

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0594号

保定市长城控股集团有限公司：

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及“20长控01”、“20长控03”、“20保定长城MTN001”、“21保定长城MTN001”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，同时维持上述债项信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月二十日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年8月20日



保定市长城控股集团有限公司

主体及相关债项2022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	2022/6/20	AAA/稳定	刘涛	段莎 彭菁菁

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
20 保定长城 MTN001、21 保定长城 MTN001	AAA	AAA	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
20 长控 01、20 长控 03	AAA	AAA	市场竞争力	市场份额	25.00	24.44
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”。				产品均价	15.00	8.88
			企业规模	营业总收入	25.00	25.00
主体概况			盈利能力	毛利率	5.00	4.22
				利润总额	10.00	9.53
保定市长城控股集团有限公司（以下简称“长城控股”或“公司”）以汽车制造为主要业务，同时围绕汽车产业发展动力电池和房地产业务。截至 2022 年 3 月末，公司合并口径下全球具有 162 万辆/年的整车生产能力，SUV 和皮卡销量连续多年位列行业首位。			债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	7.00
				全部债务/EBITDA	5.00	3.06
				经营现金流动负债比	5.00	5.00
			2.基础模型参考等级			
3.评级调整因素				无		
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

公司是国内大型汽车生产商之一，2021 年整车销量仍位居我国前十，SUV 销量保持行业第一；公司拥有很强的研发能力、质量管控能力及成本控制能力，搭建了柠檬、坦克、咖啡智能三大平台，快速推出高性能、多样化新车型的能力很强；公司销售网络完善，品牌知名度及影响力持续提升，汽车制造业务收入和利润增长较快；子公司蜂巢能源研发了无钴正极材料、超高速叠片工艺技术核心技术，2021 年居国内动力电池企业装车量第六位。同时，东方金诚也关注到，跟踪期内哈弗 M6 和哈弗 F7 等老车型、高端魏牌销量有所下降；子公司爱情地产全部债务增长较快，预计未来仍有较大规模资金支出，在商品房销售市场整体降温、行业融资环境偏紧背景下，地产业务面临一定的回款压力；公司投资性现金流呈持续净流出状态且规模较大，动力电池业务处于产能快速扩张期，后续资本支出压力仍较大；公司全部债务规模大幅增长，债务负担有所加重，短期债务占比较高。综合考虑，东方金诚维持长城控股主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持相关债项信用等级为 AAA。

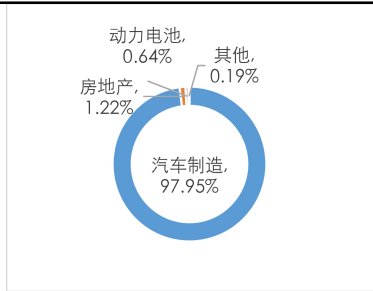
同业对比

项目	保定市长城控股集团有限公司	北京汽车集团有限公司	比亚迪股份有限公司	浙江吉利控股集团有限公司
营业总收入 (亿元)	1385.92	2900.48	2161.42	3603.16
毛利率 (%)	16.38	20.54	13.02	21.66
利润总额 (亿元)	51.74	180.32	68.83	145.01
资产负债率 (%)	68.29	67.65	64.76	66.73
经营现金流动负债比 (%)	30.04	13.12	38.22	18.88

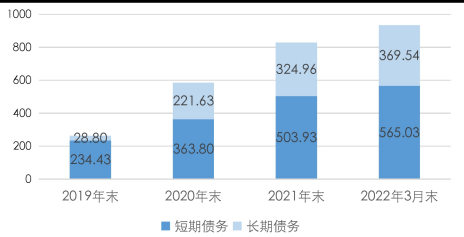
数据来源：各企业公开披露的 2021 年资料、Wind，东方金诚整理；对比企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定。

主要指标及依据

2021 年收入构成



公司债务结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
资产总额 (亿元)	1401.46	2010.91	2771.68	2835.14
所有者权益 (亿元)	629.32	655.19	878.94	900.91
全部债务 (亿元)	263.23	585.43	828.89	934.57
营业收入 (亿元)	966.25	1063.45	1385.92	347.39
利润总额 (亿元)	48.72	51.56	51.74	14.95
经营性净现金流 (亿元)	105.11	-1.73	368.06	-111.50
营业利润率 (%)	15.15	14.06	13.19	14.17
资产负债率 (%)	55.10	67.42	68.29	68.22
流动比率 (%)	129.17	132.06	147.61	148.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.79	9.32	5.86	-

注: 表中数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告及 2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是国内大型汽车生产商之一, 产品涵盖 SUV、轿车和皮卡三大品类, 旗下拥有五大品牌, 哈弗与魏牌拥有很强知名度, 2021 年公司整车销量 128.1 万辆, 同比增长 14.8%, 仍位居我国前十, SUV 销量保持行业第一;
- 公司拥有很强的研发能力、质量管控能力及成本控制能力, 搭建了柠檬、坦克、咖啡智能三大平台, 快速推出高性能、多样化新车型的能力很强, 跟踪期内推出了哈弗 H6S、哈弗神兽等多个平台化生产的新车型;
- 公司销售网络完善, 跟踪期内进一步完善渠道布局, 升级销售及售后服务, 品牌知名度及影响力持续提升, 同时新车型推出使产品品类更加丰富, 汽车制造业务收入和利润增长较快;
- 子公司蜂巢能源研发了无钴正极材料、超高速叠片工艺技术等核心技术, 2021 年居国内动力电池企业装车量第六位, 仍保持较强的竞争力。

关注

- 跟踪期内, 受原材料短缺、产品老化及芯片短缺等因素影响, 哈弗 M6 和哈弗 F7 等老车型、高端魏牌销量有所下降;
- 由于拿地及项目建设支出较多, 子公司爱情地产全部债务增长较快, 在建项目尚需投资规模较大, 预计未来仍有较大规模资金支出; 部分项目去化较慢, 在商品房销售市场整体降温、行业融资环境偏紧背景下, 公司面临一定的回款压力;
- 公司投资性现金流呈持续净流出状态且规模较大, 动力电池业务处于产能快速扩张期, 后续资本支出压力仍较大;
- 跟踪期内, 公司全部债务规模大幅增长, 债务负担有所加重, 短期债务占比较高。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司依托于品牌、规模优势及较强的研发能力, 不断推动产品升级, 预计未来将保持很强的产品竞争力。

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	AAA	2021/9/24	侯艳华 刘涛	《东方金诚汽车整车制造企业评级方法及模型 (RTFC008201907) 》	阅读原文
AAA/稳定	AAA	2020/5/28	张晗 赵子涵	《东方金诚汽车整车制造企业评级方法及模型 (RTFC008201907) 》	阅读原文

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
20 长控 01	2021/6/16	10.00	2020/6/24~2025/6/24	-	-
20 长控 03	2021/6/16	10.00	2020/7/21~2025/7/21	-	-
20 保定长城 MTN001	2021/6/16	15.00	2020/8/31~2023/8/31	-	-
21 保定长城 MTN001	2021/9/24	12.00	2021/11/4~2024/11/4	-	-

注：“20 长控 01”期限为 5(2+2+1)年，“20 长控 03”期限为 5(2+2+1)年。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及保定市长城控股集团有限公司（以下简称“长城控股”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司主要从事汽车整车制造和销售业务，整车销量仍位居我国车企销量前十，控股股东和实际控制人均为自然人魏建军

长城控股成立于2013年，初始注册资本11430万元。后经增资事项，截至2022年3月末，公司注册资本17.00亿元，自然人魏建军、北京绿智潮玩科技有限公司¹（以下简称“绿智潮玩”）和韩雪娟分别持股58.24%、41.18%和0.59%，公司控股股东及实际控制人均为自然人魏建军。

跟踪期内，公司仍主要从事汽车整车制造和销售业务，同时围绕汽车产业及相关配套资源，拓展动力电池和房地产业务。公司车型销售以SUV和皮卡为主，整车销量常年位居我国汽车生产企业综合销量排名前10，2021年整车销量128万辆。长城哈弗H6销量35.77万辆，居国内SUV销量首位。截至2022年3月末，公司在国内已建成并投产7大生产基地，具有146万辆/年的整车生产能力；国外已建成并投产2个生产基地，具有16万辆/年的整车生产能力。此外，国内张家港、上饶两个生产基地正在规划建设中，国外巴西工厂正在改造中。其他业务方面，公司动力电池2021年实现装车量3.22Gwh，国内排名第六，全球排名第十。房地产开发项目主要位于保定、天津、重庆、长沙、成都等城市，开发类型以住宅为主。

截至2021年末，长城控股一级子公司15家，二级上市子公司长城汽车股份有限公司（股票代码601633.SH/2333.HK，以下简称“长城汽车”）为长城控股整车制造业务核心运营主体，长城控股直接持有长城汽车（2333.HK）0.41%股份，控股子公司保定创新长城资产管理有限公司（以下简称“创新长城”）持有长城汽车（601633.SH）55.38%股份。截至2022年3月末，长城汽车资产总额1749.40亿元，所有者权益648.39亿元，资产负债率62.94%。2021年和2022年1~3月，长城汽车分别实现营业总收入1364.05亿元和336.19亿元，利润总额分别为74.82亿元和18.47亿元。

截至2022年3月末，公司（合并）资产总额2835.14亿元，所有者权益900.91亿元，资产负债率68.22%。2021年和2022年1~3月，公司分别实现营业总收入1385.92亿元和347.39亿元，利润总额为51.74亿元和14.95亿元。

截至2022年3月末，公司本部资产总额为248.04亿元，所有者权益为114.14亿元，资产负债率为53.98%。2021年和2022年1~3月，公司本部分别实现营业总收入0.27亿元和0.08亿元，利润总额4.62亿元和7.58亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

“保定市长城控股集团有限公司2020年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）

¹ 北京绿智潮玩科技有限公司成立于2021年12月，截至2021年末注册资本为10.00万元，魏建军和韩雪娟分别持股99%和1%。

（品种一）”（以下简称“20 长控 01”）发行金额 10.00 亿元，发行期限 5（2+2+1）年，附第 2 年末及第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，当期票面利率 4.04%。“20 长控 01”募集资金扣除发行费用后拟用于偿还股权质押融资借款。

“保定市长城控股集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期）（品种一）”（以下简称“20 长控 03”）发行金额 10.00 亿元，发行期限 5（2+2+1）年，附第 2 年末及第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，当期票面利率 4.49%。“20 长控 03”募集资金扣除发行费用后拟用于偿还拟用于偿还股权质押融资借款。

“保定市长城控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据”（以下简称“20 保定长城 MTN001”）发行金额 15 亿元，票面利率为 4.00%，起息日为 2020 年 8 月 31 日，到期日为 2023 年 8 月 31 日，期限 3 年。“20 保定长城 MTN001”募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司及合并报表范围内下属子公司金融机构借款。

“保定市长城控股集团有限公司 2021 年度第一期中期票据”（以下简称“21 保定长城 MTN001”）发行金额 12 亿元，票面利率为 3.80%，起息日为 2021 年 11 月 4 日，到期日为 2024 年 11 月 4 日，期限 3 年。“21 保定长城 MTN001”募集资金扣除发行费用后拟公司及合并报表范围内下属子公司金融机构借款。

截至本报告出具日，“20 长控 01”、“20 长控 03”、“20 保定长城 MTN001”到期本金及利息已按期偿付，“21 保定长城 MTN001”暂未到还本付息日。

截至 2022 年 3 月末，“20 长控 01”、“20 长控 03”、“20 保定长城 MTN001”及“21 保定长城 MTN001”募集资金均已使用完毕。

宏观经济与政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅

度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业分析

公司主营业务为汽车制造业务，同时开展动力电池和房地产业务，属于汽车制造行业、动力电池行业和房地产行业。

汽车制造行业

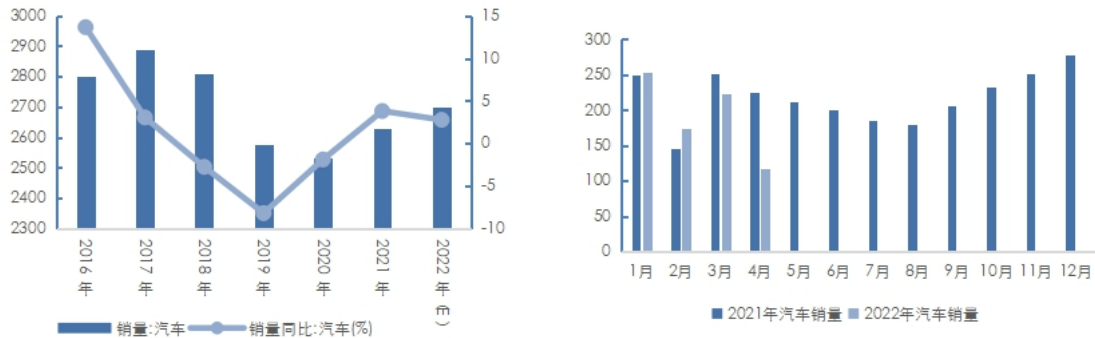
随着新冠疫情影响减弱及中国经济稳健复苏，2021年国内汽车产销量同比正增长；受新冠疫情的散点式爆发及自然灾害影响，芯片及部分零部件供给仍处于紧平衡状态，汽车产销量面临一定影响，预计2022年汽车销量增速有所放缓

2021年随着新冠疫情影响逐步减弱同时伴随中国经济稳健复苏，政府部门持续巩固新冠疫情防控，消费需求持续恢复，根据中汽协数据统计，2021年，国内汽车产销量分别为2608.20万辆和2627.50万辆，分别同比增长3.4%和3.8%，结束了连续三年的负增长，主要是受低基数效应和新能源汽车需求旺盛等方面的影响所致。

汽车消费受宏观经济环境、行业政策和居民消费意愿影响较大，随着我国经济增长带来的人均可支配收入增加、交通出行需求的提升和消费观念升级，目前中国是全球最大的汽车产销国。2021年上半年，世界新冠疫情多次反复的背景下，国内良好的管控措施和中国出口对经济的拉动，对汽车消费市场形成了较好的基础支撑，国内汽车销量同比增长25.60%。6月，全球新冠疫情得到一定的改善，经济恢复带来全球购车需求旺盛，尤其是欧美车市需求回暖，芯片供给短缺明显对国内合资车企销量造成一定影响。2021年下半年，货币政策持续偏紧，房地产

市场面临较大下行压力，叠加原材料价格上涨，中游制造业盈利弱化，消费信心和消费能力减弱。此外，马来西亚新冠疫情的爆发对生产和物流造成较大影响，芯片交货周期延长，芯片供应不足，整车厂生产排期受到一定影响，导致多数车企被迫减产，生产节奏放缓，汽车销量同比增速有所下滑。

图表 1 近年我国汽车销量及增速变化情况（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，东方金诚整理

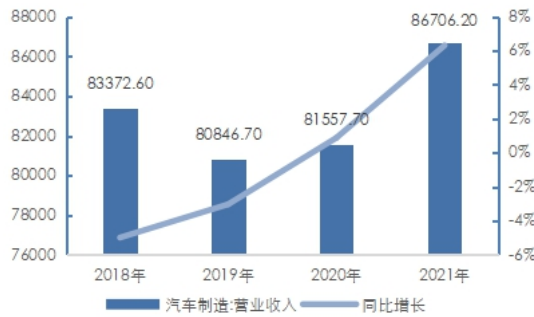
截至 2022 年 4 月末，汽车行业发展正面临需求受新冠疫情管控收缩、供给受新冠疫情冲击、预期严重转弱的三重压力。2022 年 1~4 月，汽车累计销量 769.10 万辆，同比下降 12.08%，主要因新冠疫情对整车及汽车零配件的生产和运输造成较大影响随着各地方政府持续落实国务院常务会议对提振大宗消费、重点消费和促进释放农村消费潜力的部署，自主品牌不断强化供应链优势，自主品牌和新能源汽车成为汽车销量增长的主动动力。受新冠疫情的散点式爆发及自然灾害影响，芯片及部分零部件供给仍处于紧平衡状态，汽车产销量面临一定影响，预计 2022 年汽车销量增速有所放缓。

2021 年，汽车销量增加拉动行业收入规模提升，但原材料价格快速增长导致毛利率持续下降，盈利空间被压缩；预计 2022 年，汽车销量仍保持一定增速带动行业收入增长，原材料价格高位运行和新冠疫情的散点式爆发，汽车行业仍将负担较高成本，预计毛利率较难回升

2021 年上半年，受上年同期低基数效应影响，整车生产企业收入规模均有较大增长。下半年以来，受芯片短缺影响，行业规模效应降低，汽车营业收入同比增速有所下降，受原材料、运费价格上涨的影响，利润总额同比增速由正转负。2021 年，汽车行业实现营业收入 86706.20 亿元，同比增长 6.31%，主要因排放法规切换和新能源汽车需求的增加，汽车销量有所增长，行业收入规模持续提升。从行业的盈利情况来看，2021 年汽车制造行业实现利润总额 5305.70 亿元，同比增长 4.16%；综合毛利率由上年的 15.40%持续下降至 14.58%，主要受原材料价格快速增长所致。

预计 2022 年，消费逐步恢复，新能源汽车消费保持强劲，汽车制造业营业收入同比将所增长，但由于原材料价格高位运行和新冠疫情的散点式爆发，汽车行业仍将负担较高成本，预计利润总额面临下行压力，毛利率较难回升。

图表2 近年行业营业收入情况(单位:亿元、%)



图表3 近年行业盈利情况(单位:亿元、%)

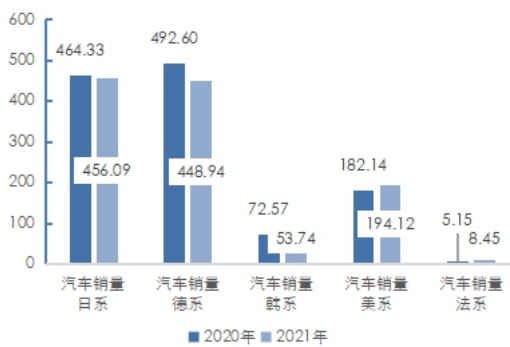


资料来源:中国汽车工业协会,东方金诚整理

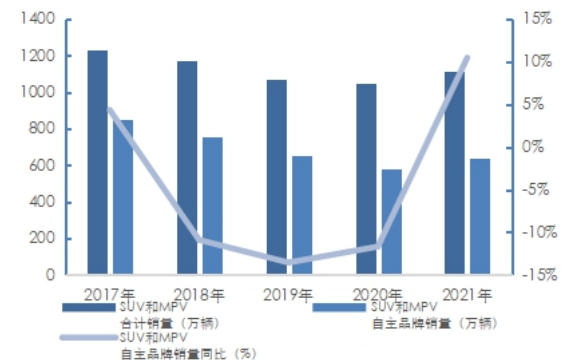
轿车品牌以合资品牌为主,德系、日系轿车持续保持很强的竞争力,自主品牌在SUV细分市场领域保持很强市场地位;随着国内汽车消费市场由增量向存量转换,自主品牌面临新机遇,头部自主品牌将快速崛起

从轿车市场竞争格局来看,我国主要轿车品牌仍以合资品牌为主,其中德系、日系轿车持续保持很强的竞争力。2021年,自主品牌销量同比增速较快,主要受益于自主品牌对本土市场的感知能力很强,能够快速抓住市场的需求。根据中汽协数据统计,2021年,合资品牌市场占有率约为60%,自主品牌市场占有率约为40%。其中,合资品牌中大众、奔驰、奥迪为主的德系车和以丰田、本田为代表的日系车分别约占轿车市场的22.28%和22.64%;自主品牌中吉利、比亚迪、长安、荣威、红旗等占比较大,合计约占15%。自主品牌中比亚迪和红旗市占率增速较快,分别较2020年末增长了1.95个百分点和0.81个百分点。基于自主品牌的技术沉淀,吉利、红旗、比亚迪等陆续推出高端车型,自主车企厚积薄发;预计2022年,随着合资品牌产能的恢复,轿车竞争加剧,自主品牌销量市占率保持在28%左右或小幅下降。

图表4 各合资车系销量情况(单位:万辆)



图表5 自主品牌SUV销量及同比情况



资料来源:中国汽车工业协会,东方金诚整理

预计2022年,德系、日系仍保持较强竞争力,但市场地位将受到来自自主品牌的冲击。韩系品牌在新产品和新技术的导入国产车型上较德系、日系品牌相比明显落后,导致产品影响力持续下降,韩系、法系难有较大起色。

2021年,自主品牌SUV表现优异,在SUV细分市场领域保持很强市场地位。从SUV销量排名来看,2021年前三季度,长城汽车、本田汽车和吉利汽车排名前三,销量分别为63.26万

辆、59.23 万辆和 55.61 万辆，分别同比增长 27.72%、10.72%和 3.10%。自主品牌 SUV 表现优异，2021 年，以 SUV 为主力车型的长城、吉利、长安、奇瑞等自主品牌车企销量约占 SUV 车型销量的 35%，较上年同期增长 3 个百分点。自主品牌的 SUV 车型主要以紧凑型为主并不断深挖新细分市场巩固市场地位。合资品牌以本田、大众和丰田为主，2021 年前三季度销量分别为 59.23 万辆、44.67 万辆和 37.86 万辆。其中，大众 SUV 车型同比下降 14.16%，下降幅度较大，主要受缺芯影响所致。

预计 2022 年，长城、比亚迪、吉利等传统车企对 SUV 细分市场趋势的精准把握投放新车型和高性价比拉动销量，市占率有望回升至 70%左右。与此同时，合资品牌加速推出新款 SUV 和价格下沉挤压导致尾部自主品牌销量大幅下滑或出局，如 BEIJING、中华、陆风、众泰等。

动力电池行业

受益于我国新能源汽车发展，近年动力电池销量不断增长，行业处于快速发展时期，发展前景较好

从下游需求来看，动力电池下游为新能源汽车，受益于新能源汽车产销规模扩大及单车带电量提升，动力电池市场保持高速增长态势。根据高工产业研究院发布的数据，2021 年全球新能源汽车销量约 637 万辆，同比增长 100%，动力电池装机量约 292.13GWh，同比增长 114%。2021 年全球动力电池装机量前十名分别为宁德时代、LG 新能源、松下、比亚迪、SK On、三星 SDI、中创新航（原中航锂电）、国轩高科、远景动力和蜂巢能源。其中宁德时代全球装机量达到 96.7GWh，市场占有率为 32.6%。

根据中国汽车动力电池产业创新联盟发布的数据，2021 年，我国动力电池产量为 219.7GWh，同比增长 163.4%；销量为 186.0GWh，同比增长 182.3%。其中三元电池销售 79.6GWh，磷酸铁锂电池销售 106.0GWh。2021 年我国动力电池装车量为 154.5GWh，同比增长 142.8%，其中三元电池装车量为 74.3GWh，占总装车量的 48.1%，磷酸铁锂电池装车量为 79.8GWh，占总装车量的 51.7%。

中长期来看，新能源汽车是我国战略性新兴产业，未来新能源汽车销量仍将保持增长态势，且增长率预计将稳步提升，市场潜力巨大。2021 年，新能源汽车产销分别完成 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比均增长 1.6 倍，市场占有率达到 13.4%，高于上年 8 个百分点。预计 2022 年，随着各大厂商新能源汽车车型的逐渐发布量产，动力电池装机量将进一步增长。GGII 预计 2022 年国内新能源汽车产量有望达到 600 万辆，将带动动力电池出货超 450GWh。

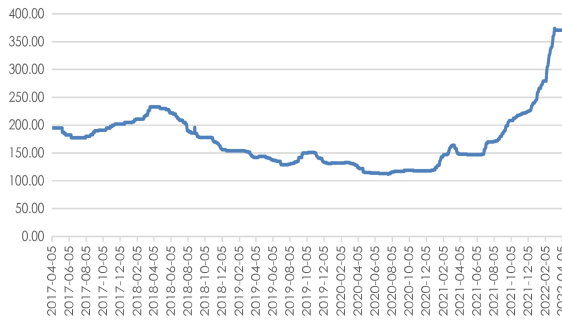
由于需求走强叠加原材料价格上涨等因素，2021 年以来动力电池主要原材料价格上涨较快，动力电池价格受原材料涨价拉动有所上涨，行业内龙头企业营业总收入、利润总额大幅增长，毛利率有所下降

动力电池行业上游为原材料，主要包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜和包装材料等。其中正极材料直接影响到电池的能量密度、循环、倍率、内阻等多方面性能，是动力电池的核心材料。正极材料主要分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元复合材料，三元复合正极材料为目前市场主流正极材料。由于需求走强叠加原材料价格上涨等因素，2021 年以来动力电池主要原材料价格上涨较快。中国汽车动力电池产业创新联盟发布的数据显示，与 2021 年初相比，

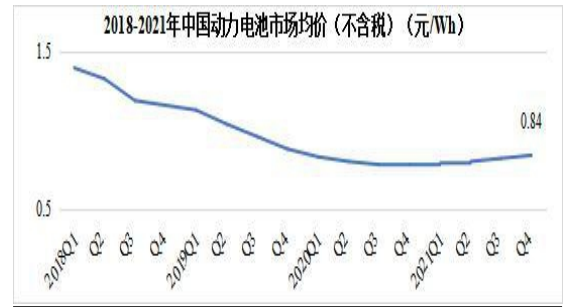
2022年初主流三元锂电池正极材料平均价格上涨108.9%，磷酸铁锂电池正极材料平均上涨182.5%，三元锂电池电解液平均价格上涨146.2%，磷酸铁锂电池电解液平均上涨190.2%。

2021年动力电池价格受原材料涨价拉动，价格涨幅为5-10%，2021年季度达0.84元/Wh。

图表6 三元材料523价格走势（单位：元/千克）



图表7 国内动力电池市场均价走势

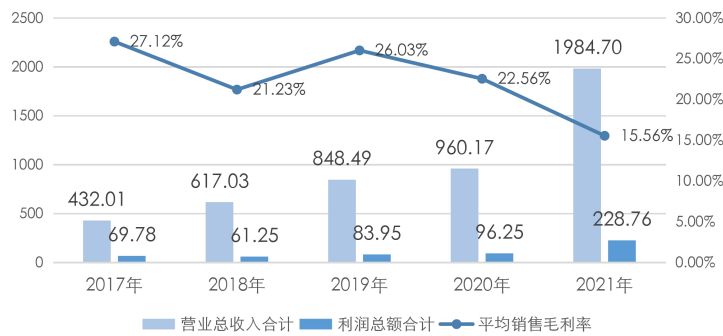


资料来源：WIND，东方金诚整理

资料来源：GGII，东方金诚整理

2021年动力电池价格受原材料涨价拉动，价格涨幅为5-10%，2021年季度达0.84元/Wh。

图表8 国内动力电池主要企业盈利情况（单位：亿元）



注：表中营业总收入、利润总额为宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技、欣旺达五家上市公司的合计数，平均销售毛利率为五家公司销售毛利率的算术平均值。

资料来源：WIND，东方金诚整理

动力电池行业集中度很高，已形成寡头垄断的竞争格局，随着行业产能的不断扩充，行业竞争将加剧，无技术优势及成本优势的企业将不断被出清

动力电池行业门槛较高，属于重资产行业，且动力电池主要应用于整车，验证周期较长，一般在车型生命周期内整车厂商不会轻易更换动力电池供应商，因此行业竞争格局较稳定。龙头企业生产的优质产品是主流车企的首选。

目前，我国已形成行业寡头的竞争格局。2021年，我国新能源汽车市场共计58家动力电池企业实现装车配套，排名前3家、前5家、前10家动力电池企业动力电池装车量分别为114.6GWh、128.9GWh和142.5GWh，占比分别为74.2%、83.4%和92.3%，前10名企业占比较2020年的91.8%进一步提高。头部电池企业产能及供应链储备更加充分，具备全球供应能力，业务受全球新能源市场带动。未来，随着尾部厂商被市场淘汰及头部企业的扩产，行业集中度将进一步提高。

图表 9 2021 年国内动力电池装车量前十名

序号	企业名称	装车量 (GWh)	占比
1	宁德时代	80.51	52.1%
2	比亚迪	25.06	16.2%
3	中创新航(中航锂电)	9.05	5.9%
4	国轩高科	8.02	5.2%
5	LG新能源	6.25	4.0%
6	蜂巢能源	3.22	2.1%
7	塔菲尔新能源	3.00	1.9%
8	亿纬锂能	2.92	1.9%
9	孚能科技	2.45	1.6%
10	欣旺达	2.06	1.3%

资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，东方金诚整理

业务运营

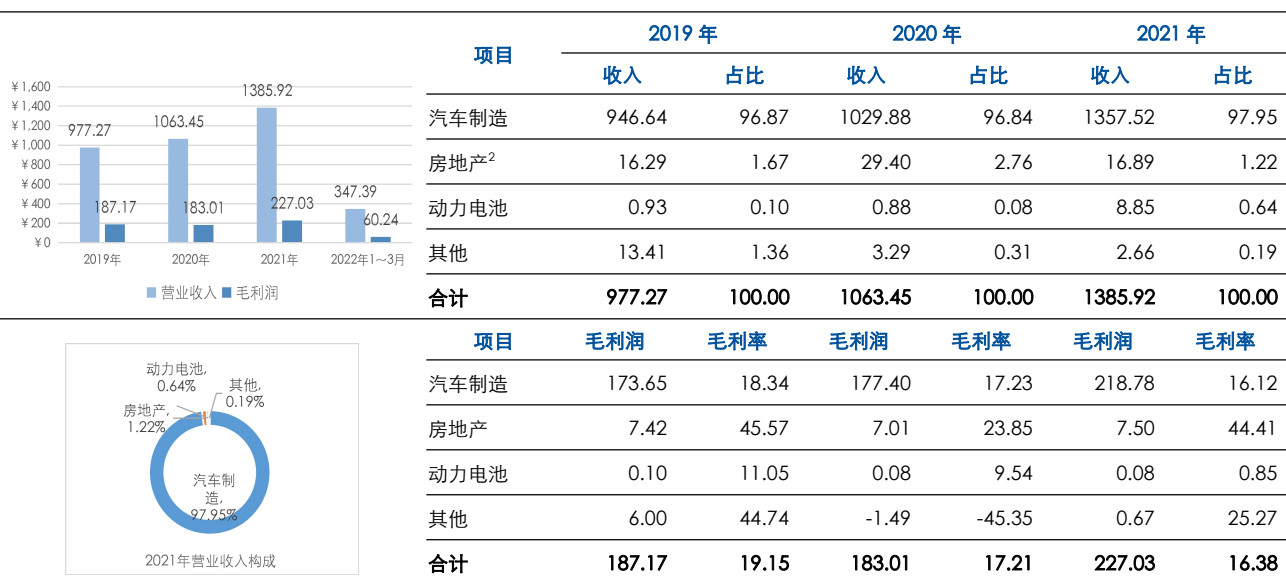
经营概况

公司主营业务为汽车制造，跟踪期内受益于汽车制造业务收入及毛利润增长，公司营业收入及毛利润均较快增长，综合毛利率有所下降

长城控股是我国的大型汽车生产集团，主要从事汽车生产和销售，同时围绕汽车产业及相关配套资源，积极发展动力电池及房地产等业务，汽车制造业务收入占比为 95%以上。跟踪期公司收入及利润规模一直保持在行业前列，主营业务汽车制造业务收入及毛利润均较快增长。

2022 年一季度，公司实现营业收入 347.39 亿元，毛利润 60.24 亿元，毛利率为 17.34%。

图表 10 公司营业总收入、毛利润及毛利率构成及公司 2021 年收入构成情况 (单位：亿元、%)



注：以上各板块数据已抵消各板块间的交易数据，均为集团对外部第三方的销售结果；

数据来源：公司提供，东方金诚整理

汽车制造业务

长城控股汽车制造业务运营主体为长城汽车（股票代码 601633.SH/2333.HK）。截至 2022

² 房地产收入包括房地产销售收入及房地产业务经营主体的物业、建筑材料等其他相关收入。

年3月末，长城控股持有保定创新长城资产管理有限公司（以下简称“创新长城”）62.85%的股权，创新长城持有长城汽车55.38%的股权。截至2022年3月末，长城汽车资产总额1749.40亿元，所有者权益648.39亿元，资产负债率62.94%。2021年和2022年1~3月，长城汽车分别实现营业总收入1364.05亿元和336.19亿元，利润总额分别为74.82亿元和18.47亿元。

公司上市子公司长城汽车是国内大型汽车生产商之一，产品涵盖SUV、轿车和皮卡三大品类，旗下拥有五大品牌，哈弗与魏牌拥有很强知名度，2021年公司整车销量128.1万辆，同比增长14.8%，仍位居我国前十，SUV销量保持行业第一

公司是国内大型汽车生产商之一，整车综合销量常年位居我国前十。公司旗下拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克及长城皮卡五大整车品牌，孵化全新独立运营汽车科技公司——沙龙机甲科技有限公司；与宝马合作，成立光束汽车有限公司并运作；产品涵盖SUV、轿车、皮卡三大品类。2021年，公司实现整车销量128.10万辆，同比增长14.79%，连续第六年突破百万辆的销量规模。长城哈弗H6销量35.77万辆，居国内SUV销量首位。公司积极推进全球化，推动多款全球化车型走向海外市场，海外销量达13.99万辆，同比增长102.98%。

图表 11 长城汽车 2021 年产销量情况（单位：万辆）

车型	2020 年		2021 年	
	产量	销量	产量	销量
哈弗品牌	73.84	75.02	76.60	77.00
魏牌	7.99	7.85	5.66	5.84
长城皮卡	22.36	22.50	22.31	23.30
欧拉品牌	5.62	5.63	13.48	13.50
坦克品牌	-	-	8.46	8.48
其他	0.10	0.16	-	-
总计	109.91	111.16	126.52	128.10

资料来源：长城汽车公开披露的产销快报，东方金诚整理

公司全面布局SUV各细分市场，品牌包括哈弗、魏牌和坦克。其中哈弗定位入门级市场，魏牌定位高端市场，以长续航DHT和咖啡智能为领先技术，开创“0焦虑智能电动”全新品类；坦克品牌于2021第十九届上海国际汽车展览会正式宣布独立运营，是长城汽车面向SUV新趋势推出的潮玩越野SUV品牌。坦克品牌以“铁汉柔情”的品牌主张开创全新品类，全面覆盖从紧凑级，到中大型，到全尺寸的高端越野SUV市场。

长城皮卡连续24年国内、出口销量第一，全球累计销售突破200万辆。欧拉品牌定位“更爱女人的汽车”，在2021年亮相欧拉芭蕾猫、朋克猫、闪电猫等多款猫系家族新成员。2021年11月，沙龙机甲科技在广州首发亮相。沙龙是由长城集团孵化，全新并独立运营的机甲科技出行公司，主攻人民币40~80万元价格区间的豪华纯电市场。

2022年1~5月，五大整车品牌累计销量合计为41.73万台，同比下降19.36%，其中哈弗、魏牌、长城皮卡、欧拉及坦克的销量分别为23.76万台、1.91万台、7.32万台、4.76万台和3.98万台，同比增速分别为-28.34%、4.49%、-26.84%、14.02%和53.73%。公司销量大幅下滑主要系受国内疫情导致供应链物流多方面受限，生产和销售不畅影响，此外油价上涨背景下，比亚迪宋、特斯拉Model Y等新能源车型的热销加剧了SUV市场竞争。随各地复工复产的持

续推进，预计供应链、物流限制有望得到逐步缓解，此外欧拉芭蕾猫、坦克 700 等多个新车型计划将于 2022 年上市，预计将带动公司销量回升。2022 年 1~5 月，公司海外累计销售 4.94 万台，新能源车累计销售 5.09 万台。

公司拥有很强的研发能力、质量管控能力及成本控制能力，搭建了柠檬、坦克、咖啡智能三大平台，快速推出高性能、多样化新车型的能力很强，跟踪期内推出了哈弗 H6S、哈弗神兽等多个平台化生产的新车型

质量管控方面，公司整车生产线均采用国际领先的设备及技术，保证生产环节的效率及产品质量，同时公司已建立完备的质量控制体系，在生产件批准、进货检验、制造过程、产品监视与测量、物流管理等方面建立了规范程序，产品生产全过程处于严格的受控状态。公司主要核心零部件可自主生产，核心外采零部件的供应商为行业龙头企业，与博世、采埃孚、天合等一流供应商建立长期战略合作关系，可以有效控制零部件的质量。成本管控方面，公司具备核心零部件自主配套能力，具有发动机、变速箱、底盘、电器、内外饰件、模具等产品的生产能力，可以有效控制汽车生产各环节的生产成本、提高产品质量，保证主要核心零部件的匹配和供应，缩短产品生产周期、降低产品成本。截至 2022 年 3 月末，公司发动机产能 181 万台/年，7DCT 自动挡变速箱产能为 112 万台套/年。公司原材料主要包括钢材、铝合金等大宗商品以及部分加工配套件等初级产品，生产过程中耗用能源主要为电力。公司生产规模较大，具有较强的原材料采购议价能力，并通过签订长期框架性采购协议锁定原材料价格，降低采购成本。

公司研发能力很强，已在美国、日本、德国、印度等多个国家建立研发中心，形成以中国总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的全球化研发布局，全面覆盖整车、核心零部件、新能源及智能化等领域研发。在公司保定建立的哈弗技术中心为国内规模最大的整车研发中心之一，具备研发、试制、试验、造型、数据五大功能，为公司未来持续推出新车型、改款车型提供支持。

公司具有较强的平台研发能力³，重视平台化生产和研究也是公司应对外部竞争加剧的关键战略，自 2000 年初即建立自主生产平台，并在之后逐步升级推新。公司已发布柠檬平台、坦克平台及咖啡智能三大技术品牌，形成了以“自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源”相互融合的技术生态。“柠檬”平台是高智能模块化技术平台，具有灵活性、高性能、高安全性、轻量化的特点。“柠檬平台为旗下新车提供了很好的动力功能，这其中包括高效燃油动力、混合动力、BEV 纯电以及面向未来的氢能源 FCEV。柠檬平台包含四大整车区域，113 个标准模块以及 438 个基础模块。如此一来，不仅支持轴距范围 2650mm-3005mm 的 A0 级-D 级轿车、SUV、MPV 车型，同时也在燃油、纯电、氢能源等动力形式方面拥有无限可能。“柠檬”平台发动机族群涵盖 1.5L、2.0L 两种排量，可根据不同产品需求提供不同动力版本。“柠檬”平台匹配了长城汽车自主研发的 9 速湿式双离合变速器，进一步提升整车燃油经济性。柠檬混动 DHT (Dedicated Hybrid Technology 混合动力专用技术) 是全球领先的高效、高性能混合动力解决方案。柠檬平台支持全铝车身研发设计，从根本上实现了车身轻量化的同时，还确保了车身刚性方面的表现。与此同时，超 70% 高强度钢的使用，也进一步提升了车辆在上述两方面

³ 平台研发制造是指车企基于通用度较高的某一基础构架研发制造不同级别、不同种类以及不同品牌的车型，通过提升部件、模块的通用化程度以缩短研发周期，降低研发成本。

的表现。结构优化方面，柠檬平台通过优化零部件断面结构、降低零部件厚度、减少零部件搭接边，以及使用“一体式”热冲压成型门环的方式，对轻量化做出了进一步的贡献。柠檬平台也通过“不等厚”钢板（TRB）的应用，让平台下的车辆在轻量化方面做到了极致。“坦克”平台是智能专业越野平台，具有动力强悍、高可靠性、智能越野的特点。平台涵盖 ICE、PHEV、HEV 三种动力形式。“坦克”平台具备 3.0T 发动机与 9AT/9HAT 变速器的动力组合，系统总功率/总扭矩分别达到了 410kW/750N·m，为“坦克”平台的极致越野提供了强劲的动力保障。

“咖啡智能 2.0”以“智慧、智联、智驾”为开发导向，包括一个智能中枢、一个强大基石和三大智能升级，让汽车成为会思考、能判断、可持续生长的未来出行伙伴，重构人与车的关系。

2021 年长城汽车推出的重磅新车型包括哈弗 H6S，哈弗神兽、哈弗初恋、哈弗赤兔、魏牌拿铁 DHT、魏牌摩卡、欧拉好猫 GT、坦克 500。其中哈弗 H6S 是“柠檬平台”+“咖啡智能”双平台首款轿跑 SUV 车型，推出柠檬 DHT 混合动力系统。魏牌拿铁 DHT 是魏牌定位新一代智能 DHT 车型，以“智能 DHT+咖啡智能”为核心，首搭 1.5T 智能 DHT；好猫 GT 是欧拉品牌首款“纯电性能车”，具有天然而强大的运动基因。坦克 500 是坦克品牌商务豪华系列的首款车型，定位中大型商务豪华 SUV。2022 年长城汽车将推出的新车型包括哈弗酷狗、魏牌圆梦、欧拉芭蕾猫、欧拉闪电猫、欧拉朋克猫、坦克 700、金刚炮、沙龙机甲龙等。

截至 2022 年 3 月末，公司在国内已建成并投产 7 大生产基地，具有 146 万辆/年的整车生产能力；国外已建成并投产 2 个生产基地，具有 16 万辆/年的整车生产能力。此外，国内张家港、上饶两个生产基地正在规划建设中；国外方面，公司于 2022 年 1 月正式接收巴西伊拉塞马波利斯工厂，工厂经智能化和数字化改造升级后，预计 2023 年下半年投产，年产能 10 万辆，未来将辐射整个拉美地区。

图表 12 截至 2022 年 3 月末公司已建成并投产的整车制造基地情况（单位：万辆/年）

基地	设计产能	主要生产车型
保定(含徐水整车工厂)	60	风骏 5、风骏 7；哈弗 H6 国潮版、三代哈弗 H6、哈弗 H6S；哈弗大狗、哈弗神兽、哈弗 H9；欧拉黑猫；牌摩卡、魏牌拿铁魏
天津整车	30	哈弗 M6、哈弗 F7、哈弗 F7x、欧拉白猫
重庆	16	长城炮、坦克 300、坦克 300 城市版本
江苏泰州	10	欧拉好猫、哈弗初恋
湖北荆门	10	金刚炮、坦克 500
浙江平湖	10	哈弗赤兔
山东日照	10	魏牌玛奇朵 DHT
俄罗斯	8	哈弗初恋、哈弗 F7、哈弗 F7x、哈弗 H9
泰国	8	哈弗初恋 HEV、三代哈弗 H6HEV、欧拉好猫
合计	162	-

注：湖北荆门工厂于 2022 年 3 月投产，山东日照工厂、浙江平湖工厂于 2021 年投产，还处于车型导入及产能爬坡期。
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司销售网络完善，跟踪期内进一步完善渠道布局，升级销售及售后服务，品牌知名度及影响力持续提升，同时新车型推出使产品品类更加丰富，汽车制造业务收入和利润增长较快

公司的营销策略以利用互联网环境情景化为主，针对消费群体更为精准，进行故事化营销。销售网络方面，长城汽车在国内建立较为完善的营销网络，服务网络遍及全国 31 个省及直辖市地区，服务半径控制在 50 公里以内。主要采取经销模式；在渠道拓展上，公司采取以 4S 店为重点，以城市展厅和单体店为补充的建设模式。哈弗品牌运营超 1000 家 4S 店，超 1500 家专营店。魏牌拥有 4S 店 300 余家，加上二级店，总数达到 380 余家，广泛覆盖全国 230 多个城市。欧拉品牌采用欧拉之家、欧拉体验店、商超店三种形态的终端店模式，从一、二线市场向三、四线市场覆盖。长城皮卡则拥有 2000 多家销售服务网点，具有完备的销售服务体系。跟踪期内，长城皮卡专营店先后在云南、广西、湖北、湖南四省三十个城市开业，进一步完善销售渠道布局，销售及售后服务再度升级。而坦克品牌积极筹备组建销售服务网络，2021 年 11 月，坦克品牌全球首家体验中心落户广州，打造直营渠道模式。

2021 年，公司实现汽车制造收入 1357.52 亿元，同比大幅增长 31.81%；毛利润为 218.78 亿元，同比增长 23.33%，毛利率为 16.12%，同比下降 1.11 个百分点。三大平台使公司快速推出高性能、多样化新车型的能力明显增强，未来随着各品牌高端化车型逐步落地，公司汽车制造收入有望进一步提升。

自 2022 年 2 月俄罗斯与乌克兰爆发冲突以来，俄罗斯卢布汇率大幅波动，俄罗斯新车销量大幅下降。根据欧洲商业协会（AEB）公布的数据，2022 年前 4 个月，俄罗斯累计销售汽车约 29.4 万辆，同比下降 43%。东方金诚将持续关注俄乌局势、西方对俄制裁、卢布疲软等因素对公司生产和销售的影响。

1.SUV

跟踪期内，公司 SUV 总体销量有所增长，哈弗大狗、哈弗初恋和坦克 300 等新车型增长较快，但受原材料短缺、产品老化及芯片短缺等因素影响，哈弗 M6 和哈弗 F7 等老车型销量有所下降、魏牌销量持续下降；随着公司 SUV 产品进入迭代周期，预计 2022 年 SUV 销量将持续增长

公司 SUV 在国内有保定（含徐水）、天津、重庆、泰州、荆门、日照、平湖等 7 大生产基地，产品覆盖经济车型和高端豪华车型。2021 年公司 SUV 销量为 90.72 万辆，同比有所增长，市场占有率约 9%，连续多年排名国内 SUV 销量第一。公司 SUV 主要包括哈弗、魏牌及坦克三大品牌。

图表 13 公司 SUV 销售情况（单位：万辆）

类别	2019 年	2020 年	2021 年
产量	87.07	83.70	91.26
销量	85.23	82.90	90.72
产销率	97.89%	99.05%	99.40%

资料来源：公司提供，东方金诚整理

哈弗品牌于 2013 年宣布独立，8 年间专注 SUV 产品领域，2021 年全球累计销量超 700 万辆。哈弗品牌聚焦主流 SUV 产品，价格主要集中在 10~15 万/辆区间。哈弗品牌主要包括 H 系列、M 系列、F 系列、哈弗大狗，哈弗初恋、哈弗赤兔、哈弗神兽。

图表 14 公司主要在售 SUV 产品销量及价格（单位：万辆、万元/辆）

产品	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~3 月	
	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价
哈弗 H6	33.90	8.16	37.33	8.29	35.77	9.21	7.68	9.41
哈弗 H9	1.32	19.31	2.12	19.17	1.95	18.95	0.26	19.38
哈弗 M6	15.00	6.06	16.50	6.01	11.75	6.42	1.97	6.85
哈弗 F7	13.21	10.63	10.30	9.69	5.29	10.02	0.42	12.98
哈弗大狗	-	-	2.89	10.91	10.97	11.08	2.46	11.08
哈弗初恋	-	-	0.12	9.14	6.67	9.23	1.20	10.74
哈弗赤兔	-	-	-	-	3.14	9.52	1.11	8.74
哈弗神兽	-	-	-	-	1.17	11.28	1.57	11.22
VV5	2.95	9.56	2.42	9.70	0.86	8.81	-	-
VV6	3.76	11.43	3.19	11.23	1.17	9.99	-	-
VV7	2.39	13.37	1.69	14.37	0.25	10.35	-	-
魏牌拿铁 DHT	-	-	-	-	0.24	14.42	0.65	14.64
魏牌摩卡	-	-	-	-	1.32	16.91	0.62	18.95
魏牌玛奇朵 DHT	-	-	-	-	0.62	13.39	0.16	13.66
坦克 300	-	-	0.14	18.23	8.54	17.98	2.58	19.21

注：销量口径为公司发车给经销商的口径，售价口径为剔除给经销商返利及税点的售价。
资料来源：公司提供，东方金诚整理

哈弗 H 系列定位为家用 SUV，主销车型 H6 定位于事业起步的白领或中等收入人群，产品性价比、市场认可度均较高。2021 年，H6 销量 35.77 万辆⁴，受哈弗其他新车型上市分散关注度等因素同比略有下降，仍居国内 SUV 销量首位。受疫情导致供应链不畅、特斯拉 Model Y 和比亚迪宋等竞争性新能源车型冲击等因素影响，2022 年 2~5 月哈弗 H6 销售量排名较 2021 年略有下滑。2021 年，H6 销量占公司 SUV 销量的 39.43%，公司对哈弗 H6 单一产品依赖度仍较高。哈弗 M 系列主打大空间、性价比高，针对于城市代步人群，目前国内仅销售 M6 车型。2018 年，公司针对 30 岁左右有一定消费能力的年轻群体，推出 F 系列 SUV 产品，在设计上更偏向轿跑。2018 年 9 月和 11 月，公司分别推出紧凑型 SUV 产品 F5 和中型 SUV 产品 F7，F7 搭载智能网联系统和 L2 自动驾驶技术，在其定位的年轻群体中认可度较高。哈弗大狗于 2020 年上市，车身大量采用高强度轻量化板材，并优化零部件断面结构，在提升整车刚性的同时还取得了良好的轻量化表现。哈弗大狗具备智能四驱系统、搭载后桥电控差速锁，实现了专业越野车才具备的泥地、沙地、雪地等模式。哈弗初恋、哈弗赤兔、哈弗神兽均于 2021 年上市，哈弗初恋是继第三代哈弗 H6、哈弗大狗之后，长城“柠檬平台”第三款全新车型，定位入门紧凑型 SUV；哈弗赤兔定位新次元激擎座驾，面向年轻消费者。哈弗神兽为哈弗品牌新科技旗舰 SUV，承载了消费者年轻化、个性化、精致化、智能化的用车需求。

2021 年，哈弗品牌产品结构进行了较大调整和结构升级，H6 产品进行全新换代升级；大狗、初恋、赤兔、神兽等新车型带来了新的销售增量。哈弗大狗 2020 年下半年上市，2020 年由于销售期较短，销量较少，由于兼顾城市 SUV 的舒适实用与硬派越野 SUV 的通过性等优势，

⁴ H6 销量含 H6S。

2021年销量同比大幅增加。2021年，哈弗M6和哈弗F7等老车型销量有所下降。M6系受芯片及核心物料供应短缺影响，产能受限，长期处于低库存缺车状态，同时产品老化，关注度有所降低。哈弗F7上市三年，市场竞争力逐渐减弱，2021年整体芯片供应紧张情况下生产大幅减少。哈弗品牌产品车型丰富，换代升级较快，预计2022年销量将有所增长。

魏牌为公司于2016年推出的高端SUV品牌，价格主要集中在16~32万/辆区间。魏牌于2016年推出后，销量在2017~2018年两年连续较快增长，2019~2021年销量持续下降。2021年，魏牌销量5.84万辆，较2020年的7.85万辆下滑25.6%，主要原因一是VV系列和全新车型咖啡系列属于新老切换特殊时期，受到芯片供应严重冲击，产能受限，导致三款产品上市节奏被打乱，新产品上市后不能按时交付，势能受到影响；二是品牌向智能汽车转型，现有渠道覆盖和终端销售服务能力不足，对品牌支撑能力亟待提升；三是产品品类规划窄，新产品仍布局15~20万城市SUV细分市场，产品同质化现象仍然存在；目前，魏牌陆续将“VV+数字”系列的车型停产，而是替换为摩卡、玛奇朵DHT与拿铁DHT三款以咖啡名字命名的全新车型。除了最早发布的魏牌摩卡是一款燃油车，其余车型均采用了柠檬混动DHT技术。借助柠檬混动DHT技术，魏牌的品牌已定位为“新一代智能汽车”。未来，公司将坚持品牌向上，持续提升魏牌品牌关注度，完成产品品类扩展，在现有城市SUV基础上，导入复古品类、MPV品类，同时布局创新型渠道形态，以合伙直营的新模式覆盖高端目标人群，推动魏牌产品实现销量增长。

坦克品牌于2021第十九届上海国际汽车展览会正式宣布独立运营，价格主要集中在20~40万/辆区间。坦克300定位于紧凑级SUV，拥有三把锁、坦克转弯、蠕行模式，搭配专业非承载式越野底盘、9种驾驶模式、360°全景影像等专业配置。坦克300于2020年12月推出，2021年处于产品力最强的一个阶段，再叠加高性价比的定价、强大的产品竞争力以及细分市场的竞争不激烈等因素影响，首年销售破8万辆。2022年，坦克旗下定位中大型商务豪华SUV的坦克500正式上市，预计坦克品牌2022年销量将较快增长。

整体看，公司SUV产品全面布局各细分市场，随着产品进入迅速迭代周期，预计2022年公司SUV销量将持续增长。

2.皮卡

跟踪期内，公司进一步完善皮卡营销渠道布局，随着长城炮热销，公司皮卡总销量持续增长，皮卡市场占有率位仍居行业首位

公司皮卡拥有风骏、长城炮和金刚炮三个系列，截至2022年3月末公司皮卡在中国市场占有率约44.99%。2021年风骏价格主要集中在6.98-12.28万元/辆区间，长城炮价格主要集中在9.79-20.18万元/辆区间，金刚炮于2022年3月上市，售价为8.88-12.58万/辆区间。风骏生产基地位于保定，长城炮产品生产基地位于重庆永川，金刚炮生产基地位于荆门。

在消费升级驱动下，皮卡呈现出乘用车化、高端化的发展态势，长城炮较好地契合这一趋势，具有独特创新的设计以及为消费者多种用车场景打造的多种“定制”产品。2021年长城炮销量达12.79万辆，同比增长11.4%，持续蝉联皮卡销量冠军。2022年公司推出性价比更高的长城炮商用版金刚炮，预计将进一步带动皮卡销量增长。销售渠道方面，长城皮卡则拥有2000多家销售服务网点，有完备的销售服务体系，2021年长城皮卡专营店先后在云南、广西、湖北、湖南

四省三十个城市开业，进一步完善营销渠道布局，销售及售后服务再度升级。

图表 15 公司皮卡销售情况 (单位: 万辆、%)

类别	2019 年	2020 年	2021 年
产量	17.07	23.01	24.23
销量	16.49	22.87	23.70
产销率	96.59	99.38	97.82

资料来源: 长城汽车年报, 东方金诚整理

3. 新能源汽车

跟踪期内公司新能源汽车销量、收入均同比大幅增长, 公司新能源汽车市场竞争力持续提升; 2022 年欧拉品牌将推出三款全新车型, 东方金诚将持续关注新产品销量情况

2021 年, 公司新能源车实现产量 13.74 万辆, 同比增长 141.81%; 销量 13.91 万辆, 同比增长 137.29%。公司新能源汽车目前主要品牌为欧拉。欧拉品牌基于长城全新开发的 ME 平台, 该平台为国内第一个电动车专属平台, 通过 416 项整车电安全设计配以 5G 接口, 更适应电动车设计, 在安全性及技术性上表现突出。公司新能源产品目前与传统车共线生产, 共享产能。公司可结合市场情况对两类产品进行调配, 实行柔性化生产。

图表 16 公司欧拉品牌产品销量及价格 (单位: 万辆、万元/辆)

产品	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年一季度	
	销量	售价	销量	售价	销量	售价	销量	售价
iQ	0.87	13.78	0.17	9.38	-	-	-	-
欧拉黑猫	2.47	7.92	4.60	6.23	6.82	6.19	1.27	6.26
欧拉白猫	-	-	0.74	6.36	1.94	6.15	0.16	6.51
欧拉好猫	-	-	0.15	11.78	4.83	11.64	1.95	11.72

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年欧拉销售的主要产品为欧拉黑猫、欧拉白猫和欧拉好猫, 三者分别于 2018 年 12 月、2020 年 7 月和 2020 年 11 月上市, 售价集中于 6~12 万元。受缺芯、原材料涨价等因素影响, 公司于 2022 年 2 月宣布欧拉黑猫及白猫停止接单, 集中资源推动欧拉更高端新车型的上市和量产。欧拉品牌将于 2022 年推出芭蕾猫、朋克猫和闪电猫三款新车, 目前芭蕾猫已预售并拥有了较热度。芭蕾猫为紧凑型纯电动车, 柠檬平台打造, 复古设计, 定位于中高端, 预售价 19.3 万~22.3 万元, 6 月中旬正式发售。东方金诚将持续关注欧拉品牌新产品的销量情况。

此外, 2018 年 7 月, 长城汽车与宝马汽车签署合资协议, 成立光束汽车有限公司⁵。公司与宝马成立合资公司对其全球化布局及新能源汽车研发方面均具有重要意义, 公司新能源汽车市场竞争力将进一步提升。

动力电池业务

公司动力电池板块运营主体为蜂巢能源科技股份有限公司 (以下简称“蜂巢能源”), 截至 2021 年末, 蜂巢能源注册资本为 32.43 亿元, 公司通过保定市瑞茂企业管理咨询有限公司持

⁵ 光束汽车生产基地项目位于张家港, 建设规模为年产 16 万辆燃油乘用车全出口制造及新能源车研制。投资总额人民币 51 亿元, 其中注册资本人民币 17 亿元。公司和宝马汽车对合资公司注册资本的出资额均为人民币 8.5 亿元, 投资总额的其余投资金额由合资公司自筹。

有蜂巢能源 39.40%的股份。蜂巢能源目前处于发展阶段，近年投资数额较大，下游为整车厂商。

蜂巢能源科技股份有限公司公司总部位于江苏常州，是专业锂离子电池系统提供商，专注于新能源汽车动力电池及储能电池系统的研发、生产和销售。公司前身是长城汽车的动力电池事业部，自 2012 年起开展动力电池的预研，2018 年正式从长城汽车剥离独立发展。目前主要产品包括电芯、模组及电池包及储能电池系统，并可根据客户需求为其提供动力电池及储能产品整体解决方案。

蜂巢能源研发了无钴正极材料、超高速叠片工艺技术等核心技术，2021 年居国内动力电池企业装车量第六位，仍保持较强的竞争力

蜂巢能源推动动力电池材料体系创新、结构创新、工艺创新，研发了无钴正极材料、超高速叠片工艺技术等核心技术，正在研发钠电池技术、高比能锂金属电池、全固态锂电池等新兴技术。

从装车量看，根据中国汽车动力电池产业创新联盟统计数据，2021 年蜂巢能源装车量为 3.22Gwh，位于国内动力电池企业装车量第六位，仍保持较强的竞争力。随着动力电池产能、产量的逐步提升，蜂巢能源正在有序开拓外部客户，随着与外部客户合作车型逐渐上市量产，预计 2022 年外销占比有所提升，蜂巢能源动力电池产品销量将持续增长。

在成本方面，前期公司设备处于磨合阶段，尚未完全达产，面临较大折旧压力，同时公司作为动力电池行业的新进入者，为打开市场，公司提供量身定制的产品解决方案和涵盖售前、售中、售后的全方位的服务体系，以及具有市场竞争力的定价策略，因此公司动力电池板块前期毛利率将处于较低水平。供应链方面，公司正在布局上游资源以保障原料供应和降低成本。未来随着公司动力电池业务的不断拓展，销量逐步提升，规模经济逐渐显现，同时根据原材料价格波动调整动力电池价格，预计动力电池业务盈利能力将有所提升。

2021 年，蜂巢能源完成多轮融资，金额合计近 200 亿元，募集资金将主要用于技术研发和扩大产能，公司处于产能快速扩张期，后续资本支出压力仍较大

跟踪期内，2021 年 2 月、7 月及 12 月，蜂巢能源分别完成 A 轮、B 轮及 B+轮融资，融资金额分别为 35 亿元、102.8 亿元和成 60 亿元，募资金额将主要用于技术研发和扩大产能。当前公司仍处于产能快速扩张期，后续资本支出压力仍较大。后续资金主要来源为外部融资，自有资金来源主要为产品销售回款。

公司已在常州、保定、泰州、马鞍山等地建有生产基地，在保定、上海等地建立研发基地。公司计划在中国长三角区域、华中区域、西南区域及欧洲地区逐步完善生产基地布局，并在欧洲、韩国、日本等地建设研发基地，建立起全球化的研发、生产和服务网络，服务全球整车企业客户。

房地产业务

公司房地产板块主要运营主体为保定市爱情地产集团有限公司（以下简称“爱情地产”）。爱情地产成立于 2009 年，原名为博创城市建设开发有限公司，拥有房地产一级开发资质。2019 年之前爱情地产的项目主要围绕汽车产业布局，土地来源为规划整车生产基地时同时取得的配

套住宅及商业用地，土地获取成本相对周边地价具有一定优势，用于解决当地工作人员的住房问题。2019年爱情地产逐步拓展市场化房地产开发项目，并开始加速拿地。截至2022年3月末，爱情地产项目区域主要位于长三角、京津冀、华中、成渝城市群及粤港澳大湾区城市群，以二、三线城市为主。2021年爱情地产（合并）实现营业总收入17.96亿元，同比下降41.48%。其中房地产销售收入9.83亿元，其他为物业、建筑材料等相关收入；利润总额为-4.12亿元，亏损同比增加2.18亿元。

跟踪期内，随着房地产项目不断推出，公司房地产合同销售面积和销售金额均较快增长，受结算面积减少影响，2021年房地产收入有所下降，爱情地产利润总额亏损有所增加

跟踪期内公司房地产合同销售面积和销售金额均较快增长，主要系新开盘项目较多所致。受结算面积减少影响，2021年房地产收入有所下降。利润总额方面，爱情地产2020年及2021年连续亏损主要系这两年仅仅有保定、天津项目确认收入，其他外地项目均是在建在售状态，均未达到收入确认条件。2021年亏损增加主要系当年新获取项目同比增加，管理费用、销售费用相应增加，但当年确收收入的项目较2020年减少所致。预计随着项目竣工交付，陆续达到收入确认条件，未来房地产会逐渐盈利。

图表 17 公司房地产业务主要销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
合同销售面积	10.62	56.09	87.29	13.60
合同销售金额	9.78	80.90	116.87	15.49
平均销售单价 ⁶	9209.04	14423.25	13388.70	11389.80
结算面积	18.32	72.64	9.98	0.36
结算金额	13.79	30.70	9.83	0.44
平均结算价格 ⁷	7527.29	4226.32	9849.70	12222.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，由于新增拿地及项目建设支出较多，爱情地产资产、负债及全部债务均增长较快，债务规模较大；经营活动现金流净流出规模较大，资金来源对筹资活动依赖较大

跟踪期内，由于新增拿地及项目建设支出较多，资产、负债及全部债务均增长较快。2021年爱情地产全口径新拿地项目11个，主要集中在保定、成都、重庆、青岛、佛山、张家港、长沙、吴江、泰州等城市，新增全口径土地储备计容建筑面积142万平方米，新增土地投资额88亿元，新增土地的平均楼面价格6185元/平方米。2022年1季度，公司未新增拿地。截至2021年末，爱情地产（合并）资产总额为414.03亿元，所有者权益为16.52亿元，全部债务为240.78亿元，同比增加74.42亿元。债务规模较大，构成为银行借款、爱情地产向长城控股本部及其他关联方的借款等。资产中存货增长较快，主要为项目开发成本，占总资产的比重为76.7%。2021年，爱情地产经营活动现金流为持续净流出，筹资活动现金流为持续较大规模净流入，资金来源对筹资活动依赖加大。

⁶ 平均销售单价采用当年销售签约口径。

⁷ 公司平均结算价格采用会计确认收入口径。

图表 18 爱情地产主要财务数据（单位：亿元）

指标	2020年 (末)	2021年 (末)	2021年(末) 同比增速
资产总额	254.34	414.03	63%
存货	196.72	317.39	61%
所有者权益	20.37	16.52	-19%
剔除预收款项和合同负债后的负债总额	228.1	356.89	56%
剔除预收款项和合同负债后的资产负债率	90%	86%	-
全部债务	166.36	240.78	45%
经营活动净现金流	-72.11	-69.08	-
筹资活动净现金流	70.49	88.93	-

注：2020年(末)财务数据来源于爱情地产2021年财务报表的年初余额及上年金额；全部债务数据为公司提供，包含爱情地产向长城控股本部及合并范围内其他子公司的借款。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司房地产项目可售面积较大，土地储备充足，可为未来房地产业务收入提供支撑，但在建项目尚需投资规模较大，预计未来仍有较大规模资金支出；同时部分项目去化较慢，在商品房销售市场整体降温、房地产行业融资环境偏紧背景下，公司面临一定的回款压力

截至2022年3月末，公司房地产已建成项目共16个，主要集中在保定，项目类型为住宅及公寓（自持出租），已建成项目总建筑面积272.34万平方米，总投资额80.23亿元，已售总额为93.87亿，已建成项目整体去化率较好。

截至2022年3月末，公司在建项目共37个，以住宅为主，项目区域主要覆盖长三角、京津冀、华中、成渝城市群及粤港澳大湾区城市群，主要位于保定、天津、重庆、长沙、成都、青岛、日照、嘉兴、常熟、无锡、苏州、泰州、佛山等城市。在建项目投资总额618.10亿元，其中已投资金额364.50亿元，尚需投资253.60亿元，预计未来仍有较大规模资金支出。同期末，公司无拟建项目。

截至2022年3月末，公司在建项目将产生预计可售面积523.90万平方米，以各个项目周边房价均价计算，预计总货值647.20亿元，可为未来房地产业务收入提供支撑。

销售及回款方面，2021年爱情地产销售商品、提供劳务收到的现金分别为104.09亿元，同比增长95.88%；但从在建项目的开盘时间及销售进度看，位于天津的爱情缤纷里、爱情花园里，位于重庆的天宸万象、永川天空之城一期，位于保定的爱情万物（3#地）、哈弗城D1区3期，以及印玥万璟（佛山）、山河万物（张家港）、公望府（长沙）、溪岸花园（常熟）等项目去化较慢。公司项目位于二、三线城市，主要项目所在板块区位较好，周边配套成熟，去化慢主要系2021年下半年以来商品房销售市场受政策调控及部分房企信用风险事件影响明显降温所致，预计短期内商品房销售仍面临一定压力。在房地产行业融资环境偏紧、银行信贷额度受限的背景下，房地产企业销售回款环境从严，同时房地产项目的预售资金的监管力度不断加强，公司面临一定的回款压力。

图表 19 截至 2022 年 3 月末公司房地产业务主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

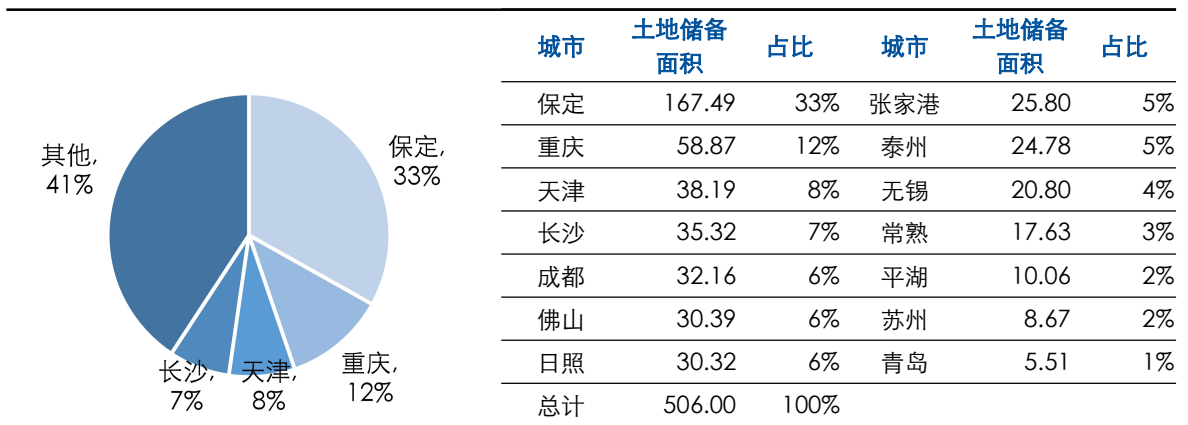
项目名称	项目所在地	性质	投资总额	已投资金额	开盘时间	总可售面积	总可售货值	已售面积	已回款金额
爱情缤纷里	天津	住宅	46.70	33.20	2020.9	23.50	33.60	7.50	13.90
山河万物（张家港）	苏州	住宅	37.70	20.80	2021.9	24.40	40.50	0.60	0.40
爱情云筑	无锡	住宅	35.00	28.50	2020.6	17.20	40.40	15.70	35.50
山河万物	无锡	住宅	31.60	24.50	2021.1	13.90	33.70	3.50	9.40
玖里映月	无锡	住宅	30.30	25.40	2019.1	13.80	33.60	13.60	32.00
成都玺樾万璟	成都	住宅	27.33	15.88	2022.4	17.35	28.52	0.00	0.00
印玥万璟	佛山	住宅	25.50	14.70	2021.1	17.60	30.40	1.80	1.70
公望府	长沙	住宅	24.70	15.20	2021.5	20.60	27.70	4.30	2.90
重庆天宸万象	重庆	住宅	20.20	12.30	2021.1	15.15	21.90	0.20	0.20
山河万象	无锡	住宅	19.59	13.60	2021.3	6.44	19.28	4.92	13.15
泰州项目	泰州	住宅	19.37	5.49	2022.7	17.17	20.47	0.00	0.00
成都东麓九里	成都	住宅	18.88	11.58	2021.9	12.57	20.36	3.15	3.42
溪岸花园	常熟	住宅	18.17	9.14	2021.5	13.71	18.79	1.34	1.35
爱情万物（3#地）	保定	住宅	17.74	4.86	2021.1	18.07	24.32	0.72	0.23
爱情芳华里	日照	住宅	17.11	11.19	2020.4	18.92	28.92	13.89	19.81
爱情花园里	天津	住宅	13.70	9.30	2020.5	11.80	16.40	3.60	3.20
爱情九里（4#地）	保定	住宅	12.90	4.00	2021.6	19.50	15.60	16.20	9.10
爱情万象（5#地）	保定	住宅	12.70	6.10	2021.10	14.6	17.30	2.10	0.70
金樾万象	保定	住宅	12.50	5.20	2021.5	9.30	13.70	6.00	4.00
哈弗城 D1 区 3 期	保定	住宅	12.10	7.90	2018.8	24.0	14.90	0.00	0.00
平湖花漫里	平湖	住宅	12.00	7.60	2021.7	8.80	15.20	1.80	0.90
爱情云栖九里	日照	住宅	11.00	4.10	2021.6	16.60	10.60	1.10	0.60
吴江项目	吴江	住宅	10.70	3.10	2022.7	5.80	12.20	0.00	0.00
长城家园西区二期	保定	住宅	10.60	5.20	2021.5	17.40	12.20	7.30	2.80
永川天空之城一期	重庆	住宅	15.70	6.20	2021.9	13.70	10.50	4.80	2.80
永川天空之城二期	重庆	住宅			2021.12	10.00	6.40	0.40	0.20
保定爱情广场	保定	商业	32.00	9.90	-	-	-	-	-
其他	/	住宅	72.10	49.50	-	121.80	79.70	18.20	24.50
合计	-	-	618.10	364.50	-	523.90	647.20	132.80	182.70

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年 3 月末，公司土地储备⁸约 506.00 万平方米，布局在二三线城市，其中保定市土地储备面积 167.49 万平方米，占比 33%，区域集中度较高；土地储备所涉及的城市中，长沙、成都、佛山、常熟、青岛五个城市没有长城汽车的生产基地或研发中心，当地项目为公司市场化开拓的房地产项目。

⁸ 土地储备统计口径为竣工项目未售面积、在建项目未售面积和拟建项目的计容建筑面积（全口径）。

图表 20 截至 2022 年 3 月末公司土地储备情况（单位：万平方米）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，跟踪期公司汽车制造业务仍具有极强的竞争力；动力电池产能、产销量及销售收入提升较快，预计未来产销量将持续提升。公司房地产合同销售面积和销售金额均较快增长，但子公司爱情地产全部债务增长较快，房地产在建项目尚需投资规模较大，预计未来仍有较大规模资金支出，同时部分项目去化较慢，公司或将面临一定回款压力。

关联关系分析

公司子公司持有长城汽车股权比例较高，未质押股权市值较大，跟踪期受益于长城汽车盈利较好，公司能够持续获得一定现金分红

截至 2022 年 3 月末，公司直接持有长城汽车 (2333.HK) 37998500 股，占总股本 0.41%。控股子公司创新长城持有长城汽车 (601633.SH) 51.15 亿股，占总股本 55.38%，已质押 7.795 亿股，占所持有股份的 15.24%，占长城汽车总股本的 8.44%。以 2022 年 3 月 31 日长城汽车股票收盘价格 27.40 元/股计算，创新长城持有的长城汽车未质押股份市值为 1187.93 亿元。

长城汽车近年盈利情况较好，2021 年长城汽车股东大会两次批准现金股利，其中对 2020 年利润分配现金股利 25.96 亿元，对 2021 年利润分配现金股利 27.71 亿元，公司子公司创新长城能够按持股比例获得一定现金分红。

截至 2021 年末，长城汽车董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，公司董事长、实际控制人自然人魏建军兼任长城汽车董事长。

公司治理与战略

跟踪期内，公司内董事、监事、高级管理人员未发生变更，公司战略也未发生重大变动。

财务分析

公司提供了 2021 年合并财务报告和 2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年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。

截至 2021 年末，公司纳入合并范围的二级子公司 15 家。

资产构成与资产质量

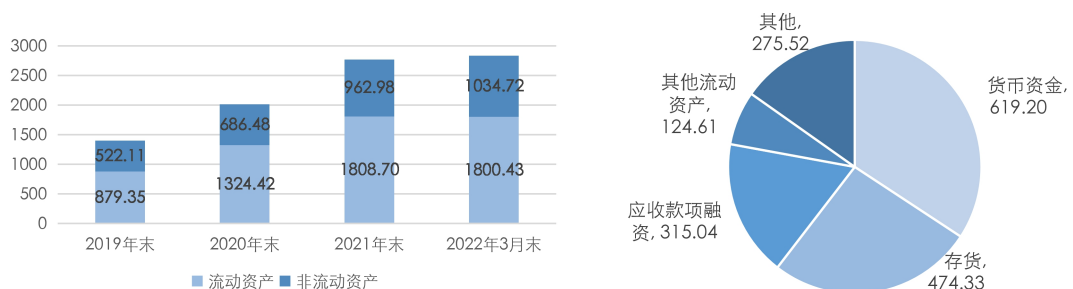
跟踪期内，公司资产总额大幅增长，资产结构仍以流动资产为主，货币资金及存货增长较快，受限资产比例仍较高，对资产流动性形成一定影响

2021年末，公司资产总额同比大幅增长至2771.68亿元，结构仍以流动资产为主，流动资产占比为65.26%。2022年3月末，公司资产总额进一步增加至2835.14亿元。

2021年末公司流动资产同比大幅增长至1808.70亿元，主要由货币资金、存货、应收款项融资、其他流动资产等构成。2021年末公司货币资金同比增长207.93%至619.20亿元，主要系销售商品收款增加及蜂巢能源引入战略投资款所致。公司货币资金主要为银行存款497.02亿元和其他货币资金122.17亿元。其中受限货币资金为122.17亿元，主要为银行承兑汇票保证金98.81亿元和预售监管资金17.13亿元。同期末公司应收款项融资为315.04亿元，同比有所下降，全部为应收票据。

2021年末公司存货同比增长69.26%至474.33亿元，主要系2021年长城汽车产销量增加导致汽车原材料增加，及房地产业务拿地及项目建设的投入增加所致。同期末，公司存货主要为开发成本283.93亿元、原材料74.44亿元及库存商品51.30亿元。2021年末公司其他流动资产同比略有减少，仍主要为长城汽车存放于天津长城滨银汽车金融有限公司（以下简称“长城滨银汽车金融”）⁹的非银行金融机构存款和待抵扣税金。

图表 21 公司资产构成及 2021 年末流动资产构成情况（单位：亿元）



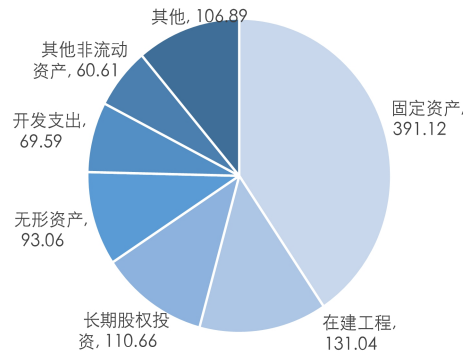
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021年末公司非流动资产增长至962.98亿元，主要由固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产、开发支出、其他非流动资产等构成。

2021年末公司固定资产为391.12亿元，仍以机器设备和房屋及建筑物为主，2021年公司对固定资产计提减值准备1.13亿元。同期末，公司在建工程大幅增长至131.04亿元，主要系公司整车、零部件、发动机项目及蜂巢南京一期项目新增投资所致。公司长期股权投资仍主要为对合营企业长城滨银汽车金融的投资，2021年公司对长城滨银汽车金融的股权投资产生的投资收益为10.71亿元。2021年末，公司无形资产增长至93.06亿元，仍主要为土地使用权和非专利技术，其中非专利技术增加主要系内部研发所致。公司开发支出增加至69.59亿元，主要系当年汽车开发项目内部开发支出增加所致。2021年末，公司其他非流动资产主要为材料保证金21.51亿元，一年以上应收国补款18.58亿元及预付设备款16.92亿元。

⁹ 截至2022年3月末，长城滨银汽车金融由长城汽车和天津滨海农村商业银行股份有限公司分别持股98.2%和1.8%，由于长城滨银汽车金融章程规定，公司表决权需股东双方一致通过，长城滨银汽车金融作为长期汽车的合营企业核算。

图表 22 2021 年末公司非流动资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司受限资产为 960.48 亿元，其中用于质押担保的长期股权投资 427.30 亿元为质押股权的期末公允价值，其对应的账面价值为 9.56 亿元。

图表 23 2021 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末受限金额	占总资产比重	受限原因
货币资金	122.17	4.41%	银承保证金、信用证保证金、商品房预售监管资金、扬尘治理保证金、农民工预储金、非预算单位专用资、其他保证金
存货	134.08	4.84%	借款抵押
无形资产	4.44	0.16%	借款抵押
固定资产	17.51	0.63%	借款抵押
投资性房地产	2.77	0.10%	借款抵押
长期股权投资	427.30	15.42%	质押担保
应收票据	10.40	0.38%	用于开具应付票据及借款
应收款项融资	226.38	8.17%	用于开具应付票据及借款
应收账款	0.06	0.00%	借款质押
长期应收款	9.12	0.33%	用于借款和资产支持证券
在建工程	6.26	0.23%	借款抵押
合计	960.48	34.65%	-

注：此处长期股权投资受限部分为对子公司的股权投资，截至 2021 年末公司合并口径长期股权投资账面价值为 110.66 亿元，该账面数为抵消后的数据。
资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

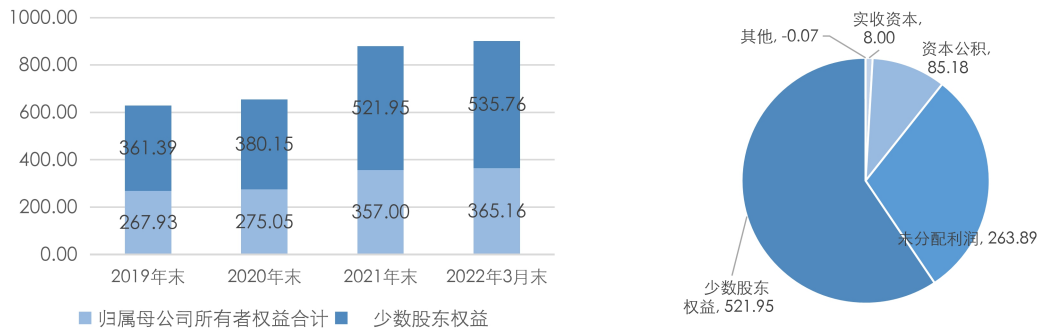
公司本部方面，截至 2021 年末，公司本部资产总额为 245.14 亿元，其中非流动资产占比 74.91%。公司本部资产主要由其他应收款、长期应收款和长期股权投资构成，金额分别为 59.29 亿元、61.06 亿元和 105.39 亿元，其中长期股权投资主要为对子公司的股权投资，包括对创新长城投资 31.43 亿元，对保定市长城实业有限公司投资 20.00 亿元，对保定市瑞茂企业管理咨询有限公司投资 18.03 亿元，对保定市爱情地产集团有限公司投资 10.55 亿元等。

资本结构

受益于未分配利润增加，公司所有者权益增长，其中少数股东权益占比较高

2021年末公司所有者权益继续增长，主要由少数股东权益和未分配利润等构成。同期末公司少数股东权益大幅增长至521.95亿元；未分配利润小幅增长至263.89元，主要为2021年度经营积累；同期末，由于绿智潮玩增资7亿元，公司实收资本增加至8亿元。由于蜂巢能源股权融资产生的资本溢价及长城汽车、蜂巢能源实施股权激励，公司资本公积增加至85.18亿元。2022年3月末，公司所有者权益为900.91亿元。

图表 24 近年公司所有者权益和 2021 年末所有者权益构成情况（单位：亿元）



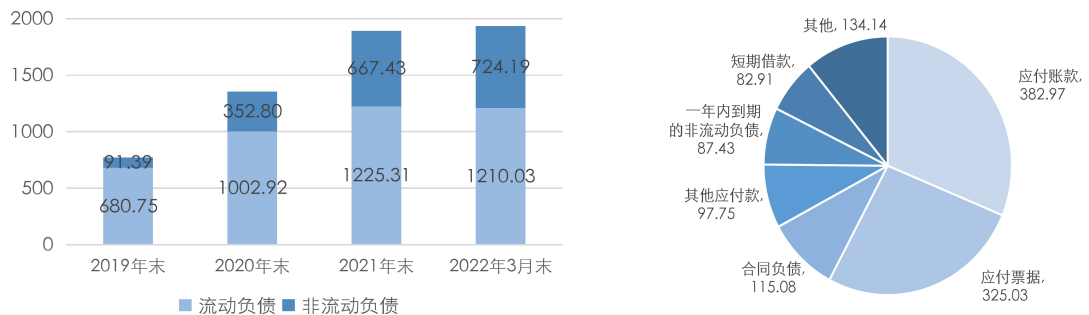
资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司本部所有者权益 109.74 亿元，其中实收资本 8.00 亿元，未分配利润 94.44 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司本部所有者权益 114.14 亿元，未分配利润 102.17 亿元，较 2021 年末有所增长。

跟踪期内，公司全部债务规模大幅增长，债务负担有所加重，短期债务占比较高

2021 年末公司负债总额同比增长 39.61%至 1892.74 亿元，负债结构仍以流动负债为主，2021 年末流动负债占比 64.74%。

图表 25 近年公司负债情况和 2021 年末流动负债构成（单位：亿元）



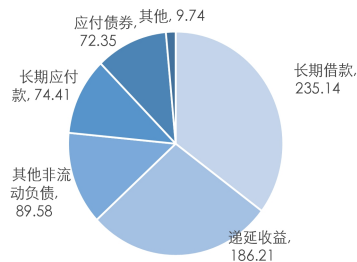
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年末，公司流动负债增长至 1225.31 亿元，主要由应付账款、应付票据、合同负债、其他应付款、一年内到期的非流动负债、短期借款等构成。公司应付账款主要为长城汽车对供应商的应付货款，截至 2021 年末，账期在 1 年以内占应付账款总额 99.57%。应付票据主要以银行承兑汇票为主，2021 年末增幅 77.80%至 325.03 亿元，主要系材料采购量增加以及质押开票的付款规模增加所致。公司合同负债主要为预收货款，2021 年末为 115.08 亿元，同比略有减少。

2021年末，公司其他应付款为97.75亿元，略有增长，主要为设备款38.00亿元、往来款17.80亿元、工程款13.69亿元及保证金10.21亿元。公司短期借款为82.91亿元，有所下降，主要为信用借款56.49亿元、质押借款13.80亿元及保证借款11.61亿元，短期借款主要用于子公司长城汽车整车及零部件业务运营及补充流动资金等。

2021年末公司非流动负债同比增长89.18%至667.43亿元，主要由长期借款、递延收益、其他非流动负债、长期应付款及应付债券构成。同期末，长期借款同比增长42.29%至235.14亿元，主要为银行借款，以抵押借款和保证借款为主，2022年3月末，长期借款进一步增长至262.46亿元。

图表 26 2021 年末非流动负债构成 (单位: 亿元)



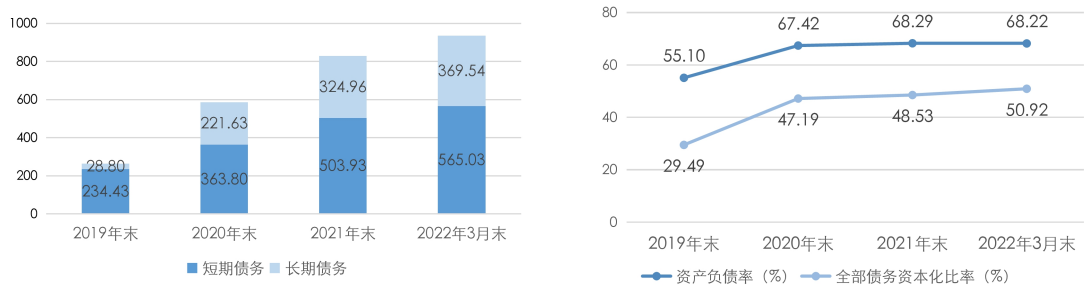
资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2021年末，公司递延收益同比增长65.50%至186.21亿元，全部为政府补助，包括基础设施建设补助、产业扶持资金、股权收购补助基金等。同期末公司其他非流动负债大幅增加，主要为预收房款（一年以上交房部分）。2021年，公司长期应付款大幅增长，主要系附回购义务的战略投资款增加所致。公司应付债券为72.35亿元，增加较多主要系公司本部及子公司发行2021年发行“21保定长城MTN001”、长汽转债、资产支持证券、北交所债权融资计划所致。2022年3月末，公司非流动负债增加至724.19亿元。

跟踪期内，公司债务增长较快，2021年末，公司全部债务为828.89亿元，同比增长41.6%，主要系应付票据、长期借款和应付债券增加所致。其中，应付票据增长主要系子公司长城汽车增加材料采购量增加以及质押开票的付款规模增加所致。同期末，公司短期债务增长至503.93亿元，占全部债务的比重较高。2021年末，公司资产负债率及全部债务资本化比率均略有上升，分别为68.29%和48.53%。2022年3月末，公司债务规模进一步增长至934.57亿元。

从债务期限结构看，截至2022年3月末，公司1年内到期的债务主要为应付票据（406.38亿元）及银行借款，还包括少量债权融资计划、ABS借款及其他借款。此外，公司1年内面临回售的信用类债券¹⁰为“20长控01”和“20长控03”，本金合计20亿元。2022年3月末，公司1（不含）-2年内（含）到期的债务主要为银行借款，1（不含）-2年内（含）到期的信用类债券为20保定长城MTN001，本金15亿元，同期公司无面临回售的信用类债券。

图表 27 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司对外担保金额 35.79 亿元，对外担保企业目前经营情况均为正常。

图表 28 公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	担保类型
保定市经发建设投资有限公司	8.00	质押担保
保定市创智建设开发有限公司	2.00	质押担保
保定长城产业园建设开发集团有限公司	25.20	质押担保、连带责任保证
广西天源新能源材料有限公司	0.59	连带责任保证
合计	35.79	-

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司本部负债总额为 135.40 亿元，以非流动负债为主，主要由应付债券和长期借款等构成。2022 年 3 月末，公司本部负债总额 133.90 亿元，较 2021 年末略有下降，资产负债率为 53.98%。2021 年末，公司本部债务为 128.37 亿元，同比增长较快，为 67.32%，主要系长期借款和应付债券增加所致。同期末，公司本部短期债务为 13.12 亿元，为银行借款、公司本部向子公司借款。此外，公司本部一年内回售的债券本金为 20 亿元，包括“20 长控 01”和“20 长控 03”。2021 年末，公司本部资产负债率为 55.23%，同比上升了 4.62 个百分点。

盈利能力

受益于整车业务收入增长，公司营业收入同比较快增长，但受管理费用率及研发费用率上升等因素影响，利润总额略有增长，本部盈利仍主要来源于投资收益

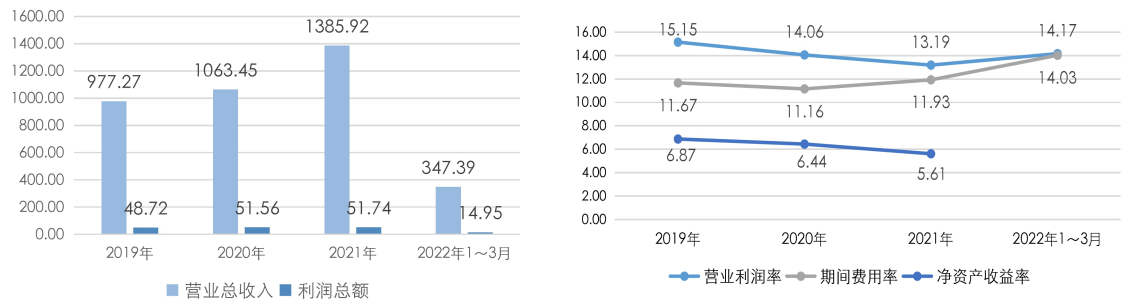
2021 年，受益于整车业务收入增长，公司营业收入同比较快增长，同期营业利润率小幅下降。公司期间费用主要为销售费用、研发费用和管理费用等，2021 年管理费用、研发费用占营业收入的比重分别上升至 3.86%和 3.94%，分别上升了 0.76 和 0.55 个百分点。虽然营业收入增长较快，但受营业利润率下降及管理费用等期间费用上升影响，公司利润总额略有增长。

2021 年，公司利润总额构成包括经营性业务利润¹¹30.65 亿元、资产减值损失和信用减值损失-7.45 亿元（主要为存货跌价损失、固定资产减值损失）、投资收益 14.06 亿元（主要为长

¹¹ 经营性业务利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益

期股权投资的投资收益)、营业外净收入¹²11.08亿元(主要为政府补助)。同期,公司净资产收益率略有下滑,但公司整体盈利能力仍很强。2022年1~3月,公司利润总额为14.95亿元。

图表 29 公司收入和盈利情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司提供,东方金诚整理

公司本部主要为控股型企业,各主要业务均有子公司作为独立运营主体,本部盈利能力很弱,2021年及2022年1~3月,公司本部营业收入分别为0.27亿元和0.08亿元;利润总额分别为4.62亿元和7.58亿元;投资收益分别为5.79亿元和7.84亿元,公司本部主要承担管理职能和投资职能,主要通过取得投资收益盈利。

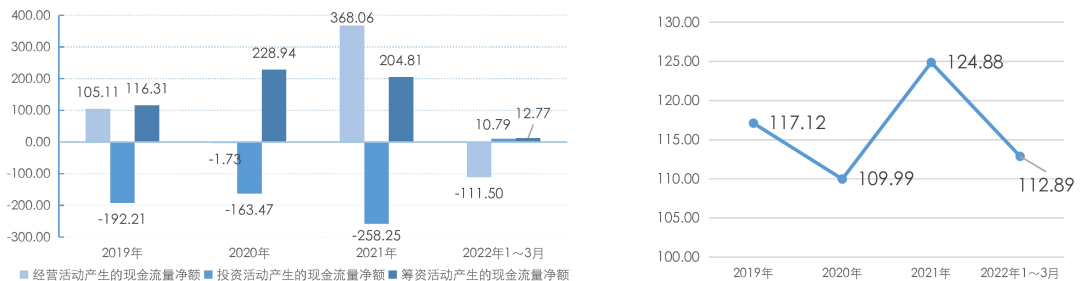
现金流

2021年,公司经营性净现金流由净流出转为大幅净流入,项目投资规模较大使得投资性现金流呈持续净流出状态且规模较大

2021年,公司经营性净现金流由净流出转为大幅净流入,主要系汽车销售、蜂巢销售动力电池系统和储能产品收到的现金、房地产业务预收款增加,及经营性应收项目减少较多带动现金流入增加所致。同期,公司现金收入比保持在较高水平。

2021年,随着公司在建整车、动力电池等项目增加投资,投资活动现金流投资性现金流呈持续净流出状态且规模较大;公司筹资活动现金流保持较大的净流入规模持续净流入,主要由于新建工厂及动力电池等方面资本支出增大,借款、引入战略投资资金等融资需求较大所致。

图表 30 公司现金流及现金收入比情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司提供,东方金诚整理

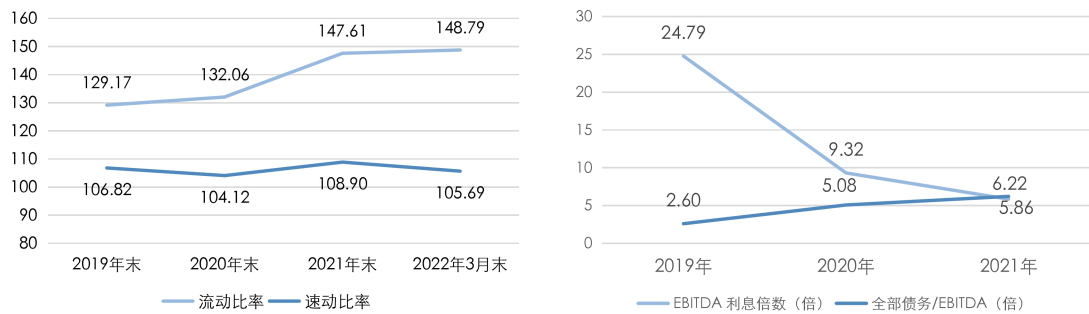
偿债能力

2021年末,公司流动比率和速动比率分别为147.61%和108.90%,同比均有所上升,仍维

¹² 营业外净收入=营业外收入-营业外支出

持在较高水平。从长期偿债能力指标来看，2021年公司EBITDA利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA同比增长，长期偿债能力有所下降但仍保持很强水平。

图表 31 公司偿债能力主要指标（单位：%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2021年末，公司本部全部债务为128.37亿元，其中短期债务13.12亿元。长期债务中长期借款51.58亿元、应付债券56.17亿元，目前公司本部盈利能力较弱，主要通过取得投资收益盈利。公司通过创新长城持有长城汽车股权51.15亿股，截至2022年3月末已质押7.795亿股，以2022年3月31日长城汽车股票收盘价格27.40元/股计算，创新长城持有的长城汽车未质押股份市值为1187.93亿元。

截至2022年3月末，公司合并口径获取的授信额度为1692.34亿元，已使用额度496.44亿元，尚未使用额度为1195.90亿元，授信额度充足。

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2022年4月18日，公司在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。

截至本报告出具日，公司存续期债券付息正常。

抗风险能力及结论

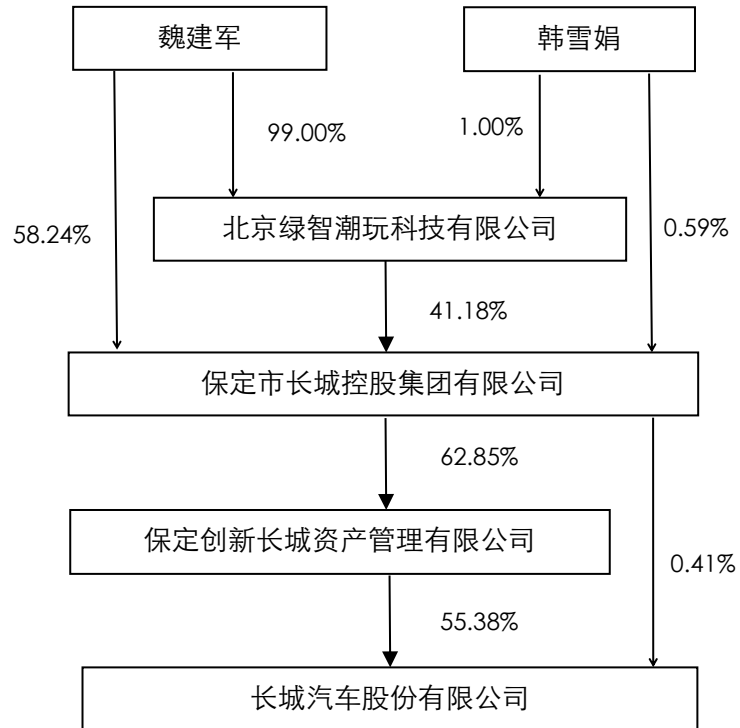
公司是国内大型汽车生产商之一，产品涵盖SUV、轿车和皮卡三大品类，旗下拥有五大品牌，哈弗与魏牌拥有很强知名度，2021年公司整车销量128.1万辆，同比增长14.8%，仍位居我国前十，SUV销量保持行业第一；公司拥有很强的研发能力、质量管控能力及成本控制能力，搭建了柠檬、坦克、咖啡智能三大平台，快速推出高性能、多样化新车型的能力很强，跟踪期内推出了哈弗H6S、哈弗神兽等多个平台化生产的新车型；公司销售网络完善，跟踪期内进一步完善渠道布局，升级销售及售后服务，品牌知名度及影响力持续提升，同时新车型推出使产品品类更加丰富，汽车制造业务收入和利润增长较快；子公司蜂巢能源研发了无钴正极材料、超高速叠片工艺技术核心技术，2021年居国内动力电池企业装车量第六位，仍保持较强的竞争力。

同时，东方金诚关注到，跟踪期内，受原材料短缺、产品老化及芯片短缺等因素影响，哈弗M6和哈弗F7等老车型、高端魏牌销量有所下降；由于拿地及项目建设支出较多，子公司爱情地产全部债务增长较快，在建项目尚需投资规模较大，预计未来仍有较大规模资金支出；部

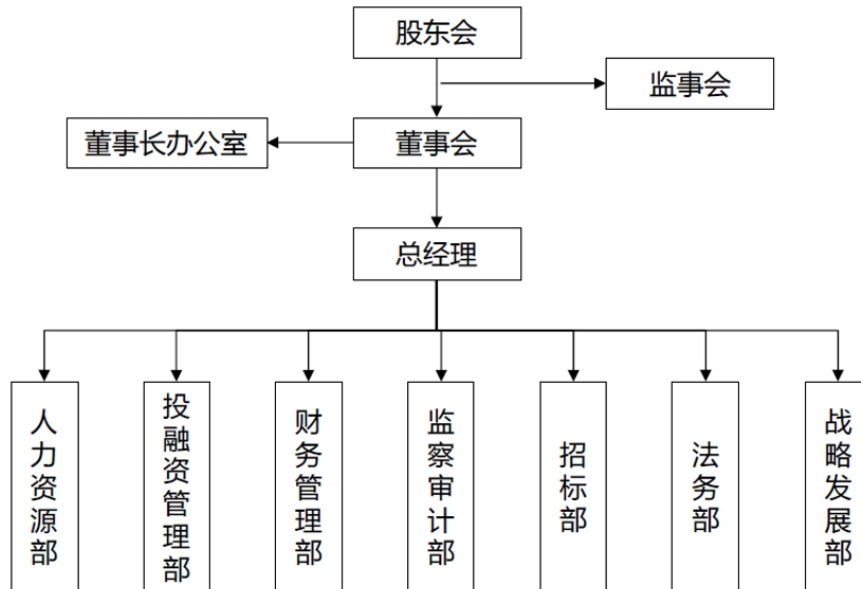
分项目去化较慢，在商品房销售市场整体降温、行业融资环境偏紧背景下，公司面临一定的回款压力；公司投资性现金流呈持续净流出状态且规模较大，动力电池业务处于产能快速扩张期，后续资本支出压力仍较大；跟踪期内，公司全部债务规模大幅增长，债务负担有所加重，短期债务占比较高。

综合考虑，东方金诚维持长城控股主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；相关债项信用等级 AAA。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 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	2019年	2020年	2021年	2022年3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	1401.46	2010.91	2771.68	2835.14
所有者权益 (亿元)	629.32	655.19	878.94	900.91
负债总额 (亿元)	772.14	1355.71	1892.74	1934.23
短期债务 (亿元)	234.43	363.80	503.93	565.03
长期债务 (亿元)	28.80	221.63	324.96	369.54
全部债务 (亿元)	263.23	585.43	828.89	934.57
营业收入 (亿元)	966.25	1063.45	1385.92	347.39
利润总额 (亿元)	48.72	51.56	51.74	14.95
净利润 (亿元)	43.26	42.21	49.35	13.79
EBITDA (亿元)	101.10	115.20	133.31	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	105.11	-1.73	368.06	-111.50
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-192.21	-163.47	-258.25	10.79
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	116.31	228.94	204.81	12.77
毛利率 (%)	18.58	17.21	16.38	17.34
营业利润率 (%)	15.15	14.06	13.19	14.17
销售净利率 (%)	4.48	3.97	3.56	3.97
总资本收益率 (%)	5.25	4.26	3.99	-
净资产收益率 (%)	6.87	6.44	5.61	-
总资产收益率 (%)	3.09	2.10	1.78	-
资产负债率 (%)	55.10	67.42	68.29	68.22
长期债务资本化比率 (%)	4.38	25.28	26.99	29.09
全部债务资本化比率 (%)	29.49	47.19	48.53	50.92
货币资金/短期债务 (%)	54.05	55.27	122.87	93.06
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-33.09	-28.22	13.25	-
流动比率 (%)	129.17	132.06	147.61	148.79
速动比率 (%)	106.82	104.12	108.90	105.69
经营现金流动负债比 (%)	15.44	-0.17	30.04	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.79	9.32	5.86	-
全部债务/EBITDA (倍)	2.60	5.08	6.22	-
应收账款周转率 (次)	-	29.17	28.44	-
销售债权周转率 (次)	-	2.31	2.84	-
存货周转率 (次)	-	4.07	3.07	-
总资产周转率 (次)	-	0.62	0.58	-
现金收入比 (%)	117.12	109.99	124.88	112.89

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 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
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 级和 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。