

信用评级公告

联合〔2022〕1266号

联合资信评估股份有限公司通过对中国兵器装备集团有限公司主体长期信用状况及其拟面向专业投资者公开发行的 2022 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国兵器装备集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国兵器装备集团有限公司面向专业投资者公开发行 2022 年公司债券（第一期）品种一信用等级为 A-1，中国兵器装备集团有限公司面向专业投资者公开发行 2022 年公司债券（第一期）品种二信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：闫昱州

二〇二二年二月二十五日

中国兵器装备集团有限公司

面向专业投资者公开发行2022年公司债券（第一期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期债券信用等级
品种一：A-1 品种二：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期发行规模：不超过40亿元（含）
本期债券期限
品种一：1年 品种二：5年（3+2）
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：拟偿还公司及下属子公司债务

评级时间：2022年2月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
汽车制造企业信用评级方法	V3.0.201907
汽车制造企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估股份有限公司官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国兵器装备集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为特大型中央企业集团，在资产规模、产业布局、行业地位、研发实力、管理水平等方面具有很强的综合竞争优势。2020年及2021年前三季度，随着汽车行业景气度逐步企稳，公司汽车销量实现增长，营业总收入、综合毛利率水平和利润规模均有所提升，经营活动现金保持净流入状态且流入规模同比扩大。同时，联合资信也关注到公司业绩受汽车行业景气度影响较大、利润对非经常性损益依赖度高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，中国经济的增长及消费结构的升级将继续支撑汽车及相关产业的发展，公司有望继续保持规模和技术优势，综合实力有望提高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期债券品种一（短期公司债券）信用等级为A-1，本期债券品种二的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

- 战略地位显著。**公司作为国有重要骨干企业，是国防科技工业的核心力量，是国防建设和国民经济建设的战略性企业，政府支持力度大，管理水平高。
- 行业地位稳固。**公司在汽车业务领域具有自主品牌优势，行业地位稳固，研发实力较强，为公司的长远发展提供了有力保障。
- 财务状况良好。**公司所有者权益规模大，现金类资产充裕，资产质量较好，债务负担处于合理水平。

关注

- 受汽车行业景气度影响较大。**汽车行业发展受宏观经济环境、国际贸易环境、行业政策等因素影响较大。若未来市场需求增长不及预期、原材料供应趋紧或新车型销售不畅，将给公司收入规模和盈利水平带来不利影响。

本次评级模型打分表及结果：

指示 评级	aaa		评级 结果	AAA
评价内容	评价 结果	风险因 素	评价要素	评价结果
经营风 险	B	经营环 境	宏观和区 域风险	2
			行业风险	3
		自身竞 争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风 险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整 子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：孙长征

孙 菁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

2. 利润对非经常性损益依赖度高。2020 年，公司投资收益为 68.16 亿元，相当于当期营业利润的 68.50%。期间费用及资产减值规模大，对利润形成侵蚀。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	744.32	877.10	972.92	1012.61
资产总额（亿元）	3326.79	3399.38	3583.94	3833.36
所有者权益（亿元）	1134.20	1203.81	1293.81	1354.37
短期债务（亿元）	522.80	530.24	474.36	558.90
长期债务（亿元）	285.24	269.46	249.31	228.07
全部债务（亿元）	808.04	799.69	723.67	786.97
营业总收入（亿元）	2242.10	2007.80	2377.37	2104.04
利润总额（亿元）	24.67	49.05	96.72	92.73
EBITDA（亿元）	172.91	195.79	248.96	--
经营性净现金流（亿元）	-46.51	159.09	225.54	131.61
营业利润率（%）	14.95	13.82	15.76	16.13
净资产收益率（%）	0.64	3.08	6.69	--
资产负债率（%）	65.91	64.59	63.90	64.67
全部债务资本化比率（%）	41.60	39.91	35.87	36.75
流动比率（%）	90.80	89.81	86.94	89.27
经营现金流动负债比（%）	-2.84	9.34	12.10	--
现金短期债务比（倍）	1.42	1.65	2.05	1.81
EBITDA 利息倍数（倍）	6.04	8.40	11.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.67	4.08	2.91	--

公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	857.75	866.53	925.73	949.72
所有者权益（亿元）	447.35	480.78	501.94	529.74
全部债务（亿元）	370.00	353.81	389.87	389.47
营业总收入（亿元）	2.98	2.05	1.10	1.83
利润总额（亿元）	25.43	31.92	24.40	23.98
资产负债率（%）	47.85	44.52	45.78	44.22
全部债务资本化比率（%）	45.27	42.39	43.72	42.37
流动比率（%）	159.58	116.68	100.58	100.53
经营现金流动负债比（%）	5.86	-0.49	1.99	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年 1-9 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 2018—2020 年合并报表中其他应付款和长期应付款中的债务部分已纳入相关债务指标核算。

资料来源：公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021.06.23	孙长征 朱文君	汽车制造企业信用评级方法 汽车制造企业主体信用评级模型（打分表）	阅读报告
AAA	稳定	2007.04.23	张晓斌 张志强	--	阅读报告

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国兵器装备集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

中国兵器装备集团有限公司

面向专业投资者公开发行 2022 年公司债券（第一期）

信用评级报告

一、主体概况

中国兵器装备集团有限公司（以下简称“公司”）原名中国兵器装备集团公司，系经国务院批准，在原中国兵器工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型企业集团，是国家授权投资的机构和资产经营主体，其前身可追溯到第五机械工业部、兵器工业部、国家机械工业委员会。公司于 1999 年 6 月 29 日取得《企业法人营业执照》，注册资本 164.40 亿元。2017 年 12 月 28 日，公司完成所有制改革，由全民所有制企业变更为国有独资公司，并变更为现名称，注册资本由 185.55 亿元变更为 353.00 亿元。根据财政部、人力资源社会保障部、国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）文件（财资〔2020〕149 号），为贯彻落实《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（国发〔2017〕49 号），将国资委持有公司股权的 10% 一次性划转给全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金”）持有，企业国有产权登记后，社保基金享有划入股权的收益权等权利。截至 2021 年 9 月末，公司注册资本为 353.00 亿元，国资委持有公司 90% 股权，为公司控股股东和实际控制人。（见附件 1-1）

截至 2020 年末，公司直接控股的子公司共 51 家。公司合并范围内包括 9 家上市公司，分别为重庆长安汽车股份有限公司（证券代码：000625.SZ，以下简称“长安汽车”）、江铃汽车股份有限公司（证券代码：000550.SZ，以下简称“江铃汽车”）、哈尔滨东安汽车动力股份有限公司（证券代码：600178.SH，以下简称“东安动力”）、湖南天雁机械股份有限公司（证券代码：600698.SH，以下简称“湖南天

雁”）、重庆长安民生物流股份有限公司（证券代码：1292.HK，以下简称“长安民生物流”）、保定天威保变电气股份有限公司（证券代码：600550.SH，以下简称“保变电气”）、中光学集团股份有限公司（证券代码：002189.SZ，以下简称“中光学”）、重庆建设汽车系统股份有限公司（证券代码：200054.SZ）、云南西仪工业股份有限公司（证券代码：002265.SZ）。截至 2020 年末，公司持有上述上市公司的股份均未质押。

截至 2021 年 9 月末，公司本部设有综合管理部、战略发展部、财务部等 13 个部门（见附件 1-2）。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 3583.94 亿元，所有者权益 1293.81 亿元（含少数股东权益 523.54 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 2377.37 亿元，利润总额 96.72 亿元

截至 2021 年 9 月末，公司合并资产总额 3833.36 亿元，所有者权益 1354.37 亿元（含少数股东权益 513.15 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 2104.04 亿元，利润总额 92.73 亿元。

公司注册地址：北京市西城区三里河路 46 号；法定代表人：许宪平。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国兵器装备集团有限公司面向专业投资者公开发行 2022 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过 40 亿元，每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券分为两个

品种，品种一债券全称为“中国兵器装备集团有限公司面向专业投资者公开发行 2022 年短期公司债券（第一期）”，品种二债券全称为“中国兵器装备集团有限公司面向专业投资者公开发行 2022 年公司债券（第一期）”。本期债券品种一期限为 1 年，品种二期限为 5 年期，第 3 个计息年度末设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券不设定增信措施。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司及下属子公司债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长²5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度
中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非

急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节

等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平,但在上年基数抬高因素影响下,出口增速或将小幅下行。基于上述分析,联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00%左右。

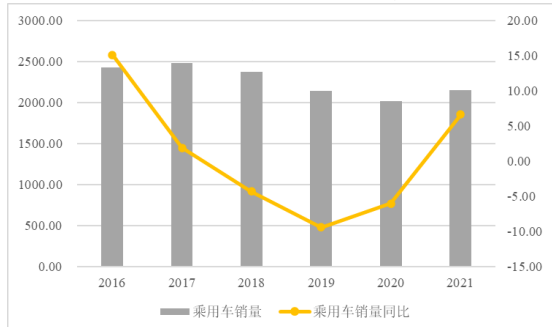
四、行业分析

1. 行业概况

经过长期发展,中国汽车产业已形成很大规模,在国民经济中占据重要地位。近年来,中国汽车市场需求增速降低,并于2018-2020年出现销量下降的局面。2021年,我国汽车销售总量在乘用车的带动下重现增长,商用车产销有所下降,新能源车渗透率快速提升;行业库存整体保持在合理水平;整车出口大幅增长,国内企业的国际竞争力开始显现。

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点,是拉动国民经济增长的主要产业。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下,中国汽车产销量自2000年起快速增长,并自2009年起跃居全球首位。但随着汽车普及率的提高,2011年以来,中国汽车销量增速逐步降低。2018-2020年,我国汽车总销量持续下降。2020年初,新冠肺炎疫情对各行

图2 近年来我国乘用车销售情况(单位:万辆、%)

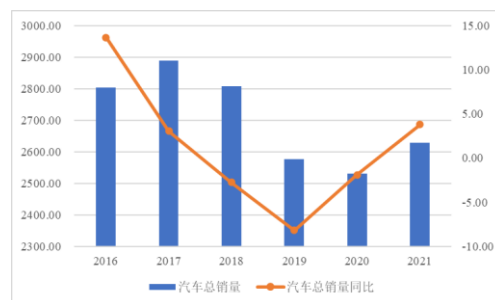


资料来源:中国汽车工业协会、联合资信整理

新能源汽车方面,2018年之前,我国新能源车产品较单一,成本居高不下,销售对购置补贴依赖较大;因补贴政策退坡,2019年,我国新能源车销量出现下降。但在补贴政策退坡的同时,我国政府祭出“双积分”政策大棒,

各业的运转形成冲击,汽车市场仍延续颓势,为刺激新能源汽车消费,我国政府延缓补贴政策退坡节奏,加之下半年疫情控制较好、新能源车市场化需求开始体现,2020年全年我国汽车销量降幅收窄。2021年,我国实现汽车销售2627.50万辆,同比增长3.80%,销量连续下降的局面得以扭转。

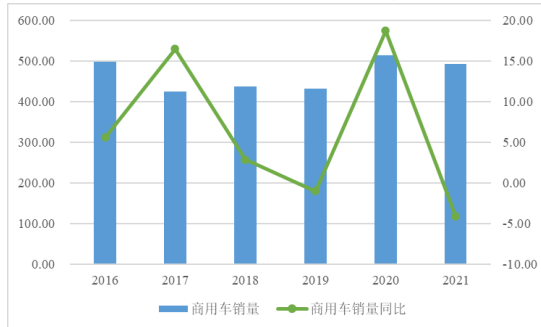
图1 近年来中国汽车销量情况(单位:万辆、%)



资料来源:中国汽车工业协会、联合资信整理

从细分市场情况来看,2018-2020年,乘用车销量变化趋势与汽车总销量基本同步;2021年,乘用车销量为2146.90万辆,同比增长6.61%。2018年-2021年,商用车销量有所波动,其中,受到排放标准提高、治超趋严和基建投资力度加大等因素的拉动,2020年商用车销量大幅增长18.69%至513.10万辆;而因上一年度销量的提前透支,2021年,我国商用车销量下降4.15%至491.80万辆。

图3 近年来我国商用车销售情况(单位:万辆、%)

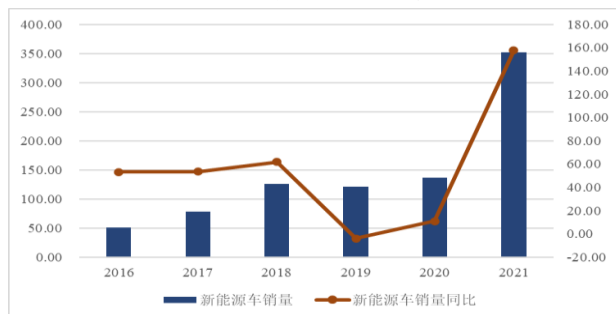


资料来源:中国汽车工业协会、联合资信整理

从供给侧强力推动,使得汽车产品新能源化成为业内共识。随着特斯拉进入中国以及主流厂商纷纷布局新能源市场,2020年以来我国新能源汽车产品不断丰富,加之规模效应使得零部件成本下降,新能源汽车价格愈加亲民,市场

认可度迅速提高。2019年至2020年,我国新能源汽车销售的驱动力迅速切换,2021年,中国新能源车销量同比增长157.50%至352.10万辆,占汽车总销量的比例由2020年的5.40%提高至13.40%。

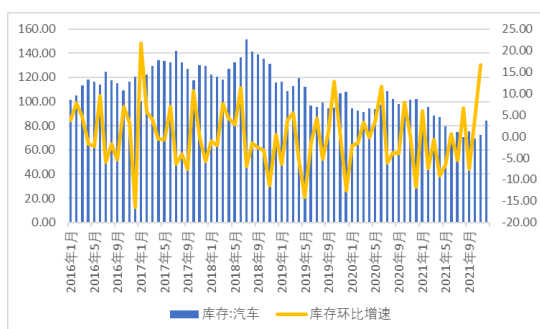
图4 近年来我国新能源车销售情况(单位:万辆、%)



资料来源:中国汽车工业协会、联合资信整理

从进出口情况来看,自2018年开始,我国汽车和汽车底盘的出口数量超过进口数量,出口数量呈现波动增长态势,进口数量波动减少。2021年,我国汽车和汽车底盘累计出口212.00万辆,同比增长96.30%。出口增长反映了我国

图6 近年来汽车库存量及环比增速(万辆、%)



资料来源:Wind、联合资信整理

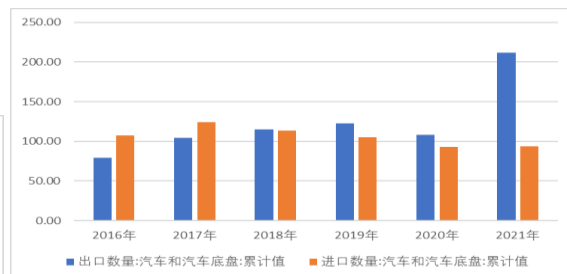
2. 行业上游

我国汽车行业的上游配套产业较完备,特别是新能源汽车发展中,动力电池在全球占据一定领先优势。但钢材等原材料价格的波动增加了车企的成本控制压力;2020年下半年以来,全球芯片供应不足对主要汽车厂商的生产形成了一定制约;我国汽车芯片对外依存度较高,存在一定隐患。

汽车厂商国际竞争力的增强。

图5 近年来中国汽车和汽车底盘进出口情况

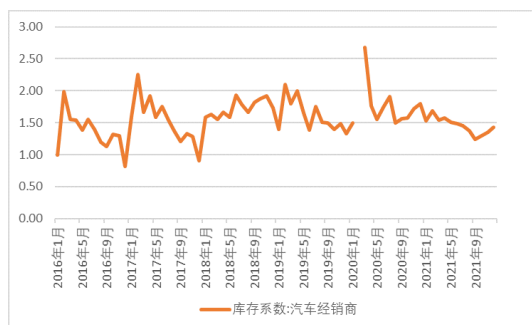
(单位:万辆)



资料来源:Wind、联合资信整理

行业库存方面,2019年以来,我国汽车单月库存量较前几年有较为明显的下降;从库存系数来看,2020年初,受疫情影响,库存指数曾大幅上升,但随着零售端的恢复,库存系数迅速回落,2021年各月总体在安全范围内运行,12月份库存系数为1.43。库存系数维持较低水平一定程度上显示了生产端与需求端在产品领域契合度较高,降低了产成品积压对汽车制造商和经销商带来的风险。

图7 近年来汽车库存系数变化情况



注:2020年2月因疫情影响销售,库存系数为14.80,已作为异常值剔除

资料来源:Wind、联合资信整理

传统汽车产业上游涉及的钢铁、橡胶、机械制造、仪器仪表和电子元器件等产业多数较为成熟,市场化程度高、产能充足,有利于保障汽车行业的原材料供给。但钢材等原材料价格的波动是影响汽车生产成本的重要因素;同时,近年来,随着新能源汽车的崛起和汽车产品智能化的发展,动力电池成为汽车产业的重要上游产业,电子元器件中的芯片产业对汽车

产业影响加大。

(1) 钢材

汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动对汽车企业的利润空间具有一定影响。我国钢铁行业产能总体过剩，但近年来，国家供给侧改革、国际市场铁矿石等大宗商品价格波动等，整体上助推了钢材价格的上涨，2020年初至2021年底，钢材价格整体呈现波动上涨的局面。

2020年上半年，受新冠肺炎疫情对下游生产的影响，钢材价格明显下降；而随着经济运行逐步恢复，钢材价格于5—12月持续上升。2021年以来，钢材价格呈现先升后降、大幅波动的态势，整体处于历史高位。总体看，2021年，钢材价格整体运行区间处于近年来高位，不利于整车企业的成本控制。

图8 2018—2021年Myspic综合钢价指数

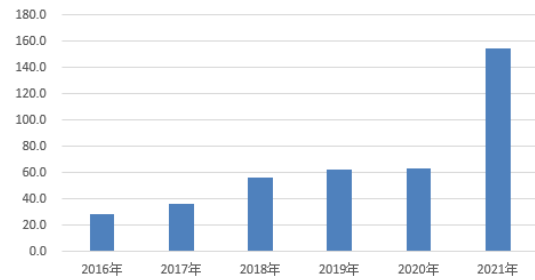


资料来源: www.mysteel.com

(2) 动力电池

动力电池产业为新能源汽车提供重要部件，近年来已成为汽车供应的重要上游产业。2019—2020年，因新能源补贴政策退坡、新冠肺炎疫情影响生产，我国动力电池装车量增幅较小；2021年，我国动力电池产销大幅增长，全年动力电池装车量达154.5GWh，同比增长142.9%，对新能源汽车产业的爆发式增长起到了重要支撑。

图9 2016—2021年我国动力电池装机量



资料来源: 高工锂电、中国电池网

经过多年的发展，我国动力电池产业已在全球占据领先地位，根据SNE Research所统计2021年前3季度数据，全球动力电池装车量中，排名前10的企业占比约为93.6%，而中国企业占据其中5席（宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科和远景AESC），该5家企业全球市场占有率合计约为45.9%。

2021年我国动力电池装车量大幅提高，从生产端看，除主要电池企业产线达产、产能释放外，电池装机结构的变化也是重要影响因素。因能量密度的局限，2018—2020年，我国磷酸铁锂电池曾被边缘化，但因比亚迪等厂商实现产品技术的突破，2021年全年我国磷酸铁锂电池产量同比增长约2.63倍，占动力电池总产量的比例上升至57.1%，使得行业整体产能利用率提升，并且一定程度上削弱了钴价上涨对整个产业链的负面影响；搭载新型磷酸铁锂电池的新能源汽车续航里程增加、销售业绩良好，技术进步使得动力锂电池与新能源汽车行业形成了良性互动的局面。

产能方面，动力电池属新兴产业，因行业产能、产业链配套等因素的限制，现阶段总体处于供不应求状态。但面对新能源行业的持续高景气，近年来产业链主要环节保持很大的投资强度，未来数年产能将快速提高有利于对新能源汽车行业的发展提供有力支持。但相关项目投资规模大，应关注后续资金的接续问题。

3. 行业竞争

汽车制造行业集中度较高，形成了多家大型企业集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；2021年中国汽车销量前十位的企业集

团市场集中度略有下降，“新造车企业”市场占有率快速上升。

汽车制造行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。经过多年发展，我国形成了多家大型汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位。

从汽车行业整体市场格局看，根据中国汽车工业协会数据，2021 年中国汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为 2262.1 万辆，同比增长 1.7%，占汽车销售总量的 86.1%，低于上年同期 1.8 个百分点，市场集中度基本稳定；销量前十名仍被上海汽车集团股份有限公司、中国第一汽车集团有限公司、东风汽车集团有限公司、中国长安汽车集团有限公司（以下简称“中国长安”）、广州汽车集团股份有限公司等传统优势企业占据。

新能源车方面，与燃油车相比，电动车没有发动机、变速箱等高技术壁垒，加之动力电池等核心部件供应商头部集中、整车生产主要环节可以委托传统车企代工，一定程度上降低

了进入壁垒，催生了汽车行业“新造车企业”的形成。2021 年，随着新能源车渗透率的大幅提高，“新造车企业”进一步崭露头角，全年销量达 94.7 万辆，市场占有率达 3.6%，较上年提高 2.4 个百分点。

4. 行业政策

近年来，我国政府所出台政策有助于提振汽车消费，并将对汽车产业变革、新能源汽车产业长远发展形成强力助推。

汽车行业是关系到国计民生的重要行业，产业链长、涉及领域广，其发展与宏观政策和相关领域产业政策密切关联。

近年来，国务院及各有关部委所出台有关政策，主要涉及促进汽车消费、加快汽车产业新能源转型和扩大对外开放等方面。相关政策的实施，有利于保证我国汽车市场总需求的基本稳定、推动汽车产品新能源化转型的顺利进行，但放开外资股比限制，将使汽车产业竞争进一步加剧。

表 2 2019 - 2021 年我国汽车产业政策汇总

时间	文件名称	发布单位	相关内容
2019 年 3 月	《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》	财政部、工信部、发改委等	2019 年 6 月 25 日补贴过渡期之后，取消地方财政对于新能源车辆的购置补贴，转为补贴充电基础设施等；国补退坡幅度超 50%，最高补贴 2.5 万元；续航里程在 250 公里以下的车型不享受补贴；电池包能量密度提高补贴门槛；插电式混合动力车型国补从 2.2 万降至 1 万元（纯电续航需大于 50km）
2019 年 3 月	《关于深化增值税改革有关政策的公告》	财政部、税务总局、海关总署	从 2019 年 4 月 1 日起，全面实施我国增值税税率下调政策，汽车制造业现行增值税税率将从 16% 调整为 13%
2019 年 5 月	《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》	国务院关税税则委员会	自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%
2019 年 6 月	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019—2020 年）》	发改委	取消限购限行，最大限度释放汽车限购限行城市的购买力，严禁各地出台新的汽车限购规定，已实施汽车限购的地方政府应根据城市交通拥堵、污染治理、交通需求管控效果，加快由限制购买转向引导使用
2020 年 6 月	《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》	工信部	明确了 2021—2023 年新能源汽车积分比例要求，调整了新能源乘用车型的积分计算方式，调整了关联企业的认定条件，明确建立了企业传统能源乘用车节能水平与新能源汽车正积分结转的关联机制
2020 年 10 月	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	国务院	明确提出国家支持并引导市场参与各方在相关领域的投入、2025 年新能源汽车销售量占汽车新车销售总量的 20%、到 2035 年公共领域用车全面电动化
2021 年 8 月	《新能源汽车动力电池梯次利用管理办法》	工信部、生态环境部等 5 部委	鼓励梯次利用企业与新能源汽车生产、动力蓄电池生产及报废机动车回收拆解等企业合作，加强信息共享，利用已有回收渠道，高效回收废旧动力电池用于梯次利用，鼓励动力电池生产企业参与废旧动力电池回收及梯次利用
2021 年 12 月 27 日	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》	发改委、商务部	自 2022 年 1 月 1 日起，取消乘用车制造外资股比限制以及“同一家外商可在国内建立两家及两家以下生产同类整车产品的合资企业”的限制

资料来源：联合资信整理

5. 行业发展

我国汽车制造行业将长期呈现中低速增长、周期性波动的特点。短期内，因 2021 年部分购置需求未得以满足，2022 年行业延续增长的可能性较大；乘用车领域新能源汽车渗透率仍将快速提高，商用车领域重卡有望保持基本稳定、轻卡存在一定增长空间。中长期看，一方面，需求增速降低将使行业竞争加剧，弱势企业生存环境将不断恶化；另一方面，行业整体仍有一定发展空间，未来出现连续数年景气度下行的可能性小，从长周期角度，行业整体有望稳定运行。

目前我国市场对汽车产品的需求已进入中低速增长期，汽车行业运行主要呈现周期性波动的特点。2020 年下半年起，我国汽车市场进入上升周期，但因芯片短缺等因素影响，2021 年汽车产销量增长并不显著，仍有部分消费需求未得到满足，为 2022 年销量增长保留了一定空间。

乘用车方面，中国人口基数大、汽车普及率与发达国家尚有一定差距，未来城镇化推进、居民收入水平的提高，以及丰富的新能源汽车产品对更新需求的刺激，将有助于我国汽车消费在较长时间内保持稳定；经过多年的政策引导，我国新能源乘用车已进入爆发期，产品力的提升使其更能满足新消费群体的需求，未来数年渗透率仍将快速提高。我国自主品牌在新能源汽车领域已取得一定先发优势，新能源汽车渗透率的提高将使本土汽车企业获益更大。

商用车方面，货车的购置需求与基建投资规模、社会物流总量等存在较大关联性。当前我国经济下行压力大，国家启动积极财政政策、扩大基建投资规模，有利于 2022 年重卡销售的稳定；而物流业的发展、道路治超和排放标准升级等政策的实施，则有望使轻卡购置需求继续保持增长。我国客车产业受轨道交通覆盖网络扩大等因素影响，近年来面临较大压力，未来产品需求主要依赖公共领域用车、三四线城市公交车的电动化更新，国外市场亦有一定潜力，市场总体情况尚待观察。

展望未来，一方面，因我国汽车总需求已离开高增长阶段，行业转型中，同业竞争将更加激烈，企业在产品开发、供应链管理等方面若出现问题，将面临被淘汰的风险，资本实力弱、研发和供应链管理能力差的企业生存环境将不断恶化。另一方面，我国汽车市场仍有一定发展空间，未来虽会出现周期性波动，但连续数年景气度下行的可能性小；从长周期看，行业整体有望稳定运行。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月末，公司注册资本353.00亿元，国资委持有公司90%股权，为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司经营规模大，在汽车等领域品牌知名度高，市场竞争力强，技术水平先进，行业地位稳固。

公司受国资委监管，是国内主营汽车、输变电和光电等产品生产销售的特大型企业集团，连续多年获得中央企业负责人经营业绩考核 A 级。公司现拥有 50 多家下属企业和研发机构，拥有特种产品、车辆、装备制造等主板块，培育出了“长安汽车”“天威变压器”等一批知名品牌。2020 年在世界 500 强排行榜中，公司排名第 434 位。

公司汽车业务板块主要运营主体中国长安旗下拥有 20 家下属企业，形成了以轿车、微型、客车、轻卡、专用车等为主的完整产品谱系。中国长安坚持自主创新与合资合作“两条腿”走路，统筹发展整车和动力总成、零部件、服务业三大业务板块。中国长安旗下主要乘用车生产企业为长安汽车。经过多年发展，长安汽车旗下现拥有长安乘用车、欧尚汽车、长安凯程、长安福特、长安马自达等众多知名品牌。自主品牌方面，长安汽车已推出 CS 系列、逸动系列、UNI、欧尚系列、神骐系列等一系列自主品牌车型；合资品牌方面，长安汽车拥有全新福克

斯、福睿斯、锐际、锐界、探险者、冒险家、昂克赛拉、CX-5、CX-8、CX-30 等多款知名产品；此外，长安汽车还拥有一系列新能源汽车产品，建立了混合动力汽车、纯电动汽车等新能源产品平台，打造了逸动 EV、新奔奔 EV、CS15EV 等新能源车型。智能化领域，长安汽车已加快传统汽车向智能汽车的转型步伐，与华为、宁德时代深度合作，联合打造“智能网联电动汽车平台”。以长安汽车“北斗天枢”智能化战略为牵引，构建长安整车软件平台，聚焦整车软件平台的研发。

零部件方面，中国长安旗下零部件企业在各自细分市场发展势头良好，包括哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司的涡轮增压发动机、重庆青山变速器分公司的变速器、湖南天雁的增压器、四川建安工业有限公司的底盘传动和悬架系统、四川宁江山川机械有限公司的减震器、湖南江滨活塞分公司的柴油机活塞和成都华川电装有限责任公司的电机等，均已成为各自领域知名品牌。

汽车营销及服务方面，万友汽车投资有限公司（以下简称“万友汽车”）作为公司汽车营销及服务专业化运营平台，主要从事汽车销售、维修服务及配件、汽车综合体等业务，业务区域遍布全国多个省市区，下辖汽车 4S 店布局广泛。

在技术研发上，公司积极贯彻国家创新驱动发展战略，以国家重点实验室、国防技术中心、企业技术中心、产学研联盟为支撑的技术创新体系不断完善。2020 年，长安汽车参与主导的首个中国汽车多媒体国际标准 ITU-TF.749.3《汽车多媒体网络用例及要求》经过全球公示后正式发布。截至 2021 年 6 月末，长安汽车累计拥有国内外专利 6003 件，其中发明专利 1535 件，上半年申请专利数同比增长 46%，CS75PLUS 外观设计专利获得中国专利奖外观设计金奖。

3. 政府支持

公司在财政补贴、税收优惠等方面得到了

有关政府部门的大力支持。

（1）政府补助

2018—2020 年，公司分别获得财政补助资金（其他收益加营业外收入中政府补助部分）64.45 亿元、70.46 亿元和 39.13 亿元，分别占当期利润总额的 261.25%、143.64%和 40.46%，成为公司利润的重要补充。

（2）税收优惠

根据 2011 年 7 月财政部、海关总署、国家税务总局联合下发的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（58 号文）规定等文件，重庆大江工业有限责任公司、重庆长安工业（集团）有限责任公司、成都光明光电有限责任公司、重庆建设工业（集团）有限责任公司、云南西仪工业股份有限公司、重庆嘉陵特种装备有限公司、重庆望江工业有限公司、重庆红宇精密工业有限责任公司、重庆虎溪电机工业有限责任公司、重庆长江电工工业集团有限公司、中国兵器工业第五九研究所、长安汽车金融有限公司和中国长安享受减按 15%的税率征收企业所得税的税收优惠。

公司子公司成都陵川特种工业有限公司、黑龙江北方工具有限公司、四川华川工业有限公司、湖北华中光电科技有限公司、华中药业股份有限公司、北京北机机电工业有限责任公司、贵州高峰石油机械股份有限公司、河南中原特钢装备制造有限公司、武汉滨湖电子有限责任公司、湖北华强科技有限责任公司、西安昆仑工业（集团）有限责任公司、湖南云箭集团有限公司、保变电气、成都光明光电股份有限公司、四川省绵阳西南自动化研究所、中国长安和湖南华南光电（集团）有限责任公司被批准认定为高新技术企业，享受减按 15%的税率征收企业所得税的税收优惠。

4. 人员素质

公司管理层综合素质较高，具备多年相关业务经历和企业管理经验；员工素质能够满足公司经营需要。

截至 2022 年 2 月 23 日，公司董事及高级管理人员共 14 名，其中董事 8 名，非董事高级管理人员 6 名（分别为副总经理兼党组成员 4 名、总会计师兼党组成员 1 名和纪检监察组组长兼党组成员 1 名）。截至 2022 年 2 月 23 日，国资委和审计署均未向公司驻派监事会。以上人员均熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的企业管理经验。

公司党组书记、董事长许宪平先生，研究生学历，工学硕士，高级工程师，中共党员；历任中国第一汽车集团公司化油器有限公司副总经理、协作配套处处长、采购部部长、总经理助理，天津一汽夏利股份有限公司总经理，解放汽车公司总经理，中国第一汽车集团公司副总经理，中国第一汽车集团公司董事、总经理、党委副书记，中国通用技术（集团）控股有限责任公司董事长、党组书记。

公司总经理龚艳德先生，1961 年生，华东工程学院炮弹设计与制造专业毕业，大学学历；先后担任国营 861 厂军品研究所副所长、所长、副总工程师、总工程师、厂长，湖南云箭集团有限公司董事长兼总经理，公司总工程师、副总经理、党组成员，公司副总经理、党组副书记。

截至 2020 年末，公司在职员工 139485 人。其中，科研人员合计 29400 人（正高级职务 741 人、高级职务 3106 人、中级职务 10399 人、初级职务 6030 人），管理人员合计 24435 人（正高级职务 458 人、高级职务 1831 人、中级职务 4505 人、初级职务 4397 人）。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（授信机构版）》（统一社会信用代码：91110000710924929L），截至 2022 年 2 月 10 日，公司本部无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被纳入失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

作为国资委直接管理的国有重要骨干企业，公司建立了完善的决策、监督和执行体系，可以满足公司日常经营需要。

2017 年 12 月 28 日，公司完成所有制改革，由全民所有制企业变更为国有独资公司。根据《公司章程》规定，公司不设股东会，由国资委直接监管。国资委主要负责如下工作：委派和更换非由职工代表担任的董事、派驻监事会、对公司主要负责人进行考核、批准财务方案、对公司资产运营和盈亏状况等行使监督权力以确保公司依法享有经营自主权、依据有关规定授予董事会行使出资人的部分职权、决定集团重大事项等。

依据公司章程，公司设立董事会，由 7~13 名董事组成，其中由非公司员工担任的外部董事原则上应超过半数，非外部董事应包括 1 名职工董事。董事每届任期不超过 3 年，经委派或选举产生，任期届满可以连任。董事会设董事长 1 名，为公司的法定代表人；设董事长会秘书 1 名，对董事会负责，由董事长提名，董事会决定任免，并报国资委备案。董事会每年至少召开 4 次定期会议。

根据公司章程，公司实行外派监事会制度，由国资委代表国务院向公司驻派监事会。按照国务院机构改革方案，目前国有重点大型企业监事会的职责划入审计署。截至本报告出具日，国资委和审计署均未向公司驻派监事会。

依据公司章程，公司设总经理 1 人，主持公司日常生产经营管理工作，由董事会决定任免，对董事会负责，接受董事会和监事会的监督和管理；设副总经理若干人、总会计师 1 人，由总经理提名，由董事会决定任免。

2. 管理水平

公司各项经营活动有章可循，制度建设较

为完善，规范了公司日常经营活动。

根据自身经营管理需要，公司本部设有综合管理部、战略发展部、财务部等 13 个部门（见附件 1-2），以保证公司生产经营活动的正常进行。根据有关法规和业务实际情况，公司制定了相应的内部控制制度。内部控制制度主要包括财务管理制度、内部会计控制基本规范、全面预算管理办法、固定资产管理制度等。

公司通过向全资控股子公司派驻高层管理人员和财务负责人的方式，实现对下属公司的控制和管理，同时通过开展审计监督，规范下属公司的投资行为，确保经营指标真实。

财务管理方面，公司以“增强对子公司调控能力”为主线，加强对下属公司的管理。2005 年公司成立财务公司，对成员单位资金集中管理，并完成了公司成员各类专项资金的集中管理。同时，公司严格控制与管理新项目担保。

预算管理方面，公司制定并组织实施《全面预算管理办法》，要求各成员单位建立健全全面预算管理机构，单位主要负责人对本单位全面预算管理负第一责任，确保单位经营目标的实现。

固定资产管理方面，针对固定资产投资，公司制定了《投资管理办法》，以规范公司投资行为，提高投资决策的科学性、民主性，强化重大投资风险管控；制定了《境外投资及监督管理办法》，进一步强化投资项目过程监督和闭环管理，加强对项目的投资效果和跟踪评价，明确实行项目责任人终身责任制；下发了《关于进一步加强招投标管理工作的通知》，强化重大工程项目的招投标管理，严格执行备案、审批、实施等流程。

资金管理方面，公司制定了资金集中管理相关制度，由财务公司针对不同成员单位分类设计资金集中管理方案，提高资金使用效率。同时，公司制定了《债务性融资管理办法》及《担保管理办法》，成员单位借款及对应担保情况均纳入预算管理，同时进行适当决策授权，激活企业活力。

关联交易制度方面，公司的关联交易在真实公允的基础上进行，要求关联交易符合诚实信用原则，与关联方的采购或销售均按照市场价格进行，对成员单位借款和提供担保均按照管理制度规定执行。

安全生产方面，公司制定了《安全生产管理办法》，规定公司和各成员单位成立安全生产委员会，全面负责安全生产管理工作，企业主要管理者为第一责任人，企业各部门分工负责，层层把关，建立健全安全生产规章制度及相关标准，对科研试验、生产过程进行严格管理。

产品质量控制方面，中国长安已搭建起正向的质量操作系统和逆向的质量改善流程相结合的全员、全过程质量管理体系（TQM）；实现五大质量工具、问题分析解决方法、流程和工具在企业内部的有效应用；建立了贯穿设计、供应链、制造、市场的有效运行的结构化体系流程，保障产品质量持续提升。公司加强质量管理培训，建立一把手上岗制度；将质量工作纳入到相关领导的考核指标内，并发布质量监控报告；强化目标趋势分析、TOP 问题追踪，查找产品质量问题的根本原因，制定措施，督促整改。

为建立健全有效的监控约束机制，公司实行总会计师委派制度并制定了相应的管理办法。办法规定公司所属国有独资企业、控股公司（含三级核心控股公司）、骨干事业单位及派出机构实行总会计师委派制度。办法还规定了总会计师的任职资格、职责权限、选拔、委派、考核等。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年，公司汽车销量波动增长，营业收入和综合毛利率水平企稳回升。2021 年前三季度，公司汽车产销量延续增长态势，公司营业收入快速增长。

公司系主要从事汽车及特种设备制造等业务的大型企业集团。2018—2020 年，公司营业

总收入波动增长，分别为2242.10亿元、2007.80亿元和2377.37亿元，年均复合增长2.97%。公司营业总收入主要由营业收入和利息收入（来源为子公司长安汽车金融有限公司的汽车金融业务）构成。2018—2020年，公司营业收入波动增长，年均复合增长3.07%；利润总额逐年增

长，分别为24.67亿元、49.05亿元和96.72亿元，年均复合增长98.02%。其中，2019年公司利润总额同比增长98.88%，主要系投资收益增加所致；2020年利润总额同比增长97.17%，主要系汽车销量增长且产品结构优化，销售收入增长所致。

表3 2018—2020年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车及零配件业务	1717.70	78.09	18.17	1522.19	77.19	17.61	1785.23	76.39	20.69
摩托车及零配件业务	56.83	2.58	11.64	--	--	--	--	--	--
输变电及新能源业务	41.61	1.89	11.16	44.29	2.25	15.97	49.90	2.14	16.14
光电业务	41.49	1.89	17.98	40.75	2.07	16.22	88.38	3.78	15.33
其他主营业务	278.31	12.65	15.65	318.36	16.14	7.06	370.08	15.84	9.34
主营业务小计	2135.94	97.11	17.53	1925.58	97.65	15.80	2293.59	98.15	18.55
其他业务小计	63.64	2.89	33.30	46.40	2.35	50.46	43.33	1.85	51.12
合计	2199.57	100.00	17.99	1971.99	100.00	16.61	2336.92	100.00	19.16

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

从营业收入的构成来看，2018—2020年，公司主营业务收入占营业收入比重稳定在97%以上，主营业务突出；公司其他业务主要为材料销售、租赁等，占营业收入的比重很低。2018—2020年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长3.62%。

公司主营业务主要由汽车及零配件业务和其他主营业务构成，摩托车及零配件业务已于2018年剥离，输变电及新能源业务、光电业务收入占比较小。2018—2020年，随着汽车行业景气度的下降和逐步企稳，长安汽车销量波动增长，公司汽车及零配件业务收入波动增加，年均复合增长1.95%，占营业收入比例分别为78.09%、77.19%和76.39%。2018—2020年，光电业务收入波动增长，年均复合增长45.95%。其中2020年光电业务收入同比增长116.88%，主要系产品销量增加所致。2018—2020年，公司其他主营业务收入波动增长，年均复合增长15.31%，占营业收入比例分别为12.65%、16.14%和15.84%。

从毛利率来看，2018—2020年，受汽车行业景气度变化的影响，公司汽车及零配件业务

的毛利率波动上升；其他主营业务毛利率波动下降，主要受其中的贸易业务变动影响所致；公司输变电及新能源业务、光电业务规模不大，对综合毛利率影响较小。综上，2018—2020年，公司综合毛利率波动上升。

2021年1—9月，公司实现营业收入2063.32亿元，同比增长29.72%，实现利润总额92.73亿元，同比增长29.88%，主要系各业务板块受新冠肺炎疫情影响减弱，以及自主品牌汽车产销量增长所致。根据长安汽车公告，2021年1—9月，长安汽车自主品牌销量为135.02万辆，同比增长30.55%。

2. 汽车业务板块

中国长安负责公司汽车及零部件业务板块的具体生产和经营，销售产品以乘用车为主，各类商用车和零部件为辅。中国长安投资有长安汽车、江铃汽车、东安动力、湖南天雁和长安民生物流5家上市公司，统筹发展整车、汽车零部件、销售与服务、物流等业务板块。长安汽车与美国福特公司、马自达株式会社建立了战略伙伴关系。以下以长安汽车为代表进行分析。

(1) 原材料采购

长安汽车发动机等关键部件的自给率较高，同时拥有完善的供应商管理体系和稳定的供应渠道，有利于保证钢材等原材料采购的稳定性、提高零配件采购中的议价能力。

长安汽车汽车生产所需的原材料主要包括发动机、钢板和零部件三大类别。

从采购模式上看，钢材成本是汽车生产成本的主要组成部分，占汽车成本的 60% 左右。长安汽车已建立起较为完善的供应商管理体系，长期合作的钢材供应商主要有宝钢、攀钢、武钢等大型钢铁企业，并与宝钢结成了战略合作伙伴关系，签订了长期供货协议，以保障钢材供应。在发动机、变速器及其他部件采供过程中，长安汽车建立了严格的供应商管理和评价体系，由多个职能部门对供应商的准入资格进行考察，符合条件的供应商方可纳入供应商管理名录，并通过 ERP 系统、质量管理体系等多种方式控制供应商的供货效率和质量。目前，长安汽车有多家原辅料和零部件供应企业及多家设备、配件供应企业，能够保证各类生产资料的供应。大量供应商形成的竞争平台保证了长安汽车较强的采购议价能力。

长安汽车的发动机主要通过中国长安下属的长安马自达发动机有限公司、哈尔滨东安汽车动力股份有限公司和哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司供应，少部分通过国外进口；自产发动机可满足 80% 以上的生产需求。

从采购的资金结算来看，对于海外采购订单，长安汽车一般提前 3~5 个月直接向供应商采购，先入库后结算，长安汽车无需进行长周期的零部件库存积压及资金占用；国内零部件采购为先使用后结算的模式，原材料采购对资金的占用量不大。

从采购的集中度来看，2018—2020 年，长安汽车向前五大原材料供应商采购额合计数分别为 79.61 亿元、53.28 亿元和 104.09 亿元，占其采购总额的比例分别为 6.05%、8.85% 和 14.56%，供应商集中度较低。

(2) 汽车生产

长安汽车产品类型覆盖全面，生产基地布局广泛，产能规模较大；2018—2020 年，长安汽车产量波动增长。2021 年前三季度，长安汽车产量同比保持增长态势。

从产品构成来看，目前长安汽车已成功打造两大类汽车品牌（微车自主品牌和轿车自主品牌），并已在新能源汽车产品方面获得重大突破。微车自主品牌产品方面，长安汽车拥有长安之星、长安之星三、长安之星九、欧尚、欧诺和欧力威等一系列微车产品；轿车自主品牌产品方面，长安汽车产品有 CS95、CS75、睿骋、CX70、陆风、驭胜和逸动；产品平台涵盖 3.8~4.9m 的小型轿车、经济型轿车、中级轿车、中高级轿车和 SUV 等。此外，长安汽车还拥有一系列新能源、清洁能源汽车产品，如逸动、奔奔等，建立了燃气汽车、混合动力汽车和纯电动汽车三大产品平台。

从生产模式来看，在生产过程中长安汽车以零库存管理为目标，为提高存货周转速度，所采购的原材料及汽车零部件按照生产计划及时运至生产线，且大部分原材料及零部件供应商均位于邻近地区以便减少运输时间，整车根据市场反馈及订单情况安排生产和销售，以最大限度减少库存压力。

长安汽车在乘用车、发动机方面掌握造型与总布置、结构设计及性能开发、仿真分析、样车样机制作与工艺、试验验证与评价等核心能力。截至 2020 年末，长安汽车拥有研发人员 6636 人，占人员总数的比例为 16.47%，全年研发投入 41.42 亿元，占营业收入的比例为 4.90%。

从生产能力来看，中国长安在全国拥有 16 个整车生产基地，生产基地基本辐射全国整车市场，并在马来西亚、越南、美国、墨西哥、埃及等 6 个国家建有海外生产基地，生产基地布局很广。从长安汽车来看，2018—2020 年，长安汽车持续深化“增收、降本、节支、控投、降库、融资、变现、改革”工作，关停并转 109 万辆落后整车产能、50 万台发动机产能，产品、产能结构进一步优化，经营质量改善。

从产量来看，2018—2020 年，在国内汽车市场销量连续下降、两级分化加剧的过程中，长安汽车整车产量波动增长，分别为 199.89 万辆、179.70 万辆和 203.32 万辆，其中 2020 年产量逆势增长，主要系新车型适销对路所致。截至 2020 年末，长安汽车库存量为 8.68 万辆，较上年末增长 48.77%，主要系 2020 年下半年以来汽车市场需求复苏，长安汽车主动备货以应对春节旺季需求所致。2021 年 1—9 月，长安汽车产量为 166.67 万辆，同比增长 23.71%。

表 4 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月长安汽车生产及库存情况（单位：万辆）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
产量	199.89	179.70	203.32	166.67
库存量	4.63	5.84	8.68	--

注：1. 上述汽车产销数据为长安汽车及其下属合营企业、联营企业统计口径数据；2. 由于 2019 年江铃控股有限公司股权变更完成，数据不再包含江铃控股有限公司的传统燃油车和新能源汽车，并对前期 2018 年数据作出相应调整；3. 由于长安汽车出售合资企业长安标致雪铁龙汽车有限公司（以下简称“雪铁龙汽车”）³50%股权，并于 2020 年 5 月完成股权变更，2019 年及 2020 年产销数据不包含雪铁龙汽车

资料来源：长安汽车年报及产销快报

新能源汽车整车的生产经营方面，长安汽车新能源汽车的多个生产环节可与燃油汽车共线。2020 年，长安汽车新能源乘用车产能为 70 万辆/年，产量为 30671 辆，销量为 34926 辆；新能源商用车产能为 17 万辆/年，产量为 2422 辆，销量为 2187 辆。

从产品质量控制来看，长安汽车自主整车质量达到较好水平，设置了生产和质量管理的机构和岗位，建立和完善授权体系和管理流程，建立了符合国家或行业标准的质量管理体系、质量问题应急反映及处理机制、产品质量评价机制、产品质量持续改进制度和具体的操作流程。

汽车零配件业务方面，中国长安下属汽车零配件企业产品品种相对丰富，部分零配件产品通过自主开发、引进技术、与国外知名公司建立合资合作等，具备一定的产品技术水平，

其中部分零配件产品在微型车领域具有领先优势。中国长安拥有多家零配件企业，在变速器、车桥、减震器、增压器、电机细分市场排名前列；具备一定的自主研发能力，拥有青山、天雁、江滨、华川共四个国家级技术中心。

（3）产品销售

2018—2020 年，随着汽车行业景气度波动和竞争格局变化，长安汽车销售量及销售收入先降后升。2021 年前三季度，长安汽车销量延续增长态势。

2018—2020 年，受汽车行业景气度波动和竞争格局变化的影响，公司汽车及零配件业务收入波动增长，分别为 1717.70 亿元、1522.19 亿元和 1785.23 亿元，年均复合增长 1.95%；毛利率波动上升，分别 18.17%、17.61%和 20.69%。

从销售模式来看，长安汽车目前已初步建成了涵盖自主品牌微车、自主品牌轿车、合资品牌轿车在内的三级销售服务体系。具体来看，长安汽车自主品牌微车主要面向县、乡级市场销售，微车销售网络完善，目前已在全国 500 多个县市建立了销售和售后服务网络，销售网络覆盖除港澳台以外的所有省份的地级市。与经销商采用现款现货、现汇和承兑汇票方式进行结算，有力地保证了回款效率和资金安全。由于微车主要面向县乡客户，销售网点较为分散，增加了售后服务工作的难度。长安汽车建立了“三三制回访”“核心流程服务”等售后服务制度，并开创了用户俱乐部、客户关系中心等服务模式，有效的解决了微车用户的售后服务。

长安汽车自主品牌轿车已实现了重庆、南京、河北三大基地的产品统一营销。在营销策略上采用了统一渠道管理、统一流程管理、统一形象标准和统一区域规划的方针，营销方向主攻二、三线城市市场。

长安汽车合资品牌轿车销售和服务采用以 4S 店为主的模式，建立了独立的、覆盖范围广泛、数量规模合理、服务齐全的 4S 店网络。

从销量来看，2018—2020 年，长安汽车销量先降后升，2020 年销量较上年增长 13.85%至

³ 2020 年 5 月，长安标致雪铁龙汽车有限公司更名为“深圳市宝能汽车有限公司”

200.37 万辆，主要系汽车行业竞争格局变化，长安汽车主要车型竞争力提升所致。2021 年 1—9 月，长安汽车销量为 173.22 万辆，同比增长 26.36%。其中，自主品牌销量为 135.02 万辆，同比增长 30.55%；自主乘用车销量为 92.87 万辆，同比增长 40.12%。

从产销率来看，2018—2020 年，长安汽车产销率保持在较高水平。随着销量逆势增长，2020 年长安汽车市场占有率较上年提升 1.11 个百分点至 7.92%。2021 年 1—9 月，长安汽车产销率为 103.93%。

表 5 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月长安汽车销售情况（单位：万辆、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
销量	207.46	175.99	200.37	173.22
产销率	103.79	97.93	98.55	103.93
市场占有率	7.39	6.81	7.92	--

注：1. 由于 2019 年江铃控股有限公司股权变更完成，数据不再包含江铃控股有限公司的传统燃油车和新能源汽车，并对前期 2018 年数据作出相应调整；2. 2019 年及 2020 年产销数据不包含雪铁龙汽车

资料来源：长安汽车年报及产销快报

从客户集中度来看，2018—2020 年，长安汽车对前五大客户的销售金额合计分别为 53.74 亿元、52.98 亿元和 72.56 亿元，占比长安汽车销售总额的比例分别为 8.11%、7.50%和 8.58%，销售客户集中度较低。

3. 输变电业务

公司输变电业务技术先进，市场竞争力强。

公司输变电业务主要由上市公司保变电气负责运营。保变电气是世界知名的变压器供应商，可以设计制造 10~1000 千伏全系列、各种结构类型、各类用途的变压器产品。变压器产品出口到美国、日本、欧盟、加拿大、巴基斯坦、苏丹等国家和地区。

保变电气在为国家重点工程提供的产品和服务中，创造了多项国内第一，包括贵广 ±500kV 直流换流变压器；国内第一台 500kV 核电站变压器；第一台国内最大容量的三峡电站用 84 万 kVA/500kV 变压器；第一台超临界百

万机组配套用变压器；我国第一台西北电网 750kV 特高压变压器；我国 1000kV 示范线路用 100 万 kVA/1000kV 电力变压器等。

（1）技术水平

输变电业务是保变电气的传统优势业务，尤其在高电压、大容量变压器制造领域具有较强的市场竞争力，主导产品为 220kV~1000kV 超高压、大容量变压器，经过多年在技术方面的巨大投入和开展卓有成效的技术开发、技术引进和技术改造工作，保变电气已掌握了上述变压器产品的设计、制造及试验技术，从而使产品的技术水平达到或接近国际先进，处于国内领先地位。

（2）采购模式

输变电产品主要成本包括原材料、燃料动力、人工费用和制造费用。保变电气生产所用的主要原材料有硅钢片、电磁线、变压器油、油箱等，其采购由设计、检验、供应把关，对供货方进行认真评价，在保证按合同要求、技术要求和产品质量的前提下，实行比价采购，对原材料物资实行分类管理，控制合理的库存量，通过材料工艺定额，严格控制材料消耗，实现原材料采购、消耗和库存的动态管理。保变电气通过对生产计划、采购计划和物料库存进行合理的预测、安排，努力降低采购成本和资金占用成本，既保证生产供应，又减少库存浪费，从而提高产品的竞争力。

（3）生产模式

该业务由生产管理部门根据产品合同所规定的交货期及产品的运输周期，确定产品的完工及发货时间；根据生产周期倒排，确定所有产品的排产计划，排产计划可细化到图纸设计下发、原材料采购到位、生产投产时间和完工时间、产品包装与发运等所有工序与流程。各职能部门严格按照综合计划开展各项工作，生产制造部门根据排产计划细化各产品生产过程，包括各加工工序的开工与完工、产品的检验与试验、产品总装配以及包装等，从生产过程控制产品进度，保证产品实现有效控制。2018—2020 年，保变电气变压器、互感器的生产量、

销售量和库存量均波动较大，主要系产品订单结构变化所致。

表 6 2018—2020 年输变电业务产销情况（单位：台）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年
变压器	生产量	1413	1320	1367
	销售量	1155	1526	1420
	库存量	533	327	274
互感器	生产量	1437	733	1228
	销售量	1683	1163	850
	库存量	656	226	604

资料来源：保变电气年报

（4）销售模式

保变电气的销售模式以直销为主，辅以少量的代销模式，这种销售模式可以最大限度地减少销售中的信用纠纷、保证货款及时回收。保变电气的销售业务分为国内销售和出口销售两部分，国内销售统一由营销团队负责，出口销售统一由进出口团队负责。

保变电气营销团队主要负责国内±1100kV 及以下直流换流变压器、110kV~1000kV 交流变压器、电抗器以及 200MW~1000MW 火电、水电、核电等发电项目及风电、光伏等新能源项目的市场招投标，从而获得项目订单，在招投标过程中严格遵守国家相关法律法规。国内主要客户为国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司、中国广核集团有限公司、中国长江三峡集团有限公司、中国华能集团有限公司等，合同签订后按照合同规定履行相关义务和责任，均有着多年合作基础和良好合作关系。

保变电气出口销售由进出口团队负责，目前主要进行单机销售，同时作为统一的出口销售平台，代理子分公司产品销售。国外客户主要为各国电力公司，如印度国家电网公司、美国私人电力公司和市政电力公司等等。该类出口销售合同由保变电气直接与客户签订合同，不存在代销。

4. 光电业务

2018—2020 年，公司光电业务经营规模扩大、销售收入波动增长。

公司光电业务主要由中光学等子公司负责运营。2018 年 12 月，利达光电向公司非公开发行股份购买其持有的河南中光学集团有限公司 100%的股权，完成了重大资产重组。2018 年 12 月 19 日，该股权交割完成并办理了工商变更登记。2019 年 6 月，利达光电更名为中光学集团股份有限公司，证券简称更名为“中光学”。

中光学主要业务分布在数码光学、薄膜光学、安防车载光学与军用光学四个细分领域，产品主要应用于数字投影机、数码相机、智能手机、安防监控产品等，主导产品是透镜、棱镜、光学镜头、光学辅料、光敏电阻等。

2018—2020 年，公司光电板块收入分别为 41.49 亿元、40.75 亿元和 88.38 亿元，年均复合增长 45.95%，主要系产品销量增加所致。

2020 年，中光学全年生产光学元器件 1.96 亿件，同比增长 26.75%；销售光学元器件 1.95 亿件，同比增长 27.34%。全年生产投影机整机 35.35 万台，同比增长 16.60%，销售投影机整机 35.12 亿件，同比增长 21.32%。

5. 重大投资项目

公司在建项目逐步完工，投资规模逐年下降，考虑到公司经营规模和经营获现能力，外部筹资压力一般。

目前公司重大在建项目主要为汽车及汽车零配件生产相关项目。2018—2020 年末，公司在建工程（不含工程物资）账面价值分别为 150.93 亿元、114.32 亿元和 78.71 亿元，在建项目逐步完工，投资支出压力逐年下降。

6. 经营效率

2018—2020 年，公司主要经营效率指标波动上升，公司汽车业务经营效率处于行业较高水平。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数分别为 4.07 次、3.99 次和 4.70 次，存货周转次数分别为 6.09 次、6.02 次和 7.06 次，总资产周转率分别为 0.63 次、0.59 次和 0.67 次，均波动上升。

公司作为以汽车及零配件生产为主营业务的大型央企，跨行业运营、业务结构多元，公司的经营效率指标的可对标上市公司不多、指标可比性不强，因而采用公司旗下上市公司长安汽车的指标数据进行同行业上市公司对比。从同行业上市公司的对比情况来看，长安汽车经营效率较高，处于行业较好水平。

表 7 2020 年同行业公司经营效率对比（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款 周转率	存货 周转率	总资产 周转率
600104.SH	上汽集团	17.02	10.42	0.84
000800.SZ	一汽解放	108.53	8.67	2.71
601238.SH	广汽集团	16.12	8.66	0.45
601633.SH	长城汽车	28.98	12.45	0.77
000625.SZ	长安汽车	56.76	15.51	0.77

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
数据来源：Wind

7. 未来发展

公司对未来产业布局 and 经营方向有着明确的发展规划，目标在于进一步提升公司的产业布局能力和利润水平，公司未来盈利能力有望得到提升。

公司未来将实施领先发展战略，大力提升保军强军能力、创新能力、价值创造和可持续发展能力；强化供给侧改革，持续优化投资结构、产业结构，重点发展输变电、装备制造、光电信息、金融服务四大产业，致力形成“2+4”先进军工和现代产业体系。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018—2019 年度财务报表均经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2020 年度财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制，合并范围内部分子公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围变化来看，2019 年，公司新纳入合并范围子公司 14 家，不再纳入合并范围子

公司 30 家。2020 年，公司新纳入合并范围子公司 13 家，不再纳入合并范围子公司 21 家。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 51 家。整体看，合并范围变化对公司主营业务影响较小，且会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 3583.94 亿元，所有者权益 1293.81 亿元（含少数股东权益 523.54 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 2377.37 亿元，利润总额 96.72 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司合并资产总额 3833.36 亿元，所有者权益 1354.37 亿元（含少数股东权益 513.15 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 2104.04 亿元，利润总额 92.73 亿元。

2. 资产质量

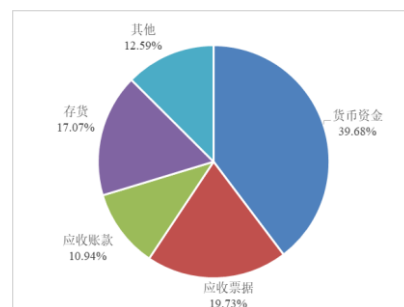
2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，资产结构较为均衡，现金类资产充裕，受限资产占比较小，整体资产质量较好。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 3.79%。截至 2020 年末，公司合并资产总额 3583.94 亿元，较上年末增长 5.43%。其中，流动资产占 45.22%，非流动资产占 54.78%。公司资产结构相对均衡。

（1）流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 4.45%。截至 2020 年末，公司流动资产 1620.84 亿元，较上年末增长 5.93%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 39.68%）、应收票据（占 19.73%）、应收账款（占 10.94%）和存货（占 17.07%）构成。

图 10 截至 2020 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020 年末,公司货币资金持续增长,年均复合增长 15.19%。截至 2020 年末,公司货币资金 643.08 亿元,较上年末增长 18.55%,主要系经营活动现金净流入量增加所致。公司货币资金包括银行存款(占 94.86%)和其他货币资金(占 5.14%);货币资金中有 97.34 亿元受限资金,受限比例为 15.14%,主要为银行承兑汇票保证金、存放中央银行法定准备金、履约保证金和信用证保证金等。

2018—2020 年末,公司应收票据持续增长,年均复合增长 11.07%。截至 2020 年末,公司应收票据 319.75 亿元,较上年末增长 3.03%,其中,商业承兑汇票占 15.85%、银行承兑汇票占 84.15%。

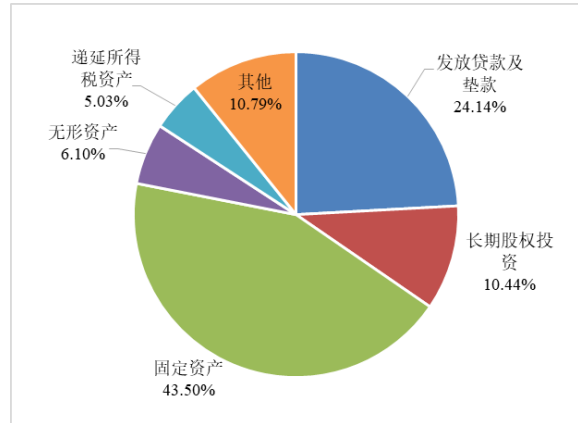
2018—2020 年末,公司应收账款持续下降,年均复合下降 12.54%。截至 2020 年末,公司应收账款账面价值 177.34 亿元,较上年末下降 5.29%。尚未执行新金融工具准则的公司的应收账款账面价值为 81.43 亿元(占 45.92%),累计计提坏账准备 28.73 亿元,计提比例 26.08%,其中按账龄法计提坏账的应收账款中,账龄 1 年以内(含 1 年)的占 83.62%;已执行新金融工具准则的公司的应收账款账面价值为 95.91 亿元(占 54.08%),累计计提坏账准备 13.15 亿元,计提比例为 12.06%。

2018—2020 年末,公司存货波动下降,年均复合下降 1.89%。截至 2020 年末,公司存货 276.64 亿元,较上年末增长 6.91%。公司存货主要由原材料(占 27.09%)、自制半成品及在产品(占 15.27%)和库存商品(占 53.60%)构成,累计计提跌价准备 31.24 亿元,计提比例 10.15%。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末,公司非流动资产规模持续增长,年均复合增长 3.26%。截至 2020 年末,公司非流动资产 1963.10 亿元,较上年末增长 5.02%,公司非流动资产主要由发放贷款及垫款(占 24.14%)、长期股权投资(占 10.44%)、固定资产(占 43.50%)、无形资产(占 6.10%)和递延所得税资产(占 5.03%)构成。

图 11 截至 2020 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020 年末,公司发放贷款及垫款波动增长,年均复合增长 20.29%。截至 2020 年末,公司发放贷款及垫款 473.86 亿元,较上年末增长 49.86%,主要系汽车金融业务规模扩大所致。公司汽车金融业务以贷款期限为 24 个月的个贷业务为主,公司将逾期 60 天以上的贷款划分为不良贷款,2020 年末不良贷款率为 0.84%。

2018—2020 年末,公司固定资产波动增长,年均复合增长 0.90%。截至 2020 年末,公司固定资产 854.01 亿元,较上年末下降 5.23%,主要系固定资产计提折旧和减值损失所致。固定资产主要由房屋及建筑物(占 33.31%)和机器设备(占 44.47%)构成,累计计提折旧 839.42 亿元;固定资产成新率为 50.32%,成新率不高。

2018—2020 年末,公司无形资产持续下降,年均复合下降 7.74%。截至 2020 年末,公司无形资产 119.84 亿元,较上年末下降 11.71%,主要系计提摊销所致。公司无形资产主要由土地使用权(占 65.51%)和专利权(占 26.31%)构成,累计摊销 104.64 亿元,累计减值 7.11 亿元。

2018—2020 年末,公司递延所得税资产持续增长,年均复合增长 2.74%。截至 2020 年末,公司递延所得税资产 98.68 亿元,较上年末增长 3.57%,变化不大。

截至 2020 年末,公司使用受限的资产账面价值共计 264.39 亿元,占资产总额的比例为 7.38%,受限比例较低。

表 8 截至 2020 年末公司受限资产情况 (单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	97.34	银行承兑汇票保证金、存放中央银行法定准备金、履约保证金等
应收票据	85.27	质押票据, 未终止确认
应收账款	38.52	借款质押
应收款项融资	1.62	质押票据
存货	0.55	存货质押贷款等
固定资产	34.10	贷款抵押、融资租入、尚未办理所有权转移登记
无形资产	4.94	土地抵押、贷款质押等
其他	2.04	贷款抵押、股权质押等
合计	264.39	--

注: 合计数与加总数存在尾差, 系四舍五入所致
资料来源: 公司审计报告

截至 2021 年 9 月末, 公司合并资产总额 3833.36 亿元, 较上年末增长 6.96%, 主要系存货、应收账款和货币资金等流动资产增加所致。其中, 流动资产占 47.73%, 非流动资产占 52.27%。公司资产结构相对均衡, 资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018-2020 年末, 公司所有者权益规模大, 但少数股东权益占比较高, 权益结构稳定性有待提高。

2018-2020 年末, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 6.80%。截至 2020 年末, 公司所有者权益 1293.81 亿元, 较上年末增长 7.48%, 主要系未分配利润增加所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 59.53%, 少数股东权益占比为 40.47%。在所有者权益中, 实收资本占 27.46%、资本公积占 11.91%、未分配利润占 16.77%。所有者权益中少数股东权益占比较高, 权益结构稳定性有待提高。

截至 2021 年 9 月末, 公司所有者权益 1354.37 亿元, 较上年末增长 4.68%。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 62.11%, 少数股东权益占比为 37.89%。在所有者权益中, 实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 26.60%、12.45%和 19.01%, 所有者权益结构变化不大。

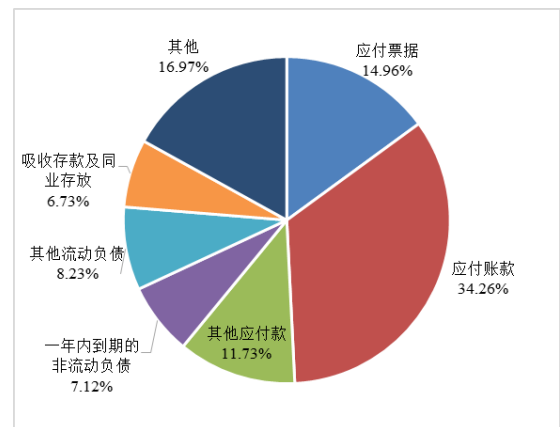
(2) 负债

2018-2020 年末, 公司负债规模波动下降, 以流动负债为主; 整体债务负担处于合理水平。

2018-2020 年末, 公司负债规模持续增长, 年均复合增长 2.20%。截至 2020 年末, 公司负债总额 2290.13 亿元, 较上年末增长 4.31%, 主要系流动负债增长所致。其中, 流动负债占 81.40%, 非流动负债占 18.60%。公司负债以流动负债为主。

2018-2020 年末, 公司流动负债持续增长, 年均复合增长 6.74%。截至 2020 年末, 公司流动负债 1864.22 亿元, 较上年末增长 9.41%, 主要系应付票据及应付账款、吸收存款及同业存放增加所致。公司流动负债主要由应付票据 (占 14.96%)、应付账款 (占 34.26%)、其他应付款 (占 11.73%)、一年内到期的非流动负债 (占 7.12%)、其他流动负债 (占 8.23%) 和吸收存款及同业存放 (占 6.73%) 构成。

图 12 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

2018-2020 年末, 公司短期借款持续下降, 年均复合下降 46.21%。截至 2020 年末, 公司短期借款 48.88 亿元, 较上年末下降 64.65%, 主要系经营活动现金回流增加, 公司降低借款额度所致。公司短期借款主要为信用借款 (占 89.40%)。

2018-2020 年末, 公司应付票据波动增长, 年均复合增长 4.02%。截至 2020 年末, 公司应付票据 278.95 亿元, 较上年末增长 10.10%。

2018—2020 年末,公司应付账款持续增长,年均复合增长 15.73%。截至 2020 年末,公司应付账款 638.61 亿元,较上年末增长 14.26%。应付账款账龄在 1 年以内(含 1 年)的占 90.94%。

2018—2020 年末,公司其他应付款持续下降,年均复合下降 6.47%。截至 2020 年末,公司其他应付款 218.67 亿元,较上年末下降 11.37%。公司其他应付款主要为应付往来款、工程款、设备款、运费、广告费、代收代垫款项等。

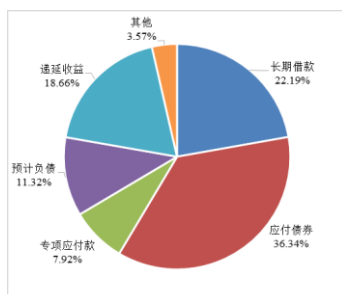
2018—2020 年末,公司一年内到期的非流动负债持续增长,年均复合增长 18.32%。截至 2020 年末,公司一年内到期的非流动负债 132.77 亿元,较上年末增长 0.68%,较上年末变化不大。

2018—2020 年末,公司其他流动负债波动下降,年均复合下降 2.77%。截至 2020 年末,公司其他流动负债 153.37 亿元,较上年末增长 11.06%,主要系预提折扣折让等增加所致。

2018—2020 年末,公司吸收存款及同业存放波动增长,年均复合增长 60.93%。截至 2020 年末,公司吸收存款及同业存放 125.51 亿元,较上年末增长 176.70%,主要系公司年末支持经销商融资需求,签票业务量增加,导致沉淀的保证金增加所致。

2018—2020 年末,公司非流动负债持续下降,年均复合下降 12.50%。截至 2020 年末,公司非流动负债 425.91 亿元,较上年末下降 13.38%,主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款(占 22.19%)、应付债券(占 36.34%)、专项应付款(占 7.92%)、预计负债(占 11.32%)和递延收益(占 18.66%)构成。

图 13 截至 2020 年末非流动负债构成情况



资料来源:公司审计报告,联合资信整理

2018—2020 年末,公司长期借款波动下降,年均复合下降 3.20%。截至 2020 年末,公司长期借款 94.52 亿元,较上年末增长 74.93%,主要系公司调整融资结构所致。公司长期借款主要为信用借款(占 99.44%)。

2018—2020 年末,公司应付债券波动下降,年均复合下降 8.28%。截至 2020 年末,公司应付债券 154.78 亿元,较上年末下降 28.13%。公司应付债券于 2022 年到期的余额合计 49.42 亿元,2024 年到期的余额合计 34.00 亿元,2026 年到期的余额合计 25.36 亿元,2027 年到期的余额合计 46.00 亿元。公司债券到期期限分散,集中偿债压力不大。

表 9 截至 2020 年底公司存续债券概况

(单位:年、亿元)

项目	债券期限	债券余额
16 兵装 05	10.00	2026-10-17
17 兵装 02	5.24	2022-04-19
17 兵装 04	20.00	2027-06-06
17 兵装 05	5.58	2022-07-13
17 兵装 06	20.00	2027-07-13
17 兵装 08	9.00	2024-09-18
17 兵装 09	6.00	2027-09-18
19 兵装 02	15.00	2024-03-18
19 兵装 03	10.00	2024-05-06
19 兵装 05	18.60	2022-12-02
20 兵装 01	20.00	2022-04-24
长融 2020-1	15.36	2026-02-26
合计	154.78	--

注:尾数差异系四舍五入导致

资料来源:公司审计报告,联合资信整理

2018—2020 年末,公司专项应付款持续下降,年均复合下降 18.77%。截至 2020 年末,公司专项应付款 33.71 亿元,较上年末下降 26.03%。

2018—2020 年末,公司预计负债持续下降,年均复合下降 33.23%。截至 2020 年末,公司预计负债 48.22 亿元,较上年末下降 19.37%,主要系产品质量保证金余额减少所致。

2018—2020 年末,公司递延收益持续下降,年均复合下降 10.02%。截至 2020 年末,公司

递延收益 79.46 亿元，较上年末下降 14.48%，主要为政府补助款和补偿款。

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 2478.99 亿元，较上年底增长 8.25%，主要系应付账款和应付票据等流动负债增加所致。其中，流动负债占 82.67%，非流动负债占 17.33%。公司负债以流动负债为主，且其占比较上年底略有上升。

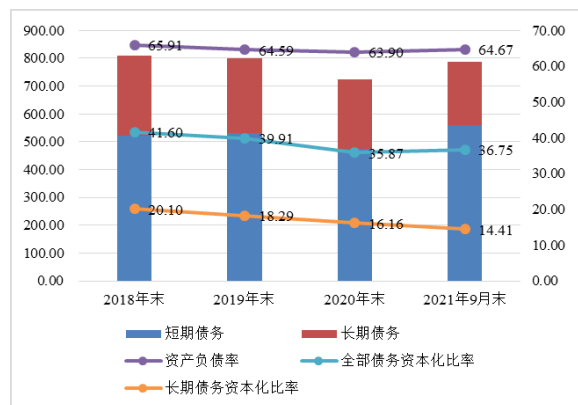
2018—2020 年，公司全部债务持续下降，年均复合下降 5.36%。截至 2020 年末，公司全部债务 723.67 亿元，较上年末下降 9.51%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占 65.55%，长期债务占 34.45%，以短期债务为主。其中，短期债务 474.36 亿元，较上年末下降 10.54%，主要系短期借款减少所致；长期债务 249.31 亿元，较上年末下降 7.48%，主要系应付债券减少所致。债务指标方面，2018—2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈逐年下降态势。公司债务负担处于合理水平。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 743.67 亿元。债务结构方面，短期债务 474.36 亿元（占 63.79%），长期债务 269.31 亿元（占 36.21%）。从债务指标看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.46%、36.86%和 17.45%，较调整前分别上升 0.56 个百分点、0.99 个百分点和 1.30 个百分点。

截至 2021 年 9 月底，公司全部债务 786.97 亿元，较上年底增长 8.75%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 71.02%，长期债务占 28.98%，以短期债务为主。其中，短期债务 558.90 亿元，较上年底增长 17.82%，主要系应付票据和短期借款增加所致；长期债务 228.07 亿元，较上年底下降 8.52%，主要系应付债券减少所致。从债务指标来看，截至 2021 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.67%、36.75%和 14.41%，较上年底分别提高 0.77 个百分点、提高 0.88 个百分点和下降 1.74 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2021 年 9 月底，公司全部债务增至 806.97 亿元。债务结构方面，短期债务 558.90 亿元（占 69.26%）、长期债务 248.07 亿元（占 30.74%）。从债务指标看，截至 2021 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.19%、37.69%和 15.68%，较调整前分别上升 0.52 个百分点、0.93 个百分点和 1.26 个百分点。

图 14 公司近年有息债务构成概况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2018—2020 年，受汽车行业景气度变化和公司汽车产品竞争力提升的影响，公司营业收入波动增长；叠加投资收益的影响，公司利润水平明显改善；但非经常性损益对公司利润影响大。

2018—2020 年，公司营业总收入波动增长，分别为 2242.10 亿元、2007.80 亿元和 2377.37 亿元。其中，2019 年公司营业总收入同比下降 10.45%，主要系汽车行业景气度下行，公司汽车及零配件销量下降所致；2020 年，公司营业总收入同比增长 18.41%，主要系公司汽车产品竞争力提升，汽车及零配件销量增加所致。2018—2020 年，公司利润总额逐年增长，分别为 24.67 亿元、49.05 亿元和 96.72 亿元，年均复合增长 98.02%，其中 2019 年较上年增加 24.38 亿元，主要系投资收益增加所致；2020 年较上年增长 97.17%，主要系汽车销量逆势增长，汽车及零配件板块利润改善所致。

期间费用方面，2018—2020 年，公司费用总额波动下降，年均复合下降 3.07%。2020 年，公司费用总额为 375.28 亿元，同比增长 5.74%，主要系销售费用和管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 32.95%、36.84%、26.66%和 3.54%。其中，销售费用为 123.65 亿元，同比增长 10.19%，主要系广告费和销售服务费增加所致；管理费用为 138.26 亿元，同比增长 7.77%，主要系汽车板块销量的增加使得技术转让费增加所致。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 18.16%、18.00%和 16.06%，期间费用对营业利润存在一定侵蚀。

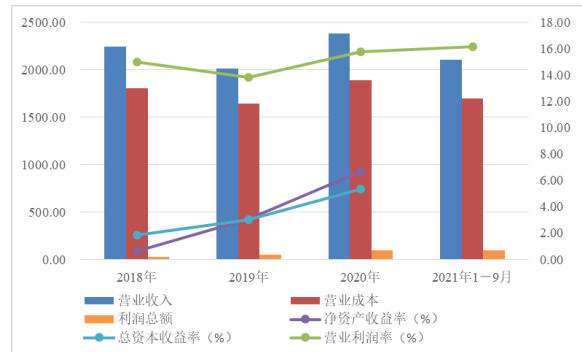
2018—2020 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 44.91%，分别相当于当期营业利润的 100.63%、154.85%和 68.50%。2018 年公司投资收益 32.46 亿元，主要来源于对中国北方工业有限公司权益法下确认的投资收益。2019 年公司投资收益为 91.56 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益为 61.88 亿元。2020 年公司投资收益为 68.16 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益为 31.95 亿元。2019 年和 2020 年，公司投资收益中处置长期股权投资产生的投资收益占比较高，来源于对联营企业和合营企业的投资收益有所下降。

2018—2020 年，公司其他收益波动下降，分别为 62.85 亿元、70.06 亿元、39.06 亿元，年均复合下降 21.17%，分别相当于当期营业利润的 194.85%、118.52%和 39.25%，主要为政府补助。

2018—2020 年，公司资产减值损失波动增长，分别为 40.54 亿元、65.94 亿元和 46.47 亿元，分别相当于当期营业利润的 125.68%、111.54%和 46.70%，主要为存货跌价准备和固定资产减值损失，系机械设备升级所致。2019—2020 年，公司信用减值损失分别为 1.93 亿元和 15.04 亿元，分别相当于当期营业利润的 3.26%和 15.12%，主要为坏账损失。资产减值损失和信用减值损失对营业利润侵蚀明显。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率、净资产收益率逐年上升，公司盈利指标有所改善。

图 15 公司近年盈利概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从同业对比看，2020 年长安汽车盈利能力指标在同业对比中处于中下水平，主要系资产减值损失对利润侵蚀较大所致。

表 10 2020 年同行业公司盈利能力情况（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
600104.SH	上汽集团	8.02	4.04	10.76
000800.SZ	一汽解放	16.39	6.46	9.20
601238.SH	广汽集团	7.26	4.07	6.47
601633.SH	长城汽车	9.60	4.38	17.21
000625.SZ	长安汽车	6.82	2.11	14.30

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

数据来源：Wind

2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 2104.04 亿元，同比增长 29.47%，实现利润总额 92.73 亿元，同比增长 29.88%，主要系本年受疫情影响程度较上年减弱，以及自主品牌汽车产销规模扩大所致。

5. 现金流

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流规模很大，收入实现质量较高；投资活动现金持续净流出，但净流出规模逐年下降；筹资活动前现金净流量由负转正，为压降债务提供了一定条件，筹资活动现金持续净流出。

表 11 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月公司现金流量概况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	2694.00	2233.86	2821.68	2768.14
经营活动现金流出小计	2740.51	2074.77	2596.14	2636.52
经营现金流量净额	-46.51	159.09	225.54	131.61
投资活动现金流入小计	411.00	800.55	393.54	180.14
投资活动现金流出小计	541.57	895.59	475.56	242.22
投资活动现金流量净额	-130.57	-95.04	-82.02	-62.08
筹资活动前现金流量净额	-177.08	64.06	143.52	69.53
筹资活动现金流入小计	470.91	552.61	406.00	301.21
筹资活动现金流出小计	514.74	563.51	477.30	327.57
筹资活动现金流量净额	-43.83	-10.90	-71.29	-26.35
现金收入比	116.38	104.47	111.27	129.80

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 2.34%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出量波动下降，年均复合下降 2.67%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2018—2020 年，公司经营活动现金净额波动下降。2018—2020 年，公司现金收入比波动下降，但总体处于较高水平。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 2.15%；投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 6.29%。2018—2020 年，公司投资活动现金持续呈净流出状态，净流出额年均复合下降 20.74%。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-177.08 亿元、64.06 亿元和 143.52 亿元，主要系经营活动现金流状况好转、投资活动现金净流出下降所致。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 7.15%；筹资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 3.71%。2018—2020 年，公司筹资活动现金持续净流出，净流出额波动增长，年均复合增长 27.54%。

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金净流入 131.61 亿元；投资活动现金净流出 62.08 亿元；筹资活动现金净流出 26.35 亿元

6. 偿债指标

2018—2020 年，公司短期偿债能力指标变化不大，长期债务偿债能力指标明显改善，同时考虑到公司现金类资产充裕，融资渠道畅通，银行授信规模大，公司整体偿债能力极强。

表 12 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	90.80	89.81	86.94
	速动比率（%）	73.24	74.62	72.10
	经营现金流动负债比（%）	-2.84	9.34	12.10
	现金类资产/短期债务（倍）	1.42	1.65	2.05
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	172.91	195.79	248.96
	全部债务/EBITDA（倍）	4.67	4.08	2.91
	EBITDA 利息倍数（倍）	6.04	8.04	11.79

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率和速动比率有所下降，但降幅较小。公司流动资产对流动负债的保障程度一般；公司现金短期债务比逐年上升，现金类资产对短期债务的保障程度很强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 逐年增长，EBITDA 利息倍数逐年上升，EBITDA 对利息的覆盖程度高。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 逐年下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。

截至 2020 年末，截至 2020 年末，公司本部获得授信额度为 785.00 亿元，尚未使用的授信额度为 767.00 亿元，间接融资渠道通畅。公司拥有多家上市公司，具有直接融资渠道。

未决诉讼方面，截至 2020 年末，公司之子公司长安汽车金融有限公司作为原告，未决诉讼共 919 起，诉讼标的金额合计 3303.15 万元，全部为零售贷款业务。公司及其他子公司重大未决诉讼（涉案金额 5000 万元以上）如下：①公司两家子公司保定天威顺达变压器有限公司、天威新能源（长春）有限公司与交银金融租赁有限责任公司（以下简称“交银租赁”）之间保证合同纠纷案，法院判决公司两家子公司的履行义务为：给付交银租赁 6046.17 万元，执行

费12.79万元。②建信信托有限责任公司诉公司及其子公司保变电气债务纠纷一案，涉及金额93324.30万元，2018年12月28日北京高院裁定案件中止诉讼，2020年11月25日恢复审理，截至目前尚未判决。

对外担保方面，根据公司2021年半年度报告，截至2021年6月末，公司对外担保余额0.68亿元，占同期净资产的比重极低。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产以货币资金和长期股权投资为主，资产流动性较好；负债以银行借款和应付债券为主，债务负担处于合理水平；实收资本和资本公积占所有者权益比例很高，所有者权益结构稳定性好。投资收益对公司本部净利润贡献大。

截至2020年末，公司本部资产总额925.73亿元，较上年末增长6.83%。其中，流动资产270.52亿元（占29.22%），非流动资产655.21亿元（占70.78%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占85.85%）和其他应收款（占12.72%）构成；非流动资产主要由持有至到期投资（占11.97%）和长期股权投资（占86.48%）构成，部分长期股权投资为上市公司流通股股份（未质押），变现能力较强。截至2020年末，公司本部货币资金为232.23亿元。

截至2020年末，公司本部负债总额423.78亿元，较上年末增长9.86%。其中，流动负债268.96亿元（占63.47%），非流动负债154.82亿元（占36.53%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占55.03%）、其他应付款（合计）（占12.60%）和一年内到期的非流动负债（占32.37%）构成；非流动负债主要由长期借款（占9.04%）和应付债券（占90.96%）构成。公司本部2020年末资产负债率为45.78%，较2019年末上升1.26个百分点。截至2020年末，公司本部全部债务389.87亿元。其中，短期债务占60.29%、长期债务占39.71%。截至2020年末，公司本部全部债务资本化比率43.72%，公司本部债务负担处于合理水平。

截至2020年末，公司本部所有者权益为501.94亿元，较上年末增长4.40%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为355.30亿元（占70.78%）、资本公积为40.54亿元（占8.08%）、未分配利润为72.89亿元（占14.52%）、盈余公积为10.02亿元（占2.00%）。公司本部实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性好。

2020年，公司本部营业收入为1.10亿元，利润总额为24.40亿元。同期，公司本部投资收益为29.50亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金流净额为5.36亿元，投资活动现金流净额为-9.11亿元，筹资活动现金流净额为17.99亿元。

九、本期债券偿债能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响小；考虑本期债券发行后，公司整体偿债能力仍然极强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2020年底，公司全部债务合计723.67亿元，其中短期债务474.36亿元，长期债务249.31亿元。本期拟发行债券规模上限为40亿元，分别相当于公司全部债务的5.53%，短期债务的8.43%和长期债务的16.04%，本期债券的发行对公司现有债务结构影响不大。

以2020年底财务数据为基础，假设实际发行金额为40亿元且全部为品种二，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由63.90%、35.87%和16.16%上升至64.30%、37.12%和18.27%，公司负债水平略有上升，债务负担略有加重。考虑到公司拟将募集资金用于偿还现有债务，实际债务负担将低于预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

若本期债券发行规模为40亿元且全部为品种一，以2020年财务数据为基础，公司2020年经营活动现金流量净额为225.54亿元，是本期债券发行后短期债务的0.44倍；截至2020年底，公司现金类资产972.92亿元，是本期债券发行后短期债务的1.89倍。

表13 本期债券（品种一）偿还能力测算

项目	2020年
发行后短期债务*（亿元）	514.36
经营现金/发行后短期债务（倍）	0.44
现金类资产/发行后短期债务（倍）	1.89

注：发行后短期债务为将本期债券发行额度计入后测算的短期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

若本期债券发行规模为40亿元且全部为品种二，以2020年财务数据为基础，公司2020年经营活动现金流入量为2821.68亿元、经营活动现金流量净额为225.54亿元，EBITDA为248.96亿元，分别为本期债券发行后长期债务的9.75倍、0.78倍和0.86倍。

表14 本期债券（品种二）偿还能力测算

项目	2020年
发行后长期债务*（亿元）	289.31
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	9.75
经营现金净流入/发行后长期债务（倍）	0.78
EBITDA/发行后长期债务（倍）	0.86

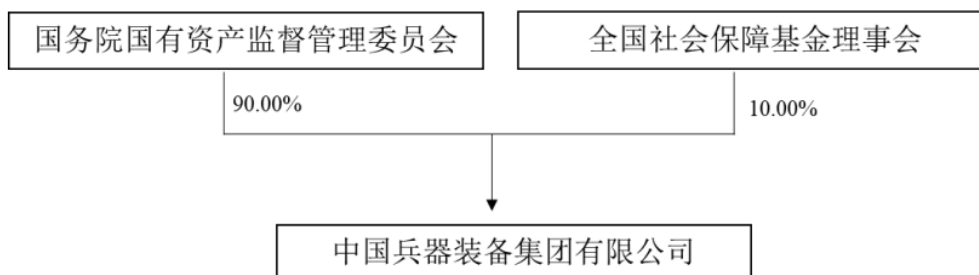
注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

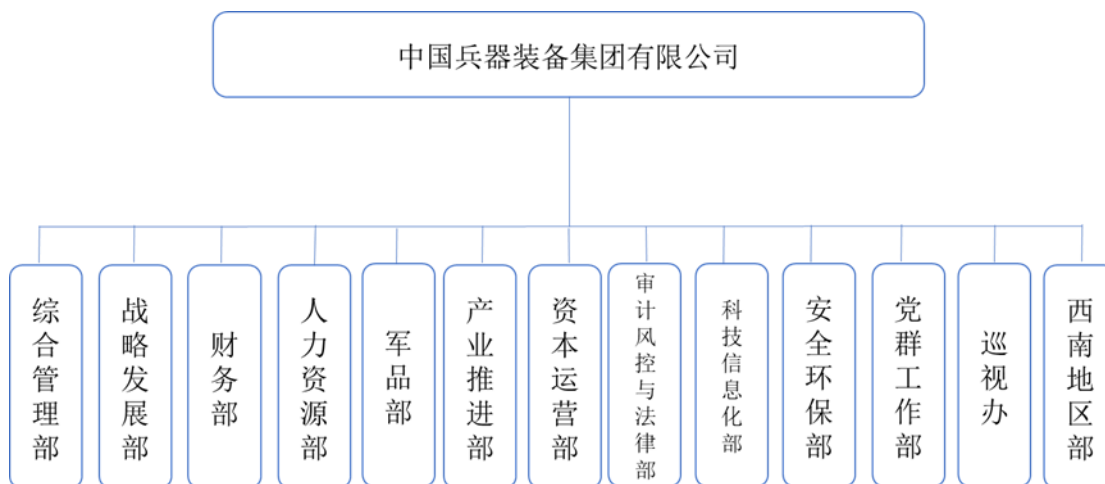
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期债券品种一（短期公司债券）信用等级为A-1，本期债券品种二的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月末中国兵器装备集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月末中国兵器装备集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末公司主要子公司概况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的 表决权 (%)	取得方式
1	保定天威保变电气股份有限公司	制造业	184152.85	45.79	45.79	投资设立
2	保定同为电气设备有限公司	制造业	5000.00	100.00	100.00	投资设立
3	北京北机机电工业有限责任公司	制造业	10624.60	100.00	100.00	其他
4	兵器装备集团财务有限责任公司	金融业	303300.00	100.00	100.00	投资设立
5	长安汽车金融有限公司	金融业	476843.10	80.00	80.00	非同一控制下的企业合并
6	重庆望江工业有限公司	制造业	129751.91	100.00	100.00	其他
7	成都光明光电股份有限公司	制造业	52784.10	86.44	86.44	其他
8	成都光明光电有限责任公司	制造业	15725.63	100.00	100.00	其他
9	成都陵川特种工业有限责任公司	制造业	8690.51	100.00	100.00	其他
10	贵州高峰石油机械股份有限公司	制造业	12600.00	100.00	100.00	其他
11	河南中原特钢装备制造有限公司	制造业	102000.00	100.00	100.00	其他
12	黑龙江北方工具有限公司	制造业	9842.11	100.00	100.00	其他
13	湖北长江光电仪器有限公司	制造业	2181.31	100.00	100.00	其他
14	湖北华强科技股份有限公司	制造业	25829.38	93.83	93.83	其他
15	湖北华中光电科技有限公司	制造业	10143.00	100.00	100.00	其他
16	湖南华南光电(集团)有限责任公司	制造业	5064.41	100.00	100.00	其他
17	湖南云箭集团有限公司	制造业	20000.00	100.00	100.00	其他
18	华中药业股份有限公司	制造业	24514.85	78.80	78.80	其他
19	济南轻骑铃木摩托车有限公司	制造业	20012.85	50.00	50.00	非同一控制下的企业合并
20	济南轻骑摩托车有限公司	制造业	8000.00	100.00	100.00	投资设立
21	江西长化化工有限公司	制造业	18706.30	100.00	100.00	其他
22	洛阳北方企业集团有限公司	制造业	14072.54	100.00	100.00	其他
23	南方工业科技贸易有限公司	批发和零售业	2630.00	95.10	95.10	其他
24	南方工业资产管理有限责任公司	制造业	330000.00	100.00	100.00	投资设立
25	四川华川工业有限公司	制造业	7557.03	100.00	100.00	其他
26	武汉滨湖电子有限责任公司	制造业	8505.56	100.00	100.00	其他
27	西安昆仑工业(集团)有限责任公司	制造业	28000.00	100.00	100.00	其他
28	西南兵器工业有限责任公司	批发和零售业	19967.66	100.00	100.00	其他
29	云南西仪工业股份有限公司	制造业	31856.62	55.61	55.61	其他
30	中光学集团股份有限公司	制造业	26252.52	41.97	41.97	其他
31	中国兵器工业第二〇八研究所	科学研究和技术服务业	103851.21	100.00	100.00	其他
32	中国兵器工业第二一八研究所	科学研究和技术服务业	10123.00	100.00	100.00	其他
33	中国兵器工业第五九研究所	科学研究和技术服务业	106911.37	100.00	100.00	其他
34	中国兵器装备集团杭州疗养院	服务业	1554.56	100.00	100.00	其他
35	中国兵器装备集团摩托车检测技术研究所	科学研究和技术服务业	14710.66	100.00	100.00	其他
36	中国兵器装备集团人力资源开发中心	服务业	50.00	100.00	100.00	投资设立
37	中国兵器装备集团融资租赁有限责任公司	融资租赁服务	68181.70	100.00	100.00	投资设立

38	中国兵器装备集团商业保理有限公司	金融业	50000.00	100.00	100.00	投资设立
39	中国兵器装备集团信息中心有限责任公司	信息传输、软件和信息技术服务业	100.00	100.00	100.00	投资设立
40	中国兵器装备集团自动化研究所	科学研究和技术服务业	31157.94	100.00	100.00	其他
41	中国兵器装备集团自动化研究所有限公司	科学研究和技术服务业	--	100.00	100.00	投资设立
42	中国兵器装备研究院	科学研究和技术服务业	12937.54	100.00	100.00	其他
43	重庆长安工业（集团）有限责任公司	制造业	112914.31	100.00	100.00	其他
44	重庆长江电工工业集团有限公司	制造业	8288.00	100.00	100.00	其他
45	重庆大江工业有限责任公司	制造业	61559.80	100.00	100.00	其他
46	重庆红宇精密工业集团有限公司	制造业	40000.00	100.00	100.00	其他
47	重庆虎溪电机工业有限责任公司	制造业	16000.00	100.00	100.00	其他
48	重庆嘉陵特种装备有限公司	制造业	15810.00	100.00	100.00	其他
49	重庆建设工业（集团）有限责任公司	制造业	20115.59	100.00	100.00	其他
50	重庆建设机电有限责任公司	制造业	8490.63	100.00	100.00	其他
51	中国长安汽车集团有限公司	制造业	609227.34	100.00	100.00	其他

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	744.32	877.10	972.92	1012.61
资产总额（亿元）	3326.79	3399.38	3583.94	3833.36
所有者权益（亿元）	1134.20	1203.81	1293.81	1354.37
短期债务（亿元）	522.80	530.24	474.36	558.90
长期债务（亿元）	285.24	269.46	249.31	228.07
全部债务（亿元）	808.04	799.69	723.67	786.97
营业总收入（亿元）	2242.10	2007.80	2377.37	2104.04
利润总额（亿元）	24.67	49.05	96.72	92.73
EBITDA（亿元）	172.91	195.79	248.96	--
经营性净现金流（亿元）	-46.51	159.09	225.54	131.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.07	3.99	4.70	--
存货周转次数（次）	6.09	6.02	7.06	--
总资产周转次数（次）	0.63	0.59	0.67	--
现金收入比（%）	116.38	104.47	111.27	129.80
营业利润率（%）	14.95	13.82	15.76	16.13
总资本收益率（%）	1.82	2.99	5.32	--
净资产收益率（%）	0.64	3.08	6.69	--
长期债务资本化比率（%）	20.10	18.29	16.16	14.41
全部债务资本化比率（%）	41.60	39.91	35.87	36.75
资产负债率（%）	65.91	64.59	63.90	64.67
流动比率（%）	90.80	89.81	86.94	89.27
速动比率（%）	73.24	74.62	72.10	73.07
经营现金流流动负债比（%）	-2.84	9.34	12.10	--
现金短期债务比（倍）	1.42	1.65	2.05	1.81
EBITDA 利息倍数（倍）	6.04	8.40	11.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.67	4.08	2.91	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 2018-2020 年末其他应付款和长期应付款中的债务部分已纳入相关债务指标核算；3. 2021 年 1-9 月财务数据未经审计
 资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	245.18	217.99	232.23	231.38
资产总额（亿元）	857.75	866.53	925.73	949.72
所有者权益（亿元）	447.35	480.78	501.94	529.74
短期债务（亿元）	134.00	185.26	235.05	238.92
长期债务（亿元）	236.00	168.55	154.82	150.55
全部债务（亿元）	370.00	353.81	389.87	389.47
营业总收入（亿元）	2.98	2.05	1.10	1.83
利润总额（亿元）	25.43	31.92	24.40	23.98
EBITDA（亿元）	25.62	32.07	24.52	--
经营性净现金流（亿元）	10.19	-1.07	5.36	2.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	97.41	98.72	96.85	97.66
总资本收益率（%）	3.11	3.82	2.74	--
净资产收益率（%）	5.68	6.64	4.86	--
长期债务资本化比率（%）	34.54	25.96	23.57	22.13
全部债务资本化比率（%）	45.27	42.39	43.72	42.37
资产负债率（%）	47.85	44.52	45.78	44.22
流动比率（%）	159.58	116.68	100.58	100.53
速动比率（%）	159.58	116.68	100.58	100.53
经营现金流动负债比（%）	5.86	-0.49	1.99	--
现金短期债务比（倍）	1.83	1.18	0.99	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 2021 年 1-9 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 短期债券信用等级设置及含义

联合资信短期债券信用评级等级划分为四等六级，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。每一个信用等级均不进行微调。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高，违约概率很低
A-2	还本付息能力较强，安全性较高，违约概率较低
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响，违约概率一般
B	还本付息能力较低，违约概率较高
C	还本付息能力很低，违约概率很高
D	不能按期还本付息

附件 4-4 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 中国兵器装备集团有限公司 面向专业投资者公开发行 2022 年公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国兵器装备集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求在本期债项（含品种一、品种二）评级有效期内完成跟踪评级并及时发布跟踪评级结果。

中国兵器装备集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国兵器装备集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国兵器装备集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国兵器装备集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国兵器装备集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国兵器装备集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国兵器装备集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国兵器装备集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国兵器装备集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。