信 用 等 级 公 告

联合〔2019〕1327 号

重庆力帆控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

重庆力帆控股有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

重庆力帆控股有限公司公开发行的“17 力控债”和“18 力控 01”的债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

重庆力帆控股有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA-　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 力控债	0.95 亿元	3 年（2+1）	AA-	AA	2018 年 6 月 26 日
18 力控 01	5.00 亿元	3 年（2+1）	AA-	AA	2018 年 6 月 26 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	446.70	458.60	434.06
所有者权益（亿元）	111.70	117.37	114.50
长期债务（亿元）	43.75	41.56	27.17
全部债务（亿元）	278.94	285.21	273.86
营业总收入（亿元）	115.16	138.15	123.70
净利润（亿元）	3.56	3.59	2.05
EBITDA（亿元）	18.82	18.97	24.24
经营性净现金流（亿元）	-15.83	-1.88	7.25
营业利润率（%）	12.27	13.81	9.56
净资产收益率（%）	3.34	3.13	1.77
资产负债率（%）	74.99	74.41	73.62
全部债务资本化比率（%）	71.41	70.85	70.52
流动比率（倍）	0.81	0.79	0.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.71	1.41
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.16	3.19	4.07

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，由于四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、其他流动负债中的应付短期融资券和其他应付款中的非金融机构借款已纳入短期债务及相关指标核算；4、长期应付款中的融资租赁款和其他非流动负债中的其他借款及资产支持证券融资已纳入长期债务及相关指标核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，受汽车行业景气度下行以及产品结构影响，重庆力帆控股有限公司（以下简称“公司”或“力帆控股”）整体经营情况不佳，乘用车及摩托车产销量和毛利率水平均有所下降，产能利用率不足，导致公司收入规模下降；加之公司资产减值损失和期间费用对营业利润侵蚀非常严重，主营业务盈利能力较弱，公司盈利能力和偿债能力大幅下降。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到传统燃油车市场竞争日趋激烈、公司整体债务负担重且短期偿债压力较大、利润总额对非经常性损益依赖非常高、资产受限比例较高以及公司子公司股权质押比例过高且部分股份被冻结等因素对公司经营和信用状况造成的不利影响。

跟踪期内，公司对应付债券进行了回售和付息，债券余额已大幅下降。未来，随着汽车行业的复苏，以及公司新能源汽车板块盈利增长，公司经营状况有望恢复。

综上，联合评级下调公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”；同时下调“17 力控债”和“18 力控 01”的债项信用等级为 AA-。

优势

1．跟踪期内，公司主动进行资产处置，整合资源，聚焦主业，有效缓解了紧张的资金压力，经营活动现金流状况有所改善。

2．公司受政府支持力度较大，政府补助金额逐年增长。

关注

1．跟踪期内，汽车行业整体景气度下降，公司业绩受到较大影响，产品销售不畅，产能利用率较低。

2. 公司资产减值损失和期间费用对营业利润侵蚀非常严重，利润总额对投资收益、公允价值变动损益和营业外收入等非经常性损益依赖程度非常高，主营业务盈利能力较弱。

3. 公司所有权和使用权受限资产规模占比较大；公司整体债务负担重且短期债务占比高，债务结构有待优化。

4. 公司筹资活动现金流大幅净流出，未使用银行授信额度较低，存在较大的外部融资压力。

5. 公司持有子公司力帆实业（集团）股份有限公司的股权质押比例过高且部分股份被冻结，存在丧失控制权的风险。

分析师

叶维武
电话：010-85172818
邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

刘冰华
电话：010-85172818
邮箱：liubh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

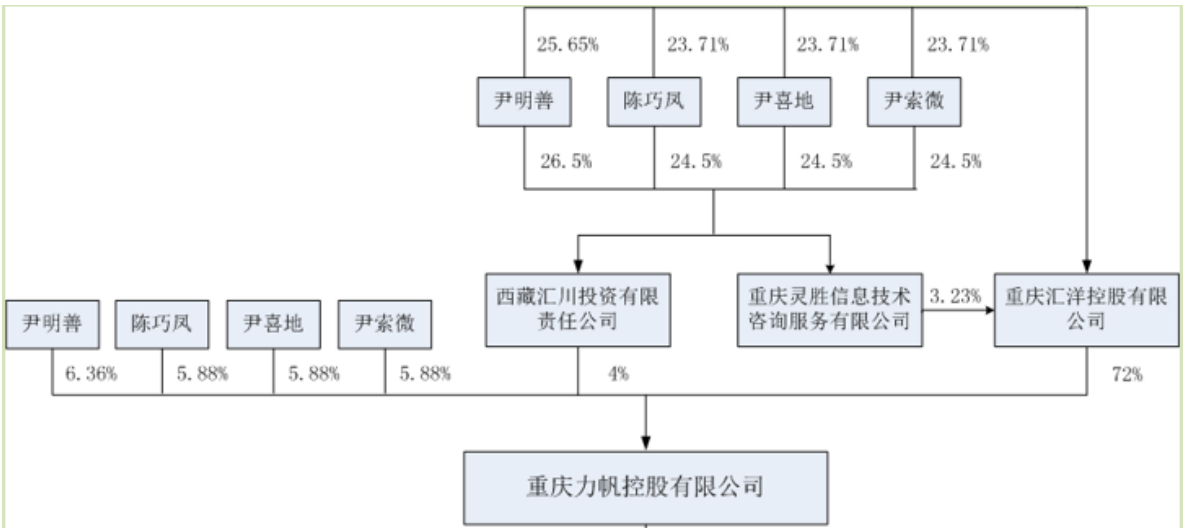
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆力帆控股有限公司（以下简称“力帆控股”或“公司”）成立于 2003 年 11 月 19 日，由尹明善、陈巧凤、尹喜地和尹索微四位自然人股东分别以货币出资 7,950 万元、7,350 万元、7,350 万元和 7,350 万元共同投资组建的有限责任公司，初始注册资本合计 3.00 亿元。经多次增资及换股，截至 2019 年 3 月底，公司实收资本 12.50 亿元。尹明善、陈巧凤、尹喜地、尹索微四人通过直接和间接方式共持有公司 100%的股权，公司实际控制人为尹明善及其家族成员，公司股权结构图如下图所示。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司经营主业未发生变化。2018 年 10 月，公司调整部门设置，重新设立财务管理部、审计部、人力资源部、投融资管理部、法律事务部和资产管理部 6 个职能部门（见附件一）。

截至 2018 年底，公司合并范围内共 6 家二级子公司，员工人数 9,800 人。公司主要控股子公司为力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“力帆股份”，证券代码“601777.SH”），截至 2019 年 5 月底，公司已将持有力帆股份的 95.59%的股权质押。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 434.06 亿元，负债合计 319.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.50 亿元，其中归属母公司所有者权益 69.73 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 123.70 亿元，净利润（含少数股东损益）2.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.99 亿元。

公司注册地址：重庆市北碚区同兴工业园区B区；公司法定代表人：陈巧凤。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]3099 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 14 亿元（含 14 亿元）的公司债券，分两期发行。经上证所同意，第一期债券于 2017 年 4 月 25 日起在上证所挂牌交易，债券简称“17 力控债”，债券代码“143056. SH”，存续期限内每年的 4 月 10 日为该计息年度的起息日，发行规模为 4.57 亿元，票面利率为 7.20%，发行期限为 3 年期，附第 2 年末公司上调利率选择权及投资者回售选择权；第二期债券于 2018 年 2

月 1 日起在上证所挂牌交易，债券简称“18 力控 01”，债券代码“143447.SH”，存续期限内每年的 1 月 15 日为该计息年度的起息日，发行规模为 5.00 亿元，票面利率为 7.50%，发行期限为 3 年期，附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2019 年 4 月 10 日，“17 力控债”实施回售，回售金额为 36,168.00 万元（不含利息），债券余额为 9,532.00 万元。截至 2018 年底，募集资金已全部用于偿还公司银行贷款和补充流动资金。

公司已于 2018 年 4 月 10 日支付了“17 力控债”自 2017 年 4 月 10 日至 2018 年 4 月 9 日期间的利息，于 2019 年 4 月 10 日支付了“17 力控债”自 2018 年 4 月 10 日至 2019 年 4 月 9 日期间的利息；已于 2019 年 1 月 15 日支付了“18 力控 01”自 2018 年 1 月 15 日至 2019 年 1 月 14 日期间的利息。

截至 2019 年 5 月底，公司“17 力控债”和“18 力控 01”待偿本金合计 5.95 亿元。

三、行业分析

公司主要从事汽车（含新能源汽车）、摩托车、发动机、通用汽油机的研发、生产及销售（含出口）及投资金融业务，其中汽车整车、摩托车销售收入为公司主要收入来源，因此下文行业分析将围绕汽车行业和摩托车行业展开。

1．汽车行业

根据中国汽车工业协会的统计数据，2018 年，我国乘用车产销量分别完成 2,352.9 万辆和 2,371 万辆，较上年同期分别下降 5.2%和 4.1%。其中，基本型乘用车（轿车）产销 1,146.6 万辆和 1,152.8 万辆，同比下降 4.0%和 2.7%；运动型多用途乘用车（SUV）产销 995.9 万辆和 999.5 万辆，同比下降 3.2%和 2.5%；多功能乘用车（MPV）168.5 万辆和 173.5 万辆，同比下降 17.9%和 16.2%；交叉型乘用车产销 42.0 万辆和 45.3 万辆，同比下降 20.8%和 17.3%。2018 年，新能源汽车产销分别为 127.0 万辆和 125.6 万辆，较上年同期分别增长 59.9%和 61.7%

从上游看，钢材是汽车制造的主要原材料，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。2018 年，全球钢铁价格保持在高位，下半年出现回落。截至 2018 年底，Myspic 综合钢价格指数为 141.0 点；截至 2018 年 3 月底，Myspic 综合钢价格指数为 145.2 点。国内来看，我国提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革，2018 年钢铁行业超额完成全年压减钢铁产能 3,000 万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划 1.5 亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，2018 年我国生铁、粗钢和钢材产量分别为 7.7 亿吨、9.3 亿吨和 11.1 亿吨，同比分别增长 3.0%、6.0%和 8.5%；2018 年，CSPI 国内钢材价格平均指数为 114.8 点，同比上升 7.0 点，中钢协会员企业实现工业总产值 3.5 万亿元，同比增长 14.6%。钢铁价格上涨一定程度提高了乘用车的制造成本。

图 2　2016~2019 年 3 月 Myspic 综合钢价指数变化情况



资料来源：Wind

从下游来看，中国人均汽车保有量仍远低于欧美日等发达国家和世界平均水平，长远看目前我国仍处于工业化和城镇化同步加速发展的阶段，中国汽车市场的增长空间仍旧较大，汽车刚性需求仍然存在；但乘用车消费需求减弱，库存增加，各月库存系数均位于警戒线以上。自主品牌继续保持较高的市场占有率（达 42%），逐渐寻求向高端化转型。新能源汽车方面，新的补贴标准实施后将促使产品结构调整；双积分政策成为助推新能源汽车发展的新动力。出口方面，2018 年，乘用车企业出口 75.8 万辆，较上年同期增长 18.5%。

行业政策方面，2018 年 1 月 1 日起，1.6L 以下燃油汽车恢复按 10%的法定税率征收车辆购置税；新能源汽车免征购置税的政策延续三年，通过《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理，进一步严格新能源汽车的产品标准，提高对车企的技术要求。2018 年 2 月，《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建[2018]18 号）要求进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（令【2017】44 号）自 2018 年 4 月起正式实施，乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让，新能源汽车正积分可以抵扣同等数量的平均燃料消耗量负积分，新能源汽车负积分应通过购买新能源汽车正积分的方式抵偿归零。国家发改委于 2018 年 4 月表示，汽车行业将分类型实行过渡期开放：2018 年取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2020 年取消商用车外资股比限制；2022 年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制；通过 5 年过渡期，汽车行业将全部取消限制，实现全面开放。2018 年 6 月，工信部和国家标准化管理委员会印发《国家车联网产业标准体系建设指南（总体要求）》等系列文件，发挥标准在车联网产业生态环境构建中的顶层设计和基础引领作用，打造具有核心技术、开放协同的车联网产业。国家发改委于 2018 年 7 月公布《汽车产业投资管理规定（征求意见稿）》，要求规范市场主体投资行为，防范盲目建设和无序发展，严格控制新增传统燃油汽车产能，积极推动新能源汽车健康有序发展，着力构建智能汽车创新发展体系；有利于优化燃油汽车整车项目布局，推动技术进步，淘汰落后产能。

行业关注方面，一是贸易保护主义抬头、国家政策的调整、国际市场的不稳定等宏观经济风险都可能对汽车市场产生不利影响，从而抑制汽车消费需求。二是国内环保压力加大，排放及安全法规不断升级，迫使汽车、摩托车企业技术升级。三是随着外资放开和自主品牌崛起，市场竞

争更加激烈，企业研发能力有待进一步提升。

未来发展方面，三至六级城市汽车市场消费潜力很大，有望成为今后主要乘用车消费市场，出现“县域汽车发展趋势”；乘用车的消费属性正在从“可选消费”到“刚性消费”转变；汽车保有量的提升推动二手车交易，二手车市场潜力巨大。同时，随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场将逐步扩大，我国汽车金融和服务领域将迎来重大的发展机遇，汽车工业的利润增长点也将由整车制造环节逐步向汽车金融和服务领域转移。

总体看，2018 年钢材价格保持较高水平，汽车制造行业生产成本有所上升；乘用车行业出现近年来产销量的首次下降，行业景气度降低；行业政策鼓励企业提升技术水平、优化产业配置。

2．摩托车行业

摩托车产业是我国传统制造产业之一，近年来由于消费结构升级、多个城市实施禁限摩政策等因素影响，行业景气度不断下滑。2018 年，我国摩托车工业面对严峻复杂的国内外形势，以及更加严格的环保措施，行业产销总体表现较为低迷，产品结构持续优化。根据中国汽车工业协会的统计数据，2018 年，中国产销摩托车 1,557.75 万辆和 1,557.05 万辆，较上年下降 9.15%和 9.13%。其中二轮摩托车产销 1,396.67 万辆和 1,395.54 万辆，较上年下降 7.47%和 7.5%；三轮摩托车产销 161.08 万辆和 161.51 万辆，比上年下降 21.51%和 21.12%。2018 年，摩托车出口 730.92 万辆，比上年下降 2.7%，低于行业产销量的下降幅度。2018 年，摩托车行业前十家企业累计销售 949.63 万辆，比上年下降 9.88%，占摩托车总销量的 60.99%，比上年下降 0.5 个百分点。企业效益方面，据中国汽车工业协会对全国 91 家摩托车生产企业月度经济指标快报统计，2018 年，我国摩托车生产企业经济运行总体情况较上年有所下滑，全年工业总产值、销售产值、营业收入、利润总额和经济效益综合指数均下降，产销率较上年略有提升。

出口方面，2018 年，全球经济虽然继续回暖，但不确定因素也相应增加，我国继续采取一系列有效举措，大力加强了与“一带一路”沿线国家的合资合作力度。受此影响，我国摩托车生产企业出口总体保持稳定，产品出口总额保持小幅增长，出口量略有下降。2018 年，摩托车生产企业产品出口金额为 49.40 亿美元，同比增长 3.52%，增速比上年有所减缓。其中摩托车整车出口 730.92 万辆，同比下降 2.70%；出口金额 41.48 亿美元，同比增长 2.07%。

总体看，2018 年，摩托车市场行情仍旧低迷，海外市场的复苏对行业有所提振。

四、公司治理

1．治理结构

2018 年 10 月，公司聘任苏祥深先生接替文启元先生任副总经理；2018 年 12 月，公司聘任裴丹先生、陈林宁先生和李凡先生任公司副总经理。公司董事会、监事会成员未发生变动。

总体看，因公司内部调整，公司高管团队发生人员变更，但对公司正常经营未产生重大影响，相关管理制度延续以往模式，核心技术人员变动较小，公司管理运作水平正常。

2．管理体制

2018 年 10 月，公司调整组织架构，将原有企业管理部和投资部改为投融资管理部和资产管理部，将行政人事部和财务部重命名为人力资源部和财务管理部。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司主营业务未发生重大变化，仍以乘用车销售为主、摩托车次之、内燃机为辅。2018 年，公司实现主营业务收入 119.54 亿元，较上年下降 9.12%，主要系乘用车及配件规模减少所致；实现净利润 2.05 亿元，较上年下降 42.82%，主要系主营业务利润空间被压缩、财务费用大幅增加所致。

从主营业务收入构成来看，2018 年，公司乘用车及配件（以下简称“乘用车类”）、摩托车整车及配件（以下简称“摩托车类”）和其他收入为公司收入的主要来源。2018 年，公司乘用车类实现收入 60.17 亿元，较上年下降 20.77%，主要系汽车行业整体景气度下行，产品结构调整、SUV 车型销售滞后所致；乘用车占主营收入比例下降 7.40 个百分点至 50.33%，仍为公司最主要的收入来源。2018 年，摩托车整车及配件（以下简称“摩托车”）业务实现收入 31.13 亿元，较上年下降 6.29%；其占比较为稳定，为 26.04%。2018 年，内燃机及配件（以下简称“内燃机”）业务实现销售收入 3.26 亿元，收入规模及占比较上年变化不大，对收入影响较小。其他业务收入主要为大宗商品贸易收入、房地产业务收入和金融业务收入。2018 年，公司其他业务收入为 24.99 亿元，较上年增长 29.28%，主要系大宗商品贸易收入和房地产业务收入增加所致；对主营业务收入贡献比例由 14.69%上升至 20.90%。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
乘用车及配件	52.32	45.72	10.58	75.94	57.73	11.10	60.17	50.33	5.07
摩托车整车及配件	29.17	25.49	14.81	33.22	25.26	15.19	31.13	26.04	13.75
内燃机及配件	2.62	2.29	17.28	3.05	2.32	17.36	3.26	2.73	13.93
其他	30.31	26.50	19.31	19.33	14.69	33.92	24.99	20.90	13.27
合计	**114.43**	**100.00**	**14.13**	**131.54**	**100.00**	**15.63**	**119.54**	**100.00**	**9.29**

资料来源：公司提供

从毛利率水平变化情况来看，2018 年，公司乘用车业务毛利率下降 6.03 个百分点至 5.07%，主要系产量下滑、单位固定成本上升所致；摩托车业务毛利率 13.75%，较上年变化不大；内燃机业务毛利较上年下降 3.43 个百分点至 13.93%，因占比较小，对综合毛利率影响不大；其他业务毛利率下降 20.65 个百分点至 13.27%，主要系毛利较低的大宗贸易收入占比提高所致。受上述因素影响，2018 年公司主营业务综合毛利率 9.29%，较上年下降 6.34 个百分点。

总体看，2018 年，受乘用车和摩托车业务规模萎缩的影响，公司营业收入和综合毛利率下降，主营业务盈利能力较弱。

2．乘用车及摩托车业务

2018 年，公司仍采取“以销定产、以产定购”的经营模式，相关采购、生产、销售政策、模式未发生重大调整。公司汽车及摩托车板块业务主要由子公司力帆股份经营，主要产供销数据以力帆股份为主。

采购方面，从采购量上来看，乘用车板块方面，受下游需求萎缩影响，除轮胎采购量较为稳定外，传动轴总成、钢板、蓄电池和电子控制单元等主要原配件采购量均有所下降；摩托车板块，除车架焊接总成和仪表总成略有增长外，前轮毂组合、后轮毂组合和油箱等主要原配件采购量均

略微下降。从采购价格来看，乘用车方面，除钢板价格较稳定之外，主要原配件平均采购价格有轻微下降；摩托车方面，主要原配件采购价格均较上年有所下降。

表 2　2016~2018 年公司原材料采购情况

零部件名称		项目	2016 年	2017 年	2018 年
乘用车业务	传动轴总成	采购量（单位：个）	129,471	136,867	107,012
		采购均价（单位：元/个）	201.50	214.24	207.99
	钢板	采购量（单位：张）	1,016,924	1,027,977	971,476
		采购均价（单位：元/张）	79.07	92.61	92.89
	蓄电池	采购量（单位：个）	83,016	88,444	80,984
		采购均价（单位：元/个）	227.45	316.96	292.35
	电子控制单元	采购量（单位：个）	84,337	102,297	97,138
		采购均价（单位：元/个）	409.38	476.41	380.26
	轮胎	采购量（单位：个）	377,983	408,484	412,200
		采购均价（单位：元/个）	156.69	197.45	162
摩托车业务	车架焊接总成	采购量（单位：个）	400,051	524,029	548,982
		采购均价（单位：元/个）	144.23	164.58	147.05
	前轮毂组合	采购量（单位：个）	343,289	459,441	453,318
		采购均价（单位：元/个）	89.81	89.14	84.03
	后轮毂组合	采购量（单位：个）	342,065	508,443	476,541
		采购均价（单位：元/个）	97.91	93.06	86.08
	仪表总成	采购量（单位：个）	427,568	567,361	584,865
		采购均价（单位：元/个）	53.17	46.65	43.81
	油箱	采购量（单位：个）	417,408	423,346	410,907
		采购均价（单位：元/个）	71.44	79.95	74.28

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2018 年公司前五名供应商采购金额合计 14.17 亿元，占乘用车及摩托车板块总采购比例的 15.84%，较上年上升 7.10 个百分点，公司供应商集中度有所提高，但仍处于较低水平。

从采购结算方式来看，公司主要采取电汇和承兑汇票，以人民币结算，账期在 6 个月以内。

生产方面，从产能情来看，2018 年，因生产基地搬迁，乘用车产能下降 27.78%至 13.00 万台；摩托车整车、摩托车发动机和内燃机的产能均保持不变，分别为 132 万台、315 万套和 100 万套。从产量来看，公司乘用车、摩托车整车、摩托车发动机和内燃机随销量下降均有所下降。从产能利用率来看，除乘用车因产能减少外，各产品产能利用率均有所下降，产能利用率水平有待提高。

销售方面，从销量来看，由于行业景气度下行及出售重庆力帆汽车有限公司（以下简称“力帆汽车”）股权造成部分车型销售不畅，乘用车下降 23.19%，其余产品的产量均有不同程度下降。从产销率上来看，由于公司采取“以销定产”策略，主要产品产销率均略有提升，保持在较高水平。

表 3　2016~2018 年公司主要产品产销情况（单位：万台、万套、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
乘用车	产能	18.00	18.00	13.00
	产量	12.43	13.30	9.75
	销量	11.15	13.28	10.20
	产能利用率	69.06	73.88	75.00
	产销率	89.70	99.88	104.62
摩托整车	产能	132.00	132.00	132.00
	产量	61.18	70.97	66.78
	销量	60.03	71.36	67.59
	产能利用率	46.34	53.77	50.59
	产销率	98.13	100.55	101.21
摩托发动机	产能	315.00	315.00	315.00
	产量	170.03	182.38	156.93
	销量	127.52	128.33	105.16
	产能利用率	54.08	57.90	49.82
	产销率	110.11	109.49	110.08
内燃机	产能	100.00	100.00	100.00
	产量	36.61	47.24	41.01
	销量	36.03	44.32	41.95
	产能利用率	36.61	47.24	41.01
	产销率	98.42	93.82	102.29

资料来源：公司提供
注：乘用车数据包含新能源车辆；摩托车发动机的销量为扣除内部配套后的对外销量

从销售模式来看，公司产品的销售仍主要通过国内销售和海外销售两个渠道进行。2018 年，公司推出了 X50 改款、650EV、820EV、兴顺 EVX80 等乘用车新车型，海外推出全新 X70 系列产品以及 X50 换代系列 SUV 产品，摩托车推出 KPM200、KP250、弯梁车 ADV 和 LF150-10M 等，产品类型进一步丰富。截至 2018 年底，海外业务方面，公司拥有乘用车海外代理网点 416 个，摩托车海外代理网点 500 多个；在终端利润较为丰厚的美国、墨西哥、俄罗斯和巴西等地区设有直销公司；在越南、土耳其、泰国等地区设有摩托车生产基地，在埃塞俄比亚、乌拉圭设有独资的汽车生产工厂，并在俄罗斯、中东等地设有合作方式的汽车 KD 工厂（公司提供品牌、技术和产品，海外合作伙伴提供资金和场地），搭建了海外网络布局；国内业务方面，公司乘用车销售网络共有国内一级经销商 351 个，二级经销商 614 个，销售服务网络已覆盖全国所有省、直辖市及自治区；同时建有 7 个中心配件站，661 个一级维修站，145 个二级服务站，覆盖了 98%地级市。

从销售集中度来看，2018 年公司前五名客户营业收入合计 17.41 亿元，占公司营业收入的 14.07%，较上年上升 0.56 个百分点，公司客户集中度不高。

总体看，2018 年，公司主要原材料采购价格稳定，采购量受需求影响而下降，主要产品产销量均有所下降，产能利用率水平有待提高，产销率保持在较高水平。

3．其他业务

公司其他业务主要包含贸易业务、房地产业务和金融业务。

贸易业务方面，公司通过上海专博贸易有限公司和重庆力帆摩托车产销有限公司进行大宗商品贸易业务，主要开展国内有色金属现货的采购和销售贸易业务，以及公司产业链部分原材料的集中采购业务。2018 年，公司大宗贸易业务收入为 11.53 亿元，较上年增长 94.44%；毛利率为 0.17%

左右，采购和销售的集中度很高。

公司通过重庆力帆置业有限公司从事房地产业务，2018 年公司房地产业务为实现收入 12.24 亿元，毛利率为 27.83%，实现毛利润 3.41 亿元。

公司金融业务运营主要子公司为重庆力帆财务有限公司（以下简称“力帆财务”）和成都摩宝网络科技有限公司。2018 年，公司金融业务实现收入 1.19 亿元，毛利润 0.85 亿元，毛利率为 71.60%。

总体看，公司大宗贸易有助于公司集中采购和成本控制，房地产业务收入近年来稳定增长；金融业务板块毛利率较高，其他业务是公司主营业务收入的良好补充。

4．对外投资

目前，公司主要投资的企业仍是重庆润田房地产开发有限公司（以下简称“润田房地产”）和重庆银行股份有限公司（以下简称“重庆银行”）。截至 2018 年底，公司对润田房地产的持股比例未发生变化，对重庆银行持股比例由 9.66%下降至 9.43%。2018 年，公司权益法核算下确认的投资收益合计为 5.10 亿元，具有很强的盈利能力。

表 4　2018 年公司重要投资企业情况（单位：亿元、%）

被投资企业	期末持股比	期末净资产	营业收入	净利润	权益法下确认的投资收益
润田房地产	50.00	30.59	12.11	3.09	1.55
重庆银行	9.43	346.12	106.30	38.22	3.55

资料来源：公司提供

总体看，润田房地产作为公司的合营企业，公司持股比例较高，盈利能力较好；重庆银行作为公司重要的投资企业，盈利能力较强，股权质量较好，对公司收益贡献较大。

5．重大事项

（1）经第四届董事会第十七次会议审议，公司决定将所持力帆汽车 100%股权以人民币 65,000 万元的价格转让给重庆新帆机械设备有限公司。公司全资子公司力帆乘用车有限公司具有燃油车和新能源汽车的生产资质，并拥有 15 万辆乘用车的产能，产品目录已涵盖轿车、SUV 等车型（含新能源），股权转让后不会对现有汽车业务及产品的生产、销售产生影响。

（2）子公司力帆股份收到上海证券交易所关于公司 2018 年年报问询函

2019 年 5 月，公司子公司力帆股份收到上海证券交易所《关于对力帆实业（集团）股份有限公司 2018 年年度报告的事后审核问询函》（上证公函[2019]0706 号），就力帆股份经营业绩下滑、受限资产较多，计提大额资产减值损失等关于流动性及偿债能力的事项进行问询。截至报告出具日，力帆股份尚未回复问询函，联合评级将持续关注该事项进展情况。

（3）公司持有力帆股份的股权被司法冻结

2019 年 6 月，子公司力帆乘用车部分融资租赁款逾期，公司作为贷款担保人，被横琴金投国际融资租赁有限公司向法院申请对公司持有的力帆股份股权进行司法冻结；冻结股数 60,377.27 万股（其中已质押 59,327.08 万股），冻结期限 3 年，占公司持有力帆股份的 97.28%，占力帆股份总股本的 45.96%。公司司法冻结股份比例高，存在丧失对子公司控制权的风险，联合评级将持续关注该事项进展情况。

6．经营关注

（1）乘用车市场竞争激烈，营业收入下滑

2018年，乘用车市场首次出现负增长，行业景气度下降，市场竞争日趋激烈，汽车企业出现分化，公司主营业务大幅下滑，盈利能力进一步削弱。

（2）海外销售账期较长，占用运营资金且产生一定的汇兑风险

公司国外市场客户分布较广，且海外销售从合同签订到实际收款之间存在时间间隔较大，账期较长，一定程度上影响了公司资金回笼力度，占用了公司运营资金，对公司现金流和经营产生不利影响。此外，出口业务多以外币结算，人民币汇率波动一方面可能削弱公司产品出口的价格竞争力，另一方面也可能对公司造成直接的汇兑损失，进而影响公司的盈利水平。

（3）新能源汽车政策变动风险

新能源补贴标准不断提高，补贴逐渐退坡，至 2020 年完全取消，仍需关注新能源板块经营时所面临的政策性风险。

7．未来发展

公司将坚持“创新、出口、信誉好”的经营理念，围绕新能源、国际化、制造向服务转型的战略方针，大力发展新能源汽车和金融服务，继续巩固发展汽车、摩托车、通用汽油机等传统产业，实现公司产品业务的转型升级以及由制造向服务的延伸。

从具体发展计划来看：新能源汽车方面，积极推进相关在建项目的实施，按计划推出新能源汽车产品，继续开发、优化新能源业务所需的应用程序或电子系统。贸易方面，进一步扩大平行进口车业务以及其他大宗商品的进口，增加企业进出口业务的规模和利润。摩托车方面，紧跟市场需求变动方向，稳定工具类车型的销量，加大异型车的开发，形成King Power系列车型。

总体看，公司未来一段时间内仍将重点放在乘用车新品开发上，摩托车业务重点在于质的提升，需持续关注公司发展规划的实施情况。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），2018 年对“应收票据”、“应收账款”、“应收利息”、“应收股利”、“其他应收款”、“固定资产”、“固定资产清理”、“在建工程”、“工程物资”、“应付票据”、“应付账款”、“应付利息”、“应付股利”、“其他应付款”、“长期应付款”、“专项应付款”、“管理费用”、“研发费用”、“财务费用”等科目进行拆分及合并。会计政策变更对公司净利润无实质影响。2018 年，公司合并范围内二级子公司数量无变化，公司财务数据可比性较好。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 434.06 亿元，负债合计 319.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.50 亿元，其中归属母公司所有者权益 69.73 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 123.70 亿元，净利润（含少数股东损益）2.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.99 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 434.06 亿元，较年初下降 5.35%，变化不大。其中，流动资产占比下降 5.69 个百分点至 44.63%，非流动资产占比 55.37%，公司资产结构较为均衡。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 193.73 亿元，较年初下降 16.05%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 17.87%）、应收票据及应收账款（占比 14.98%）、其他应收款（合计）（占比 40.92%）和存货（占比 14.65%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 34.61 亿元，较年初下降 50.41%，主要系收入下降及偿还债务所致。公司货币资金主要为银行存款，占比 99.86%。公司受限货币资金 29.14 亿元，主要为定期存款及保证金，占货币资金总额的 84.20%，受限比例很高。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 29.02 亿元，较年初下降 29.89%。截至 2018 年底，应收票据 2.97 亿元，银行承兑汇票和商业承兑汇票占比分别为 23.54%和 73.31%；应收票据较年初大幅下降 73.69%，主要系期末使用票据支付货款及收入下降导致应收货款减少所致。截至 2018 年底，公司应收账款 26.05 亿元，较年初下降 13.45%。公司按账龄分析法计提的应收账款余额 19.14 亿元，从账龄来看，1 年以内占比 67.18%，1~2 年占比 19.45%，2~3 年占比 5.92%，其余为 3 年以上，公司应收账款账龄较上年有所延长，存在一定回收风险。从集中度来看，应收账款前 5 名合计 10.43 亿元（占比 36.05%），集中度较高。公司累计计提坏账准备 2.87 亿元，计提比例 9.93%，计提较为合理。

截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）79.28 亿元，较年初增长 33.54%。其中，其他应收款 78.95 亿元，主要为与其他非关联企业之间的往来款；其他应收款较年初增长 34.49%，主要系新增应收股权转让款和应收土地收储款所致。公司按账龄分析法计提减值准备的其他应收款占比 28.74%，主要为 1 年以内（占比 93.70%）；关联方组合计提坏账准备的其他应收款占比 48.60%。公司共计提其他应收款坏账准备 1.13 亿元，计提比例 1.41%，计提比例下降。从集中度来看，公司前五大其他应收款 27.63 亿元，占比 34.51%，集中度较高。公司其他应收款规模较大，占用运营资金。

截至 2018 年底，公司存货 28.37 亿元，较年初下降 34.04%，主要系库存商品（产成品）减少所致。公司存货主要由库存商品（产成品）（占比 29.49%）、开发成本（占比 22.75%）、开发产品（占比 19.65%）和原材料（占比 13.18%）构成。公司计提存货跌价准备 3.28 亿元，库存商品（产成品）计提的跌价准备大幅增加 3.02 亿元，主要系受行业景气度下滑及国六标准出台的影响，公司对库存国五标准的乘用车降价促销所致。需继续关注存货跌价风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产共计 240.33 亿元，较年初增长 5.48%，变化不大。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 11.97%）、长期股权投资（占比 29.70%）、固定资产（合计）（占比 27.82%）和发放贷款及垫款（占比 17.74%）构成。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 28.77 亿元，较年初下降 27.11%，主要系处置南岸区海棠溪新街厂房和力帆中心部分房产所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 71.38 亿元，较年初增长 8.35%，主要系权益法确认的对重庆银行股份有限公司投资收益增加所致。

截至 2018 年底，公司固定资产（合计）66.85 亿元，较年初变化不大。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 26.97%）和机器设备（占比 71.72%）构成，累计计提折旧 20.11 亿元，计提

减值准备 0.91 亿元，成新率为 77.27%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司发放贷款及垫款 42.63 亿元，较年初大幅增长 96.42%，主要系力帆财务对外业务增加所致。公司发放贷款和垫款主要为信用贷款，以批发零售业（占比 52.13%）和租赁及商务服务业（占比 23.65%）为主，共计提贷款损失准备 0.53 亿元。2018 年公司未出现贷款逾期情况。

截至 2018 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 122.68 亿元，占总资产的 28.26%，资产受限规模较高。

表 5　截至 2018 年底公司使用受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限规模	受限类型及用途
货币资金	29.14	定期存款或保证金
应收账款	9.06	为出口押汇借款提供质押担保
存货	7.57	为银行借款提供抵押担保
长期股权投资	29.95	为银行借款提供质押担保
投资性房地产	27.44	为银行借款提供抵押担保
固定资产	14.90	为银行借款提供抵押担保及融资租赁设备
无形资产	4.61	为银行借款提供抵押担保
合计	**122.68**	--

资料来源：公司年报
注：公司另有17.11亿元票据质押用于开具银行承兑汇票和取得银行借款，全部为合并范围内各公司间开具票据，合并时抵消。

总体看，2018 年底，公司资产规模略有下降，应收账款、其他应收款和存货对营运资金占用严重；资产受限比例较高，公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 319.56 亿元，较年初下降 6.35%，主要系非流动负债减少所致；其中，流动负债占比上升 4.87 个百分点至 90.49%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 289.17 亿元，较年初变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占比 47.23%）、应付票据及应付账款（占比 19.88%）、其他应付款（合计）（占比 13.62%）和一年内到期的非流动负债（占比 11.92%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 136.57 亿元，较年初下降 21.50%，主要系公司生产规模下降、占用营运资金减少所致。公司短期借款中质押借款占比 75.58%，保证借款占比 18.48%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 57.48 亿元，较年初变动不大。其中，应付票据 38.03 亿元，主要为商业承兑汇票（占比 65.45%）；较年初增长 13.26%，主要系以票据形式结算增加所致。公司应付账款 19.45 亿元，较年初下降 22.13%，主要系随着工程完工，应付工程设备款减少所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）39.38 亿元，较年初大幅增加 29.76 亿元。其中，其他应付款 37.61 亿元，较年初大幅增加 29.66 亿元，主要系新增非金融机构借款所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 34.48 亿元，较年初增长 14.46%，主要系剩余期限不足一年的长期借款转入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 30.39 亿元，较年初下降 38.05%，主要系长期借款和长

期应付款（合计）减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 31.79%）、应付债券（占比 36.91%）和长期应付款（合计）（占比 20.73%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 9.66 亿元，较年初下降 40.57%，主要系公司控制新增债务所致。长期借款中，1~2 年到期占比 8.74%，2~3 年到期占比 52.83%，其余为 3 年以上，集中偿还压力尚可。

截至 2018 年底，公司应付债券 11.22 亿元，较年初下降 22.64%，主要系偿还“15 渝力帆 MTN001”和回售“16 力帆 02”所致。

截至 2018 年底，公司长期应付款（合计）6.30 亿元，较年初大幅下降 48.40%，主要系非售后回租类的长期应付融资款减少所致。长期应付款中，1~2 年内到期的占比 88.99%，2~3 年内到期的 10.12%，存在一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司全部债务 273.86 亿元，较年初下降 3.98%，主要系长期债务减少所致；其中短期债务占比 90.08%，长期债务占比 9.92%，仍以短期债务为主，债务结构进一步失衡。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.62%、70.52%和 19.18%，较年初分别下降了 0.79 个百分点、0.33 个百分点和 6.97 个百分点。公司整体债务负担很重。

总体看，2018 年低，公司负债水平较年初有所下降，但负债结构有待改善；整体债务负担仍很重，短期偿债压力很大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 114.50 亿元，较年初下降 2.44%，主要系其他综合收益减少所致。归属于母公司的所有者权益 69.73 亿元，占所有者权益的 60.89%；其中，实收资本占比 17.93%，资本公积占比 43.11%，其他综合收益占比 10.71%，盈余公积占比 1.60%，未分配利润占比 26.65%。公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，少数股东权益占比较大，权益结构稳定性尚可。

总体看，2018 年底，公司所有者权益略有下降，少数股东权益占比较大，权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 123.70 亿元，较上年下降 10.46%，主要系乘用车业务下降所致；其中营业收入 122.59 亿元，较上年下降 10.37%。实现营业利润 1.45 亿元，净利润 2.05 亿元，分别较上年下降 59.56%和 42.82%，主要系期间费用增加及营业收入下降幅度大于营业成本所致

期间费用方面，2018 年公司费用总额 32.67 亿元，较上年增长 21.18%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用 7.74 亿元，较上年增长 12.03%，主要系广告费及宣传费增加所致；管理费用 7.06 亿元，较上年下降 10.92%，主要系业务规模下降所致；研发费用 1.99 亿元，较上年增长 15.48%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用 15.87 亿元，较上年增长 52.71%，主要系利息支出和汇兑损失增加所致。2018 年，公司费用收入比由 19.51%上升至 26.41%，期间费用尤其是财务费用对营业利润侵蚀非常严重。

非经常性损益方面，2018 年，公司资产减值损失 8.05 亿元，较上年大幅增加 7.73 亿元，主要系新增存货跌价损失和商誉减值损失所致；资产减值损失对公司利润存在较大侵蚀。2018 年，公司公允价值变动损失 1.57 亿元，较上年减少 3.57 亿元，主要系处置投资性房地产，结转对应的投资性房地产公允价值变动所致。2018 年，公司取得投资收益 11.28 亿元，较上年增长 23.53%，

主要系处置力帆汽车股权所致；投资收益占利润总额的 454.90%。2018 年，公司资产处置收益 19.99 亿元，较上年大幅增加 19.85 亿元，主要系收到 15 万辆乘用车生产基地收储款所致；资产处置收益是利润总额的 8.06 倍。2018 年，公司计入当期损益的政府补助 0.66 亿元，对利润总额贡献有限。公司利润对非经常性损益依赖很大。

从盈利指标情况来看，2018 年公司营业利润率 9.56%，较上年下降了 4.25 个百分点；总资本收益率和总资产报酬率分别为 4.86%和 4.40%，较上年分别上升 1.17 个百分点和 1.18 个百分点；净资产收益率较上年下降 1.36 个百分点至 1.77%，公司整体盈利能力仍有待提升。

总体看，2018 年，公司营业收入规模有所下降，期间费用对营业利润侵蚀非常严重，公司利润对非经常性损益依赖程度很高，主营业务盈利能力弱。

5．现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 157.10 亿元，较上年变化不大，主要为销售商品和与关联方往来款现金；经营活动现金流出 149.85 亿元，较上年下降 6.85%，主要系支付其他与经营活动有关现金减少所致。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 7.25 亿元，由净流出转为净流入。2018 年，公司现金收入比为 105.95%，较上年上升了 18.23 个百分点，收入实现质量仍一般。

2018 年，公司投资活动现金流入 38.40 亿元，较上年下降 19.89%，主要系收回理财产品的现金减少所致；投资活动现金流出 17.32 亿元，较上年下降 52.52%，主要系购买理财产品支出现金减少所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金净流入 21.08 亿元，净流入规模较上年增长 83.90%，主要为收到的政府土地收储款增加。

2018 年，公司筹资活动现金流入 380.24 亿元，较上年增长 15.62%，主要收到票据贴现款增加所致；筹资活动现金流出 434.58 亿元，较上年增长 27.20%，主要系支付到期票据的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金净流出 54.34 亿元，净流出规模较上年增加 41.55 亿。

2018 年，公司经营性现金流状况得到改善，投资性现金净流入规模大幅增长，公司筹资活动现金大幅净流出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的 0.79 倍和 0.64 倍下降为 0.67 倍和 0.57 倍；现金短期债务比由上年的 0.33 倍下降至 0.15 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度很差。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 24.24 亿元，较上年增长 27.77%，主要系利息费用支出增加所致；其中，折旧占比 16.04%，摊销占比 2.85%，计入财务费用的利息支出占比 70.88%，利润总额占比 10.23%，利润总额贡献较少。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.71 倍下降至 1.41 倍；EBITDA 全部债务比为 0.09 倍，与上年变化不大。EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度有待提高。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年底，公司对外担保金额为 12.78 亿元，占净资产的 11.16%，存在一定对外担保风险。

截至 2019 年 3 月底，公司无对重大诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年 3 月底，公司已获银行授信额度 130.47 亿元，未使用额度 11.98 亿元，公司间接

融资渠道有待拓宽；子公司力帆股份为上市公司，具有直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10500109002166702），截至2019 年 4 月 10 日，公司未结清信贷业务中，无不良和关注类记录；已结清信贷业务中，有 4 笔欠息，但均已正常归还，无 2018 年新增欠款事项。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力有所下降。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）37.58 亿元，约为“17 力控债”和“18 力控 01”待偿债券本金合计（5.95 亿元）的 6.31 倍，公司现金类资产对“17 力控债”和“18 力控 01”的覆盖程度较高；净资产 114.50 亿元，约为“17 力控债”和“18 力控 01”待偿债券本金的 19.23 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 力控债”和“18 力控 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年公司 EBITDA 为 24.24 亿元，约为“17 力控债”和“18 力控 01”待偿债券本金合计（5.95 亿元）的 4.07 倍，公司 EBITDA 对“17 力控债”和“18 力控 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 157.10 亿元，约为“17 力控债”和“18 力控 01”待偿债券本金合计（5.95 亿元）的 26.39 倍，公司经营活动现金流入量对“17 力控债”和“18 力控 01”的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对“17 力控债”和“18 力控 01”的偿还能力很强。

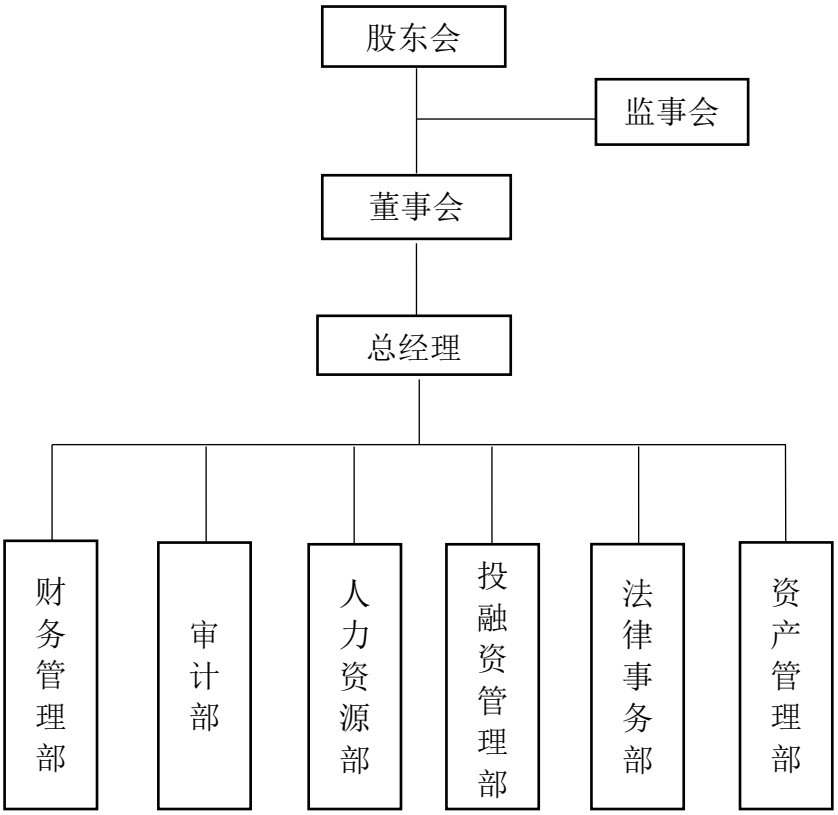
八、综合评价

跟踪期内，受汽车行业景气度下行以及产品结构影响，公司整体经营情况不佳，乘用车及摩托车产销量和毛利率水平均有所下降，产能利用率不足，导致公司收入规模下降；加之公司资产减值损失和期间费用对营业利润侵蚀非常严重，主营业务盈利能力较弱，公司盈利能力和偿债能力大幅下降。联合评级同时也关注到传统燃油车市场竞争日趋激烈、公司整体债务负担重且短期偿债压力较大、利润总额对非经常性损益依赖非常高、资产受限比例较高以及公司子公司股权质押比例过高且部分股份被冻结等因素对公司经营和信用状况造成的不利影响。

跟踪期内，公司对应付债券进行了回售和付息，债券余额已大幅下降。未来，随着汽车行业的复苏，以及公司新能源汽车板块盈利增长，公司经营状况有望恢复。

综上，联合评级下调公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”；同时下调“17 力控债”和“18 力控 01”的债项信用等级为 AA-。

附件 1　重庆力帆控股有限公司
组织架构图



附件 2　重庆力帆控股有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	446.70	458.60	434.06
所有者权益（亿元）	111.70	117.37	114.50
短期债务（亿元）	235.19	243.65	246.69
长期债务（亿元）	43.75	41.56	27.17
全部债务（亿元）	278.94	285.21	273.86
营业收入（亿元）	115.16	138.15	123.70
净利润（亿元）	3.56	3.59	2.05
EBITDA（亿元）	18.82	18.97	24.24
经营性净现金流（亿元）	-15.83	-1.88	7.25
应收账款周转次数（次）	3.69	4.65	4.05
存货周转次数（次）	2.34	2.77	2.94
总资产周转次数（次）	0.27	0.31	0.28
现金收入比率（%）	77.31	87.72	105.95
总资本收益率（%）	3.96	3.69	4.86
总资产报酬率（%）	3.51	3.23	4.40
净资产收益率（%）	3.34	3.13	1.77
营业利润率（%）	12.27	13.81	9.56
费用收入比（%）	21.55	19.51	26.41
资产负债率（%）	74.99	74.41	73.62
全部债务资本化比率（%）	71.41	70.85	70.52
长期债务资本化比率（%）	28.14	26.15	19.18
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.71	1.41
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.09
流动比率（倍）	0.81	0.79	0.67
速动比率（倍）	0.67	0.64	0.57
现金短期债务比（倍）	0.35	0.34	0.15
经营现金流动负债比率（%）	-5.55	-0.64	2.51
EBITDA/待偿债券额度（倍）	3.16	3.19	4.07

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，由于四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、向中央银行借款、吸收存款及同业存放、拆入资金、其他应付款中的非金融机构借款已纳入短期债务及相关指标核算；4、长期应付款中的融资租赁款和其他非流动负债中的其他借款及资产支持证券融资已纳入长期债务及相关指标核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。