

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】498号

浙江吉利控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“15吉利01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持“15吉利01”的信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任



二〇二一年六月二十二日

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年6月22日



## 浙江吉利控股集团有限公司主体及 “15吉利01” 2021年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2021/6/22	AAA/稳定	刘涛	郭哲彪

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
15吉利01	AAA	AAA
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”		
主体概况		
浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”或“公司”）是国内大型汽车生产商之一，主营乘用车制造，并涵盖发动机和变速器等核心零部件制造。公司控股股东及实际控制人均为自然人李书福。		

评级模型			
1.基础评分模型			
一级指标	二级指标	权重（%）	得分
市场竞争力	市场份额	25.00	25.00
	产品均价	15.00	12.87
市场地位	营业总收入	25.00	25.00
盈利能力	毛利率	5.00	5.00
	利润总额	10.00	10.00
债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	6.49
	全部债务/EBITDA	5.00	4.18
	经营现金流动负债比	5.00	5.00
2.基础模型参考等级			AAA
3.评级调整因素			无调整
4.主体信用等级			AAA
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。			

### 评级观点

跟踪期内，公司进行产品升级，推出新车型，吉利、领克和沃尔沃等三大品牌整车产品保持较强的市场竞争力；受益于产品升级及沃尔沃汽车国产化，2020年沃尔沃汽车在国内销量大幅增长，预计受益于全球经济恢复，2021年沃尔沃整车系列产品业务收入及利润将有所提高；吉利汽车产品结构完善，核心零部件主要由公司自主研发和生产，未来随着吉利汽车和沃尔沃汽车完成整合、协同效率提升，公司全球采购、研发和销售产业链将进一步完善，市场竞争力将进一步增强。同时，受疫情影响，2020年公司整车销售量有所下降，营业收入及利润总额有所降低；吉利汽车和沃尔沃在建项目未来投资金额较大，公司面临资本支出压力；公司债务规模保持增长，流动比率及速动比率仍较低。

综合分析，东方金诚维持吉利控股主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“15吉利01”的信用等级为AAA。

### 同业比较

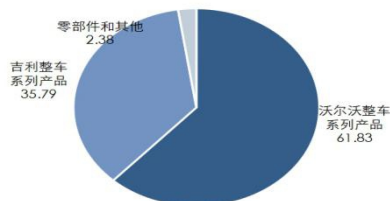
项目	浙江吉利控股集团 有限公司	北京汽车股份 有限公司	东风汽车集团股份 有限公司	广州汽车集团股份 有限公司	上海汽车集团股份 有限公司
营业总收入（亿元）	3256.19	1845.48	1110.36	631.57	7421.32
毛利率（%）	19.65	27.21	10.88	6.47	10.76
利润总额（亿元）	162.43	204.30	122.18	56.95	358.92
资产负债率（%）	68.62	62.01	55.38	39.32	66.28
经营现金流动负债比（%）	16.82	25.39	2.36	-6.81	7.34
全部债务/EBITDA（倍）	3.30	0.88	5.02	1.48	3.00

注：以上企业最新主体信用等级均为AAA/稳定。  
数据来源：以上各企业2020年公开数据，东方金诚整理



## 主要指标及依据

### 2020 年收入构成 (单位: %)



### 公司债务期限结构 (单位: 亿元、%)



### 主要数据和指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	3334.31	3956.88	4854.04	4854.75
所有者权益 (亿元)	1027.54	1204.26	1523.04	1574.10
全部债务 (亿元)	902.13	1105.36	1317.86	1340.89
营业总收入 (亿元)	3285.21	3308.18	3256.19	878.06
利润总额 (亿元)	257.70	182.51	162.43	67.12
经营性净现金流 (亿元)	431.46	437.51	347.23	-92.76
营业利润率 (%)	20.44	18.42	17.54	18.44
资产负债率 (%)	69.18	69.57	68.62	67.58
流动比率 (%)	100.30	106.97	107.28	105.69
全部债务/EBITDA (倍)	2.07	2.80	3.30	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	18.73	10.78	9.29	-

注: 表中数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 作为国内最大的汽车生产商之一, 跟踪期内, 公司持续在动力总成系统、智能化、新能源技术等方面进行研发投入, 拥有吉利、领克和沃尔沃等三大品牌整车产品, 具有极强的市场竞争力;
- 2021 年公司将对吉利汽车和沃尔沃汽车部分业务进行整合, 未来随着业务整合完成、协同效率提升, 公司全球采购、研发和销售产业链将进一步完善, 协同效应将获明显提升;
- 受益于产品升级及沃尔沃汽车国产化, 2020 年沃尔沃汽车在国内销量大幅增长, 预计受益于全球经济恢复, 2021 年沃尔沃整车系列产品业务收入及利润将有所提高;
- 吉利汽车产品结构完善, 核心零部件主要由公司自主研发和生产, 受益于新的车型推出及完善的产品组合, 跟踪期内市场地位稳固。

## 关注

- 受疫情影响, 2020 年公司整车销售量有所下降, 营业收入及利润总额有所降低;
- 吉利汽车和沃尔沃在建项目未来投资金额较大, 公司面临资本支出压力;
- 公司债务规模保持增长, 流动比率及速动比率仍较低。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。预计受益于 2021 年全球经济逐步回暖, 公司整车销量将有所增长, 同时依托完善的产品结构、有效的资源整合及持续的研发投入, 仍将保持极强的市场竞争力。

## 评级方法及模型

《东方金诚汽车整车制造企业评级方法及模型 (RTFC008201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项名称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	15 吉利 01 2020 年跟踪评级	AAA	2020/6/24	刘涛、郭哲彪	《东方金诚汽车整车制造企业评级方法及模型 (RTFC008201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AAA/稳定	15 吉利 01	AAA	2015/5/13	程春曙、张睿婧、高阳	《东方金诚汽车制造行业信用评级方法》(2015 年 5 月)	<a href="#">阅读原文</a>

注: 自 2015 年 5 月 13 日至 2020 年 6 月 24 日, 吉利控股主体信用等级未发生变化, 均为 AAA/稳定。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/ 评级展望
15 吉利 01	2020/6/24	20.00	2015/11/9~2021/11/9	无	-

注：“15 吉利 01”附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，吉利控股于2018年11月9日完成19.59亿元的债券资金回售，当前余额为0.41亿元。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及“浙江吉利控股集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”（以下简称“15 吉利 01”或“本期债券”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于浙江吉利控股集团有限公司（以下简称“吉利控股”或“公司”）提供的 2020 年度审计报告和 2021 年 1~3 月的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

公司主营乘用车制造，拥有全球知名的豪华车品牌“沃尔沃”和国内知名的乘用车自主品牌“吉利”，连续多年跻身国内十大汽车集团，具有极强的行业竞争地位

吉利控股是国内大型汽车生产商之一，主营乘用车制造，并涵盖发动机和变速器等核心零部件制造。公司控股股东及实际控制人均为自然人李书福。

公司主要拥有两家汽车生产企业—瑞典沃尔沃轿车公司（以下简称“沃尔沃”）和吉利汽车控股有限公司（以下简称“吉利汽车”，股票代码 0175.HK），产品品牌包括“沃尔沃”、“吉利”、“领克”和“伦敦电动汽车”等。根据中国汽车工业协会统计，公司连续多年跻身国内十大汽车集团，具有极强的行业竞争地位。截至 2020 末，沃尔沃已建成 6 个整车制造基地，2 个组装厂，主要生产中高档轿车，具有年产 106.00 万辆整车的生产能力；吉利汽车拥有位于中国内地的 11 个整车制造基地，具有年产 198.00 万辆整车的生产能力；领克品牌建成 3 个整车基地，具有年产约 60 万辆整车生产能力。

截至 2021 年 3 月末，公司（合并）资产总额为 4854.75 亿元，所有者权益为 1574.10 亿元，资产负债率为 67.58%。截至 2020 年末，公司纳入合并范围一级子公司共计 20 家。2020 年和 2021 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 3256.19 亿元和 878.06 亿元，利润总额为 162.43 亿元和 67.12 亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经证监许可[2015]1651 号批复核准，公司于 2015 年 11 月发行 20.00 亿元公司债券，简称“15 吉利 01”，票面利率为 3.88%，起息日为 2015 年 11 月 9 日，到期日为 2021 年 11 月 9 日，期限 6 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。“15 吉利 01”采用固定利率，每年付息一次，到期一次性还本付息。

截至本报告出具日，“15 吉利 01”，募集资金已按用途使用完毕，其中 4.90 亿元已用于偿还银行贷款，剩余资金已用于补充流动资金。公司于 2018 年 11 月 9 日完成 19.59 亿元的债券资金回售，当前余额为 0.41 亿元。

截至本报告出具日，公司正常支付利息和支付回售本息。

## 宏观经济和政策环境

**在低基数和经济修复作用下，2021年一季度GDP增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势**

一季度GDP同比增速达到18.3%，两年复合增速为5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中3月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度GDP增速将回落至8.0%左右，两年复合增长率则升至5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3月PPI同比达到4.4%，CPI同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

**二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调**

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2和社融增速在3月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调1到2个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

## 行业分析

公司主营业务为乘用车制造，属于汽车制造行业。

### 汽车制造行业

**随着疫情影响减弱，促消费政策持续带动，2020年，汽车产销量下降幅度大幅收窄；预计2021年，我国汽车消费政策持续利好，汽车消费市场或将恢复正增长**

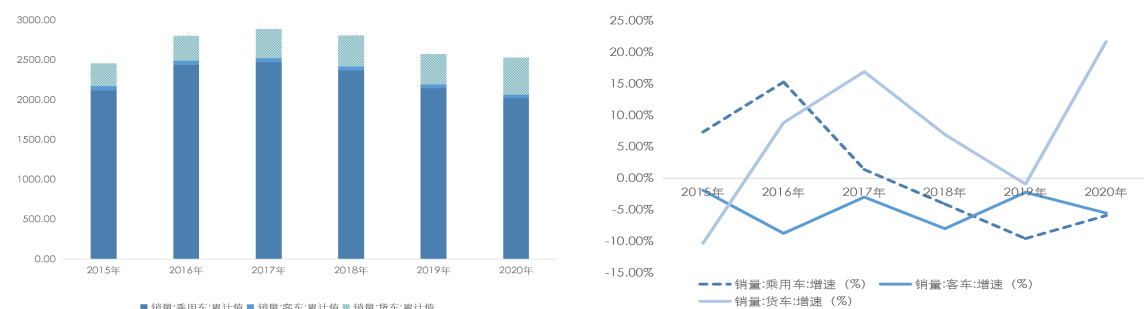
2020年初，疫情对汽车制造业造成明显冲击、对汽车消费市场干扰较大，由于疫情期间开工率不足及下游汽车消费疲软，一季度产销量大幅下降。为提振汽车消费，国家财政部等相关部门发布《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》和《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》等相关文件，对2020至2022年末购置的新能源汽车免征购置税并延长补贴期限至2022年底。随着国内疫情趋稳，经济运行总体复苏态势持续向好，工厂及销售门店逐步复工复产，二、三季度汽车产销展现了回暖势头。2020年，汽车产销分别完成2522.5万辆和2531.1万辆，产销量同比分别下降2.0%和1.9%，与上年相比，分别收窄5.5个百分点和6.3个百分点，汽车消费市场逐步复苏。

2020年以来，乘用车及商用车消费市场受疫情后复工复产叠加消费鼓励政策的落地均逐步

回暖，但呈现一定的差异，商用车率先反弹。从乘用车市场来看，在疫情影响下呈现先抑后扬态势，一季度由于疫情影响而同比大幅下滑，二季度回升态势显现，2020年5月乘用车销量增速首次由负转正，从4月份的-2.46%增长至7.21%，主要系国内疫情趋稳、宏观经济回暖以及豪华车和新能源车需求释放所致。根据中汽协数据显示，2020年，乘用车产销量分别为1999.4万辆和2017.8万辆，分别同比下降6.5%和6.0%，降幅持续收窄。受基础设施建设规模扩大、物流运输需求增加以及淘汰国三及以下排放标准货车等因素影响，商用车消费市场呈现出较强的回升。2020年，商用车产销量分别为523.1万辆和513.3万辆，分别同比增长20.0%和18.7%。但考虑到商用车增长因素促成大幅增长的同时透支未来市场需求，预计2021年较难延续高速增长，增幅或将大幅收窄。新能源汽车方面，受补贴退坡和疫情影响，新能源汽车在2019年下半年至2020年上半年受到短暂冲击。但2020年4月以来，受益于政策调整向好，新能源汽车补贴政策退坡力度放缓、补贴期延长，“双积分”政策进入实质性执行阶段，据中汽协数据显示，2020年新能源汽车生产完成136.6万辆，同比上升7.5%；销售完成136.6万辆，同比增长10.9%。

预计2021年，中国经济增长8%左右，各地仍会出台相关政策鼓励汽车消费，汽车消费市场或将恢复正增长。

图表1 近年我国汽车产销量及增速情况（单位：万辆）



资料来源：Wind、公开资料，东方金诚整理

2020年，我国汽车工业重点企业营业收入同比实现增长，利润总额略有降低，随着中国经济进一步恢复增长，预计2021年汽车行业盈利能力将有所回升

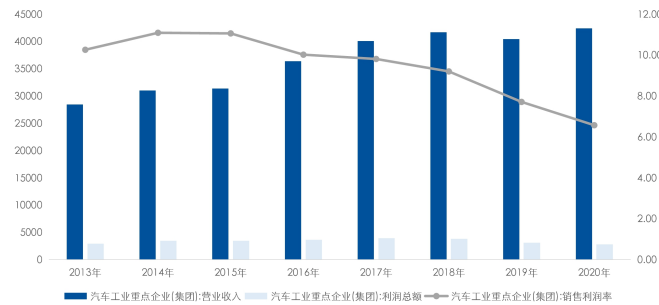
近两年，整车制造行业整体景气度下滑，其中乘用车行业利润变动态势有所分化，头部车企的规模优势明显；商用车行业中，货车市场维持较高景气度，头部企业不同程度受益，客车市场仍面临需求不足，企业利润有所回落。

疫情爆发以来，各车企生产进度被打乱，二月生产出现短期真空，2020年一季度产销量大幅下滑，整车企业收入和利润相应大幅下滑。自2020年4月份以来，汽车销量持续保持增长，全年销量2531.10万辆，同比增速收窄至2%以内，其中乘用车市场销量仍下降，降幅收窄至6%，商用车市场销量增幅较大。从盈利情况来看，根据中汽协数据显示，2020年我国汽车工业重点企业（集团）实现营业收入4.24万亿元，同比增长5.18%；利润总额2791.91亿元，同比下降10.75%。同期，汽车工业重点企业（集团）销售利润率同比下降至7.75%，同比下降1.14个百分点。虽然上游汽车电子零部件芯片产能不足，供应短缺导致成本大幅上涨，但随着疫情稳定和汽车促消费政策的延续，以及中国经济进一步恢复增长，预计2021年行业盈利将有



所回升。

图表2 近年汽车制造行业主要财务指标（单位：亿元、%）



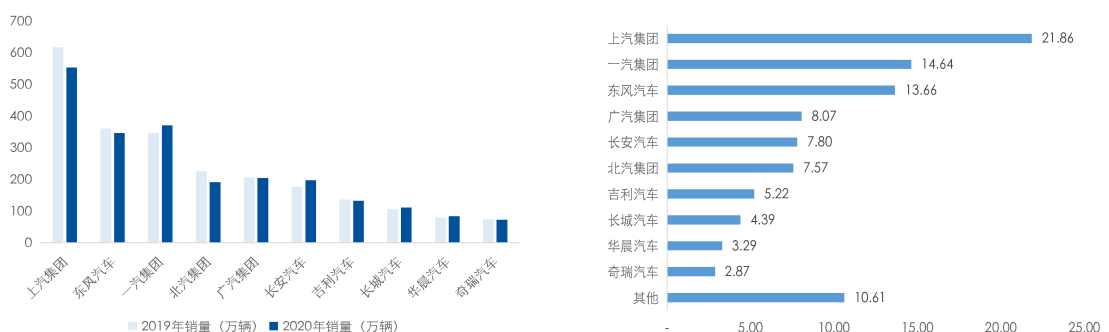
数据来源：中国汽车工业协会，东方金诚整理

我国汽车行业竞争日益加剧，合资品牌中德系、日系市场地位更加稳固，美系、韩系、法系市场份额进一步被侵蚀

我国乘用车市场集中度高，2020年前10名整车企业（集团）销量2264.4万辆，占汽车销售总额的89.5%，其中长安销量呈较快增长，一汽、长城和华晨增速略低，其他企业呈一定下降。自主品牌近年市场份额有所下降，2020年中国品牌乘用车共销售774.9万辆，同比下降8.1%，占乘用车销售总量的38.4%，比上年同期下降0.9个百分点。随着购车者更为理性的消费选择以及不断上升的品牌忠诚度，行业内分化加剧。2020年，日系、美系销量呈小幅增长，德系降幅略低，韩系和法系降幅依然明显。据乘联会2020年统计数据，德系、日系为主的合资品牌市场份额分别为25.5%和24.1%，分别同比提升0.5个百分点和2.2个百分点；美系小幅上升0.9个百分点，韩系、法系市场份额进一步被侵蚀，分别同比下降1.0个百分点和0.4个百分点。

受疫情影响，乘用车头部企业恢复更快，地位更为稳健，尾部企业面临末位淘汰。近年来，我国自主品牌的头部企业市场份额逐步上升，上汽集团、吉利控股和长城汽车作为研发能力、市场份额及消费者认可度最高的三个自主品牌，未来市场份额将进一步扩大；而行业内中小车企在乘用车的设计、技术研发、消费者认可等方面面临较大危机，预计2021年我国汽车格局相对稳定，行业头部地位显著，合资品牌进一步下沉市场，中低端产品竞争激烈。

图表3 2020年中国十大汽车生产企业（集团）销售及市场份额情况（单位：万辆、%）



数据来源：中国汽车工业协会，东方金诚整理

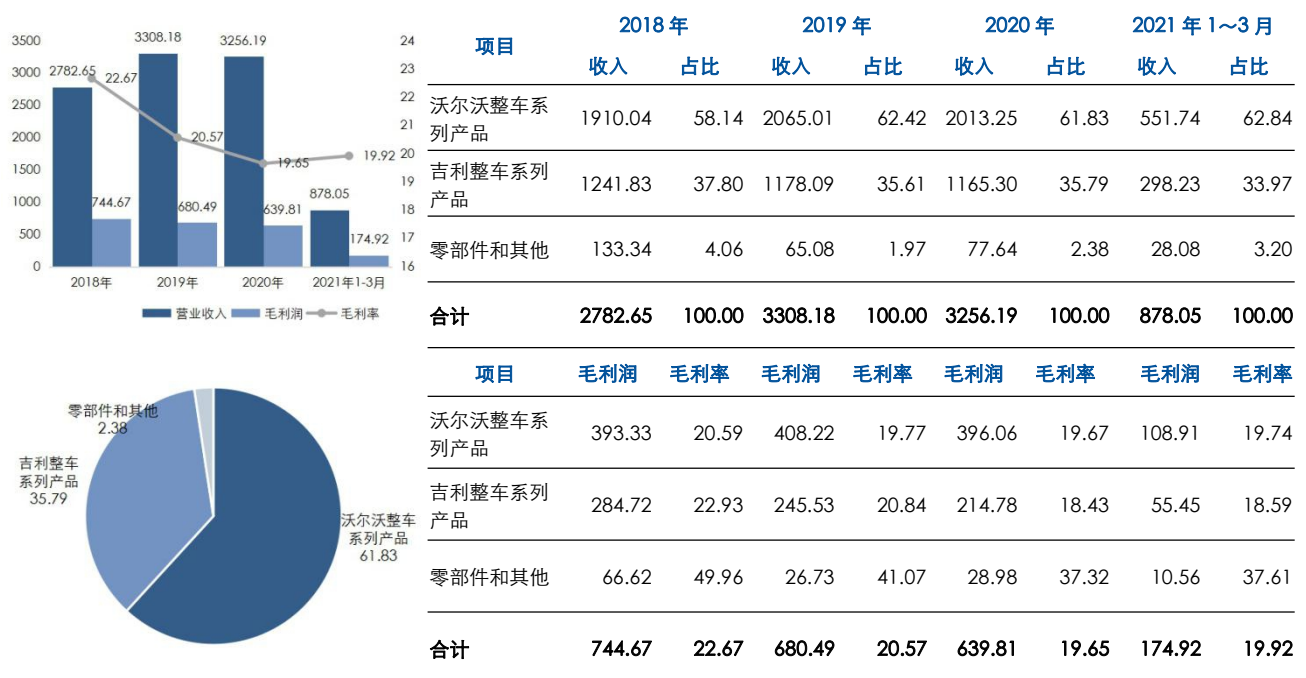
## 业务运营

### 经营概况

吉利控股收入和毛利润主要来源于沃尔沃和吉利整车系列产品，跟踪期内公司营业收入、毛利润及毛利率均有所下滑

吉利控股主要从事乘用车整车制造业务和部分零部件及其他业务，其中公司收入及毛利润主要来源于沃尔沃和吉利整车系列产品，2020年相关业务收入和毛利润占比超95%。受疫情影响，沃尔沃及吉利整车系列产品销量有所下降，2020年公司营业收入、毛利率和毛利润均有所下降。

图表4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成及公司2020年收入构成情况<sup>1</sup>（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021年1~3月，公司营业收入和毛利润同比分别大幅增长47.64%和43.37%，业务获利能力有所提高。

作为国内最大的汽车生产商之一，跟踪期内，公司持续在动力总成系统、智能化、新能源技术等方面进行研发投入，拥有吉利、领克和沃尔沃等三大品牌整车产品，具有极强的市场竞争力

公司是国内大型汽车生产商之一，业务涵盖乘用车、商用车以及发动机、变速器等核心零部件的制造。公司整车包括沃尔沃汽车、吉利汽车、领克汽车、宝腾汽车、路特斯汽车、几何汽车、伦敦电动汽车、远程新能源商用车等多个品牌，并逐步整合集团内各个子公司，发展、建立极星、极氪等新能源汽车和高端智能电动汽车品牌。其中，沃尔沃汽车是北欧最大的汽车

<sup>1</sup> 表中数据尾数误差系四舍五入所致，下文相同。

制造企业，也是全球知名的豪华车品牌。吉利品牌为我国知名的乘用车自主品牌，定位经济型家用车，是国内国内十大汽车集团之一。领克汽车由吉利汽车、沃尔沃汽车和吉利控股合资成立的高端汽车品牌，产品投放市场以来，销量保持快速增长，2021年1月领克01插电混动车型登录欧洲市场。2020年公司持续在新车型、动力总成系统、新能源技术及汽车智能化方面进行研发投入，全年研发费用高达146.39亿元，同比增长19.33%。2020年受疫情等因素影响，国内汽车销量大幅下降；但依托于产品升级、新车型的推出、以及吉利汽车完善的产品结构，2020年沃尔沃汽车在国内销量大幅增长，吉利汽车中高端产品市场需求保持稳定，整体销量小幅下降，市场地位相对稳固。根据全国乘用车市场信息联席会统计，2020年吉利汽车以130.02万辆销量（含领克）位居中国乘用车销量第四。

跟踪期内，公司继续通过产品研发及投资并购，完善产品结构。公司近年通过对马来西亚宝腾汽车和路特斯汽车股权收购，将产品逐步扩展到东南亚经济型家用汽车、豪华跑车领域，实现品牌和产品的多元化。2020年1月，经相关监管部门批准，公司和梅赛德斯-奔驰股份公司组建的smart品牌全球合资公司智马达汽车有限公司正式成立，在全球范围内联合运营和推动smart品牌转型升级<sup>2</sup>，相关产品微型电动汽车尚在研发中。同时跟踪期内吉利汽车推出吉利icon、领克05、吉利豪越、吉利星瑞、几何C以及多款主要车型的新能源车型，未来吉利汽车仍将进一步完善现有的产品组合，以保证公司产品可以覆盖中国乘用车市场所有主要细分领域并逐步完成产品。截至2020年末，公司汽车产品基本涵盖各类乘用车，价位覆盖5万~100万元，可满足不同类型的客户需求。此外，通过对沃尔沃集团的参股，公司未来将逐步引进和吸收沃尔沃商用车技术，支持公司远程新能源商用车的发展。

**沃尔沃中国工厂先于全球其他地区完成复工，2021年公司将对吉利汽车和沃尔沃汽车部分业务进行整合，未来随着业务整合完成、协同效率提升，公司全球采购、研发和销售产业链将进一步完善，协同效应将获明显提升**

跟踪期内公司继续发挥供应链等方面的协同作用。目前，在采购方面，吉利汽车和沃尔沃就部分零部件在全球范围实行联合采购，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，提高配件采购量及话语权，实现采购成本的节约。渠道方面，吉利汽车与沃尔沃汽车相对独立，但吉利汽车博越等车型将悬挂宝腾品牌，并借助宝腾的销售渠道在东南亚销售。另外，吉利汽车和沃尔沃汽车也在供应链渠道加强合作，减少重复建设供应链，实现降费增效。技术方面，吉利汽车通过沃尔沃-吉利对话与合作委员会组织协调沃尔沃和吉利汽车在技术研发的合作。沃尔沃汽车集团位于张家口的发动机工厂已与吉利汽车共享。受益于吉利与沃尔沃汽车业务的协同效益，2020年一季度末以来，沃尔沃中国地区工厂先于全球其他地区完成复工，二季度中国工厂生产的沃尔沃汽车已开始向海外出口。但2020年7月，沃尔沃宣布召回2006年至2019年生产的近220万辆汽车，以解决其安全带拉锁的潜在问题，是沃尔沃有史以来最大的召回事件之一。

2021年2月，吉利汽车与沃尔沃汽车宣布汽车业务整合方案，双方将在保持各自现有公司结构的基础上，进行动力总成、电气化、自动驾驶和运营协助等方面和业务合并及合作。未来

<sup>2</sup> 双方各出资27亿元人民币，均持股50%。

公司在原材料及配件采购、销售渠道、技术合作等方面的协同效应将进一步提高。其中，吉利汽车和沃尔沃汽车将以股权合并形式进行动力总成业务合并，以向公司提供动力总成产品，并继续开发动力总成产品和下一代双电机混合动力系统。其次，整合电气化系统及技术，吉利汽车和沃尔沃汽车将在整合共享浩瀚智能进化体验框架（SEA）和下一代可扩展模块架构（SPA2）的基础上，共同开发下一代纯电动车模块化架构，并在集团内共享包括电池包和电驱系统等电气化业务，并继续通过联合采购降低成本。软件技术方面，公司将共享智能联网的技术，并共同开发高度自动驾驶解决方案。销售方面，未来领克汽车将利用沃尔沃汽车的海外销售渠道和售后服务，逐步在全球市场销售。

整体来看，未来沃尔沃及吉利汽车将在销售渠道、供应链管理及技术研发方面形成整合，将大幅提高沃尔沃汽车原材料和配件采购成本及生产成本控制；同时将加速推进沃尔沃汽车与吉利双方在技术研发、成本控制和财务支出的协同，在内部技术研发合作上将更加直接，有效提高双方在新能源技术及汽车智能化研发方面的效率。同时重组将使公司获得更多的市场份额，推动领克汽车进入欧洲及东南亚市场，有助于提供降低公司运营及研发成本，提高公司在全球汽车市场的竞争力，在未来的新能源汽车市场获得先发优势。

### 沃尔沃整车系列产品

公司沃尔沃整车系列产品的核心运营主体为子公司沃尔沃，公司间接持有沃尔沃 97.8% 股份。

**受益于产品升级及沃尔沃汽车国产化，2020 年沃尔沃汽车在国内销量大幅增长，但受疫情等因素影响，全球销量有所下降，销售收入和毛利润有所下降**

沃尔沃具有世界领先的汽车整车生产技术和工艺，在车辆主被动安全技术方面具有独特优势。截至 2020 年末，沃尔沃已建成比利时根特、瑞典斯特兰大、美国查尔斯顿、中国成都、中国大庆、中国路桥等 6 个整车制造基地和印度班加罗尔、马来西亚吉隆坡 2 个组装厂。跟踪期内，沃尔沃汽车产能保持稳定，约为 106.00 万辆/年。

沃尔沃品牌汽车销售区域涉及全球一百多个国家及地区，分布在各大洲，在全球范围共拥有 2300 多家经销商。在中国，截至 2020 年末沃尔沃汽车合作经销商达 246 家，销售渠道已经基本覆盖国内所有一线、二线和三线城市。

2020 年受疫情及欧洲相对严苛的碳排放法规影响，沃尔沃汽车销量大幅减少。2020 年沃尔沃在欧洲、中国和美国的汽车销量占比分别为 43.57%、25.18% 和 16.64%。受疫情及碳排放法规影响，2020 年上半年沃尔沃汽车欧洲销量大幅减少，虽然下半年沃尔沃汽车 RECHARGE 系列（包括纯电动和插电式混合动力车）车型在销量上取得强劲增长，但受上半年销量拖累影响，2020 年沃尔沃汽车欧洲销量同比下降 15.50%，至 28.83 万辆，并导致全球销量下降 6.20%。

跟踪期内，得益于沃尔沃汽车加速推进国产化以及部分零部件联合采购，沃尔沃汽车成本优势有所提升，国内生产的沃尔沃汽车逐步出口海外。2020 年沃尔沃汽车在中国销量大幅增长 7.52%，至 16.66 万辆；在美国销售方面，依托于成本优势，同时受益于沃尔沃汽车的安全性及 RECHARGE 系列车型较强的市场需求，2020 年沃尔沃汽车在美销量同比提高 1.75%，至 11.10 万辆。



从车型来看，2020年沃尔沃汽车XC40及S60销量保持增长，其中而XC40的热销在一定程度上弥补了S90/V90的销量疲软以及V40的停产，在具体车型表现上，SUV车型的销量均明显高于其他车型，其中XC60与XC40是销量主力。

受销量下降影响，2020年沃尔沃汽车整车系列产品营业收入和毛利润有所下降；同时受疫情影响，沃尔沃汽车增加对经销商支持政策，同时疫情对汽车产业链有所影响，受以上因素影响，2020年沃尔沃汽车整车系列产品毛利率水平有所下降。同期，销售价格较2019年有所增长，主要系RECHARGE系列车型价格相对较高所致。

图表5 近年沃尔沃汽车整车系列产品收入、利润及销售情况（单位：亿元、%、万辆、万元/辆）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

**预计受益于全球经济恢复，全球汽车消费需求将恢复，2021年沃尔沃汽车在全球销量将恢复增长，业务收入及利润将有所提高**

预计受益于全球经济恢复，全球汽车消费需求将恢复。2021年4月IMF发布的最新《世界经济展望报告》，2020年全球经济收缩3.3%，基于2021年新冠疫苗加速推广以及部分经济体增加政策支持等预期，IMF上调今年全球经济增长率预测至6.0%。同时疫情后，欧美等发达经济体均向企业及家庭发放补贴，预计随着疫苗对于疫情发展的控制，消费者预期改善，全球汽车消费需求将大幅改善。

2021年以来国内经济持续向好，消费者预期改善及国家政策支持，2021年1月~5月国内汽车销量达1087.50万辆，同比增长36.60%，较2019年同期增长5.93%；预计全年汽车市场将维持较强的景气度。同时受益于XC40等车型国产化及沃尔沃汽车的销售价格竞争策略，2021年沃尔沃汽车在国内销量仍将保持稳定增长。

国外销售方面，欧洲和美国是沃尔沃汽车全球第一和第三大市场。2021年一季度美国汽车销售情况有改善，欧洲乘用车市场基本持平。其中2021年1~4月美国汽车销量122.31万辆，同比增长14.22%，预计受美国经济改善及政府补贴影响，2021年美国汽车市场将有改善；欧洲方面，2021年一季度欧洲疫情有所反复西欧市场乘用车注册量同比小幅增长0.54%，预计受益于疫苗接种，2021年欧洲汽车市场将小幅改善，公司在欧洲和美国市场需求将有所改善。为对冲疫情影响，2020年沃尔沃汽车加速了线上销售布局，在线订购量较2019年实现翻倍，并将在2021年继续加速拓展，同时得益于RECHARGE系列车型较好的市场需求，预计2021年沃尔沃汽车市场景气度较高。

受益于市场需求改善，2021年1~5月沃尔沃全球销量为31.25万辆，同比增长49.9%，

2021 年一季度沃尔沃整车业务收入和毛利润分别为 551.74 亿元和 108.91 亿元，同比增长 35.17%和 52.45%，预计 2021 年，在良好的市场需求背景下，得益于强大的产品系列和在线销售的稳定增长，预计沃尔沃汽车销量、营业收入和毛利润将有所提高。

### 吉利整车系列产品

公司吉利整车系列产品的核心运营主体为子公司吉利汽车。吉利汽车成立于 1996 年 6 月，注册资本为 2.4 亿港币。截至 2020 年 12 月 31 日，公司合计持股约为 40.94%。吉利汽车资产及所有者权益分别为 1108.16 亿元和 642.13 亿元，同比分别增长 2.68%和 16.91%，资产负债率为 42.05%，同比大幅下降 7.06 个百分点；2020 年吉利汽车实现营业收入及税前盈利 921.14 亿元和 64.41 亿元，同比下降 5.43%和 33.16%。

**吉利汽车产品结构完善，市场竞争力较强，核心零部件主要由公司自主研发和生产，具有较强的市场竞争力**

国内自主品牌中，吉利汽车研发投入较高，核心零部件自给率水平较高。吉利控股与沃尔沃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。CMA 具有高度灵活性、延展性的特点，可兼容内燃发动机、混合动力和纯电动驱动系统。领克基于由吉利与沃尔沃联合研发的行业领先 CMA 基础模块打造。2017 年上市以来，不到 4 年时间里，累计销售超过 50 万台。此外，公司逐步开发了包括 BMA、SPA 和 SEA 等模块化平台。其中，BMA 具有高度灵活的可扩展性等优势，可适用于 A0 至 A+级，涵盖 SUV、轿车、CROSS 车型、以及 wagon 和 MPV 等多种车型。SPA 架构是中欧技术合作的最新成果，以用户为核心，将豪华硬件与领先数字引擎融合，未来将驱动领克向电混化、智能化发展，领克 09 是基于 SPA 所生产首款产品，预计将于 2021 年内上市。SEA 架构是以出行体验为核心的纯电原创架构，是全球最高效的智能电动汽车解决方案，拥有全球最大带宽，及以硬件层、系统层和生态层构建三位一体的立体化布局，实现了从 1800-3300mm 的轴距、A 级车到 E 级车，包括轿车，SUV，MPV，旅行车，跑车，皮卡等全部车身造型的全部覆盖。其中以 SEA 架构生产的极氪 001，将于 2021 年 10 月开始交付，今年可交付量已全部被订购。SEA 及 SPA 架构体现了公司在新能源汽车、智能化汽车等方面的技术储备及研发实力，将有效支持公司在未来汽车行业的竞争优势。

吉利汽车覆盖了从纯电、混动到燃油等动力系统，车型涵盖紧凑型到中大型车型的产品布局。此外，公司投资数亿元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。吉利品牌汽车主要原材料由核心零部件、钢材、其他零部件三大类构成。发动机、变速箱、电子助力转向器等核心零部件主要由公司自主研发、生产和供应。目前，吉利汽车拥有 6 家子公司专门生产核心零部件，核心零部件自给率水平较高。

**吉利汽车在新车型、动力总成以及新能源汽车等方面研发投入保持稳定，受益于新的车型推出及完善的产品组合，市场地位较为稳固**

2020 年吉利汽车研发投入约 48 亿元，主要投入方向新车型开发、动力总成系统的开发以及新能源技术研发。2020 年吉利汽车推出吉利 icon、领克 05、吉利豪越、吉利星瑞、几何 C 等车型，同时主要车型动力总成系统保持更新，并推出部分车型的新能源及电气化版本，产品

结构进一步丰富。

吉利汽车性价比较高，产品组合完善，在首选车市场具有较强的市场竞争力，跟踪期内公司在中高端市场地位保持稳固。吉利汽车及领克品牌覆盖了5万元到25万元的家用市场，在同价位车型中配置相对较高，产品组合完善，车型基本涵盖了轿车及SUV各主要细分市场，在首选车市场具有较强的市场竞争力。其中，吉利汽车品牌主要面向大众市场，领克品牌由沃尔沃与吉利合资成立，主要面向高端市场客户及年轻客户。吉利品牌中“远景系列”价位为5万元至10万元，车型包含轿车及SUV，价格门槛较低，近年来“远景系列”产品产销量大幅下降，带动吉利汽车整体汽车产销量下滑。“帝豪系列”产品包含轿车及SUV，主销产品价格位于7万元至12万元，产品市场需求保持稳定。博越、博瑞及星越车型是吉利旗下的中高端SUV，价格区间位于9万元至15万元、13万元至21万元和13万元至21万元，市场需求整体保持稳定。受益于领克05的推出，领克系列品牌大幅增长。整体来看，受益于版本更新换代及新车型的推出，跟踪期内吉利汽车市场地位维持稳固，2020年吉利汽车在国内十大乘用车生产商中位列第四，其中轿车生产商中位列第七，SUV制造商中位列第二。

2020年受疫情影响，国内乘用车销量下降6%，但公司依托于完善的产品结构，有效的对冲疫情风险，全年销量下降3%左右，远低于国内平均水平。2021年，公司将吉利汽车和沃尔沃汽车业务进一步整合，协同效率将得到提升，公司全球采购、生产和销售产业链将进一步完善。

受疫情影响，2020年吉利汽车整车产能利用率处于较低水平，产品产销量有所下降，收入及利润水平有所下降；预计受益于市场需求改善，2021年吉利整车系列产品盈利水平将有所提高

吉利整车系列产品主要采用基地集中生产模式，以浙江为中心向全国辐射。截至2020年末，吉利汽车（含领克）拥有位于中国内地14个整车制造基地，年产能约258.00万辆，其中吉利品牌产能为198万辆/年，领克车型产能约60万辆/年。其中，吉利车型产能下降，主要系公司根据生产计划，调整宁波生产基地生产计划所致；受益于新厂区投产，领克车型产能大幅增长。吉利汽车产品通常通过订单确定生产量，2020年受疫情影响，一季度汽车销量大幅下行，受此影响2020年吉利汽车产品产量有所下降。

图表6 近年公司吉利汽车产能及产量情况（单位：万辆/年、万辆）

项目	2018年	2019年	2020年
产能	208.00	246.00	258.00
吉利汽车产量	133.43	126.12	113.95
领克汽车产量	12.35	13.09	17.67
产能利用率	70.09	56.59	51.02

数据来源：公司提供，东方金诚整理

吉利汽车主要销售市场位于中国，2020年吉利汽车（含领克）约95%在国内销售，其余主要出口至俄罗斯，沙特，菲律宾等国。截至2021年3月末，吉利品牌在国内拥有超过989家经销商，其中山东、广东、河南、江苏和浙江分布较多。此外吉利品牌在海外拥有225家经销商，其中俄罗斯、沙特阿拉伯、菲律宾为吉利海外的重点市场。目前已经在白俄罗斯、突尼斯、

苏丹、尼日利亚等国家设厂进行 SKD/CKD 组装生产和销售，能为海外客户提供便捷服务。同期末领克汽车具有 280 间领克中心及 15 领克空间；几何汽车具有 172 间经销商。跟踪期内，公司博越、帝豪、帝豪 GS、新远景和远景 X3 等主力车型仍然获得较高的市场销售量；同时公司在 2019 年推出的嘉际、星越等车型销量有所增长，2020 年推出的吉利 icon、领克 05、吉利豪越、吉利星瑞也获得较好的销量。2020 年在国内乘用车行业大幅下行的背景下，公司市场占有率进一步提高。跟踪期内，公司中高配置汽车销售比重有所提高，同时受益于领克品牌的市场认可度提升，领克汽车销量大幅增长 37.00%，整车销售均价有所提升。

受疫情等因素影响，2020 年吉利汽车（含领克）销量有所下滑，同时为降低疫情影响，公司向经销商提供额外优惠，导致吉利整车系列产品业务盈利水平下降。受此影响，2020 年吉利整车系列产品营业收入、毛利润和毛利率均有所下滑。

图表 7 近年吉利品牌系列收入、盈利及销售情况（单位：亿元、%、万辆、万元/辆）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年一季度受基期数据较低及市场需求好转等因素影响，吉利汽车（含领克）整车销售量同比提高 61.91%，销售收入及毛利润同比分别提高 80.17% 和 80.96%。2021 年以来国内经济持续向好，1 月~5 月国内汽车销量大幅增长；预计受益于消费者预期改善、国家政策支持以及吉利汽车产品结构逐步优化，预计 2021 年吉利整车系列产品盈利水平将有所提高。

#### 吉利汽车和沃尔沃在建项目未来投资金额较大，公司面临资本支出压力

公司在建项目投资金额较大，截至 2021 年 3 月末，主要在建项目已累计投资 138.79 亿元。随着公司在建项目建成投产，公司汽车生产规模将相应扩大。但在建项目投资额较大，公司面临资本支出压力。



图表 8 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	项目类型	建设期限	总投资	截至 2021 年 3 月末已投资	2021 年 4-12 月计划投资	2022 年计划投资	2023 年计划投资
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，同时代工生产 smart 品牌 HX11 及 HC11 车型。	3 年	66.03	37.51	14.39	9.26	4.86
长兴	新建冲压、焊装、涂装、总装、小涂装、配送中心等；生产 SS11 轿车。	3 年	41.86	25.2	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 年	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。	3 年	64.21	27.20			37.21
武汉路特斯	建设冲压车间、焊装车间、涂装车间、树脂车间、总装车间、整车质量检验车间，试制车间、冲压件库、钣金件库、总装生产准备间、焊装及总装辅房、冲压辅房等配套服务设施，形成年产 15 万辆乘用车多品种混流生产能力。	3 年	32.05	8.03	9.77	8.94	5.31
重庆亚欧	新建阳极氧化车间、车身车间、总装车间、综合办公楼、涂装车间、综合站房、厂区管网及道路等，将投产 PolestarPercept 车型。	3 年	24.08	5.02	9.88	5.94	3.24
合计			279.88	138.79			141.30

数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 关联关系

公司间接控股吉利汽车和沃尔沃汽车，其中吉利汽车部分产品需要通过公司部分子公司在大陆境内销售，沃尔沃汽车运营经营和财务方面相对独立

截至 2020 年末，公司间接持有吉利汽车 40.94%的股权，其中公司控股子公司 Proper Glory Holding Inc 和浙江吉利汽车有限公司分别持有吉利汽车 26.86%和 8.11%的股权，其余股权主要由公司其他控股子公司持有，2020 年吉利汽车现金分红 19.64 亿元。吉利汽车在大陆的整车销售业务，需要通过浙江吉利汽车有限公司、浙江豪情汽车制造有限公司等公司控股子公司完成。

2010 年 8 月，公司通过控股子公司上海吉利兆圆国际投资有限公司在瑞典全资设立的 Geely Sweden AB。截至 2020 年末，由上海吉利兆圆 100%瑞典子公司 Geely Sweden Holdings AB 持有沃尔沃 97.8%股份。为了提高沃尔沃经营管理绩效，公司主要通过沃尔沃董事会来实现对沃尔沃的控制，沃尔沃在经营和财务方面具有相对独立性<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 沃尔沃的董事会成员共 10 人，其中由公司委派 2 人（李书福、李东辉）；李书福既是公司的董事长、也是沃尔沃的董事长，在沃尔沃董事会决议中拥有一票否决权；李东辉同时兼任公司与沃尔沃公司的董事。

总体来看，作为国内最大的汽车生产商之一，跟踪期内，公司持续在动力总成系统、智能化、新能源技术等方面进行研发投入，整车产品保持极强的市场竞争力；2021 年公司将吉利汽车和沃尔沃汽车业务进行整合，产业链协同效应将获明显提升；预计受益于全球经济恢复，全球汽车消费需求将恢复，2021 年沃尔沃汽车和吉利汽车销量将有所增长，收入及利润将有所提高。同时，东方金诚也关注到，受新冠疫情影响，2020 年沃尔沃汽车和吉利整车系列产品收入及盈利有所下降；沃尔沃汽车和吉利汽车产能利用率较低，吉利汽车和沃尔沃在建项目未来投资金额较大，公司面临资本支出压力。

## 企业治理与战略

**跟踪期内，公司治理结构和管理体系不变，发展战略在稳步实施中**

公司按照公司法和公司章程建立了较完善的法人治理结构，设立了股东会、董事会、监事和经营管理机构。董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 人，设副董事长 2 人。公司不设监事会，设监事 2 名，由股东会选举产生。总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘。公司在董事会下设经营管理委员会、提名与薪酬福利委员会、合规与审计委员会等。公司根据自身经营管理需要，在董事会下设集团董事会办公室；在董事会会下设多个职能部门。公司总部各部门和各子公司在集团经营管理委员会领导下，按照年度经营计划开展工作。

公司未来将持续推出全新产品，涉及轿车、跨界车、SUV、MPV 各品类，覆盖从 A0 到 B 级的各细分市场，同时明确品牌定位，推动吉利汽车品牌成为消费者熟知和喜爱的中国汽车领军品牌，并以 LYNK&CO（领克）品牌开辟新的细分市场，进入发达国家市场，与全球主流汽车品牌进行直接竞争。总体来看，公司发展战略稳步实施中，可行性较强。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了 2020 年的审计报告及 2021 年 1~3 月的合并财务报表。北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2021 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2020 年末，公司纳入报表合并范围的一级子公司共 20 家。

### 资产构成与资产质量

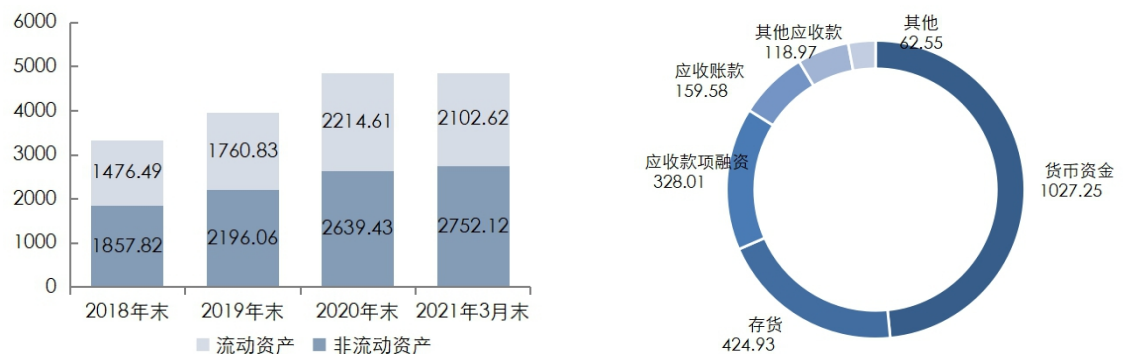
**跟踪期内，公司资产总额逐年增长，资产结构以非流动资产为主，流动资产中货币资金和存货规模仍较大**

受有息债务规模增加、经营积累等因素影响，2020 年末公司资产总额保持增长；2021 年 3 月末，资产规模较 2020 年末保持相对稳定。跟踪期内，公司资产构成仍以非流动资产为主，2020 年末和 2021 年 3 月末非流动资产占比分别为 54.38%和 56.69%。

公司流动资产主要以货币资金、存货、应收款项融资、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成。其中，货币资金规模较大，2020 年末，货币资金占公司流动资产的比重为 46.39%，

同比增长 22.68%。公司货币资金以银行存款为主，占比为 95.65%，2020 年末受限部分占货币资金的比重为 2.57%，主要为存单及保证金。同期末，存货规模大幅增长 14.56%，主要由库存商品和在途物资构成，占比分别为 53.46%和 21.28%。2020 年公司存货周转次数为 6.58 次，较 2019 年小幅下降，略低于行业平均水平<sup>4</sup>；公司应收账款同比增加 94.66%，其中一年以内的应收账款占比为 85.96%，坏账准备为 8.22 亿元；公司应收款项融资主要为银行承兑汇票，其中已背书或贴现但尚未到期的应收票据未终止确认金额为 6.61 亿元。2020 年公司其他应收款大幅增加 33.83%，主要系往来款增加所致。公司其他流动资产主要由增值税留抵税额及待抵扣、待认证进项税额和待摊销费用构成，2020 年末占比分别为 76.31%和 18.20%。

图表 9 近年末公司资产构成及 2020 年末流动资产构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、开发支出、其他权益工具投资和长期股权投资构成。

公司固定资产主要由房屋建筑物和机器设备，2020 年末，占比分别 32.45%和 59.46%；受在建工程逐年转固及公司资本支出影响，2020 年末固定资产账面价值同比增长 14.25%，固定资产全部未受限，具有一定变现或抵质押能力。同期末，公司无形资产主要由非专利技术、土地使用权和专有技术构成，占比分别为 44.65%、14.37%和 19.88%；公司无形资产账面价值同比增加 18.89%，主要是部分开发支出确认为无形资产所致。2020 年公司开发新产品的投资规模增加，公司开发支出有所增加，同比增长 15.65%。其中，新增研究阶段支出 64.51 亿元，全部计入当期损益；新增开发阶段支出 153.60 亿元，计入当期损益 15.58 亿元，确认为无形资产 98.53 亿元。公司其他权益工具投资主要为“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”，2020 年末，公司其他权益工具投资主要为对 AB Volvo 投资，同比增加 28.56%。公司长期股权投资主要为对联营企业和合营企业的长期股权投资，2020 年末，公司长期股权投资期末余额同比增加 34.54%，主要为对智马达汽车有限公司和 Polestar Automotive Holding Ltd 分别增加投资 27.00 亿元和 30.17 亿元。

<sup>4</sup> 2020 年，Wind 汽车生产行业主要上市企业存货周转率平均值为 8.78 次。

图表 10 2020 年末公司非流动资产构成及近年资产运营效率情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末，公司受限资产共计 27.70 亿元，占总资产的 0.57%，全部为受限货币资金。

截至 2020 年末，公司母公司资产总额为 444.32 亿元，主要由其他应收款及长期股权投资构成，占比分别为 18.52%和 77.00%。

### 资本结构

受益于经营积累，2020 年公司所有者权益有所增长，其中未分配利润和少数股东权益占比比较大

受益于经营积累、吉利汽车配售 6 亿新股及发行永续债等因素影响，2020 年末公司所有者权益有所增长；2021 年 3 月末受益于经营积累，公司所有者权益有所提高。公司所有者权益主要由少数股东权益、未分配利润和资本公积构成，占比分别为 42.76%、41.52%和 13.40%。

2020 年末公司资本公积同比增长 3.62%，主要是吉利汽车配售新股导致资本溢价增加所致，同期公司实收资本保持稳定；受益于经营积累及吉利汽车发行 5 亿美元永续债，未分配利润和少数股东权益同比增长 16.73%和 19.52%。截至 2020 年末，公司其他综合收益为-3.96 亿元，累计亏损大幅减少，主要系 AB Volvo 股权价值提高及现金流量套期准备公允价值形成账面盈利所致。

图表 11 近年末公司所有者权益规模及 2020 年末构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理



### 跟踪期内，公司有息债务增长较快，债务规模较大，债务结构以长期有息债务为主

受有息债务和应付款项类经营负债增长影响，2020年末公司负债总额保持增长；2021年3月末公司负债总额小幅下降。跟踪期内，负债结构仍以流动负债为主，2020年末流动负债占比为61.97%。

公司流动负债主要由应付账款、短期借款、其他流动负债、合同负债、应付票据和一年内到期的非流动负债。截至2020年末公司应付账款主要为应付供货商货款，同比增长28.54%，应付票据主要为银行承兑汇票，同比增长35.78%。同期末，公司短期借款同比增加12.32%；主要系公司流动性资金需求增加所致。截至2020年末，公司短期借款主要由保证借款和信用借款为主，占比分别为46.06%和51.24%。截至同期末，公司其他流动负债主要由预提费用以及售后回购义务产生的负债构成，分别为82.42亿元和73.54亿元；同比增加11.41%，主要系预提费用增加所致。公司合同负债主要为销售附带义务，随着公司累计销售量的增加，公司合同负债规模有所增加，2020年合同负债同比增加21.02%。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款、应付债券和预计负债构成，占比分别为22.19%、47.78%和27.61%。

图表 12 近年末公司负债构成及 2020 年末流动负债构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、其他非流动负债和递延收益构成，2020年末占比分别为37.57%、28.29%、14.20%和10.70%。2020年末，公司非流动负债同比增加14.48%，主要是长期借款和应付债券大幅增加所致。2020年末公司长期借款期末余额同比增加13.72%，至475.91亿元，仍以信用借款为主，占比为84.18%，其余为保证借款。2020年末，公司应付债券余额331.79亿元，同比增加8.01%，主要是公司及子公司在国内外发行债券所致。2020年末，其他非流动负债同比增加15.24%，主要系养老金计划负债及相应的社会保险费增加所致；公司递延收益主要为基建、研发补贴等，同比上涨21.42%。

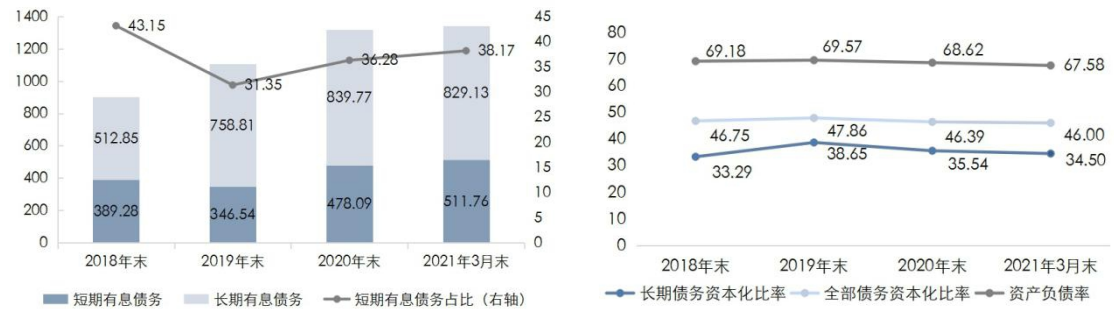
跟踪期内，公司有息债务保持增长，增速较去年同期小幅下降，债务规模较大，债务结构以长期有息债务为主。截至2020年末，公司不包含应付票据及交易性金融负债的有息债务规模为1317.86亿元<sup>5</sup>，较去年同期增长19.22%，其中长期有息债务占比63.72%。其中长短期应付债券约为480亿元，短期借款303.14亿元，长期借款（包含长期项目借款）约为528亿元，

<sup>5</sup> 本报告所提到的有息债务及使用有息债务计算的指标，均不包含应付票据及交易性金融负债。

应付租赁款 5.38 亿元。此外公司还具有 30.00 亿元人民币永续债和 5 亿美元永续债。跟踪期内，公司有息债务规模增加，但受益于所有者权益的增加，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率小幅下降。

从债务期限结构来看，以 2021 年 3 月末为基础，公司在未来一年内需要偿还的有息债务为 511.76 亿元，同期公司货币资金为 910.95 亿元。截至 2020 年末，公司对外担保合计 14.50 亿元，占净资产比重为 0.95%。

图表 13 近年末公司有息债务及杠杆率情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

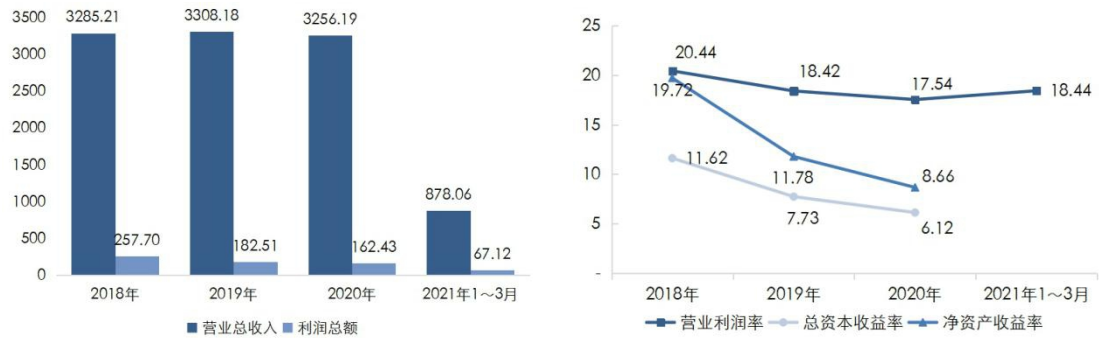
母公司债务负担方面，截至 2020 年，吉利控股母公司资产负债率为 87.03%，有息债务规模约为 293 亿元，主要由短期借款、长期借款及应付债券构成，其中短期有息债务占比约为 43%，债务负担相对较重。2020 年，吉利控股母公司利润总额为亏损 14.70 亿元。截至 2020 年末，吉利控股母公司一年内到期的非流动负债及短期融资券约为 44 亿元。但考虑到吉利汽车及沃尔沃汽车经营相对稳定，现金流较为充裕，具有一定分红能力且资产价值较高，预计母公司偿债压力有限。

## 盈利能力

受疫情及公司对经销商的支持等因素影响，2020 年公司营业收入及利润率有所下降，利润总额有所下降；预计受益于宏观经济改善，2021 年公司收入及盈利水平将有所增长

受疫情影响，公司整车销量和营业收入有所下降；同时受公司对经销商支持政策影响，公司毛利润及营业利润率同比下降 6.24% 和 0.87 个百分点。同期，公司压缩管理和销售费用，但受债务规模扩大、财务费用增加及研发费用上涨影响，公司期间费用整体上涨 1.82%，至 440.15 亿元。受业务收入及营业利润率下降影响，公司利润总额大幅下降 11.00%，资产及资本收益率水平有所下降。其他非经营性获得收益方面，2020 年公司投资收益和资产处置收益分别为 26.25 亿元和 -6.08 亿元，净敞口套期收益仍为亏损，亏损额小幅下降至 23.92 亿元。此外，跟踪期内，公司收到政府补助增加，其他收益同比增长 33.72%，至 30.76 亿元。

图表 14 近年公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

受全球经济逐步回暖及基期数据较低影响, 2021 年 1~3 月公司整车产销量大幅增长, 营业总收入同比增长 47.64%, 利润总额同比大幅增长 209.47%, 预计 2021 年公司收入及利润总额将有所增长。

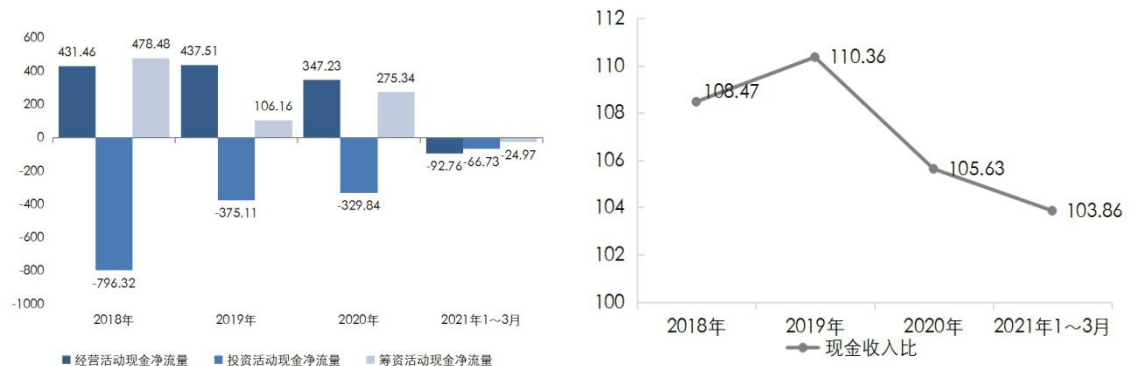
## 现金流

受应收账款等经营性应收项目占款增加等因素影响, 公司经营性净现金流入额有所下降; 由于资本支出规模较大, 投资活动现金流出规模仍较大, 筹资性净现金仍为净流入

2020 年公司经营性现金流仍保持净流入状态, 规模有所下降, 主要系公司应收账款等经营性应收项目占款增加所致。2020 年公司增加对经销商的支持, 公司现金收入比小幅下降, 但仍保持在较高水平, 主营业务获现能力很强。同期, 公司投资性净现金流仍呈现较大规模净流出, 主要是公司研发支出和制造基地建设投入较大所致。受公司及子公司对外发债及获得新增贷款等因素影响, 2020 年筹资性净现金流仍为净流入, 规模有所增加。

2021 年一季度, 由于公司支付大量应付账款及票据, 经营性现金流为净流出。预计受益于公司盈利情况好转, 公司经营性净现金流将有所增长。

图表 15 近年公司现金流情况 (单位: 亿元) 图表 16 近年公司现金收入比情况 (单位: %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司流动资产及流动负债有所上涨，流动比率和速动比率保持相对稳定，流动资产和速动资产对流动负债的覆盖程度一般；受流动负债水平提高，公司经营现金流动负债比有所下降。

图表 17 近年公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
流动比率	100.30	106.97	107.28	105.69
速动比率	75.04	84.44	86.70	82.64
经营现金流动负债比	29.31	26.58	16.82	-
EBITDA 利息倍数	18.73	10.78	9.29	-
全部债务/EBITDA	2.07	2.80	3.30	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

长期偿债能力指标方面，受公司债务规模增长等因素影响，2020 年 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 整体有所恶化，预计受益于经营改善，2021 年公司偿债能力将小幅改善。

截至 2021 年 3 月末，公司短期债务为 511.76 亿元，其中一年内到期的长期借款及应付债券约为 171 亿元，2020 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金约为 54 亿元；2020 年公司经营现金净流入为 347.23 元，截至 2021 年 3 月末货币资金为 910.95 亿元，公司经营净现金流及货币资金对短期债务的保障能力较强。

截至 2020 年 12 月末，公司合并口径获取的授信额度为 2078.80 亿元，已使用额度 1075.17 亿元，尚未使用额度为 1003.60 亿元，授信额度较为充足。

总体来看，跟踪期内公司主营获现能力仍很强，货币资金规模较大，对未来一年内到期债务保障能力较高。但受疫情影响，2020 年利润总额有所下降，有息债务规模保持增长，债务规模较大，偿债能力有所下降。

## 同业比较

与同业比较，公司经营现金流动负债比高于对比组平均企业，营业总收入和利润总额均处于对比组前列，毛利率和全部债务/EBITDA 处于对比组平均水平，但资产负债率在对比组中排名靠后。



图表 18 同业比较情况

项目	浙江吉利控股集团 集团有限公司	北京汽车股 份有限公司	东风汽车集团 股份有限公司	广州汽车集团 股份有限公司	上海汽车集团股 份有限公司
营业总收入（亿元）	3256.19	1845.48	1110.36	631.57	7421.32
毛利率（%）	19.65	27.21	10.88	6.47	10.76
利润总额（亿元）	162.43	204.30	122.18	56.95	358.92
资产负债率（%）	68.62	62.01	55.38	39.32	66.28
经营现金流动负债比（%）	16.82	25.39	2.36	-6.81	7.34
全部债务/EBITDA（倍）	3.30	0.88	5.02	1.48	3.00

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定。

资料来源：以上各企业 2020 年公开数据，东方金诚整理

## 过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 4 月 9 日，公司本部未结清信贷不存在不良信用记录。公司在资本市场发行债券均已按期付息或兑付，未发生违约情况。

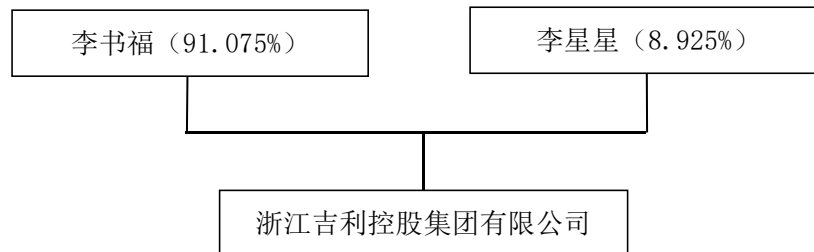
## 抗风险能力及结论

作为国内最大的汽车生产商之一，跟踪期内，公司持续在动力总成系统、智能化、新能源技术等方面进行研发投入，拥有吉利、领克和沃尔沃等三大品牌整车产品，具有极强的市场竞争力；2021 年公司将对吉利汽车和沃尔沃汽车部分业务进行整合，未来随着业务整合完成、协同效率提升，公司全球采购、研发和销售产业链将进一步完善，协同效应将获明显提升；受益于产品升级及沃尔沃汽车国产化，2020 年沃尔沃汽车在国内销量大幅增长，预计受益于全球经济恢复，2021 年沃尔沃整车系列产品业务收入及利润将有所提高；吉利汽车产品结构完善，核心零部件主要由公司自主研发和生产，受益于新的车型推出及完善的产品组合，跟踪期内市场地位稳固。

同时，东方金诚关注到，受疫情影响，2020 年公司整车销售量有所下降，营业收入及利润总额有所降低；吉利汽车和沃尔沃在建项目未来投资金额较大，公司面临资本支出压力；公司债务规模保持增长，流动比率及速动比率仍较低。

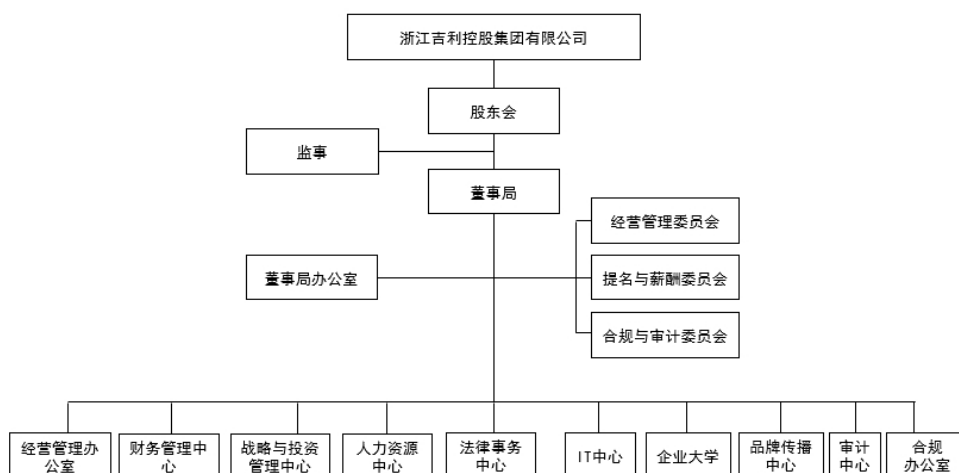
综合考虑，东方金诚维持吉利控股主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“15 吉利 01”债项信用等级为 AAA。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图<sup>6</sup>



<sup>6</sup> 李书福和李星星系父子关系。

附件二：截至 2021 年 3 月末公司组织结构图



### 附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月 (未经审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	3334.31	3956.88	4854.04	4854.75
所有者权益 (亿元)	1027.54	1204.26	1523.04	1574.10
负债总额 (亿元)	2306.78	2752.62	3331.00	3280.65
短期债务 (亿元)	389.28	346.54	478.09	511.76
长期债务 (亿元)	512.85	758.81	839.77	829.13
全部债务 (亿元)	902.13	1105.36	1317.86	1340.89
营业总收入 (亿元)	3285.21	3308.18	3256.19	878.06
利润总额 (亿元)	257.70	182.51	162.43	67.12
净利润 (亿元)	202.68	141.91	131.91	54.82
EBITDA (亿元)	436.11	394.70	399.06	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	431.46	437.51	347.23	-92.76
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-796.32	-375.11	-329.84	-66.73
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	478.48	106.16	275.34	86.69
毛利率 (%)	22.67	20.57	19.65	19.92
营业利润率 (%)	20.44	18.42	17.54	18.44
销售净利率 (%)	6.17	4.29	4.05	6.24
总资本收益率 (%)	11.62	7.73	6.12	-
净资产收益率 (%)	19.72	11.78	8.66	-
总资产收益率 (%)	6.08	3.59	2.72	-
资产负债率 (%)	69.18	69.57	68.62	67.58
长期债务资本化比率 (%)	33.29	38.65	35.54	34.50
全部债务资本化比率 (%)	46.75	47.86	46.39	46.00
货币资金/短期债务 (%)	1.73	2.42	2.15	1.78
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-40.44	5.64	1.32	-
流动比率 (%)	100.30	106.97	107.28	105.69
速动比率 (%)	75.04	84.44	86.70	82.64
经营现金流动负债比 (%)	29.31	26.58	16.82	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	18.73	10.78	9.29	-
全部债务/EBITDA (倍)	2.07	2.80	3.30	-
应收账款周转率 (次)	-	43.89	26.96	-
销售债权周转率 (次)	-	11.06	13.67	-
存货周转率 (次)	-	7.08	6.58	-
总资产周转率 (次)	-	0.91	0.74	-
现金收入比 (%)	108.47	110.36	105.63	103.86



#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务 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+其他短期债务 全部债务=长期债务+短期债务 利息支出=利息费用+资本化利息支出	
评级方法为《东方金诚汽车整车制造企业信用评级方法及模型 (RTFC008201907)》	

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
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，有较高违约风险
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

注：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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“浙江吉利控股集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”的存续期内密切关注浙江吉利控股集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在浙江吉利控股集团有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向浙江吉利控股集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，浙江吉利控股集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如浙江吉利控股集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021 年 6 月 22 日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。