

信用评级公告

联合〔2021〕9689号

联合资信评估股份有限公司通过对山东重工集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定山东重工集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十月二十二日

山东重工集团有限公司

2021 年主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 10 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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	A	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	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
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

评级观点

山东重工集团有限公司（以下简称“公司”）是国内领先的汽车与装备制造集团，在柴油发动机、商用车和工程机械制造领域综合竞争力明显，行业地位突出。近年来，公司营业总收入和利润总额持续增长，盈利能力稳健。公司接受中国重型汽车集团有限公司（以下简称“重汽集团”）股权无偿划转，并于 2020 年 1 月 1 日起将其纳入合并范围，公司重型卡车市场地位及资本实力得以巩固。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收账款和存货对营运资本占用偏重，资产负债率偏高，存在对外担保风险敞口等因素对公司经营可能带来的不利影响。

未来，随着公司对重汽集团资产整合的进一步推进，公司在柴油发动机和重卡制造行业的地位和产业协同作用将得到显著提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小。

优势

1. 公司是中国大型的汽车及装备制造和工程机械制造产业集团。公司形成了集动力总成、整车、整机、液压控制和汽车零部件协同发展的完整汽车制造产业链布局。
2. 公司将重汽集团纳入合并范围，资本实力和竞争实力得到壮大，整合推进将带动产业协同效应的发挥。公司接受重汽集团股权无偿划转，并于 2020 年 1 月 1 日起并将其纳入合并范围，资本实力得到有利巩固。
3. 公司现金类资产殷实、经营获现能力强，盈利能力稳健，可以通过财务公司实现内部资金融通，偿债能力极强。截至 2021 年 6 月底，公司（合并）拥有现金类资产（剔除受限制类货币资金）1222.52 亿元，为短期债务的 1.37 倍；同时，公司下设财务公司可以对内部核心子公司实现资金归集，对集团内部资金融通形成有力保证。

关注

1. **权益结构稳定性较弱。**公司对下属重要子公司持股比例较低，少数股东权益规模大，截至 2020 年底公司所有者权益中少数股东权益占 84.75%。
2. **公司存有一定风险敞口。**公司在对外担保、融资租赁和保兑仓业务等方面存在或有负债风险敞口。
3. **应收账款和存货对营运资本形成占用。**伴随营业收入的增长，公司应收账款和存货逐年增加，并在 2020 年并入重汽集团后规模进一步扩大。

分析师：杨 恒 华艾嘉

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

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产(亿元)	515.28	584.60	986.88	1222.52
资产总额(亿元)	2347.24	2649.21	4332.60	4877.59
所有者权益(亿元)	632.99	724.06	1195.59	1473.91
短期债务(亿元)	383.64	481.51	738.50	890.86
长期债务(亿元)	423.27	417.11	509.29	441.59
全部债务(亿元)	806.91	898.62	1247.79	1332.46
营业收入(亿元)	1774.95	1917.22	3119.42	2084.20
利润总额(亿元)	139.10	142.04	216.08	155.57
EBITDA(亿元)	236.87	158.36	348.98	--
经营性净现金流(亿元)	182.64	220.30	374.78	58.44
营业利润率(%)	21.79	21.30	19.49	17.77
净资产收益率(%)	18.34	16.18	15.12	--
资产负债率(%)	73.03	72.67	72.40	69.78
全部债务资本化比率(%)	56.04	55.38	51.07	47.48
流动比率(%)	113.15	107.92	115.81	119.14
经营现金流动负债比(%)	16.89	17.41	16.16	--
现金短期债务比(倍)	1.50	1.40	1.52	1.62
EBITDA 利息倍数(倍)	14.98	9.70	17.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.41	5.67	3.58	--

公司本部（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额(亿元)	71.14	81.29	174.72	178.71
所有者权益(亿元)	31.46	32.43	124.07	120.91
全部债务(亿元)	37.02	43.36	48.48	45.76
营业收入(亿元)	0.07	0.48	0.34	0.09
利润总额(亿元)	0.70	2.16	1.83	-1.09
资产负债率(%)	55.78	60.10	28.99	32.35
全部债务资本化比率(%)	54.06	57.21	28.10	27.46
流动比率(%)	28.73	46.95	6.68	14.18
经营现金流动负债比(%)	-28.69	-24.45	17.57	--

注：公司 2021 年上半年度财务报表未经审计；现金类资产已剔除受限制类货币资金；合并口径长期应付款、租赁负债和其他非流动负债中的有息债务已计入公司全部债务；尾数差系四舍五入所致

主体评级历史：

主体级别	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	2020/6/11	杨涵 刘丙江 杨恒	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2015/9/6	杨涵 刘丙江	制造企业信用分析要点（2014 年） 制造业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

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无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东重工集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,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,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 10 月 22 日至 2022 年 10 月 21 日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东重工集团有限公司

2021 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

山东重工集团有限公司（以下简称“公司”或“山东重工”）系由山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）出资组建的有限责任公司，于 2009 年 6 月 16 日取得山东省工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》。根据鲁国资企改〔2009〕11 号《关于组建山东重工集团有限公司的通知》，山东省国资委分期出资成立公司，公司原注册资本为 3000 万元，实收资本 600 万元。根据山东省国资委鲁国资产权函〔2009〕117 号《关于山东重工集团有限公司国有产权划转有关问题的批复》，依据 2009 年 6 月 30 日经审计的财务报告，将潍柴控股集团有限公司（以下简称“潍柴控股”）、山东工程机械集团有限公司国有出资及享有权益 23.08 亿元和 9.37 亿元，无偿划入公司（计入资本公积科目）。2009 年 12 月 23 日，公司收到山东省国资委的二期出资款 2400 万元，同时将资本公积转增实收资本，公司注册资本和实收资本增至 30 亿元。经历多次股权结构变更，截至 2021 年 6 月底，公司注册资本和实收资本为 30 亿元，实际控制人为山东省国资委（持有公司 70% 股份）。

公司经营范围包括：山东省人民政府授权范围内的国有资产经营；投资和企业管理；规划组织；协调管理集团所属企业的生产经营活动；内燃机及其配套产品的研发、生产、销售；工程机械及其他机械设备、零部件的研发、生产、销售；汽车（含小轿车）、摩托车及零部件、配套设备的研发、生产、销售；不动产租赁。

公司依法享有经营自主权，山东省国资委依照有关规定授权董事会行使出资人的部分职权，决定公司重大事项。截至 2021 年 6 月底，公司内设党委办公室、董事会办公室、人力资

源部、政策研究部、纪委、审计部、法务与资本运营部、战略发展与协同部、财务管理部、运营管控部、投资管理部、信息化管理部和集采中心等部门。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 4332.60 亿元，所有者权益合计为 1195.59 亿元（含少数股东权益 1013.29 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 3119.42 亿元，利润总额 216.08 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 4877.59 亿元，所有者权益合计为 1473.91 亿元（含少数股东权益 1255.76 亿元）。2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 2084.20 亿元，利润总额 155.57 亿元。

公司注册地址：山东省济南市燕子山西路 40-1 号；法定代表人：谭旭光。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济与政策环境分析

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。中国宏观政策加大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。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内 为两年平 均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值 增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总 额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支 配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有

一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

三、行业分析

柴油发动机行业

1. 行业概况

目前，柴油发动机已经成为汽车、农业机械、工程机械、船舶、内燃机车、地质和石油钻机、军用、通用设备、移动和备用电站等各种装备的主要配套动力，行业覆盖面较广，行业发展和国家整体经济走势密切相关。

2020 年，面对严峻复杂的中国外环境，特别是新冠肺炎疫情的严重冲击，中国政府统筹

推进疫情防控和经济社会发展工作，经济运行稳定恢复，经济社会发展主要目标任务完成情况好于预期。2020 年中国生产总值 101.6 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 2.3%。中国重卡行业销量为 161.9 万辆，同比增长 37.9%；中国工程机械行业销量为 91.9 万台（其中的叉车为内燃叉车），同比增长 23.9%；中国农业装备行业（农业装备行业数据为农机购置补贴数据，包括 50 马力及以上拖拉机、玉米收获机、小麦收获机、水稻收获机及其他。）销量为 52.1 万台，同比增长 53.9%。

随着国家环保法规日趋严格，高效节能、质量好、稳定性高的中高端柴油机将逐渐成为未来柴油机市场发展的主流趋势。

2. 竞争格局

中国柴油机行业的集中度较高，呈现多头垄断态势；六缸的重型机受近年重卡和工程机械市场需求量较大的影响，其发展速度和技术水平平均处于国内外较高水平。

中国柴油机行业的集中度较高，呈现多头垄断态势；三至五家柴油机生产厂组成了行业第一梯队，而在 15 吨以上商用车领域，更是由三至五家柴油机生产厂完全垄断。

细分领域的竞争方面，四缸的中轻型机一直是中国发动机产业的弱项，缺乏设计制造水平高、生产规模较大的领军企业，整体水平较低，生产企业较多，同质化严重、竞争激烈；在四缸的重型机领域，自主品牌产品借助各方面优势，在市场中占有主导地位，国外产品进一步大幅提高市场份额的难度较大。六缸的重型机受近年重卡和工程机械市场需求量较大的影响，其发展速度和技术水平平均处于中国外较高水平，且附加值高于中轻型机。由此可见，中国柴油机市场上中轻型机厂商面临的竞争远高于重型机的生产企业。

车用柴油机国 V/VI 标准相当于欧洲同等排放标准，为满足以上排放标准，柴油机在做好机内净化技术（包括电控高压燃油喷射技术、增压中冷技术、废气再循环（EGR）技术、多气门技术、可变涡流进气道技术、可变压缩比技术、均质混合压燃技术（HCCI）以及优化燃

烧室结构和参数）升级外，必须综合柴油机机外净化来进行后处理控制排放，目前国际上技术路线包括 SCR（选择性催化还原）技术和“EGR（冷却式废气再循环+DOC（氧化型催化器）+DPF（微粒过滤器））”技术。SCR 技术对发动机本体改动小，耐久性、燃油经济性较好，对燃油品质和机油品质要求较低，不会堵塞催化器，技术升级连续性较好，发动机使用和保养费较低，但需增加尿素喷射系统和解决尿素供应问题；EGR 技术油耗偏高，需要超低硫含量的燃油以及高品质润滑油，发动机后续保养要求较高，开发成本较高，标定难度大，技术升级连续性差。

欧洲因为燃油成本因素多选择 SCR 技术，美国因燃油成本低和尿素供应系统未健全主要采用 EGR 技术，但美国 EPA 发布 SCR 技术认证，表明美国开始使用 SCR 技术。中国柴油机动力企业在重型柴油机技术路线上多选择 SCR 技术，轻型柴油机选择 EGR 技术。

3. 行业政策

近年来，行业主管部门致力于在节能减排、安全性能等方面提高汽车产品的技术标准和环保要求。同时，在政策执行的过程中，也促进了部分车型需求的提前释放，引导了产业结构升级。

根据国家发改委等七部委联合发布公告，自 2019 年 1 月 1 日起，全面供应“国六标准”车用汽柴油，同时停售低于该标准的车用汽柴油。根据中国内燃机工业协会发布的《内燃机行业“十四五”发展规划》，“十四五”期间，中国每年仍有 8000 万台新品内燃机作为国民经济刚性需求，创新和减排仍是整个内燃机行业的发展重点，行业将不断推进关键核心技术快速进步，不断提高中国内燃机产品的竞争力，进一步提高内燃机的热效率，降低燃油消耗，满足日益严格的油耗和二氧化碳法规。

2020 年 4 月，国家发改委发布了《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，加快淘汰报废老旧柴油货车。支持京津冀及周边地区、汾渭平原等重点地区提前淘汰国三及以下排放标准的营运柴油货车，中央财政统筹车辆购置

税等现有资金渠道，通过“以奖代补”方式，支持引导重点地区完成淘汰 100 万辆的目标任务。

4. 未来发展

2021 年，受疫情影响，全球经济总体恢复缓慢，经济增长动力不足，经济前景充满高度不确定性。但随着居民消费潜力的激发、新兴产业投资的扩大、行业置换需求的增加等有利因素，中国柴油机行业将会迎来快速发展。

从中国经济来看，稳中求进依然是主基调，中国经济修复的动能较强，中国国内、国际双循环发展格局下实施扩大内需战略，居民消费潜力将进一步激发；基础设施补短板、“两新一重”项目、扩大战略性新兴产业投资等，将持续提振卡车、工程机械等配套市场需求；环保限产、国三置换、治超治限将继续带动卡车等行业置换需求；随着 5G 建设等新基建因素影响，能源电力市场需求将逐步扩大；“三农”工作由脱贫攻坚转向全面乡村振兴，为农机产品配套带来发展机遇；面对“2030 碳达峰、2060 碳中和”的目标以及节能化、智能网联化提供的巨大机遇，新能源业务将迎来快速发展，为行业的高质量发展带来机遇。

汽车行业

1. 行业概况

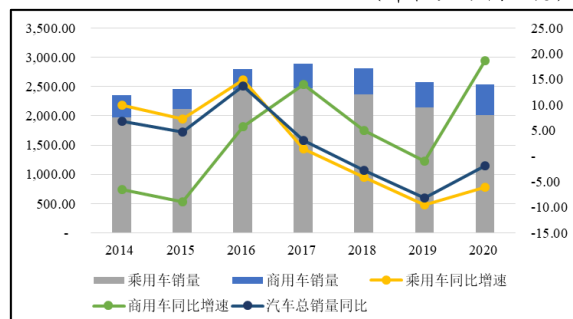
商用车作为生产资料，具有明显周期性，其景气度与下游需求和宏观经济密切相关。2020 年，在基建投资拉动、老旧车淘汰治理、超限超载治理进一步深化等因素影响下，商用车实现产销均破 500 万，达到历史新高。货车又是拉动商用车增长的主要动力。在行业政策上，近年来行业主管部门致力于在节能减排、安全性能等方面提高汽车产品的技术标准和环保要求。同时，在上述政策执行的过程中，也促进了部分车型需求的提前释放，引导了产品结构升级。

汽车制造行业具有产业集中度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，城镇化以及国民消费升级带动中国汽车销量持续增长，但

增速呈现波动。2020 年中国汽车产销规模已连续 12 年蝉联全球第一，产销量分别为 2522.50 万辆和 2531.10 万辆，同比下降 2.00% 和 1.90%，降幅较上年分别收窄 5.50 个百分点和 6.30 个百分点。中国汽车产业在 2020 年上半年面临新冠肺炎疫情的冲击下，全年产销量较上年增速有恢复，表现出了很强的韧性和内生动力，但中国汽车行业需求整体趋于饱和，增速放缓的现实情况没有发生改变。

商用车从大类上分为货车和客车两类，又进一步分为客车、货车、半挂牵引车、客车非完整车辆和货车非完整车辆五个类别。2020 年，随着国内新冠肺炎疫情得到全面控制，复工复产顺利进行，基建投资回升、国 III 汽车加速淘汰、严查治理超载超限，国六标准实施等利好因素促进下，商用车表现优于乘用车，全年产销呈现大幅增长。2020 年全年商用车产销分别完成 523.1 万辆和 513.3 万辆，首超 500 万辆，创历史新高，商用车产销同比分别 20.0% 和 18.7%，产量增幅较上年提高 18.1 个百分点，销量增速较上年实现了由负转正。分车型产销情况来看，货车是支撑商用车增长的主要车型，货车产销分别完成 477.8 万辆和 468.5 万辆，同比分别增长 22.9% 和 21.7%；客车产销分别完成 45.3 万辆和 44.8 万辆，同比分别下降 4.2% 和 5.6%。

图 1 2014 - 2020 年中国汽车销量情况
(单位：万辆、%)



资料来源：wind，联合资信整理

商用车作为生产资料，受外部经济、行业政策等影响较明显，呈现明显的周期性特征。从车型结构来看，带动商用车增长的主要是重

型货车和轻型货车，占商用车的比重合计达91.27%。

重卡（含重卡非完整车辆、半挂牵引车）作为商用车行业的重要子行业之一，广泛服务于公路货运、工程建设、能源、矿山、林业和建筑等行业及国防事业，其作为生产资料，受国民经济发展（社会运输总需求）、固定资产投资、油品标准实施、限超政策等外部经济、政策环境影响更为显著。2020年，在基建投资拉动、老旧车淘汰治理、超限超载治理进一步深化等因素影响下，全行业实现重卡销售161.9万辆，同比增长37.9%。

从商用车市场企业竞争格局来看，销量TOP10企业市场集中度为86.79%，集中度保持在很高水平。国内商用车前十名销量情况具体如下表所示。

表2 2020年中国商用车企业销售排名前十
(单位: 万辆、%)

排名	名称	销量	同比增长
1	上汽集团	72.90	28.20
2	东风汽车	72.30	19.20
3	北汽集团	68.40	26.00
4	长安汽车	51.10	0.30
5	一汽集团	49.00	39.60
6	中国重汽	47.10	58.90
7	江淮汽车	29.80	15.00
8	陕汽集团	23.50	25.80
9	长城汽车	22.50	51.20
10	成都大运	8.90	9.50

资料来源：中国汽车工业协会，联合资信整理

2. 行业政策

国 VI 标准的加速实施。2018年6月28日，生态环境部印发《GB17651-2018 重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》。根据该政策，燃气车从2019年7月1日起，不分行业、不分地区全面实施国六排放标准。柴油车方面，公交、环卫、邮政等类城市车辆从2020年7月1日起全国实施国六标准；2021年7月1日起，全国所有柴油车辆都将实

施国 VI 标准。2023年7月1日起，全国范围开始实施更为严格的国 VIb 排放标准。

取消商用车制造外资股比限制。根据2018年6月30日商务部发布《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》的文件内容，2020年1月1日起将取消商用车制造外资股比限制。届时，外资商用车企业既可以选择对合资企业控股，也可以自己直接投资建厂。就目前情况来看，取消商用车投资股比限制，外资商用车企业及产品将加速进入国内市场，会对国内商用车市场产生较大的影响，产品更加多元化，市场竞争更为激烈的同时将助力国内商用车企快速转型，稳步发展。

老旧车淘汰补贴进一步减少或取消。2018年，国务院便发布了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2019年又发布《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》，其中和货运行业相关的，除了有逐步实施国六排放标准、优化货物运输结构、加快油品升级外，最重要的就是推广使用新能源车，大力淘汰老旧车辆。目前，许多省市针对2019年12月31日之后淘汰的车辆补贴都会有所降低，甚至取消补贴。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年6月底，公司注册资本为30.00亿元，实际控制人为山东省国资委（持有公司70%股份）。

2. 企业规模及竞争力

公司在柴油发动机和重型汽车制造领域市场地位突出、核心产品市场占有率较高，产业链及销售网络布局完善，产品技术领先。

公司是山东省国资委下属装备制造业骨干企业。公司下辖潍柴控股、重汽集团、山推股份（以下简称“山推股份”）等大型装备制造企业，主营业务涉及柴油发动机、工程机械、

重卡、客车及零部件等多个领域。公司“潍柴动力发动机”“法士特变速器”“汉德车桥”“陕汽重卡”“中国重汽”先后荣获“中国名牌产品”“中国驰名商标”称号，共同形成了公司品牌集群效应。

表3 2020年公司重要子公司财务情况（单位：亿元）

项目	潍柴控股	重汽集团	山推股份
营业总收入	2063.02	1009.61	70.98
利润总额	129.36	100.37	1.05
资产总额	3085.55	1207.33	97.03
负债总额	2251.89	840.37	58.80
所有者权益	833.66	366.96	38.23
经营活动现金净流量	244.14	172.01	6.67

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司下属全资子公司潍柴控股拥有国内发动机最丰富的产品谱系，能够提供多种型号柴油机，柴油机产品广泛应用于重型汽车、大型客车、工程机械、农用机械以及发电、排灌和船舶动力；同时拥有整车及汽车零部件的生产配套能力；在变速箱的市场占有率位居国内行业排名第一，核心产品市场认可度高、竞争优势明显；销售方面，潍柴控股在全国建立了完善的由特殊维修服务中心组成的服务网络，在全球多个国家建立了办事处和授权服务站，产品销往全球 100 多个国家和地区，建成了覆盖全球的国际营销和服务网络。

公司下辖重汽集团和陕西重型汽车有限公司（以下简称“陕西重汽”）两大重型卡车制造企业，产品主要包括各种载重汽车、特种汽车、军用汽车、客车、专用车、改装车、发动机及机组、汽车零部件和专用汽车底盘等，是国内领先的重型载重汽车生产厂商之一，并在大功率、大吨位重型汽车领域具有较为明显的竞争优势，是中国重型汽车行业的龙头企业。

公司下属控股子公司山推股份（公司持股比例 29.37%）主营产品涵盖推土机、吊管机、推耙机、平地机、装载机、压路机、混凝土“一站三车”、汽车起重机等多规格工程机械。

3. 人员素质

公司治理层和高级管理人员具备多年行业管理经验，领导层整体素质较高；员工学历和岗位结构符合公司所处行业特点，与公司现阶段业务发展相匹配。

公司董事长谭旭光先生，1961年出生，山东潍坊人，1977年12月参加工作，中共党员，工学博士，正高级工程师、高级经济师。历任山东潍柴进出口有限公司总经理、董事长，潍坊柴油机厂副厂长、厂长、党委副书记，重汽集团副总经理、董事、党委委员，潍柴集团党委书记，潍柴动力股份有限公司（以下简称“潍柴动力”）党委书记，山东省交工集团董事长、党委书记，曾兼任潍柴重机董事长等职务。现任公司董事长、党委书记，潍柴控股董事长，重汽集团董事长、党委书记，潍柴动力董事长兼CEO、总工程师、科学技术研究总院院长。

公司总经理江奎先生，1964年出生，山东济宁人，1988年7月参加工作，中共党员，在职研究生学历，工商管理学硕士，高级工程师。历任山推总厂总装分厂副厂长，山推进出口公司副总经理，山推股份制造本部副部长、营销本部副部长及本部长、采购部部长、山推股份副总经理、常务副总经理、董事，山工集团副总经理，潍柴集团常务副总经理、党委副书记、副董事长，山重建机董事长，山东省交工集团董事长，德州德工机械（山东德工机械）董事长等职务。现任公司总经理、党委副书记，潍柴动力董事、山推股份董事。

公司副总经理兼首席财务官申传东先生1966年出生，山东沂水人，1991年4月参加工作，中共党员，研究生学历，农学硕士，正高级会计师、注册会计师。现任公司副总经理兼首席财务官，山重融资租赁有限公司（以下简称“山重融资租赁”）董事长，山东重工集团财务有限公司（以下简称“重工财务公司”）董事，山推股份董事，山东省交通工业集团控股有限公司董事，中通客车控股股份有限公司董事，山重建机有限公司董事，山东宇泰汽车零部件

有限公司董事，山东汽车制造有限公司董事，潍柴（重庆）汽车有限公司董事。历任山东省医药公司财务科副科长、财务部副部长、新药开发公司副经理、经理，省高新技术投资有限公司投资三部高级经理，鲁信药业公司副总经理、财务总监，临沂矿业集团外部董事、财务总监，山东重工集团财务总监、外部董事，山东重工集团财务有限公司（以下简称“重工财务公司”）董事长等职务。

截至2021年6月底，公司本部拥有在职员工95人。从岗位构成看，管理人员56人（占58.95%），专业人员39人（占41.05%）；从学历构成看，硕士及以上学历人员28人（占29.47%），本科学历人员59人（占62.11%），专科及以下学历人员8人（占8.42%）。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：3701010002974588），截至2021年9月14日，公司本部不存在已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往履约记录良好。截至2021年9月14日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》和公司章程搭建并不断完善法人治理结构。公司治理结构完整，管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范，基础管理水平较高，管理风险较低。

公司严格按照《公司法》和《公司章程》等相关法律、法规的规定，不断完善公司治理结构，优化内部控制体系，规范公司管理运作。

公司设立股东会，股东会是公司的权力机构。公司设立董事会，董事会由9名董事组成。其中执行董事3名，外部董事5名，职工董事1名。董事会设董事长1名，按照企业领导人管理权限任免。董事任期3年，任期届满可连选连任。董事会下设审计、提名、薪酬与考核委员会。

公司设监事会，监事会由5名监事组成，其中股东代表监事2名、专职监事1名、职工代表监事2名。目前公司暂无在职监事，主要由于《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号）规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会。

公司总经理、副总经理、首席财务官、董事会秘书为公司高级管理人员。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，总经理任期由董事会决定，一般不超过本届董事会的任期。公司设立副总经理5名，总经理可以提请董事会聘任或者解聘副总经理。

2. 管理水平

公司重视内部控制体系的建设。根据国家相关政策法规，公司结合自身实际情况，制定并不断完善了对人员管理制度、资金管理办法、投资管理、预算管理、对外担保等一系列的内部控制制度。

公司及下属企业人员管理方面，公司制定了《山东重工集团有限公司领导干部管理办法》《山东重工集团有限公司领导干部经济责任问题追究管理办法》《山东重工集团有限公司后备干部管理办法》《山东重工集团总部人力资源管理办法》《山东重工集团委派财务总监管理办法》《山东重工集团有限公司委派董事监事管理办法》《山东重工集团有限公司权属公司人才工作目标责任制考核管理办法》、《山东重工集团有限公司领导干部职务消费管理办法》，形成了对权属公司人员的有效管控体系。

资金管理方面，公司制定了《山东重工集团有限公司资金管理办法》。公司对各级权属公司资金管理（授信管理除外）实行“下管一级”原则，但是不具有管理职能的投资平台公司对下级公司资金管理（授信管理除外）时，须经投资平台公司的上一级公司审批。投资平台公司名单由公司确定。公司及下属企业实行以限额管理为主、收支两条线管理为辅的资金

管理模式。限额管理即实行限额管理的权属公司，除限额内资金留存当地银行账户外，超限额部分全部存入重工财务公司账户。

投资管理方面，公司制定了《山东重工集团有限公司投资管理办法》。公司对投资项目采取直接决策和间接决策方式。直接决策即投资项目经总经理办公会研究论证后提报党委会、董事会决策，决策通过后予以批复。间接决策即集团公司行使股东知情权，在投资主体董事会或股东会通知发出前向集团报送投资项目文件，履行总经理办公会审查论证程序并用函件反馈意见。无异议后，投资主体发出会议通知，公司履行 OA 议案审核流程并通过公司或权属企业派出的产权代表（股东代表、董事）在投资主体董事会、股东会上按照公司研究意见，行使表决权。

预算管理方面，公司制定了《山东重工集团有限公司全面预算管理办法》。公司董事会负责集团年度总目标的提出；负责全面预算方案及预算调整方案的审议、批准。预算管理委员会负责全面预算管理工作的组织与实施。公司预算一经下达，各预算单位必须严格组织实施，并定期对预算执行情况进行分析检查。公司每半年组织召开一次预算分析会议，各权属公司根据自身情况确定预算分析会议周期，但最长不得超过半年。

对外担保方面，公司制定了《山东重工集团有限公司担保管理办法》。财务管理部负责制定集团公司担保管理制度，并指导各权属公司建立健全企业担保管理制度；负责根据授权具体办理各权属公司及其实际控制企业的担保事项；负责组织开展对各权属公司担保业务的监督检查；负责指导各权属公司完善担保风险防控措施等工作。各级权属公司不得对山东重工集团以外的其他企业提供担保、不得为高风险投资项目（包括任何形式的委托理财、买卖股票、期货、期权）以及不符合国家产业政策的项目提供担保（正常销售业务模式形成的回购、保兑仓除外）。各级权属公司之间原则上

不允许相互提供担保。如有特殊情况确需提供担保的，须遵从本办法规定履行担保程序。

七、重大事项

接受重汽集团股权无偿划转

2019 年 9 月 25 日，济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）与公司签署《中国重型汽车集团有限公司国有股权无偿划转协议》，济南市国资委将其持有的重汽集团 45%的股权无偿划转给山东重工（以下简称“本次无偿划转”）。2019 年 9 月 29 日，公司收到山东省国资委出具的《山东省国资委关于无偿划转中国重型汽车集团有限公司 45%国有产权有关事宜的批复》（鲁国资产权字〔2019〕44 号），山东省国资委批准本次无偿划转。2019 年 9 月 27 日，山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“山东国投”）与公司签署《国有股权授权行使并一致行动协议》，山东国投将其持有的重汽集团 20%股权除资产收益权外的其他股东权利委托给公司行使。本次无偿划转和本次股权委托后，公司直接持有重汽集团 45%的股权，并实际控制及支配重汽集团 65%的股权表决权。公司通过重汽集团取得并控制中国重汽集团济南卡车股份有限公司（以下简称“中国重汽”，A 股股票代码：000951.SZ）64.55%股份权益（无质押），构成对中国重汽的间接收购。公司自 2020 年 1 月 1 日起将重汽集团纳入合并范围。

重汽集团下属中国重汽为中国重卡制造领军企业，在产品领域与公司下属陕西重汽存在一定差异。同时，潍柴动力作为大型发动机和零部件制造企业，在车桥、齿轮总成等多项产品领域与中国重汽保持合作关系。本次收购有利公司巩固其在整车及零部件领域的龙头地位。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涵盖柴油发动机、整车、工

程机械等多项领域。近年来，公司下属潍柴控股收入规模持续增长，盈利能力稳健；随着重汽集团被纳入公司合并范围，与潍柴控股一同成为公司核心的收入和利润来源。

2018—2020 年，受益于潍柴控股整车业务和发动机业务增长以及合并范围的变动影响，公司营业总收入快速增长，毛利率略有下降。2020 年，公司全年实现营业总收入 3119.42 亿元，同比增长 62.71%，毛利率为 20.00%，同比减少 1.71 个百分点。其中潍柴控股实现营业收入 2063.02 亿元，同比增长 12.82%，对营业总收入贡献率为 66.13%，毛利率为 19.31%，同比略有下滑；重汽集团实现营业收入 1009.61 亿

元，对营业总收入贡献率为 32.37%，毛利率为 20.06%；工程机械业务实现收入 113.96 亿元，同比增长 20.07%，毛利率为 11.41%；金融业务作为公司内部服务业务多为合并范围内抵消部分，对整体收入影响有限。

2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 2084.20 亿元，同比增长 42.89%，综合毛利率为 18.25%，同比略有下降；潍柴控股和重汽集团分别实现营业总收入 1406.34 亿元和 666.11 亿元，同比分别增长 43.04% 和 51.22%，毛利率分别为 18.54% 和 16.27%。工程机械业务实现收入 81.61 亿元，毛利率为 8.14%，对公司营业总收入和利润贡献进一步降低。

表4 2018—2020年以及2021年上半年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
潍柴控股	1675.38	94.39	22.24	1828.52	95.37	21.77	2063.02	66.13	19.31	1406.34	67.48	18.54
工程机械	101.88	5.74	16.13	94.91	4.95	13.23	113.96	3.65	11.41	81.61	3.92	8.14
重汽集团	--	--	--	--	--	--	1009.61	32.37	20.06	666.11	31.96	16.27
金融业务	11.95	0.67	87.87	12.63	0.66	84.75	12.18	0.39	82.59	7.84	0.38	78.57
内部抵消	-14.26	-0.80	-	-18.84	-0.98	--	-79.35	-2.54	--	-77.70	-3.73	--
合计	1774.95	100.00	22.28	1917.22	100.00	21.71	3119.42	100.00	20.00	2084.20	100.00	18.25

资料来源：公司提供

注：2020 年 1 月 1 日起，公司将重汽集团纳入合并范围

2. 潍柴控股

潍柴控股营业收入主要来自控股子公司潍柴动力（截至 2021 年 6 月底，公司持股 17.72%）和潍柴重机（截至 2021 年 6 月底，公司持股 30.59%），潍柴动力主要生产重型卡车、叉车以及工程机械配套柴油发动机、整车、汽车零部件（变速箱、车桥等）等产品，潍柴重机主要生产船用柴油机、发电机组等产品。由于潍柴动力贡献了潍柴控股 95% 以上的收入和利润，因此潍柴控股部分重点分析潍柴动力情况。

潍柴动力

（1）原材料和零部件供应

潍柴动力的原材料采购以原辅材料及外协件为主，并与主要供应商建立了长期战略合作关系，保证了原材料的稳定供应。

潍柴动力原材料采购一般由下属子公司独立采购，主要分两类：原辅材料的采购及外协件的采购。自制部分配套件包括集成缸盖、曲轴等。潍柴动力采购的主要原材料包括钢材、连杆料及油底壳料，采购的主要零部件包括起动机、发电机、增压器、高压油泵、曲轴等。采购价格方面，潍柴动力及其下属子公司主要通过规模采购降低成本。供应商管理方面，潍柴动力对供应商的资格进行严格考察论证和监督管理，与主要供应商均建立了长期战略合作关系，以保障物料的供应。支付方面，潍柴动力原材料采购结算时主要采用银行承兑汇票支付。2020 年，潍柴动力向前五大供应商合计采购额为 219.11 亿元，占年度总采购额的 13.74%，集中度较低。

表 5 2020 年潍柴动力营业成本构成情况

(单位: 亿元、%)

产品分类	金额	占比	同比增 减
动力总成、整车整机及关键零部件	964.53	60.53	29.98
智能物流	496.93	31.18	-0.65
其他零部件	79.67	5.00	17.92
其他	52.40	3.29	5.49
合计	1593.53	100.00	--

资料来源: 潍柴动力年报

(2) 动力总成、整车整机及关键零部件

动力总成、整车整机及关键零部件业务为潍柴动力主营业务收入和利润的重要组成部分。近年来, 潍柴动力经营情况良好。

2018—2020 年, 潍柴动力发动机及整车业务保持良好发展态势, 2020 年实现收入 1157.33 亿元, 对潍柴动力营业收入贡献率为 58.60%。

潍柴动力的发动机业务主要经营主体为潍柴动力本部及下属企业。2020 年, 潍柴动力分别生产和销售发动机 105.10 万台和 98.10 万台, 同比均呈增长态势; 发动机库存量同比增长 81.51%至 12.80 万台, 主要系潍柴动力对部分产品进行储备所致。产销率方面, 2020 年, 潍柴动力发动机产销率同比减少 2.70 个百分点至 93.30%, 同比略有下降但依旧维持在高水平。

表 6 2018—2020 年潍柴动力发动机产销情况

(单位: 万台、%)

项目	2018年	2019年	2020年
销售量	67.40	74.20	98.10
生产量	68.70	77.30	105.10
产销率	98.10	96.00	93.30
库存量	4.30	7.10	12.80

资料来源: 潍柴动力年报

(3) 整车

整车制造业务的运营主体为陕西重汽, 近年来, 陕西重汽经营情况良好, 市场占有率位居国内重卡企业第一梯队。

潍柴动力的整车业务是通过控股子公司陕西重型汽车有限公司(以下简称“陕西重汽”,

截至2021年6月底, 潍柴动力持股51.00%, 无质押)开展, 其中最主要的产品是重型卡车。截至2020年底, 陕西重汽资产总额490.71亿元, 净资产83.42亿元; 2020年实现营业收入658.44亿元, 净利润15.28亿元。2020年, 陕西重汽全年共销售重型卡车18.10万辆, 同比增长12.18%, 市场占有率位居国内重卡企业第一梯队。生产方面, 陕西重汽具有完整的产品开发、生产制造、检测调试和市场营销体系。2020年, 陕西重汽生产重型卡车19.20万辆, 同比增长15.54%; 库存量为3.90万台, 同比增长38.59%; 产销率为94.30%, 同比减少2.70个百分点。

表 7 2018—2020 年陕西重汽整车产销情况(单位:

万辆、%)

项目	2018年	2019年	2020年
销售量	15.30	16.10	18.10
生产量	14.60	16.60	19.20
产销率	104.80	97.00	94.30
库存量	2.30	2.80	3.90

资料来源: 潍柴动力年报

(4) 智能物流

德国凯傲是潍柴动力重要的收入和利润来源。近年来, 德国凯傲的经营状况保持稳定。

智能物流即叉车生产及仓库技术及供应链解决方案服务, 其经营主体为 KION GROUP AG(以下简称“德国凯傲”)。德国凯傲是欧洲第一大、世界第二大叉车生产厂商, 其收入主要来自欧洲地区。德国凯傲是潍柴动力重要的收入和利润来源, 近年来, 德国凯傲的经营状况保持稳定, 产销情况良好, 截至2020年底, 德国凯傲资产总额1029.67亿元, 净资产235.75亿元; 2020年全年实现收入651.11亿元, 净利润9.08亿元。由于德国凯傲涉及叉车融资租赁业务, 资产负债率长期处于较高水平。2020年, 德国凯傲分别生产和销售叉车20.00万辆, 同比略有下降; 叉车库存量保持稳定。产销率方面, 2020年, 德国凯傲叉车产销率为100.00%, 且保持高位稳定。

表 8 2018—2020 年德国凯傲财务数据概况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
资产总额	865.88	966.21	1029.67
资产负债率	80.00	81.22	77.10
营业收入	605.40	671.77	651.11
净利润	25.70	26.54	9.08

资料来源: 潍柴动力年报

表 9 2018—2020 年德国凯傲叉车产销情况(单位:万辆、%)

项目	2018年	2019年	2020年
销售量	20.40	21.50	20.00
生产量	20.70	21.50	20.00
产销率	98.55	100.00	100.00
库存量	1.80	1.80	1.80

资料来源: 潍柴动力年报

(5) 其他

潍柴动力其他业务板块运营主体主要为法士特,受市场需求强劲、产品竞争力强且对部分产品提前进行储备影响,公司变速箱产量、销量和库存量近年来均有所增长。

公司其他板块主要产品有:变速箱、车桥、游艇、液压件、齿轮、火花塞、活塞销及其他汽车零部件。变速箱制造主体为潍柴动力旗下的陕西法士特齿轮有限责任公司(以下简称“法士特”),法士特是目前世界上最大的汽车变速箱厂商之一,在中国重型汽车市场占有率超过70%,竞争优势明显。2020年,法士特共生产变速箱128.1万台,同比增长30.85%;库存量为16.50万台,同比增加9.10万台;主要系市场需求强劲、产品竞争力强且公司对部分产品提前进行储备影响;销售变速箱118.60万台,同比增长18.36%;产销率为92.60%,同比减少9.70个百分点。

表 10 2018—2020 年法士特主要财务数据(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
资产总额	144.48	162.41	202.82
资产负债率	78.67	60.86	46.42
营业收入	139.24	151.08	179.89

净利润	13.11	13.27	15.52
-----	-------	-------	-------

资料来源: 潍柴动力年报

表 11 2018—2020 年法士特变速箱产销情况(单位:万台、%)

项目	2018年	2019年	2020年
销售量	90.90	100.20	118.60
生产量	89.60	97.90	128.10
产销率	101.50	102.30	92.60
库存量	10.10	7.40	16.50

资料来源: 潍柴动力年报

潍柴重机

潍柴重机主要生产船用柴油机、发电机组等产品,对公司整体收入和毛利率贡献较小。

潍柴重机1998年在深圳证券交易所上市(股票简称:潍柴重机;股票代码:000880.SZ,截至2021年6月底,潍柴控股持股30.59%,无质押),经过近20多年的发展,业务覆盖远洋、近海、内河和发电四个领域,船用发动机在内河和近海运输船、渔船市场处于领先地位,发电机组被广泛应用于船舶、通讯、油田、医疗等行业。

潍柴重机业务主要为船用设备制造业。2020年,潍柴重机实现营业收入33.08亿元,同比增长24.44%,其中内销总额29.93亿美元,同比增长26.62%,外销总额3.15亿元,同比增长6.91%;实现净利润1.10亿元,同比增长31.08%。

营业成本方面,2020年,潍柴重机营业成本为27.68亿元,同比增长23.85%,生产所需原材料为柴油机(占52.32%)、发电机组(占21.72%)、配件及加工劳务(占14.80%)和材料及其他(占11.16%),2020年,潍柴重机向前五大供应商(不含关联方)合计采购金额为5.91亿元,占年度采购总额的24.99%,上游客户集中度一般。

下游销售方面,2020年,潍柴重机实现柴油机销售收入18.01亿元,同比增长22.58%;实现发电机组销售收入6.66亿元,同比增长14.09%;实现配件及加工劳务收入4.59亿元,同比增长21.13%;实现材料及其他收入3.82亿

元，同比增长68.72%。2020年，潍柴重机综合毛利率为16.34%，同比增加0.38个百分点。2020年，潍柴重机向前五大客户（不含关联方）合计销售金额为9.48亿元，占年度销售总额的28.65%。整体看，潍柴重机上下游客户集中度一般。

3. 工程机械

近年来，公司工程机械业务业绩欠佳，下属山推股份主营业务盈利能力较弱。

公司工程机械业务经营主体为山推股份（截至2021年6月底，公司持股24.25%，潍柴动力持股15.75%，均无质押）、全资子公司山东宇泰汽车零部件有限公司、德州德工机械有限公司和山重建机有限公司，其中山推股份是主要的收入来源。除山推股份产品外，工程机械业务的产品还包括轻型汽车、改装车、轿车零部件、装载机和挖掘机等，但整体产销规模较小。

近年来，工程机械行业整体市场容量除挖掘机、装载机等产品增长外，推土机、压路机等产品出现不同程度下滑，给工程机械行业带来严峻挑战，2018—2020年，山推股份营业收入年均复合下降5.82%。2020年，在完成深化业务结构调整后，山推股份实现营业收入70.98亿元，同比增长10.85%，实现利润总额1.05亿元，同比增长56.94%。同时，联合资信也关注到在山推股份受前期形成坏账资产减值损失和资产处置损益的拖累，整体盈利能力依然不佳，利润总额依然依赖于投资收益等非经常性损益。根据山推股份2020年财务报告，重工财务公司向山推股份及其控股子公司提供综合授信额度每年不超过人民币60亿元，有关利息金额每年不超过人民币2.61亿元。截至2020年底，山推股份及其控股子公司在重工财务公司存款余额为10.98亿元，贷款余额为11.00亿元，正常经营和融资仍依赖公司支持。

表 12 山推股份工程机械主机产品产销情况

（单位：台）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销售量	6876	4831	6071
生产量	6740	4485	6111
库存	981	635	675

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 重汽集团

重汽集团自2020年1月1日起纳入公司合并范围。2020年，受到国家增加基建投资、油品升级带来的商用车更新换代等影响，重汽集团主营业务同比大幅增长。同时，销量的大幅增长带来固定成本的摊薄，整车及零部件业务毛利率同比有所提升。

重汽集团属于汽车制造行业，主要从事重型载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘、客车底盘、汽车配件的制造及销售业务。2020年，重汽集团主营业务同比大幅增长，主要系受国家增加基建投资、油品升级带来的商用车更新换代等影响。重汽集团主营业务分为整车及零部件和其他主营业务。整车及零部件板块包括客车、货车、牵引车制造、改装车、汽车总成及零部件业务等；其他主营业务板块包括房地产开发与建筑施工业务和金融业务。重汽集团的金融业务主要是围绕重型卡车主业开展的小额贷款、担保、票据贴现和汽车融资租赁等业务。2020年，重汽集团实现营业总收入1009.61亿元，同比增长53.45%。

产能方面，重汽集团总装生产线为混装生产线，各类车型均在同一生产线装配，因此产能无法分配到各个车型。截至2020年底，生产线的年总装产能为30万辆。

产量方面，2020年重汽集团累计生产各类车辆48.22万辆，同比增长72.21%。2020年，重汽集团产能利用率依然维持高位。

销售方面，2020年，重汽集团累计销售各类汽车47.05万辆，同比增长58.85%，产销率较上年有所下降，但仍然维持在高位。

表 13 2018 - 2020 年重汽集团按总质量划分产品产、销量情况 (单位: 辆、%)

产品	总质量	2018 年			2019 年			2020 年		
		产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
货车	总质量≤14 吨	134851	135395	100.40	104790	104078	99.32	178680	176569	98.82
	14 吨<总质量≤19 吨	8111	6031	74.36	5540	3537	63.85	17692	18530	104.74
	19 吨<总质量≤26 吨	67943	73160	107.68	48064	55733	115.96	54961	39449	71.78
	26 吨<总质量≤32 吨	40191	45734	113.79	42393	47036	110.95	61119	69298	113.38
	32 吨<总质量	2200	2199	99.95	2727	3449	126.48	2430	10020	412.35
货车小计		253296	262519	103.64	203514	213833	105.70	314882	313866	99.68
客车小计		1545	1522	98.51	1203	1183	98.34	215	223	103.72
半挂牵引车	25 吨<准拖挂车总质量≤40 吨	31171	31632	101.48	35362	42345	119.75	77331	52845	68.34
	40 吨<准拖挂车总质量	26351	30949	117.45	39902	38815	97.28	89778	103574	115.37
半挂牵引车小计		57522	62581	108.79	75264	81160	107.83	167109	156419	93.60
合计		312363	326622	104.56	279981	296176	105.78	482206	470508	97.57

资料来源: 公司提供

5. 金融业务

公司金融业务由山重融资租赁和重工财务公司负责经营, 近年来, 整体经营稳健。

山重融资租赁是由公司连同潍柴动力、潍柴重机、山推股份、陕汽重汽等共同发起成立, 主要为公司内部产品销售提供金融支持, 业务涵盖工程机械、商用车、叉车、游艇、发电机组等产品融资租赁服务。山重融资租赁采取出租人的直租模式, 根据承租人的要求向经销商购买租赁物并出租给承租人(客户)占有、使用、收益, 承租人向其支付租金的行为。合作对象山重融资租赁是公司关联方。融资租赁的首付款比例为20%左右, 还款周期为1~4年, 如果客户在贷款期限内连续3个月未能按时、足额缴纳租金或租赁合同到期仍未能足额缴纳租金或部分租赁项目放款90天内未将抵押资料手续办理完毕并送达租赁公司的, 出租人及经销商对此笔租赁贷款负有余额回购义务。截至2021年6月底, 山重融资租赁融资租赁租金余额为99.99亿元(截至2020年6月底为66.16亿元), 其中已经发生逾期的合同余额为1.29亿元(截至2020年6月底为1.23亿元), 目前暂未发生回购。截至2020年底, 山重融资租赁资产总额为78.54亿元, 所有者权益16.32亿元, 2020年实现营业收入4.15亿元, 净利润0.74亿元。

截至2021年5月底, 山重融资租赁资产总额为122.28亿元, 所有者权益16.79亿元, 2021年1—5月实现营业收入2.82亿元, 净利润0.47亿元。

重工财务公司由公司联合潍柴动力、潍柴重机、山推股份、中国金谷国际信托有限责任公司共同出资成立。截至2021年6月底, 重工财务公司资本充足率为12.03%, 未低于银保监会规定的10%标准; 重工财务公司的自有固定资产与资本净额的比例为1.40%, 不高于银保监会规定的20%标准; 重工财务公司拆入资金与资本净额的比例为0%, 不高于银保监会规定的100%标准; 重工财务公司担保比例为92.98%, 不高于银保监局规定的100%标准。根据山推股份披露信息, 2021年上半年, 重工财务公司投资金额为21.92亿元, 投资比例为61.65%, 不高于银保监局规定的70%标准。截至2021年6月底重工财务公司为了规避风险, 未开展金融衍生品等业务。截至2021年6月底吸收存款余额已达到386.41亿元, 较2020年底增长13.65%。截至2021年6月底, 重工财务公司资产总额420.56亿元, 较2020年底增长13.54%, 发放贷款180.76亿元, 实现营业收入3.74亿元, 净利润2.59亿元, 经营状况良好, 且重工财务公司未因违法违规受到中国银保监会等监管部门的行政处罚。

6. 经营效率

近年来，公司经营效率良好。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数均有所增长，三年均值分别为 4.81 次、0.83 次和 5.43 次，2020 年分别为 5.57 次、0.89 次和 5.46 次。公司经营效率良好。

7. 在建项目

公司投资项目重点围绕潍柴动力和重汽集团展开，主要为生产线改造项目、厂区建设

项目、智能网联项目和技改项目，未来面临一定融资需求。

2017—2019 年，公司投资重点围绕潍柴动力和重汽集团展开。截至 2021 年 6 月底，公司重大在建项目的规划总投资为 143.06 亿元，主要为生产线改造项目、厂区建设项目、智能网联项目和技改项目。2021 年上半年投资 15.96 亿元，未来投资支出主要集中在生产线建设改造项目 B 项目、厂区建设项目 A-研发大楼项目和卡车公司智能网联（新能源）重卡项目上，未来面临一定融资需求。

表 14 截至 2021 年 6 月底公司重大在建项目（单位：亿元、%）

项目名称	计划投资额	2021 年上半年 投资金额	工程进度	资金来源
生产线建设改造项目 B	22.42	6.92	31	自有资金
厂区建设项目 C	7.80	0.08	86	自有资金
厂区建设项目 A-研发大楼	13.05	0.71	25	自有资金
试验室建设项目 A	9.96	0.03	86	自有资金
传动项目-基建	5.07	0.77	49	自有资金
厂区建设项目 B-三期	7.24	0.70	93	金融机构贷款及自有资金
生产线建设改造项目-试制中心	2.22	0.01	42	自有资金
卡车公司智能网联（新能源）重卡	61.14	5.49	41	募股资金
桥箱冲焊桥壳生产线技改项目	2.23	0.39	75	金融机构贷款
桥箱质量提升项目	4.14	0.16	60	金融机构贷款
总装厂技改增能项目	2.63	0.49	57	金融机构贷款
桥箱技改增能工程	5.16	0.21	93	金融机构贷款
合计	143.06	15.96	--	--

资料来源：公司提供

8. 未来发展

公司发展计划切实可行，对其未来发展有较强的指导作用。

（1）深化业务转型

公司未来将深化业务转型，从“传统装备提供”向“智能装备、解决方案提供”转型；从“动力系统业务”向“整车整机业务”转型；从“传统能源”向“高效清洁及新能源”转型。

（2）推动模式转型

公司将从卖产品向卖价值转型，从设备创造价值向人才创造价值转型，从传统制造模式向数字化模式转型。助力实现经营成果由马鞍

型向直线型上升转变。

（3）加快整合发展

公司将以协同互补为动力，以提升整体竞争力为目标，进一步整合集团内外部资源，促进产业链补链强链及内部协同，抢占科技和产业发展高地。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018—2020 年财务报表经和信会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年 1

—6 月财务数据未经审计。

截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 10 家，当期新纳入合并范围内子公司 5 家，分别为山东德工机械有限公司、德州德工机械有限公司、山东汽车制造有限公司、湖州盈灿投资合伙企业（有限合伙）和潍柴巴拉德氢能科技有限公司，当期不再纳入合并范围子公司 2 家，分别为山重租赁（香港）控股有限公司和济宁山推富居物业管理有限公司。截至 2019 年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 10 家，较 2018 年底未发生变化。截至 2020 年底，公司纳入合并报表范围二级子公司 11 家，公司当期将重汽集团纳入合并范围。公司合并范围变化对 2020 年年度财务报表可比性构成重大影响。2021 年 1—6 月，公司合并范围较 2020 年底无变化，截至 2021 年 6 月底，公司纳入合并报表范围二级子公司 11 家。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 4332.60 亿元，所有者权益合计为 1195.59 亿元（含少数股东权益 1013.29 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 3119.42 亿元，利润总额 216.08 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 4877.59 亿元，所有者权益合计为 1473.91 亿元（含少数股东权益 1255.76 亿元）。2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 2084.20 亿元，利润总额 155.57 亿元。

2. 资产质量

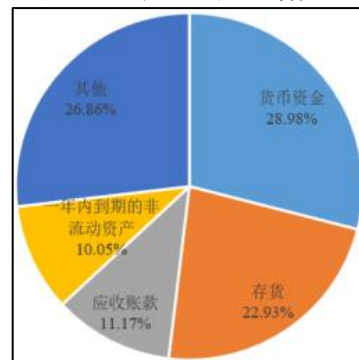
2020 年 1 月，公司将重汽集团纳入合并范围，资产规模快速增长，应收账款和存货对公司营运资本形成一定占用，非流动资产中固定资产、无形资产和商誉占比较高，公司整体质量尚可。

2018—2020 年底，公司（合并）资产总额快速增长。截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 4332.60 亿元，较 2019 年底增长 63.54%；公司资产中流动资产占 61.97%，非流动资产占 38.03%。

（1）流动资产

2018—2020 年底，公司流动资产逐年增长。截至 2020 年底，公司流动资产为 2685.12 亿元，较 2019 年底增长 96.66%；构成主要为货币资金（占 28.98%）、应收账款（占 11.17%）、存货（占 22.93%）和一年内到期的非流动资产（占 10.05%）。

图 2 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

2018—2020 年底，公司货币资金快速增长。截至 2020 年底，公司货币资金为 778.28 亿元，较上年底大幅增加 449.93 亿元；货币资金构成主要为银行存款（608.33 亿元）、其他货币资金（169.91 亿元）和少量库存现金。截至 2020 年底，公司受限制类货币资金为 134.36 亿元，主要为存放中央银行法定准备金、银行承兑保证金及其他。

2018—2020 年底，公司交易性金融资产逐年增长。截至 2020 年底，公司交易性金融资产为 155.33 亿元，较上年底增长 93.98%，主要为结构性存款（106.41 亿元）和债务工具投资（44.17 亿元）。

2018—2020 年底，公司应收票据波动下降，年均复合下降 12.87%。截至 2020 年底，公司应收票据为 187.63 亿元，较上年底增长 21.94%，其中银行承兑汇票 184.79 亿元（占 98.49%）。

2018—2020 年底，公司应收账款快速增长。截至 2020 年底，公司应收账款为 299.96 亿元，较上年底增长 40.28%；累计坏账准备计提比例 20.44%；其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 294.04 亿元，坏账计

提比例 9.42%。公司按账龄组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 95.86 亿元，占全部应收账款账面余额的 25.43%，账龄在 1 年以内的应收账款占 80.92%，1~2 年的占 8.48%，2~3 年的占 2.09%，应收账款账龄较短。

2018—2020 年底，公司存货快速增长。截至 2020 年底，公司存货为 615.65 亿元，较上年底增长 106.47%，账面余额主要为库存商品（占 66.40%）、原材料（占 19.17%）和在产品（占 10.79%）；累计计提跌价准备 23.75 亿元。

（2）非流动资产

2018—2020 年底，公司非流动资产快速增长。截至 2020 年底，公司非流动资产为 1647.47 亿元，较 2019 年底增长 28.32%；非流动资产主要由固定资产（占 33.65%）、无形资产（占 20.03%）和商誉（占 15.23%）构成。

2018—2020 年底，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 27.32%。截至 2020 年，公司长期应收款为 124.42 亿元，较上年底略有下降，构成主要为下属子公司德国凯傲的应收融资租赁款。

2018—2020 年底，公司固定资产快速增长。截至 2020 年，公司固定资产为 554.38 亿元，较上年底增长 45.53%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（221.86 亿元）和机器设备（142.13 亿元）构成；公司对固定资产累计计提折旧 491.54 亿元，减值准备 6.85 亿元。截至 2020 年底，公司固定资产成新率为 63.95%，公司固定资产成新率尚可。

2018—2020 年底，公司无形资产持续增长。截至 2020 年，公司无形资产为 329.99 亿元，较上年底增长 23.71%；无形资产主要由商标权（98.77 亿元）和土地使用权（78.14 亿元）等构成。

2018—2020 年底，公司商誉有所增长。截至 2020 年，公司商誉为 250.88 亿元，较上年底增长 4.21%；主要构成为合并湘火炬（5.31 亿元），收购林德液压合伙企业（8.51 亿元）、德国凯傲（68.14 亿元）、合并 Egemin Automation Inc.、Retrotech Inc.、Dematic Group（153.45 亿

元）等产生的商誉。

截至 2021 年 6 月底，公司资产总额为 4877.59 亿元，较 2020 年底增长 12.58%，其中流动资产占 64.12%，非流动资产占 35.88%。截至 2021 年 6 月底，公司流动资产为 3127.72 亿元，较上年底增长 16.48%。其中，货币资金较上年底增长 25.17%至 974.20 亿元，交易性金融资产较上年底增长 51.08%至 234.66 亿元，应收账款较上年底增长 26.57%至 379.66 亿元，应收款项融资较上年底增长 76.26%至 264.35 亿元，一年内到期的非流动资产较上年底增长 20.43%至 325.12 亿元；公司非流动资产为 1749.88 亿元，较上年底增长 6.22%。

截至 2021 年 6 月底，公司使用受限的资产合计 524.22 亿元，主要构成为存在使用限制的货币资金、应收票据和应收款项融资等流动资产。

表 15 截至 2021 年 6 月底公司资产受限情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	216.74	存放中央银行法定存款准备金；冻结；承兑保证金
交易性金融资产	9.16	质押开具票据及保兑仓
应收票据	122.14	票据质押
应收账款	23.60	质押
固定资产	10.32	查封；抵押办理承兑、
无形资产	4.13	抵押借款、办理承兑；
应收款项融资	78.29	应收融资租赁款质押融
长期应收款	57.62	资产证券化融资
长期股权投资	1.01	质押
投资性房地产	1.20	贷款抵押、涉诉
合计	524.22	--

资料来源：公司半年报，联合资信整理

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020 年，得益于潍柴动力持续盈利带来的利润积累，公司未分配利润由负转正，少数股东权益快速增长。2020 年，公司将重汽集团纳入合并范围，所有者权益规模快速增长。所有者权益中少数股东权益占比高，实收资本和资本公积占比小，权益结构稳定性较弱。

2018—2020 年底，公司所有者权益快速增长。截至 2020 年底，公司所有者权益为 1195.59 亿元，较上年底增长 65.12%，主要系公司下属潍柴动力持续盈利带来的少数股东权益和未分配利润积累，以及重汽集团纳入合并范围所致。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 16.46%、资本公积占 63.33%、未分配利润占 15.91%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 15.25%，少数股东权益占 84.75%。

截至 2021 年 6 月底，公司所有者权益为 1473.91 亿元，较 2020 年底增长 23.28%，主要系少数股东权益持续增长所致。归属于母公司权益合计中，实收资本占 13.75%、资本公积占 58.13%、未分配利润占 23.88%。所有者权益中归属于母公司所有者权益占 14.80%，少数股东权益占 85.20%。

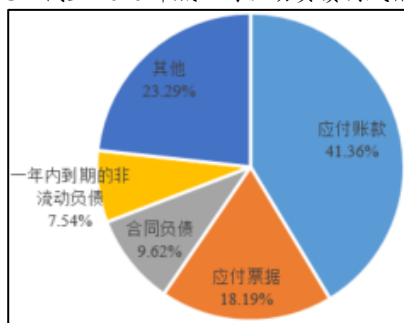
(2) 负债

伴随公司下属潍柴动力经营规模持续扩大，近年来公司负债总额和债务规模持续增长。2020 年以来，公司将重汽集团纳入合并范围，负债总额和债务总量大幅增长，短期债务占比持续提升，债务结构相对合理。

2018—2020 年底，公司负债总额快速增长。截至 2020 年底，公司负债总额为 3137.01 亿元，较 2019 年底增长 62.95%，其中流动负债占 73.91%，非流动负债占 26.09%。

2018—2020 年底，公司流动负债快速增长。截至 2020 年底，公司流动负债为 2318.58 亿元，较上年底增长 83.25%，主要由应付票据（占 18.19%）、应付账款（占 41.36%）和合同负债（占 9.62%）构成。

图 3 截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

2018—2020 年底，公司应付票据快速增长。截至 2020 年，公司应付票据为 421.85 亿元，较上年底增长 64.89%，主要系公司银行承兑汇票增长所致，从构成看，银行承兑汇票占 96.45%，商业承兑汇票占 3.55%。

2018—2020 年底，公司应付账款快速增长。截至 2020 年底，公司应付账款为 958.88 亿元，较上年底增长 127.03%，主要系重汽集团纳入合并范围所致。从期限看，1 年以内（含 1 年）的占 97.54%。

2018—2020 年底，公司合同负债快速增长。截至 2020 年底，公司合同负债为 223.06 亿元，较上年底增长 96.96%，主要系重汽集团纳入合并范围所致。

2018—2020 年底，公司非流动负债逐年增长。截至 2020 年底，公司非流动负债 818.43 亿元，较上年底增长 24.02%。从构成看，主要为长期借款（占 20.56%）、应付债券（占 19.28%）和长期应付款（合计）（占 15.37%）。

2018—2020 年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长 8.76%。截至 2020 年底，公司长期借款 168.30 亿元，较上年底增长 29.15%；从构成看，主要为保证借款（占 89.54%）和其他借款（占 6.48%）。

2018—2020 年底，公司应付债券有所波动，截至 2020 年底为 157.81 亿元，较上年底增长 16.11%，主要系重汽集团纳入合并范围所致；截至 2021 年 6 月底，公司应付债券为 104.08 亿元，较上年底下降 34.05%，从构成看为“19 重汽 MTN002”（发行日期 2019 年 8 月 14 日，3 年期，余额 15.00 亿元）、“20 潍柴 01”（发行日期 2020 年 1 月 9 日，5 年期，余额 25.00 亿元）、“KION 10.10 亿欧元中期票据”（发行日期 2017 年 2 月 2 日，余额 6.79 亿元）、“KION 2.00 亿欧元中期票据”（发行日期 2018 年 6 月 1 日，余额 15.37 亿元）、“KION 1.21 亿欧元中期票据”（2019 年 4 月 1 日发行，余额 3.69 亿元）和“KION 4.97 亿欧元企业债券”（发行日期 2020 年 9 月 21 日，余额 38.23 亿元）。

2018—2020年底,公司长期应付款(合计)逐年增长。截至2020年底,公司长期应付款(合计)为125.78亿元,较上年底增长8.81%,从构成看主要为德国凯傲应付售后租回租赁款和应付融资租赁款。

截至2021年6月底,公司负债总额为3403.69亿元,较2020年底增长8.50%。截至2021年6月底,公司负债总额中流动负债占77.13%,非流动负债占22.87%,公司负债以流动负债为主。截至2021年6月底,公司流动负债为2625.17亿元,较上年底增长13.22%,主要系短期借款、应付票据和应付账款增长所致。截至2021年6月底,公司非流动负债为778.51亿元,较上年底下降4.88%,主要系应付债券下降所致。

2018—2020年底,公司短期债务快速增长,年均复合增长38.74%。截至2020年底,公司短期债务为738.50亿元,较上年底增长53.37%。2018—2020年底,公司长期债务波动增长,年均复合增长9.69%。截至2020年底,公司长期债务为509.29亿元,较上年底增长22.10%。2018—2020年,公司全部债务逐年增长。2018—2020年底,公司全部债务为1247.79亿元,年均复合增长24.35%。截至2020年底,公司全部债务中短期债务占59.18%,长期债务占40.82%。

债务指标方面,2018—2020年底,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率均波动增长,三年均值分别为72.61%、53.36%和33.92%。截至2020年底,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为72.40%、51.07%和29.87%,较上年底分别减少0.27个、4.31个和6.68个百分点。

截至2021年6月底,公司短期债务为890.86亿元,较2020年底增长20.63%;公司长期债务为441.59亿元,较2020年底下降13.29%;公司全部债务为1332.46亿元,较2020年底增长6.79%。截至2021年6月底,公司全部债务中短期债务占66.86%,长期债务占33.14%,短债占比进一步提升。截至2021年6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69.78%、47.48%和23.05%,较上年底均有所下降。

4. 盈利能力

近年来,公司营业总收入持续增长,盈利能力稳健,但受制于公司对核心子公司控股比例较低影响,归属于母公司净利润规模较低。

2018—2020年,公司营业总收入快速增长。2020年,公司实现营业总收入3119.42亿元,同比增长62.71%,主要系潍柴动力收入规模增长以及重汽集团纳入合并范围所致。2018—2020年,公司营业成本快速增长,2020年为2495.59亿元,同比增长66.27%。

2018—2020年,公司期间费用持续增长。2020年,公司期间费用为390.31亿元,同比增长44.49%;其中,销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为160.48亿元(同比增长28.96%)、117.24亿元(同比增长47.77%)、94.49亿元(同比增长62.43%)和18.11亿元(同比增长121.41%)。2018—2020年,公司期间费用率波动下降,2020年为12.51%,同比减少1.58个百分点。

非经常性损益方面,2018—2020年,公司其他收益快速增长,2020年实现其他收益15.24亿元,同比大幅增加10.53亿元,主要系财政补贴收入和递延收益摊销大幅增长所致。2018—2020年,公司投资收益波动增长,年均复合增长82.31%。2020年公司实现投资收益18.21亿元,同比大幅增加13.31亿元,主要系公司交易性金融资产在持有期间取得的投资收益增加所致。

2018—2020年,公司资产减值损失和信用减值损失合计波动增长。2020年,公司资产减值损失和信用减值损失合计为27.26亿元,同比大幅增加16.10亿元,主要系坏账损失和存货跌价损失增长所致。从构成看主要为坏账损失(15.10亿元)、存货跌价损失(8.66亿元)和固定资产减值损失(1.30亿元)等。

2018—2020年,公司利润总额快速增长。2020年,公司实现利润总额216.08亿元,同比

增长 52.13%；当期实现净利润 180.79 亿元，同比增长 54.28%，其中归属于母公司净利润为 30.33 亿元，主要系公司对潍柴动力持股比例低所致。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，2020 年分别为 19.49%、8.22%和 15.12%，分别同比减少 1.81 个百分点、0.01 个百分点和 1.06 个百分点，公司盈利能力强。

2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 2084.20 亿元，同比增长 42.89%；营业成本为 1703.86 亿元，同比增长 46.74%，利润总额为 155.57 亿元，同比增长 42.76%。

5. 现金流

近年来，公司下属潍柴动力销售收入持续增长，公司经营活动现金流入量和净额持续增长，可以覆盖公司投资支出和偿债需求，经营获现能力尚可。

经营活动方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入快速增长。2020 年，公司经营活动现金流入为 3065.36 亿元，同比增长 63.84%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 3020.56 亿元，同比增长 67.21%。2018—2020 年，公司经营活动现金流出快速增长。2020 年，公司经营活动现金流出为 2690.59 亿元，同比增长 63.00%。2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额快速增长。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 374.78 亿元，同比增长 70.12%。2018—2020 年，公司现金收入比有所增长，2020 年为 96.83%，同比增加 2.61 个百分点。

投资活动方面，受重汽集团纳入合并范围影响，2018—2020 年，公司投资活动现金流入快速增长。2020 年，公司投资活动现金流入为 1552.39 亿元，同比大幅增加 1333.47 亿元。2018—2020 年，公司投资活动现金流出快速增长。2020 年，公司投资活动现金流出为 1388.39 亿元，同比大幅增加 1077.77 亿元。2018—2020 年，公司投资活动产生的现金净流量波动增长，

分别为-79.82 亿元、-91.70 亿元和 164.00 亿元。

从筹资活动前现金流量来看，2018—2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 102.82 亿元、128.59 亿元和 538.78 亿元，年均复合增长 128.91%。

筹资活动方面，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入快速增长。2020 年，公司筹资活动现金流入为 687.77 亿元，同比增长 50.72%，其中取得借款收到的现金为 636.46 亿元，同比增长 43.71%。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出快速增长。2020 年，公司筹资活动现金流出为 800.97 亿元，同比增长 44.93%，其中偿还债务支付的现金为 712.83 亿元，同比增长 48.42%。2018—2020 年，公司筹资活动产生的现金净流出量逐年增长。2020 年，公司筹资活动产生的现金净流出量为 113.19 亿元，同比增长 17.52%。

2021 年 1—6 月，公司经营活动现金流入为 1898.42 亿元，经营活动现金净流量为 58.44 亿元；投资活动现金净流量为 -150.58 亿元；筹资活动现金净流量为 159.23 亿元。

6. 偿债能力

公司理财产品殷实、经营获现能力强，盈利能力稳健，可以通过重工财务公司实现内部资金融通，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率和速动比率呈波动增长趋势。截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 115.81%和 89.26%。截至 2021 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 119.14%和 98.67%。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比波动下降。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比为 16.16%。截至 2021 年 6 月底，公司现金类资产（剔除受限制类货币资金）为 1222.52 亿元，为短期债务的 1.37 倍。考虑到公司可以通过重工财务公司在合并范围内企业实现有效资金归集，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 236.87 亿元、158.36 亿元

和 348.98 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 14.98 倍、9.70 倍和 17.31 倍；同期，全部债务/EBITDA 分别为 3.41 倍、5.67 倍和 3.58 倍。整体看，公司长期偿债能力极强。

截至 2021 年 6 月底，公司合并口径获得银行授信额度为 2272.64 亿元，已使用 735.24 亿元，未使用额度为 1537.40 亿元，间接融资渠道畅通。同时，公司控制潍柴动力（股票代码：2338.HK，000338.SZ）、潍柴重机（股票代码：000880.SZ）、扬州亚星客车股份有限公司（股票代码：600213.SH）、山推股份（股票代码：000680.SZ）、中国重汽（股票代码：000915.SZ）以及德国凯傲等上市公司，公司具备直接融资渠道。

山重融资租赁公司为公司下属陕西重汽现金销售卖断给经销商的产品提供融资租赁服务。陕西重汽为融资租赁的承租方未能支付的融资租赁分期付款及利息提供见物回购责任，截至 2020 年底，见物回购租金余额（即尚未到期的融资租赁贷款本金余额）为 35.55 亿元（截至 2019 年底为 27.33 亿元）。

保兑仓业务方面，重工财务公司为陕西重汽的经销商提供授信额度，申请开立银行承兑汇票用于购买陕西重汽产品。陕西重汽为经销商提供票据金额与保证金之间差额的还款保证责任。截至 2020 年底，尚未到期的承兑汇票敞口额为 35.87 亿元（截至 2019 年底为 26.43 亿元），与该担保责任对应的销售收入金额为 115.83 亿元，占营业收入的 5.87%。

7. 母公司分析

公司本部资产构成以对下属企业的长期股权投资为主，债务总量相对较高，考虑到公司可以通过重工财务公司对潍柴控股、重汽集团和山推股份等重要企业的资金进行有效归集和调度，公司本部短期偿债压力不大。

截至 2020 年底，母公司资产总额 174.72 亿元，流动资产 2.64 亿元，主要为其他应收款 2.16 亿元；非流动资产为 172.08 亿元，主要为

长期股权投资 171.44 亿元。母公司负债合计 50.65 亿元，流动负债 39.54 亿元，主要为短期借款 25.23 亿元和一年内到期的非流动负债 12.20 亿元；非流动负债为 11.11 亿元，主要为长期借款 11.05 亿元。母公司所有者权益合计 124.07 亿元，其中实收资本 30.00 亿元，资本公积 98.13 亿元，未分配利润 -4.06 亿元。

2020 年，母公司营业收入为 0.34 亿元，营业成本为 0.01 亿元，期间费用为 2.70 亿元，投资收益为 4.13 亿元；利润总额为 1.83 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流入为 11.95 亿元，经营活动现金流出为 5.00 亿元，经营活动现金流净额为 6.95 亿元。投资活动现金流入为 4.13 亿元，投资活动现金流出为 11.46 亿元，投资活动现金流净额为 -7.33 亿元。筹资活动现金流入为 32.02 亿元，筹资活动现金流出为 31.73 亿元，筹资活动现金流净额为 0.29 亿元。

截至 2020 年底，母公司资产总额占合并口径的 4.03%；母公司负债总额占合并口径的 1.61%；母公司全部债务占合并口径的 3.89%；母公司所有者权益占合并口径的 10.38%。

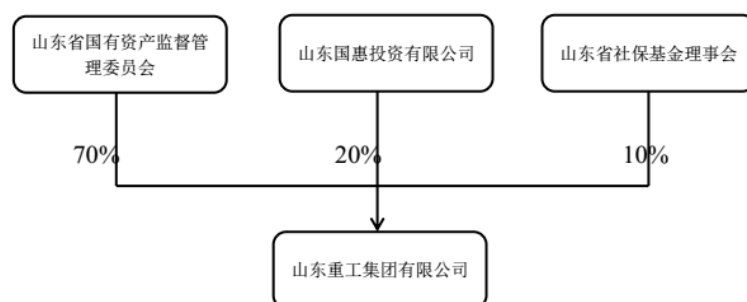
十、 结论

公司是国内领先的汽车与装备制造集团，在柴油发动机、商用车和工程机械制造领域综合竞争力明显。近年来，中国工程机械行业景气度良好，公司营业总收入和利润总额持续增长，盈利能力稳健；公司接受重汽集团股权无偿划转，并将其纳入合并范围，公司重卡市场地位及资本实力得以巩固。同时，联合资信也关注到，公司应收账款和存货对营运资本占用偏重，资产负债率偏高，存在对外担保风险敞口等因素对公司经营可能带来的不利影响。

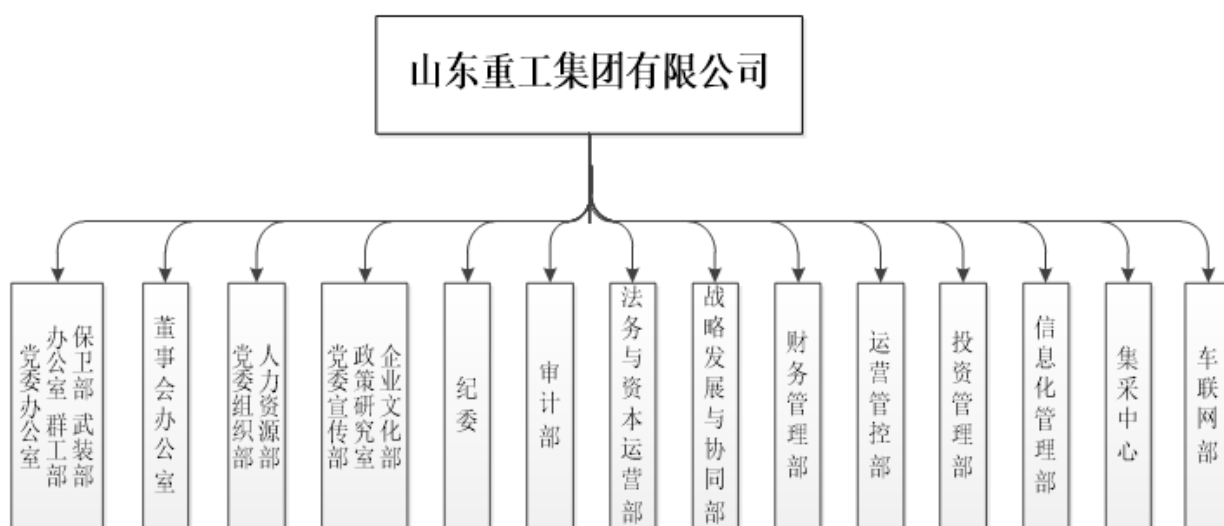
未来，随着公司对重汽集团资产整合的进一步推进，公司在柴油发动机和重卡制造行业的地位和产业协同作用将得到显著提升。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2021 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

子公司名称	级次	注册地	业务性质	持股比例 (%)
潍柴控股集团有限公司	2	潍坊市	省政府授权范围内的国有资产经营；对外投资	100.00
山东重工投资有限公司	2	济南市	以自有资金对制造业、信息技术、运输业投资（未经金融监管部门批准，不得从事吸收存款、融资担保、代客理财等金融业务）；企业管理咨询	100.00
山推工程机械股份有限公司	2	济宁市	建筑工程机械、起重运输机械（须凭许可证经营）、矿山机械、农田基本建设机械、收获机械及配件的研究、开发、制造、销售、租赁、维修及技术咨询服务	29.37
山重融资租赁有限公司	2	北京市	融资租赁；机械设备租赁业务	直接及间接 100.00
山东宇泰汽车零部件有限公司	2	莱阳市	汽车，摩托车零部件的生产制造	100.00
山重建机有限公司	2	临沂市	生产、销售、租赁工程机械、农业机械	100.00
山东重工集团财务有限公司	2	济南市	经营中国银行业监督管理委员会依照有关法律、行政法规和其他规定批准的业务，经营范围以批准文件所列的为准	直接及间接 100.00
山东汽车制造有限公司	2	烟台市	汽车制造及销售（生产车型详见国家发改委《公告》），汽车零部件的制造、销售及售后服务	100.00
山东德工机械有限公司	2	德州市	工程机械及零配件生产（不含特种设备）、销售；房屋租赁	100.00
德州德工机械有限公司	2	德州市	装载机、筑养路工程机械及零部件研制、生产、销售、维修、租赁及相关技术咨询、服务（不含中介）；房屋租赁；搬运装卸服务；货物及技术进出口	直接及间接 100.00
中国重型汽车集团有限公司	2	济南市	公路运输；研发、生产、销售各种载重汽车、特种汽车、军用汽车、客车、专用车等；科技开发、咨询及售后服务；进出口业务（限本集团的进出口公司）	65.00

资料来源：公司提供

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 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	515.28	584.60	986.88	1222.52
资产总额(亿元)	2347.24	2649.21	4332.60	4877.59
所有者权益(亿元)	632.99	724.06	1195.59	1473.91
短期债务(亿元)	383.64	481.51	738.50	890.86
长期债务(亿元)	423.27	417.11	509.29	441.59
全部债务(亿元)	806.91	898.62	1247.79	1332.46
营业总收入(亿元)	1774.95	1917.22	3119.42	2084.20
利润总额(亿元)	139.10	142.04	216.08	155.57
EBITDA(亿元)	236.87	158.36	348.98	--
经营性净现金流(亿元)	182.64	220.30	374.78	58.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.95	4.12	5.57	--
存货周转次数(次)	5.38	5.39	5.46	--
总资产周转次数(次)	0.78	0.77	0.89	--
现金收入比(%)	91.22	94.22	96.83	86.96
营业利润率(%)	21.79	21.30	19.49	17.77
总资本收益率(%)	9.16	8.23	8.22	--
净资产收益率(%)	18.34	16.18	15.12	--
长期债务资本化比率(%)	40.07	36.55	29.87	23.05
全部债务资本化比率(%)	56.04	55.38	51.07	47.48
资产负债率(%)	73.03	72.67	72.40	69.78
流动比率(%)	113.15	107.92	115.81	119.14
速动比率(%)	89.24	84.35	89.26	98.67
经营现金流动负债比(%)	16.89	17.41	16.16	--
现金类资产/短期债务(倍)	1.50	1.40	1.52	1.62
EBITDA 利息倍数(倍)	14.98	9.70	17.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.41	5.67	3.58	--

注：公司 2021 年上半年度财务报表未经审计；现金类资产已剔除受限制类货币资金；长期应付款、租赁负债和其它非流动负债中的有息债务等已计入公司全部债务；尾数差系四舍五入所致

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	0.26	0.11	0.03	0.10
资产总额(亿元)	71.14	81.29	174.72	178.71
所有者权益(亿元)	31.46	32.43	124.07	120.91
短期债务(亿元)	15.40	16.54	37.43	34.91
长期债务(亿元)	21.62	26.81	11.05	10.85
全部债务(亿元)	37.02	43.36	48.48	45.76
营业收入(亿元)	0.07	0.48	0.34	0.09
利润总额(亿元)	0.70	2.16	1.83	-1.09
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-5.16	-5.37	6.95	-5.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.35	1.14	0.81	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	/	/	/	--
现金收入比(%)	/	/	19.60	/
营业利润率(%)	79.70	95.65	88.41	90.00
总资本收益率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	2.22	6.67	1.47	--
长期债务资本化比率(%)	40.73	45.26	8.18	8.23
全部债务资本化比率(%)	54.06	57.21	28.10	27.46
资产负债率(%)	55.78	60.10	28.99	32.35
流动比率(%)	28.73	46.95	6.68	14.18
速动比率(%)	28.73	46.95	6.68	14.18
经营现金流动负债比(%)	-28.69	-24.45	17.57	--
现金类资产/短期债务(倍)	0.02	0.01	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2021 年上半年度财务信息未经审计；尾数差系四舍五入所致

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	营业总收入 / 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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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%
现金类资产/短期债务倍数	现金类资产 / 短期债务
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%

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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	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其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 山东重工集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在山东重工集团有限公司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。

山东重工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。山东重工集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，山东重工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山东重工集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现山东重工集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对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。

如山东重工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山东重工集团有限公司联系，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。