

# 长城汽车股份有限公司公开发行 A 股可转换公司 债券跟踪评级报告（2022）

---

项目负责人：黄仁昊 rhuang@ccxi.com.cn

项目组成员：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

王君鹏 jpwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 26 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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，不存在因发行人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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0348 号

## 长城汽车股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“长汽转债”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十六日

**评级观点：**中诚信国际维持长城汽车股份有限公司（以下简称“长城汽车”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“长汽转债”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司领先的市场地位、很强的关键零部件自制能力、持续提升的经营业绩和畅通的融资渠道等方面优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到汽车行业景气度回暖情况仍有待关注、公司对单一产品依赖度较高、债务规模增长、财务杠杆上升以及存放于长城滨银款项规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

长城汽车（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,130.96	1,540.11	1,754.08	1,749.40
所有者权益合计（亿元）	543.99	573.42	621.28	648.39
总负债（亿元）	586.97	966.70	1,132.80	1,101.01
总债务（亿元）	176.01	382.51	478.14	559.55
营业总收入（亿元）	962.11	1,033.08	1,364.05	336.19
净利润（亿元）	45.31	53.62	67.25	16.32
EBIT（亿元）	52.74	64.90	79.54	--
EBITDA（亿元）	98.99	113.69	135.47	--
经营活动净现金流（亿元）	139.72	51.81	353.16	-114.72
营业毛利率(%)	16.22	17.21	16.16	17.18
总资产收益率(%)	4.69	4.86	4.83	4.55
资产负债率(%)	51.90	62.77	64.58	62.94
总资本化比率(%)	24.45	40.01	43.49	46.32
总债务/EBITDA(X)	1.78	3.36	3.53	--
EBITDA 利息倍数(X)	56.98	43.20	28.73	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

## 正面

■ **市场地位领先。**公司是国内知名的 SUV 生产企业和皮卡生产制造企业之一，SUV 产品连续多年国内销量第一，皮卡车型连续 24 年国内、出口销量第一，市场地位领先。

■ **关键零部件自主配套能力很强。**公司通过垂直整合掌握汽车核心技术，已实现发动机、变速器、底盘、电器、内外饰件及模具等产品自制，可有效控制生产成本和产品质量，缩短产品生产周期，加强规模效益和协同效应。

■ **经营业绩持续提升。**2021 年，公司营业总收入和净利润规模均同比大幅增长，受益于盈利水平持续提升，经营活动净现金流亦同比增强。

## 同行业比较

部分汽车制造企业 2021 年（末）主要指标对比表（亿元、%）					
公司简称	资产总额	资产负债率	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
比亚迪	2,957.80	64.76	2,161.42	39.67	654.67
长城汽车	<b>1,754.08</b>	<b>64.58</b>	<b>1,364.05</b>	<b>67.25</b>	<b>353.16</b>

注：“比亚迪”为“比亚迪股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
长汽转债	AAA	AAA	2021/05/17	35.00	34.99	2021/06/10~2027/06/10	回售条款，赎回条款，特别向下修正条款

注：债券余额为 2022 年 3 月末数据。

■ **融资渠道畅通。**公司为 A+H 股上市企业，拥有畅通的直接融资渠道。同时，公司长期以来与金融机构保持了良好的合作关系，截至 2021 年末，公司共获得授信总额 849.11 亿元，其中未使用额度 668.78 亿元，备用流动性充足。

## 关注

■ **汽车行业景气度回暖情况仍有待关注。**2021 年以来，虽然汽车行业有所回暖，全年汽车销量自 2017 年以来首次攀升，但未来行业发展依旧面临不确定性，仍需对汽车行业景气度的回升情况保持持续关注。

■ **对单一产品较为依赖。**2021 年，公司汽车总销量为 128.10 万辆，其中哈弗 H6 销量占比接近 29%，经营业绩对单一产品的销售依赖程度仍较高。

■ **债务规模增长，财务杠杆上升。**随着公司加大材料采购量及票据支付规模，加之在建项目推进，总债务逐年增长，财务杠杆比率亦有所上升。未来公司较大规模的研发投入和营销支出仍存在一定的资金需求，债务规模或将维持高位。

■ **存放于长城滨银款项规模较大。**2019 年 6 月起，天津长城滨银汽车金融有限公司（以下简称“长城滨银”）不再纳入公司合并范围。截至 2021 年末，公司存放于长城滨银的款项为 79.56 亿元，中诚信国际将对该款项保持关注。

## 评级展望

中诚信国际认为，长城汽车股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业景气度影响，公司销量大幅下滑，盈利水平及获现能力持续大幅弱化，流动性压力大幅上升等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至 2021 年末，公司已使用长汽转债募集资金 6.08 亿元用于新车型研发项目，尚有 28.80 亿元募集资金未动用，预计于 2023 年 12 月 31 日或之前使用。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

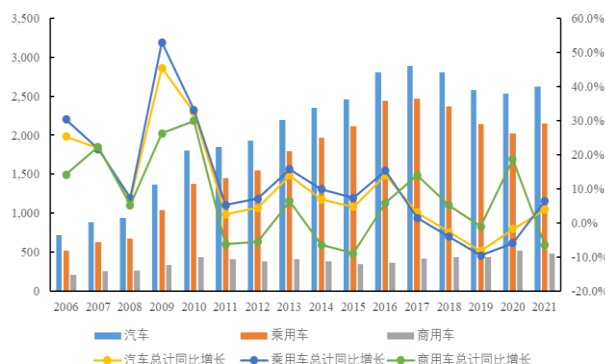
**得益于国内持续的促进消费政策和出口市场向好，2021年我国汽车市场需求整体回升，扭转了过去三年持续下滑的趋势，预计2022年全年整体产销量或将进一步恢复，但芯片供应、局部疫情及商用车前期消费透支等因素将对其造成制约，预计全年汽车产销量仍难以恢复至前期很高水平**

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系。随着行业发展，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国，产量占全球比重亦由2005年的8.59%升至2020年的32.5%。

2021年以来，中国国民经济稳定恢复，在持续的促进消费政策的带动下，国内汽车市场需求不断释放，同时疫情及国际市场恢复背景下国内完整的汽车工业产业链及产品综合水平的提升令汽车出口快速增长，当年我国汽车产量、销量和出口量分别同比增长3.4%、3.8%和101.1%至2,608.2万辆、2,627.5万辆和201.5万辆，均超过疫情前2019年同期水平，扭转了过去三年持续下滑的趋势。不过，近年来全球半导体行业产能投资相对保守且汽车芯片领域的投资更加不足；疫情导致消费电子芯片市场增长抢占了部分汽车芯片产能；2020年中境外疫情爆发、2021年以来日本地震及美国暴风雪和马来西亚局部疫情加剧等不可抗力因素使得半导体

生产企业出现减产、停产。上述因素造成汽车芯片供应不足且芯片短缺矛盾在2021年凸显。受此影响，我国汽车产销量在4~8月连续5个月环比下降；9月以来芯片短缺的情况虽不断好转，但订单仍无法满足。据预测机构AutoForecast Solutions的数据，截至2021年12月19日，全球汽车市场累计减产约1,023.2万辆，其中中国汽车市场累计减产198.2万辆。AutoForecast Solutions预计受制于芯片短缺，2021年全球汽车累计减产1,131万辆。此外，9月份以来全国多个省份实行的有序用电政策亦对国内汽车生产带来一定影响。由于生产不足，我国汽车企业库存大幅下降，截至2021年末，乘用车和商用车库存分别较2020年末下降12.56%和24.17%至55万辆和29.5万辆；根据中国汽车流通协会披露的汽车经销商库存预警指数，2021年各月值均低于2019及2020年同期值，亦表明2021年汽车市场需求回升，汽车供应较前期趋紧。

图1：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

**乘用车方面，**近年来，我国乘用车市场增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，且2020年乘用车市场受新冠肺炎疫情影响呈前低后高态势。2021年一季度，受上年同期疫情爆发、刺激消费政策效果显现及疫情控制后积累的需求释放等影响，乘用车各月销量同比大幅增长；但芯片短缺逐步对行业生产造成明显影响，5~11月国内乘用车各月销量同比均有所下滑，随着芯片问题逐步缓解等，12月国内乘用车销量同比上升。综合影响下，2021年乘用车累计销售2,148.2万辆，同比增长6.5%，亦较疫情前2019年

销量增加 3.80 万辆。

**商用车方面**，虽然 2020 年 3 月以后随着疫情逐步得以控制、电商物流等企业复工复产、重大项目陆续开工加速扩张运力需求，卡车市场持续升温，同时国三车辆淘汰、治超罚超趋严及“大吨小标”治理等政策加快实施，进一步刺激商用车更新需求的释放；但 2021 年以来，受排放法规切换及前期消费透支等影响，商用车销量同比下降 6.6% 至 479.3 万辆，其中货车为主要拉降因素，同期销量同比下降 8.5% 至 428.8 万辆。但好于疫情前各年水平。

**重卡方面**，受周期性复苏、市场需求回暖及治超罚超导致单车运力下降等因素影响，我国重卡市场整体保持增长态势。2020 年尽管疫情对一季度重卡销量造成较大负面影响，但受益于国三加速淘汰、高速公路收费标准改变、治超常态化及基建项目陆续开工等多重因素，4 月以来重卡市场连续刷新当月销量的历史记录，全年重卡市场累计销售 162.3 万辆，同比增长达 38.25%。2021 年上半年重卡市场延续上年的高景气行情；但受重型柴油货车国六排放法规于 2021 年 7 月 1 日正式实施令前期消费透支及油气价持续高位影响，下半年销量大幅收窄，全年重卡累计销售 139.5 万辆，预计上述因素仍将持续影响 2022 年内重卡市场。

**新能源汽车方面**，我国先后出台了新能源补贴及双积分等政策促进行业持续发展。在国家的大力扶持下，2019 年以前我国新能源汽车保持了高速发展态势。2019 年 7 月以来，受补贴退坡及排放标准切换带来的燃油车打折促销挤占市场等因素影响，新能源汽车市场月销量持续大幅下降，市场进入调整期。为促进新能源汽车消费、支持新能源汽车产业发展，2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，原则上 2020~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20% 和 30%，加大对公共交通及特定领域电动化支持，2020 年补贴标准不退坡，2021~2022 年

补贴标准分别在上一年基础上退坡 10% 和 20%，补贴退坡力度和节奏有所放缓。2021 年工信部、商务部、农业部和国家能源局综合司发布《关于开展 2021 年新能源汽车下乡活动的通知》，在政策利好和自主消费意愿驱动下，全年新能源汽车产销分别达到 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比增长 159.5% 和 157.5%。短期看，2022 年为新能源汽车补贴和免征购置税政策实行的最后一年，有望推动新能源车购置需求的提前释放，加之自主消费意愿的提升，预计 2022 年新能源汽车销售仍将保持较快增长，但 2022 年以来，部分地区新冠疫情有所反复使得新能源汽车产业链生产受阻，产能利用率有所下降，后续复工复产情况仍有待观察。

总体来看，我国乘用车和商用车市场景气度持续分化。受益于汽车扶持政策和刺激消费举措等，乘用车市场逐步恢复，2021 年车企销量及盈利水平整体上行，其中新能源汽车市场增长明显；商用车市场则存在较大波动，2020 年至 2021 年上半年市场恢复明显，2021 年下半年以来需求下滑，盈利水平亦随之波动。预计 2022 年汽车行业销量仍将呈增长态势，盈利亦将进一步修复，但芯片短缺、局部性疫情短期内仍将对汽车行业造成不利影响。

### 公司是我国知名的 SUV 和皮卡制造企业之一，2021 年受益于整车销量的增长，营业总收入大幅上升

公司是中国知名的 SUV 和皮卡制造企业之一，旗下拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克和长城皮卡五大整车品牌，产品涵盖 SUV、轿车和皮卡三个品类。截至 2021 年末，保定创新长城资产管理有限公司持有公司 55.38% 股权，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人魏建军。

**表 1：截至 2021 年末主要子公司及持股情况**

全称	简称	持股比例
重庆哈弗汽车有限公司	重庆哈弗	100.00%
重庆市永川区长城汽车零部件有限公司	重庆零部件	100.00%
精诚工科汽车系统有限公司	精诚工科	100.00%
蜂巢易创科技有限公司	蜂巢易创	100.00%
曼德电子电器有限公司	曼德电子电器	100.00%
诺博汽车系统有限公司	诺博汽车系统	100.00%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

汽车销售为公司收入的主要来源，受益于公司整车产销量的增长，尤其是以新能源车为主的轿车销量拉动，2021年该板块收入同比增长31.30%。零配件业务主要为内部整车提供配套服务，随着外部业务的开展，近年来该板块收入稳定增长。此外，公司将工厂交货模式的运输服务收入按市场交易价格单独计入提供劳务板块，2021年该板块收入同比小幅提升。2022年一季度，受芯片供应紧张及疫情散发等因素影响，公司整车销量较上年同期下降16.32%；但得益于公司集中优势资源、加大高价值车型的产销力度，当季营业总收入同比增长8.04%至336.19亿元。

**表 2：近年来公司主要板块收入情况（亿元）**

板块	2019	2020	2021
汽车销售	862.51	923.86	1,213.07
零配件销售	42.93	51.41	68.72
模具及其他	6.52	12.33	21.98
提供劳务	25.85	26.91	30.61
其他业务	24.30	18.57	29.67
<b>合计</b>	<b>962.11</b>	<b>1,033.08</b>	<b>1,364.05</b>

注：其他业务包括利息、手续费及佣金收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司整车产能持续提升，规模优势较为突出，关键零部件自主配套能力很强，有助于降低产品成本及发挥协同效应

近年来公司生产基地数量及产能不断增长，截至2021年末，公司拥有保定（含徐水工厂）、重庆、泰州、俄罗斯、平湖、天津及日照七家已投产工厂，设计产能为144万辆/年，产能规模行业领先，且均为柔性生产线，可同时生产多款车型。此外，公司在泰国、巴西等地亦建立了全工艺整车生产基地，未来产能规模有望进一步扩大。

2021年，公司综合产能利用率超过90%，较以往年份持续提升，其中平湖和日照均为当年新投产工厂。天津工厂主要生产M6、F7、欧拉白猫等车型，由于车型相对较老，造成产能利用水平较低；同时，日照和平湖工厂投产时间较短，导致其产能利用率较低；此外，受芯片供应紧张等因素影响，

俄罗斯工厂产能利用情况亦有提升空间，中诚信国际将持续关注上述工厂产能利用率的改善情况。

**表 3：截至 2021 年末公司整车产能分布情况（万辆/年、%）**

工厂名称	设计产能	报告期内产能	产能利用率
保定（含徐水）	60	70.51	117.52
重庆	16	21.20	132.51
泰州	10	12.23	122.29
俄罗斯	8	3.95	49.38
平湖	10	3.16	31.63
天津	30	18.88	62.92
日照	10	0.55	5.50
<b>合计</b>	<b>144</b>	<b>130.48</b>	<b>90.61</b>

注：设计产能按照250天双班16小时计算得出。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司通过垂直整合掌握汽车核心技术，已实现发动机、变速器、底盘、电器、内外饰件、模具等产品自制，可有效控制汽车生产各环节的生产成本和产品质量，并有助于公司缩短产品生产周期，相应降低产品成本。公司整车生产基地均配有零部件工厂，近年来通过技术改造，零部件产能有所提升。截至2021年末，公司发动机产能达178万台/年，传统变速器产能达155万台/年，混动变速器产能达15万台/年，自制零部件约占采购总额的50%以上。公司生产的零部件在满足自用基础上，进行对外销售，但目前外销比例较低。

**表 4：截至 2021 年末四大零部件子公司概况**

公司名称	主要产品	设计产能
蜂巢易创	发动机、变速器	约150万台套
诺博汽车系统	座椅等内饰件	约200万台套
精诚工科	汽车底盘、车身覆盖件、发动机壳体、模具	约150万台套
曼德电子电器	线束、灯具、空调	约200万台套

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司外购原材料和零部件的主要供应商均为行业内龙头企业，目前与博世、大陆、法雷奥、哈曼等国际一流供应商均建立了深度合作关系。外采集中度方面，2021年公司前五大供应商采购额合计为100.84亿元，合计占比为8.85%，不存在对单一供应商的依赖。结算方面，公司采用电汇和银行承兑汇票结算，其中电汇占比约三分之一、银行承兑汇票占比约三分之二，而部分原材料如钢材、贵金属、电池等按月结算。



2021年以来，公司整车产能规模持续提升，并具有较完整的产业链布局和较高的关键零部件配套自给率，有利于加强规模效益和协同效应，增强抵御市场风险能力。

**公司在国内 SUV 和皮卡市场地位领先，2021 年新能源轿车领域拓展情况较好，带动当年总销量持续提升，但目前对单一产品依赖度仍较高；2022 年以来，整车产销量受芯片供应紧张和疫情影响较大**

目前，公司拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克和长城皮卡五个整车品牌，产品涵盖 SUV、轿车（主要

为新能源车）和皮卡三个品类。公司采用以销定产的生产模式，产销率一直处于较高水平。2021 年以来，随着疫情影响有所减弱、消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，汽车行业加速回暖，同时公司推出的新车型受到认可，当年销量同比增长 14.79%，销量位列国内市场（按集团）第八名。2022 年一季度，芯片供应紧张和国内散发疫情导致产业供应链受到较大影响，公司整车产销量分别为 28.59 万辆和 28.35 万辆，分别同比下滑 14.16% 和 16.32%，后续整车供应链稳定性及复工复产情况需保持关注。

表 5：近年来公司整车产销量情况（万辆）

车型	2019		2020		2021	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
SUV	87.07	85.23	83.70	82.90	91.26	90.72
皮卡	17.07	16.49	23.01	22.87	24.23	23.71
轿车	4.54	4.15	5.70	5.82	13.68	13.67
<b>合计</b>	<b>108.68</b>	<b>105.86</b>	<b>112.40</b>	<b>111.59</b>	<b>129.17</b>	<b>128.10</b>
其中：内销	--	99.32	--	104.70	--	114.11
出口	--	6.54	--	6.89	--	13.99

注：合计数因四舍五入处理存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

分车型来看，公司在 SUV 市场谱系丰富，车型尺寸覆盖小型、紧凑型、中型和大型四类，价格区间涵盖低、中、高三档。根据中国汽车工业协会数据显示，公司 SUV 连续十余年排名国内 SUV 销量第一，2021 年市场占有率在 9% 左右，长城汽车在 SUV 领域具有突出的产品认可度。

目前公司拥有哈弗、魏牌和坦克三大 SUV 品牌。哈弗系列中哈弗 H6 一直为公司销量最高的车型，在市场上具有突出的性价比优势，市场认可度极高，截至 2021 年末，哈弗 H6 累计 102 个月在 SUV 市场销量排名第一。但由于哈弗 H6 上市时间较早，公司新推出的三代 H6 销量贡献时间较短，叠加新冠疫情影响，近年来销量有小幅下滑。魏牌系公司的豪华 SUV 品牌，2021 年推出拿铁、摩卡等新款车型，促进了公司产品结构的改善，但目前销量处于低位，中诚信国际将对公司魏牌产品后续销量改善情况保持关注。坦克于 2021 年正式独立运营，系公司新推出的潮玩越野 SUV 品牌，全面覆

盖从紧凑型到中大型的全尺寸高端越野 SUV 市场，累计销量已突破 10 万台。

中诚信国际注意到，2021 年哈弗 H6 销量在公司总销量中占比接近 29%，相比上年有所下降，但公司对单一产品依赖度仍较高，且中高端产品市场认可度尚不及合资品牌和进口品牌，后续产品结构及销售策略有待进一步优化。

表 6：截至 2021 年末公司 SUV 在售车型情况

品牌	类型	上市时间	指导价（万元）	
哈弗	哈弗 H6	紧凑型	2011.8	10.32-14.10
	哈弗 H9	大型	2014.11	20.98-27.28
	哈弗 M6	紧凑型	2017.7	6.60-8.20
	哈弗 F7	中型	2018.11	11.10-15.37
	哈弗初恋	紧凑型	2021.1	7.89-11.29
	哈弗大狗	紧凑型	2020.9	11.99-15.59
	哈弗赤兔	紧凑型	2021.5	9.98-12.38
	哈弗神兽	紧凑型	2021.12	13.00-16.70
魏牌	摩卡	中型	2021.5	19.28-22.88
	拿铁	紧凑型	2021.12	16.98-18.98
	玛奇朵	紧凑型	2021.8	15.58-16.98
	玛奇朵 PHEV	紧凑型	2021.11	17.88-18.98

坦克	坦克 300	中型	2020.12	17.58-21.38
克	坦克 300 城市版	中型	2021.7	20.00-23.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

皮卡是公司最早布局的产品，连续 24 年保持国内、出口销量双第一，市场地位稳固，且在同外资皮卡品牌的竞争中体现了很强的竞争实力。2021 年，长城炮在全球四大洲 50 余国上市，市场认可度高，上市两年销量突破 20 万辆，持续蝉联高端皮卡销量第一。受益于此，公司皮卡销量稳定增长。

轿车方面，公司生产的轿车主要为新能源汽车，车型主要为欧拉黑猫、欧拉白猫和欧拉好猫等。2021 年，受益于国内新能源汽车市场的快速发展，公司轿车销量亦同比大幅提升。

**表 7：近年来公司主要车型销量情况（万辆）**

品类	产品名称	2019	2020	2021
皮卡	风骏	13.05	12.11	10.51
	长城炮	1.83	10.76	12.79
SUV	哈弗 H1	0.30	--	--
	哈弗 H2（初恋）	3.79	1.80	6.90
	哈弗 H4	2.73	1.24	--
	哈弗 H5	0.27	0.38	--
	哈弗 H6	38.64	37.32	37.04
	哈弗 H7	1.27	0.69	--
	哈弗 H9	1.34	2.12	1.84
	哈弗 M6	11.88	16.50	11.12
	哈弗 F5（赤兔）	2.69	1.66	3.12
	哈弗 F7	14.08	10.30	5.75
	哈弗大狗	--	2.90	10.07
	哈弗神兽	--	--	0.67
	VV 系列	9.94	7.31	2.20
	P8	0.06	0.07	--
	摩卡	--	--	2.85
	玛奇朵	--	--	0.51
拿铁	--	--	0.27	
坦克 300	--	--	8.46	
轿车	长城 C30	0.31	--	--
	欧拉黑猫	2.85	4.60	6.35
	欧拉白猫	--	0.74	2.06
	欧拉 iQ	1.04	--	--
	欧拉好猫	--	0.15	5.09

注：P8、欧拉黑猫、欧拉白猫、欧拉 iQ 和欧拉好猫为新能源车型。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

定价策略上，公司依托产品品质及成本优势，采取高性价比的定价策略，在合资品牌竞争中价格优势明显，在自主品牌竞争中品质优势突出，巩固

了在 SUV、皮卡等细分市场的优势地位。

销售模式方面，公司主要采用经销模式。截至 2021 年末，公司旗下品牌服务网点已覆盖全国 31 个省市地区，其中哈弗品牌运营超 1,000 家 4S 店、超 1,500 家专营店，魏牌拥有 4S 店 300 余家，长城皮卡拥有 2,000 多家销售服务网点，欧拉品牌采用欧拉之家、体验店、商超店三种终端店模式，从一、二线市场向三、四线城市覆盖。结算方式方面，经销商以现金或银行承兑汇票支付货款，公司收到经销商预先支付的全款后，安排车辆发运。

海外销售方面，截至 2021 年末公司海外网点覆盖 170 余个国家和地区，受益于公司持续进行海外拓展，加之俄罗斯工厂产能爬坡，2021 年整车出口销量和收入规模均大幅上升。

整体来看，公司在国内 SUV 和皮卡市场地位领先，同时在新能源轿车领域持续发力，带动 2021 年销量大幅提升，但目前对单一车型销量依赖度仍较高，且 2022 年一季度受芯片供应紧张和疫情影响较大。

### 公司研发力度不断加大，现已形成全球化研发布局

研发环节，公司坚持精准研发，重点布局汽车清洁化、智能化、网联化领域，2021 年研发投入总额 90.67 亿元，较上年增幅超过 75%，占营业收入比重为 6.65%，投入力度不断加大；截至当年末，公司累计获得授权专利 10,410 件，其中授权发明专利 1,823 件、授权实用新型专利 5,644 件、授权外观设计专利 2,943 件。

公司是博士后科研工作站设站单位，截至 2021 年末，公司拥有研发人员达 2.11 万人，研发人员数量占公司总人数为 27.12%。研发设施方面，哈弗技术中心为国内规模最大整车研发中心之一，具备研发、试制、试验、造型、数据五大功能区域，实现了整车及零部件的研发布局。此外，公司整合全球研发资源，在美国、德国、日本、印度、奥地利和韩国均有设立研发中心和技术创新中心，形成了以中国总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的全球化

研发布局。

### 长城滨银的零售金融业务对公司主业形成支持，但公司存放于长城滨银的款项规模较大，且未将其纳入合并范围，中诚信国际将对该款项保持关注

长城滨银主要从事零售金融业务，借款人以通过特许经销商购买长城汽车的消费者为主，对公司主业形成一定支持。2019年6月，长城滨银股东会审议通过公司章程修订后，长城汽车与天津滨海农商行实施共同控制，长城滨银不再纳入公司合并范围。

2021年，长城滨银实现营业收入25.76亿元，净利润11.94亿元；截至2021年末，长城滨银总资产为487.37亿元，资产负债率为79.67%，注册资本为66.00亿元，公司持股比例为98.18%，表决权比例为50%。同期末，长城汽车存放于长城滨银的款项为79.56亿元<sup>1</sup>，长城滨银不良贷款率为0.26%，中诚信国际将对该款项的回收情况保持关注。

### 公司在建和拟建项目围绕汽车主业开展，未来仍将保持一定的资金需求

目前，公司在建项目主要为上饶整车项目及其他零部件产线改扩建工程，其中上饶整车项目计划总投资12.30亿元，设计产能16万辆/年，截至2021年末累计投资5.06亿元；拟建项目以大冶整车改造项目为主，计划总投资7.95亿元，设计产能8万辆/年。上述项目预计投产时间均为2022年12月，建成投产后，公司的产能规模优势将进一步增强。

中诚信国际注意到，目前公司在建项目尚需一定投入，同时考虑到每年较大规模的研发投入和营销支出，未来公司仍将保持一定的资金需求。

## 财务分析

以下分析基于经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年度审计报告以及未经审计的2022年

<sup>1</sup> 2021年12月31日，公司与长城滨银签订股东存款补充协议，确定了2022~2024年在长城滨银单日存款余额上限为127.00亿元。长城滨

一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际分析数据均采用各期财报期末数，并将其他流动负债中短期应付债券调至短期债务核算。

### 公司整体盈利能力很强，2021年营业毛利率受原料成本及运费影响略有下降，但投资收益和政府补助对利润提供了较好补充

公司主业突出，汽车销售是主要利润来源。2020年，受益于销量规模增长、销售组织结构改善影响，公司营业毛利率有所增加；2021年，由于将运输费用计入营业成本以及原材料价格上涨，营业毛利率小幅下降。2022年一季度，随着公司集中优势资源加大对盈利水平较好车型的产销力度，当期营业毛利率为17.18%，较上年小幅回升。

表 8：近年来公司主要板块毛利率情况(%)

	2019	2020	2021
汽车销售	14.80	15.62	14.89
零配件销售	41.66	40.33	35.01
模具及其他	21.58	30.04	24.40
提供劳务	21.20	20.76	16.97
<b>营业毛利率</b>	<b>16.22</b>	<b>17.21</b>	<b>16.16</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年，公司期间费用仍呈上升态势，但期间费用率随收入快速增长而略有下降。具体来看，智能化、电动化、新车型项目研发投入加大以及管理人员数量和股权激励费用增加，带动管理费用大幅上升；因银行存款利息收入及汇兑收益高于利息支出，财务费用为负；此外，销售费用随业务规模的扩大进一步增长。2022年一季度，以研发费用为主的管理费用保持在一定规模，带动公司期间费用率有所上升。

公司利润主要来自经营性业务利润，近年来保持较大规模。2021年，受部分工厂产量规模较小影响，同时因部分车型停产、工艺变更和设备老化等因素，公司增加计提存货跌价损失和固定资产减值准备，对利润构成一定侵蚀。但以政府补助为主的

银对公司存放于长城滨银的款项支付利息，2021年该笔款项形成的利息收入规模为3.26亿元。

营业外收益和以长城滨银利润为主的股权投资收益均有不同程度的增长，对公司利润形成了较好补充，当年利润总额较上年增幅超过 20%。2022 年一季度，公司盈利规模较上年同期略有弱化，利润总额和净利润均有小幅回落。

近年来，公司盈利指标较为稳定，2021 年受资产和收入规模扩大影响略有下降，但仍处于较好水平，整体来看盈利能力很强。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1-3
管理费用	46.72	56.20	85.33	25.01
销售费用	38.97	41.03	51.92	10.51
财务费用	-3.51	3.97	-4.48	2.91
期间费用合计	82.17	101.21	132.77	38.44
期间费用率(%)	8.54	9.80	9.73	11.43
经营性业务利润	53.44	53.51	55.74	11.60
资产减值损失	5.53	7.12	5.93	-0.25
投资收益	0.16	9.56	11.09	1.78
营业外损益	3.24	4.76	11.13	5.06
利润总额	51.01	62.27	74.82	18.47
EBITDA 利润率(%)	10.29	11.00	9.93	--
总资产收益率(%)	4.69	4.86	4.83	--

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司资产规模及资本实力不断提升，近年来维持高分红比例；2021 年财务杠杆进一步上升，债务期限结构有待改善

近年来，公司流动资产占总资产比重保持在 60% 以上，主要由货币资金、应收款项融资、存货和其他流动资产等构成。2021 年，公司整车销量增加且回款情况较好，货币资金规模大幅上升；同期，公司票据贴现成本较为优惠，已背书或贴现票据终止确认金额较高，使得当年末应收款项融资规模显著下降；其他流动资产主要为存放于长城滨银的款项，截至 2021 年末该款项金额为 79.56 亿元，中诚信国际将该款项持续关注；考虑到芯片供应紧张及大宗物资价格波动等因素，公司加大原材料储备，2021 年末存货规模进一步增长；此外，交易性金融资产以短期低风险理财产品为主。2022 年一季度，公司票据贴现大幅缩减，当期末应收款项融资

同比上升；同时，公司正常经营尚需一定规模的资金，带动货币资金、交易性金融资产均有不同程度的下降。

公司非流动资产主要包括固定资产、长期股权投资、无形资产和开发支出等。固定资产以房屋及建筑物、电子设备、机器设备等为主，受计提折旧影响，2021 年末规模有所下降；长期股权投资进一步上升，主要系合营企业长城滨银确认较大规模投资收益；随着公司研发形成的非专利技术增加，无形资产持续增长；开发支出系汽车开发项目研发投入资本化形成，2021 年公司研发投入同比大幅增长，带动开发支出亦实现较大涨幅。2022 年 3 月末，非流动资产主要科目基本保持稳定。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
应收款项融资	314.46	529.85	315.00	378.94
其他流动资产	113.44	115.80	98.13	100.96
货币资金	97.23	145.88	330.48	257.13
存货	62.37	79.93	142.38	168.10
交易性金融资产	43.63	48.26	60.46	18.13
<b>流动资产合计</b>	<b>685.02</b>	<b>993.99</b>	<b>1,083.66</b>	<b>1,055.77</b>
固定资产	297.43	286.09	274.41	266.47
长期股权投资	31.13	84.15	95.24	97.08
无形资产	48.11	57.82	73.17	77.74
开发支出	21.89	37.23	71.45	83.96
<b>非流动资产合计</b>	<b>445.94</b>	<b>546.13</b>	<b>670.42</b>	<b>693.63</b>
<b>总资产</b>	<b>1,130.96</b>	<b>1,540.11</b>	<b>1,754.08</b>	<b>1,749.40</b>

注：中诚信国际分析时将“合同资产”计入“存货”，将“使用权资产”计入“无形资产”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司以流动负债为主的负债总额逐年增长，2021 年受材料采购量增加影响，应付账款规模有所上升；同时，质押开票付款规模增加，带动当年末应付票据快速增长；此外，得益于货币资金充裕，公司长、短期借款规模均有所下降。从债务结构来看，公司有息债务规模持续上升，且短期债务占比较高，截至 2022 年 3 月末为 73.59%，债务期限结构有待改善。

所有者权益方面，得益于经营积累，近年来公司所有者权益规模呈上升态势。此外，近年来公司保持了一定的分红比例，现金分红占归属于上市公司

司普通股股东净利润比率在 50% 左右, 2021 年现金分红 (含税) 金额为 27.71 亿元, 分红比例较高, 中诚信国际将持续关注公司分红政策对所有者权益产生的影响。

**表 11: 近年来公司主要负债及权益情况 (亿元、%)**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	11.80	79.01	52.04	55.00
应付票据	100.21	166.56	268.09	319.65
应付账款	254.40	331.85	370.83	303.36
合同负债	46.04	80.28	73.88	67.54
其他流动负债	40.88	50.65	45.43	42.39
长期借款	12.06	107.77	86.56	114.07
<b>总负债</b>	<b>586.97</b>	<b>966.70</b>	<b>1,132.80</b>	<b>1,101.01</b>
短期债务	163.95	274.74	356.82	411.78
<b>总债务</b>	<b>176.01</b>	<b>382.51</b>	<b>478.14</b>	<b>559.55</b>
实收资本	91.27	91.76	92.36	92.36
未分配利润	383.46	409.95	418.93	435.27
<b>所有者权益合计</b>	<b>543.99</b>	<b>573.42</b>	<b>621.28</b>	<b>648.39</b>
资产负债率	51.90	62.77	64.58	62.94
总资本化比率	24.45	40.01	43.49	46.32

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

财务杠杆方面, 由于公司票据支付金额大幅增加, 2021 年以来财务杠杆水平进一步上升。考虑到未来公司较大规模的研发投入和营销支出仍存在一定资金需求, 杠杆比率或将维持现有水平。

**公司投资支出规模相对稳定, 2021 年经营获现金额显著增长, 对债务本息的保障能力随之增强, 货币等价物亦对短债偿还提供一定支持, 整体偿债能力仍处于较好水平; 2022 年一季度, 受票据贴现时点影响, 经营活动现金大额净流出**

近年来, 公司经营活动净现金流波动较大, 2021 年整车销量增加且票据背书或贴现规模较大, 经营活动现金流入规模大幅增长, 带动获现水平显著提升。投资活动主要以购买和赎回理财产品及新建、扩建生产线投入为主, 2021 年净流出规模相对稳定。筹资活动方面, 受偿还银行借款、分红支付资金等因素影响, 2021 年公司筹资活动现金由流入转为流出态势。2022 年一季度, 由于上年末票据贴现利率达到历史低点, 公司提前在 2021 年贴现了预计一季度到期的票据, 使得当期经营活动现金流

呈现大额净流出状态, 后续经营活动获现的改善情况值得关注; 受此影响, 公司亦在当期加大了外部融资力度, 筹资活动现金净流入规模较大。

受债务规模持续增长影响, 2021 年 EBITDA 对债务本息的保障能力有所减弱, 留存现金流覆盖总债务比重亦有下降。但随着经营获现水平的大幅提升, 经营活动净现金流对债务本息的保障程度明显增强, 货币等价物对短期债务的偿还亦提供了一定支持。整体来看, 公司偿债能力仍处于较好水平。

**表 12: 近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流 (亿元)	139.72	51.81	353.16	-114.72
投资活动净现金流 (亿元)	-158.02	-115.88	-111.75	13.35
筹资活动净现金流 (亿元)	39.44	113.68	-96.32	55.50
经营活动净现金流/总债务(X)	0.79	0.14	0.74	-0.82*
经营活动净现金流/利息支出(X)	80.43	19.69	74.89	--
总债务/EBITDA(X)	1.78	3.36	3.53	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	56.98	43.20	28.73	--
留存现金流/总债务(%)	38.49	18.41	12.04	--
货币等价物/短期债务(X)	0.86	0.71	1.18	0.75

注: 加“\*”指标经年化处理。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

**公司与多家金融机构保持良好的合作关系, 备用流动性充足, 直接融资渠道畅通, 且无对外担保及重大诉讼情况**

银行授信方面, 截至 2021 年末, 公司获得银行授信总额 849.11 亿元, 其中未使用额度 668.78 亿元, 备用流动性充足。此外, 公司作为 A+H 股上市企业, 直接融资渠道畅通。

截至 2021 年末, 公司受限资产账面价值合计 298.08 亿元, 约占期末总资产比重的 17%, 其中以各类保证金为主的受限货币资金 51.40 亿元, 用于质押开具应付票据及借款的应收票据 10.40 亿元、应收款项融资 226.38 亿元, 用于借款的长期应收款 9.12 亿元。同期末, 公司无对外担保及重大诉讼事项。

此外, 截至 2021 年末, 控股股东持有公司 55.38% 股权, 其中已质押股份占其持有公司股份比重为 17.21%。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料显示，2019~2022年5月7日，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

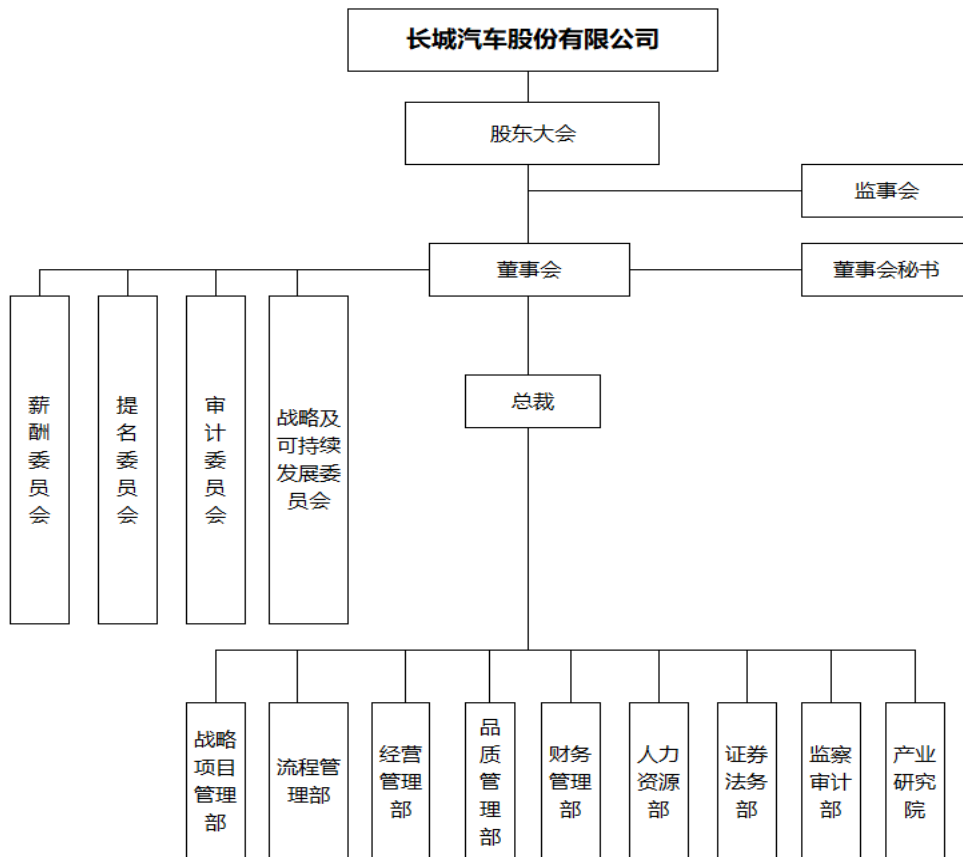
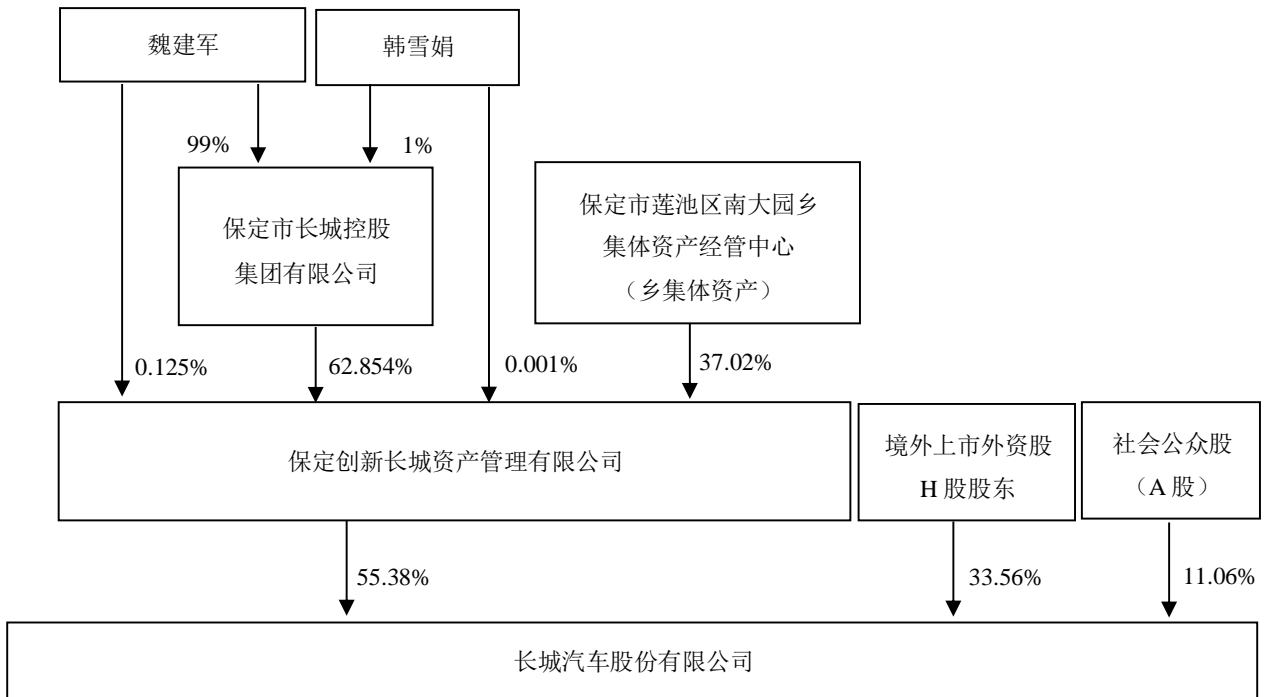
### 实际控制人对公司有极强支持意愿，但支持能力相对有限

除汽车整车与零部件板块外，公司实际控制人与控股股东还涉足动力电池、房地产、出行服务等领域，主要是围绕公司的汽车生产主业布局，目前还处于大规模扩张阶段，盈利能力较弱。动力电池产品背靠整车厂，前期以内销为主，主要供应公司的新能源汽车，随着研发的持续投入其排名在动力电池行业不断提升。房地产业务围绕汽车生产基地布局，以住宅为主，配套部分商业，土地来源为规划整车生产基地时同时取得的配套住宅及商业用地，土地获取成本相对周边地价具有一定优势，用于解决当地工作人员的住房问题，对外销售占比较小。总的来说，公司是实际控制人旗下业务板块的重要组成部分，实际控制人对公司有极强支持意愿，但支持能力相对有限。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持长城汽车股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“长汽转债”的债项信用等级为 **AAA**。

### 附一：长城汽车股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：长城汽车股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	972,331.27	1,458,846.44	3,304,756.09	2,571,291.91
应收账款净额	319,318.85	393,615.69	542,199.68	416,770.39
其他应收款	94,697.44	102,732.51	111,140.68	107,742.35
存货净额	623,719.39	799,293.42	1,423,845.38	1,680,976.94
长期投资	319,035.14	844,738.27	1,039,577.68	1,096,919.66
固定资产	2,974,330.96	2,860,922.20	2,744,138.89	2,664,671.95
在建工程	224,737.23	293,638.08	446,724.29	604,064.73
无形资产	481,065.59	578,226.78	731,739.98	777,441.41
总资产	11,309,640.95	15,401,149.06	17,540,802.06	17,494,003.77
其他应付款	248,128.68	411,696.93	486,709.45	462,236.45
短期债务	1,639,547.86	2,747,386.22	3,568,163.77	4,117,807.84
长期债务	120,565.57	1,077,720.52	1,213,243.70	1,477,692.09
总债务	1,760,113.43	3,825,106.74	4,781,407.47	5,595,499.94
净债务	787,782.15	2,366,260.30	1,476,651.38	3,024,208.02
总负债	5,869,717.96	9,666,964.30	11,327,953.78	11,010,110.81
费用化利息支出	17,371.14	26,315.09	47,155.39	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	5,439,922.99	5,734,184.76	6,212,848.28	6,483,892.96
营业总收入	9,621,068.88	10,330,760.72	13,640,466.30	3,361,929.94
经营性业务利润	534,439.98	535,089.66	557,390.36	116,023.90
投资收益	1,550.51	95,638.51	110,910.90	17,799.58
净利润	453,073.29	536,249.02	672,501.45	163,185.38
EBIT	527,426.78	649,043.82	795,365.61	--
EBITDA	989,856.22	1,136,855.95	1,354,718.69	--
经营活动产生现金净流量	1,397,230.24	518,123.29	3,531,567.32	-1,147,238.30
投资活动产生现金净流量	-1,580,168.43	-1,158,832.08	-1,117,474.56	133,531.74
筹资活动产生现金净流量	394,394.77	1,136,752.50	-963,210.77	555,002.24
资本支出	694,032.24	806,158.62	1,309,104.09	375,346.48
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	16.22	17.21	16.16	17.18
期间费用率(%)	8.54	9.80	9.73	11.43
EBITDA 利润率(%)	10.29	11.00	9.93	--
总资产收益率(%)	4.69	4.86	4.83	--
净资产收益率(%)	8.46	9.60	11.26	10.28*
流动比率(X)	1.25	1.22	1.13	1.18
速动比率(X)	1.14	1.13	0.98	0.99
存货周转率(X)	14.92	12.02	10.29	7.17*
应收账款周转率(X)	29.10	28.98	29.15	28.05*
资产负债率(%)	51.90	62.77	64.58	62.94
总资本化比率(%)	24.45	40.01	43.49	46.32
短期债务/总债务(%)	93.15	71.83	74.63	73.59
经营活动净现金流/总债务(X)	0.79	0.14	0.74	-0.82*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.85	0.19	0.99	-1.11*
经营活动净现金流/利息支出(X)	80.43	19.69	74.89	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	63.30	6.91	61.57	--
总债务/EBITDA(X)	1.78	3.36	3.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.60	0.41	0.38	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	56.98	43.20	28.73	--
EBIT 利息保障倍数(X)	30.36	24.66	16.87	--

注：1、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券调整至“短期债务”，将“使用权资产”计入“无形资产”，将“合同资产”计入“存货”；2、2022年一季度财务报表未经审计；3、加“\*”指标经年化处理。



### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象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。
<b>A</b>	受评对象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。
<b>BBB</b>	受评对象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。
<b>BB</b>	受评对象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>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，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。