、山东、湖南及广东等，其中北京宝沃汽车厂于2016年3月投产主要生产宝沃汽车；诸城汽车厂、诸城奥铃汽车厂及山东多功能汽车厂主要生产奥铃、风景和图雅诺等车型；长沙汽车厂主要生产轻型卡车；北京及广东的欧辉客车事业部主要生产欧辉客车等；雷萨重型机械公司宣化工厂主要生产雷萨等重型机械。近年公司加大在乘用车和新能源汽车领域的资金投入，诸城汽车厂、山东多功能汽车厂等工厂扩产幅度较大，产能规模有所扩大。

表 2：2016 年公司主要工厂产能利用情况

主要工厂名称	产能 (万辆)	产能较上年 增减 (%)	产能利用率 (%)
北京宝沃汽车有限公司	13.5	-	77.38
诸城汽车厂	14	133.33	23.71
诸城奥铃汽车厂	22	-10.00	96.91
山东多功能汽车厂	12	60.00	30.08
长沙汽车厂	4	0.00	67.25
佛山汽车厂	3	0.00	17.33
欧辉客车事业部北京工厂	0.4	0.00	102.50
欧辉客车事业部广东工厂	0.4	-	115.00
雷萨重型机械公司宣化工厂	0.9	12.50	21.11
欧辉环境装备事业部	0.35	-	51.43

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年，公司产品结构继续升级，产品结构逐步由低端向中高端转变，当年中高端产品比重达64%。同时，公司加大产品研发力度，2016年获取多项行业奖项，具体包括福田汽车被国家知识产权局授予“第十八届中国外观设计优秀奖”；福田欧辉获得“年度新能源汽车”奖项；福田汽车欧辉品牌获得交通运输部授予“中国运输领袖品牌”称号，欧辉五款车型 BJ6122U8BKB-1、BJ6116BVUA、BJ6590S2CDA、BJ6905CHFVCA、BJ6188EVUA-1 分获最佳公路客车奖、最佳新能源客车奖、最佳校车奖、最佳城乡客车奖、最佳商务车奖；福田图雅诺获得了2017中国商用车年度车型评选技术促进奖等。

未来，公司将继续以汽车产业为核心，持续推行“商用车低端向高端转型、商用类向乘用类转型、国内向海外转型、制造业向服务业转型、黄金价值链延伸”的发展战略。近年来，公司为达到产品结构转型目标，进行了一系列项目投资，主要集中于汽车及核心零部件制造基地建设项目及技术改造项目，主要包括密云多功能厂建设项目、怀柔重型机械项目、福田铸造中心项目及宣化福田雷萨泵送机械厂扩能技改项目等。截至2016年末，公司主要在建项目拟投资金额115.43亿元，累计投入金额101.45亿元，尚有约14亿元的投资缺口，未来资本支出压力相对较小。

表 3：截至 2016 年末公司主要在建项目

单位：亿元

项目	规划投入	当年投入	累计投入	工程进度
密云多功能厂建设项目	29.60	8.60	27.82	94%
奥铃发动机项目	12.00	1.60	10.20	85%
佛山汽车厂建设项目	9.91	2.88	4.96	50%
诸城中高端卡车项目	7.86	3.69	6.29	80%
潍坊多功能汽车厂建设项目	12.21	3.08	11.60	95%
福田铸造中心项目	15.07	0.15	12.81	85%
研发能力提升技术改造项目	1.57	0.38	1.02	65%
奥铃发动机技改项目	0.50	0.18	0.49	99%
怀柔重型机械项目	21.35	-	20.92	98%
欧曼工厂冲压能力升级改造	1.56	0.11	1.54	99%
宜化福田雷萨泵送机械厂扩能技改项目	3.80	0.01	3.80	100%
<b>合计</b>	<b>115.43</b>	<b>20.68</b>	<b>101.45</b>	<b>-</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司车型以轻型卡车为主，受经济增速放缓及低速货车市场被分流影响，2016年公司轻卡产量为356,727辆，基本较上年持平；销量为351,313辆，较上年同期下滑1.01%，但依然保持全国销量第一，市场占有率为16.4%，行业龙头地位稳固。当年公司轻卡实现收入174.12亿元，同比下滑3.19%；2017年以来，公司加快推出新产品，并积极拓展销售渠道，1~3月实现销量94,338辆，同比增长12.7%。

中重型卡车（含重型机械）方面，2016年以来，受国五标准及货车限载政策的实施、房地产市场拉动以及基建投资增加等因素影响，中重型卡车市场开始回暖，2016年公司中重型卡车产销量分别为84,064辆和84,028辆，同比分别增长6.08%和3.67%。但公司中重型卡车（含重型机械）2016年市场占有率为8.7%，较上年减少2.1个百分点，主要是因为受新GB1589政策影响，双桥市场需求量大增，车桥供不应求，公司该板块业务订单未能及时消化；当年中重卡业务实现收入16.80亿元，同比增长7.04%。2017年以来，公司上年订单集中释放，加之受环保政策趋严及国家大型基建项目开展等因素影响，1~3月，中重型卡车销量为29,530辆，较上年同期增长58.4%。

大中型客车方面，近年公司新能源汽车的研发

与投放力度较大，并加大了城市客车及公路客车市场拓展力度，同时积极响应国家节能减排政策，当年新能源客车销量大幅增加，推动大中型客车整体产销量的上升。当年公司大中客业务实现产销量分别为8,926辆和9,127辆，同比分别增长15.97%和20.81%，市场占有率为4.8%，较上年增加0.2个百分点，竞争力有所提升；其中新能源客车（包括纯电动和插电混合动力客车）产销量分别为6,496辆和6,531辆，同比分别增长91.51%和62.95%，取得新能源补贴39.29亿元；当年大中客业务实现销售收入109.75亿元，同比增长91.30%。2017年以来，大中客行情低迷，1~3月公司大中型客车实现销量1,217辆，同比下滑14.8%，行业同比下滑36.1%，降幅低于行业。

轻客（含多功能及运动型多用途乘用车）方面，2016年公司相继推出福田图雅诺S自动挡、风景G9、图雅诺EV等新车型，其中图雅诺在“中国商用车年度车型评选”活动中获得了2017中国商用车年度车型评选技术促进奖；同时，根据公司将车型由商用类向乘用车类转变的发展战略，公司在既有商用车业务基础上，充分利用现有资源，大力推进乘用车的研发和销售，并在购置税优惠政策的推动下，当年乘用车产销量均有大幅提升。2016年，公司轻客产销量分别为82,181辆和81,478辆，较上年分别提升128.45%和124.67%，其中轻型客车实现销量30,635辆，同比增长3.7%，市场占有率为8.7%，较上年增加1.8个百分点。当年公司轻客业务实现收入71.18亿元，同比增长206.19%。

交叉型乘用车方面，2016年公司重点发展多功能乘用车及运动型多用途乘用车，对交叉型乘用车的投入减少，当年交叉型乘用车产销量分别为5,108辆和5,163辆，较上年分别减少54.70%和49.98%；但得益于产品结构逐步向中高端方向调整的发展战略，价格相对较高的中高端产品销量占比提升，当年公司交叉型乘用车业务实现收入16.61亿元，同比增长506.35%。

原材料供应方面，2016年公司向前五大供应商采购额合计为101.02亿元，占全年采购总额的25.14%；其中前五大供应商采购额中关联方采购额为94.26亿元，占全年采购额的23.46%。公司关联采



购占比较大，且以略低于市场价格结算，为公司整车业务开展提供了有利支持。

## 2016年汽车行业销量增速加快，公司核心零部件市场需求增加，加之产品价格上涨，该板块业务收入实现增长；同时公司继续与国外知名企业合作，进一步提升核心竞争力

公司还从事配件、冲压件和发动机等汽车核心零部件的产销业务，除部分自供外，其余均对外销售。2016年公司上述产品销售收入均有不同程度的增加，推动核心零部件业务的增长，当年该业务实现收入52.86亿元，同比增长23.61%；其中配件收入为13.03亿元，同比增长20.12%；冲压件收入6.08亿元，同比增长20.27%，主要原因是原材料价格上涨而推动产品价格上涨。随着国家对环保问题的日益关注，汽车排放标准升级，公司发动机产品技术优势不断显现，其销量快速增长，2016年发动机业务收入为33.75亿元，同比增长25.65%。

采购方面，公司所需原材料及配套件主要从外部采购，其中最主要原材料是钢材。2016年我国钢材价格先后经历了持续下跌到大幅上涨；2017年近期，钢材价格持续波动，公司成本控制压力加大。

此外，公司继续与国外知名企业戴姆勒、康明斯保持战略合作关系，稳步推进福田汽车重卡和发动机的平台建设，进一步提升核心竞争力。公司下属合营企业北京福田戴姆勒汽车有限公司（以下简称“福田戴姆勒”，持股比例为50%，主要业务为制造中重卡及发动机）旗下的欧曼一工厂及二工厂年产能均为6万辆，2016年产能利用率分别为44.33%和83.33%，其中欧曼一工厂的产能利用率较上年下降1.14个百分点，欧曼二工厂的产能利用率则较上年增加17.21个百分点，主要系受重卡市场回暖影响；当年福田戴姆勒实现营业收入197.43亿元，亏损1.63亿元。公司下属合营企业北京福田康明斯发动机有限公司（以下简称“福田康明斯”，持股比例为50%，主要业务为发动机制造及销售）发动机产品已达到欧V标准，并可升级欧VI。2016年福田康明斯发动机销量为20.6万台，同比增长20%；实现营业收入78.68亿元，取得净利润6.55亿元，对公司全年投资收益贡献较大。

## 财务分析

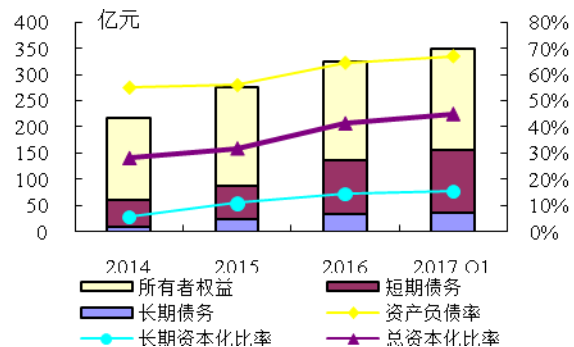
以下财务分析基于公司提供的致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年度审计报告及未经审计的2017年第一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

### 资本结构

随着业务规模的扩大，近年公司资产及负债规模大幅增长，截至2016年末，公司资产总额539.13亿元，同比增长26.10%；负债合计348.46亿元，同比增长45.19%。2016年7月，公司以资本公积转增股本，新增无限售条件流通股份3,335,065,645股，股本由3,335,065,645股增至6,670,131,290股，当年末公司所有者权益合计190.67亿元，同比增长1.68%，自有资本实力保持小幅增长。截至2017年3月末，公司资产总额581.91亿元，负债合计390.43亿元，所有者权益合计191.48亿元。

财务杠杆方面，近年公司负债规模逐年增加，2016年末，资产负债率为64.63%，较上年增加8.49个百分点；总资本化比率为41.40%，较上年增加9.46个百分点。2017年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为67.09%和44.97%，财务杠杆水平呈上升趋势。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，2016年末公司资产以非流动资产为主，非流动资产总额为288.03亿元，占资产总额的53.42%，主要包括长期应收款21.50亿元、长期股权投资24.65亿元、固定资产122.90亿元、在建工程16.57亿元、无形资产63.25亿元、开发支出21.96亿元和递延所得税资产13.01亿元，分别占非

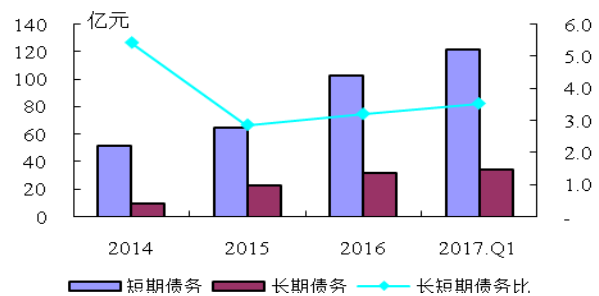
流动资产的 7.46%、8.56%、42.67%、5.75%、21.96%、7.62% 和 4.52%，其中长期应收款系应收的融资租赁款，截至 2016 年末坏账准备余额为 3.12 亿元，在当前宏观经济下行的背景下，中诚信证评关注其回收风险及对资产质量产生的负面影响；长期股权投资对象主要为合营企业福田康明斯和北京福田戴姆勒汽车有限公司，当年取得投资收益 2.67 亿元，投资回报情况较好；固定资产较上年增加 20.61%，主要原因是部分在建工程项目结转固定资产；在建工程主要为密云多功能厂建设项目、奥铃发动机项目和诸城中高端卡车项目等，截至 2016 年末大部分在建工程项目投资进度均已达 80% 以上，未来资本支出压力相对较小。公司流动资产合计 251.10 亿元，占资产总额的 46.58%，主要为货币资金 40.80 亿元、应收账款 126.01 亿元和存货 32.56 亿元、一年内到期的非流动资产 18.49 亿元和其他流动资产 16.65 亿元，分别占流动资产的 16.25%、50.18%、12.97%、7.36% 和 6.63%，其中货币资金主要为银行存款、库存现金和银行承兑汇票保证金等，其中 10.83 亿元为银行承兑汇票保证金、按揭保证金和保函保证金等，该部分资金流动性受限；应收账款较上年增长 141.25%，主要是因为汽车销量及新能源补贴增加，相关款项回收风险可控，但鉴于当前补贴政策审查及拨付变现周期较长，流动性不足；存货主要包括原材料 6.34 亿元、库存商品 13.11 亿元和发出商品 10.01 亿元等，截至 2016 年末跌价准备余额为 2.78 亿元，在经济增速放缓及消费结构快速升级的背景下，中诚信证评关注公司存货跌价风险；一年内到期的非流动资产系 1 年内到期的长期应收款；其他流动资产主要为待抵扣进项税额、待认证进项税额、增值税留抵税额和委托贷款等，较上年增长 57.55%，主要系待认证进项税额和委托贷款增加。总体来看，公司资产流动性较弱。

从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2016 年末流动负债合计 307.49 亿元，占负债总额的 88.24%，主要包括短期借款 33.87 亿元、应付票据 56.55 亿元、应付账款 127.32 亿元、预收账款 29.40 亿元、其他应付款 37.29 亿元和一年内到期的非流动负债 12.20 亿元，分别占流动负债的 11.01%、18.39%、41.40%、9.56%、12.13% 和 3.97%。随着

业务规模扩张，公司日常运营对流动资金需求增加，短期借款同比增加 155.16%，应付账款较上年增加 56.08%；其他应付款主要为押金及工程设备款、商务政策及促销款、保证金和预提费用等；随着长期借款的逐步到期，一年内到期的非流动负债同比增加 99.02%。公司非流动负债合计 40.97 亿元，占负债总额的 11.76%，主要包括长期借款 22.09 亿元、应付债券 9.98 亿元和递延收益 7.05 亿元，其中长期借款同比增加 72.17%，主要原因是业务规模扩大导致运营资金需求增加及项目投资增加；应付债券系应付 2015 年 3 月发行的公司债券，债券期限为 5 年；递延收益系政府补助，较上年减少 18.18%，主要系代收代付的拨付项目协作单位补助资金减少。

从债务期限结构看，近年来，随着业务规模的扩张，公司债务规模不断扩大，并以短期债务为主。2016 年和 2017 年 3 月末，公司总债务分别为 134.68 亿元和 156.47 亿元，其中短期债务分别为 102.62 亿元和 121.88 亿元，长短期债务比分别为 3.20 倍和 3.52 倍，债务期限结构有待优化。

图 4：2014-2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司自有资本实力保持小幅增长，但债务规模增长较快，财务杠杆水平呈上升趋势，加之债务以短期债务为主，整体财务结构稳健性有待改善。

## 盈利能力

2016 年公司调整产品结构，并积极拓展销售渠道，大中客及乘用车销量大幅增长，推动全年收入规模上升。2016 年和 2017 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 465.32 亿元和 109.73 亿元，同比分别增长 36.87% 和 31.92%。

营业毛利率方面，近年来，公司产品结构逐步

由低端向中高端转变，同时附加值相对较高的乘用车业务占比快速提升，初始获利能力逐年增强。2016年和2017年1~3月公司营业毛利率分别为13.64%和13.97%，分别较上年增加1.16个百分点和1.74个百分点。

表4：2016年公司主营业务分产品收入及毛利率情况

单位：亿元

产品	营业收入	同比增长	毛利率	毛利率较上年增减
轻卡	174.12	-3.19%	13.47%	增加0.78个百分点
中重卡	9.51	-39.43%	13.96%	增加7.32个百分点
轻型客车	28.32	21.82%	12.56%	减少0.65个百分点
大中客	109.75	91.30%	11.89%	减少0.77个百分点
多功能及运动型多用途乘用车	42.86	-	20.85%	增加20.85个百分点
交叉型乘用车	16.61	506.35%	6.23%	增加20.91个百分点

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年公司产品转型升级，不断加大新车型的研发与投入，并大力拓展产品销售市场，使得销售费用及管理费用逐年增加。2016年和2017年1~3月，公司期间费用合计分别为60.59亿元和16.33亿元，三费收入占比分别为13.02%和14.89%，期间费用控制能力弱。

表5：2014~2017.Q1公司三费占比情况

单位：亿元

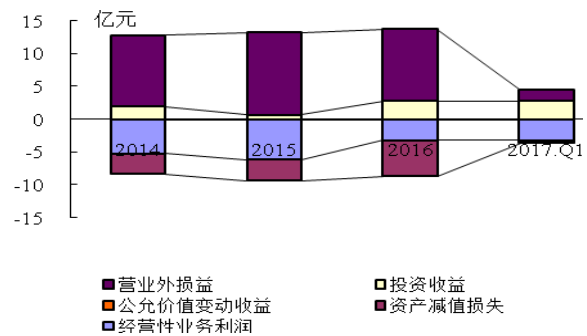
项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	17.60	20.28	28.42	7.87
管理费用	23.66	25.62	32.56	7.98
财务费用	1.84	0.12	-0.38	0.48
三费合计	43.11	46.02	60.59	16.33
三费收入占比	12.79%	13.54%	13.02%	14.89%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润、投资收益和营业外损益。因大规模研发投入以及市场营销支出，公司期间费用规模高企，吞噬了全部经营所得，并导致经营性业务亏损，2016年经营性业务亏损3.13亿元。同时，公司坏账损失、存货跌价损失及固定资产减值损失不断加大，当年资产减值损失5.52亿元，但得益于大规模营业外损益（11.00亿元，主要系政府补助）以及

投资收益（2.83亿元，主要系对合营企业的长期股权投资收益）的流入，最终实现扭亏为盈。2016年公司实现利润总额5.18亿元，同比增长28.99%，最终取得净利润5.12亿元，净资产收益率为2.71%。2017年第一季度，公司经营性业务亏损3.12亿元，取得净利润0.72亿元。近年公司盈利对政府补助的依赖较强，且持续发生大规模资产减值损失，中诚信证评关注其未来盈利表现。

图5：2014~2017.Q1公司利润总额构成



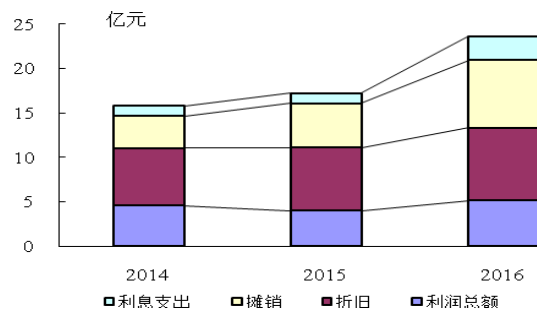
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016年公司收入规模保持增长趋势，但大规模的研发投入及营销支出，导致期间费用高企，经营性业务持续亏损，最终实现扭亏依赖于政府补贴及投资收益，中诚信证评关注其补贴收入、投资收益的持续性以及对盈利能力的影响。

### 偿债能力

从EBITDA构成来看，折旧、摊销、利息支出和利润总额系公司EBITDA的主要来源。随着业务规模的增长，2016年公司EBITDA为23.68亿元，同比增长37.31%。从偿债能力指标来看，2016年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为5.69倍和6.47倍，EBITDA对债务本息能够提供一定保障。

图6：2014~2016年公司EBITDA构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016年公司经营活动净现金流为

11.92 亿元，较上年增加 7.02 亿元，主要系收到的税费返还大幅增加所致。当年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.09 倍和 3.26 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力有所提升。2017 年第一季度，公司经营活动净现金流为-16.78 亿元。

表 6：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产（亿元）	346.97	427.53	539.13	581.91
总债务（亿元）	61.22	87.99	134.68	156.47
资产负债率（%）	55.19	56.14	64.63	67.09
总资本化比率（%）	28.25	31.94	41.40	44.97
经营活动净现金流（亿元）	11.02	4.90	11.92	-16.78
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.06	0.09	-0.43
经营活动净现金/利息支出（X）	3.87	1.95	3.26	-
EBITDA（亿元）	15.82	17.25	23.68	-
总债务/EBITDA（X）	3.87	5.10	5.69	-
EBITDA利息倍数（X）	5.55	6.87	6.47	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构具有良好合作关系，截至 2017 年 3 月末，共获得银行授信额度 453.06 亿元，未使用授信余额为 273.17 亿元。此外，公司还可通过发行公司债券、短期融资券和定向增发等多种渠道筹集资金。整体来看，公司融资渠道较为顺畅。

或有事项方面，截至 2016 年末，公司未清担保余额为 14.1 亿元，与当期所有者权益的比重为 7.4%，担保对象均系下属子公司，担保风险相对可控。

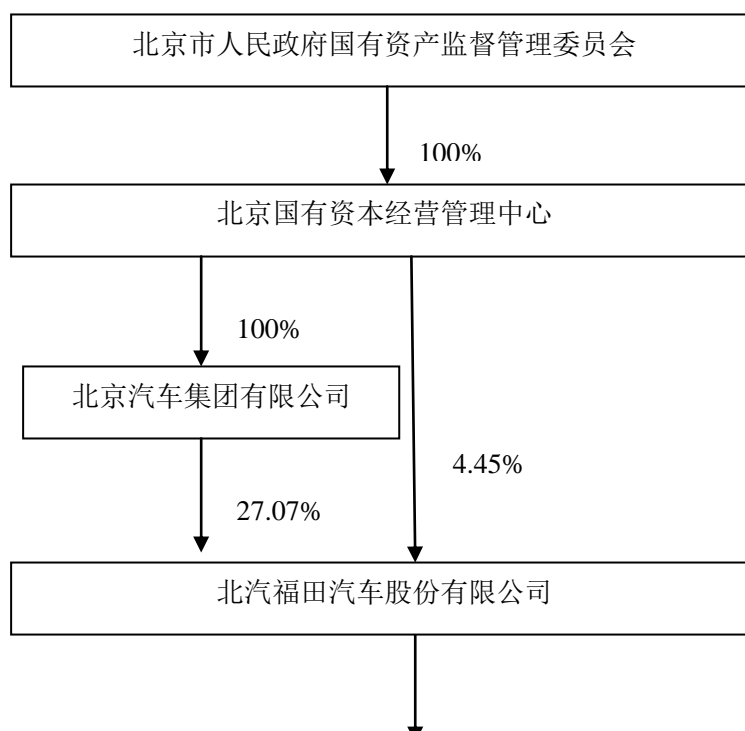
截至 2016 年末，公司主要受限资产合计 30.08 亿元，占资产总额的 5.58%，包括银行承兑汇票保证金（600 万元），子公司河北北汽福田汽车部件有限公司为取得银行借款而抵押的固定资产（6.69 亿元），公司承兑保证金存款、按揭保证金存款、保函保证金存款、存出保证金存款等存款（10.83 亿元），子公司北京福田国际贸易有限公司为取得银行借款而质押的应收账款（2.59 亿元）和子公司北京中车信融汽车租赁有限公司为取得银行借款而质押的长期应收款（9.91 亿元）。

总体来看，公司作为国内商用车制造行业的龙头企业，具备很强的综合实力，收入规模保持增长。但公司债务规模增长较快，财务杠杆比率呈上升趋势，债务期限结构以短期债务为主，财务结构稳健性有待改善。

## 结 论

综上，中诚信证评维持北汽福田汽车股份有限公司主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定，维持“北汽福田汽车股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：北汽福田汽车股份有限公司股权结构图（截至 2016 年末）



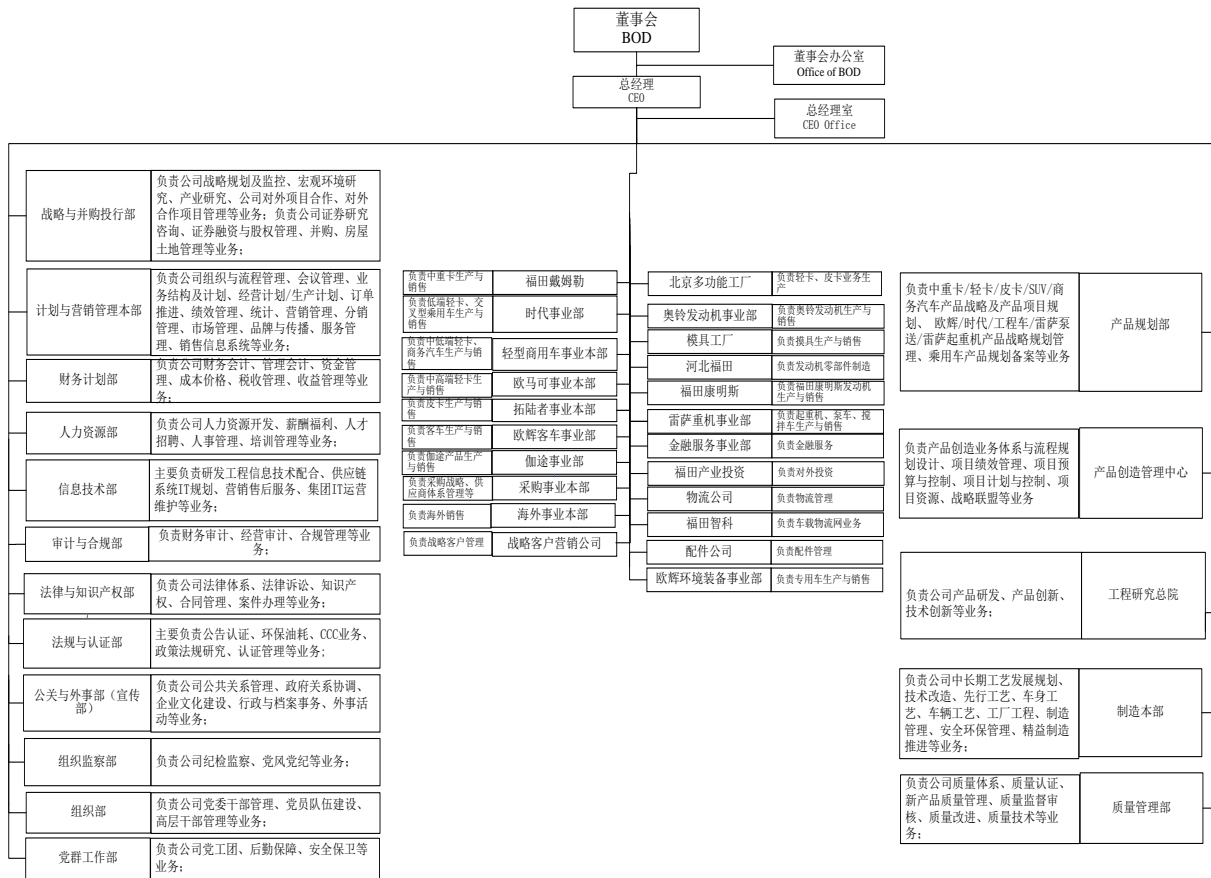
序号	主要子公司名称	持股比例 (%)		业务性质
		直接	间接	
1	长沙福田汽车科技有限公司	100	-	汽车研发销售
2	北京福田国际贸易有限公司	100	-	汽车出口销售
3	山东潍坊福田模具有限责任公司	100	-	汽车模具加工销售
4	佛山福田汽车科技有限公司	100	-	汽车销售
5	Foton Motor Co.,Ltd	100	-	汽车销售
6	日本福田自动车株式会社	100	-	汽车研发
7	诸城福田汽车科技开发有限公司	100	-	汽车研发、销售
8	BW Group AG	100	-	电池、电子控制系统等的研发
9	Foton Motors Marketing & Sales India Pvt.Ltd	100	-	进口、出口及技术咨询
10	Borgward Automotive India Private Limited	100	-	车辆及零部件研发、制造、销售，相关技术服务
11	北京银达信融资担保有限责任公司	100	-	融资性担保业务
12	北京中车信融融资租赁有限公司	100	-	汽车租赁
13	Foton Motor Australia LTD	100	-	进出口及技术咨询
14	FotonPemasaran Dan PenjualanIndonesia.Pt	100	-	进出口及技术咨询
15	Foton Motor Kenya.Ltd	100	-	进口、出口及技术咨询
16	潍坊福田汽车科技有限公司	100	-	汽车研发、销售
17	北京福田雷萨重型机械销售有限公司	100	-	销售机械设备、货物进出口、技术开发服务
18	河北北汽福田汽车部件有限公司	51	-	汽车零部件及配件的制造销售及进出口、铸造技术咨询、转让、推广培训
19	北汽福田（香港）有限公司	100	-	整车及关键零部件的国际贸易、投资、技术与服务贸易、培训及咨询
20	Foton Automobile (thailand) Co.Ltd	80	20	车辆及零部件研发、制造、销售，相关技术服务
21	山东福田模具销售有限公司	-	100	模具、检具、冲压件销售及相关技术开发、咨询；货物进出口

22	宁夏福田欧辉汽车销售有限公司	-	100	汽车销售；机械设备及配件、电器设备、汽车、零售；货物及技术进出口
23	北京知融知识产权咨询有限公司	-	100	经济贸易咨询；技术开发、转让、咨询、服务及推广；投资咨询等
24	青岛福田青特欧辉客车销售有限责任公司	-	70	销售客车
25	潍坊福田汽车科技有限公司	-	100	汽车研发、销售
26	宝沃汽车（中国）有限公司	-	100	汽车产品研发；技术开发、转让、咨询及支持；汽车及零部件销售；技术、货物进出口
27	Foton Germany Construction Machines GmbH Construction achines	-	100	各种车辆的研发，尤其是工程机械及相关产品的研发和销售
28	BW AG	-	100	开发、制造机销售汽车、水上交通工具及飞机；开发营销及实现现代交通概念及相关咨询服务
29	BW Trademark Holdings GmbH	-	100	商标、专利、无形资产管理，技术投资或转让、技术咨询及商品进出口
30	BW Automotive AG	-	100	开发、制造机销售汽车、水上交通工具及飞机；开发营销及实现现代交通概念及相关咨询服务
31	北京宝沃汽车有限公司	100	-	制造汽车；生产发动机；销售汽车、汽车零部件；技术开发、转让、服务及咨询；货物进出口；技术进出口
32	北京福田商业保理有限公司	100	-	为企业提供贸易融资；应收账款管理；销售分户（分类）账管理；客户资信调查与评估；信用风险担保服务

资料来源：公司定期报告

附二：北汽福田汽车股份有限公司组织结构图（截至 2016 年末）

福田汽车组织架构图



资料来源：公司提供

**附三：北汽福田汽车股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	219,097.00	455,784.38	407,994.29	365,944.67
应收账款净额	387,405.84	522,320.45	1,260,091.35	1,256,706.52
存货净额	205,110.32	205,938.64	325,600.83	515,559.96
流动资产	1,127,162.19	1,664,962.92	2,511,047.77	2,909,687.27
长期投资	241,507.56	263,450.24	278,411.69	292,858.53
固定资产合计	1,197,847.17	1,281,399.65	1,394,690.13	1,414,903.28
总资产	3,469,747.04	4,275,296.13	5,391,346.49	5,819,084.16
短期债务	516,886.19	651,873.49	1,026,172.73	1,218,774.27
长期债务	95,346.97	227,997.20	320,662.72	345,935.44
总债务（短期债务+长期债务）	612,233.16	879,870.70	1,346,835.46	1,564,709.71
总负债	1,915,036.15	2,400,124.40	3,484,673.90	3,904,260.57
所有者权益（含少数股东权益）	1,554,710.89	1,875,171.74	1,906,672.59	1,914,823.59
营业总收入	3,369,128.36	3,399,749.24	4,653,206.95	1,097,256.56
三费前利润	378,680.85	399,258.82	574,622.02	132,096.72
投资收益	19,753.79	7,380.84	28,318.32	27,857.66
净利润	45,863.34	35,653.14	51,212.79	7,163.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	158,172.04	172,475.62	236,822.86	-
经营活动产生现金净流量	110,234.88	49,004.44	119,178.33	-167,803.87
投资活动产生现金净流量	-229,211.78	-169,280.00	-468,084.93	-72,787.37
筹资活动产生现金净流量	71,594.80	275,898.21	303,096.66	201,450.65
现金及现金等价物净增加额	-50,437.99	162,348.66	-38,973.10	-38,407.83
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	11.91	12.48	13.64	13.97
所有者权益收益率（%）	2.95	1.90	2.69	1.50*
EBITDA/营业总收入（%）	4.69	5.07	5.09	-
速动比率（X）	0.55	0.70	0.71	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.06	0.09	-0.43*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.21	0.08	0.12	-0.55*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.87	1.95	3.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.55	6.87	6.47	-
总债务/EBITDA（X）	3.87	5.10	5.69	-
资产负债率（%）	55.19	56.14	64.63	67.09
总资本化比率（%）	28.25	31.94	41.40	44.97
长期资本化比率（%）	5.78	10.84	14.40	15.30

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；带“\*”有指标经过年化处理；  
2、本报告财务数据和指标如无特殊说明，均采用合并报表口径。



**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 + 其他流动负债中有息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付融资租赁款

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

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

### 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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。