

长城汽车股份有限公司公开发行 A 股可转换公司 债券信用评级报告



项目负责人：李 迪 dli@ccxi.com.cn

项目组成员：王文洋 wywang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 17 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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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，充分履行了实地调查和诚信义务，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 and 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.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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]5088D 号

长城汽车股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“长城汽车股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月十七日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
长城汽车股份有限公司	不超过 35 亿元（含 35 亿元）	6 年	每年付息一次，到期一次还本付息	用于新车型研发项目、汽车数字化研发项目

评级观点：中诚信国际评定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；评定“长城汽车股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了领先的市场地位、很强的核心零部件自制能力、较好的盈利能力、畅通的融资渠道及与宝马控股组建合资公司有利于公司技术和产品升级等方面的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波动、较为依赖单一产品、分红比例高、债务规模上升较快、以及存放于长城滨银款项的回收情况等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

长城汽车（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,118.00	1,130.96	1,540.11
所有者权益合计（亿元）	526.89	543.99	573.42
总负债（亿元）	591.12	586.97	966.70
总债务（亿元）	191.63	176.01	382.51
营业总收入（亿元）	992.30	962.11	1,033.08
净利润（亿元）	52.48	45.31	53.62
EBIT（亿元）	69.84	52.74	64.90
EBITDA（亿元）	108.72	98.99	112.94
经营活动净现金流（亿元）	196.98	139.72	51.81
营业毛利率(%)	16.69	16.22	17.21
总资产收益率(%)	6.28	4.69	4.86
资产负债率(%)	52.87	51.90	62.77
总资本化比率(%)	26.67	24.45	40.01
总债务/EBITDA(X)	1.76	1.78	3.39
EBITDA 利息倍数(X)	21.46	56.98	42.92

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理。

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 11 年销量国内市场第一，皮卡车型连续 23 年保持国内及出口销量第一，市场地位领先。

■ **核心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，相应降低产品成本。

■ **保持较好的盈利能力。**近年来，公司净利润虽受汽车行业景气度影响有所波动，但整体保持较好水平。

■ **公司与宝马控股签订合资协议，有利于公司技术和产品的升级，并将进一步完善公司在新能源领域的布局且加快公司国际化发展进程。**公司与宝马（荷兰）控股公司（以下简称“宝马控股”）组建合资公司光束汽车有限公司（以下简称“光束汽车”），双方各持有其 50% 股份，该项目于 2019 年 11 月正式启动，此次合资有利于公司技术和产品的升级，并将进一步完善公司在

新能源领域的布局且加快公司国际化进程。

■ **畅通的融资渠道。**公司为 A 股和 H 股上市公司，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 2020 年末，公司共获得授信总额为 806.04 亿元，其中尚未使用授信额度为 580.46 亿元。

关 注

■ **汽车行业景气度波动。**受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企等因素影响，近年汽车市场景气度下行；2020 年以来，受益于国内疫情逐步好转，前期积累的消费需求持续释放及多项促进消费政策效果逐步显现，汽车行业产销加速回暖。中诚信国际将持续关注汽车行业景气度波动对公司销售业务的影响。

■ **对单一产品较为依赖。**2020 年，公司汽车总销量为 111.59 万辆，其中哈弗 H6 销量占比达 33.44%，公司经营业绩对哈弗 H6 销售较为依赖，中诚信国际将对公司的产品结构改善情况保持关注。

■ **分红比例较高，不利于权益积累，且 2020 年债务规模上升较快。**公司每年现金分红占归属于上市公司普通股股东的净利润的比率在 50% 左右，分红比例较高，不利于权益积累。此外，2020 年公司债务大幅攀升，期末总资本化比率增至 40.01%。

■ **存放于长城滨银款项的回收情况。**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 2020 年末，公司存放于长城滨银的款项为 102.14 亿元，中诚信国际将对款项回收情况持续保持关注。

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。

同行业比较

2020 年部分整车制造企业主要指标对比表					
公司名称	汽车总销量（万辆）	资产总额（亿元）	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	净利润（亿元）
比亚迪	39.46	2,010.17	644.54	67.94	60.14
长城汽车	111.59	1,540.11	573.42	62.77	53.62

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

发行主体概况

公司成立于 1998 年 7 月，前身为保定长城汽车集团有限公司（以下简称“长城有限公司”）；2001 年 6 月，长城有限公司进行股份制改造，2003 年 5 月更名为长城汽车股份有限公司，并于同年首次公开发行 H 股上市；2011 年 9 月，公司成功在 A 股主板上市成功，股票代码 SH.601633。截至 2020 年末，公司股本为 91.76 亿元，保定创新长城资产管理有限公司（以下简称“保定创新”）持有公司 55.74% 股权，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人魏建军。

公司是中国知名的 SUV 制造企业之一，旗下拥有长城、哈弗、WEY 和欧拉四个品牌，产品涵盖 SUV、轿车和皮卡三个品类，以及相关主要汽车零部件的生产及供应。截至 2020 年末，公司拥有控股子公司 121 家，主要子公司为 2013 年及 2018 年设立的四大零部件制造公司、整车销售及零部件销售公司。

表 1：截至 2020 年末公司主要子公司

全称	简称	持股比例
重庆市永川区长城汽车零部件有限公司	永川零部件	100.00%
重庆哈弗汽车有限公司	重庆哈弗	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

本期债券概况

表 2：本次债券基本条款

	基本条款
债券名称	长城汽车股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
发行规模	本次拟发行可转债总额不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）
债券期限	本次可转债发行期限为 6 年
票面金额和发行价格	本次可转债票面金额 100 元，按面值发行
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

偿付方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
初始转股价格的确定	本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。
赎回条款	（1）到期赎回条款。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格提请股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 （2）有条件赎回条款。在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：①在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。
回售条款	（1）有条件回售条款。本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。 （2）附加回售条款。在本次发行的可转债存续期内，若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转债持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。
募集资金用途	本次可转债募集资金扣除相关发行费用后，全部用于新车型研发项目及汽车数字化研发项目，拟投入募集资金金额分别为 35 亿元和 0 元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP 同比增长 2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济

体。受低基数影响，2021 年经济增长中枢将显著高于 2020 年，全年走势前高后低。

2020 年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下 CPI 回落，需求疲弱 PPI 低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的 GDP 环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但 2021 年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020 年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021 年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020 年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021 年随着对地方政府债务管理的

加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020 年 12 月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在 2020 年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是 2021 年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021 年中国经济增长中枢将显著高于 2020 年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然 2021 年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

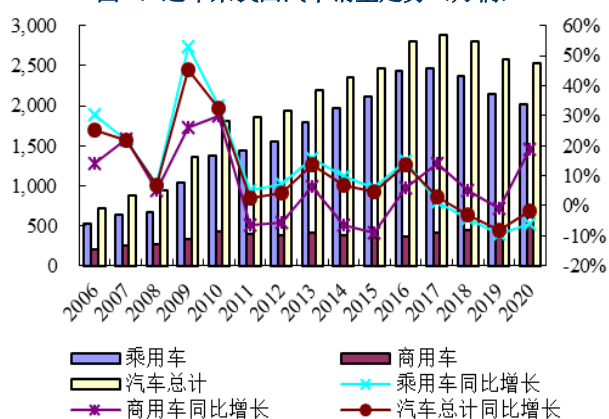
行业及区域经济环境

2020 年 3 月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求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；预计随着经济持续复苏、居民消费信心增强以及促消费政策的延续，我国汽车市场景气度有望回升

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、全系列的各类整车和零部件生产及配套体系。2006~2019年，我国汽车销量年均复合增长率达10.2%，产量占全球比重亦由2006年的10.6%升至2019年的28.5%，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国。

2020年3月以来，随着疫情在国内得到有效控制以及在国家及地方出台促进汽车消费政策的带动下，汽车企业生产经营状况逐渐恢复并持续好转，行业产销加速回暖，4月我国汽车单月销量同比增速已由负转正并于5月开始持续保持两位数的增长速度。2020年，我国汽车产销分别完成2,522.5万辆和2,531.1万辆，同比分别下降2.0%和1.9%，降幅收窄至2%以内。短期看，随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的带动，市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望触底回升。但中诚信国际也关注到，当前国际环境仍然复杂严峻，世界经贸复苏进程迟缓，或间接影响我国经济增长，同时近期出现的如芯片供应紧张等问题或将对汽车生产造成不利影响，行业生产节奏可能有所放缓。

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，2020年乘用车市场受新冠肺炎疫情影响呈前低后高态势。2020年以来，新冠肺炎疫情对乘用车市场冲击较大，汽车作为高价消费

品，具有购买决策周期长、必要的线下体验等特点，短期内疫情对乘用车销售的抑制作用明显。2020年1~2月我国乘用车产销分别完成163.1万辆和183.1万辆，产销量同比分别下降48.1%和43.6%。3月以来随着疫情影响逐渐减弱、消费需求逐步释放，乘用车市场逐步复苏，并从5月份开始持续正增长。2020年，乘用车产销分别完成1,999.4万辆和2,017.8万辆，同比下降6.5%和6.0%，降幅已大幅收窄。

商用车方面，2020年初，在春节假期叠加疫情影响下，商用车销量达近年来历史最低。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、重大工程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。2020年商用车市场产销双旺，产销量同比分别增长20.0%和18.7%。

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，2015~2019年年均复合增长率达到19.7%。2020年尽管疫情对一季度重卡销量造成了较大的负面影响，但4月以来，重卡月度销量不断增长；2020年，重卡市场累计销售突破160万辆，同比累计增长达37.9%。国三加速淘汰为此次销量超预期增长的主要驱动力，同时各地治超趋严、重卡标载状况持续改善、轻量化重卡需求增加及基建项目陆续开工等多重因素支撑了重卡市场的高景气度。**中诚信国际认为**，未来重卡市场将进一步向高端化和大马力趋势发展，随着电商和邮政快递业务的不断增长，物流运输需求将持续拉动重卡特别是牵引车市场快速发展，工程重卡市场则受新基建拉动亦将保持高景气度。

轻卡方面，2020年，轻卡市场实现销售219.8万辆，同比增长16.7%，占卡车市场份额约为43%，受重卡及牵引车增速较快影响市场份额有所下滑，但仍是卡车市场份额的最大细分市场。2020年以来，轻卡销量保持较高增速的主要原因如下：第一，

2020年7月24日，工信部、公安部、交通运输部、国家市场监管总局四部门联合发布了《关于开展货车非法改装专项整治工作的通知》，自2020年7月至2021年5月组织开展货车非法改装专项整治工作，严厉打击“大吨小标”，重点整治货车市场中存量最大的不合规蓝牌轻卡。第二、从2020年7月1日起，我国城市车辆（一般指柴油发动机）全面执行国六排放标准，市内运行的轻型环卫车及城市作业的轻型搅拌车、自卸车等工程类轻卡产生较大置换更新需求。第三、根据中国物流与采购联合会发布的2020年9月份中国物流业景气指数为56.1%，较上月回升3.9个百分点，物流业保持较高景气度运行，推动了轻卡市场的增长。第四、受海外疫情形势严峻影响，高端进口卡车销售受到抑制，国内中高端轻卡填补相关需求。第五、随着新能源汽车补贴新政在2020年4月23日的落地，新能源卡车（主要是纯电动轻卡）市场逐渐回暖，并从5月份开始保持正增长态势。此外，皮卡产品销量保持较高增速，进一步助推轻卡销量的持续上升。未来，在排放标准升级、环保标准趋严、城市物流车电动化与产品升级等因素的影响下，轻卡市场向高端化、专业化方向发展趋势明确，同时仍需关注经济形势和环保标准政策等因素对轻卡市场的影响。

总体来看，近年来我国汽车市场景气度持续波动。2020年3月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，行业产销加速回暖。中诚信国际认为，一段时间内预计政策刺激作用仍将持续，短期内我国汽车市场景气度有望回升，但仍应对市场需求的修复进度对汽车产销的影响保持关注。

业务运营

汽车销售为公司收入的主要来源，2019年，受汽车行业景气度下行、SUV市场竞争加剧以及执行新收入准则影响，该板块收入同比有所下降；2020

年，受益于公司整车产销量的增长，该板块收入同比增长7.11%。公司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，近年来该板块收入呈上升态势。公司利息收入主要来自长城滨银提供的汽车金融服务，2019年6月长城滨银不再纳入合并范围¹，该板块收入呈下降态势。此外，2019年，公司按照新收入准则，将承担的工厂交货模式的运输服务收入按市场交易价格从整车收入中剥离，计入提供劳务收入，当期公司提供劳务收入大幅增长；2020年，该板块收入同比小幅提升。

表3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2018	2019	2020
汽车销售	915.97	862.51	923.86
零配件销售	37.46	42.93	51.41
利息收入	13.89	10.31	--
模具及其他	4.61	6.52	12.33
提供劳务	9.57	25.85	26.91
手续费及佣金收入	0.41	0.71	--
其他业务收入	10.38	13.27	18.57
合计	992.30	962.11	1,033.08
占比	2018	2019	2020
汽车销售	92.31%	89.65%	89.43%
零配件销售	3.78%	4.46%	4.98%
利息收入	1.40%	1.07%	--
模具及其他	0.46%	0.68%	1.19%
提供劳务	0.96%	2.69%	2.60%
手续费及佣金收入	0.04%	0.07%	--
其他业务收入	1.05%	1.38%	1.80%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是我国知名的SUV和皮卡生产制造企业之一，产能规模优势较突出；公司关键零部件自给程度较高，有助于缩短产品生产周期及降低产品成本

近年来公司生产基地数量及产能不断增长，截至2020年末，公司拥有保定（含徐水工厂）、天津、重庆²、俄罗斯³及泰州⁴五大生产基地，设计产能为134万辆/年，产能规模行业领先，且投产产能全部为柔性生产线，可同时生产多款车型。2018~2020年，公司整车产能利用率分别为85.58%、87.47%和

¹ 长城滨银于2019年6月不再纳入合并报表范围，由公司控股子公司变更为合营企业。

² 重庆永川工厂于2019年8月建成投产。

³ 俄罗斯图拉工厂于2019年6月建成投产。

⁴ 泰州整车工厂于2020年11月正式投入使用。

83.88%，受新增产能及产量波动影响，产能利用率有所波动，但整体保持在较高水平。泰州生产基地于 2020 年新投产，其产能利用率处于较低水平；同时，受投产时间较短且市场处于逐步开拓阶段影响，公司俄罗斯生产基地产能利用率较低，中诚信国际将持续关注上述两个生产基地产能利用率改善情况。

表 4：2020 年末公司整车产能分布情况（万辆/年、%）

工厂名称	主要产品	设计产能	报告期内产能	产能利用率
保定（含徐水）	皮卡、轿车、哈弗系列、WEY 系列	70	63.98	91.40
天津	哈弗 H6、M6 等	30	35.06	116.87
重庆	长城炮	16	11.34	70.89
俄罗斯	哈弗 H9、哈弗 F7、哈弗 F7x	8	1.56	19.44
泰州	欧拉好猫等	10	0.47	4.67
合计	--	134	112.40	83.88

注：公司整车厂周边均有零部件厂配套，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 and 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以满足公司整车的生产需求；近年来，通过技术改造，公司零部件产能有所提升。截至 2020 年末，公司发动机产能达 180 万台/年，变速器产能达 135 万台/年。目前公司自制零部件约占采购总额的五成以上。此外，2018 年，公司对零部件采购业务进行垂直整合，设立四大零部件子公司，促使零部件业务独立开放，实现市场化运营。公司生产的零部件在满足自用基础上，进行对外销售，目前外销比例较低。

表 5：截至 2020 年末四大零部件公司概况

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

公司还与博世、采埃孚、奥托立夫、博格华纳等国际一流供应商建立了长期战略合作关系。供应商管理方面，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，根据品种不同，公司每一类零部件选择 1~5 家不等的供应商。公司在研发整车时，零部件厂商同公司同步进行前期研发和整车试验。从对外采购集中度来看，2020 年，公司前五大供应商采购额合计为 72.29 亿元，合计占比为 8.18%，公司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，付款时间一般是到货后 60~90 天，而部分原材料如钢材、贵金属、电池等按月结算。

中诚信国际认为，公司汽车产能水平较领先，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，有利于规模效益和协同效应的发挥，增强抵御市场风险能力。

受益于新车型的持续推出等因素，2019 年以来公司汽车总销量在汽车行业景气度整体下行的背景下仍有所提升，但对单一产品依赖程度依然较高

目前，公司拥有长城、哈弗、WEY 和欧拉四个品牌，产品涵盖皮卡、SUV 和轿车（主要为新能源车）三个品类。公司采用以销定产的生产模式，产销率处于较高水平。2019 年，受益于新车型的推出，公司汽车销量在汽车行业景气度下行背景下仍同比小幅增长。2020 年 3 月以来，随着疫情影响逐步减弱、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，同时公司内部组织结构变革、文化升级，加之下半年推出的新车型受市场普遍认可，当期销量同比提升 5.41%，销量位列国内市场（按集团）第八名。

表 6：近年来公司整车产销量情况（万辆）

车型	2018		2019		2020	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
SUV	86.98	88.41	87.07	85.23	83.70	82.90
皮卡	14.37	14.62	17.07	16.49	23.01	22.87
轿车	1.40	1.34	4.54	4.15	5.70	5.82
合计	102.74	104.37	108.68	105.86	112.40	111.59
其中：内销	--	99.86	--	99.32	--	104.70
出口	--	4.51	--	6.54	--	6.89

注：分项加总数与合计数不等，系四舍五入所致。

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。受 SUV 市场下行及行业竞争加剧影响，近年来公司 SUV 销量呈下降态势。尽管如此，根据中国汽车工业协会数据显示，公司 SUV 连续 11 年排名国内 SUV 销量第一，2020 年市场占有率为 8.77%。**中诚信国际认为**，公司在 SUV 领域具有突出的产品认可度。

具体来看，公司拥有哈弗和 WEY 两大 SUV 品牌。哈弗系列中哈弗 H6 一直为公司销量最高的车型，主要面向 8~12 万元级的 SUV 市场，在该市场上具有突出的性价比优势，市场认可度极高。截至 2020 年末，哈弗 H6 累计 91 个月在 SUV 市场销量排名第一。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，叠加新冠肺炎疫情影响，近年来销量呈下滑态势。哈弗 H2 受车型上市时间久、产品老化，并且市场竞争进一步加剧影响，近年来销量不断下滑。哈弗 H4 受市场竞争加剧以及新车效应下降影响，近年来销量亦不断下滑。得益于极具竞争力的性价比，近年来哈弗 M6 销量持续提升。哈弗 F 系列主要针对年轻消费群体，其中哈弗 F7 自 2018 年 11 月上市以来，市场认可度较好，2019 年销量大幅提升，但 2020 年受新冠疫情及汽车行业竞争的影响，其销量有所下降。此外，哈弗大狗系公司于 2020 年 9 月推出的新车型，2020 年整体销量较好。

WEY 系公司于 2017 年推出的豪华 SUV 品牌，其推出促进了公司产品结构的改善。2018 年 5 月以来，SUV 市场景气度受经济环境影响下滑幅度较

大，同时 SUV 合资品牌下调售价，WEY 产品面临一定的竞争压力，近年来销量有所下滑。具体来看，公司 VV5 及 VV7 销量下滑幅度较大；VV6 作为 2018 年推出的全新车型，市场认可度较好，2019 年销量同比大幅上升，但 2020 年受新冠肺炎疫情及上市时间较长、尚未换代影响，其销量有所下滑。中诚信国际将对公司 WEY 产品销量后续改善情况保持关注。

中诚信国际关注到，哈弗 H6 销量占公司总销量的比重达 33.44%，公司业务对单一产品依赖度较高，且中高端产品市场认可度尚不及合资品牌和进口品牌。公司销售区域主要为三四线城市，2018 年以来，三四线城市房地产市场挤出效应凸显且宏观经济增速放缓，对公司产品的销售产生一定负面影响。

表 7：SUV 产品类型及价格区间（万元/台）

表 7：SUV 产品主卖及价格信息表（万元）				
品牌		类型	上市时间	售价（万元）
哈弗	哈弗 H1	小型	2014.11	指导价：5.49-8.29
	哈弗 H4	紧凑型	2018.3	指导价：7.90-11.50
	哈弗 H5	紧凑型	2010.6	指导价：10.78-13.68
	哈弗 H6	紧凑型	2011.8	指导价：10.32-14.10
	哈弗 H7	中型	2016.4	指导价：14.20-18.00
	哈弗 H9	大型	2014.11	指导价：20.98-27.28
	哈弗 M6	紧凑型	2017.7	指导价：6.60-8.20
	哈弗 F5	紧凑型	2018.9	指导价：7.98-13.00
	哈弗 F7	中型	2018.11	指导价：11.10-15.37
	哈弗初恋	紧凑型	2021.1	指导价：7.89-11.29
	哈弗大狗	紧凑型	2020.9	指导价：11.99-15.59
WEY	VV5	紧凑型	2017.8	指导价：12.58-14.78
	VV6	紧凑型	2018.8	指导价：14.80-17.50
	VV7	中型	2017.4	指导价：16.98-18.88
	坦克 300	中型	2020.12	指导价：17.58-21.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

皮卡业务是公司最早从事的业务，公司皮卡连续 23 年保持国内、出口销量双第一，市场地位稳固，且在同外资品牌皮卡的竞争中体现了很强的竞争实力。销量方面，2019 年以前，公司皮卡全部为风骏品牌；2019 年 8 月，公司推出皮卡车型全新品牌长城炮，作为皮卡进入 3.0 乘用车时代的首款产品，市场认可度高，销量表现较好，并持续蝉联高端皮卡销量第一；受益于此，2019 年以来，公司皮卡销量不断提升。

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。欧拉为 2018 年 8 月公司推出的独立品牌，受益于该品牌的推出，2019 年以来公司轿车销量不断增长。

表 8：近年来公司主要产品销量情况（万辆）

品类	产品名称	2018	2019	2020
皮卡	风骏	13.80	13.05	12.11
	长城炮	--	1.83	10.76
SUV	哈弗 H1	0.59	0.30	--
	哈弗 H2	10.61	3.79	1.80
	哈弗 H4	4.30	2.73	1.24
	哈弗 H5	0.77	0.27	0.38
	哈弗 H6	45.26	38.64	37.32
	哈弗 H7	2.14	1.27	0.69
	哈弗 H8	0.11	0	--
	哈弗 H9	1.46	1.34	2.12
	哈弗 M6	7.30	11.88	16.50
	哈弗 F5	2.35	2.69	1.66
	哈弗 F7	1.71	14.08	10.30
	哈弗大狗	--	--	2.90
	VV5	6.30	2.20	2.42
	VV6	1.85	5.77	3.19
	VV7	5.47	1.97	1.70
	P8	0.34	0.06	0.07
轿车	长城 C30	0.60	0.31	--
	欧拉黑猫	--	2.85	4.60
	欧拉白猫	--	--	0.74
	欧拉 iQ	0.35	1.04	--
	欧拉好猫	--	--	0.15

注：P8、欧拉黑猫、欧拉白猫、欧拉 iQ 和欧拉好猫为新能源车型；欧拉 iQ 于 2020 年内停产；长城 C30 已停产。

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 2020 年末，公司拥有上千家国内销售网点，覆盖全国 31 个省市地区。同期末，公司皮卡、哈弗和 WEY 的 4S 店数量分别为 725 家、773 家和 253 家，欧拉专营店数量为 108 家。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 100% 货款后，安排车辆发运。

海外销售方面，截至 2020 年末公司海外网点覆盖国家 60 个，全球销售网络 584 家，销售区域覆盖俄罗斯、澳大利亚、南非、智利、厄瓜多尔、沙特、阿联酋、马来西亚等国家核心城市核心商圈。近年来，受益于公司持续进行海外拓展，加之俄罗斯图拉工厂建成投产，整车出口收入规模不断上升。

中诚信国际认为，公司在国内 SUV 和皮卡市场地位领先，在汽车行业景气度下行背景下，能够保持较为稳定的销量。但中诚信国际也关注到，公司对单一车型销量依赖较高，且中高端产品市场认可度尚不及合资品牌和进口品牌。

公司历来重视新产品及新技术的研发工作，坚持精准投入且注重有效研发

在研发环节，公司坚持精准投入，不断追求行业领先。2019 年，根据国家发改委公布的《关于发布国家企业技术中心 2019 年评价结果的通知》，公司在汽车企业中排名第五。截至 2020 年末，公司在境内取得 6,912 项专利，在境外取得 110 项专利。公司是博士后科研工作站设站单位，截至 2020 年末，公司拥有研发人员达 1.93 万人，研发人员数量占公司总人数为 30.62%。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，在日本、美国、德国、印度、奥地利、韩国共设立了 6 个海外研发中心，打造以保定为中心的全球研发布局，不断完善丰富全球研发拓展。

2018~2020 年，公司研发投入（包含资本化）分别为 39.59 亿元、42.48 亿元和 51.50 亿元，研发投入不断加大。

2019 年 6 月起，长城滨银不再纳入合并范围，其开展的汽车金融业务仍围绕公司主业进行，对公司主业形成支持；中诚信国际将对公司存放于长城滨银款项的回收情况持续保持关注

2014 年，公司设立长城滨银⁵，主要从事零售金融业务，借款人是通过特许经销商购买长城汽车的消费者，涉及长城、哈弗、WEY 和欧拉品牌。2019 年 6 月，长城滨银召开股东会审议通过修改长城滨银章程；长城滨银章程变更后，股东大会表决机制有所变更，公司与天津滨海农商行对长城滨银实施共同控制，长城滨银不再纳入公司合并范围。截至 2020 年末，长城滨银注册资本增至 66 亿元，公司持股比例为 98.18%⁶。同期末，公司存放于长城滨银的款项为 102.14 亿元⁷，长城滨银不良贷款率为 0.28%，中诚信国际将对款项的回收情况持续保持关注。

战略规划及管理

公司在建项目围绕汽车主业开展，募投项目、研发投入和推广营销支出较大，未来公司仍将保持较大规模的资金需求；公司与宝马控股合资成立光束汽车，有利于技术和产品升级

公司未来将立足中国，面向全球开拓市场。生产布局方面，公司搭建“12+5”全球化生产布局，在国内已形成华北、华东、西南三大整车生产区域，完成国内“黄金三角”生产布局，保定、徐水、天津、永川、平湖、泰州、张家港、日照和荆门 9 个全工艺生产基地将全面覆盖国内市场；全球范围内，俄罗斯图拉工厂成为进军欧洲市场的桥头堡，

并连接厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯等 KD 工厂共同支撑起海外市场的发展。2020 年初，公司与通用汽车签署协议，将收购其位于印度和泰国的整车工厂，以此为契机进一步开拓全球市场；2020 年 11 月 2 日，公司已正式获得泰国罗勇工厂所有权，于印度拟购的整车工厂也在稳步推进。截至 2020 年末，公司在建项目主要为山东日照工厂，计划总投资 8.31 亿元，已投资 6.75 亿元。

表 9：2020 年末公司主要在建项目情况（亿元、万辆/年）

项目名称	计划总投资	已投资	设计产能	预计投产时间
山东日照	8.31	6.75	10	2021 年 5 月

注：加总数与合计数尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次可转债募投项目为新车型研发及汽车数字化研发项目。其中，新车型研发项目总投资额为 63.10 亿元，投资于长城汽车自主品牌的车型研发，其中包括 4 款 SUV 车型、2 款皮卡车型以及 3 款新能源车型；该项目不涉及新的土建工程，研发支出主要包括新车型研发涉及的专用资产投入、研发人员薪酬、材料、试验认证等。汽车数字化研发项目投资总额为 79.80 亿元，该项目投资于车路协同和自动驾驶软硬件一体化研发、汽车智慧云端服务产品研发、硬件算力平台研发、整车级 OS 系统产品研发，契合公司产业数字化发展方向，同时满足企业与产品同步升级更新换代的要求。本次拟公开发行 A 股可转债总额不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）。扣除发行费用后，募集资金拟全部投资于新车型研发项目。

公司还与宝马控股合资成立光束汽车，双方各持有 50% 股份，项目总投资 51 亿元，年标准产能 16 万台，项目建设期为 2020~2022 年。光束汽车注册资本为 17 亿元，截至目前公司对光束汽车实缴资本 5.5 亿元。按照规划，光束汽车的产品将按品

⁵ 截至 2020 年末，长城滨银的总资产为 403.93 亿元、所有者权益 87.08 亿元，全年实现营业收入 23.09 亿元、净利润 10.08 亿元。截至 2020 年末，长城滨银的贷款余额为 357 亿元。

⁶ 公司 2020 年 10 月 23 日召开股东大会审议通过《关于对天津长城滨银汽车金融有限公司增资暨关联交易的议案》，公司对长城滨银增资人民币 45 亿元。长城滨银注册资本将由 21 亿元增至 66 亿元，其中公司

出资人民币 64.8 亿元，持有长城滨银股权比例将由原来的 94.29% 变更为 98.18%，其余 1.82% 股权由天津滨海农商行出资。

⁷ 2020 年 10 月 23 日，公司召开董事会会议，审议通过了《关于长城汽车股份有限公司追加在天津长城滨银汽车金融有限公司存款暨关联交易的议案》，将在关联方长城滨银 2020 年存款上限提高至 117.00 亿元（追加金额为 2 亿元），2021 年存款上限提高至 127.00 亿元（追加金额为 27 亿元）。

牌分别进入宝马和公司各自的销售和服务网络，此次合资将有利于公司技术和产品升级，并将进一步完善公司在新能源领域的布局且加快公司国际化发展进程。此外，公司于 2021 年 3 月 29 日举办氢能战略全球发布会，并且发布了“氢柠技术”车规级氢动力系统全场景应用解决方案。公司计划在 2021 年推出全球首款 C 级氢燃料电池 SUV；2022 年并行氢燃料电池多种清洁应用项目群；2023 年实现主要系统集成商推广数量国内领先；2025 年实现全球氢能市场占有率前三。

中诚信国际关注到，公司在建及募投项目尚需一定投入，且公司每年保持较大规模的研发投入和推广营销支出，未来公司仍将保持较大规模的资金需求。

公司法人治理结构完善，较为完备的内控制度保障了各项业务的顺利运行

公司设股东大会，是公司的最高权力机构；设董事会，由 7 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 1 名；公司设总经理 1 名，由董事会提名，董事会聘任和解聘，每届任期三年，可连选连任。公司设监事会，由 3 人组成，设监事会主席 1 名，监事任期三年，可连选连任。公司设薪酬委员会、提名委员会、审计委员会和战略委员会，由董事会直接管理；此外，公司设立财务管理部、经营管理部、配套采购部、商品战略部等 11 个职能部门，法人治理结构完善。

公司还结合实际情况建立了一系列内部控制制度，涵盖财务管理、投资管理、内部控制管理、施工管理、原材料采购、市场营销、质量控制、信息披露等整个生产经营管理过程，并将内控制度贯穿经济责任考核之中，保证其有效执行，确保公司生产经营合法合规，财务运作规范安全。

具体来看，**资金管理方面**，目前公司对下属子公司的资金进行实时监控，未归集下属子公司资金，控股股东亦不归集公司资金。

投资管理方面，公司制定了《长城汽车股份有

限公司对外投资管理制度》，规定公司董事会有权批准投资额不超过最近一期经审计合并会计报表公司净资产 20% 的单个固定资产投资或长期投资项目；公司董事长有权批准投资额不超过最近一期经审计合并会计报表公司净资产 10% 的单个固定资产投资或长期投资项目。

筹资管理方面，公司制定了《长城汽车股份有限公司筹资管理制度》，规定公司及其子公司每年对其本年度负债结构、借款额度做出计划安排，提交内部有权机构审议通过，借款金额低于公司最近一期经审计合并会计报表净资产的 10%（含本数）由董事长批准，并在年度财务决算中进行报告；借款金额高于公司最近一期经审计合并会计报表净资产的 10% 但低于 30%（均不含本数），由董事会审议通过后执行。

关联交易方面，公司按照相关法律法规、规范性文件以及公司章程、关联交易管理制度等相关规定严格履行决策程序，并遵循公开、公允、合理的市场定价原则公平操作。公司日常关联交易方主要为长城控股（含直接或间接控制的公司及长城控股实际控制人担任董事的公司）、长城滨银及光束汽车，2020 年公司与长城控股及光束汽车的日常关联交易规模分别为 21.51 亿元和 2.30 亿元，在长城滨银单日存款余额最高值为 117.00 亿元，均未超过 2020 年日常关联交易金额上限。

中诚信国际认为，公司法人治理结构完善，较为完备的内控制度保障了各项业务的顺利运行。

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 2018~2020 年度审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据或当期数，并将其他流动负债中短期应付债券调至短期债务核算。

盈利能力

公司主营业务盈利能力很强，但仍需关注行业景气度下行、汇率波动等因素对公司盈利水平的影响

公司主业突出，汽车销售是公司主要利润来源。2019年，受SUV市场竞争加剧及市场景气度下降影响，为保障销量，公司降价促销力度较大，公司营业毛利率有所下降；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。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

板块	2018	2019	2020
汽车销售	15.77	14.80	15.62
零配件销售	38.98	41.66	40.33
利息收入	73.27	68.83	--
模具及其他	17.62	21.58	30.04
提供劳务	5.65	21.20	20.76
手续费及佣金	71.66	75.98	--
其他业务	26.97	13.73	18.57
营业毛利率	16.69	16.22	17.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用以管理费用、研发费用和销售费用为主，近年来公司期间费用及期间费用率呈增长态势。具体来看，2019年，受折旧摊销、修理费、咨询服务费增加影响，公司管理费用规模有所增加；2020年，公司管理费用规模进一步上升，主要系人员薪酬、咨询服务费同比增长所致。销售费用方面，2019年，公司执行新收入准则，将部分运输费用从销售费用重分类至提供劳务业务营业成本，带动销售费用同比下降14.83%；2020年，受产品销量上升影响，销售费用小幅增长。近年来，公司持续增大研发投入，研发费用规模呈增长态势。此外，公司财务费用规模较小，2018年及2019年因银行存款利息收入及汇兑收益高于利息支出，公司财务费用为负；2020年，受卢布贬值影响，俄罗斯子公司产生较多汇兑损失，加之公司债务规模增幅较大，财务费用同比大幅上升。

利润方面，公司利润主要来自经营性业务利润。2019年，受营收规模下滑及期间费用增加影响，公司经营性业务利润有所下滑；2020年，公司营业

总收入与营业毛利率有所增长，但期间费用亦有所增加，使得当期公司经营性业务利润较上年基本持平。公司营业外损益主要为获得的政府补助，近年来规模不断增长，对公司利润形成一定补充。投资收益方面，2018年，公司投资收益主要来自于理财产品收益；2019年，长城滨银于当年6月转为合营企业，下半年共为公司贡献了3.04亿元投资收益，但处置子公司⁸的净亏损以及终止确认贴现票据损失对公司的投资收益形成一定侵蚀；2020年，公司按权益法核算的投资收益包含长城滨银全年利润情况，因此当期公司投资收益同比大幅增加。

此外，公司针对存货及固定资产计提减值准备，对利润形成一定侵蚀。其中2019年，公司资产减值损失同比有所增长，一方面系部分车型停产、工艺变更及设备老化而计提的固定资产减值准备增加，另一方面系俄罗斯工厂在2019年下半年建成投产，产量产能尚处于爬坡期，单台分担的成本较高，可变现净值低于年末库存成本，故计提的存货跌价准备增加；2020年，继续受俄罗斯工厂产量规模较小影响，公司增加计提存货跌价损失，资产减值损失进一步增加。中诚信国际将对公司俄罗斯工厂的生产情况、海外客户拓展情况及其对公司盈利情况的影响保持关注。

近年来，公司EBITDA利润率整体较为稳定；总资产收益率受资产规模扩大及利润下降影响整体呈下降态势，但仍处于较好水平。整体来看，公司盈利能力较强。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
管理费用	16.76	19.55	25.53
研发费用	17.43	27.16	30.67
销售费用	45.75	38.97	41.03
财务费用	-4.94	-3.51	3.97
期间费用合计	75.01	82.17	101.21
期间费用率(%)	7.56	8.54	9.80
经营性业务利润	64.14	53.44	53.51
资产减值损失	3.18	5.53	7.12
投资收益	2.19	0.16	9.56
营业外损益	2.45	3.24	4.76

⁸ 包括天津共享汽车、哈弗租赁、欧拉信息、纷时科技。

利润总额	64.77	51.01	62.27
EBITDA	108.72	98.99	112.94
EBITDA 利润率(%)	10.96	10.29	10.93
总资产收益率(%)	6.28	4.69	4.86

注：资产减值损失含信用减值损失，损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来，公司资产规模及资本实力不断提升；2020 年以来，公司融资规模大幅增加，财务杠杆同比明显上升

公司资产以流动资产为主，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，近年来公司资产规模呈增长态势。应收款项融资方面，2019 年，公司将其他流动资产中的应收票据调整至应收款项融资科目核算⁹，使得期末应收款项融资同比大幅增长；2020 年下半年，公司产品销量有所增长导致银行承兑汇票形式收款增加，带动 2020 年末应收款项融资规模有所增加，由于融资成本相对较高，当期末公司保有较大规模的应收款项融资。公司其他流动资产主要为存放于长城滨银的款项，截至 2020 年末该款项金额为 102.14 亿元¹⁰，中诚信国际将对该款项持续保持关注。近年来，公司其他流动资产规模整体呈下降态势，主要系 2019 年公司将其其他流动资产中的应收票据调整计入应收款项融资核算所致。货币资金方面，近年来公司增加银行借款，货币资金规模呈上升态势。公司存货规模亦不断上升，系整车及零部件库存增加所致。此外，公司交易性金融资产主要为理财产品，近年来规模不断增长。公司一年内到期的非流动资产主要为长城滨银开展汽车金融业务产生的一年内到期的发放贷款和垫款，2019 年末因长城滨银不再纳入合并范围，该科目余额大幅下降；2020 年末，公司一年内到期的非流动资产同比有所增加，主要系融资租赁业务量增长¹¹带动一年内到期的融资租赁款增加所致。

⁹ 根据财政部 2017 年修订的《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》，公司管理应收票据的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标，因此，2018 年末公司将应收票据重分类至其他流动资产，原先以摊余成本计量的应收票据改按公允价值计量。

公司非流动资产主要为固定资产、长期股权投资、无形资产和开发支出等。公司固定资产主要为房屋及建筑物、电子设备、机器设备等，近年来其规模有所波动，主要系在建工程转固和计提折旧影响。长期股权投资方面，2019 年末公司长期股权投资规模大幅上升，主要系长城滨银不再纳入合并范围，转入长期股权投资科目核算所致；2020 年公司对长城滨银增资 45 亿元，期末长期股权投资规模大幅增加。公司无形资产主要为土地使用权和非专利技术，近年来其规模逐年增长，主要系公司通过内部研发形成的非专利技术增加所致。开发支出系公司的汽车开发项目研发投入资本化形成，近年来其规模受公司研发投入增加呈增长态势。在建工程方面，2019 年末公司在建工程同比有所减少，主要系俄罗斯工厂投产转固所致；2020 年末，公司增加工厂建设投资，在建工程规模有所增加。近年来，由于公司融资租赁业务量有所增长，其应收超一年期融资租赁款随之增加，使得公司长期应收款规模呈增长态势。

表 12：近年来公司主要资产及负债情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
应收款项融资	0.00	314.46	529.85
其他流动资产	339.45	113.44	115.80
货币资金	76.82	97.23	145.88
存货	44.45	62.37	74.98
交易性金融资产	31.78	43.63	48.26
一年内到期的非流动资产	124.41	8.08	18.85
其他应收款	6.52	9.47	10.32
流动资产合计	661.26	685.02	993.99
固定资产	289.94	297.43	286.09
长期股权投资	0.00	31.13	84.15
无形资产	33.91	48.11	57.82
开发支出	18.53	21.89	37.23
在建工程	44.06	22.47	29.36
长期应收款	1.46	12.95	24.45
非流动资产合计	456.74	445.94	546.13
总资产	1,118.00	1,130.96	1,540.11
短期借款	128.00	11.80	79.01
应付票据	42.05	100.21	166.56

¹⁰ 长城滨银对公司存放于长城滨银的款项支付利息，2020 年该笔款项形成的利息收入规模为 3.44 亿元。

¹¹ 公司融资租赁业务由子公司天津欧拉融资租赁有限公司负责运营，截至 2020 年末，公司租赁业务放款额为 47.7 亿元。

应付账款	251.96	254.40	331.85
合同负债	34.34	46.04	80.28
其他流动负债	12.15	40.88	50.65
长期借款	21.58	12.06	107.77
总负债	591.12	586.97	966.70
短期债务	170.05	163.95	274.74
总债务	191.63	176.01	382.51
短期债务/总债务	88.74	93.15	71.83
实收资本	91.27	91.27	91.76
盈余公积	56.29	57.56	61.75
未分配利润	366.20	383.46	409.95
所有者权益合计	526.89	543.99	573.42
资产负债率	52.87	51.90	62.77
总资本化比率	26.67	24.45	40.01

注：因 2018 年起公司执行新收入准则，部分预收车款重分类至合同负债科目核算；无形资产含使用权资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，近年来公司总负债规模整体呈增长态势。公司负债以经营性负债为主，主要为应付账款和合同负债等。应付账款方面，2019 年末，公司应付账款规模同比较为稳定；2020 年末，受材料采购量增加影响，公司应付账款规模有所上升。合同负债主要为公司将于下一年度确认为收入的预收车款，近年来其规模受预收车款规模增加影响而有所上升。

有息债务方面，2019 年以来，公司有息债务规模快速增长，以银行借款、应付票据和超短期融资券等为主。银行借款方面，2019 年末，因长城滨银不再纳入合并范围，公司短期借款规模大幅下降。2020 年，因第四季度产销量较前三季度大幅增长，公司增加日常资金储备以保证正常经营运转，同时由于银行借款成本相对较低，公司增加银行借款，导致期末长短期借款规模均大幅增加。近年来，公司增加质押开票的付款方式，应付票据规模呈上升态势。从债务结构来看，公司短期债务占比很高，债务结构有待改善。

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，2018~2020 年现金分红（含税）金额分别为 26.47 亿元、22.94 亿元和 25.69 亿元，公司每年现金分红占归属于上市公司普通股股

东的净利润的比率在 50%左右，分红比例较高，不利于权益的积累，中诚信国际将持续关注公司分红政策对公司所有者权益产生的影响。

财务杠杆方面，2018~2019 年末，公司资产负债率及总资本化比率保持在行业较低水平；截至 2020 年末，受增加较多银行借款影响，公司财务杠杆水平明显上升。

现金流及偿债能力

2018~2019 年公司经营获现能力较好，经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本息的保障能力较强；但 2020 年受票据托收减少影响，公司经营活动净现金流大幅下降，其对债务本息的保障能力有所弱化，但仍处于较好水平

近年来公司经营活动净现金流不断下降，其中 2019 年，由于销售商品收到的现金减少以及毛利降低，公司经营活动净现金流同比下降 29.07%，但仍处于较好水平；2020 年，公司应收款项融资规模增幅较大，使得经营活动净现金流同比大幅下降。公司投资活动主要是购买和赎回理财产品及新建、扩建生产线投入等，近年来净流出规模整体呈波动态势，主要系长城滨银于 2019 年 6 月转为合营公司，转出期末货币资金所致。近年来，受发行债券以及增加银行借款等影响，公司筹资活动现金由流出态势转为流入态势，且流入规模不断上升。

偿债指标方面，近年来，受债务规模增长、经营活动净现金流下降影响，公司现金流相关偿债指标整体有所弱化，但仍处于较好水平。受债务规模增幅相对较大影响，公司 EBITDA 对总债务的覆盖能力整体呈减弱态势。EBITDA 利息保障倍数方面，2019 年，受利息支出下降带动，公司 EBITDA 对利息的覆盖能力大幅提升；2020 年，受 EBITDA 增幅相对较小影响，公司 EBITDA 对利息的覆盖能力小幅弱化，但仍保处于较好水平。货币等价物/短期债务方面，2019 年，货币等价物的增长以及短期债务的下降使得公司货币等价物对短期债务覆盖能力大幅提升；2020 年，受债务规模增幅较大影响，公

司货币等价物对短期债务覆盖能力有所下降。整体来看，公司偿债能力仍保持较强水平。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020
经营活动净现金流（亿元）	196.98	139.72	51.81
投资活动净现金流（亿元）	-100.40	-158.02	-115.88
筹资活动净现金流（亿元）	-65.01	39.44	113.68
经营活动净现金流/总债务（X）	1.03	0.79	0.14
经营活动净现金流/利息支出（X）	38.88	80.43	19.69
EBITDA（亿元）	108.72	98.99	112.94
总债务/EBITDA（X）	1.76	1.78	3.39
EBITDA 利息保障倍数（X）	21.46	56.98	42.92
RCF/总债务(%)	44.55	38.49	18.41
货币等价物/短期债务（X）	0.64	0.86	0.71

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，且拥有直接融资渠道，备用流动性充足；公司无对外担保及重大诉讼情况

银行授信方面，截至 2020 年末，公司获得银行授信总额 806.04 亿元，其中尚未使用授信额度为 580.46 亿元，备用流动性充足。此外，公司作为 A+H 股上市公司，拥有直接融资渠道。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 182.95 亿元，占期末总资产的比重为 11.88%；其中货币资金受限金额为 9.97 亿元，系银行承兑汇票保证金、信用保证金等；质押的应收票据账面价值为 157.21 亿元，用于开具应付票据；质押的无形资产和长期应收款账面价值分别为 0.83 亿元和 14.95 亿元，用于长期借款。此外，控股股东保定创新持有公司 55.74% 股权，其中已质押股份占其持有公司股份的比重为 34.41%。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司无对外担保；同期末，公司无重大诉讼事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料显示，截至 2021 年 3 月 29 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一定支持意愿，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，前期将以内销为主，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产业布局，以住宅为主，配套部分商业，土地来源主要为规划整车生产基地时同时取得的配套住宅及商业用地。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一定支持意愿，但支持能力相对有限。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定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；评定“长城汽车股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于长城汽车股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

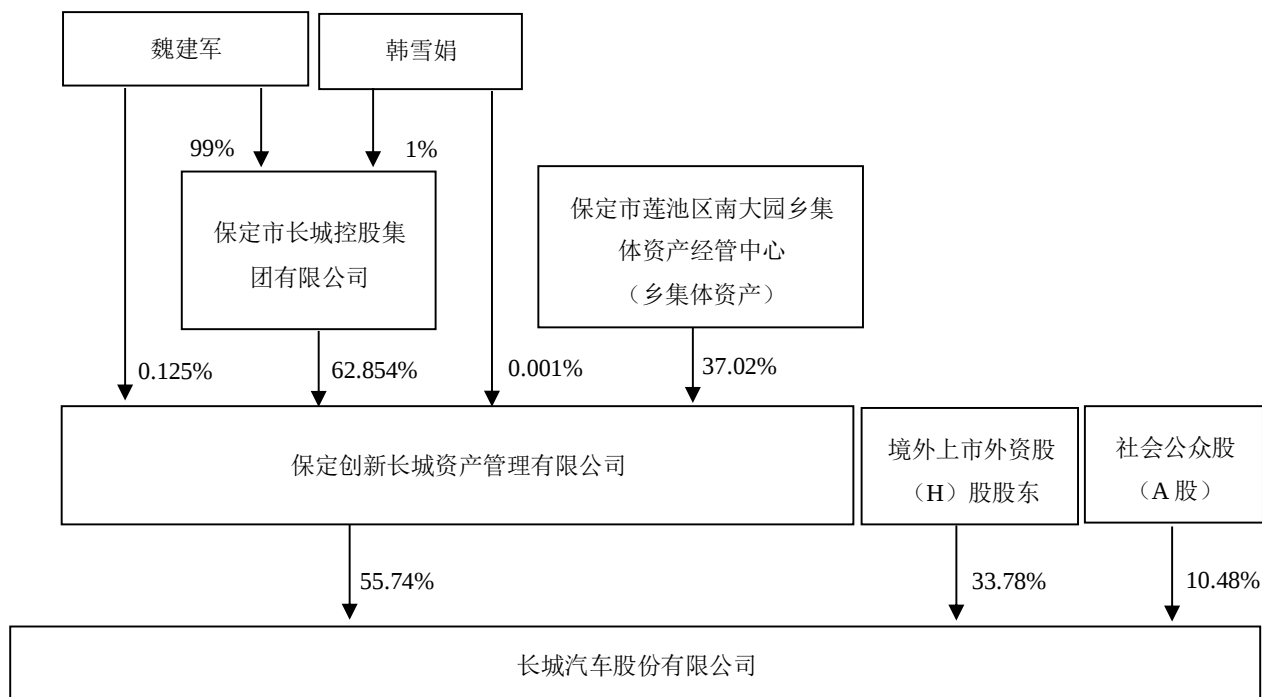
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccx.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

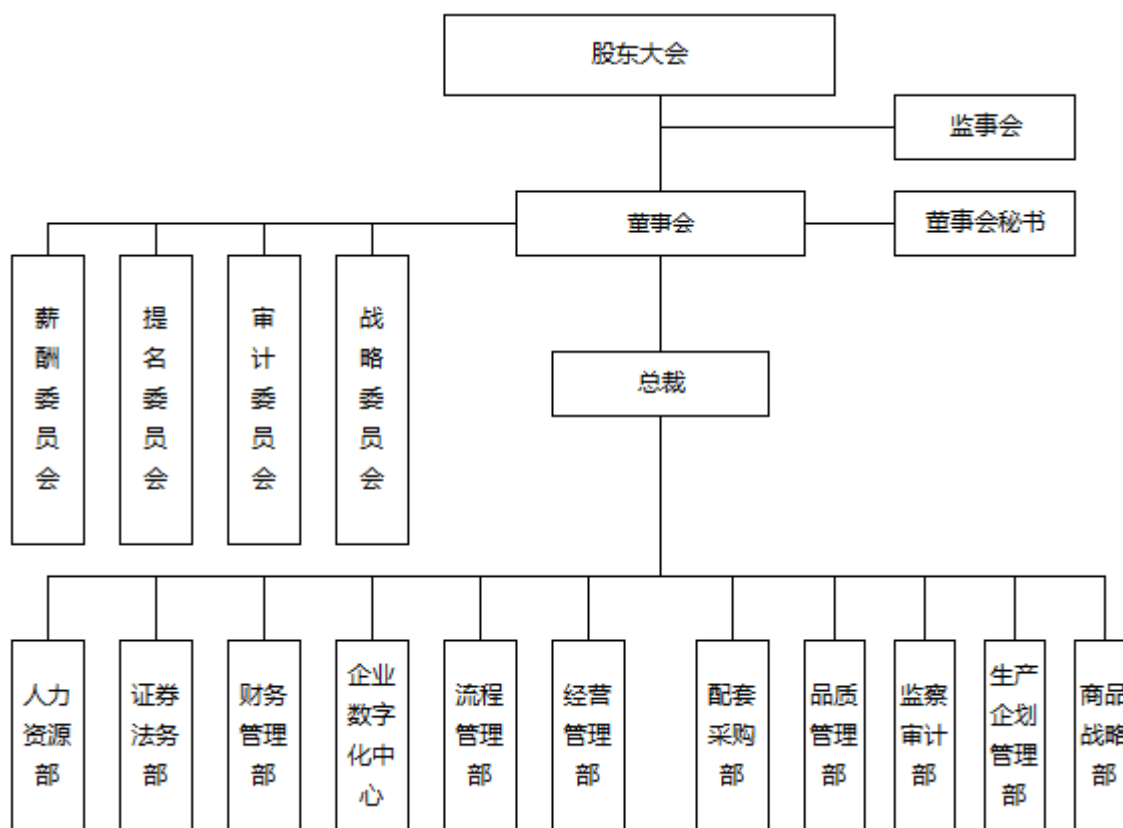
中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 5 月 17 日

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 2020 年末）



注：保定市长城控股集团有限公司持有 37,998,500 股 H 股，占 H 股股份比例的 1.23%。



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）	2018	2019	2020
货币资金	768,208.36	972,331.27	1,458,846.44
应收账款净额	334,322.09	319,318.85	393,615.69
其他应收款	65,173.78	94,697.44	103,224.33
存货净额	444,510.48	623,719.39	799,293.42
长期投资	7,770.00	319,035.14	844,738.27
固定资产	2,899,355.35	2,974,330.96	2,860,922.20
在建工程	440,561.77	224,737.23	293,638.08
无形资产	339,109.56	481,065.59	578,226.78
总资产	11,180,041.13	11,309,640.95	15,401,149.06
其他应付款	291,669.77	248,128.68	411,696.93
短期债务	1,700,520.01	1,639,547.86	2,747,386.22
长期债务	215,780.55	120,565.57	1,077,720.52
总债务	1,916,300.56	1,760,113.43	3,825,106.74
净债务	1,148,092.20	787,782.15	2,366,260.30
总负债	5,911,182.38	5,869,717.96	9,666,964.30
费用化利息支出	50,662.47	17,371.14	26,315.09
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	5,268,858.75	5,439,922.99	5,734,184.76
营业总收入	9,922,998.72	9,621,068.88	10,330,760.72
经营性业务利润	641,355.03	534,439.98	535,089.66
投资收益	21,927.02	1,550.51	95,638.51
净利润	524,763.91	453,073.29	536,249.02
EBIT	698,369.67	527,426.78	649,043.82
EBITDA	1,087,157.14	989,856.22	1,129,430.89
经营活动产生现金净流量	1,969,782.59	1,397,230.24	518,123.29
投资活动产生现金净流量	-1,004,043.65	-1,580,168.43	-1,158,832.08
筹资活动产生现金净流量	-650,083.75	394,394.77	1,136,752.50
资本支出	666,248.98	694,032.24	806,158.62
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	16.69	16.22	17.21
期间费用率(%)	7.56	8.54	9.80
EBITDA 利润率(%)	10.96	10.29	10.93
总资产收益率(%)	6.28	4.69	4.86
净资产收益率(%)	10.29	8.46	9.60
流动比率(X)	1.21	1.25	1.22
速动比率(X)	1.13	1.14	1.13
存货周转率(X)	16.26	14.92	12.02
应收账款周转率(X)	46.39	29.10	28.98
资产负债率(%)	52.87	51.90	62.77
总资本化比率(%)	26.67	24.45	40.01
短期债务/总债务(%)	88.74	93.15	71.83
经营活动净现金流/总债务(X)	1.03	0.79	0.14
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.16	0.85	0.19
经营活动净现金流/利息支出(X)	38.88	80.43	19.69
经调整的经营净现金流/总债务(%)	92.13	63.30	6.91
总债务/EBITDA(X)	1.76	1.78	3.39
EBITDA/短期债务(X)	0.64	0.60	0.41
EBITDA 利息保障倍数(X)	21.46	56.98	42.92
EBIT 利息保障倍数(X)	13.78	30.36	24.66

注：中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；应收账款不含应收款项融资；无形资产含使用权资产；其他应收款含应收利息。

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
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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）
	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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	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。
C	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
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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。