



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪795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，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  
二零一九年六月二十五日

# 北汽福田汽车股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	北汽福田汽车股份有限公司		
债券简称	14 福田债		
债券代码	122361.SH		
发行规模	人民币 10 亿元		
债券存续期	2015/3/31~2020/3/31		
上次评级时间	2018/6/13		
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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	190.67	190.43	152.16	152.74
总资产（亿元）	539.13	624.19	589.10	529.73
总债务（亿元）	140.48	214.09	217.87	182.30
营业总收入（亿元）	465.32	517.10	410.54	141.44
营业毛利率（%）	13.64	13.00	13.35	13.30
EBITDA（亿元）	22.73	24.51	-6.53	-
所有者权益收益率（%）	2.69	0.15	-23.91	1.71
资产负债率（%）	64.63	69.49	74.17	71.17
总债务/EBITDA（X）	6.18	8.74	-33.39	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.40	4.65	-0.71	-

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、将“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”计入短期债务，将“长期应付款”中的“应付融资租赁款”计入长期债务；  
3、2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

## 分析师

王 维 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)  
梁绍宁 [shnliang@ccxr.com.cn](mailto:shnliang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019 年 6 月 25 日

## 基本观点

2018 年，受汽车行业景气度下降以及乘用车业务亏损拖累影响，北汽福田汽车股份有限公司（以下简称“福田汽车”或“公司”）收入下降，并大幅亏损。为重新聚焦商用车核心业务，增强盈利能力，公司于 2018 年 11 月挂牌出售子公司北京宝沃汽车有限公司（以下简称“宝沃汽车”）67% 股权并于 2019 年 1 月完成股权交割。2019 年一季度公司销量同比增长，且期间费用支出大幅减少，整体盈利能力有所改善。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到北汽福田受 2018 年净利润大幅亏损影响，自有资本实力下滑；在建项目较多，存在资本支出压力及产能消化压力；期间费用高企；总债务规模较大；资产减值损失规模较大以及对宝沃汽车股东借款规模较大等负面因素可能对其经营及整体信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持北汽福田汽车股份有限公司信用级别为 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”信用级别为 AA<sup>+</sup>。

## 正 面

- 剥离乘用车业务，重新聚焦商用车核心业务。为重新聚焦商用车核心业务，提升盈利能力，公司于 2018 年 11 月挂牌出售宝沃汽车 67% 股权并于 2019 年 1 月完成股权交割，出售该部分亏损业务后，后续公司盈利能力或将有所改善。
- 2019 年一季度整体经营状况有所好转。得益于传统轻卡业务销量同比增加 16.02% 及北京公交新能源订单交付，2019 年一季度公司整车销量为 13.11 万辆，同比增加 11.80%，带动当期销售收入同比增加 50.27% 至 141.44 亿元。此外，得益于宝沃汽车股权的出售并偿还部分有息债务以及收入规模的提升，当期公司期间费用占营业总收入的比重由 2018 年的 21.77% 降至 2019 年一季度的 13.39%，期间费用控制能

力有所加强。

- 银行授信保持稳定，备用流动性较好。截至 2019 年 3 月末，公司取得授信额度 303.90 亿元，其中未使用额度为 127.60 亿元，备用流动性较好。

## 关 注

- 2018 年公司净利润亏损 36.39 亿元，自有资本实力下降。受汽车市场整体下行、新能源补贴退坡以及公司商用车竞争力有所下滑、乘用车业务销量不及预期、期间费用高企和减值损失规模较大等因素影响，2018 年公司实现营业收入 410.54 亿元，同比下滑 20.61%，经营性业务亏损 40.06 亿元，导致净利润-36.39 亿元，同比下滑 12,678.70%。受此影响，公司当期所有者权益（含少数股东权益）同比下滑 20.10% 至 152.16 亿元，自有资本实力下降。
- 在建工程项目较多，存在资本支出压力和产能消化压力。截至 2018 年末，公司主要在建项目总预算数为 130.7 亿元，累计投入金额为 98.6 亿元，尚需 32.1 亿元的后期投入；目前公司部分生产线产能利用率较低，在建产能投产后存在产能消化压力。
- 期间费用高企，侵蚀营业所得。受广告费、研发费用及利息支出增加较多影响，2018 年公司期间费用合计 89.38 亿元，同比增加 20.77%，占营业总收入的比重为 21.77%，期间费用占比过高侵蚀营业所得。处置宝沃汽车股权后，公司费用控制能力有所增强，但公司在建、在研项目仍需后期投入，后续仍需关注其期间费用的控制能力。
- 总债务规模较大，EBITDA 与经营活动净现金对债务本息的保障能力不足。2018 年末公司总债务规模为 217.87 亿元，总资本化比率为 58.88%；受公司整车销量下滑、营业收入下降影响，2018 年 EBITDA 和经营活动净现金分别为-6.53 亿元和-4.68 亿元，对债务本息的保障能力不足。

- 资产减值损失规模较大。2018 年公司资产减值损失为 7.39 亿，同比增加 184.34%，由于对部分经营恶化、偿债能力下滑的客户计提坏账损失以及库存乘用车计提减值准备，使得公司 2018 年资产减值损失规模较大，在汽车行业整体低迷的背景下，需对公司应收账款及存货管理水平保持关注。
- 对宝沃汽车的股东借款数额较大。公司对宝沃汽车的担保借款合计 46.70 亿元，占公司 2018 年末净资产的 30.69%，鉴于宝沃汽车后续经营业绩存在不确定性，需关注上述借款对公司资金流动性的影响及其回收状况。

## 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、本次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。

## 重大事项

2018年8月23日公司董事会、2018年9月11日公司第二次临时股东大会审议并同意福田汽车以北京中车信融融资租赁有限公司（以下简称“中车信融”）、北京福田商业保理有限公司（以下简称“福田商保”）两家公司100%股权出资，与北京汽车集团产业投资有限公司（以下简称“北汽产投”）共同设立北京安鹏中融投资发展有限公司（以下简称“安鹏中融”）<sup>1</sup>，福田汽车持股49%，上述中车信融与福田商保2家公司不再纳入福田汽车2018年合并报表范围。

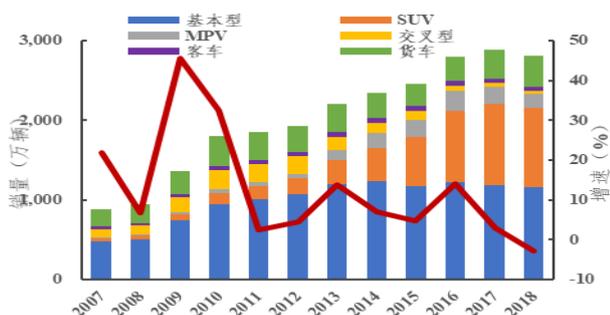
公司于2018年11月公开挂牌转让所持宝沃汽车67%的股权。2018年12月28日，公司接到北京产权交易所《交易签约通知书》，长盛兴业（厦门）企业管理咨询有限公司（以下简称“长盛兴业”）成为公司受让方，成交价格人民币39.73亿元。2018年年报中，公司将其对宝沃汽车投资整体划分为持有待售类别。

## 行业分析

受乘用车市场需求下滑影响，2018年国内汽车行业产销同比负增长，自主品牌乘用车竞争力下降

随着我国经济发展进入“新常态”，国内汽车行业整体增速放缓。根据中国汽车工业协会数据，2018年国内汽车产销量分别为2,780.92万辆和2,808.06万辆，同比分别下滑4.16%和2.76%，增速较去年分别下降7.35个百分点和5.79个百分点，为28年来首次负增长。

图1：2007~2018年全国汽车销量及同比增速



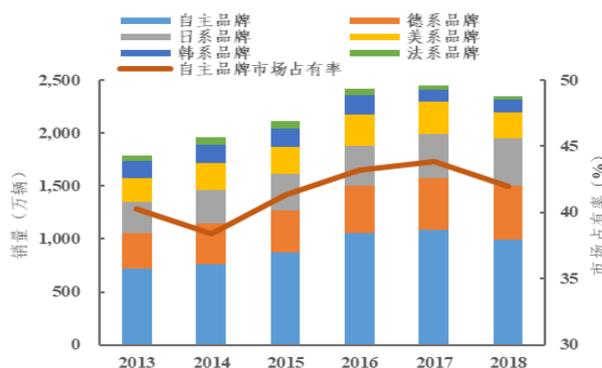
资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

<sup>1</sup> 2019年1月，安鹏中融注册名称变更为北京安鹏中融汽车新零售科技有限公司。

乘用车方面，2018年全国乘用车产销量分别完成2,352.9万辆和2,371.0万辆，同比分别下降5.15%和4.08%。分车型看，基本型乘用车（轿车）销售1,152.78万辆，同比下降2.7%；运动型多用途乘用车（SUV）销售999.47万辆，同比下降2.52%；多功能乘用车（MPV）销售173.46万辆，同比下降16.22%；交叉型乘用车销售45.26万辆，同比下降17.26%。整体看，随着国内宏观经济趋于疲弱、车辆购置税减免政策的退出、环保标准趋严以及消费需求的降低，2018年的乘用车销量增速降至低位。

2018年，自主品牌、德系、日系、美系、韩系和法系乘用车的销量分别为998.0万辆、508.1万辆、444.6万辆、247.8万辆、118.1万辆和30.7万辆，市场占有率分别为42.1%、21.7%、18.5%、10.7%、4.8%和1.5%。由于2018年SUV车型增速大幅放缓，令自主品牌市场占有率较上年回落1.8个百分点，部分自主品牌生产企业销量承压。

图2：2013以来中国乘用车市场分国别销售情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

商用车方面，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%。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。

另一方面，2018年全国客车产销量分别为48.9万辆和48.5万辆，同比分别下滑7.0%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。

总体来说，随着我国经济发展进入“新常态”，汽车产业已由快速增长阶段向平稳重质阶段过渡，增量红利逐步消失，细分市场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。

### 2018 年新能源乘用车产销量继续保持高速增长；此外，新能源补贴政策持续退坡，地方补贴取消，新能源汽车行业将迎来更激烈的市场化竞争

新能源汽车方面，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将达到 200 万辆。2018 年，新能源汽车产销分别完成 127 万辆和 125.6 万辆，同比分别增长 59.9%和 61.7%。其中，纯电动汽车产销分别完成 98.6 万辆和 98.4 万辆，同比分别增长 47.9%和 50.8%；插电式混合动力汽车产销分别为 28.3 万辆和 27.1 万辆，同比分别增长 122%和 118%；燃料电池汽车产销均完成 1,527 辆。

根据 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），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。2019 年 3 月 26 日，财政部等四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2019〕139 号），新能源补贴在 2018 年基础上平均退坡幅度约在 50%以上，并对能耗要求、快充倍率等提出更高要求。此外，新政策明确地方补贴的退出，改为补贴充电基础设施。2019 年 3 月 26 日至 6 月 25 日为过渡期，过渡期内，符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆，按照 2018 年标准的 0.1 倍补贴；符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆按 2018 年对应标准的 0.6 倍补贴。

总体来说，2018 年，新能源汽车产销保持高速增长态势，然而随着补贴退坡、补贴技术门槛提高和监管趋严，都将使得新能源汽车制造企业毛利率下滑，新能源汽车行业市场化竞争压力将进一步加大。

### 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、交叉型乘用车、重型机械和发动机的生产和销售。其中，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”）主要负责公司发动机制造及销售，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”）主要负责公司部分中重型卡车及发动机的生产。

2018 年公司在全国汽车市场整体需求下行及行业竞争加剧的背景下，实现全年整车销量为 54.50 万辆，同比下降 9.29%，发动机销量为 36.24 万台，同比下滑 14.22%；全年整体实现营业收入 410.54 亿元，同比下滑 20.61%；净利润为-36.39 亿元，同比下滑 12,678.70%。

2019 年 1~3 月，公司实现整车销量 13.11 万辆，同比增长 11.80%；营业收入 141.44 亿元，同比增长 50.27%，净利润 0.65 亿元，较上年同期实现扭亏为盈。

表 1: 2016~2018 年公司销售产品结构

单位: 万辆/万台、亿元、%

类别	2016			2017			2018		
	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率
轻(微)卡	35.13	174.12	13.47	35.67	219.63	12.10	33.47	207.83	11.94
中重卡	8.40	9.51	13.96	12.88	15.05	16.38	12.32	10.69	6.10
轻客	3.06	28.32	12.56	3.23	27.78	12.68	3.21	32.49	15.38
大中客	0.91	109.75	11.89	0.92	77.73	10.93	0.35	21.03	6.83
乘用车	5.08	42.86	20.85	6.85	57.40	17.42	4.89	30.99	-4.48
交叉型乘用车	0.52	16.61	6.23	0.54	11.15	7.96	0.26	4.69	0.80
<b>整车业务小计</b>	<b>53.11</b>	<b>364.55</b>	<b>13.80</b>	<b>60.08</b>	<b>397.60</b>	<b>12.84</b>	<b>54.50</b>	<b>303.03</b>	<b>10.07</b>
配件	-	13.03	9.41	-	9.11	8.72	-	10.70	17.99
冲压件	-	6.08	40.86	-	8.30	41.29	-	6.25	42.50
发动机	-	33.75	2.36	-	41.69	3.98	-	32.35	8.79
<b>零部件业务小计</b>	<b>-</b>	<b>52.86</b>	<b>8.52</b>	<b>-</b>	<b>59.10</b>	<b>9.95</b>	<b>-</b>	<b>49.30</b>	<b>15.06</b>
重型机械	-	7.29	1.35	-	19.69	2.53	-	21.73	11.00
其他	-	24.01	31.27	-	29.57	23.14	-	31.78	45.40
<b>营业收入合计</b>	<b>-</b>	<b>465.32</b>	<b>13.64</b>	<b>-</b>	<b>517.10</b>	<b>13.00</b>	<b>-</b>	<b>410.54</b>	<b>13.35</b>

资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

## 2018 年公司货车部分产品市场竞争力有所下降, 在市场竞争加剧的背景下, 销量同比下跌; 乘用车产品在市场整体低迷的情况下产销量同比大幅下滑, 导致产能利用率降低

从公司主营业务收入构成来看, 整车销售业务是公司主要收入来源, 2018 年为 303.03 亿元, 同比下降 23.79%, 占其营业总收入的 74.95%, 同比减少 3.08 个百分点。

受竞争力有所下滑及市场竞争日趋激烈等因素影响, 公司整车业务 2018 年产销量及收入皆有所下滑。分产品看, 轻型卡车(含微卡)产品销量同比下滑 6.16% (其中轻卡销量 32.86 万辆, 同比增加 8.15%; 微卡销量 0.61 万辆, 同比下滑 88.46%), 营业收入为 207.83 亿元, 同比减少 5.37%。由于公司的微卡产品驭菱市场生命已超过 10 年, 竞争力下降, 其升级产品祥菱 M 于 2018 年 9 月底上市, 未能进一步贡献销量, 致使微卡销量同比大幅下滑。中重型卡车产品实现销量 12.32 万辆, 同比下滑 4.33%, 营业收入为 10.69 亿元, 同比减少 28.96%, 主要系由于公司欧曼 ETX 产品竞争力有所下降, 欧马可系列中卡新车型上市较晚, 而国内主要竞争对手近两年加快新品投放及加强汽车金融促销力度, 令公司中重型卡车面临激烈的市场竞争。轻型

客车产品销量为 3.21 万辆, 与上年度基本持平, 营业收入为 32.49 亿元, 同比增加 16.95%, 主要系由于公司将轻客产品聚焦于城市物流及 5.3 米以内 VAN 类产品, 在细分领域市场竞争力有所提升。大中型客车产品销量 0.35 万辆, 同比下降 62.17%, 营业收入为 21.03 亿元, 同比减少 72.95%, 系北京公交订单推迟至 2019 年交付所致。2018 年公司乘用车产品销量为 4.89 万辆, 同比下滑 28.62%, 营业收入为 30.99 亿元, 同比减少 46.01%, 主要系由于 2018 年国内乘用车市场整体下滑, 且公司乘用车品牌的知名度与市场占有率尚处于市场开拓阶段, 受市场整体环境影响较大。交叉型乘用车产品销量为 0.26 万辆, 同比下滑 52.40%, 营业收入为 4.69 亿元, 同比减少 57.96%, 系该车型市场需求逐年萎缩所致。

表 2：2018 年公司主要工厂产能利用情况

单位：万辆/年、%、个百分点

主要工厂名称	设计产能	产能利用率	产能利用率增减
福田戴姆勒汽车一工厂	10.00	2.25	-79.05
福田戴姆勒汽车二工厂	6.00	166.29	50.29
北京宝沃汽车有限公司	18.00	27.18	-27.12
诸城汽车厂	4.00	87.18	38.78
山东超级卡车工厂	6.00	68.31	-
诸城奥铃汽车厂	20.00	97.10	1.10
山东多功能汽车厂	10.00	41.48	-5.22
长沙汽车厂	5.00	39.60	-20.70
佛山汽车厂	24.00	23.15	-12.15
欧辉客车事业部北京工厂	0.40	57.23	-67.77
欧辉客车事业部广东工厂	1.00	53.33	-54.17
雷萨重型机械公司宣化工厂	0.80	53.73	-1.87
普罗科环境装备公司	2.15	61.66	-12.64
<b>小计</b>	<b>107.35</b>	<b>63.90</b>	<b>-</b>

注：2018 年福田戴姆勒一工厂产能集中于福田戴姆勒二工厂生产，福田戴姆勒二工厂开设双班生产。

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

产能利用率方面，福田戴姆勒主要生产中重型卡车产品，为降低劳动成本，提高产能利用率，福田戴姆勒将一工厂产能集中于二工厂，开设双班生产，令二者产能利用率分别下降 79.05 个百分点和提高 50.29 个百分点。宝沃汽车主要生产宝沃品牌乘用车，于 2016 年投向市场，受近年来国内宏观经济增速回落、消费信心下降，以及车辆购置税优惠政策全面退出等因素影响，乘用车市场整体下行，宝沃品牌知名度及市场占有率较低，受市场需求下滑冲击的作用更大，令其产能利用率较上年减少 27.12 个百分点至 27.18%，处于较低水平。诸城汽车厂主要生产公司 M4 中高端卡车产品，2018 年产能利用率为 87.18%，产能利用率良好。诸城奥铃汽车厂主要生产公司的核心轻卡奥铃品牌，该厂设计产能为 20 万辆/年，2018 年产能利用率为 97.10%，较上年度增加 1.10 个百分点，维持在较好水平。山东多功能汽车厂主要生产风景、蒙派克和图雅诺等 MPV 车型，受该车型市场需求下滑影响，山东多功能汽车厂产能利用率为 41.48%，同比下滑 5.22 个百分点，处于较低水平。长沙汽车厂生产时代瑞沃工程车，2018 年产能利用率为 39.60%，同比下滑 20.70 个百分点。佛山汽车厂目前用于皮卡业务的

生产，由于皮卡销量规模较小，产能利用率为 23.15%，同比下滑 12.15 个百分点，目前产能利用率较低，尚未实现盈利能力转化。欧辉客车事业部分别在北京和广东拥有生产线，现有产品包括城间客车、城市客车和专用校车等，受市场需求和新能源政策的影响较大，2018 年北京工厂和广东工厂的产能利用率分别为 57.23% 和 53.33%，同比分别下滑 67.77 个百分点和 54.17 个百分点，产能利用率处于较一般水平。雷萨重型机械公司（以下简称“雷萨重机”）宣化工厂主要生产搅拌车、泵车、车载泵和汽车起重机等产品，由于重型机械行业集中度较高，公司产品竞争力较弱，2018 年产能利用率为 53.73%，同比下滑 1.87 个百分点。普罗科环境装备公司（以下简称“普罗科”）主要产品包括清运车、清洗车、清扫车和清污车等，但目前该部分业务的订单获取和业务成长仍存在较大压力，2018 年产能利用率为 61.66%，同比下滑 12.64 个百分点。

销售方面，公司主要采用代理销售模式，截至 2018 年末，授权经销商门店数量 2,216 家，较上年末减少 534 家；通过网络销售的整车达 5.69 万辆，同比增加 86.7%。2018 年全年，公司对前五名客户销售额 59.51 亿元，占年度销售总额的 15.82%，其中前五名客户销售额中关联方销售额 47.64 亿元，占年度销售总额的 12.58%，较上年度小幅下降 0.80 个百分点。

从新能源汽车销售方面看，2018 年公司累计销售新能源汽车 3,717 辆，包括纯电动乘用车 547 辆、客车（含纯电动、插电混动和燃料电池动力）2,064 辆和纯电动物流车 1,106 辆。受北京公交推迟订单交付影响，新能源客车当期销量同比下滑 63.26%，致新能源汽车销量整体减少 44.58%。2018 年，公司新能源大中客的销售收入为 16.74 亿元，当期大中客新能源补贴金额为 5.36 亿元。

采购方面，公司发动机外购（含福田康明斯）和自制比例为 90.6% 和 9.4%；车桥外购和自制比例为 82.0% 和 18.0%；变速箱全部外购，核心零部件自制与外购比例与上年度相当。前五名供应商采购额 94.04 亿元，占年度采购总额的 27.79%，其中前五名供应商采购额中关联方采购额 91.06 亿元，占年度采购总额 26.91%，比例与上年度相当。

整体看，近年来福田汽车部分产品市场竞争力有所下滑，其细分车型中除轻卡有小幅增长外，其他车型销量均出现不同程度下滑，其中微卡、大客车销量大幅下滑，是公司整车销量下滑的最主要因素，同时，在整体市场重卡销量增长的情况下，公司的重卡业务亦未能取得增长。另一方面，公司的乘用车业务中，MPV 车型与宝沃汽车的 SUV 车型在市场需求下滑的情况下产能利用率不足，拖累公司业绩；此外，雷萨重机、普罗科、欧辉客车等工厂产品销量低，市场占有率不足，短期内亦对公司盈利能力产生不利影响。未来，中诚信证评将持续关注公司产品销售情况以及盈利能力的改善情况。

### 公司在建项目数量及规模较大，目前仍有部分在建工程未投产，且由于现有产能利用率不足，新增产能消化存在压力

公司近年来投资的主要项目共 12 个<sup>2</sup>，其中新建的整车生产工厂项目 4 个，整车生产工厂改扩项目 2 个，零部件生产项目 4 个，研发能力提升项目 2 个。新建整车生产项目主要用于乘用车、皮卡、中高端卡车及客车的产能扩大，改扩建项目主要用于环卫车及奥铃卡车新产品生产，零部件生产项目主要用于发动机、铸件、变速箱等配件的生产，研发能力提升项目主要为满足国六产品及新能源试验要求设立。

目前，公司在建工程项目较多，总预算数为 130.7 亿元，累计投入金额为 98.6 亿，截至 2018 年末尚需 32.1 亿元的后期投入。由于上述项目部分用于扩建产能及零部件配套业务，而相关业务产能利用率较低，尚未实现盈利能力转化，应对后续投入所造成的资金压力及产能消化压力保持关注。

<sup>2</sup> 根据经济环境和项目的实际情况，为了提高募集资金使用效率，福田汽车对“印度制造有限公司增资建设商用车生产基地项目”进行变更，将原计划投入该项目的募集资金余额 8.11 亿元（含利息）用于国六排放技术升级开发项目。上述变更事项于 2018 年 10 月 24 日经公司董事会审议通过，经独立董事、监事会同意，保荐机构已出具专项核查意见，并经公司 2018 年第六次临时股东大会审议通过。

表 3：公司在建工程项目及资金投入情况

项目	预算数(亿元)	累计投入金额(亿元)	工程进度(%)	资金来源
密云多功能厂建设项目	43.6	39.4	90	募集/贷款
福田铸造中心项目	15.1	13.7	91	自筹/贷款
佛山汽车厂建设项目	20.9	12.3	70	自筹/贷款
奥铃发动机项目	12.0	11.0	98	自筹/贷款
印度工厂建设项目	1.3	1.0	96	募集
潍坊多功能汽车厂建设项目	8.5	6.4	80	募集/自筹/贷款
诸城中高端卡车项目	9.6	6.0	70	自筹/贷款
新能源实验室改造项目	6.7	3.7	56	自筹
研发能力提升技术改造项目	1.7	0.7	48	自筹/贷款
奥铃工厂技改项目	2.9	1.5	58	自筹/贷款
长沙汽车厂改建环卫车项目	3.7	1.5	50	自筹/贷款
福田(嘉兴)汽车有限公司基地建设项目	3.4	1.2	45	自筹
嘉兴轻型合资公司项目	1.4	0.2	15	自筹
合计	130.7	98.6	-	-

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

### 子公司宝沃汽车 2018 年持续亏损，公司以 39.73 亿元向长盛兴业转让其 67% 股权，重新聚焦商用车核心业务

宝沃汽车是福田汽车进军乘用车市场设立的子公司，旗下 BORGWARD 品牌 SUV 于 2016 年上市。由于乘用车市场近年来整体需求持续低迷，加之各竞争对手的竞品车型密集上市，SUV 成为红海市场，因此品牌销量未达到整体预期。2018 年宝沃汽车实现销量 3.29 万辆，同比下滑 25.84%；实现销售收入 30.55 亿元，同比下降 46.97%，实现净亏损 25.45 亿元，同比增亏 158%，对公司当期整体业绩影响较大。

宝沃汽车 2016~2018 年分别实现净亏损 4.84 亿元、9.85 亿元和 25.45 亿元，其中，2018 年为提升销量，宝沃汽车加大促销力度，大幅增加销售折扣，导致终端售价大幅下降，毛利率同比下滑 29 个百分点。此外，2018 年宝沃汽车期间费用同比增加，主要包括：管理费用增长 3%，主要是职工薪酬及无形资产摊销增加；研发费用增长 82%，主要根据公司战略决策，前期投入的乘用车电池开发项目及汽油机项目为适应市场需求决定终止研发，相关开发支出计入当期费用，导致增加当期研发费用 2 亿元，同时加大新产品研发力度，研发投入同比增加近 2 亿元；财务费用增加 1 亿元，主要由于宝沃汽车贷款增加，利息支出增长。

福田汽车于 2018 年 11 月 23 日在北京产权交易所公开挂牌转让所持宝沃汽车 67% 的股权，2018 年 12 月 28 日，公司接到北京产权交易所《交易签约通知书》，长盛兴业成为公司受让方，成交价格人民币 39.73 亿元。2019 年 1 月 17 日，宝沃汽车公司章程、工商登记手续变更完成；2019 年 1 月 18 日，福田汽车收到 30% 股权转让款 11.92 亿元，剩余价款 27.81 亿元及其利息将在合同生效日起 12 个月内一并付清<sup>3</sup>。

鉴于宝沃汽车自 2016 年上市以来仍处于市场开拓阶段，研发、广告、技改投入巨大，且由于销量未形成规模，产能利用率较低，是公司大幅亏损的主要来源，因此，处置宝沃汽车 67% 股权，有利于引入多元化资金，同时聚焦商用车核心业务，维持公司在传统领域的竞争优势。

<sup>3</sup> 由于福田汽车接获北京市政府通知，宝沃汽车工厂所占用的位于密云的土地被纳入到怀柔科学城规划中，北京市政府考虑到科学城未来规划的需求，要求宝沃汽车的土地使用权留在福田汽车，并在北京市要求时将土地交回政府，此部分土地和房产不能纳入本次股权转让交易范围，因此福田汽车按照宝沃汽车所占用的位于密云的土地和房产的评估值，以 16.93 亿元等值现金代替前述资产出资给宝沃汽车，确保整体评估价值不变，并将依照市场价格将该部分土地和房产租赁给宝沃汽车长期使用。16.93 亿元中 9 亿元于宝沃汽车 67% 股权转让工商变更登记手续完成后 5 个工作日内支付，剩余现金应于 2019 年 3 月 31 日之前支付，上述收款主体是宝沃汽车，并与长盛兴业应付股权转让款互相独立。

## 财务分析

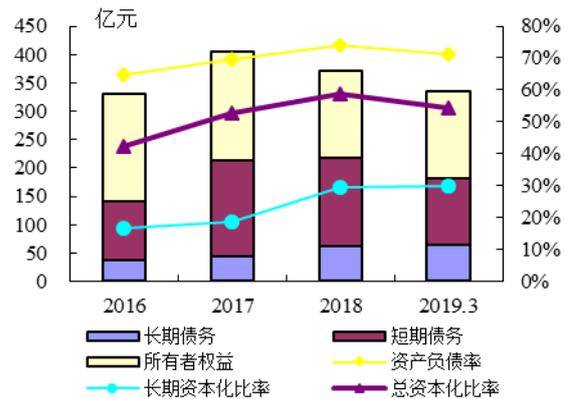
以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告及 2019 年一季度未经审计的财务报告。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信证评在分析时将“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”计入短期债务，将“长期应付款”中的“应付融资租赁款”计入长期债务。

## 资本结构

受公司主营业务亏损及融资租赁业务和商业保理业务子公司剥离至关联方的影响，截至 2018 年末，公司总资产为 589.10 亿元，同比减少 5.62%。负债方面，受应收新能源补贴款占用运营资金，以及宝沃汽车对运营资金需求较大的影响，公司为补充资金需求，负债规模有所扩大，截至 2018 年末，公司负债总额为 436.94 亿元，同比增长 0.73%。公司所有者权益（含少数股东权益）为 152.16 亿元，同比减少 20.10%，主要系当期大幅亏损致未分配利润同比减少 36.09 亿元所致。截至 2019 年 3 月末，受剥离宝沃汽车影响，公司总资产为 529.73 亿元，总负债为 376.94 亿元，较 2018 年底分别减少 10.08% 和 13.72%；所有者权益为 152.74 亿元，与 2018 年末基本持平。

财务杠杆方面，截至 2018 年末，资产负债率为 74.17%，同比增加 4.68 个百分点；总资本化比率为 58.88%，同比增加 5.95 个百分点，财务杠杆处于较高水平。2019 年 3 月末，在剥离宝沃汽车后，公司资产负债率为 71.17%，较 2018 年末降低 3.00 个百分点，总资本化比率为 54.41%，较 2018 年末降低 4.47 个百分点，但财务杠杆仍处于较高水平。

图 3：2016~2019.3 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，截至 2018 年末，公司资产以流动资产为主，其总额为 350.27 亿元，占总资产的比重为 59.63%，主要由货币资金、应收账款、存货、其他应收款、持有待售资产和其他流动资产构成，占流动资产比重分别为 13.25%、26.40%、13.96%、2.99%、36.53% 和 3.79%。其中货币资金 46.42 亿元，同比增加 44.31%，主要系公司客车订单预收款增加所致；其中受限资金为 11.53 亿元，主要系承兑保证金存款、按揭保证金存款、保函保证金存款、存出保证金存款等存款。应收账款 92.47 亿元，由于当期销售规模下滑令其同比减少 27.31%，公司于 2018 年为应收账款计提的坏账准备为 6.64 亿元，累计共计提坏账准备 13.60 亿元，2018 年公司计提的坏账准备较大，主要系部分客户经营情况恶化，信用风险显著增加，导致当期单项金额重大并单独计提的坏账准备 1.42 亿元、按照五级分类组合计提减值准备当期增加 3.37 亿元、按账龄组合计提减值准备 1.48 亿元及单项金额虽不重大但单项计提坏账准备 0.37 亿元。此外，截至 2018 年末，公司应收账款中包括应收新能源国、地补约 50 亿元，受运营里程限制，通常回款时间超过 2 年，其对运营资金的占用及回收节奏需保持关注。存货 48.88 亿元，主要系原材料及商用车、产品、库存商品和发出商品等（宝沃品牌乘用车期末存货已重分类至持有待售资产），同比增加 14.41%，主要系公司为海外扩张及一季度旺季而增加了备货。公司当期对存货计提跌价准备 1.37 亿元，累计计提存货跌价准备 3.19 亿元。2018 年受汽车市场整体下滑影响，公司

计提存货跌价增多，需对其未来库存消化能力保持关注。其他应收款<sup>4</sup>10.48 亿元，主要包括保证金 7.97 亿元，同比增加 28.99%，主要系中车信融和福田商保 2 家子公司出表，福田汽车向其缴纳的履约保证金不能抵消而增加的部分。持有待售资产 127.96 亿元，系宝沃汽车整体重新分类至持有类别所致。其他流动资产 13.27 亿元，主要包括增值税留抵税额与委托贷款，同比减少 29.68%，系增值税留抵税额的减少。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产主要为货币资金、应收账款、存货和其他应收款，当期末分别为 29.38 亿元、92.62 亿元、37.73 亿元和 90.54 亿元，其中其他应收款大幅增加，主要系应收宝沃汽车股权转让款及公司对宝沃汽车的股东借款增加的部分。

截至 2018 年末，公司非流动资产总额为 238.83 亿元，占总资产的比重为 40.54%，主要由长期股权投资、固定资产、无形资产和开发支出构成，上述四项占非流动资产的比重分别为 18.47%、40.02%、18.77% 和 3.38%。其中长期股权投资 44.10 亿元，公司长期股权投资主要包括对福田康明斯、福田戴姆勒等合营企业的投资 30.22 亿元与对各联营企业投资 13.89 亿元，2018 年末同比增加 47.01%，主要系公司以中车信融及福田商保 100% 股权出资，与北汽产投共同出资设立联营企业安鹏中融后新增的部分。固定资产 95.58 亿元，同比减少 26.48%，系宝沃汽车重分类至持有待售资产及中车信融、福田商保不再纳入合并范围所致。开发支出 8.07 亿元，同比减少 65.35%，系部分乘用车开发支出随宝沃汽车重分类至持有待售资产所致。截至 2019 年 3 月末，公司长期股权投资、固定资产、无形资产和开发支出分别为 50.90 亿元、102.98 亿元、47.28 亿元和 9.53 亿元。

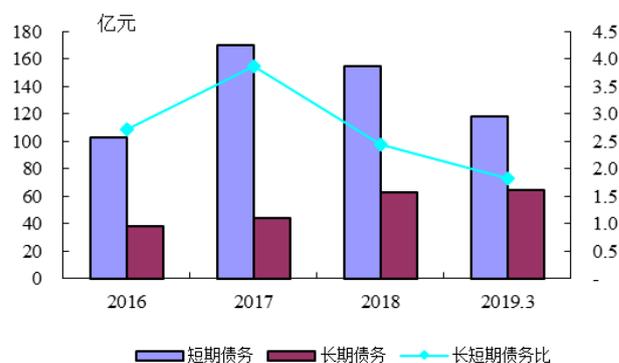
负债构成方面，公司负债以流动负债为主，截至 2018 年末，流动负债合计 366.29 亿元，占负债总额的 83.83%，主要包括短期借款、应付票据和应付账款和持有待售负债，上述三项占流动负债比重分别为 25.29%、41.48% 和 11.37%。其中短期借款 92.65 亿元，同比减少 1.93%，主要包括信用借款

86.74 亿元。应付账款和应付票据 151.94 亿元，其中应付票据 47.04 亿元，同比增加 1.86%，全部为银行承兑汇票；应付账款 104.90 亿元，同比减少 24.50%，系应付货款规模降低。持有待售负债 41.65 亿元，系处置宝沃汽车股权形成的部分。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债为 305.10 亿元，较 2018 年末减少 16.71%，主要系公司于 2019 年一季度偿还借款增加及完成出售宝沃汽车 67% 股权，令短期借款和持有待售负债分别为 73.41 亿元和 0 亿元，较 2018 年末分别减少 20.76% 和 100%。

截至 2018 年末，公司非流动负债合计 70.64 亿元，主要包括长期借款和应付债券，占非流动负债比重分别为 75.13% 和 14.14%。其中长期借款 53.13 亿元，同比增加 87.88%，主要系信用借款大幅增加；应付债券 9.99 亿元，系公司于 2015 年发行的公司债券。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产合计 71.89 亿元，其中长期借款 54.42 亿元，应付债券 9.99 亿元。

从债务期限结构看，近年来公司大幅增加借贷规模，用于项目投资资金及运营资金的补充，并以短期债务为主，截至 2018 年末，公司总债务为 217.87 亿元，同比增加 1.17%，其中短期债务为 154.72 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.45 倍。截至 2019 年 3 月末，在处置宝沃汽车 67% 股权后公司总债务为 182.30 亿元，较 2018 年末减少 16.33%，长短期债务比为 1.83 倍，公司债务负担大幅降低，债务期限结构有所改善，但仍面临一定的即期偿债压力。

图 4：2016~2019.3 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，近年来公司为满足业务发展，投资

<sup>4</sup> 不包括应收利息和应收股利，下同。

规模持续扩大，同时布局乘用车业务令运营资金需求不断增加，导致债务规模增大、财务杠杆比率持续升高。另一方面，受国内汽车市场竞争加剧及需求下滑等因素影响，公司乘用车业务未取得预期效果，净利润亏损导致自有资本实力有所下滑。通过处置宝沃汽车 67% 股权、调整债务结构，2019 年 3 月末，公司财务杠杆比率小幅降低，债务期限结构有所改善，但仍面临一定的即期偿债压力。

## 盈利能力

2018 年公司在市场需求降低及行业竞争加剧的背景下，汽车整车业务除轻客业务收入同比增长外，其余整车业务收入规模均同比下滑。此外，配件业务和重型机械业务收入虽较上年度分别增长 17.50% 和 10.39%，但其收入规模较小，对公司整体营业收入贡献有限。受整车业务收入下滑影响，2018 年公司汽车行业收入 378.76 亿元，同比下滑 22.31%；公司其他业务收入 31.78 亿元，同比增加 7.50%，主要包括部分钢材贸易、特许权收益以及金融服务费等。公司当期实现营业总收入 410.54 亿元，同比下滑 20.61%。2019 年 1~3 月，得益于轻卡销量增长及北京公交订单完成交付，公司实现营业收入 141.44 亿元，同比增长 50.27%。

营业毛利率方面，受市场竞争加剧、乘用车市场需求下滑以及新能源补贴退坡等因素影响，2018 年公司整车业务除轻客外毛利率皆出现不同程度的下滑，特别是乘用车业务由于终端促销力度较大，毛利率下滑 21.89 个百分点至 -4.48%，对净利润产生不利影响，汽车行业毛利率亦下滑 1.30 个百分点至 10.66%，但得益于其他业务收入规模及毛利率的提高，公司当期营业毛利率同比增加 0.35 个百分点至 13.35%。2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 13.30%，仍处于行业较低水平。

表 4：2018 年公司主营业务分产品收入及毛利率情况

单位：亿元、%、个百分点

业务板块	营业收入	营业收入同比	毛利率	毛利率同比增减
轻卡	207.83	-5.37	11.94	-0.16
中重卡	10.69	-28.96	6.10	-10.29
轻客	32.49	16.95	15.38	2.70
大中客	21.03	-72.95	6.83	-4.10
乘用车	30.99	-46.01	-4.48	-21.89
交叉型	4.69	-57.96	0.80	-7.16
配件	10.70	17.50	17.99	9.27
冲压件	6.25	-24.70	42.50	1.21
发动机	32.35	-22.40	8.79	4.82
重型机械	21.73	10.39	11.00	8.46
<b>汽车行业小计</b>	<b>378.76</b>	<b>-22.31</b>	<b>10.66</b>	<b>-1.30</b>
其他	31.78	7.50	45.40	15.29
<b>合计</b>	<b>410.54</b>	<b>-20.61</b>	<b>13.35</b>	<b>0.35</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，受乘用车业务广告投放力度加大以及有息债务规模上升较快，贷款利息支出增加影响，2018 年公司期间费用合计 89.38 亿元，同比上升 20.77%，在营业收入中占比为 21.77%，同比增长 7.46 个百分点。具体来看，公司销售费用为 38.51 亿元，同比增加 14.45%，主要系公司为提高宝沃汽车品牌形象，广告宣传费增加所致；管理费用为 28.03 亿元，同比上升 2.87%；研发费用 15.17 亿元，同比增加 75.36%，2018 年公司研发投入 26.40 亿元，资本化率为 42.55%，研发投入的增加主要系乘用车业务在新能源、电动化和智能化方向持续投入所致，此外，2018 年公司终止前期的乘用车电池开发项目及汽油机项目，相关开发支出转入费用化，亦使得当期研发费用增加；2018 年公司财务费用为 7.68 亿元，同比增加 71.98%，系债务规模及资金成本增加使得利息支出大幅增加所致。2019 年 1~3 月，公司合计发生期间费用 18.94 亿元，占总收入的 13.39%。2018 年公司期间费用同比上升较快，对经营所得形成较大程度的侵蚀；2019 年一季度，公司转让宝沃汽车 67% 股权并偿还部分有息债务后，对期间费用的控制能力有所提高，但公司在建、在研项目仍需要一定的后期投入，且部分在建项目的产能消化存在不确定性，需对公司未来期间费用的控制能力保持关注。

表 5：2016~2019.Q1 公司期间费用情况

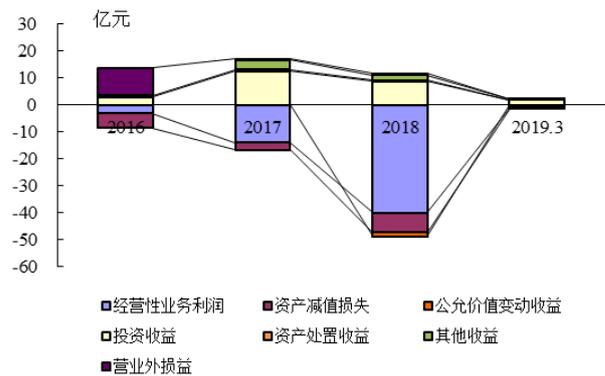
单位：亿元、%				
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	28.42	33.65	38.51	8.54
管理费用	32.56	27.25	28.03	6.46
研发费用	-	8.65	15.17	2.08
财务费用	-0.38	4.46	7.68	1.87
期间费用合计	60.59	74.01	89.38	18.94
期间费用占比	13.02	14.31	21.77	13.39

注：2016 年管理费用含研发费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。受收入规模下降、毛利率下滑及期间费用高企等因素影响，2018 年公司实现利润总额-37.06 亿元，同比下滑 7,926.88%，同期实现净利润-36.39 亿元，同比下滑 12,678.70%。2018 年公司经营性业务利润为-40.06 亿元，同比增亏 184.76%；资产减值损失 7.39 亿元，同比增加 184.34%，主要包括坏账损失 6.05 亿元和存货跌价损失 1.37 亿元；同期公司取得投资收益 8.70 亿元，同比减少 31.10%，主要系由于合营企业福田康明斯及福田戴姆勒利润同比下滑。此外，2018 年公司取得营业外损益 0.64 亿元，同比增加 52.75%；其他收益 1.95 亿元，同比减少 31.10%，主要系项目补助和递延收益摊销形成的部分；公允价值变动收益-1.37 亿元，系公司向广东东方精工科技股份有限公司（以下简称“东方精工”）出售北京普莱德新能源电池科技有限公司（以下简称“北京普莱德”）10%股权并签署利润补偿协议，北京普莱德净利润未达到业绩承诺要求形成的业绩承诺对价补偿。2019 年 1~3 月，得益于公司轻卡销量同比增长、北京公交订单完成交付，公司经营性业务利润为-1.02 亿元，亏损幅度大幅降低，加之当期转让宝沃汽车股权及公司的联合营企业合计实现投资收益 1.81 亿元，公司 2019 年一季度利润总额 0.71 亿元，净利润 0.65 亿元。

图 5：2016~2019.3 公司利润总额构成



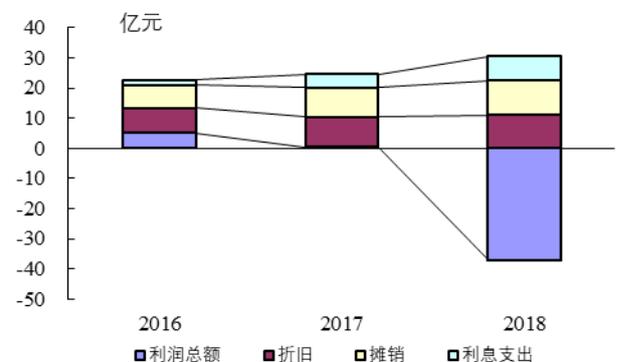
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年受汽车市场需求下滑、竞争加剧及新能源补贴退坡等因素影响，公司销售收入同比下滑，加之乘用车业务广告投入增加、研发支出及利息支出增长较快等因素影响，期间费用大幅上升，造成经营性业务大幅亏损。2019 年 1~3 月，公司整车销量同比大幅提升，盈利能力有所改善，但对其持续性应予以关注。

### 偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧、摊销和利息支出构成，受利润总额大幅下滑影响，2018 年公司 EBITDA 为-6.53 亿元，同比下滑 126.63%。从偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为-33.39 倍和-0.71 倍，较上年同期分别下滑 42.12 倍和 5.36 倍，无法对债务本息形成保障。

图 6：2016~2018 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，2018 年公司经营活动净现金流为-4.68 亿元，净流出同比减少 81.92%，公司近年来经营活动现金净流出规模较大，主要系乘用车业务

销量未达预期，亏损较大所致；投资活动现金流净流出 46.26 亿元，净流出同比减少 27.00%，公司近年在乘用车业务及其他产业布局方面投入较大，保持较大规模的净流出态势；筹资活动现金净流入 65.07 亿元，同比减少 20.90%，融资规模较大。2018 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-0.02 倍和-0.51 倍，对债务本息的保障能力不足。2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 19.24 亿元，主要系收到欧辉客车的保理款，以及支付的付现费用减少所致。整体看，2018 年公司经营活动净现金及投资活动净现金持续呈净流出态势，但净流出规模同比有所减少，同时筹资活动净现金流入规模同比下降。随着公司将宝沃汽车业务剥离出表，其流动性压力有望得到改善。

**表 6：2016~2019.3 公司主要偿债能力指标**

项目	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	539.13	624.19	589.10	529.73
总债务（亿元）	136.39	214.09	217.87	182.30
资产负债率（%）	64.63	69.49	74.17	71.17
总资本化比率（%）	41.70	52.92	58.88	54.41
经营活动净现金流（亿元）	11.92	-25.86	-4.68	19.24
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	-0.12	-0.02	0.42
经营活动净现金/利息支出（X）	4.41	-4.17	-0.51	-
EBITDA（亿元）	22.73	25.44	-6.53	-
总债务/EBITDA（X）	6.18	8.42	-33.39	-
EBITDA利息倍数（X）	8.40	4.10	-0.71	-

注：2019年一季度经营活动净现金指标经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构有良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司取得授信额度 303.90 亿元，其中未使用额度为 127.60 亿元，备用流动性良好。此外，公司作为 A 股上市公司，融资渠道较为畅通。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保总额为 66.83 亿元，其中包括对联营企业子公司中车信融和福田商保提供的担保 65.38 亿元（主要用于对购买福田汽车产品的客户开展融资租赁业务以及对福田汽车的供应商提供应收账款保理业务）。此外，截至 2018 年末公司对宝沃汽车担保余

额 8.14 亿元，并与宝沃汽车签订借款合同，对宝沃汽车提供 46.7 亿元股东借款，用于补充流动资金及建设期项目用款。上述借款公司均与神州优车股份有限公司及其相关单位签订不可撤销连带责任担保合同。由于公司对宝沃汽车股东借款规模较大，且宝沃汽车后续经营业绩存在不确定性，需关注上述借款与担保对公司资金流动性的影响及其回收状况。

**表 7：福田汽车对宝沃汽车股东借款明细**

金额（亿元）	利率（%）	期限
23.9	4.80	2019.1.17~2021.1.17
18.8	4.78	2019.1.17~2020.07.17
4.0	4.78	2 亿元，2019.1.17~2021.1.17 2 亿元，2019.1.17~2022.1.17

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司无重大未决诉讼。根据福田汽车与东方精工签署的《广东东方精工科技股份有限公司与北京普莱德新能源电池科技有限公司全体股东发行股份及支付现金购买资产的利润补偿协议》，承诺普莱德 2018 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 4.23 亿元，实际扣非净利润与承诺扣非净利润差额，福田汽车按 10%持股比例优先以取得的东方精工股份进行补偿（东方精工以 1 元回购），不足部分由福田汽车以现金方式补足。2019 年 4 月 17 日，东方精工披露《关于北京普莱德新能源电池科技有限公司 2018 年业绩承诺实现情况说明的公告》及公告了《关于北京普莱德新能源电池科技有限公司 2018 年业绩承诺实现情况的专项审核报告》，东方精工认为，“北京普莱德 2016 年至 2018 年累计实现扣非后净利润为 376,986,962.11 元，与交易对方 2016 年至 2018 年承诺累计扣非后净利润金额 998,000,000.00 元相比较，北京普莱德 2016 年至 2018 年的累计实现扣非后净利润未达到业绩承诺要求。”。福田汽车于 2019 年 4 月 19 日披露《关于北京普莱德新能源电池科技有限公司 2018 年业绩承诺相关事项的提示性公告》，认为“上述东方精工公告的普莱德 2018 年度业绩不符合实际情况，普莱德关联交易公允性的判断不客观，将严重损害本公司及股东的利益。”。根据东方精工公告的数据测算，福田汽车最多需要补偿金额为

2.64 亿元，福田汽车已于 2018 年计提北京普莱德业绩补偿金融负债 1.37 亿元，但与东方精工对业绩补偿金额尚未达成一致意见。

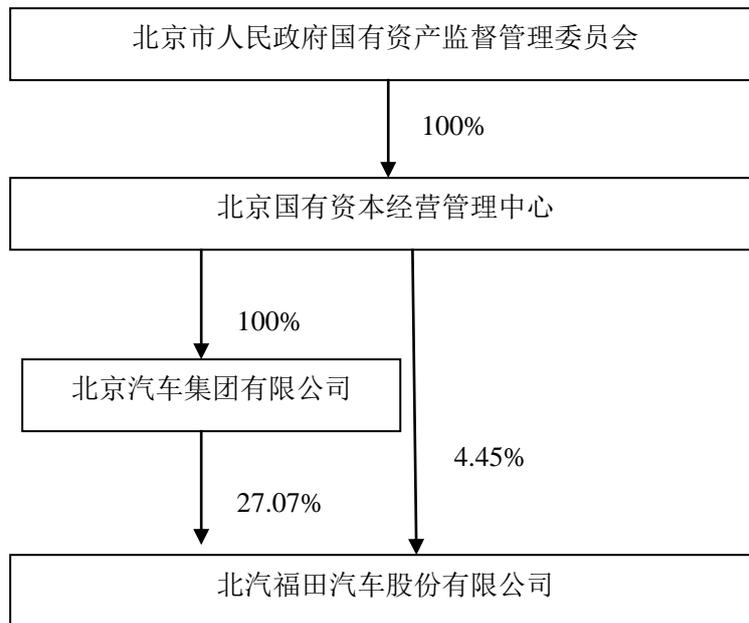
受限资产方面，截至 2018 年末，公司所有权或使用权用于抵押的资产为 6.91 亿元，具体包括子公司河北北汽福田汽车部件有限公司为取得银行借款而抵押的土地使用权 0.86 亿元、房屋建筑物 2.85 亿元和机器设备 2.10 亿元以及公司为拆票而向交通银行质押的银行承兑汇票 1.10 亿元；此外还有使用权收到限制的存款 11.53 亿元，主要为各项保证金存款。

总体来看，2018 年公司营业收入下降，费用支出规模大幅增长，整体亏损规模较大，EBITDA 及经营性净现金对债务本息的保障能力不足。为改善盈利能力，重新聚焦商用车核心业务，公司于 2019 年完成宝沃汽车 67% 股权的转让并偿还部分有息债务。2019 年一季度，公司整车销量同比大幅增长，盈利能力有所改善，但对其持续性应予以关注。

## 结 论

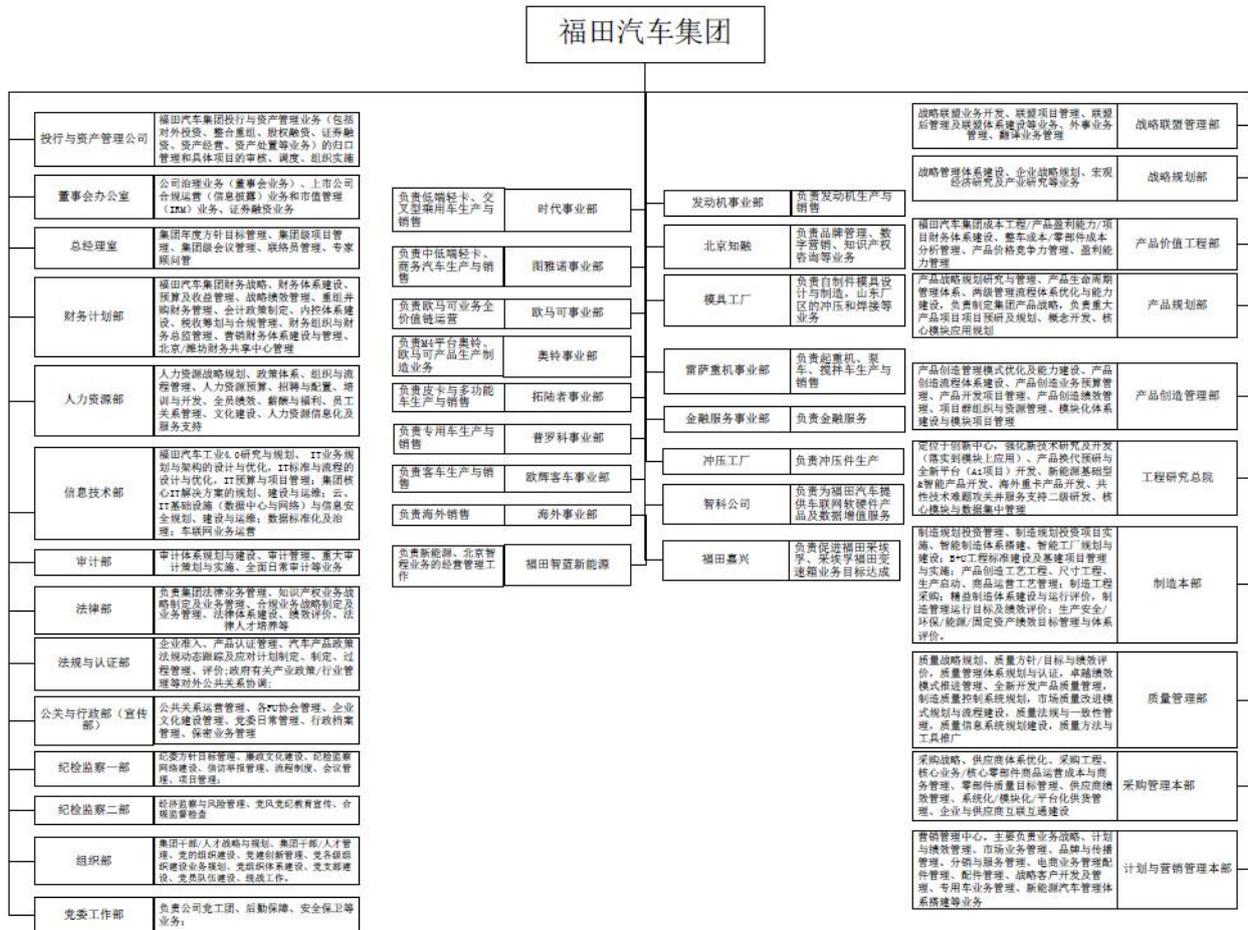
综上，中诚信证评维持北汽福田汽车股份有限公司主体信用级别为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“北汽福田汽车股份有限公司 2014 年公司债券”信用级别为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：北汽福田汽车股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：北汽福田汽车股份有限公司组织机构图（截至 2019 年 6 月 17 日）



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财务指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	407,994.29	321,680.70	464,229.00	293,817.38
应收账款净额	1,260,091.35	1,272,102.35	924,681.18	926,235.19
存货净额	325,600.83	427,285.67	488,837.46	377,393.75
流动资产	2,511,047.77	2,828,418.03	3,502,670.54	2,708,985.55
长期投资	278,411.69	382,978.45	515,654.42	528,632.71
固定资产合计	1,394,690.13	1,531,805.92	1,143,607.94	1,237,433.17
总资产	5,391,346.49	6,241,941.22	5,890,988.14	5,297,304.72
短期债务	1,026,172.73	1,700,582.95	1,547,234.92	1,178,053.58
长期债务	378,641.80	440,303.15	631,456.32	644,904.89
总债务（短期债务+长期债务）	1,404,814.54	2,140,886.10	2,178,691.24	1,822,958.47
总负债	3,484,673.90	4,337,619.09	4,369,359.96	3,769,921.64
所有者权益（含少数股东权益）	1,906,672.59	1,904,322.13	1,521,628.18	1,527,383.08
营业总收入	4,653,206.95	5,171,013.70	4,105,380.51	1,414,399.27
三费前利润	574,622.02	599,425.27	493,225.36	179,232.32
投资收益	28,318.32	126,256.13	86,992.81	18,137.57
净利润	51,212.79	2,892.91	-363,890.98	6,513.19
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	227,268.25	254,368.78	-65,258.46	-
经营活动产生现金净流量	119,178.33	-258,638.42	-46,763.66	192,380.15
投资活动产生现金净流量	-468,084.93	-633,662.13	-462,575.97	-120,914.28
筹资活动产生现金净流量	303,096.66	822,639.91	650,722.15	-233,873.08
现金及现金等价物净增加额	-38,973.10	-74,635.71	140,272.24	-163,481.24
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	13.64	13.00	13.35	13.30
所有者权益收益率（%）	2.69	0.15	-23.91	1.71
EBITDA/营业总收入（%）	4.88	4.74	-1.59	-
速动比率（X）	0.71	0.63	0.82	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	-0.12	-0.02	0.42
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	-0.15	-0.03	0.65
经营活动净现金/利息支出（X）	4.41	-4.17	-0.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.40	4.10	-0.71	-
总债务/EBITDA（X）	6.18	8.42	-33.39	-
资产负债率（%）	64.63	69.49	74.17	71.17
总资本化比率（%）	42.42	52.92	58.88	54.41
长期资本化比率（%）	16.57	18.78	29.33	29.69

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、将“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”计入短期债务，将“长期应付款”中的“应付融资租赁款”计入长期债务；3、2019 年一季度所有者权益收益率指标、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经年化处理。

**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)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本合计 - 营业税金及附加 - 期间费用（财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用）

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。