

联合资信评估股份有限公司

承诺书

联合资信评估股份有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年一月七日

信用评级公告

联合〔2022〕153号

联合资信评估股份有限公司通过对“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下优先 01 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{SF}，优先 02 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年一月七日

浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	信用等级
优先 01 级	72000.00	47.53	47.53	AAA _{sf}
优先 02 级	66200.00	43.71	43.71	AAA _{sf}
次级	13263.00	8.76	8.76	NR
票据合计	151463.00	100.00	100.00	--
初始超额抵押	0.50	0.00	--	--
资产池合计	151463.50	100.00	--	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于本报告出具日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，下同；3. NR——未予评级

交易概览

委托人/发起机构/资产服务机构：浙江智慧普华融资租赁有限公司

受托人/受托机构：中建投信托股份有限公司

资金保管机构：兴业银行股份有限公司宁波分行

监管银行：中国建设银行股份有限公司浙江省分行

差额补足义务人：浙江吉利控股集团有限公司

牵头主承销商/簿记管理人：华泰证券股份有限公司

联席主承销商：中信银行股份有限公司

基础资产：由委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益¹

初始起算日：2021 年 11 月 17 日零点（0:00）

法定到期日：2029 年 1 月 20 日

评级时间

2022 年 1 月 7 日

分析师

杨润泽 李 倪 沈柯燕

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
汽车金融类资产支持证券评级方法	V3.0.201907
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”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并结合上述因素对票据进行了现金流分析及压力测试。

本交易基础资产涉及发起机构浙江智慧普华融资租赁有限公司（以下简称“智慧租赁”）对 25865 户承租人享有的 25866 笔融资租赁债权及其附属担保权益。本交易资产池具备了一般汽车金融类资产池分散性好（单户最大未偿本金占比 0.01%）、首付比例合理（加权平均首付比例 39.74%）、分期还款等优点。从静态池数据来看，同类资产的历史表现良好（预期累计违约率 2.20%，考虑账龄后的预期累计违约率为 2.13%，回收率 58.15%），即使本交易入池了大比例的零息和低息资产拉低了资产池收益率（加权平均实际利率为 2.41%），资产池总体质量仍然良好。

在此基础上，优先/次级偿付顺序和触发事件的设置等为优先级资产支持票据提供了良好的信用支持。从量化测算的结果看，在无外部增信的前提下，优先 01 级资产支持票据的风险承受能力远超 AAA_{sf} 等级的测算标准（压力测试安全距离为 78.88%）；优先 02 级资产支持票据则能满足 AA⁺_{sf} 等级的测算标准。而浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”，主体长期信用等级 AAA）对本交易优先级资产支持票据本息兑付提供的无条件不可撤销的差额补足承诺是优先 02 级资产支持票据信用等级由 AA⁺_{sf} 提升至 AAA_{sf} 最为关键的因素，同时也为优先 01 级资产支持票据提供了额外的信用支撑。

另外，考虑到发起机构智慧租赁业务开展时间不长，风控能力有待进一步检验。同时，其提

¹ 附属担保权益：系指与融资租赁债权有关的、为委托人的利益而设定的任何担保或其他权益，包括但不限于抵押权、质权、第三方保证、与租赁物件或融资租赁债权相关的保险单和由此产生的保险金、赔偿金以及其他收益。

² 联合资信在本项目中定义逾期 30 天以上的贷款为违约贷款，并以此为标准计算违约率数据。

差额补足义务人主要财务数据：

浙江吉利控股集团有限公司（合并口径）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年9月
现金类资产（亿元）	918.37	1113.45	1052.83	822.02
资产总额（亿元）	3334.31	3956.88	4854.04	5001.01
所有者权益（亿元）	1027.54	1204.26	1523.04	1627.49
短期债务（亿元）	573.93	527.26	711.08	791.41
长期债务（亿元）	525.56	781.38	854.24	812.02
全部债务（亿元）	1099.49	1308.64	1565.33	1603.43
营业收入（亿元）	3285.21	3308.18	3256.19	2525.11
利润总额（亿元）	257.70	182.51	162.43	128.11
EBITDA（亿元）	436.11	394.70	399.06	--
经营性净现金流（亿元）	431.46	437.51	347.23	114.57
营业利润率（%）	20.44	18.42	17.54	19.02
净资产收益率（%）	19.72	11.78	8.66	--
资产负债率（%）	69.18	69.57	68.62	67.46
全部债务资本化比率（%）	51.69	52.08	50.68	49.63
流动比率（%）	100.30	106.97	107.28	101.08
经营现金流动负债比（%）	29.31	26.58	16.82	--
现金短期债务比（倍）	1.60	2.11	1.48	1.04
EBITDA 利息倍数	20.26	10.78	9.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.52	3.32	3.92	--

注：1. 2021 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 2018-2020 年末全部债务中包含其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务，2021 年 9 月末全部债务中包含租赁负债

资料来源：联合资信根据吉利控股财务报告整理

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

供的历史样本数据不够充分，在量化测算的过程中，联合资信通过调高压力调整系数（设置为 1.20）的方式提高了对票据压力测试的要求，以对冲上述不确定性。

综合上述因素，联合资信评定“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下优先 01 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 02 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

1. **基础资产整体质量良好。**入池资产共涉及 25866 笔合同，单户最大未偿本金占比 0.01%，基础资产池分散性好。此外，本期交易入池资产所涉汽车融资租赁加权平均首付比例合理，为 39.74%。根据历史表现数据测算的预期累计违约率为 2.20%，考虑了账龄的预期累计违约率为 2.13%，回收率 58.15%。
2. **优先/次级的结构设置是优先级资产支持票据的主要信用支持。**具体而言，优先 01 级资产支持票据获得了 52.47% 的信用支持，优先 02 级资产支持票据获得了 8.76% 的信用支持。
3. **吉利控股的差额补足承诺为优先级资产支持票据提供了极强的额外增信。**吉利控股作为国内重要的自主品牌汽车生产商之一，在生产规模、品牌知名度、技术水平与行业地位等方面具备综合优势。联合资信评定吉利控股主体长期信用等级为 AAA，差额补足能力极强，其对优先级资产支持票据本息兑付提供的无条件不可撤销差额补足承诺是优先 02 级资产支持票据级别得以提升至 AAA_{sf} 最为关键的因素，同时为优先 01 级资产支持票据提供了额外的信用保障。

关注

1. **智慧租赁规模化运营时间较短，未来风控执行能力有待检验。**智慧租赁从 2017 年 4 月开始规模化运营，正处于快速发展时期，运

营经验尚不足，随着业务规模的不断扩大，未来的产品政策仍存在一定不确定性，风控执行能力也有待观察，逾期、回收等情况值得持续关注；同时考虑到智慧租赁提供的静态池历史样本数据不足，联合资信在现金流量测试中通过将压力调整系数调高至1.2，来对冲上述不确定性有可能带来的风险。

2. **基础资产收益率很低。**本交易基础资产中有大量的免息和低息资产（实际利率低于1%的资产未偿本金余额占比59.63%），导致资产池加权平均实际利率仅为2.41%，与优先级资产支持票据的预期收益率形成负利差。联合资信在测算中考虑了利率倒挂对优先级资产支持票据本息偿付造成的影响。
3. **存在一定的模型风险。**影响资产违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定的模型风险。
4. **外部经济环境不确定性风险。**目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，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委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方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尽职调查和诚信义务，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，未因委托方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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

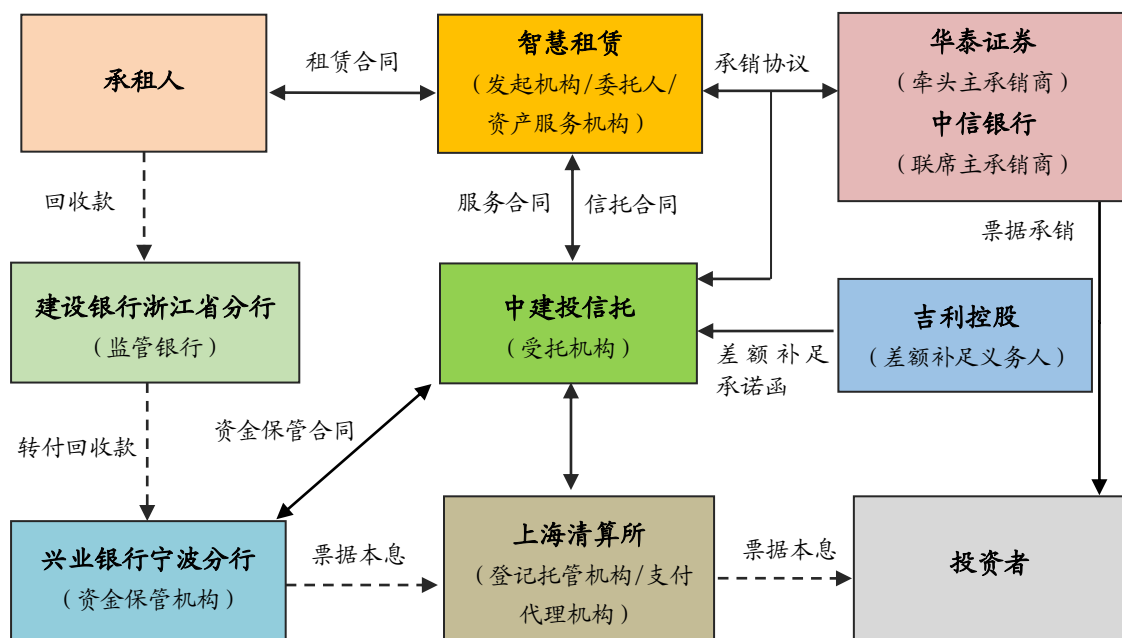
一、交易概况

1. 交易结构

本交易的发起机构浙江智慧普华融资租赁有限公司（以下简称“智慧租赁”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本交易信托合同约定的合格标准的对承租人享有的融资租赁债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中建投信托股份有限公司（以下简称“中建投信托”）设立“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据信托”。中建投信托以受托的信托

财产为支持发行资产支持票据（以下简称“票据”，包括“优先 01 级票据”、“优先 02 级票据”和“次级票据”）。浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”）不可撤销及无条件地向受托人承诺对信托资金不足以支付应付的相关税费、由信托财产承担的费用、优先级票据的利息和未偿本金余额的差额部分承担补足义务。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

图 1 交易安排



资料来源：发起机构提供

2. 资产支持票据

本期票据计划发行总规模为151463.00万元，其中优先01级票据、优先02级票据和次级票据的规模分别为72000.00万元、66200.00万元和13263.00万元。优先01级票据和优先02级票据属于优先级票据，享有优先级信托受益权；次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的票据为优先级较高

的票据提供信用支持。优先01级和优先02级票据均采用固定利率并按季支付利息；在优先级票据清偿完毕后，次级票据获得所有剩余收益。优先01级票据采用按季以固定摊还的方式偿付本金，优先02级票据和次级票据均采用过手方式并按照优先/次级的顺序偿付本金。本交易募集资金将全部用于补充营运资金。本交易法定到期日为2029年1月20日。优先01级票据还本计划如表1。

表1 优先01级票据本金摊还计划（单位：万元）

支付日	2022/07/20	2022/10/20	2023/01/20	2023/04/20
固定还款金额	31000.00	14500.00	14000.00	12500.00

注：若支付日为非工作日，则顺延至该日后的第一个工作日
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

表2 资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	发行规模	占比	利率类型	预期到期日	本息偿付模式
优先 01 级	72000.00	47.53	固定	2023/04/20	按季付息，按计划还本
优先 02 级	66200.00	43.71	固定	2024/07/22	按季付息，过手还本
次级	13263.00	8.76	--	2026/01/20	过手还本，优先级票据分配完毕后获得剩余收益
合 计	151463.00	100.00	--	--	--

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 基础资产

本交易制定了明确、严格的基础资产合格标准。

本交易的入池资产系指基础资产清单所列的，委托人为设立信托而信托予受托人的每一笔融资租赁债权及其附属担保权益。其中，融资租赁债权系指由委托人依据租赁合同对承租人享有的租金请求权（不包括租赁物件留购价款）。截至初始起算日，入池资产的未偿本金余额为人民币 151463.50 万元。

根据交易文件约定，本交易每一笔入池资产应在初始起算日和信托财产交付日符合下述合格标准：

（a）承租人为中国公民，且在租赁款发放日时为年满 18 周岁且未满 65 周岁的自然人，承租人未被列为失信被执行人。（b）如融资租赁债权项下存在除租赁物件抵押外的其他担保，担保人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或在租赁款发放日时为年满 18 周岁且未满 65 周岁的自然人。（c）融资租赁债权的所有应付数额均以人民币为单位。（d）租赁合同生效时，委托人已根据其租赁政策对承租人完成内部审批。（e）委托人对租赁物件享有合法的所有权，是租赁物件的唯一合法所有权人。（f）根据租赁合同，相关租赁物件均已按照租赁合同的约定交付给承租人并已起租。（g）委托人已按照租赁合同或其相关租赁物件购买协议约定的条件和方式支付了租赁合同项下的租赁物件购买价款。（h）融资租赁债权有明确的还款计

划。（i）融资租赁债权的期限不超过 5 年零 1 个月。（j）资产所包含的每笔融资租赁债权的起租日最晚不迟于初始起算日，每笔融资租赁债权的到期日不迟于次级票据的预期到期日。（k）针对该融资租赁债权而言，无论是就其应付金额、付款时间、付款方式或是其他方面，委托人和相关的承租人之间均无尚未解决的争议。（l）承租人已经支付了其应付的与融资租赁债权相关的首付款、服务费等成本和费用，且委托人无需向承租人退还。（m）租赁合同和担保合同合法有效，并构成相关承租人和担保人合法、有效和有约束力的义务，债权人和被担保人可根据其条款向承租人和担保人主张权利。（n）在初始起算日融资租赁债权未逾期，且截至初始起算日，融资租赁债权历史累计逾期不超过 30 天，并已有效补救使得租赁合同项下已不存在承租人到期应付而未付的金额。（o）承租人在融资租赁债权项下不享有任何单方主张扣减或减免应付款项的权利（法定抵销权除外）。（p）除留购价款外，同一租赁合同项下剩余未偿的租赁本金、利息及其他款项全部入池。（q）截至初始起算日，融资租赁债权均未被全额清偿、核销或撤销，相关租赁物件的抵押登记也均未被解除。（r）融资租赁债权起租时，承租人首付比例不低于 20%，首付比例=融资首付款/租赁物件购买协议载明的购置价格×100%。（s）相关承租人并未提出，或据委托人所知相关承租人并未启动司法或仲裁程序，主张该融资租赁债权、相关租赁合同或担保合同为无效、可撤销、不可主

张权利、可终止。(t) 除非相关承租人(或其代表)已全部提前偿还了租赁合同项下的所有的应付款项(包括现时的和将来的,已有的和或有的),或者中国法律另有规定外,任何承租人均无权单方面终止该租赁合同。(u) 除租赁合同及担保合同以外,委托人和相关承租人之间关于该融资租赁债权不存在其他协议(关于该融资租赁债权的委托扣款相关文件除外)。(v) 租赁合同中就有关融资租赁债权及附属担保权益的转让,不存在任何限制性规定条款,且不需要获得承租人、抵押人、保证人或任何其他主体的同意。(w) 相关租赁物件已根据行业通用标准投保(第三人责任险除外)。(x) 资产或租赁物件不涉及国防、军工或其他国家机密,不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序。(y) 相关租赁物件于初始起算日已在中国相关的登记机关完成第一顺位抵押登记手续,或已签署抵押合同,抵押权人为委托人;租赁物件除向委托人设定抵押权外,未向第三方设定抵押权、质权或其他担保物权。(z) 资产为委托人内部五级分类体系中的正常类资产。(aa) 委托人与承租人之间无正在进行的诉讼或纠纷。

4. 现金流安排

本交易现金流主要来自于基础资产在信托存续期内的回收款,相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

(1) 信托账户及资金转付

本交易设置了智慧租赁收款账户、监管账户和信托账户。智慧租赁收款账户系指智慧租赁开立的用于归集融资租赁业务相关日常经营租金的银行账户。监管账户系指资产服务机构于监管银行开立的专门用于归集回收款的人民币资金账户。信托账户系指受托人专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银行结算账户。信托账户设立信托账,用于记录信托财产的收支情况。信托账下设收益账和本金账两个子账,分别用于核算收入回收款和本金回收款。

受托人应授权并要求资产服务机构按照《服务合同》的相关约定管理智慧租赁收款账户以及

在其下开立相关科目,在每一个收入归集日³下午四点(16:00)前,将所有智慧租赁收款账户中归属于资产的回收款在扣除执行费用后的余额划转至监管账户;并在每一个回收款转付日⁴下午四点(16:00)前,将当期收到的回收款(不包括该等回收款在监管账户内产生的利息,已扣除执行费用)划转至信托账户。

在发生任一差额补足启动事件(定义详见附件1)后,差额补足义务人应于差额补足划款日⁵下午三点(15:00)前将差额补足资金汇付至信托账户。

受托人应于每个分配日⁶(北京时间)下午三点(15:00)前,向资金保管机构发出划款指令将信托账户中与《付息兑付通知单》相符的资金划转至支付代理机构指定的资金账户,用于兑付票据的本息及收益;受托人应于每个分配日(北京时间)下午三点(15:00)前,指令资金保管机构于当日(或中国法律规定、交易文件约定的其他日期)将信托账户中相应数额的资金划转至指定账户,用于支付信托财产应付的税收、费用、报酬。

(2) 现金流支付机制

触发事件定义

现金流支付机制按照“违约事件”是否发生有所差异。

违约事件系指在差额补足启动事件发生后的任何一个差额补足划款日,差额补足义务人未

³ 收入归集日: 委托人将上一个收款期间收到的全部回收款转付至监管账户的日期, 计算日为每年9月30日时, 为每个计算日后的第3个工作日; 计算日为每年9月30日以外其他日期时, 为每个计算日后的第7个工作日。其中, 计算日系指: (a) 在信托终止日之前, 当评级机构给予差额补足义务人的主体长期信用等级高于AA+级(不含AA+)时, 系指每年3月31日、6月30日、9月30日及12月31日, 其中, 第一个计算日为2022年6月30日; 当评级机构给予差额补足义务人的主体长期信用等级下降至AA+级及以下时, 系指信托生效日后的每个自然月的最后一日; (b) 信托终止日。

⁴ 回收款转付日: 资产服务机构自监管账户向信托账户转付收入的日期, 计算日为每年9月30日时, 为每个计算日后的第3个工作日; 计算日为每年9月30日以外其他日期时, 为每个计算日后的第7个工作日。

⁵ 差额补足划款日: (a) 在信托终止日之前, 发生差额补足启动事件的情况下, 系指每个支付日前的第6个工作日; (b) 在信托终止日之后, 系指受托人根据《差额补足承诺函》向差额补足义务人发出要求其履行差额补足义务的通知之日后的第1个工作日。其中, 支付日系指支付代理机构将资产支持票据持有人获付款项划拨至资产支持票据持有人资金账户之日, 指如下日期: (a) 在信托终止日之前, 为每年1月20日、4月20日、7月20日及10月20日; (b) 在信托终止日之后, 如无需处置非现金信托财产且尚未支付完毕, 则为信托终止日后第5个工作日; 在信托终止日后, 若尚需处置非现金信托财产的, 则为资产支持票据持有人会议通过的清算方案所确定的日期。其中, 第一个支付日应为2022年7月20日。如前述日期不是工作日, 则顺延至该日后的第一个工作日。

⁶ 分配日: 资金保管机构根据受托人的指示, 将资产支持票据持有人获付款项从信托账户划拨至支付代理机构的指定账户之日, 为每个支付日前的第2个工作日。

按照《差额补足承诺函》的条款与条件承担补足义务,导致信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的支付日应付的相关税费、由信托财产承担的费用以及优先级票据当期应付本息金额之和。

回收款分配

根据交易结构安排,“违约事件”发生前,信托账户下资金区分为收益账项下资金、本金账项下资金,本金账资金和收益账资金之间安排了交叉互补机制。收益账项下资金在顺序分配税收、同顺序按比例支付各参与机构服务报酬和不超过优先支出上限的可报销费用支出及垫付费用、资产服务机构报酬、优先 01 级票据利息、优先 02 级票据利息后,转入本金账一定金额以补足本金账对收益账的累计补充金额和累计违约金额后,继续按顺序支付超出优先支出上限的费用支出,剩余资金转入本金账。本金账项下资金首先用于弥补收益账不足以支付税收、各参与

机构服务报酬和不超过优先支出上限的费用、垫付费用及优先级票据利息的部分,然后顺序支付优先 01 级票据根据还本计划当期应付本金、优先 02 级票据本金(若优先 02 级票据本金已支付完毕,则继续支付优先 01 级票据的本金直至清偿完毕)、次级票据本金,直至清偿完毕,剩余部分作为次级票据的收益。“违约事件”发生前的分配顺序详见附图 1。

“违约事件”发生后,信托账户下资金不再区分收益账项下资金和本金账项下资金,而是将二者归并,并用于顺序分配税收、同顺序按比例支付各参与机构服务报酬和可报销费用支出及垫付费用、资产服务机构报酬、优先 01 级票据利息、优先 01 级票据本金、优先 02 级票据利息、优先 02 级票据本金、次级票据本金,直至清偿完毕,剩余部分作为次级票据的收益。“违约事件”发生后的分配顺序详见附图 2。

二、交易结构分析

1. 结构化安排

本交易通过优先/次级顺序偿付结构、触发机制以及差额补足承诺等交易结构安排为优先级票据提供了足够的信用支持。

(1) 优先/次级偿付结构

本交易采用优先/次级顺序偿付结构,具体划分为优先 01 级、优先 02 级和次级票据。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付,劣后受偿的票据为优先级较高的票据提供信用损失保护。具体而言,优先 01 级票据获得了 52.47% 的信用支持,优先 02 级票据获得了 8.76% 的信用支持。

(2) 触发机制

本交易设置了以“违约事件”和“权利完善事件⁷”为条件的触发机制。一旦触发违约事件,将不再区分本金账和收益账,按顺序支付优先 01 级票据利息和本金、优先 02 级票据利息和本

金,待其全部清偿完毕后,再向次级票据持有人分配剩余资金。

在发生任一权利完善事件后 5 个工作日内,委托人应发出权利完善通知,并抄送给受托人:将相关资产已设立信托、租赁物件转让的事实,通知每一笔融资租赁债权的承租人、担保人、保险人,并协助受托人办理必要的所有权、抵押权、保险的受益人等权利转移/变更手续(如需)。在发生权利完善事件(a)项情形后 5 个工作日内,除上述通知内容外,委托人还应告知承租人、担保人自收到权利完善通知之日起,将其应支付的款项(包括承租人到期应支付的租金、担保人履行担保责任而支付的款项等)支付至信托账户。

本交易中,触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响,并为优先级票据提供一定程度的信用支持。

(3) 差额补足承诺

根据本交易安排,吉利控股不可撤销及无条

⁷ 权利完善事件:以下任一事件:(a)发生任何一起资产服务机构解任事件,导致资产服务机构被解任;(b)发生与委托人有关的丧失清偿能力事件;(c)当评级机构给予差额补足义务人的主体长期信用等级下降至 AA 级或以下。

件地向受托人承诺对信托资金不足以支付应付的相关税费、由信托财产承担的费用、优先级票据的利息和未偿本金余额的差额部分承担补足义务。在发生差额补足启动事件后，差额补足义务人应于差额补足划款日 15:00 前将差额补足款对应的资金汇付至信托账户。

联合资信评定吉利控股的长期信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销的差额补足承诺对于优先 02 级票据的信用级别提升具有至关重要的作用，对优先 01 级票据的信用级别起到了额外的支撑作用。

2. 交易结构风险分析

(1) 资金混同风险

本交易设计了较为严格的现金流归集触发机制，一定程度上缓解了资金混同风险。

资金混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的本息回收与资产服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

针对资金混同风险，本交易安排了以差额补足义务人的主体长期信用等级为触发条件的回收款高频划转机制来缓释资产服务机构的资金混同风险。具体而言，正常情况下，基础资产产生的回收款划转频率为按季划转，在收款账户停留时间较长。但是，当评级机构给予差额补足义务人的主体长期信用等级降至 AA⁺ 级或以下时，计算日为每个自然月的最后一日，回收款划转频率也将加快为按月划转。当发生任何一起资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任时，委托人应告知承租人、担保人将其应支付的款项直接支付至信托账户。

总体看，本交易资产服务机构智慧租赁资产和营收规模增长幅度较大，其发生信用危机乃至破产并导致发生资金混同风险的可能性较低；加之在交易安排上，本期资产支持票据设计了较为严格的现金流归集触发机制，一定程度上缓释了资金混同风险。

(2) 抵销风险

本交易安排将承租人行使抵销权的风险转

化为委托人智慧租赁的违约风险。

抵销风险是指承租人行使可抵销债务权利，从而使租金回收出现风险。

本交易在基础资产合格标准中约定，承租人在租赁债权项下不享有任何单方主张扣减或减免应付款项的权利（法定抵销权除外）。如果承租人依据中国法律行使抵销权且被抵销债权属于信托财产，则委托人应立即将相当于被抵销款项的资金全额支付给资产服务机构，作为承租人偿还的相应数额的还款，并同时通知受托人。上述安排将承租人行使法定抵销权的风险转化为智慧租赁的违约风险。

智慧租赁公司治理规范，财务状况良好。联合资信认为即使承租人行使抵销权，智慧租赁也能够履行补足义务。因此，本交易发生抵销风险的可能性较低。

(3) 流动性风险

吉利控股提供的差额补足承诺有助于缓释流动性风险。

流动性风险产生于资产池现金流入与优先票据本息兑付之间的错配。

本交易采用按季付息，优先 01 级票据按计划还本，优先 02 级票据过手摊还本金的分配方式，底层资产均为按月还本付息，流动性风险较小。另外，本金账与收益账交叉互补交易结构的设置为优先级票据提供了较好的流动性支持和信用支持。联合资信通过构建不同的违约及利率情景针对流动性风险进行现金流分析，测算了在不同的压力情景下票据信用水平的变化，评级结果已反映该风险。同时，吉利控股提供的不可撤销及无条件的差额补足承诺，一定程度上缓解了流动性风险。

(4) 提前偿还和拖欠风险

承租人的提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，同时，差额补足承诺安排有效缓解了可能发生的拖欠风险给资产池预期产生的现金流所带来的不确定性。

由于本交易基础资产收益率很低（基础资产加权平均实际利率为 2.41%），基础资产收益率与资产支持票据预期收益率之间利差为负，承租

人的提前偿还有助于优先级票据本金的兑付,能够降低资产池的实际违约情况;入池资产承租人的拖欠行为有可能导致流动性风险。

联合资信在现金流分析时,针对拖欠行为设计了不同的压力情景并进行了测试,针对提前还款行为进行了正常情景压力测试,测算结果已经反映了上述风险。此外,差额补足义务人吉利控股提供的差额补足承诺也有效缓解了可能发生的早偿和拖欠风险给资产池预期产生的现金流所带来的不确定性。

(5) 物权风险

发生权利完善事件后委托人将按照约定配合办理所有权及抵押权的转移登记手续。同时,本交易设置了赎回条款,委托人将按约定赎回相应资产,该安排将物权风险转化为委托人的违约风险。

智慧租赁在将基础资产对应的融资租赁债权及其附属担保权益转让给本信托的同时,还将继续持有租赁物件的抵押权和所有权,因而在信托存续期间,若发生发起机构丧失清偿能力、破产等情形,则基础资产的回收将会受到不利影响。

本交易设置权利完善事件以缓解物权风险。根据交易安排,在发生任一权利完善事件后,智慧租赁需将基础资产对应的租赁物件的所有权转让给受托人,该等安排在一定程度上缓释了本交易在极端情形下面临的物权风险。同时,本交易设置了赎回条款,委托人将按约定赎回相应资产,该等安排将物权风险转化为委托人的违约风险。智慧租赁公司治理规范,财务状况良好,风险制度较为完善。本交易发生物权风险的可能性较低。

(6) 再投资风险

本交易制定了严格的合格投资标准,能够有效降低再投资风险。

在本交易的各个偿付期内,信托账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资,这将使信托财产面临一定的再投资风险。针对这一风险,本交易制定了严格的合格投资标准:受托人将信托账户内的资金在闲置期间按信托合同的约定以活

期存款、定期存款、通知存款或协定存款的方式存放于合格实体⁸。当资金保管机构属于合格实体时,合格投资只与资金保管机构进行。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于分配日上午九点(9:00)前到期,且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。

3. 主要参与方履约能力

(1) 委托人/发起机构/资产服务机构

智慧租赁依托股东吉利控股的支持,专注于汽车融资租赁业务,近几年资产和营收规模增长幅度较大。联合资信将会持续关注智慧租赁后续经营及财务变化情况。

智慧租赁于2013年8月9日在浙江省宁波市注册成立,初始注册资本2000万美元。根据2021年5月的股权转让协议,吉利国际(香港)有限公司将持有的智慧租赁20%股权转让给法国巴黎银行个人金融集团(BNP PARIBAS PERSONAL FINANCE)。截至2021年6月底,智慧租赁注册资本10786.00万美元,转让后的股东包括浙江众尖投资有限公司、BNP PARIBAS PERSONAL FINANCE、浙江吉利汽车有限公司(以下简称“浙江吉利”)和吉利国际(香港)有限公司,持股比例分别为52.00%、20.00%、18.00%和10.00%,其中,李书福为浙江吉利的实际控制人。

智慧租赁现开展的业务主要服务于吉利汽车,涉及吉利汽车旗下除沃尔沃品牌之外的所有车型,主要以售后回租的形式为吉利汽车最终用户提供汽车融资解决方案。售后回租模式下,承租人将车辆资产出售给智慧租赁,同时与智慧租赁签订《融资租赁合同》,按约定向智慧租赁分期支付租金并拥有车辆资产的使用权,智慧租赁持有融资租赁车辆的所有权,融资租赁汽车车牌归属于承租人。渠道方面,智慧租赁主要通过吉利汽车品牌的经销商建立合作关系,为购车客户提供融资租赁服务。智慧租赁设置了比较严格的经销商准入条件并定期对其考核,以进行风险

⁸ 合格实体:就评级机构而言,系指主体长期信用等级高于或等于AAA级的金融机构。

防范。截至 2021 年 3 月底，智慧租赁共与 241 家吉利汽车品牌经销商建立了合作关系，覆盖了全国绝大部分地区。智慧租赁的客户类型主要为个人客户，大部分采用等额本息还款方式。2018—2020 年，当年融资租赁投放金额分别为 47.82 亿元、67.98 亿元和 64.05 亿元；2021 年上半年投放 33.26 亿元；截至 2021 年 6 月底，智慧租赁融资租赁累计放款总额为 261.24 亿元，期末租赁资产本金余额为 85.82 亿元。

截至 2020 年底，智慧租赁资产总额 64.67 亿元，负债总额 54.72 亿元，所有者权益总额 9.95 亿元。2020 年，智慧租赁实现营业收入 5.96 亿元，实现净利润 2.05 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 8.86 亿元。

截至 2021 年 6 月底，智慧租赁资产总额 68.61 亿元，负债总额 56.77 亿元，所有者权益总额 11.84 亿元。2021 年 1—6 月，智慧租赁实现营业收入 3.98 亿元、利润总额 2.55 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 3.04 亿元。

(2) 受托机构/发行人

中建投信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

本交易的受托机构是中建投信托。截至 2020 年底，中建投信托注册资本 50.00 亿元人民币，第一大股东为中国建银投资有限责任公司，持股比例 90.05%；第二大股东为建投控股有限责任公司，持股比例 9.95%。

截至 2020 年底，中建投信托资产总额 125.33 亿元，所有者权益 88.05 亿元。2020 年，中建投信托实现营业收入 22.27 亿元，净利润 5.01 亿元。截至 2020 年底，中建投信托信托资产总计为 1501.18 亿元，信托权益合计 1496.68 亿元；2020 年中建投信托信托项目收入合计 124.00 亿元，信托净利润 98.51 亿元。

中建投信托治理结构完善，建立了各项决策、执行、监管和激励约束机制，实现股东会、董事会、监事会、经营层“三会一层”的治理体系规范运作。中建投信托内部机构设置健全，前、

中、后台各部门权责明晰，已建立风险管理部、法律合规部、运营部、内审稽核部等多部门联动的内部控制格局和风险隔离机制，有效防范各类风险。

(3) 监管银行

建设银行公司治理规范、财务状况稳健、风险控制能力强，其作为本交易的监管银行能够提供良好的服务。

本交易的监管银行为中国建设银行股份有限公司浙江省分行。中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）是由其前身中国建设银行通过分立程序，于 2004 年 9 月成立的股份有限公司，是四大国有控股商业银行之一。建设银行于 2005 年 10 月在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市。截至 2020 年 6 月底，建设银行股本总额 2500.11 亿元，其最大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 57.11%。

截至 2020 年底，建设银行资产总额 281322.54 亿元，负债总额 257429.01 亿元，股东权益合计 23893.53 亿元；不良贷款率 1.56%；拨备覆盖率 213.59%；资本充足率 17.06%，核心一级资本充足率 13.62%。2020 年全年，建设银行实现营业收入 7558.58 亿元，净利润 2735.79 亿元。

截至 2021 年 6 月底，建设银行资产总额 298331.88 亿元，负债总额 273708.47 亿元，股东权益 24623.41 亿元。2021 年 1—6 月，建设银行实现营业收入 4163.21 亿元，净利润 1541.06 亿元。

建设银行多年来坚持专项风险排查制度，加强风险防范化解能力，持续创新不良贷款处置方式，在新常态和供给侧结构性改革的挑战下，整体信贷资产质量稳定可控。

(4) 资金保管机构

兴业银行自身财务状况稳健，盈利能力强，风控制度完善，本交易中因资金保管银行引起的操作和履约风险极低。

本交易的资金保管银行为兴业银行股份有限公司宁波分行。兴业银行股份有限公司（以下

简称“兴业银行”）成立于1988年8月，是经国务院、中国人民银行批准成立的首批股份制商业银行之一，于2007年2月5日在上海证券交易所正式挂牌上市，股票代码为601166.SH。截至2020年6月底，兴业银行股本总额207.74亿股，其中前两大股东为福建省财政厅和中国烟草总公司，持股比例分别为18.78%和5.34%。

截至2020年底，兴业银行资产总额78940.00亿元，其中贷款总额39656.74亿元；负债总额72691.97亿元；股东权益6155.86亿元；不良贷款率1.25%，拨备覆盖率218.83%；资本充足率为13.47%，一级资本充足率为10.85%，核心一级资本充足率为9.33%。2020年，兴业银行实现营业收入2031.37亿元，净利润666.26亿元。

截至2021年6月底，兴业银行资产总额81091.83亿元，负债总额74616.53亿元，股东权益6379.56亿元。2021年1—6月，兴业银行实现营业收入1089.55亿元，净利润401.12亿元。

在风险管理方面，兴业银行制定业务运营与风险管理并重的发展战略，建立以风险资产管理为核心的事前、事中、事后风险控制系统，健全各项业务的风险管理支付和操作规程，完善风险责任追究与处罚机制，将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险纳入全面风险管理范畴，进一步明确董事会、监事会、高级管理层、操作执行层在风险管理上的具体职责，形成明确、清晰、有效的全面风险管理体系。在日常风险管理工作中，由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成职责明确的风险管理“三道防线”，各司其职。

4. 法律及其他要素分析

北京中伦（杭州）律师事务所为本交易出具的法律意见书显示：本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，基础资产符合适用法律所规定的条件，基础资产转让行为合法、有效，信用增进方式合法、有效。

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构系在中国依法设立并有效存续的具有独立法人资格的非金融企业，为交易商协会会员，除尚未完成的股权转让事项外，历史沿革合法合规，不存在法律、行政法规、部门规章、规范性文件及公司章程规定的需要予以终止的情形，具备作为发起机构的主体资格。发起机构已取得本次发行相关的批准和授权，本项目资产支持票据须向交易商协会注册后方可发行。发行文件已按照《指引》《注册文件表格体系》《管理办法》及其配套文件等法律、行政法规、部门规章及规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，各交易文件一经合法有效地签署，对交易文件各方产生约束力。发行载体合法合规，本项目的中介机构均具备《指引》《管理办法》及其配套文件等法律、行政法规、部门规章及规范性文件要求的资质，与发起机构不存在关联关系。抽样资产系真实、合法、有效的财产权利且权属明确，发起机构合法享有抽样资产；抽样资产上未设置抵押、质押等担保物权或其他权利限制或权利负担；抽样资产的形成与取得符合法律法规的要求，抽样资产转让行为合法有效。资产及其运营不违反法律法规及国家相关产业政策；在发起机构按照合格标准有效筛选符合合格标准的资产，且发起机构在《信托合同》相关条款中的陈述和保证真实、合法、有效的前提下，资产系真实、合法、有效的财产权利且权属明确，发起机构合法享有资产；资产上未设置抵押、质押等担保物权或其他权利限制或权利负担；资产的形成与取得符合法律法规的要求，资产转让行为合法有效。同时，本项目已采取措施保障资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为资产支持票据还本付息的偿付支持。交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排；有关法律文件的文本内容合法有效；本次发行已制定现金流归集和管理措施，该等措施符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，能够对资产产生的现金流进行有效控制；本次发行已按照《指引》等有关规则指引约定了投资者保护机制；本次发行已制定资

金混同风险的防范措施,该等防范措施的约定符合法律法规规定,在各方严格履行交易文件有关约定的前提下,具备一定的风险隔离效果。本项目的信用增进方式符合《民法典》《指引》《管理办法》等有关法律、行政法规、部门规章及规

范性文件的规定。本项目募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求。发起机构不存在对本项目存在不利影响的或有事项情况。

三、差额补足义务人信用风险分析(具体分析详见附件2)

吉利控股为本交易优先级票据差额补足义务人,联合资信经综合评估确认吉利控股主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,由其提供的差额补足承诺对优先级票据的兑付起到极强的信用支持作用。

1. 吉利控股主体信用评价

截至 2021 年 9 月底,吉利控股注册资本为 9.30 亿元,吉利控股控股股东及实际控制人为李书福,其所持有的公司股权无质押事项。

截至 2020 年底,吉利控股合并资产总额 4854.04 亿元,所有者权益 1523.04 亿元(含少数股东权益 651.20 亿元);2020 年,吉利控股实现营业收入 3256.19 亿元,利润总额 162.43 亿元。

截至 2021 年 9 月底,吉利控股合并资产总额 5001.01 亿元,所有者权益 1627.49 亿元(含少数股东权益 681.80 亿元);2021 年 1-9 月,吉利控股实现营业收入 2525.11 亿元,利润总额 128.11 亿元。

吉利控股作为国内重要的自主品牌汽车生产商之一,在生产规模、品牌知名度、技术水平与行业地位等方面具备综合优势。同时,吉利控股通过并购实现了对 Volvo Car Group(以下简称“沃尔沃汽车”)的控制,在高端豪华车领域具有较强的竞争力。同时,联合资信也关注到,近年来汽车行业增速下降、同行业竞争加剧,吉利控股盈利能力下降,债务规模大,吉利控股本部债务负担很重、偿债能力指标有待改善等因素可能对吉利控股信用状况造成的不利影响。

未来,随着吉利控股新产品的推广以及与沃尔沃汽车之间的协同性进一步加强,吉利控股收

入规模和盈利能力有望进一步提升。联合资信对吉利控股评级展望为稳定。

基于对吉利控股主体长期信用状况的综合评估,联合资信认为,吉利控股偿还债务的能力极强,违约概率极低。

优势

1) 吉利控股是我国主要的自主品牌汽车制造商之一,具有很强的综合竞争力。根据中国汽车工业协会数据,2020 年,吉利控股位列中国品牌汽车销量第三名,中国品牌乘用车销量第二名;吉利控股之子公司沃尔沃汽车作为北欧最大的汽车制造企业,为世界 500 强企业之一。

2) 吉利控股保持大规模的研发支出,具有较强的研发优势。吉利控股具备较强的整车、发动机、变速器和汽车电子电器的开发能力,同时通过与沃尔沃汽车的协同研发,部分产品已达到国际领先水平。

3) 吉利控股财务弹性好,再融资能力强。吉利控股现金类资产规模大,受限资产比例很低,且在信贷市场和资本市场的再融资能力强。

关注

1) 汽车行业易受宏观经济影响,国内汽车行业增速放缓,竞争加剧。汽车制造业具有较强的周期性,受宏观经济波动的影响大。2020 年,我国汽车产销量分别为 2522.50 万辆和 2531.10 万辆,较上年分别下降 2.00%和 1.90%,已经连续三年下降。我国汽车市场进入存量博弈与优胜劣汰阶段,汽车行业竞争压力进一步加剧。

2) 债务规模大且增速较快。近年来,受扩产能项目建设、对外股权投资和研发投入较高等

因素影响，吉利控股债务规模增长较快。

3) 吉利控股盈利能力持续下滑。2018—2020 年，受行业景气度下行和新冠肺炎疫情等因素影响，吉利控股毛利率、营业利润率、净资产收益率均持续下滑，盈利能力出现恶化。

4) 吉利控股归母权益占比低，本部债务负担很重，偿债能力指标有待改善。吉利控股本部作为投资控股型主体，无经营业务，但本部债务负担很重，现金类资产对短期债务覆盖程度低。

2. 差额补足能力分析

以 2020 年财务数据为基础，吉利控股所有者权益（1523.04 亿元）、EBITDA（399.06 亿元）和经营性净现金流（347.23 亿元）对优先级票据本金（13.82 亿元）的覆盖倍数分别为 110.21 倍、28.88 倍和 25.13 倍，吉利控股作为差额补足义务人对优先级票据本息足额偿付的保障能力极强。

四、基础资产分析

本交易中，基础资产分散性好，首付比例合理；基础资产涉及的租赁车辆全部为吉利品牌汽车，品牌集中度高。整体看，基础资产质量好。

1. 基础资产池概况

联合资信对本交易入池资产信用风险的评估主要基于委托人智慧汽车租赁融资租赁业务的模式、发展现状及历史数据表现，再结合入池资产的整体信用状况进行综合分析。通常情况下，入池资产的账龄、历史还款记录等均会对预测资产池现金流产生重要影响。

截至初始起算日，入池资产的未偿本金余额为 151463.50 万元。入池资产租赁费率类型全部为固定租赁费率，还款方式全部为按月等额本息，车辆类型全部为新车，车辆品牌均为吉利汽车，融资租赁方式全部为售后回租，资产池概况如表 3 所示：

表 3 资产池概况

资产池未偿本金余额（万元）	151463.50
承租人户数（户）	25865
租赁款笔数（笔）	25866
单笔合同最大未偿本金余额（万元）	17.42
单笔合同平均未偿本金余额（万元）	5.86
加权平均合同期限（月）	32.11
加权平均账龄（月）	1.29
加权平均剩余期限（月）	30.82
单笔最长剩余期限（月）	59.93
单笔最短剩余期限（月）	9.67

加权平均实际利率（%）	2.41
加权平均首付比例（%）	39.74

注：1. 合同期限=（贷款到期日-贷款起始日）*12/365，下同；
2. 账龄=（封包日-贷款起始日）*12/365，下同；
3. 剩余期限=（贷款到期日-封包日）*12/365，下同；
4. 首付比例=首付金额/车辆销售价格，下同；
5. 加权平均指标以资产池初始起算日未偿本金余额为权重计算，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 入池资产未偿本金余额分布

截至初始起算日，入池资产未偿本金余额主要分布于 10.00 万元（含）以下，其中 5.00 万元（不含）至 10.00 万元（含）区间的占比最高，达 62.23%，具体分布如表 4 所示：

表 4 入池资产未偿本金余额分布（单位：万元、笔、%）

余额	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,5]	11096	46516.36	30.71
(5,10]	13844	94249.19	62.23
(10,15]	905	10358.98	6.84
(15,20]	21	338.98	0.22
合 计	25866	151463.50	100.00

注：(,]为左开右闭区间，例如(0,5]表示大于 0 但小于等于 5，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 首付比率分布

本交易入池资产加权平均首付比率为 39.74%，基础资产首付比例主要集中在 30.00%（不含）至 50.00%（含）之间，未偿本金余额总计 106969.42 万元，合计占比 70.62%。一般而言，在其他条件相同的情况下，汽车融资租赁的首付比例越高，其违约成本越高，相对违约可能性越小。具体分布如表 5 所示：

表5 首付比率分布（单位：笔、万元、%）

首付比率	笔数	未偿本金余额	金额占比
[20,30]	2413	19696.56	13.00
(30,40]	11108	67837.63	44.79
(40,50]	7519	39131.79	25.84
(50,60]	3687	19376.17	12.79
60 以上	1139	5421.35	3.58
合 计	25866	151463.50	100.00

注：[,]为闭区间，例如[20, 30]表示大于等于20但小于等于30，下同
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 账龄与剩余期限分布

本交易入池资产租赁合同账龄分布在 0~3 个月之间，入池资产加权平均账龄为 1.29 个月，整体账龄相对较短。本交易入池资产租赁合同最短剩余期限为 9.67 个月，最长剩余期限为 59.93 个月，加权平均剩余期限为 30.82 个月。具体分布如表 6 及表 7 所示：

表6 账龄分布（单位：月、笔、万元、%）

账龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,1]	9154	55167.97	36.42
(1,2]	11224	64942.35	42.88
(2,3]	5488	31353.18	20.70
合 计	25866	151463.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

表7 剩余期限分布（单位：月、笔、万元、%）

剩余期限	笔数	未偿本金余额	金额占比
(0,12]	11	51.25	0.03
(12,24]	11199	55054.98	36.35
(24,36]	13606	87336.81	57.66
(36,48]	782	6616.69	4.37
(48,60]	268	2403.78	1.59
合 计	25866	151463.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5. 利率分布

本交易入池资产加权平均实际利率为 2.41%，利率分布在 0.00%~14.71%之间，其中零息利率未偿本金余额占比为 59.63%。本交易优先 01 级和优先 02 级票据预期发行利率为 3.20% 和 3.40%，基础资产加权平均实际利率对于优先级票据预期发行利率将形成负利差。具体分布如表 8 所示：

表8 利率分布（单位：笔、万元、%）

利率	笔数	未偿本金余额	金额占比
0	17518	90323.32	59.63
(0,5]	3967	25870.67	17.08
(5,10]	4109	32909.65	21.73
(10,15]	272	2359.87	1.56
合 计	25866	151463.50	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

6. 承租人所在地区分布

本交易涉及承租人所在地区共 31 个省、自治区及直辖市，河南省未偿本金余额为 15728.14 万元，占比最高，达 10.38%。占比较大的前十个地区未偿本金余额共计 99490.58 万元，占比 65.69%，前十大承租人地区分布如表 9 所示：

表9 前十大承租人所在地区分布（单位：笔、万元、%）

地区	笔数	未偿本金余额	金额占比
河南	2797	15728.14	10.38
浙江	2389	15516.59	10.24
山东	2910	14476.74	9.56
广东	1743	11475.10	7.58
江苏	1255	7562.98	4.99
福建	1262	7544.75	4.98
四川	1214	7310.42	4.83
安徽	1265	7157.70	4.73
云南	1006	6410.81	4.23
湖北	1115	6307.36	4.16
合 计	16956	99490.58	65.69

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

7. 承租人年龄分布

本交易未偿本金余额占比最大的年龄段集中在 20 岁（不含）到 40 岁（含）之间，具体分布如表 10 所示：

表10 承租人年龄分布（单位：岁、笔、万元、%）

承租人年龄	笔数	未偿本金余额	金额占比
[18,20]	665	4260.39	2.81
(20,30]	10300	63510.06	41.93
(30,40]	9216	52404.47	34.60
(40,50]	4050	22438.31	14.81
(50,60]	1546	8433.49	5.57
(60,70]	89	416.78	0.28
合 计	25866	151463.50	100.00

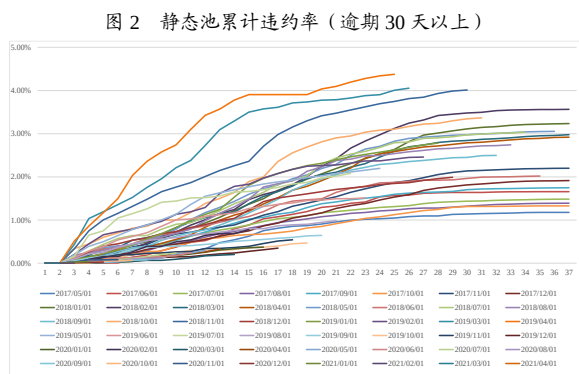
资料来源：发起机构提供，联合资信整理

五、定量分析

1. 基准参数的确定

本交易的基础资产为智慧租赁向承租人发放的 25866 笔融资租赁债权及其附属担保权益。结合本交易现金流的实际特点，联合资信根据智慧租赁提供的标的业务历史数据，计算出累计违约率⁹、回收率和早偿率三个量化指标，用于模拟本交易未来现金流情况。

历史表现方面，智慧租赁提供了 2017 年 1 月—2021 年 5 月新增的所有资产的静态池历史数据，共计 53 个静态池。联合资信整理了 2017 年 5 月—2021 年 4 月的 48 个静态池的数据（2017 年 5 月及之前，业务开展规模较小，时间较早，2021 年 5 月新增资产数据观测周期短，未作参考），分别计算了累计违约率来进行观察。静态池在后续月份的累计违约率表现如下图所示：



注：“2017/05/01”指在 2017 年 5 月 1 日至 2017 年 5 月 31 日期间发放的融资租赁款，以此类推

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

累计违约率，是判断基础资产表现的指标，根据静态池中违约分布计算，用于模拟本交易成立后因违约导致的资产池本金减少。联合资信根据历史数据整理出各可用静态池各月的违约率增量矩阵，计算所有可用静态池在各个期限内的平均违约率增量，并根据各期的平均违约率增量计算出违约率的时间分布，从而得到静态池预期累计违约率为 2.20%，考虑账龄后的预期累计违

约率¹⁰为 2.13%。

回收率方面，联合资信根据所提供的实际回收数据计算出每个静态池资产逾期 30 天及以上的资产回收率¹¹。通过计算自 2017 年 5 月—2019 年 3 月、2019 年 5 月—2019 年 11 月及 2020 年 1 月—2020 年 6 月（2019 年 4 月及 2019 年 12 月数据表现不稳定，未能体现回收能力，未作参考）各静态池回收率的算数平均值作为各月发放贷款的资产回收率，计算出平均回收率为 58.15%，各静态池资产回收率如下表所示。

表 11 静态池资产回收率

静态池	回收率（%）	静态池	回收率（%）
2017 年 5 月	69.48	2018 年 11 月	52.26
2017 年 6 月	69.00	2018 年 12 月	55.08
2017 年 7 月	62.10	2019 年 1 月	63.02
2017 年 8 月	71.79	2019 年 2 月	42.59
2017 年 9 月	66.15	2019 年 3 月	9.51
2017 年 10 月	66.91	2019 年 5 月	37.19
2017 年 11 月	91.28	2019 年 6 月	29.65
2017 年 12 月	71.67	2019 年 7 月	30.73
2018 年 1 月	68.28	2019 年 8 月	40.40
2018 年 2 月	72.27	2019 年 9 月	63.18
2018 年 3 月	62.67	2019 年 10 月	36.74
2018 年 4 月	70.96	2019 年 11 月	13.84
2018 年 5 月	69.78	2020 年 1 月	79.65
2018 年 6 月	68.21	2020 年 2 月	80.41
2018 年 7 月	70.73	2020 年 3 月	25.37
2018 年 8 月	71.85	2020 年 4 月	60.87
2018 年 9 月	63.86	2020 年 5 月	84.99
2018 年 10 月	58.14	2020 年 6 月	42.77
平均值		58.15	

早偿率是衡量资产早偿情况的量化指标，通过对静态池数据分析计算得出，用于模拟在本交易成立后因承租人提前还款而导致的资产池现金流的变动。本交易优先 01 级和优先 02 级票据

¹⁰ 考虑账龄的预期累计违约率（ CDR_2 ）用于预测资产池在剩余期限内的违约表现。计算公式为： $CDR_2 = (CDR_0 - CDR_1)$ 。其中， CDR_0 为基础资产全周期预期累计违约率， CDR_1 为基础资产已有账期预期累计违约率。

¹¹ 资产回收率=（静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额-静态池最终被认定为核销资产的未偿本金余额）/静态池累计逾期 30 天以上资产的未偿本金余额。

⁹ 联合资信在本项目中定义逾期 30 天以上的贷款为违约贷款，并以此为标准计算违约率数据。

分配方式均为按季付息，优先 01 级票据按计划还本，优先 02 级票据过手摊还本金，提前偿还有助于优先级票据本金的兑付，还能在一定程度上缓解资产池负利差。根据有效静态池计算出考虑账龄后的早偿率为 3.61%。

表 12 基准参数表

参数名称	参数基准值
累计违约率	2.13%
回收率	58.15%
早偿率	3.61%

2. 现金流压力测试

上述基准参数主要用于预测一般情况下，资产池未来现金流的表现。但要使票据的信用等级能达到投资级以上，票据就必须具备相应的风险承受能力。联合资信通过现金流压力测试，模拟了资产池面临极端恶化的情景下，票据及时、足额偿付的能力。

目前，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，经济逐步复苏。在此背景下，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。联合资信的壓力测试标准已经涵盖了上述系统性风险的影响。

(1) 压力测试标准

对于现金流模型，联合资信分别针对现金流入端与流出端加压考虑，以判断在目标评级的情况下优先级票据是否能足额兑付。

本交易现金流主要来自于基础资产未来产生的现金流，即承租人按期偿还的融资租赁款本金和利息。根据本期资产池的本金和利息支付等现金流入特征以及优先级票据的本息、税费支付等现金流出特征，联合资信构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和收入回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级票据利息、优先级票据本金、次级票据本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反应现金流变化对优先级票据本息偿付所带来的影响。

现金流流入端压力标准

在现金流流入端，联合资信对累计违约率、回收率和早偿率三个量化指标按照目标评级 AAA_{sf} 和 AA⁺_{sf} 的压力标准进行加压考量。联合资信通过量化测算发现，由于本交易设置了按计划摊还结合过手摊还本金的方式且存在一定的负利差，基础资产早偿反而会改善压力测试的结果。因此，联合资信在现金流流入端并未对早偿率加压。由于智慧租赁从 2017 年 4 月开始规模化运营，正处于快速发展时期，随着业务规模的不断扩大，未来的产品政策仍存在一定不确定性，风控能力也有待观察，逾期、回收等情况值得持续关注；同时考虑到智慧租赁提供的静态池历史样本数据不足，规模化运营时间尚短，联合资信对压力调整系数取值为 1.2，来对冲上述不确定性可能带来的风险。现金流流入端压力参数结果如下表所示：

表 13 压力测试的加压条件

参数名称	累计违约率		回收率		早偿率	
目标级别	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}
基准参数 (%)	2.13	2.13	58.15	58.15	3.61	3.61
目标评级下乘数/折损系数	5.50	4.30	0.45	0.33	--	--
过渡时间 (月)	4	6	0	0	--	--
压力调整系数	1.20		1.20		--	--
加压后参数 (%)	14.06	10.99	26.75	35.12	3.61	3.61

现金流流出端压力因子设置

在现金流流出端，联合资信主要针对各项支出进行加压，得到最大压力情景。优先 01 级和优先 02 级票据的预期利率分别为 3.20% 和 3.40%，加压 50 个 BP 后，得到压力情形下优先 01 级票据预期利率为 3.70%，优先 02 级票据预期利率为 3.90%。本交易现金流流出参数设置如下表所示。

表 14 现金流流出参数设置

参数名称	参数基准值
优先 01 级票据预期利率	3.70% (3.20%+50bps)
优先 02 级票据预期利率	3.90% (3.40%+50bps)
税率	3.26%

参与机构报酬合计	0.005%
预计信托设立日	2022/03/21

注：本交易中涉及的费率为付息兑付费

总体看，联合资信根据优先级票据所需达到的目标评级等级，在现金流流入端与流出端设定了各种压力因子，通过判断优先级票据的本息是否能按时足额受偿，以决定最终是否通过现金流压力测试。

(2) 压力测试结果

目标评级 AAA_{sf} 情景下的测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，分别得到优先级票据在目标评级 AAA_{sf} 压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示。

表 15 AAA_{sf} 压力情景下票据压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	5025.95	税费	788.15	788.15
		优先 01 级票据利息	1626.68	1626.68
		优先 02 级票据利息	4750.28	4735.64
		次级票据利息	--	--
回收款本金	136703.58	优先 01 级票据本金	72000.00	72000.00
		优先 02 级票据本金	66200.00	62579.05
		次级票据本金	13263.00	0.00
流入合计	141729.53	流出合计	158628.12	141729.53

从 AAA_{sf} 压力情景下的测试结果得出，优先 01 级票据可偿还完所有本息，同时账户中尚余 56793.72 万元ⁱ可用于兑付优先 02 级票据本息，以使优先 01 级票据获得 78.88% 的安全距离ⁱⁱ。优先 02 级票据本息未能得到足额偿付。因此，优先 01 级票据可以通过 AAA_{sf} 级别压力测试，优先 02 级票据未能通过 AAA_{sf} 级别压力测试。

目标评级 AA⁺_{sf} 情景下的测试结果

参考上述压力情景设置，联合资信通过现金流模型，分别得到优先级票据在目标评级 AA⁺_{sf} 压力情景下的本息偿付情况，具体如下表所示。

ⁱ 在优先 01 级票据清偿完毕后，账户中仍余 54641.52 万元可用于兑付优先 02 级票据本金，及 2152.20 万元可用于兑付优先 02 级票据利息。
ⁱⁱ 优先 01 级票据安全距离=支付完毕优先 01 级票据本息后剩余可用于分配的资金/优先 01 级票据发行规模。

表 16 AA⁺_{sf} 压力情景下票据压力测试结果（单位：万元）

现金流入	金额	现金流出	应付金额	实付金额
回收款利息	5176.73	税费	813.35	813.35
		优先 01 级票据利息	1626.68	1626.68
		优先 02 级票据利息	4225.17	4225.17
		次级票据利息	--	--
回收款本金	141521.57	优先 01 级票据本金	72000.00	72000.00
		优先 02 级票据本金	66200.00	66200.00
		次级票据本金	13263.00	1833.09
流入合计	146698.30	流出合计	158128.21	146698.30

从优先级票据在 AA^+_{sf} 级别压力情景的测试结果得出，优先 02 级票据可偿还完所有本息，同时账户中尚余 1833.09 万元可用于兑付次级票据的本金，对优先 02 级票据本金形成 1.33% 的安全距离ⁱⁱⁱ。因此，优先 02 级票据可以通过 AA^+_{sf} 等级压力测试。

量化测算结果表明：优先 01 级票据的信用等级能够达到 AAA_{sf} ，优先 02 级票据的信用等级能够达到 AA^+_{sf} 。考虑吉利控股（主体信用等级 AAA）对本交易优先级票据本息做出的不可撤销的差额补足承诺后，优先 02 级票据信用等级可以由 AA^+_{sf} 提升至 AAA_{sf} 。

ⁱⁱⁱ 优先 02 级票据安全距离 = 支付完毕优先 02 级票据本息后可用于分配的资金 / 优先级票据发行规模。

六、评级结论

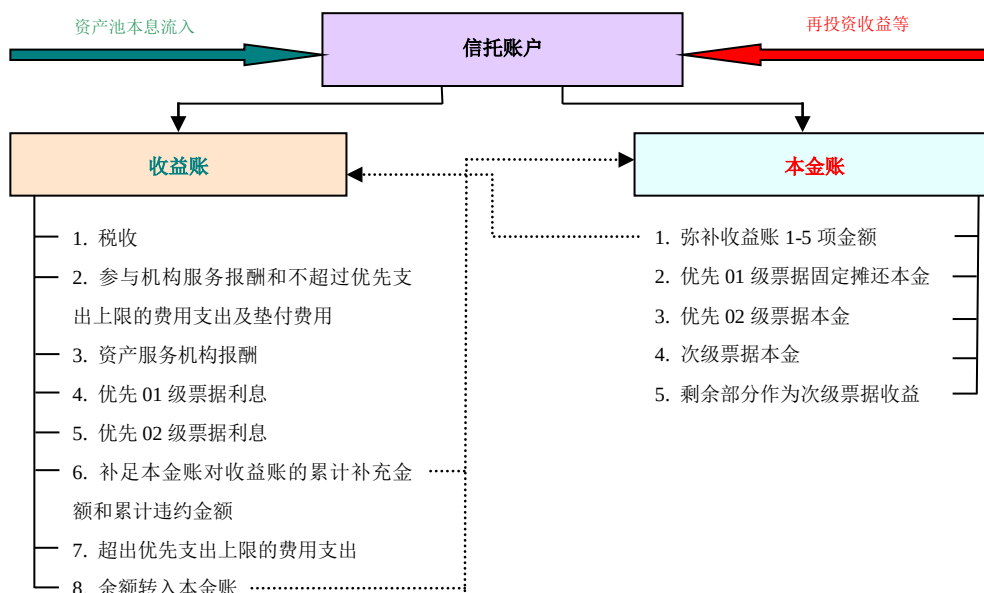
联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，同时考虑到吉利控股（主体信用等级 AAA）对优先级票据提供的差额补足承诺，确定“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”项下优先 01 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf} ，优先

02 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf} ，次级资产支持票据未予评级。

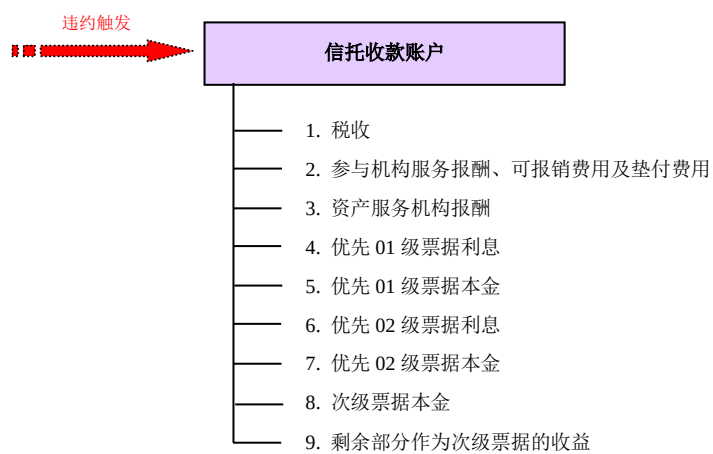
上述优先 01 级资产支持票据和优先 02 级资产支持票据的评级结果反映了该资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附图 现金流支付机制

附图 1 “违约事件”发生前的现金流



附图 2 “违约事件”发生后的现金流



附件 1 触发事件定义

差额补足启动事件

(1) 在信托终止日之前，系指：

(a) 截至任何一个支付日的前一个信托账户核算日，信托账户内可供分配的资金不足以支付相应的支付日应付的相关税费、由信托财产承担的费用及优先级资产支持票据的当期利息；

(b) 截至优先 01 级资产支持票据还本计划对应的支付日的前一个信托账户核算日，信托账户内可供分配的资金按照《信托合同》约定的分配顺序不足以支付优先 01 级资产支持票据的当期应摊还的本金；

(c) 截至优先 02 级资产支持票据的预期到期日的前一个信托账户核算日，信托账户内可供分配的资金按照《信托合同》约定的分配顺序不足以支付完毕优先 02 级资产支持票据的未偿本金余额；

(2) 在信托终止日之后，系指受托人根据经资产支持票据持有人会议审议通过的清算方案确认信托资产仍不足以支付应付的相关税费、由信托财产承担的费用及所有优先级资产支持票据届时尚未获得支付的所有利息和未偿本金余额。

附件 2-1 浙江吉利控股集团有限公司信用分析

一、主体概况

浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”）前身为成立于 1996 年 5 月的吉利集团有限公司。2003 年 3 月 24 日，吉利控股在浙江省工商行政管理局登记注册成立，初始注册资本为 2.00 亿元，法定代表人为李书福。2003 年 4 月，根据股东会决议和修改后公司章程的规定，吉利控股股东按照原出资比例增加注册资本至 3.30 亿元。后经多次增资，截至 2004 年 3 月底，吉利控股股本为 8.30 亿元。2005 年 5 月，子公司吉利汽车控股有限公司（以下简称：“吉利汽车”）在香港上市（证券代码：“0175.HK”）。2007 年 3 月，自然人股东李胥兵将所持股份全部转让给李书福和李星星（李书福之子），转让后，李书福持股比例变更为 90.00%，李星星持股比例为 10.00%。2010 年 8 月，吉利控股通过下属控股子公司上海吉利兆圆国际投资有限公司（以下简称“吉利兆圆”）成功收购了 Volvo Personvagnar AB 和 Volvo Cars of NorthAmerica, LLC 两家公司，统称为“沃尔沃汽车”。2013 年 2 月，吉利控股收购主营出租车制造的英国伦敦出租车公司。2017 年 1 月，吉利控股股东会决议增资 1.00 亿元，由股东李书福以货币资金的方式出资，增资后吉利控股注册资本为 9.30 亿元，李书福和李星星分别持股 91.08% 和 8.93%。

截至 2021 年 9 月底，吉利控股注册资本为 9.30 亿元，吉利控股控股股东及实际控制人为李书福，其所持有的公司股权无质押事项。

吉利控股经营范围：汽车的销售，实业投资，机电产品的投资，教育、房地产投资，投资管理，汽车整车、汽车零部件的技术开发，汽车外形设计，汽车模型设计，经营进出口业务。

截至 2020 年底，吉利控股合并资产总额 4854.04 亿元，所有者权益 1523.04 亿元（含少数股东权益 651.20 亿元）；2020 年，吉利控股

实现营业收入 3256.19 亿元，利润总额 162.43 亿元。

截至 2021 年 9 月底，吉利控股合并资产总额 5001.01 亿元，所有者权益 1627.49 亿元（含少数股东权益 681.80 亿元）；2021 年 1—9 月，吉利控股实现营业收入 2525.11 亿元，利润总额 128.11 亿元。

吉利控股注册地址：杭州市滨江区江陵路 1760 号；法定代表人：李东辉。

二、宏观经济与政策环境分析

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%，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，中国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，中国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 15.15%，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

¹ 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。

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，中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 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中国出口高增长。2021 年前三季度，中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中国经济产生影响，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投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度中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。

生产方面，2021 年第四季度中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

三、行业分析

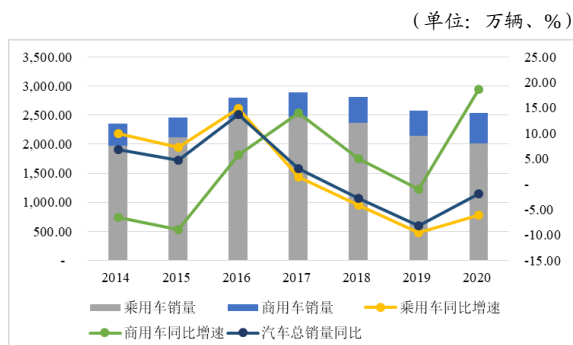
1. 行业概况

汽车工业是拉动中国经济增长的主导力量之一，2020 年中国汽车市场先抑后扬，下半年全面企稳回升，乘用车中 SUV 表现较好，商用车中货车销量大幅增长，新能源汽车销量重回上升通道。

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动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，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的

支柱产业。

图1 2014-2020年中国汽车销量情况



资料来源：wind，联合资信整理

受益于政策刺激和人民生活水平的提高，中国汽车行业整体呈上升趋势，但受购置税、节能惠民补贴等产业调控政策的影响，汽车行业增速波动较大，特别是2009年、2010年、2013年及2016年，在汽车购置税减免等优惠政策的刺激下，汽车市场新增购车和换购需求的释放，汽车产销量增速较快。

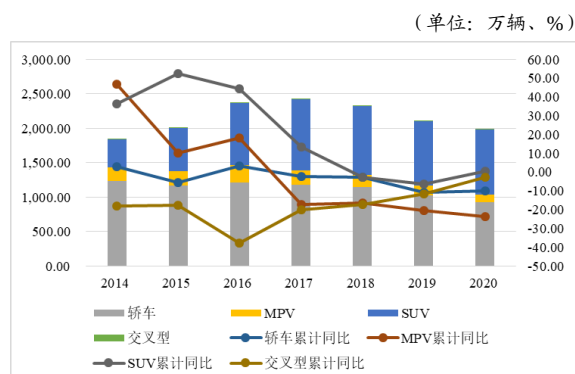
2018年和2019年，受购置税优惠政策全面退出、宏观经济增速回落、中美贸易战以及消费信心等因素的影响，中国汽车产业面临较大的压力，产销量、行业主要经济效益指标均出现回落。2018年，中国汽车产销分别完成2780.9万辆和2808.1万辆，较上年分别下降4.2%和2.8%。2019年，中国汽车产销分别完成2572.1万辆和2576.9万辆，较上年分别下降7.5%和8.2%，降幅进一步加大。其中，乘用车产销分别完成2136.0万辆和2144.4万辆，较上年分别下降9.2%和9.6%；商用车产销分别完成436.1万辆和432.5万辆，产量同比增长1.9%，销量较上年下降1.1%。

2020年，中国汽车行业总体表现出了强大的发展韧性和内生动力。2020年一季度新冠肺炎疫情对汽车行业冲击较大，但随着疫情逐步得以控制，汽车市场下半年全面复苏，全年产销增速稳中略降，基本消除了疫情的影响。根据中国汽车工业协会的统计数据，2020年全年，中国汽车产销量继续蝉联全球第一，产销量分别为2522.50万辆和2531.10万辆，较上年分别下降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；2020年下半年，汽车销

量同比上升11.9%且较上半年增长46.8%。

乘用车方面，2020年，乘用车产销量分别为1999.41万辆和2017.77万辆，较上年分别下降6.53%和6.03%，占汽车产销比重分别达到79.26%和79.72%，较上年产销量比重分别下降3.78个百分点和3.50个百分点。其中，轿车产销量较上年分别减少104.39万辆和103.26万辆，较上年分别下降10.04%和9.87%；SUV产销量较上年分别增加5.40万辆和10.73万辆，较上年分别增长0.06%和0.66%。

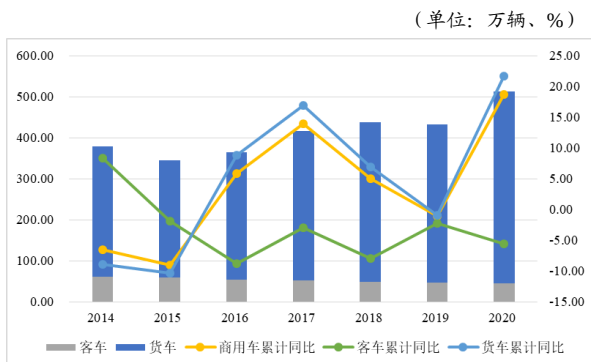
图2 2014-2020年乘用车销售情况



注：SUV为运动型多用途乘用车，MPV为多功能乘用车
资料来源：wind，联合资信整理

新能源车方面，2020年，新能源汽车重回上升通道，全年产销量分别为136.61万辆和136.73万辆，较上年分别增长10.01%和13.38%。其中，纯电动汽车产销量分别为110.47万辆和111.51万辆，较上年分别增长7.50%和10.90%。在新能源汽车主要品种中，纯电动汽车和插电式混合动力汽车产销量较上年均有所增长，表现均明显好于上年。在疫情扰动、补贴继续退坡的情况下，新能源汽车销量扭转下降趋势，重回上升通道，是真实购置需求的显现。

图3 2014-2020年商用车销售情况



资料来源：wind，联合资信整理

商用车方面，在基建投资回升、国III汽车淘汰、治超加严以及新能源物流车快速发展等利好因素促进下，商用车产销好于乘用车。2020年，商用车产销分别完成523.12万辆和513.33万辆，较上年分别增长19.96%和18.69%。分车型产销情况看，客车产销分别完成45.27万辆和44.82万辆，较上年分别下降4.16%和5.58%；货车产销分别完成477.84万辆和468.51万辆，较上年分别增长22.89%和21.69%。

2. 行业上游

2020年以来，钢材等原材料价格的波动一定程度上增加了车企的成本控制压力，而汽车芯片全球供应不足，对国内外主要汽车厂商的生产形成了一定制约。

钢材是汽车制造的主要原材料之一，汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动将对汽车生产企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。

2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，钢材价格明显下降，随着经济运行逐步恢复，钢材价格有所回升。其中1—4月呈下行走势，5—12月持续上升，特别是11—12月升幅较大。汽车生产使用的钢材中，热轧卷板价格保持平稳，冷轧薄板全年均价较上年上升3.76%，中厚板和热轧无缝卷均价小幅下降。总体看，钢材价格波动较大不利于车企的成本控制。

图4 2018—2020年Myspic综合钢价指数



近年来，随着汽车产品电动化、智能化的发展，汽车行业对芯片的需求量不断增长。但2020

年以来，受新冠肺炎疫情等因素影响，全球芯片供应不足情况凸显；因汽车芯片短缺，国内外多家汽车厂商被迫减产，未来芯片供应的恢复仍取决于疫情控制、主要厂商复产进度等多方面因素，存在较大的不确定性。从我国情况看，目前车用芯片产品几乎被外国企业垄断（进口率高达95%），针对此现象，科技部、工信部等已牵头70余家单位成立“中国汽车芯片产业创新战略联盟”，以建立中国汽车芯片产业创新生态、补齐行业短板，国内车企中的比亚迪、上汽等已先后涉足汽车芯片领域，但汽车芯片短缺难题的解决尚需一定时间。

3. 行业竞争

汽车制造行业集中度较高，形成了较大的汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；2020年中国汽车销量前十位的企业集团市场集中度基本稳定，“造车新势力”开始有所表现。

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。近年来，汽车制造行业集中度不断提高，形成了较大的汽车集团，具有规模优势的企业在品牌、产品议价等方面占据优势地位，竞争力不断增强。

从汽车行业整体市场格局上看，根据汽车工业协会和前瞻产业研究院数据，2020年汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为2264.4万辆，占汽车销售总量的89.5%，较上年同期下降0.4个百分点，市场集中度基本稳定。销量前十名企业集团依次为：上海汽车集团股份有限公司（以下简称“上汽集团”）、中国长安汽车集团有限公司（以下简称“中国长安”）、吉利汽车集团（以下简称“吉利汽车”）、东风汽车集团有限公司、长城汽车股份有限公司、北京汽车集团有限公司、中国第一汽车集团有限公司、奇瑞汽车股份有限公司、中国重型汽车集团有限公司和安徽江淮汽车集团股份有限公司。其中上汽集团销量为253.10万辆，较上年下降0.50%；中国长安销量为150.40万辆，较上年增长12.90%；

吉利汽车排名销量为 132.10 万辆，较上年下降 3.20%。

与燃油车相比，电动汽车没有发动机、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“造车新势力”的形成。2020年，“造车新势力”进一步崭露头角，理想、蔚来已分别有一款产品进入新能源汽车销量前十。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，吉利控股注册资本9.30亿元，吉利控股控股股东及实际控制人为李书福先生，其所持有的公司股权无质押事项。

2. 企业规模及竞争力

吉利控股拥有以“吉利”“领克”和“沃尔沃”为代表的三大品牌，具备显著的品牌与规模优势。近年来，吉利控股持续加大研发投入，不断进行自主研发能力的培养和核心技术的积累，完善自主品牌研发和生产体系。

吉利控股以轿车和 SUV 整车制造为主营业务，并涵盖发动机和变速器等核心零部件制造，所拥有品牌包括“沃尔沃”“吉利”和“领克”等。沃尔沃整车系列产品核心运营主体为子公司沃尔沃汽车，沃尔沃整车系列产品拥有 S60、V40、V60、V70、XC60、XC90 等多款车型；吉利整车系列产品主要由子公司吉利汽车负责经营，吉利整车系列产品拥有“博瑞”“博越”“帝豪”

“远景”和“Icon”等 30 多款产品。近年来，吉利汽车通过不断技术创新、提高生产率和优化生产管理模式，相继推出“博瑞”“博越”“帝豪 GL”和“帝豪 GS”等新款车型。领克品牌为吉利汽车和沃尔沃汽车共同研发，归属于吉利汽车管理，在采购、生产及销售方面独立运营。其中，领克系列主要包括“领克 01（含新能源）”“领克 02”和“领克 03”等。吉利控股完成三大品牌布局，产品覆盖从经济型延伸至豪华型，可售车型丰富，品牌优势显著。吉利控股是国内大型

汽车生产商之一，2020 年，吉利控股在国内汽车集团中销量排名第 7 位，全年销量达到 132.10 万辆（不含沃尔沃等品牌的销量）。

吉利控股作为自主品牌的汽车生产企业之一，已具备较强的整车、发动机、变速器和汽车电子电器的自主研发和自主生产能力。2018—2020年，吉利控股研发投入分别为210.33亿元、207.30亿元和218.11亿元。截至2020年底，在中国杭州和宁波、英国考文垂、瑞典哥德堡和德国法兰克福设有五大工程研发中心，在中国上海、瑞典哥德堡、英国考文垂、西班牙巴塞罗那和美国加利福尼亚设有五大设计造型中心，研发人员超过2万人。其中，吉利宁波杭州湾研发中心位于宁波杭州湾新区，于2017年5月10日正式启用。研发中心占地415亩，总投资62亿人民币。截至2021年3月底，吉利控股拥有授权且有效的国内专利11685项。

吉利控股与沃尔沃汽车进行深入的技术合作，其合作在瑞典哥德堡设立欧洲研发中心，基于欧美的汽车标准进行CMA中级车模块化架构研发。截至2019年底，吉利控股与沃尔沃汽车联合开发模块化平台包括BMA、CMA、DMA和PMA，另自主研发AMA模块用于新能源汽车。随着新平台研发的顺利推进，吉利控股产品新车型的开发成本将大幅降低，新产品投放市场时间将快速缩短，产品竞争力将得到有效提升。此外，吉利控股建立了吉利汽车研究院，拥有独立的整车、发动机、变速器、新能源和汽车电子等核心产品和技术的开发能力。

3. 人员素质

李书福先生，任吉利控股董事长、董事局主席、总经理，出生于 1963 年，汉族，硕士研究生学历，高级经济师，吉利控股创办人，全国人大代表。1984 年至 1986 年，创办浙江台州石曲冰箱配件厂，从事电冰箱配件制造；1986 至 1989 年，创办浙江台州北极光电冰箱厂，主营电冰箱生产和销售；1989 至 1992 年，创办浙江台州黄岩吉利装潢材料厂；1992 至 1995 年，赴燕山大

学继续深造；1995 年开始创办吉利集团有限公司；1997 年吉利进入轿车领域，开始生产汽车；2003 年成立浙江吉利控股集团有限公司。李书福先生于中国汽车制造业务拥有超逾 33 年投资及管理经验，曾连任三届全国政协委员，荣获党中央、国务院授予的“改革先锋”称号。

李东辉先生，男，1970 年出生，硕士研究生学历。2011 年 4 月加入吉利控股，担任吉利控股副总裁及首席财务官，2011 年 11 月起担任吉利控股董事，2012 年 4 月起担任沃尔沃汽车公司全球董事，2011 年 5 月至 2014 年 4 月担任吉利汽车控股有限公司（HK.0175）执行董事，2016 年 6 月起担任吉利控股常务副总裁及首席财务官，2016 年 7 月起担任吉利汽车控股有限公司（HK.0175）执行董事及董事会副主席，2020 年 11 月起担任吉利控股首席执行官。李东辉先生曾相继参与、主导完成了伦敦出租车、宝腾汽车、路特斯汽车、丹麦盛宝银行、沃尔沃集团等重大并购项目，并在并购后的战略整合中发挥重要作用，从 2017 年 9 月起担任路特斯集团董事长、宝腾控股董事、2018 年 9 月起担任盛宝银行董事长，曾荣获 Institutional Investor（《机构投资者》）2018 年和 2019 年最佳首席财务官、ACCA 中国卓越 CFO 领导力大奖等奖项，是浙江省“千人计划”专家。

4. 企业信用记录

根据吉利控股提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91330000747735638J），截至 2021 年 12 月 1 日，未发现吉利控股存在不良类/关注类贷款信息。

截至本报告出具日，联合资信未发现吉利控股被列为失信被执行人。

五、管理分析

1. 法人治理结构

吉利控股建立了现代法人治理结构，但吉利控股作为民营控股集团，股权高度集中在个人手中，股东会能完全对公司董事会进行指定，在重大事项决策上，由实控人进行决策。

吉利控股是依据《中华人民共和国公司法》设立的有限责任公司，按照现代企业制度的要求建立了完善的法人治理结构。吉利控股依法制定了《公司章程》，设立了股东会、董事会、监事和经营管理机构。

吉利控股设立股东会，股东会由全体股东组成，是吉利控股的权力机构。股东会决定吉利控股的长期经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事及监事，决定有关董事及监事的报酬事项；审议批准董事会、监事的报告；审议批准吉利控股的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案以及弥补亏损方案；就吉利控股增加或减少注册资本、发行债券、向股东以外的人转让出资作出决议；对吉利控股合并、分立、变更公司形式、解散、清算等事项作出决议；修改《公司章程》及法律、行政法规及《公司章程》规定应当由股东会作出决议的其他事项。

董事会是吉利控股的经营决策机构。董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 2 人。董事会设董事会秘书 1 人，任期三年，由董事会聘任产生，经董事会继续聘任可以连任。吉利控股董事由股东会选举产生，任期 3 年。董事任期届满，可以连选连任。董事会负责召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；拟订《公司章程》修改方案；决定吉利控股的经营计划和投资方案；制订吉利控股的年度财务预算、决算方案，报股东会审批；制订吉利控股的利润分配方案和弥补亏损方案，报股东会审批；制订吉利控股增加或减少注册资本的方案，报股东会审批；制订吉利控股的重大收购或出售方案以及吉利控股合并、分立、变更公司形式、解散、终止的方案；决定吉利控股内部管理机构设置；决定聘任或者解聘吉利控股总经理及其报酬事项；根据总经理提名，决定聘任或者解聘吉利控股副总经理、财务负责人等高级职员，决定其报酬事项；制定对董事、监事、总经理等高级管理人员的具体考核和奖惩方案并负责实施，其中对董事、监事的考核和奖惩方案须报股东会审批；制定吉利控股的债务和财务政策；制定吉利控股

的基本管理制度,包括财务管理和人力资源管理;委任吉利控股的经营管理和法律顾问以及审计师;审议批准总经理的工作报告;决定总经理提交董事会讨论的问题;决定增加或变更公司经营范围并报审股东会审批;除《公司法》和《公司章程》规定由股东会决议的事项外,决定吉利控股的其他重大事务和行政事务,以及签署其他重要协议以及股东会及《公司章程》授予的其他职权。

吉利控股不设监事会,设立两名监事,由股东会选举产生。监事任期每届三年,监事任期届满,连选可以连任。监事向股东会负责,负责检查吉利控股财务;对吉利控股董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务时的行为进行监督;对违反法律、行政法规、《公司章程》或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议;当吉利控股董事、总经理和其他高级管理人员的行为损害吉利控股的利益时,要求前述人员予以纠正;提议召开临时股东会及法律、行政法规和《公司章程》规定的其他职权。

吉利控股设总经理一名,由董事会聘任或者解聘;设副总经理及其他高级管理人员若干名,由总经理提名,董事会聘任或者解聘。总经理、副总经理的任期为3年,经董事会聘请可以连任。总经理对董事会负责,负责主持管理吉利控股的日常投资及经营管理工作,组织实施董事会的决议;组织实施投资方案和年度经营计划;提出设置、调整吉利控股内部管理机构方案并报董事会批准;拟订吉利控股的基本管理制度;制定吉利控股的基本规章;提请聘任或者提请解聘吉利控股副总经理;聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员;依吉利控股的有关规章制度决定对吉利控股员工的奖惩、升级、加薪、雇请、辞退或解雇事宜;在董事会授权范围内,对外代表吉利控股处理业务以及《公司章

程》和董事会授予的其他职权。

六、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年,吉利控股营业收入波动下降,主要系受国内汽车行业景气度下行及市场竞争加剧影响所致,综合毛利率持续下降。

吉利控股主要从事乘用车整车制造业务,产品主要包括沃尔沃整车系列产品和吉利整车系列产品,其中吉利整车系列由吉利汽车作为经营主体,沃尔沃整车系列由沃尔沃汽车作为经营主体,同时还有部分零部件及其他业务。2018—2020年,吉利控股营业收入波动下降,年均复合下降0.44%。2018—2020年,吉利控股利润总额分别为257.70亿元、182.51亿元和162.43亿元,持续下降,年均复合下降20.61%。

从收入构成情况看,沃尔沃整车系列产品和吉利整车系列产品销售收入为吉利控股最主要的收入来源,零部件和其他产品销售业务占比很小。2018—2020年,受疫情影响,沃尔沃汽车销量波动增长,年均复合增长2.67%。2018—2020年,吉利控股吉利整车系列产品销售持续下降,年均复合下降3.13%。2019年,受国内汽车行业景气度下行影响,吉利整车系列产品销售收入较上年下降5.13%,2020年,受疫情影响,吉利整车系列产品销售收入同比下降1.09%。

从毛利率来看,2018—2020年,受行业竞争激烈及沃尔沃汽车销售策略调整影响,沃尔沃整车系列产品和吉利汽车整车系列产品毛利率均逐年下降。受上述因素影响,2018—2020年,吉利控股综合毛利率持续下降。

2021年1—9月,吉利控股实现营业收入2525.11亿元,同比增长18.70%,主要系去年同期疫情期间收入基数低所致。

表2 2018—2020年吉利控股营业收入及毛利率构成情况(单位:亿元、%)

项目	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
沃尔沃整车系列产品	1910.04	58.14	20.59	2065.01	62.42	19.77	2013.25	61.83	19.67

吉利整车系列产品	1241.83	37.80	22.93	1178.09	35.61	20.84	1165.30	35.79	18.43
零部件和其他	133.34	4.06	49.96	65.08	1.97	41.08	77.64	2.38	37.32
总计	3285.21	100.00	22.67	3308.18	100.00	20.57	3256.19	100.00	19.65

资料来源：吉利控股提供

2. 业务运营

(1) 原材料采购

吉利控股整车核心零部件主要由吉利汽车生产供应,其他零部件集中采购且供应商集中度较低。随着沃尔沃汽车和吉利汽车零部件联合采购战略的实施,吉利控股成本控制战略协同效应逐步增强,有利于吉利控股生产成本的控制。

吉利汽车在零部件采购方面采取集中统一管理原则,由子公司浙江远景汽配有限公司集中管理,统一直接向厂商采购。此外,吉利汽车采购管理在吉利控股 ERP 系统中有一个独立运行的子模块,与制造工厂生产管理子系统和销售子系统等对接。自吉利控股收购沃尔沃以来,围绕吉利汽车技术升级和成本节约,吉利汽车组建了与沃尔沃采购部门对接的吉利采购小组,共同讨论能适合 CMA 紧凑型汽车模块化架构平台的双方采购管理整合工作,并在此基础上成立了吉利沃尔沃采购管理整合小组,对沃尔沃和吉利各车型的零部件特征、采购价格等方面进行系统研究,制订了吉利和沃尔沃零部件的采购策略和采购成本节约目标,并在现有供应商基础上形成新的供应商名录。吉利汽车和沃尔沃已就 CMA 平台车型零部件在全球范围实行联合采购。吉利汽车采购的原材料主要由核心零部件、钢材、其他零部件三大类构成,其中发动机、变速箱、电子助力转向器等核心零部件主要由吉利汽车自主研发、生产和供应。钢材采购供应商以国内为主,包括宝钢集团有限公司和首钢集团有限公司等。吉利汽车多年来与各钢材供货商保持了较稳定的供货关系,采购合同一般一年一签。其他外购零部件主要包括轮胎、座椅、保险杠、仪表盘总成、安全带等。2020 年及 2021 年第一季度,吉利汽车外购零部件供应商前五名采购金额占比分别为 11.47%和 16.50%,集中度低,零部件采购中核心供应商付款期为 30 天,其他供应商的付款期一般为 75~90 天,主要付款方式为现款和

银行承兑汇票,且以银行承兑汇票为主。

沃尔沃的采购管理由位于瑞典哥德堡的总部采购部门负责,按照集中统一管理的原则,进行全球化采购,同时也注重发挥全球各市场的采购优势。采购管理对汽车企业的成本管控有着重大影响,尤其是零部件采购,直接决定了汽车企业的成本。自沃尔沃被并购以来,吉利汽车和沃尔沃在零部件采购方面的战略协同逐步加强,从 2013 年 11 月开始,吉利汽车和沃尔沃就部分零部件在全球范围开始实行联合采购,通常由沃尔沃采购管理部门负责技术环节,吉利汽车负责商务谈判环节,发挥各自优势以节约采购成本。沃尔沃的采购主要为汽车零部件(除发动机以外)和钢板等物料,2020 年及 2021 年第一季度,前五大供应商占比分别为 17.79%和 25.44%。近年来,沃尔沃的全球化采购已更多地体现成本与质量的综合衡量,其位于中国成都的制造工厂所需部分汽车零部件直接从中国采购,其欧洲工厂从中国采购的汽车零部件也明显增加。未来随着中国生产基地的生产规模扩大和欧洲基地采购需求的增加,沃尔沃计划将中国作为一个最重要的零部件供应区域来发展,以增强成本管控能力。

(2) 整车生产

2018—2020 年,吉利控股整车生产基地布局变动不大,整车产能有所波动;生产上,吉利控股按照订单生产的方式进行生产,受行业景气度下降和疫情影响,吉利汽车品牌(不含领克)产量持续下降,沃尔沃汽车品牌产量有所波动,产能利用率有所下降。

近年来,吉利汽车拥有吉利品牌和领克品牌,其中,吉利品牌系列主要为中低档轿车,领克品牌系列为中高端轿车。吉利汽车根据销售市场、原料产地进行生产基地布局,以最大限度地利用区位优势降低运输成本。吉利汽车整车生产基地以浙江为中心向全国辐射,且基地的建设均得到地方政府不同程度的优惠政策支持。2018

—2020 年，吉利品牌系列产品年产能分别为 171 万辆、210 万辆和 198 万辆。截至 2021 年 3 月底吉利品牌已在临海、宁波慈溪、宁波春晓、宁波吉润、台州路桥、湘潭、成都、晋中、宝鸡、大江东和贵阳形成 11 个整车生产基地。截至 2020 年底，领克品牌张家口、余姚和成都 BMA 生产基地年产能合计为 60 万辆左右。2018—2020 年，吉利品牌系列产品产量分别为 133.43

万辆、126.12 万辆和 113.95 万辆，产能利用率分别为 78.03%、60.06%和 56.79%，主要系吉利控股 2018—2019 年持续扩张吉利汽车品牌产能，但受国内汽车景气度下行及 2020 年疫情影响，产量下降所致。2018—2020 年，领克品牌产量分别为 12.35 万辆、13.09 万辆和 17.67 万辆，领克品牌产能利用率尚处于爬升阶段。

表3 截至2020年底吉利控股吉利汽车整车制造基地相关情况（单位：万辆/年）

品牌	基地	整车产能	主要车型
吉利品牌系列	路桥	15	远景 X3
	宁波/慈溪	18	新帝豪、缤瑞
	春晓	20	吉利博瑞、博瑞 GE PHEV、吉利博越
	湘潭	24	远景系列、缤越、缤越 PHEV
	成都	13	远景 SUV、帝豪 EV
	宝鸡	20	吉利博越
	临海	30	帝豪 GL、帝豪 GL PHEV、帝豪 GS
	晋中	18	帝豪 GS、帝豪 GSe、几何 A、几何 C、帝豪 EV、帝豪 PHEV
	大江东	10	ICON
	杭州湾 DMA	15	星越、星越 PHEV、星瑞
	贵阳	15	嘉际、嘉际 PHEV、豪越
合计		198	--

资料来源：吉利控股提供

沃尔沃汽车生产基地主要位于比利时、瑞典等海外国家。2018—2020年，沃尔沃汽车年产能分别为103.50万辆、107万辆和106万辆。沃尔沃汽车采用订单生产模式，2018—2020年，沃尔沃汽车产量分别为66.93万辆、70.50万辆和63.33万辆，产能利用率分别为64.67%、65.89%和59.75%，其中2020年受新冠疫情影响，产能利用率较上年下降。

表4 截至2020年底沃尔沃汽车整车生产基地基本情况
(单位：万辆/年)

生产基地	整车产能	主要车型
比利时根特	25	V40/V40CC、XC40、V60 only C-shop
瑞典斯特兰大	30	XC90、V90/V90CC、XC60、V60
马来西亚	2	XC90、S90、XC60、V60、XC40
美国查尔斯顿	7.50	S60
中国成都	15	XC60、S60L
中国大庆	11.50	S90/S90L
中国路桥	15	S60L/XC60
合计	106	--

资料来源：公开资料

(3) 整车销售

2018—2020 年，受国内汽车行业景气度下降和新冠疫情的影响，吉利控股国内销量持续下降，吉利控股通过加大海外市场拓展，吉利品牌汽车（含领克）海外销量占比持续提升。2018—2020 年，受益于沃尔沃品牌产品升级及国产化，沃尔沃品牌产品销量在国内逐年增长，但受新冠疫情影响，沃尔沃品牌销量 2020 年在海外市场有所下滑。由于吉利控股采用订单生产的方式，产销率均维持在很高水平。

近年来，吉利汽车加强了新产品的研发和推广力度，对产品进行升级以保持其竞争力。销售渠道方面，吉利汽车已在国内建立了完善的营销网络，拥有近千家 4S 店和近千家服务站，建立了国内一流的呼叫中心，为用户提供 24 小时全天候快捷服务，并率先在国内汽车行业实施了 ERP 管理系统和售后服务信息系统，实现了用户需求的快速反应和市场信息的快速处理。截至 2021 年 3

月底，吉利汽车在国内拥有超过 978 家经销商，其中山东、广东、河南、江苏、浙江经销商数量较多。同时，吉利品牌在海外拥有近 225 家经销商，目前已经在白俄罗斯等国家设厂进行 SKD/CKD 组装生产和销售，能为海外客户提供便捷服务。其中俄罗斯、沙特、菲律宾为吉利汽车海外重点市场。吉利控股一直采用以销定产模式，因此产销率维持在很高水平，2018—2020 年，产销率分别为 103.45%、97.80%和 100.47%。2018—2020 年，吉利品牌汽车销量分别为 138.04 万辆、123.35 万辆和 114.48 万辆，2020 年销量同比下降 7.19%，主要系汽车行业景气度的持续下行、新冠疫情对吉利控股整车销售以及供应链等产生的不利影响综合所致。2018—2020 年，吉利品牌（含领克）海外销售量分别为 2.75 万辆、5.80 万辆和 7.27 万辆，2019 年以来因国内汽车行业低迷，吉利控股加大海外市场拓展，海外销售占比提升。

沃尔沃品牌汽车的销售模式是通过其全资控股的分布于全球的各区域销售公司（National

Sales Companies, NSC）向下游各个分销商销售，再通过分销商售予终端客户。沃尔沃汽车一般是以一个国家或几个国家为一个区域来设立销售公司。截至 2021 年 3 月底，沃尔沃品牌汽车销售区域覆盖全球一百多个国家及地区，在全球范围内拥有 2300 多家经销商，其中沃尔沃在中国市场合作的经销商从 2011 年初的不到 100 家，增至 246 家。

沃尔沃品牌汽车近年来主要销售客户位于美国、瑞典、中国、英国、德国等区域。2018-2020 年，沃尔沃品牌汽车国内销售量分别为 13.06 万辆、15.50 万辆和 16.66 万辆，呈逐年增长趋势，主要系近年来 XC60、XC90 等车型较为畅销所致；同期海外销量分别为 51.17 万辆、55.05 万辆和 49.51 万辆，2020 年受疫情影响海外销量下降 10.06%。同期沃尔沃品牌汽车产销率分别为 95.95%、100.07%和 104.49%，产销率水平很高。2018—2020 年，领克品牌销量分别为 12.04 万辆、12.81 万辆和 18.43 万辆，产销率分别为 97.49%、97.86%和 104.30%。

表5 截至2020年底吉利控股整车国内外情况（单位：辆）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
中国市场（合计）	1603898	1458530	1414143
其中：吉利品牌（含领克）	1473305	1303569	1247526
沃尔沃品牌	130593	154961	166617
海外销售（合计）	539193	608482	567787
其中：吉利品牌（含领克）	27533	57991	72691
沃尔沃品牌	511660	550491	495096
总计	2143091	2067012	1981930

资料来源：公开资料

3. 在建工程

吉利控股未来资本支出规模属于可控区间。

截至 2021 年 3 月底，吉利控股主要在建工

程计划总投资为 279.88 亿元，已累计投资 138.79 亿元，未来三年时间尚需投资 141.09 亿元，考虑到吉利控股整体综合实力以及项目分期进行，吉利控股未来整体资本支出规模属于可控区间。

表6 截至2021年3月底吉利控股主要在建项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	主要建设内容	建设期限	计划总投资	截至 2021 年 3 月底累计投资	计划未来投资额		
					2021 年 4—12 月	2022 年	2023 年
西安	新建冲焊涂总四大车间，增设新设备、生产及公用设施，计划生产 KX11 车型，提高品牌总体销量。西安项目规划基于 CMA1.5 平台开发的 A+级主流大 5 座 SUV；同时代工生产 smart 品牌 HX11 及 HC11 车型	3	66.03	37.51	14.39	9.26	4.86

长兴	工厂规划用地面积约 1470 亩，新建冲压、焊装、涂装、总装、小涂装、配送中心、技能实训中心、综合站房、制造中心、发运中心、停车场、试车跑道、110kv 降压站、危废库、供油站、油化库、交检间、废料处理间、综合办公楼、倒班宿舍共 20 个建筑单体，建筑面积约 541632 m ² ；工厂工艺设备按 30JPH 规划（预留 50JPH 能力）；工厂首款产品 SS11 为轿车，工厂整体按精益化、柔性化、智能化、自动化规划，将打造成为吉利精益新标杆工厂。	3	41.86	25.20	6.72	5.97	3.98
梅山	新建冲焊涂总四大车间，增设新设备、生产及公用设施，计划生产 EX11 车型，定位领克品牌最高端车型，提升品牌影响力。	3	51.65	35.83	6.28	6.19	3.35
极氪工厂	新建冲焊涂总四大车间，增设新设备、生产及公用设施，计划生产 DC1E 车型和 EF1E 车型，将以“多元、平等、可持续”的姿态，实现工厂数字化、智能化生产。	3	64.21	27.20	37.21		
武汉路特斯	武汉吉利整车项目年产 15 万辆乘用车项目是湖北省、武汉市重点项目，项目整体占地面积 1526.87 亩，建筑面积约 26.4 万平方米。	3	32.05	8.03	9.77	8.94	5.31
重庆亚欧	工厂规划用地 468.7 亩，新建阳极氧化车检、车身车间、总装车间、综合办公楼、涂装车间、综合站房、降压站等，工厂规划 5JPH，工厂建成以后，将投产沃尔沃高端电动品牌极星汽车第三款车型 -PolestarPercept	3	24.08	5.02	9.88	5.94	3.24
合计	--	--	279.88	138.79	141.09		

资料来源：公开资料

4. 未来发展

吉利控股未来将加强与沃尔沃在研发、产品质控、供应商管理等多方面的合作，并在新产品的研发推进上加强与沃尔沃的协同。

产品研发方面，吉利控股借助国内外研发中心，采取平台化的开发策略和集成化的产品开发体系，与沃尔沃汽车整合资源，联合开发；采购与供应方面，吉利控股整合与优化供应商资源，借鉴沃尔沃汽车成熟的供应商管理体系，提高采购成本分析与控制能力；生产制造方面，吉利控股不断提高吉利汽车自主品牌的生产技术和产品质量水平，改进物流体系和优化生产流程，全面提升生产制造效率；市场、销售与服务方面，吉利控股提升产品及服务质量及分销能力的效率，实施渠道下沉战略，深耕三四线城市及农村等具有广阔发展潜力的地区且继续推进海外市场销售；质量体系方面，吉利控股实现自主质量保证体系升级，以更高标准建立新产品质量保证体系。业务整合方面，吉利汽车宣布已与沃尔沃找到了最佳合并方案，即双方在保持各自现有独立公司结构的基础上，进行以下方面业务的合并及合作：（1）动力总成：以股权形式进行动力总成业务合并，以向双方提供动力总成产品，为

双方开发动力总成产品和下一代双电机混合动力系统，合并后的动力总成公司计划在 2021 年投入运营；（2）电气化：在目前共享两款纯电动车模块化架构（SEA 和 SPA2）的基础上，共同开发下一代纯电动车模块化架构，该架构将由双方、领克品牌和极星品牌共享，亦会共享电气化和智能网联的技术，并通过联合采购降低成本；（3）自动驾驶：共同开发高度自动驾驶解决方案；（4）运营协作：领克品牌于 2020 年底正式进入欧洲，将利用沃尔沃品牌的海外销售渠道和售后网络逐步服务全球客户。此外根据公开信息，沃尔沃董事会决定评估首次公开募股可能性，将考虑于 2021 年末在斯德哥尔摩证券交易所上市，具体上市进展将取决于市场环境。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

吉利控股提供了 2018—2020 年度合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。吉利控股 2021 年 1—9 月财务报告未经审计。

从合并范围看，截至 2018 年底，吉利控股合并范围内子公司较 2017 年末增加 3 家（投资新

设），减少1家（被吸收合并后注销）。截至2019年底，吉利控股合并范围内子公司较2018年末增加3家（投资新设），减少2家（股权转让）。截至2020年底，吉利控股合并范围内新增子公司1家，减少2家，合并范围内子公司变化小，财务数据可比性强。截至2020年底，吉利控股合并范围子公司共计20家。考虑到吉利控股主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2020年底，吉利控股合并资产总额4854.04亿元，所有者权益1523.04亿元（含少数股东权益651.20亿元）；2020年，吉利控股实现营业收入3256.19亿元，利润总额162.43亿元。

截至2021年9月底，吉利控股合并资产总额5001.01亿元，所有者权益1627.49亿元（含少数股东权益681.80亿元）；2021年1—9月，吉利控股实现营业收入2525.11亿元，利润总额128.11亿元。

2. 资产质量

2018—2020年末，吉利控股资产规模快速增长，资产结构较均衡，现金类资产规模大，资产受限比例很低，资产质量好。

2018—2020年末，吉利控股资产总额快速增长，年均复合增长率为20.66%。截至2020年底，吉利控股资产总额4854.04亿元，较上年末增长22.67%。其中流动资产占45.62%，非流动资产占54.38%。

（1）流动资产

2018—2020年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长22.47%。截至2020年底，流动资产2214.61亿元，较年初增长25.77%，主要系货币资金、存货等增加所致。吉利控股流动资产主要由货币资金（占46.39%）、应收账款（占7.21%）、应收款项融资（占14.81%）、其他应收款（占5.37%）和存货（占19.19%）构成。

2018—2020年末，吉利控股货币资金持续增长，年均复合增长率为23.51%。截至2020年底，吉利控股货币资金为1027.25亿元，较年初

增长22.68%，主要系吉利控股经营获现和债务规模增长所致；货币资金主要构成为银行存款（占95.65%）。

2018—2020年末，吉利控股应收账款快速增长，年均复合增长率为52.34%。截至2020年底，吉利控股应收账款账面价值159.58亿元，较年初增长94.66%，主要系合并范围变动所致；吉利控股应收账款账面余额的账龄在1年以内的为主（占85.96%），累计计提坏账准备8.22亿元。

2018—2020年末，吉利控股存货波动增长，年均复合增长率为6.90%。截至2020年底，吉利控股存货账面价值为424.93亿元，较年初增长14.56%，主要是疫情影响，吉利控股库存增加所致；存货账面价值构成主要为原材料（占10.70%）、在产品（占10.67%）、库存商品（占53.46%）；存货计提跌价准备9.55亿元。

2018—2020年末，吉利控股其他应收款持续增长，年均复合增长107.76%。截至2020年底，吉利控股其他应收款118.97亿元，较年初增长33.83%，主要系与关联方之间的往来款增加所致。

（2）非流动资产

2018—2020年末，吉利控股非流动资产规模持续增长，年均复合增长19.19%。截至2020年底，吉利控股非流动资产2639.43亿元，较年初增长20.19%，吉利控股非流动资产主要由其他权益工具投资（占10.55%）、长期股权投资（占8.14%）、固定资产（占35.38%）、无形资产（占20.06%）和开发支出（占12.92%）构成。

2018—2020年末，吉利控股其他权益工具投资持续增长，年均复合增长26.09%。截至2020年底，其他权益工具投资278.41亿元，较年初增长28.56%，主要系吉利控股购买的股票价格波动所致。

2018—2020年末，吉利控股长期股权投资持续增长，年均复合增长19.77%。截至2020年底，吉利控股长期股权投资214.89亿元，较年初

初增长 34.54%，主要系吉利控股分别以 27.00 亿元和 30.17 亿元投资智马达汽车和 Polestar Automotive Holding Ltd.所致。

2018—2020 年末，吉利控股固定资产持续增长，年均复合增长 15.02%。截至 2020 年底，吉利控股固定资产账面价值 933.73 亿元，较年初增长 14.26%，主要系在建工程转固所致，固定资产主要由房屋及建筑物（占 32.45%）和机器设备（占 59.46%）所构成。截至 2020 年底，固定资产成新率为 54.21%。

2018—2020 年末，吉利控股无形资产持续增长，年均复合增长 24.15%。截至 2020 年底，吉利控股无形资产 529.43 亿元，较年初增长 18.89%，主要系技术和知识产权增长所致。

2018—2020 年末，吉利控股开发支出持续增长，年均复合增长 12.53%。截至 2020 年底，吉利控股开发支出 341.11 亿元，较年初增长 15.65%，主要系吉利控股研发项目增加所致。

截至 2020 年底，吉利控股使用受限的资产合计 26.38 亿元，均为受限货币资金，占当期资产总额的 0.54%。

截至 2021 年 9 月底，吉利控股合并资产总额 5001.01 亿元，较上年末增长 3.03%。其中，流动资产占 41.52%，非流动资产占 58.48%。吉利控股非流动资产占比有所上升。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020 年末，吉利控股所有者权益持续增长，但吉利控股少数股东权益占比大，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性一般。

2018—2020 年末，吉利控股所有者权益持续增长，年均复合增长 21.75%。截至 2020 年底，吉利控股所有者权益 1523.04 亿元，较年初增长 26.47%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 57.24%，少数股东权益占比为 42.76%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 1.07%、

23.41%、-0.45%和 72.54%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 9 月底，吉利控股所有者权益 1627.49 亿元，较年初增长 6.86%，主要系未分配利润增加所致；所有者权益结构较年初变动不大。

（2）负债

2018—2020 年末，吉利控股债务规模持续增长，债务结构较均衡，整体债务规模大，但债务负担仍在可控区间。

2018—2020 年末，在资产规模快速增长的同时，吉利控股负债规模持续增长，年均复合增长 20.17%。截至 2020 年底，吉利控股负债总额 3331.00 亿元，较年初增长 21.01%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 61.97%，非流动负债占 38.03%。吉利控股负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2018—2020 年末，吉利控股流动负债持续增长，年均复合增长 18.42%。截至 2020 年底，吉利控股流动负债 2064.30 亿元，较年初增长 25.40%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。吉利控股流动负债主要由短期借款（占 14.69%）、应付票据（占 8.42%）、应付账款（占 35.02%）、一年内到期的非流动负债（占 10.37%）、合同负债（占 9.18%）和其他流动负债（占 9.02%）所构成。

2018—2020 年末，吉利控股短期借款波动下降，年均复合下降 7.06%。截至 2020 年底，吉利控股短期借款 303.14 亿元，较年初增长 12.32%。

2018—2020 年末，吉利控股应付票据波动增长，年均复合增长 13.88%。截至 2020 年底，吉利控股应付票据 173.90 亿元，较年初增长 35.78%，主要系吉利控股支付货款更多采用票据所致。

2018—2020 年末，吉利控股应付账款持续增长，年均复合增长 30.99%。截至 2020 年底，吉利控股应付账款 722.83 亿元，较年初增长 28.54%，主要系应付货款增加所致。

2018—2020 年末，吉利控股一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 55.21%。截至 2020 年底，吉利控股一年内到期的非流动负债 214.04 亿元，较年初增长 96.12%，主要系长期借款和应付债券将于一年内到期规模较大所致。

2018—2020 年末，吉利控股合同负债持续增长，年均复合增长 31.69%。截至 2020 年底，吉利控股合同负债 189.47 亿元，较年初增长 21.02%，主要系预收货款增加所致。

2018—2020 年末，吉利控股其他流动负债持续增长，年均复合增长 23.76%。截至 2020 年底，吉利控股其他流动负债 186.21 亿元，较年初增长 11.41%，主要系预提费用增长所致。

2018—2020 年末，吉利控股非流动负债持续增长，年均复合增长 23.19%。截至 2020 年底，吉利控股非流动负债 1266.70 亿元，较年初增长 14.48%，主要系长期借款、应付债券、递延收益等增加所致。吉利控股非流动负债主要由长期借款（占 37.57%）、应付债券（占 28.29%）、预计负债（占 5.43%）、递延收益（占 10.70%）、其他非流动负债（占 14.20%）构成。

2018—2020 年末，吉利控股长期借款持续增长，年均复合增长 23.67%。截至 2020 年底，吉利控股长期借款 475.91 亿元，较年初增长 13.72%，主要系项目建设资金需求增长所致。

2018—2020 年末，吉利控股应付债券持续增长，年均复合增长 34.43%。截至 2020 年底，吉利控股应付债券 358.37 亿元，较年初增长 8.01%，主要系吉利控股发行“20 吉利债 01”“20 吉利债 02”和“20 吉利 MTN002”等所致。

2018—2020 年末，吉利控股预计负债持续增长，年均复合增长 19.56%。截至 2020 年底，吉利控股预计负债 68.82 亿元，较年初增长 22.86%，主要系质量保证、预计服务费增加所致。

2018—2020 年末，吉利控股递延收益波动增长，年均复合增长 1.27%。截至 2020 年底，吉利控股递延收益 135.50 亿元，较年初增长 21.42%，主要系研发补贴增加所致。

2018—2020 年末，吉利控股其他非流动负债持续增长，年均复合增长 23.28%。截至 2020 年底，吉利控股其他非流动负债 179.82 亿元，较年初增长 15.24%，主要系养老金计划及社会保险费增长所致。

有息债务方面，2018—2020 年末，吉利控股全部债务持续增长，年均复合增长 19.32%。截至 2020 年底，吉利控股全部债务 1565.33 亿元，较年初增长 19.62%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 45.43%，长期债务占 54.57%，结构相对均衡，其中，短期债务 711.08 亿元，较年初增长 34.86%，主要系一年内到期的非流动负债规模增长所致；长期债务 854.24 亿元，较年初增长 9.33%。从债务指标来看，截至 2020 年底，吉利控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.62%、50.68%和 35.93%，较年初分别下降 0.94 个百分点、1.39 个百分点和 3.42 个百分点。吉利控股债务规模大，但债务负担尚可。

从债务指标来看，2018—2020 年末，吉利控股资产负债率分别为 69.18%、69.57%和 68.62%，三年加权平均值为 69.02%，波动下降；全部债务资本化比率分别为 51.69%、52.08%和 50.68%，三年加权平均值为 51.30%，波动下降；长期债务资本化比率分别为 33.84%、39.35%和 35.93%，三年加权平均值为 36.54%，波动增长。

截至 2021 年 9 月底，吉利控股负债总额 3373.52 亿元，较上年末增长 1.28%，较上年末变化不大。其中，流动负债占 60.90%，非流动负债占 39.10%。吉利控股以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

截至 2021 年 9 月底，吉利控股全部债务 1603.43 亿元，较上年末增长 2.43%。债务结构方面，短期债务占 49.36%，长期债务占 50.64%，结构相对均衡，其中，短期债务 791.41 亿元，较上年末增长 11.30%，主要系应付票据增加所致；长期债务 812.02 亿元，较上年末下降 4.94%，主要系长期借款减少所致。从债务指标来看，截至 2021 年 9 月底，吉利控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为

67.46%、49.63%和 33.29%，较上年末分别下降 1.17 个百分点、1.06 个百分点和 2.65 个百分点。

4. 盈利能力

2018—2020 年，吉利控股营业收入波动下降，营业利润率持续下降，利润总额持续下降，吉利控股整体盈利能力有所下降，非经常性损益波动较大，对吉利控股利润有一定影响。

2018—2020 年，吉利控股营业收入波动下降，年均复合下降 0.44%。2018—2020 年，吉利控股营业成本波动增长，年均复合增长 1.48%。2020 年，吉利控股实现营业收入 3256.19 亿元，同比下降 1.57%；营业成本 2616.37 亿元，同比下降 0.43%。2018—2020 年，吉利控股营业利润率分别为 20.44%、18.42%和 17.54%，持续下降。2018—2020 年，吉利控股利润总额持续下降，分别为 257.70 亿元、182.51 亿元和 162.43 亿元。

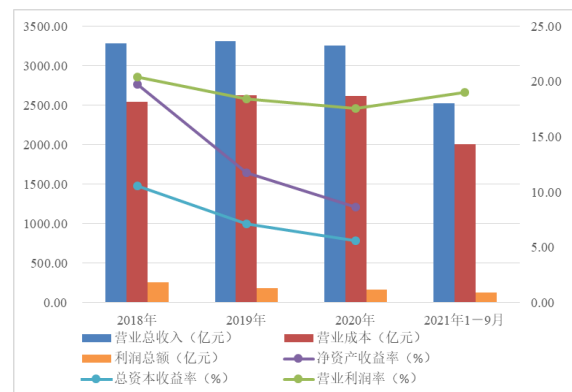
从期间费用看，2018—2020 年，吉利控股费用总额持续增长，年均复合增长 4.88%。2018—2020 年，吉利控股期间费用率分别为 12.18%、13.07%和 13.52%。2020 年，吉利控股费用总额为 440.15 亿元，同比增长 1.82%。从构成看，吉利控股销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 38.85%、20.93%、33.26%和 6.96%。其中，销售费用为 171.02 亿元，同比下降 9.06%，主要系会计准则调整，运输费用调整至成本所致；管理费用为 92.10 亿元，同比下降 4.42%，变动不大；研发费用为 146.39 亿元，同比增长 19.33%，主要系新产品研发投入增长所致；财务费用为 30.64 亿元，同比增长 21.57%，主要系债务规模增长所致。

非经常性损益方面，2018—2020 年，吉利控股投资收益分别为-0.42 亿元、16.31 亿元、26.25 亿元；其他收益分别为 28.92 亿元、20.39 亿元、30.76 亿元，波动增长，年均复合增长 3.13%；资产处置收益分别为-29.00 亿元、2.97 亿元、-6.08 亿元；营业外收入分别为 2.28 亿元、1.31 亿元、1.36 亿元，波动下降，年均复合下降 22.79%；营业外支出分别为 5.00 亿元、3.62 亿

元、3.26 亿元，持续下降，年均复合下降 19.29%。2020 年，吉利控股实现投资收益 26.25 亿元，投资收益占营业利润比重为 15.98%，对营业利润有一定影响；其他收益 30.76 亿元，同比增长 50.88%，主要系政府补助增长所致，其他收益占营业利润比重为 18.72%，对营业利润影响不大；营业外收入 1.36 亿元，同比增长 4.21%，营业外收入占利润总额比重为 0.84%，对利润影响不大；营业外支出 3.26 亿元，同比下降 9.94%，营业外支出占利润总额比重为 2.01%，对利润影响不大。2020 年，吉利控股营业利润率为 17.54%，同比下降 0.87 个百分点，同比变化不大。

盈利指标方面，2018—2020 年，吉利控股总资产收益率持续和净资产收益率均持续下降。

图 5 2018—2020 年吉利控股盈利能力情况



资料来源：联合资信根据吉利控股财务报告整理

2021 年 1—9 月，吉利控股实现营业收入 2525.11 亿元，同比增长 37.40%，主要系去年同期受疫情影响，收入基数低所致；利润总额 128.11 亿元，同比增长 83.13%。

5. 现金流分析

2018—2020 年，吉利控股经营活动净现金流入规模大，经营获现能力良好；投资活动现金流因持续性的项目建设投资支出，始终保持净流出状态。考虑到吉利控股仍然存在的建设投资需求和存量债务的再融资需求，未来融资需求依然偏大。

从经营活动看，吉利控股经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。经营活动方面，2018—2020 年，吉利控股经营活动现

金流入波动下降。2020 年,吉利控股经营活动现金流入为 3582.90 亿元,同比下降 6.46%,主要系吉利控股营业收入下降所致。其中销售商品、提供劳务收到的现金为 3439.48 亿元,同比下降 5.79%。2018—2020 年,吉利控股经营活动现金流出波动下降。2020 年,吉利控股经营活动现金流出为 3235.67 亿元,同比下降 4.63%。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 2457.21 亿元,同比下降 5.69%;支付给职工以及为职工支付的现金为 374.68 亿元,同比增长 9.24%;支付其他与经营活动有关的现金为 222.33 亿元,同比增长 10.75%。2018—2020 年,吉利控股经营活动现金流净额波动下降,年均复合下降 10.29%。2020 年,吉利控股经营活动产生的现金流量净额为 347.23 亿元。2018—2020 年,吉利控股现金收入比分别为 108.47%、110.36%和 105.63%,吉利控股经营获现能力良好。

投资活动方面,2018—2020年,吉利控股投资活动现金流入波动下降。2020年,吉利控股投资活动现金流入为56.50亿元,同比增长11.71%,主要系滚动投资理财所致。2018—2020年,吉利控股投资活动现金流出持续下降。2020年,吉利控股投资活动现金流出为386.34亿元,同比下降 9.24%,其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为324.16亿元,同比下降18.57%。2018—2020年,吉利控股投资活动产生的现金净流出量逐年下降,分别为796.32亿元、375.11亿元和 329.84亿元。

2018—2020 年,吉利控股筹资活动前现金流量净额分别为-364.86 亿元、62.40 亿元和 17.39 亿元。近两年随着在建工程的逐渐完工,固定资产投入的减少,吉利控股筹资活动前现金流量净额维持净流入状态。

筹资活动方面,2018—2020年,吉利控股筹资活动现金流入持续增长,年均复合增长 6.86%。2020年,吉利控股筹资活动现金流入为 986.86 亿元,同比增长 4.36%,其中取得借款收到的现金为 506.54 亿元,收到其他与筹资活动有关的现金为 399.94 亿元。2018—2020 年,吉利控股筹资活动现金流出波动增长,年均复合增长

35.80%。2020年,吉利控股筹资活动现金流出为711.52亿元,同比下降15.24%,其中偿还债务支付的现金为436.85亿元;支付其他与筹资活动有关的现金为220.50亿元。2018—2020年,吉利控股筹资活动产生的现金流量净额分别为 478.48 亿元、106.16 亿元和 275.34 亿元。

2021 年 1—9 月,吉利控股经营活动现金流入量为 2832.12 亿元,经营活动现金流出量为 2717.55 亿元,经营活动现金净流量为 114.57 亿元;投资活动现金净流量为-233.77 亿元;筹资活动现金净流量为-220.26 亿元。

6. 偿债能力

2018—2020 年,吉利控股短期偿债指标表现尚可,长期偿债指标表现良好,尚未使用的银行授信规模充足,间接融资渠道广。同时,吉利控股拥有港股上市公司,具备直接融资渠道。

从短期偿债能力指标看,2018—2020 年末,吉利控股流动比率分别为 100.30%、106.97%和 107.28%,持续增长。同期,吉利控股速动比率分别为 75.04%、84.44%和 86.70%,持续增长。吉利控股流动资产对流动负债的保障程度一般。2018—2020 年末,吉利控股现金短期债务比分别为 1.60 倍、2.11 倍和 1.48 倍,波动下降,现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看,吉利控股短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看,2018—2020 年,吉利控股 EBITDA 分别为 436.11 亿元、394.70 亿元和 399.06 亿元,波动下降。2018—2020 年,吉利控股 EBITDA 利息倍数分别为 20.26 倍、10.78 倍和 9.52 倍,持续下降,EBITDA 对利息的覆盖程度高。2018—2020 年,吉利控股全部债务/EBITDA 分别为 2.52 倍、3.32 倍和 3.92 倍,持续增长,EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看,吉利控股长期债务偿债能力很强。

截至2021年9月底,吉利控股已获得的银行授信额度为2282亿元,尚未使用的授信额度为1287亿元。同时吉利控股拥有港股上市公司吉利汽车,具备直接融资渠道。

根据2020年审计报告披露,吉利控股子公司吉利兆圆存在未决诉讼4893.26万元,吉利控股认为存在败诉可能。此外,截至2021年6月底,吉利控股对外担保总额为13.10亿元,相当于吉利控股同期净资产的0.81%,对外担保规模很小,代偿风险可控。

7. 母公司财务分析

母公司为投资控股型主体,资产以长期股权投资和其他应收款为主,吉利控股债务规模很大,债务结构上以长期债务为主,但仍面临很大的短期偿债压力,母公司现金类资产规模小,偿债能力指标有待改善。

截至2020年底,母公司资产占合并口径的9.15%;母公司负债占合并口径的11.61%;母公司所有者权益占合并口径的3.79%;母公司全部债务占合并口径的17.47%。2020年,母公司营业收入占合并口径的0.22%;母公司营业收入占合并口径的0.22%;母公司利润总额占合并口径的-9.05%。

截至2020年底,母公司资产总额444.32亿元,较年初增长9.78%。其中,流动资产88.46亿元(占19.91%),非流动资产355.86亿元(占80.09%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占6.27%)、其他应收款(占90.77%)构成,其中其他应收款主要为关联方之间往来款;非流动资产主要由长期股权投资(占96.15%)构成。截至2020年底,母公司货币资金为5.55亿元。

截至2020年底,母公司负债总额386.67亿元,较年初增长10.58%。其中,流动负债220.28亿元(占56.97%),非流动负债166.39亿元(占43.03%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占37.59%)、其他应付款(占39.25%)、一年内到期的非流动负债(占11.00%)和其他流动负债(占9.08%)构成;非流动负债主要由长期借款(占30.95%)和应付债券(占69.05%)构成。截至2020年底,母公司资产负债率为87.03%,较上年末提高0.63个百分点。截至2020年底,母公司全部债务273.42亿元。其中,短

期债务占39.15%、长期债务占60.85%。截至2020年底,母公司短期债务为107.03亿元,短期偿债压力很大。截至2020年底,母公司全部债务资本化比率82.59%,母公司债务负担很重。

现金流方面,2020年,吉利控股母公司经营活动现金流净额为-54.28亿元,投资活动现金流净额-26.14亿元,筹资活动现金流净额82.87亿元。

2020年,母公司营业收入为7.05亿元,利润总额为-14.70亿元。同期,母公司投资收益为-0.92亿元。

八、结论

吉利控股作为国内重要的自主品牌汽车生产商之一,在生产规模、品牌知名度、技术水平与行业地位等方面具备综合优势。吉利控股通过并购实现了对沃尔沃汽车的控制,在高端豪华车领域具有较强的竞争力,并使“吉利”“沃尔沃”得以协同发展。同时,联合资信也关注到,近年来汽车行业增速下降、同行业竞争加剧,吉利控股盈利能力下降,债务规模大,财务杠杆高,吉利控股本部债务负担很重,偿债能力指标有待改善等因素可能对吉利控股信用状况造成的不利影响。

未来,随着吉利控股新产品的推广以及与沃尔沃汽车之间的协同性进一步加强,吉利控股收入规模和盈利能力有望进一步提升。联合资信对吉利控股评级展望为稳定。

基于对吉利控股主体长期信用状况的综合评估,联合资信认为,吉利控股偿还债务的能力极强,违约概率极低。

附件 2-2 浙江吉利控股集团有限公司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)	918.37	1113.45	1052.83	822.02
资产总额 (亿元)	3334.31	3956.88	4854.04	5001.01
所有者权益 (亿元)	1027.54	1204.26	1523.04	1627.49
短期债务 (亿元)	573.93	527.26	711.08	791.41
长期债务 (亿元)	525.56	781.38	854.24	812.02
全部债务 (亿元)	1099.49	1308.64	1565.33	1603.43
营业收入 (亿元)	3285.21	3308.18	3256.19	2525.11
利润总额 (亿元)	257.70	182.51	162.43	128.11
EBITDA (亿元)	436.11	394.70	399.06	--
经营性净现金流 (亿元)	431.46	437.51	347.23	114.57
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	10.76	11.06	13.67	--
存货周转次数 (次)	7.18	7.08	6.58	--
总资产周转次数 (次)	1.08	0.91	0.74	--
现金收入比 (%)	108.47	110.36	105.63	105.74
营业利润率 (%)	20.44	18.42	17.54	19.02
总资本收益率 (%)	10.54	7.10	5.63	--
净资产收益率 (%)	19.72	11.78	8.66	--
长期债务资本化比率 (%)	33.84	39.35	35.93	33.29
全部债务资本化比率 (%)	51.69	52.08	50.68	49.63
资产负债率 (%)	69.18	69.57	68.62	67.46
流动比率 (%)	100.30	106.97	107.28	101.08
速动比率 (%)	75.04	84.44	86.70	79.30
经营现金流动负债比 (%)	29.31	26.58	16.82	--
现金短期债务比 (倍)	1.60	2.11	1.48	1.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.26	10.78	9.52	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.52	3.32	3.92	--

注：1. 2021 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 2018-2020 年末全部债务中包含其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务，2021 年 9 月末全部债务中包含租赁负债

资料来源：联合资信根据吉利控股财务报告整理

附件 2-3 浙江吉利控股集团有限公司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)	8.28	3.09	5.55	31.49
资产总额 (亿元)	408.06	404.73	444.32	546.34
所有者权益 (亿元)	36.63	55.05	57.65	136.92
短期债务 (亿元)	94.73	92.40	107.03	162.11--
长期债务 (亿元)	63.36	101.43	166.39	159.17
全部债务 (亿元)	158.09	193.83	273.42	321.28
营业收入 (亿元)	2.60	2.83	7.05	3.59
利润总额 (亿元)	0.56	20.87	-14.70	60.72
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	151.48	-66.81	-54.28	-63.85
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)	--	--	--	--
现金收入比 (%)	--	--	--	--
营业利润率 (%)	--	--	--	--
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	--	--	--	--
长期债务资本化比率 (%)	63.36	64.82	74.27	53.76
全部债务资本化比率 (%)	81.19	77.88	82.59	70.12
资产负债率 (%)	91.02	86.40	87.03	74.94
流动比率 (%)	34.38	34.25	40.16	70.18
速动比率 (%)	34.38	34.25	40.16	70.12
经营现金流动负债比 (%)	50.82	-26.92	-24.64	--
现金短期债务比 (倍)	0.09	0.03	0.05	0.19
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：吉利控股 2021 年 1-9 月财务数据未经审计
 资料来源：联合资信根据吉利控股财务报告整理

附件 2-4 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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	
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

附件 2-5 金融机构、非金融企业主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业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 2-6 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

附件 3 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持证券（含资产支持票据）信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。各等级含义如下表所示。

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。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于 浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期 资产支持票据跟踪评级安排

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“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”优先级票据的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。

浙江智慧普华融资租赁有限公司/中建投信托股份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，包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，浙江智慧普华融资租赁有限公司/中建投信托股份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“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙江智慧普华融资租赁有限公司/中建投信托股份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“浙江智慧普华融资租赁有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”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浙江智慧普华融资租赁有限公司/中建投信托股份有限公司联系，并及时出具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。