

信用等级公告

联合[2017]210 号

重庆力帆控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆力帆控股有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 三月二十二日

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

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券

信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：本次不超过人民币 14 亿元

债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 3 月 22 日

财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	256.40	320.85	395.70	416.79
所有者权益（亿元）	69.83	78.18	101.54	104.52
长期债务（亿元）	54.29	30.16	29.70	51.72
全部债务（亿元）	148.10	203.50	240.92	259.82
营业收入（亿元）	101.57	119.92	125.35	82.64
净利润（亿元）	3.17	5.30	4.19	1.92
EBITDA（亿元）	10.00	13.96	13.86	--
经营性净现金流（亿元）	-6.31	-6.57	-11.54	0.60
营业利润率（%）	17.80	18.40	18.20	16.25
净资产收益率（%）	4.75	7.16	4.66	--
资产负债率（%）	72.77	75.63	74.34	74.92
全部债务资本化比率（%）	67.96	72.25	70.35	71.31
流动比率（倍）	1.17	0.89	0.87	0.91
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.42	2.49	2.30	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.71	1.00	0.99	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2、本报告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，这些差异是由于四舍五入造成的。3、2016 年三季度数据未经审计，相关指标未年化。4、吸收存款及同业存放、其他流动负债中的非公开定向融资工具已纳入短期债务及相关指标核算。5、2015 年~2016 年 9 月长期应付款中的融资租赁款已纳入长期债务及相关指标核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对重庆力帆控股有限公司（以下简称“公司”或“力帆控股”）的评级反映了公司作为中国大型民营摩托车、汽车制造企业，在出口市场占有率、产融结合、直接融资能力等方面具备优势。近年来，公司乘用车业务发展迅速，资产和收入规模不断提升。同时，联合评级也关注到国内摩托车市场景气度低迷、乘用车市场竞争激烈、出口业务受汇率波动和当地政策等因素影响大、经营现金流持续净流出、债务负担偏重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着募投项目的建成，公司产品线和配套能力进一步加强，产融结合优势显现，业务规模有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内大型民营摩托车和乘用车制造企业，在国内外市场均拥有广泛的销售渠道，出口量和出口额均位居国内车企前列；并在多国设立跨国工厂，产能规模较大。

2. 公司生产的摩托车整车和发动机产品种类丰富、型号齐全，乘用车新型车不断推出，未来发展前景较好。

3. 公司参股的重庆银行盈利能力较强，股权质量较好，近三年持续盈利，对公司收益贡献较大。

4. 公司所有者权益持续增长，下属主要子公司力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“力帆股份”）为 A 股上市公司，直

接融资渠道通畅；力帆股份于 2015 年初完成定向增发，资本实力有所提升。

关注

1. 国内摩托车市场受“禁摩限摩”政策及微型车替代等影响景气度低迷、公司乘用车品牌在国内市场认知度偏低，对公司业务拓展形成压力。
2. 受俄罗斯、巴西等国家经济疲弱以及卢布、雷亚尔等货币贬值影响，公司乘用车类出口量波动较大，存在一定的经营风险和汇兑风险。
3. 公司利润总额对投资收益依赖程度高，若被投资单位经营情况出现波动，公司盈利能力将受到影响。
4. 公司存货和其他应收款规模较大，对营运资金形成占用；公司给予境外客户销售账期较长，经营获现能力有待提升。
5. 公司债务负担较重，且以短期债务为主，债务结构有待改善。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话：010-85172818

邮箱：caiz@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

除因本次信用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信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

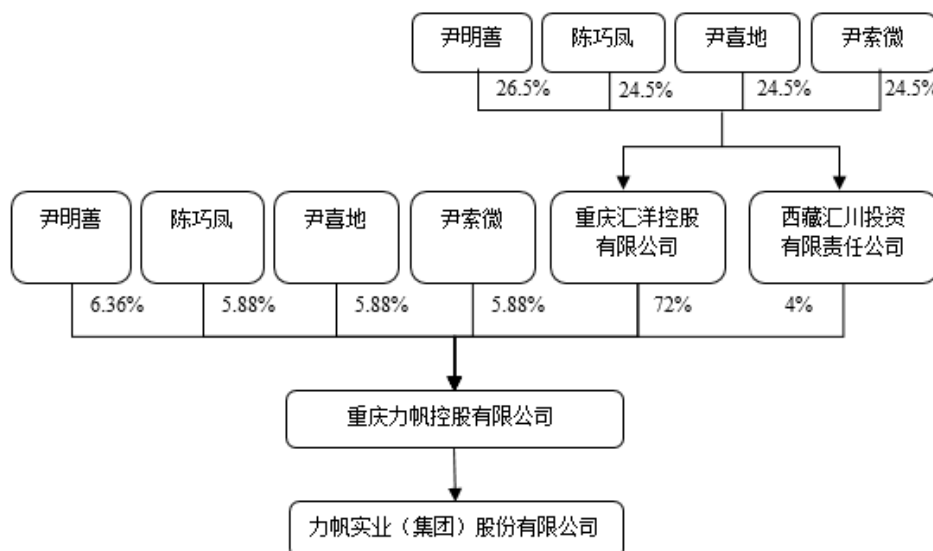


联合信用评级有限公司

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，是由尹明善、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。2012 年 3 月，公司注册资本增至 7.00 亿元，新增注册资本全部由重庆汇洋控股有限公司认缴。2012 年 5 月，重庆汇洋控股有限公司向公司增资 5.00 亿元，公司注册资本变更为 12.00 亿元。2014 年 6 月，西藏汇川投资有限责任公司向公司增资 0.50 亿元，公司注册资本变更为 12.50 亿元。尹明善及其家族成员（陈巧凤、尹喜地、尹索微）四人为一致行动人，共持有重庆汇洋控股有限公司、西藏汇川投资有限责任公司 100% 的股权。截至 2016 年 9 月底，公司实收资本合计 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，因此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 2016 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：利用公司自有资金向工业、高科技产业、房地产业、体育文化产业进行投资（以上经营范围不含吸收社会存款在内的金融业务），研制、生产、销售：汽车零部件、摩托车零部件、内燃机零部件（不含汽车、摩托车、内燃机发动机制造）、力帆牌载货汽车、金属材料及制品（不含稀贵金属）、电器机械及器材、仪器仪表、电子产品、通讯设备。

公司下设企业管理部、行政人事部、财务部、审计部、法律事务部和投资部 6 个职能部门（见附件 1）；截至 2016 年 9 月底，公司合并范围内包含了 7 家二级子公司；公司合并范围内共有员工人数 10,705 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”），其前身为成立于 1997 年的重庆力帆实业（集团）有限公司。2010 年 11 月 25 日，力帆股份在上海证券交易所上市，A 股公开发行 20,000 万股，发行价格 14.50 元/股，发行完成后总股本为 95,144.51 万股，募集资金净额 27.94 亿元，公司持股 65.02%；截至 2016 年 9 月底，力帆股份股本合计 12.56 亿元，公司持股 49.40%。

截至 2015 年底，公司资产总额为 395.70 亿元，负债合计 294.16 亿元，所有者权益（含少数

股东权益)合计 101.54 亿元,其中归属于母公司所有者权益 62.06 亿元。2015 年,公司实现营业收入 125.35 亿元,净利润(含少数股东损益) 4.19 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 2.30 亿元;经营活动产生的现金流量净额-11.54 亿元,现金及现金等价物净增加额 8.51 亿元。

截至 2016 年 9 月底,公司资产总额为 416.79 亿元,负债合计 312.28 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 104.52 亿元,其中归属于母公司所有者权益 62.98 亿元。2016 年 1~9 月,公司实现营业收入 82.64 亿元,净利润(含少数股东损益) 1.92 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 1.33 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.60 亿元,现金及现金等价物净增加额-10.20 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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“重庆力帆控股有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”(以下简称“本次债券”),发行总额不超过 14 亿元(含 14 亿元),拟一次或分期发行,票面金额 100 元/张,按面值发行,期限为不超过 5 年(含 5 年)。本次债券的票面利率将根据网下询价簿记结果由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致,在利率询价区间内确定。本次债券采用单利按年计息,不计复利。利息每年支付一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行的募集资金在扣除发行费用后,拟用于置换存量有息债务。

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

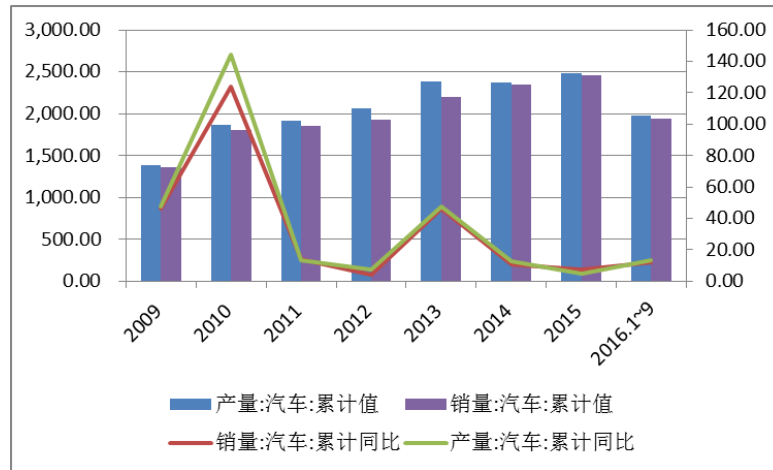
(1) 行业概况

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点,是拉动国民经济增长的主要产业。中国汽车工业的发展始于五十年代,至今已有五十多年的历史。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下,自 2000 年以来,中国汽车行业开始步入持续增长阶段,并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

从供需情况看,2013 年,在经历两年 5%以下的低速增长后,市场新增购车和换购需求释放,汽车行业迎来恢复性增长,中国汽车产销分别达 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆,同比增长 14.76% 和 13.87%,增速同比提升 10.2 和 9.6 个百分点;其中,乘用车产销增速分别上升 9.52 和 8.84 个百分点(以 MPV 和 SUV 销量增幅最高,分别为 145.0%和 49.4%),商用车分别上升 12.25 和 12.30 个百分点,新能源汽车同比增长 39.7%。乘用车刚性需求明显,产销增长均高于行业总体增长水平,乘用车已成为中国汽车产业发展的主要推动力。2014 年,我国汽车产销继续保持稳定增长,汽车产销分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆,同比分别增长 7.26%和 6.86%;乘用车产销分别

为 1,991.98 万辆和 1,970.06 万辆，产销同比增长分别为 10.14%和 9.88%。其中，轿车销售 1,237.67 万辆，同比增长 3.06%；MPV 销售 191.43 万辆，同比增长 46.67%；SUV 销售 407.79 万辆，同比增长 36.44%；交叉型乘用车销售 133.17 万辆，同比下降 18.06%。MPV 和 SUV 车型继续保持高速增长态势。

图 2 2009~2016 年 9 月我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

2015 年国内汽车整体产销量小幅增长，增幅比上年同期有所减缓。2015 年，我国全年汽车累计产量和销量分别为 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，同比增长 3.25%和 4.68%。其中乘用车累计产量和销售分别为 2,107.94 万辆和 2,114.63 万辆，同比增长 5.78%和 7.30%；商用车累计产量和销量分别为 342.39 万辆和 345.13 万辆，同比下滑 9.97%和 8.97%。

2016 年 1~9 月，中国汽车产销量分别为 1,971.80 万辆和 1,936.04 万辆，同比分别增长 13.17%和 12.30%，增幅分别比上年同期提升 14.07 和 11.99 个百分点；乘用车销量同比增长 15.15%，商用车销量增长 3.97%。2016 年 1~9 月，中国品牌乘用车共销售 706.55 万辆，同比增长 19.06%，占乘用车总销售的 42.68%，占有率比上年同期提升 2.79 个百分点，市场占有率逐步提升。

新能源汽车市场方面，根据中汽协的统计，2015 年，新能源汽车产销量分别为 34.05 万辆和 33.11 万辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍；其中纯电动汽车产销分别完成 25.46 万辆和 24.75 万辆，同比分别增长 4.2 倍和 4.5 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 8.58 万辆和 8.36 万辆，同比增长 1.9 倍和 1.8 倍，延续高速增长态势。新能源乘用车方面，2015 年，纯电动乘用车产销分别完成 15.22 万辆和 14.67 万辆，同比分别增长 2.8 倍和 3 倍；插电式混合动力乘用车产销分别完成 6.26 万辆和 6.07 万辆，同比均增长 2.5 倍。新能源商用车方面，同期的纯电动商用车产销分别完成 10.25 万辆和 10.08 万辆，同比分别增长 10.4 倍和 10.6 倍；插电式混合动力商用车产销分别完成 2.32 万辆和 2.29 万辆，同比增长 91.1%和 88.8%。

汽车出口受国际环境影响大，近年来汽车整车出口市场持续低迷。2013 年，受到中东等地区政策和发展环境的严重影响，中国汽车出口未能延续上年的良好增长态势，汽车整车累计出口 87.24 万辆，同比下降 6.4%，其中乘用车出口 48.60 万辆，同比下降 7.7%；商用车出口 38.64 万辆，同比下降 4.7%。同期，汽车整车累计进口 107.34 万辆，同比增长 1.8%，其中乘用车进口 104.14 万辆，同比增长 3.8%；商用车进口 3.20 万辆，同比下降 37.5%。2014 年，汽车整车出口量降幅比上年趋缓，出口金额结束下降，有所增长；全年共出口 94.73 万辆，同比下降 0.08%，增幅比上年减缓 6.51 个百分点；出口金额 138.06 亿美元，同比增长 6.95%。尽管 2015 年中国已连续 7 年蝉联全球汽车产销第一，但出口走势并不乐观，2015 年，中国国内车企累计出口汽车为 72.82 万

辆，比上年下降二成。考虑到近几年世界经济一直呈低速增长，发达国家消费者对消费支出更加谨慎，同时新兴经济体市场也出现较大波动，这造成了汽车购买意愿偏低、需求不振。此外，关税壁垒和贸易限制政策等又令中国汽车出口的门槛变高。与此同时，中国车企海外投资建厂步伐加快，致力实现本地化生产，部分整车出口也转变为零部件出口。

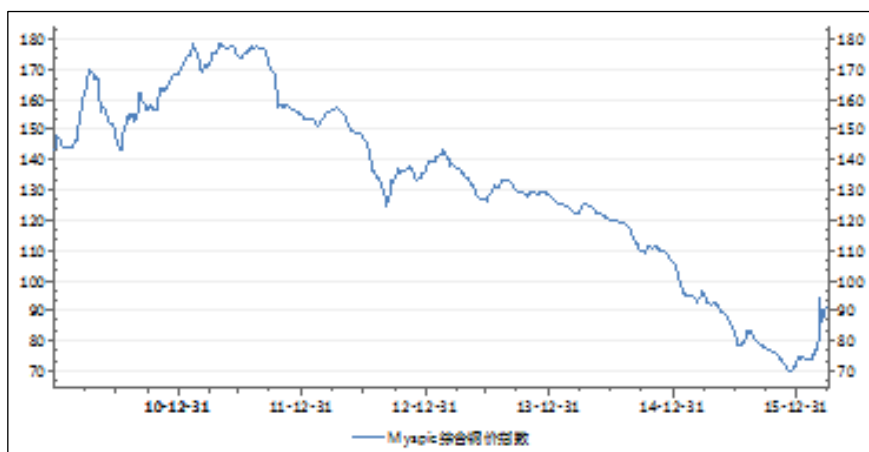
经营效益指标方面，据2015年汽车工业重点企业（集团）主要经济指标快报显示，汽车工业重点企业（集团）当年累计实现营业收入31,404.01亿元，同比微增0.51%；当年累计实现利润总额3,476.76亿元，同比下降2.91%；年末的应收账款额为2,611.94亿元，较上年末增长39.48%，增幅较大；年末的存货金额为2,386.56亿元，较上年末下降1.73%。

总体看，国内汽车行业产销量持续提升，但增幅趋缓；受全球宏观经济低速增长、贸易政策及车企海外建厂的影响，中国汽车出口数量减少；车企盈利增速放缓，应收账款增多，车企去库存压力仍然较大。

（2）钢材和燃油价格波动

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。2011年9月，随着欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，钢材下游企业增速放缓，钢材总体需求呈回落趋势，导致全年粗钢产量增速同比下降，钢材价格也严重受挫。进入2014年钢材价格进一步下探，截至2014年底，中国钢材综合价格指数已跌至历史低点。2015年，钢铁行业持续低位徘徊，钢材价格基本保持振荡下行的趋势，12月底钢材价格有小幅回升。考虑钢铁产能过剩和经济发展减速导致的下游需求不振两重因素造成的供需不平衡仍将持续，价格将维持弱势格局，呈现低位震荡的可能性较大。钢材价格的低位波动在一定程度上有助于汽车制造企业的成本控制。

图3 2010~2015年综合钢价指数变化情况



资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

燃油价格上涨将提高用车成本，直接影响乘用车消费和需求结构；同时上游的塑料、玻璃、橡胶、有色金属等原材料价格也随着原油成本增加而上涨，间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。从成品油价格来看，中国政府自2009年决定实行国内成品油价格与国际原油价格间接接轨的定价机制，近年来国家发改委对成品油价格进行不断调整，2009年五升四降九次调整、2010年三升一降四次调整、2011年一升一降两次调整、2012年三升三降六次调整，2013年八升七降十五次调整。2013年3月26日，国家发改委出台成品油价格形成机制完善方案，将调价周期由22个工作日缩短至10个工作日，取消4%的调价幅度限制，并调整挂靠油种。受此影响，国内油

价调整机制更具有时效性，调整也更频繁。2014~2015 年，受国际上地缘政治、国际原油价格波动的影响，国内成品油价格不断下跌；2014 年，国内成品油价格共调整了 17 次；其中 13 次下调，4 次上调。2015 年，汽、柴油价格共经历 23 轮调价周期，其中 12 次下调，7 次上调，4 次“搁浅”；汽油价格每吨累计下调 670 元，柴油价格每吨累计下调 715 元；折合 90 号汽油零售价格每升下调 0.49 元，0 号柴油每升下调 0.63 元。受全球原油价格持续出现大幅波动、国家成品油定价政策调整的影响，国内成品油销售价格波动较大，汽车消费结构及汽车销售情况也因此受到影响。

总体看，近年受宏观经济不景气影响，钢铁行业供需矛盾凸显，钢材价格持续走低，未来一段时期内保持区间震荡的可能性较大，对于汽车生产企业控制成本较为有利。同时，随着油价调整的常态化，直接影响乘用车消费和需求结构调整。

（3）行业竞争

从汽车行业整体市场格局上看，目前我国汽车年销量超过百万辆的企业集团有六家，分别为上汽集团、东风汽车集团、一汽集团、长安集团、北汽集团和广汽集团，六家企业集团占全国汽车销售总量的 77.85%。从产业集中度看，2015 年，中国汽车销量前 5 名的企业（集团）共销售汽车 1,784.53 万辆，占汽车销售总量的 72.55%（同比下降 1.62 个百分点）；中国汽车销售前 10 名的企业（集团）共销售汽车 2,200.70 万辆，占汽车销售总量的 89.47%（同比下降 0.25 个百分点）。2015 年，国内前十家汽车生产企业市场占有率与 2014 年基本一致，行业集中度较高。

表 1 国内前十家汽车生产企业销量及市场占有率排名（单位：万辆、%）

排名	2014 年			2015 年		
	汽车制造商	销量	占有率	汽车制造商	销量	占有率
1	上海汽车集团股份有限公司	558.37	23.77	上海汽车集团股份有限公司	586.35	23.84
2	东风汽车集团	380.25	16.19	东风汽车集团	387.25	15.74
3	第一汽车集团	308.61	13.14	第一汽车集团	284.38	11.56
4	中国长安汽车集团股份有限公司	254.78	10.85	中国长安汽车集团股份有限公司	277.65	11.29
5	北京汽车集团有限公司	240.09	10.22	北京汽车集团有限公司	248.90	10.12
6	广州汽车工业集团有限公司	117.23	4.99	广州汽车工业集团有限公司	130.31	5.30
7	华晨汽车集团控股有限公司	80.17	3.41	华晨汽车集团控股有限公司	85.61	3.48
8	长城汽车股份有限公司	73.08	3.11	长城汽车股份有限公司	85.27	3.47
9	奇瑞汽车股份有限公司	48.61	2.07	吉利汽车控股有限公司	58.79	2.39
10	安徽江淮汽车集团有限公司	46.47	1.98	安徽江淮汽车集团有限公司	56.19	2.28
	合计	2,107.66	89.72	合计	2,200.70	89.47

资料来源：中国汽车工业协会

总体看，中国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局，市场集中度高。

（4）行业政策

汽车产业振兴规划及新能源汽车补贴

2012 年 6 月，财政部、商务部联合发布《老旧汽车报废更新补贴资金管理暂行办法》，明确了 2012 年老旧汽车报废更新补贴车辆范围及补贴标准：以商用车为主，每辆补贴标准为 1.1~1.8 万元。上述补贴政策的推出，在一定程度上促进了汽车行业的发展。

2012 年 7 月，国务院出台的汽车产业纲领性文件《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》提出，加快培育和发展节能与新能源汽车产业，对于节能与新能源汽车国家将加大财税扶持力度。到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

2013年9月，财政部、发改委、工信部、科技部等联合发布《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》（下称“《通知》”）明确，2013年至2015年继续开展新能源汽车推广应用工作，继续依托城市尤其是特大城市推广应用新能源汽车；且补助标准依据新能源汽车与同类传统汽车的基础差价确定，并考虑规模效应、技术进步等因素逐年退坡。

2014年2月，财政部等四部委联合发布通知称，现行新能源汽车补贴推广政策于2015年底到期后，中央财政将继续实施补贴政策，以保持政策连续性，加大支持力度（具体办法另行公布）。同时，对2014和2015年度新能源汽车补助标准进行调整，按照2013年颁布的通知，纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车2014和2015年度的补助标准将在2013年标准基础上下降10%和20%；新通知将其降幅分别调整为5%和10%，调整后的补助将较原计划有所增加，以此推广新能源汽车应用，促进节能减排。

限购实行、阶段优惠政策退出

自2011年起，小排量汽车购置税减征、汽车下乡补贴、以旧换新等多项阶段性优惠政策已经退出，对国内汽车市场有所抑制。

为解决城市交通拥堵问题，部分城市陆续出台限购汽车政策。2010年12月，北京市政府发布《关于进一步推进首都交通科学发展，加大力度缓解交通拥堵工作的意见》，规定北京2011年小客车上牌数量限定为24万辆，采用摇号方式分配；2012年7月，广州市交通工作领导小组发布“限牌令”试行办法，对汽车增量分配指标规定为“环保+摇号+竞价”的分配模式，全市中小客车增量指标为12万个；2013年12月，天津市宣布在全市实行小客车增量配额指标管理；2014年3月，杭州宣布执行汽车限牌政策，成为第6个实施限牌的城市。一方面，限购政策使自主品牌汽车面临的销售压力加大；另一方面，汽车限购也影响了消费结构，中低端产品的需求将转向相对高端品牌以求一步到位的消费。

1.6 升及以下排量乘用车购置税减半政策

国务院总理李克强于2015年9月29日主持召开国务院常务会议，决定推出新一批简政放权放管结合改革举措。会议决定，一是完善新能源汽车扶持政策，支持动力电池汽车、燃料电池汽车等研发，开展智能网联汽车示范试点。机关企事业单位要落实车辆更新中新能源汽车占比要求，加大对新增及更新公交车中新能源汽车比例的考核力度，对不达标地区要扣减燃油和运营补贴。创新分时租赁、车辆共享等运营模式。各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。二是从2015年10月1日到2016年12月31日，对购买1.6升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策。三是加快淘汰营运黄标车，开展清理整顿专项行动。对进度严重滞后省份要强化问责。在现有资金支持基础上，允许地方政府将盘活的财政存量资金用于推动淘汰工作。确保完成到2017年全国基本淘汰黄标车任务。

加快推广新能源汽车

在新能源汽车公共交通推广领域，2015年3月，《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》发布；2015年5月，《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》公布。在节能减排方面，2015年1月，修订的《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》发布；2015年8月，《大气污染防治法（修订草案）》通过，增加了制定燃油质量标准应符合国家大气污染物控制要求的规定；2015年9月，《关于贯彻落实减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税有关问题的通知》发布。在补贴减税方面，2015年4月，《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》发布；2015年5月，《关于节约能源使用新能源车船车船税优惠政策的通知》发布。在充电设施方面，2015年10月，《关于

加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》发布；2015年11月，《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》发布；2015年12月，五部委就“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策征求意见。

总体看，未来国家汽车政策的战略方向一方面是继续延续“调结构”的节能与新能源汽车补贴，新能源汽车发展前景较好。

（5）行业关注

国内自主品牌盈利能力和研发能力有待进一步提升

随着国内汽车消费市场的培育和发展，消费者对价格的敏感性降低，对车的性能、安全、外观和油耗等因素关注日益提高，而国内自主品牌汽车企业起步晚，技术积累薄弱，短期内受困于低端市场的格局难以改变，盈利能力普遍偏弱。随着合资企业纷纷将国外精品小车型导入我国市场，自主品牌的价格优势将逐渐弱化，盈利空间受到挤压。在合资整车企业中，目前主要由外方提供车型，主要核心技术掌握在外方手中，中方企业整体自主研发能力仍有待进一步提升。

限购、限行城市增多，对汽车行业发展产生冲击

随着居民消费升级，个人购车势头较为强劲。但是，受到城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承载力限制等因素的影响，北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外，限购还将对中低端国产品牌乘用车形成打压。以北京为例，实施限购政策前后，销售车辆的平均单价提高了88%，1.6升及以下排量的轿车占有率下降了17%，限购和各种牌号限制使消费者更加趋向于买大尺寸车、大排量车、高价车、进口车。

公车改革、上海自贸区开展平行进口汽车试点将对国内汽车销售产生影响

2014年国家发改委启动中央国家机关公务用车制度改革的调研工作，厅局级及以下官员专车或全部取消，只有公务用车；同时，上海市商务委发布《关于在中国（上海）自由贸易试验区开展平行进口汽车试点的通知》，规定在自贸试验区开展平行进口汽车试点业务时，注册在自贸试验区内的汽车经销商，经商务部进口许可，从事进口国外汽车的经营活动。公车改革及上海自贸区开展平行进口汽车试点政策均将对国内汽车销售市场产生一定影响。

（6）行业发展

从中长期看，汽车行业具有稳定增长的支撑。我国经济发达程度和汽车保有量水平决定中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力，支撑我国汽车行业稳定增长。

我国汽车行业在经历刺激政策退出带来的调整期之后，资金、资源和技术将向优势企业汇集。伴随并购重组催生特大型集团不断诞生，产业集中度必然提高，规模化生产将增强行业整体竞争力；企业间的竞争将更加集中于生产规模与产品结构、自主研发与创新能力、供应链管理等核心要素，具有上述优势的大中型企业将在竞争中继续占据有利地位。

此外，新能源汽车正迎来前所未有的发展时期。2013年以来，在资源与环保压力下，发展新能源汽车在世界范围内受到高度关注。各汽车厂商纷纷加大对新能源汽车的研发，并持续推出不断成熟的新能源车型。国内在2013年9月新能源汽车补贴政策正式出台后，新能源汽车的性价比优势也正在逐渐显现，销量出现了快速提升。2014年随着各地方补贴政策陆续出台及相关基础设施建设的逐步完善，2014年，300多款新车型上市，全年生产8.39万辆，同比上涨近4倍。

最后，随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场逐步扩大；而目前随着汽车消费的升级，我国汽车金融和服务将迎来重大的发展机遇。根据发达国家汽车行业的发展经验，中国汽车工业

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。

2. 摩托车行业

(1) 行业概况

中国摩托车工业自二十世纪九十年代开始快速发展,已形成了完整的生产、开发及营销体系,并有了相当一部分独立自主的知识产权;但由于摩托车行业的景气度与宏观经济环境、政策环境的相关性较大,行业产销的增长性出现了一定波动。近年来由于人民币升值、多个城市实施禁限摩政策等因素影响,摩托车行业景气度不断下滑。在宏观经济增速放缓的大环境下,一方面电动车和汽车逐渐替代摩托车成为代步出行工具,逐步侵蚀了摩托车产品在农村市场的份额;同时,产品同质化竞争严重,产业链局部集中度过高,不但造成产业技术发展失衡,更造成摩托车行业现状在低端化的市场竞争加剧;再者,以城市代步为主要目的的踏板车的产量在增长,摩托车产品的娱乐性和个性化特征显现,对市场参与者的产品结构调整提出了要求。

2013年,我国摩托车出口市场有所回升,摩托车整车出口量同比上升1.87%,但内销市场仍处低迷,且重点的农村市场逐步被微型汽车、电动车等占据了一定份额,迫使产品结构调整以及日系产品、优势企业纷纷降价,行业竞争进一步加剧,行业产销延续下滑态势,同比分别缩减3.12%和2.56%。2014年,摩托车出口跌至负增长,行业产销量同比下降7.08%和7.59%。2015年,中国摩托车整车的产销量分别为1,883.22万辆和1,882.3万辆,比上年下降11.57%和11.71%;其中,摩托车出口769.81万辆,比上年下降10.32%,降幅比上年扩大3.95个百分点;出口金额42.57亿美元,同比下降10.62%,降幅比上年扩大5.95个百分点。

中国摩托车行业企业的区域分布集中度较高。国内在产摩托车企业主要集中在重庆、广东、江浙、鲁豫等板块。根据中国汽车工业协会统计,2015年,摩托车出口量排名前十位的企业依次为:隆鑫、力帆、大长江、银翔、广州大运、宗申、新大洲本田、广州豪进、广东大冶和五羊-本田,分别出口97.31万辆、58.53万辆、49.14万辆、48.96万辆、39.72万辆、33.90万辆、28.67万辆、25.94万辆、25.78万辆和25.01万辆。与上年同期相比,广东大冶和五羊-本田出口金额呈较快增长,宗申、大长江和力帆增速略低,其他企业有所下降。

企业效益方面,2015年,在中国摩托车产销量和出口量都处于下滑的情况下,中国摩托车行业总体利润仍处于增长当中,但行业获利能力依然偏弱。据中国汽车工业协会对全国92家摩托车生产企业经济指标快报统计,2015年摩托车生产企业工业总产值、工业销售产值、营业收入、利税总额等主要经济指标同比依然下降,降幅继续扩大;利润总额保持增长,增幅继续回落。

总体看,中国摩托车行业产销量呈逐年下降趋势,出口量下滑幅度不断扩大,同时受城市禁限摩政策、电动车及汽车替代产品的影响,国内摩托车销售市场景气度低迷,摩托车行业获利能力偏弱。

(2) 行业政策

摩托车下乡政策停止执行

财政部会同有关部门自2009年2月1日起开始实施摩托车下乡政策,自实施以来,摩托车下乡政策对摩托车产品推广至农村市场起到了重要作用。根据中国政府发布的财建[2012]886号文件,按照《汽车摩托车下乡操作细则》(财建〔2009〕248号)的规定,2013年1月31日摩托车下乡政策执行到期。

“国Ⅲ”标准实施

2009年6月,环境保护部发出公告(2009年第29号),在全国范围内,所有制造、销售、注

册登记的两轮摩托车和两轮轻便摩托车自 2010 年 7 月 1 日起、三轮摩托车和三轮轻便摩托车自 2011 年 7 月 1 日起，其大气污染物排放须符合“国三”标准要求，同时停止制造、销售、注册登记不符合标准要求的相应类型的车辆。

取消 250ml 以下排量摩托车消费税

中小排量摩托车的用户主要是农民和中小城镇城市居民。根据财政部财税[2014]93 号文件，中国将取消气缸容量 250 毫升（不含）以下的小排量摩托车消费税，气缸容量 250 毫升和 250 毫升（不含）以上的摩托车继续分别按 3%和 10%的税率征收消费税，自 2014 年 12 月 1 日起执行。摩托车消费税的减免，对现阶段摩托车市场将会起到一定拉动作用。

摩托车出口退税恢复到 17%

中国摩托车出口比重大，近年来，全球经济衰退、人民币升值、竞争国威胁等因素都对中国摩托车出口提出了巨大挑战。根据财政部财税[2014]150 号文件，中国摩托车出口退税恢复到了 17%，对出口市场释放了利好消息。

（3）行业关注

出口及内销的限制性政策

出口贸易壁垒限制。近年来，发达国家凭借其技术领先优势，通过提高技术标准的方式限制中国相关产品进入其市场，设置技术壁垒；同时，部分发展中国家（如土耳其、阿根廷）也增加了设置贸易壁垒的措施。国内摩托车产品的出口比例较大，出口国技术壁垒和贸易壁垒的限制对出口造成一定影响。

各城市“限摩、禁摩”政策对摩托车产业有一定负面影响。中国“限摩、禁摩”是 1985 年首先从首都北京开始的，之后各大中城市先后出台“限摩、禁摩”政策，目前已经有 150 余个城市出台相关政策。由于需求增长不足，“限摩、禁摩”政策已对渝浙粤苏鲁等省的摩托车生产企业带来较大的负面影响，同时也波及全国各地的摩托车经销商。

中低端摩托车市场仍会长期存在

中国人口众多，贫富差距较大，地域发展存在着严重的不平衡。在很多农村地区，摩托车仍长期是农民主要出行交通工具和生产工具。这些摩托车主要以中低端摩托车为主，产品特性为价格低、维修保养便宜、机动灵活。

近年来，随着农村生活水平和消费水平的提高，微型汽车和电动车等产品逐步成为农村消费者的代步及运输工具，摩托车农村市场有所缩小，促使了中国摩托车行业产品结构的新一轮调整。

（4）行业发展

从产品类型看，未来环保车将成为发展方向。“国Ⅲ”标准的施行标志国内摩托车排放法规正不断趋于严格，另外一些地区也制订了地方标准，这都对摩托车的排放提出了更高的要求，所以符合环保要求的摩托车将成为今后市场的热点。电喷摩托车、燃气摩托车和电动摩托车将受到消费者青睐。

从市场看，国内方面，城市摩托车市场受大中城市“限摩、禁摩”影响出现萎缩，农村摩托车市场被汽车等产品挤占，且摩托车下乡政策停止执行，内销市场的压力逐步加大；但考虑到农村市场仍存在贫富差距，中低端摩托车具有价格低、保养便宜等成本优势，未来仍会长期存在。国际方面，继越南、印尼市场以后，非洲、南美洲和欧洲市场上的中国摩托车也越来越多，出口市场将会进一步扩大。

整体看，受“国Ⅲ”标准实施以及国内大中城市禁摩限摩的影响，国内摩托车市场将持续低迷。未来摩托车生产逐步向行业内优势企业集中，行业内优势企业将继续扩大其生产规模和竞争

优势，进一步拓展出口市场。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是中国大型的民营汽车、摩托车制造企业之一，为国家火炬计划重点高新技术企业。近年来，公司收入规模持续增长，2013~2015 年，公司分别实现营业总收入 101.57 亿元、119.92 亿元和 125.35 亿元。

公司产能规模大，2015 年，公司已具备年产 315 万台摩托车发动机、132 万辆摩托车整车、18 万辆乘用车整车（新能源汽车目前共线生产）和 100 万台内燃机的生产能力。2016 年 1~9 月，公司具备产 236 万台摩托车发动机、99 万辆摩托车整车、13 万辆乘用车整车（新能源汽车目前共线生产）和 75 万台内燃机的生产能力。国外生产方面，公司在乌拉圭、埃塞俄比亚自建乘用车工厂，并在越南、泰国、土耳其自建摩托车工厂¹；另在俄罗斯、伊朗、伊拉克、阿塞拜疆、缅甸等国家有合作伙伴，进行代工生产。

公司各板块产品种类较为丰富，能充分满足客户需求。摩托车整车方面，公司已形成了包括弯梁车、骑式车、踏板车、太子车、越野车、沙滩车等全部车型在内的六大产品系列；摩托车发动机方面，公司自主研发的发动机排量包括 50ml、70ml、90ml、100ml、110ml、125ml、140ml、150ml、160ml、175ml、200ml、250ml、300ml、400ml 多个排量，具备手动和自动离合、风冷和水冷、电启动和普通启动多个系列产品；乘用车方面，2015 年公司推出了 B 级轿车“力帆 820”、MPV-CA08 力帆乐途等新车型，并积极开发紧凑型 SUV-CA09 力帆迈威等产品。

从国内市场看，截至 2015 年底，公司摩托车销售网络国内共有一级（省级）总经销商 42 个，全国经销商网点 3,031 家，覆盖全国所有的省、直辖市、自治区，服务范围已覆盖全国绝大多数区县。乘用车销售网络共有国内一级经销商 375 个，二级 808 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 11 个中心配件站，632 个一级维修站，141 个二级服务站，覆盖了 98% 地级市。

从出口市场看，2015 年，根据中国汽车工业协会统计分析，公司摩托车出口量全国排名第 2，出口金额全国排名第 3；根据海关数据统计，2015 年，公司乘用车出口量在中国出口车企中排名第 3，出口市场份额占比 15%。截至 2015 年底，摩托车整车方面，公司海外代理网点 500 多个，遍布东南亚、拉丁美洲、非洲、东欧等主要摩托车消费市场；同时在诸如美国、墨西哥等利润空间较大的地区设立直销公司，并建立相应的物流、仓储和售后服务体系。乘用车方面，公司在海外市场共建设有 459 个销售网点，除伊朗、巴西市场重点在于开拓更多网点以外，其他市场的重点工作在于整合优化网点布局，提升单个网点的销售额。

整体看，公司在国内外市场均拥有广泛的销售渠道，收入规模大，出口量和出口额均位居国内车企前列；并在多国设立跨国工厂，产能规模较大。公司生产的摩托车整车和发动机产品种类丰富、型号齐全，乘用车新型车不断推出，未来发展前景较好。

2. 技术及工艺

公司拥有国家级企业技术中心（下设摩托车研究院和汽车研究院）和国家实验室认可的质量检测中心。2013 年 11 月，在国家发展和改革委员会公布的国家认定企业技术中心评价结果中，力帆国家级技术中心以 86.8 分的成绩获评合格，位列 887 家参评企业中第 109 位，居汽车行业第

¹ 公司在海外的自建乘用车工厂及摩托车工厂主要将国内工厂生产的 KD 件（CKD 件）进行组装，不单独计算产能。

8 位、摩托车行业第 1 位。

截至 2016 年 9 月底，公司在全球获得注册商标 1,560 项（国内 894 项，国外 666 项），居行业领先地位；在全球的累计授权专利达 8,731 项，拥有有效专利权 2,661 项，其中发明专利 619 项，正在申请的专利权 737 项。近三年，公司研发费用分别为 51,575 万元、60,548 万元和 68,778 万元，占收入比例分别为 5.08%、5.05%和 5.47%，呈逐年上升态势，体现了公司对研发重视程度不断提高。

摩托车整车及摩托车发动机方面，公司多项新技术如水冷、多气门、电喷、双燃料、二次燃烧、大排量等，在摩托车行业都具有领先地位。其中 90ml、100ml 电启动发动机为全国首创；首家开发出具有自主知识产权的摩托车电喷技术、水冷技术和多气门技术；162MJ 型汽油机、163ML-2 型发动机获国家重点新产品证书；244FMI 摩托车发动机、172MM-2 摩托车发动机获国家火炬计划项目证书；“支持生产设备集成运行的网络化制造系统及支撑技术”荣获国家科学技术进步二等奖。

乘用车方面，公司目前逐步形成了与现有乘用车业务规模相匹配的发动机研发生产能力。凭借在热动力研发领域的深厚底蕴，公司在与英国里卡多公司联合开发 1.3LVVT 发动机的基础上，独立开发了 1.5LVVT、1.6LVVT、1.8LVVT3 款具备自主知识产权的发动机，其动力性、经济性指标较目前国内同排量机型更具优势。同时，公司乘用车制造工艺和制造水平已达到国内自主品牌的中高水平。

总体看，公司在摩托车整车、摩托车发动机、乘用车方面具有较强的研发能力，已具备相对成熟的生产、设计及装备技术，为公司发展奠定了坚实的基础。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司董事会成员 7 人，设董事长 1 人；监事会成员 3 人，其中职工代表监事 1 人，职工监事由职工民主选举产生；高级管理人员 3 名。管理层均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司股东、董事长兼总经理陈巧凤女士，1967 年 3 月生。曾任力帆集团有限公司董事长、财务总监、重庆力帆资产管理有限公司董事长、重庆力帆科技动力有限公司董事长、重庆力帆实业（集团）进出口有限公司董事长。现任力帆股份董事、西藏汇川投资有限责任公司董事长、重庆力帆置业有限公司董事长、重庆扬帆商贸有限公司执行董事、重庆汇洋控股有限公司董事、重庆力帆财务有限公司董事、力帆融资租赁（上海）有限公司董事、重庆力帆汽车发动机有限公司董事、重庆力帆汽车销售有限公司董事。

公司副总经理文启元先生，1947 年 9 月生，本科学历，高级经济师。1982~2002 年系国家公务员，先后在重庆市万盛区轻工局、区计经委、区建委及区人民政府任职。2002 年加入公司，现为公司副总经理。

公司副总经理高钰女士，1985 年 3 月生，博士学历，2013 年毕业于英国剑桥大学国际制造专业。曾任贵州省遵义市湄潭县县长助理（挂职），杭州启融投资有限公司投资合伙人、杭州瑟达智能科技有限公司战略合作人，重庆掌龙科技有限公司创始人，曾作为重庆市海外人才引进就职于两江新区产业促进局。2015 年加入公司，现任公司副总经理。

截至 2016 年 9 月底，公司及其下属子公司共有员工 10,705 人，其中生产人员占比 54.49%，技术人员占比 15.29%，销售人员占比 15.05%，财务人员占比 2.48%，行政人员占比 12.69%。从教育程度来看，公司硕士以上学历员工占比 1.48%，大学本科学历员工占比为 22.78%，大专学历

员工占比为 19.46%，高中及中专以下学历员工占比为 56.28%。公司员工中，生产人员占比较高，符合生产型企业特征。

总体看，公司主要管理层拥有丰富的行业工作背景和管理经验，管理水平较高，公司职工构成比例和学历水平符合生产型企业特征，能够满足公司发展的需要。

4. 外部支持

税收优惠方面，公司和大部分子公司在企业所得税方面享受税收优惠。自 2002 年起，公司部分子公司根据西部大开发相关税收优惠政策分批享受了企业所得税减按 15% 的税率征收的优惠政策；另外，按照《高新技术企业认定管理办法》（国科发火[2008]172 号）和《高新技术企业认定管理工作指引》（国科发火[2008]362 号）有关规定，公司下属的江门气派摩托车有限公司被认定为高新技术企业，享受 15% 所得税率优惠。

财政补贴方面，公司每年不定项享受重庆市或者区级财政补贴，补贴名目主要有新能源汽车研发补贴、高科技产品进出口结构资助资金等。2013~2015 年公司所获政府补贴收入分别为 1.74 亿元、0.53 亿元和 0.85 亿元。

税收政策和财政补贴已成为影响公司经营的重要外部因素之一，按照现行法规，公司及大部分下属子公司所得税税率是依据高新技术企业和西部大开发的税收优惠规定执行的，执行 15% 税率和相关所得税减免。根据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58 号）的精神，将该税收优惠政策将从 2010 年 1 月 1 日延续 10 年至 2020 年年底到期。此外，国务院出台了《关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》（国发[2009]3 号），明确落实税收优惠等政策，促进地方经济发展。根据国家发改委、商务部《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》的规定，公司所处行业属于国家鼓励产业，公司将继续享受所得税税收优惠。

总体看，公司作为高新技术企业，在税收优惠和政府补助等方面获得了政府一定的支持，外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司已根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，建立了股东会、董事会、监事会的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成较为有效的职责分工和制衡机制。

公司设股东会，股东会是公司的权力机构，由全体股东组成。股东会决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等重大事项。

公司设董事会，由股东代表 7 人组成。董事会设董事长一名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会向股东会负责，向股东会报告工作，负责决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席一名，由全体监事过半数选举产生。监事成员其中 2 名为股东代表，1 名为职工代表。监事会行使检查公司财务和对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，负责主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等工作。

总体看，公司治理结构规范，整体运行情况良好。

2. 管理体制

根据自身经营管理需要，公司本部设企业管理部、行政人事部、财务部、审计部、法律事务部、投资部 6 个职能部门（见附件 1），各职能部门之间职责划分较为明确，在业务开展中既保持了应有的独立性，也保持了协作的顺畅。公司在生产经营、财务、子公司管理等方面建立了内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。

财务管理方面，结合公司具体情况，公司设定了《内部会计控制基本规范》、《固定资产管理》等一系列内控制度，确保了财务会计核算和财务管理的合法、合规。同时设立了独立的财务部门，建立了独立的会计核算体系和财务管理制度，独立进行会计核算和财务决策。公司还具有规范、有效的对子公司的财务管理和稽核制度，保证了公司对子公司的有效控制与管理。

投融资管理方面，除力帆股份外，公司下属其他子公司无权自行对外进行筹资、投资，其经营活动中所需资金应向公司财务部申请。设立新公司、参股其他公司等权益性长期投资，无论投资金额大小都要按照投资程序报董事会审批；融资成本高于同期银行贷款利率 20%（含）以下的，总经理依据董事会授权审批；超过 20%以上的，由公司董事会审批。

对外担保方面，公司对外担保必须坚持反担保原则，使担保发生损失时可以得到补偿。同时要求所有的担保必须由项目建议部门会同公司财务部进行严格的风险评估，且必须经董事会批准实施，公司其它子公司（不包含力帆股份）不得对外提供担保。公司下属上市公司力帆股份对外担保管理制度主要内容如下：力帆股份对外担保的决策机构为股东大会或董事会，对外担保事项经力帆股份主管财务工作的负责人审核后由财务部递交董事会审议决定，对外担保事宜应当由出席董事会会议的三分之二以上董事同意并经三分之二以上独立董事同意方可对外担保。

安全生产方面，公司制定了《安全生产管理办法》、《消防安全管理制度》、《火灾事故处置工作预案》、《突发事件应急处置综合预案》、《机房管理及突发事件应急处理预案》等相关制度办法。公司建立了“三级”安全管理模式，对安全生产进行检查、监督和考核。对大型电气装置、设备，防火器具、设施，油库、配电室的防雷电装置等，由归口管理部门定期按国家有关规定进行可靠性安全检查，发现问题及时整改；公司要求员工入司必须进行安全知识教育；员工上岗前必须经岗位安全生产培训并考试合格后，方可上岗操作。

质量管理方面，公司制定了《产品认证管理办法》、《质量管理考核细则》、《质量管理（QC）小组活动管理办法》、《质量安全“6S”管理办法》、《产成品运输质量管理办法》、《产品及配套件试验管理制度》、《质量信息管理规定》、《质量先进工作者及质量标兵评选办法》等规范制度。摩托车方面，公司按照 ISO9001:2000 质量管理体系认证进行质量管理控制。乘用车方面，公司于 2005 年通过了 ISO9001:2000 质量管理体系认证，在生产经营中严格按照该标准的要求，建立健全质量管理体系。内燃机方面，公司严格按照 GB15739-1995《小型汽油机噪音限值》、JB/T5135.1-2001《通用小型汽油机台架性能试验方法》、JB/T513520《通用小型汽油机可靠性、耐久性试验与评定方法》、JB/T5135.3-2001《通用小型汽油机技术条件》等国家标准及行业标准实施内燃机产品的质量控制。

子公司管理方面，公司对下属子公司通过委派董事、监事、高级管理人员，参与和监督下属子公司的运营决策。公司设投资部，统一对下属子公司进行对接，收集和整理下属子公司的资料，

汇总有关信息，进行分析，准确掌握下属子公司经营管理情况，监控下属子公司的经营和财务状况。公司设审计部，负责对下属子公司实施审计监督，公司审计部定期或不定期开展对下属子公司的内部审计工作。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，内部管理较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展创造了有力的内部保障。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是国内大型的民营摩托车、汽车制造企业。目前公司形成了以乘用车、摩托车、内燃机销售为主的多板块经营格局。2013~2015 年，随着公司业务规模的扩大，公司营业总收入逐渐增长，近三年分别为 101.57 亿元、119.92 亿元和 125.35 亿元，年均复合增长 11.09%；净利润分别为 3.17 亿元、5.30 亿元和 4.19 亿元，年均复合增长 15.04%。

公司主营业务突出，2013~2015 年，公司主营业务收入分别为 101.42 亿元、118.49 亿元和 124.70 亿元，占营业总收入比重分别为 99.86%、98.81%和 99.48%；主营业务收入年均复合增长 10.88%，主要系乘用车板块以及其他业务中的贸易、房地产及金融板块等收入快速增长所致。

表 2 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
摩托车整车及配件	34.14	33.66	15.46	34.60	29.20	15.44	33.86	27.15	17.23
乘用车及配件	62.97	62.08	20.59	74.85	63.17	18.91	72.66	58.27	17.70
内燃机及配件	2.78	2.74	14.72	2.98	2.52	15.03	2.88	2.31	18.32
其他	1.54	1.52	51.72	6.06	5.11	51.66	15.30 ²	12.27	29.78
合计	101.42	100.00	19.17	118.49	100.00	19.47	124.70	100.00	19.07

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括金融、地产、大宗材料及平行车进口等业务。

从主营业务收入构成看，公司摩托车整车及配件（以下简称“摩托车类”）和乘用车及配件（以下简称“乘用车类”）为公司收入的主要来源，近三年两者合计占主营业务收入的比重均在 85% 以上。分板块来看，近三年公司摩托车类业务收入基本保持稳定，分别为 34.14 亿元、34.60 亿元和 33.86 亿元，占主营业务收入的比重分别为 33.66%、29.20%和 27.15%，占比逐年降低，主要是其他业务规模大幅增长所致；乘用车类业务收入分别为 62.97 亿元、74.85 亿元和 72.66 亿元，呈波动增长态势，占主营业务收入的比重分别为 62.08%、63.17%和 58.27%，持续保持在较高水平，其中 2015 年较 2014 年有所降低，主要是 2015 年受俄罗斯、巴西等国家经济疲弱以及卢布、雷亚尔等货币贬值影响，公司乘用车类出口业务受到影响，虽然公司当期加大新能源车的生产及销售，同时开展平行进口车业务，但依然无法缓冲出口业务下滑带来的冲击；内燃机及配件业务收入规模相对较小，近三年占主营业务收入的比重分别为 2.74%、2.52%、2.31%，较为稳定；其他业务收入主要为金融、地产、大宗材料等业务收入，近三年分别为 1.54 亿元、6.06 亿元和 15.30 亿元，收入大幅增长，近三年占主营业务收入的比重分别为 1.52%、5.11%和 12.27%，2015 年较 2014 年上升了 7.16 个百分点，主要原因是 2015 年公司扩大对大宗材料进口贸易，同时进行了房产搬迁处置，致使其他业务收入大幅增长，一定程度上支撑了公司整体收入水平的稳定增长。

² 其他收入中包含下属财务公司产生的 6,994.15 万元利息及手续费收入。

从毛利率方面来看，公司近三年整体毛利率小幅提升，分别为 19.17%、19.47%和 19.07%。分板块来看，摩托车类业务毛利率小幅波动，近三年分别为 15.46%、15.44%和 17.23%，其中 2015 年较 2014 年上升了 1.79 个百分点，主要是由于大排量、高附加值的 KP 系列产品上量及摩托车发动机原材料价格下降，带动摩托车整体业务毛利率上升所致；乘用车类业务毛利率小幅下降，近三年分别为 20.59%、18.91%和 17.70%，主要系乘用车类产品市场竞争激烈，产品销售价格出现下降所致；内燃机及配件毛利率小幅提升，近三年分别为 14.72%、15.03%和 18.32%，主要系在金属原料价格下降的市场行情下，公司采购价格下降所致；其他业务毛利率波动较大，近三年分别为 51.72%、51.66%和 29.78%，其中 2015 年较 2014 年大幅下降了 21.88 个百分点，主要系 2015 年公司销售的铜、铝等大宗材料的毛利率较低所致。总体看，公司整体盈利水平较稳定。

2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 82.64 亿元，同比增长 1.51%，变化不大；利润总额为 1.88 亿元，同比减少 7.37%，主要系销售费用和财务费用增长所致；净利润为 1.92 亿元，同比增长 7.47%，主要系当期所得税费用为负所致。

总体看，近年来公司业务收入稳定增长，毛利率水平较为稳定；受宏观经济低迷以及汇率波动影响，公司出口业务受到影响，但得益于新能源汽车销量增长、平行进口车业务、大宗商品贸易的增长及金融板块业务的开拓，公司业务整体保持增长的态势。

2. 业务运营

（1）产品生产

公司各板块产品种类较为丰富，能充分满足客户需求。摩托车整车方面，公司已形成了包括弯梁车、骑式车、踏板车、太子车、越野车、沙滩车等全部车型在内的六大产品系列；摩托车发动机方面，公司自主研发的发动机排量包括 50ml、70ml、90ml、100ml、110ml、125ml、140ml、150ml、160ml、175ml、200ml、250ml、300ml、400ml 多个排量，具备手动和自动离合、风冷和水冷、电启动和普通启动多个系列产品；乘用车方面，2015 年公司推出了 B 级轿车“力帆 820”、MPV-CA08 力帆乐途等新车型，并积极开发紧凑型 SUV-CA09 力帆迈威等产品。

从生产组织方式看，公司主要采用“以销定产”的方式组织生产，各类产品的生产计划和实际产量均以订单为准。根据客户的订单交货时间的要求，公司一般会提前 1~2 月安排订单生产。

从生产技术来看，公司在摩托车整车及发动机、乘用车整车等方面生产技术较为成熟。在摩托车整车及发动机方面，公司研发出具有自主知识产权的摩托车电喷技术、水冷技术和多气门技术；乘用车整车方面，公司具有冲压、焊装、涂装和总装四大完整的整车工艺，总体工艺在自主品牌乘用车中位居中高水平，例如在喷涂环节，公司采用阴极电泳漆工艺和美国 PPG 公司新一代水性无铅电泳涂料，中、面涂采用自动调漆的集中供漆系统供漆和静电自动喷涂机喷涂技术，保证了涂层具有良好的防腐性能和外观装饰功能。

从生产能力来看，国内生产方面，目前公司拥有多条摩托车整车及发动机、乘用车整车及发动机生产线，主要分布在重庆、广东江门等区域；国外生产方面，公司主要将国内工厂生产的 CKD³ 件进行组装，并在俄罗斯、伊朗、伊拉克、阿塞拜疆、缅甸等国家有合作伙伴，进行 OEM 代工生产。近三年，公司摩托车整车、摩托车发动机和内燃机产能未发生变化，截至 2015 年底，上述产品的产能分别为 132 万辆、315 万台和 100 万台；乘用车方面，近年来公司加大对生产设备的投入力度，2015 年配备有德国库卡公司生产的全自动化生产设备的第三工厂投产，乘用车板块产能规模进一步提升，截至 2015 年底，乘用车产品的产能为 18 万辆。

³ CKD(Completely Knock Down)全散件是指在当地生产的零部件以较低的关税和较低的工资，利用当地劳动力组装成整车，并以较低零售价出售。

从产量方面看，由于公司采用“以销定产”生产原则，公司各产品产量与销量变化基本趋于一致。摩托车类业务方面，近年来公司积极推出新产品，提升踏板车产量，加大对大排量、运动休闲类摩托车产品的推行力度并进一步开拓出口市场，致使摩托车整车和发动机产量实现不同程度的增长。2013~2015 年，公司摩托车整车产量分别为 66.67 万辆、69.11 万辆和 71.91 万辆，年均复合增长 3.86%；摩托车发动机产量分别为 164.46 万台、185.10 万台和 181.59 万台，年均复合增长 5.08%。乘用车类业务⁴方面，受益于产能规模的提升及新能源汽车市场拓展力度加强，乘用车产量逐年增长，近三年分别为 12.56 万辆、13.06 万辆和 14.34 万辆，年均复合增长 6.85%；内燃机方面，近三年内燃机产量出现波动，近三年分别为 36.42 万台、40.70 万台和 37.67 万台，年均复合增长 1.70%，变化不大。

从产能利用率上看，近年来摩托车整车及发动机产能逐步释放，近三年摩托车类产品产能利用率均有不同程度提升，2015 年分别为 54.48%和 57.65%，产能利用率相对不足；乘用车类业务方面，受 2015 年新增产能影响，产能利用率波动较大，2013~2015 年分别为 96.58%、100.48%和 79.64%；内燃机方面，受产量波动影响，内燃机产能利用率出现波动，2013~2015 年分别为 36.42%、40.70%和 37.67%，产能利用率相对不足，主要是国内内燃机市场竞争激烈，同质化较为严重，影响了内燃机产品的销售。

表 3 2013~2015 年公司各产品产能及产量情况（单位：台/辆、%）

年份	产品	产能	产量	产能利用率
2013 年	乘用车	130,000	125,557	96.58
	摩托车整车	1,320,000	666,689	50.51
	摩托车发动机	3,150,000	1,644,592	52.21
	内燃机	1,000,000	364,202	36.42
2014 年	乘用车	130,000	130,626	100.48
	摩托车整车	1,320,000	691,098	52.36
	摩托车发动机	3,150,000	1,851,016	58.76
	内燃机	1,000,000	406,994	40.70
2015 年	乘用车	180,000	143,357	79.64
	摩托车整车	1,320,000	719,135	54.48
	摩托车发动机	3,150,000	1,815,878	57.65
	内燃机	1,000,000	376,705	37.67

资料来源：公司提供

2016 年 1~9 月，公司乘用车、摩托车整车、摩托车发动机和内燃机的产量分别为 8.24 万辆，42.38 万辆、119.10 万台和 27.38 万台，分别占去年全年产量的 57.46%、58.93%、65.59%和 72.69%。

总体看，公司产品种类较多，生产模式较为成熟，技术水平处于行业中高水平；公司各产品产量稳定增长；摩托车整车、摩托车发动机和内燃机产能利用率处于较低水平，有待提高。

（2）原材料采购

公司主要采购原料为各类产品的原配件。从采购周期看，公司通常按照生产部门每月的订单安排提前进行材料采购，一般采购周期会提前于生产的 1~2 个月，采购频率较高，价格一般随行就市动态调整。

供应商管理方面，公司全面质量管理办公室、公司技术和质检部门共同负责对零部件供应商的考察和认定。在同一个零部件上，选择 2~3 家合格供方参与质量和价格竞争。根据质量和价格

⁴乘用车产量中包含下述新能源汽车业务部分的新能源汽车产量。

的动态情况来确定和调整其配套份额，在配套厂家之间形成较强的竞争态势。

乘用车业务采购方面，发动机已基本实现自产，其他采购的原材料为传动轴总成、钢板、蓄电池、电子控制单元和轮胎。从采购量上看，近三年乘用车业务主要原材料采购量除电子控制单元外均出现了不同程度的下降，主要是前几年原材料采购量较大，结存到下一年度使用，故近年来采购量有所下滑；从采购均价上看，近三年公司钢板、蓄电池和轮胎等主要原配件平均采购价格均出现了不同程度的下降，年均复合减少 3.62%、5.38%和 5.50%，主要系其生产原材料价格下降所致。电子控制单元价格和传动轴总成采购价格则随市场变化略有下降，年均复合减少 0.32%和 0.26%。

摩托车业务采购方面，得益于重庆摩托车制造基地的独有优势，公司主要从当地进行摩托车配件采购，供货半径控制在本地 50 公里以内。从采购量上看，近三年摩托车业务原材料采购量均出现了不同程度的下降，主要是前几年原材料采购量较大，结存到下一年度使用，故近年来采购量有所下滑；从采购价格上看，近三年公司车架焊接总成、仪表总成和油箱等原配件的采购均价波动中有所上升，年均复合增长 1.35%、3.47%和 2.23%，变化不大；前轮毂组合和后轮毂组合的采购价格则波动中略有下降，年均复合减少 2.47%和 0.85%，较为稳定。

目前公司主要采取了如下方式规避原料价格波动风险：（1）全面及时地掌握原料市场信息，与主要供应商建立了稳定合作关系，稳定采购价格；（2）公司会视原料价格情况适时调整产品售价，将部分成本因素转嫁到下游客户。

在付款方式上，摩托车板块业务一般是在供应商供货后次月向其支付货款，并根据合作关系收取一定比例的质量保证金；乘用车业务的配套款的付款周期一般为 2~3 月。

2015 年，摩托车整车、摩托车发动机、乘用车和内燃机采购的前 5 大零部件供货商分别占各自采购金额的 9.81%、24.77%、27.78%和 22.39%，集中度尚可。

总体看，公司原料采购渠道稳定，主要原材料采购价格比较稳定，有利于公司控制成本；同时公司对上游配套企业议价能力较强，供应商采购集中度适宜。

（3）产品销售

从销售模式上来看，公司产品的销售主要通过国内销售和海外销售两个渠道进行。

国内销售

摩托车发动机销售方面，公司根据国内摩托车组装厂的分布及当地用途情况，按不同性质设置了办事处和代理的两种营销模式，皆由办事处监管，直接面对面与各客户交流并按要求拟定订单计划进行销售。摩托车整车方面，公司主要采取经销商模式，先按行政区域划分选择省级经销商，再通过省级经销商向下分销的方式进行。由公司统一制定整体营销计划、产品计划、服务计划、渠道价格、广宣计划，并对营销渠道进行设计及管理。2015 年底，公司摩托车销售网络国内共有一级（省级）总经销商 42 个，全国经销商网点 3,031 家，覆盖全国所有的省、直辖市、自治区，服务范围已覆盖全国绝大多数区县。

乘用车销售方面，新能源汽车主要采用直销模式，售后服务初期由重庆力帆乘用车有限公司及重庆力帆汽车有限公司负责；燃油汽车主要为经销商模式，一级经销商建设为重点，二级经销商为补充，售后服务上以一级经销商为主，并以独立服务商为补充。截至 2015 年底，公司乘用车销售网络共有国内一级经销商 375 个，二级 808 个，销售服务网络已覆盖全国所有省、直辖市及自治区；建有 11 个中心配件站，632 个一级维修站，141 个二级服务站，覆盖了 98%地级市。

国内销售收款政策上，在摩托车整车及摩托车发动机方面，公司根据经销商的实力，给予部分经销商一定的信用额度，使销售政策更加灵活，有利于提高竞争力；在乘用车方面，公司对大

部分经销商采用“先款后货”的销售政策，即各级经销商必须先行付款，公司财务部确认后再由业务部门发货。

海外销售

公司海外销售有两种方式：一是经销商模式，二是海外子公司模式。其中经销商模式是指公司通过海外事业部将产品出售给国外一级经销商，一级经销商再将产品分销给当地二级经销商，或直接卖给终端消费者。海外子公司模式主要是指公司在境外直接投资建立生产工厂，生产工厂通过公司海外事业部进口零部件，组装成产品后出售给当地经销商或终端消费者。

从产品出口市场情况看，摩托车整车方面，截至 2015 年底，公司海外代理网点 500 多个，遍布东南亚、拉丁美洲、非洲、东欧等主要摩托车消费市场；同时在诸如美国、墨西哥等利润空间较大的地区设立直销公司，并建立相应的物流、仓储和售后服务体系。乘用车方面，截至 2015 年底，公司在海外市场共建设有 459 个销售网点，除伊朗、巴西市场重点在于开拓更多网点以外，其他市场的重点工作在于整合优化网点布局，提升单个网点的销售额。俄罗斯卢布贬值期间，公司重组优化了俄罗斯市场汽车经销商网络，并退出了乌克兰市场。

从定价模式看，乘用车方面，公司主要依据竞争对手的价格和市场需求情况来定价；摩托车方面，公司对具有明显领先优势的产品和独一无二的产品采用“成本定价法”，以成本为基础，加上管理费用和应得利润来确定价格；对于大众化的产品，公司定价方式与乘用车定价方式一致，该种定价方式利润较薄，主要为了抢夺竞争对手的客户，扩大市场份额。

从海外销售收款方式看，公司较多地使用了远期结算方式，主要包括信用证方式、电汇方式、先款后货、赊销方式，账期一般为 90 天或 180 天。信用证的付款由开证银行的信用做保证，公司约 40% 的出口业务采用这种结算方式，公司的海外子公司对大多数当地客户采用先款后货的结算方式。公司仅对极少数实力雄厚、信用纪录良好的海外客户采用赊销方式，账期一般为 90 天左右，但规定在交易时必须购买出口信用保险。公司与海外客户之间主要以美元结算，为应对汇率波动，公司采取远期结售汇锁定汇率、人民币结算、应收款买断和押汇、开展进口贸易等措施来对冲。

从销量来看，2013~2015 年，公司乘用车销量逐年增长，年均复合增长率分别为 12.09%，主要系公司新能源汽车销售带动影响；摩托车整车和摩托车发动机销量逐年增长，年均复合增长率分别为 3.64% 和 13.84%，主要系公司加大摩托车整车及摩托车发动机的海外市场拓展力度所致；内燃机销量有所波动，但整体保持平稳，年均复合增长 2.86%。

从销售收入来看，2013~2015 年，公司乘用车销售收入与销售变化趋势一致，分别为 62.97 亿元、74.85 亿元和 72.66 亿元，年均复合增长 7.42%，但略低于其销量的增长幅度；摩托车整车收入出现小幅波动，但基本保持稳定，近三年分别为 24.14 亿元、23.00 亿元和 22.60 亿元；摩托车发动机收入小幅增长，近三年分别为 10.00 亿元、11.59 亿元和 11.26 亿元，年均复合增长 6.11%，低于其销量的增长幅度；内燃机收入较为平稳，近三年分别为 2.78 亿元、2.98 亿元和 2.88 亿元。整体看，公司乘用车、摩托车整车、摩托车发动机受部分基础原材料下滑，公司调整产品价格，让利于经销商和消费者的影响，销售均价有所下降，近三年收入有所增长，但均低于销售量的增长幅度。

从产销率上看，由于公司采用“以销定产”生产原则，公司各产品产销率较为稳定，且保持在较高水平。2013~2015 年，公司乘用车产销率分别为 90.33%、103.71% 和 97.95%；摩托车整车产销率分别为 100.76%、99.02% 和 100.34%；摩托车发动机产销率分别为 103.15%、105.07% 和 112.86%；内燃机产销率分别为 101.48%、96.85% 和 103.79%。其中，部分产品产销率高于 100%，销量大于产量，主要系销量中存在往年结转的库存产品所致。

表 4 2013~2015 年公司各产品销量情况 (单位: 亿元、台/辆、%)

产品名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年
乘用车	销售收入	62.97	74.85	72.66
	销量	114,108	135,468	140,424
	产销率	90.88	103.71	97.95
摩托整车	销售收入	24.14	23.00	22.60
	销量	671,753	684,302	721,549
	产销率	100.76	99.02	100.34
摩托车发动机	销售收入	10.00	11.59	11.26
	销量	1,024,587	1,260,603	1,327,869
	产销率	103.15	105.07	112.86
内燃机	销售收入	2.78	2.98	2.88
	销量	369,590	394,178	390,997
	产销率	101.48	96.85	103.79

资料来源: 公司提供

从销售区域分布情况来看, 摩托车整车方面, 海外业务收入占比持续提升, 已成为公司摩托车整车板块收入的主要来源, 2015 年, 摩托车整车业务收入占营业总收入的比重为 18.03%; 摩托车发动机业务以内销为主, 但近年来受行业景气度低迷影响, 该板块收入略有下滑, 截至 2015 年底, 摩托车发动机业务收入占营业总收入的比例为 8.98%; 乘用车方面, 海外业务收入波动较大。2014 年乘用车海外业务实现收入 42.84 亿元, 同比增长 25.93%, 主要系公司加大俄罗斯、巴西等国家市场拓展力度所致; 2015 年乘用车海外业务实现收入 25.93 亿元, 同比大幅下降 39.47%, 主要系 2015 年受俄罗斯、巴西等国家经济疲弱以及卢布、雷亚尔等货币贬值影响, 公司乘用车类出口大幅下滑, 2015 年, 乘用车业务收入占营业总收入的比例为 57.97%; 内燃机及配件方面, 该板块收入占营业总收入比例较小, 维持在 2%~3%之间。

表 5 公司主要产品国内外销售明细情况 (单位: 亿元、%)

产品类别	销售区域	2013 年		2014 年		2015 年	
		销售金额	占营业总收入比重	销售金额	占营业总收入比重	销售金额	占营业总收入比重
摩托车整车	国内	9.00	8.86	9.37	7.82	7.49	5.98
	国外	15.14	14.91	13.63	11.37	15.11	12.05
	合计	24.14	23.77	23.00	19.19	22.60	18.03
摩托车发动机	国内	7.80	7.68	8.08	6.74	7.67	6.12
	国外	2.19	2.16	3.51	2.93	3.59	2.86
	合计	10.00	9.84	11.59	9.67	11.26	8.98
乘用车	国内	28.95	28.50	32.01	26.69	46.73	37.28
	国外	34.02	33.49	42.84	35.72	25.93	20.68
	合计	62.97	61.99	74.85	62.41	72.66	57.97
内燃机及配件	国内	0.68	0.67	0.60	0.50	0.62	0.49
	国外	2.10	2.07	2.38	1.98	2.26	1.80
	合计	2.78	2.74	2.98	2.48	2.88	2.29
其它		1.69	1.66	7.50	6.25	15.95	12.72
总计		101.57	100.00	119.92	100.00	125.35	100

资料来源: 公司提供

2016 年 1~9 月，公司摩托车整车及发动机、乘用车和内燃机及配件分别实现收入 20.64 亿元，39.75 亿元和 1.79 亿元，分别占去年全年销售收入的 60.95%、54.71%和 62.34%。

从客户集中度上看，国内销售方面，2015 年公司摩托车整车、摩托车发动机和乘用车前五大客户销售金额分别占各自总销售额的 32.61%、24.92%和 39.89%，集中度较高；海外销售方面，公司海外销售前五大客户销售金额占海外销售总额的 32.55%，集中度较高。

总体看，公司收入较为稳定，海外业务收入占比较高，易受国际经济和出口政策等外部环境的影响；同时，受摩托车国内市场需求下行影响，公司国内销售业务动力不足；乘用车产品的综合竞争力尚有待提高。

3. 新能源汽车业务

2015 年，公司开始大力发展新能源汽车业务，目前新能源汽车已与传统燃油车共线生产。2015 年，公司新能源汽车产量 15,895 辆，分为高速电动车和低速电动车两种车型，其中高速电动车产量 10,389 辆，主要目标市场为分时租赁用车、纯电动出租车、政府公务用车、专车用户、快递企业物流用车等，占比 65.36%；低速电动车产量 5,506 辆，占比 34.64%，主要目标市场为平原及农村市场等。2015 年，公司取得新能源汽车政府补贴收入 2.74 亿元，全部计入营业收入⁵。

经营模式上，公司主要经营模式为分时租赁，由公司控股子公司重庆盼达汽车租赁有限公司（以下简称“盼达汽车”，注册资本 1,000 万元，公司持股 60%，2015 年 5 月成立）作为新能源汽车租赁运营平台，提供新能源汽车分时租赁、专车租赁、企事业单位长租等形式的租车业务。同时，公司通过重庆无线绿洲通信技术有限公司（以下简称“无线绿洲”）的车联网技术，实现车辆数据信息、定位、远程控制的实时收集，客户可通过手机应用程序在指定地点远程预定、手机解锁、实现随时还车和移动支付等服务。公司通过向租车用户提供多种汽车租赁模式实现租金收益。盼达汽车业务系统自 2015 年 11 月上线运营测试以来，已累计在重庆、杭州建设分时租赁站点 50 个，投入运营 500 余台专车。截至 2015 年底，盼达汽车总资产 47,784.54 万元，总负债 47,189.30 万元，净资产 595.24 万元；2015 年实现营业收入 9.33 万元，净利润-204.76 万元。2016 年公司将上线的专车租赁平台，并计划在重庆、杭州、天津、郑州、成都、绵阳等城市扩张租赁站点。

电池作为新能源车的核心配件，公司主要对外进行采购，目前主要向参股企业山东恒宇新能源有限公司以及妙盛动力科技有限公司采购电池。未来公司下属子公司力帆集团重庆万光新能源科技有限公司拟自建年产 16 亿瓦时锂电芯项目，以保证公司电池供应。

公司新能源车主要打造换电模式，通过建设能源站的方式，利用夜间的用电低谷时间的闲时电力为电池充电，服务新能源车。换电模式下，用户对电池最终采用租用的方式，能源站可通过收取换电费（电池租赁、电费、服务费）、移峰填谷（从电厂采购谷电，电网高峰时回馈电网）、无功补偿的方式实现收入。除此之外，公司同时建设电客栈（集装箱式换电站）以及移动能源车，多层次为新能源汽车提供换电服务。2016 年 11 月 1 日，公司首座能源站已投入运营，该座能源站位于重庆力帆乘用车有限公司厂区内（鸳鸯能源站），规划面积约 3 亩，为重庆市首座兼备充、换电模式的电动车能源站。

总体看，公司新能源汽车正处于起步阶段，未来随着公司经营规模的逐渐扩大，新能源汽车补贴的落实及盼达汽车分时租赁、专车服务业务的推广，公司营业收入有望进一步提升。同时，公司新能源汽车经营模式尚处于探索期，盈利能力具有一定不确定性。

⁵ 此部分收入计入上述乘用车业务收入中。

4. 其他业务

公司其他业务主要包含进口贸易业务、汽车金融业务和房地产业务构成，其中进口贸易业务为其他业务收入的主要来源。

(1) 进口贸易

公司同时开展大宗商品进口业务，主要贸易商品有木材、面粉、红酒、原油等；公司利用汽车摩托车的海外销售网络，开展平行进口车业务。公司子公司重庆扬帆商贸有限公司（以下简称“扬帆商贸”）和力帆股份下属子公司重庆力帆实业（集团）进出口有限公司（以下简称“力帆进出口公司”）为该板块主要运营主体。

力帆进出口公司于 1998 年获得自营进出口权，主要从事摩托车、汽车、通用汽油机及配件等产品的进出口。2015 年，公司在俄汽车销售收入为 72.85 亿卢布，为应对卢布贬值以及出口方面的情况，力帆进出口公司加大了平行进口车业务，当年实现收入 1.97 亿元，对公司主营业务收入形成了良好的补充。扬帆商贸于 2013 年开始尝试进口业务，主要做农副产品及红酒、木材的进口贸易，在获取贸易收益的同时在公司内部实现进出口的自我平衡。截至 2015 年末，该公司总资产 2.27 亿元，总负债 2.49 亿元，净资产 -0.22 亿元；2015 年度实现营业收入 0.96 亿元。

总体看，进口贸易业务有效的缓冲了公司出口业务的汇兑损失风险，并对公司营业收入形成了有效的补充。

(2) 汽车金融

公司汽车金融业务于 2014 年开始运营，公司子公司力帆融资租赁（上海）有限公司（以下简称“力帆租赁”）为其主要运营主体。力帆租赁成立于 2014 年 6 月，同年 10 月相继成立了成都和重庆分公司，正式开展汽车融资租赁业务。截至 2015 年底，力帆租赁已开展租赁项目近 30 笔，涵盖航空、医疗、教育、公共事业等行业，实现营业收入 0.68 亿元，截至 2016 年 9 月底，累计投放汽车融资租赁业务 8,279 余单，累计形成汽车租赁资产 4.06 亿元。

(3) 房地产业务

公司通过全资子公司重庆力帆置业有限公司（以下简称“力帆置业”）从事房地产业务，力帆置业成立于 2010 年 4 月，具备二级房地产开发资质，是房地产板块经营主体。力帆置业要负责力帆中心项目的开发和运营管理，该项目位于重庆市主城两江新区江北嘴中央商务区金融 CBD，占地面积约 22.3 亩，规划总建筑面积约 15 万平方米。该项目已于 2014 年 12 月底取得竣工备案证。目前暂未规划其他项目。2015 年，力帆置业实现营业收入 0.30 亿元。

总体看，公司汽车金融业务起步较晚，目前处于发展阶段，未来随着公司新能源版块布局的进一步完善，汽车金融业务有望进一步发展；房地产板块规模较小且未来暂无规划项目，对公司收入影响较小。

5. 对外投资

目前，公司主要投资的企业有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 2015 年底，公司分别持有润田房地产 50.00% 和重庆银行 9.47% 的股权。2015 年，公司获得现金红利 0.73 亿元，全部源于重庆银行的现金分红。重庆银行作为公司长期股权投资的重要构成和主要分红方，2013~2015 年权益法核算下的确认的投资收益分别为 1.63 亿元、2.81 亿元和 3.15 亿元，具有很强的盈利能力。

表 6 2015 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	16.45	5.34	0.79	0.40
重庆银行	9.47	212.93	85.93	31.70	3.15

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。

6. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 7.12 次、6.03 次和 4.14 次，其中 2014 年较 2013 年下降了 1.09 次，主要系 2014 年乘用车出口业务规模扩大，出口收入的平均收账期较内销相对较长，一定程度上影响了应收账款的周转效率；2015 年较 2014 年下降了 1.89 次，主要系 2015 年新能源车销售收入尚未到收款期所致；存货周转次数分别为 2.17 次、2.47 次和 2.50 次，较为平稳；近三年公司总资产周转次数逐年下降，分别为 0.44 次、0.41 次和 0.35 次，周转效率较低。

表 7 2015 年乘用车及部分摩托车行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
海马汽车	287.14	7.11	0.73
上汽集团	26.44	15.41	1.45
宗申动力	7.95	10.62	0.76
比亚迪	4.54	5.17	0.76
长安汽车	81.71	7.27	0.84
力帆控股	4.42	2.52	0.35

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率有待提高。

7. 在建项目

根据公司的投资计划，目前主要的在建项目集中于办公楼及研发中心、力帆汽车零部件出口基地项目、汽车发动机项目以及年产 20 万辆三轮摩托车及 15 万辆电动三轮车项目，规划总投资为 25.34 亿元，资金来源主要依靠自有资金、上市募资和银行贷款。

截至 2016 年 9 月底，公司已累计投入 21.71 亿元，占投资规划的 85.71%，项目投资均已进入尾声；预计 2016 年 10~12 月仍需投入 3.62 亿元，投资压力相比之前年度有明显缓解。

表 8 重大项目投资进展（单位：亿元）

序号	项目	主要产品	设计产能	预计投资总额	截至 16 年 9 月底累计投入	未来投资计划 16 年 10~12 月
1	办公楼及研发中心	--	--	4.77	4.62	0.15
2	力帆汽车零部件出口基地项目	乘用车零部件	15 万套	10.98	10.91	0.07
3	汽车发动机项目	汽车发动机	30 万台	6.79	5.45	1.34
4	三轮摩托车及电动	三轮摩托	20 万辆三轮摩托	2.80	0.74	2.06

	三轮车项目	车	车、15 万辆电动三轮车			
合计				25.34	21.72	3.62

资料来源：公司提供

总体看，公司目前的在建项目符合整体发展战略和市场需求，有利于丰富现有产品线、增强配套能力、实现出口地区本地化生产、推进产融结合；主要在建项目已接近完工，公司对外融资压力上有所缓解。

8. 重大事项

（1）力帆股份非公开发行股票

2015 年 1 月 19 日，力帆股份向财通基金管理有限公司等七名认购对象非公开发行人民币普通股 24285.71 万股，扣除承销费等发行费用后的募集资金净额为 16.63 亿元（发行价 7 元/股），募集资金用于汽车新产品研发、融资租赁公司增资、信息化建设和补充流动资金。发行完成后，公司对力帆股份的持股比由 61.04%降至 49.25%；但力帆股份的控股股东和实际控制人仍未变动。

2016 年 7 月 22 日，力帆股份发布《非公开发行 A 股股票预案（修订版）》，力帆股份将向力帆控股和陈卫 2 名特定对象，以及证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者及其它符合法律法规规定的不超过 8 名的特定对象发行不超过 26,768.64 万股 A 股股票，募集资金不超过 28 亿元，其中力帆控股拟以不低于人民币 28,000 万元，陈卫拟以不低于人民币 10,000 万元认购本次非公开发行的股票。募集资金扣除发行费用后全部用于智能新能源汽车能源站项目、智能新能源汽车 16 亿瓦时锂电芯项目、智能轻量化快换纯电动车平台开发项目以及偿还部分公司银行借款。其中，智能新能源汽车能源站项目建成后可满足每个站为约 2,000 车次新能源汽车快速更换锂电池，项目总投资 7.97 亿元；智能新能源汽车 16 亿瓦时锂电芯项目主要是建设自动化锂电池芯生产线，达产后可实现年产约 16 亿瓦时智能新能源汽车锂电池单体的生产能力，项目总投资 1.20 亿元；智能轻量化快换纯电动车平台开发项目将进行铝合金底盘平台开发，车身、电制动、电子驻车系统、电子空气悬架、一体化动力总成、车联网、手机中控系统等系统和部件开发，新建试制生产线和研发试验室，项目总投资 4.55 亿元。

2016 年 8 月 22 日，考虑到本次募投项目之一“智能新能源汽车能源站项目”涉及的四个能源站在短时间内无法获得备案手续，力帆股份对本次非公开发行股票方案中的募集资金金额和用途、发行数量等进行了调整，并发布了《非公开发行 A 股股票预案（第二次修订稿）》。修订后，力帆股份本次发行拟募集资金由之前的不超过 280,000 万元（含本数）调整为不超过 224,000 万元（含本数），发行股票的数量由之前的不超过 267,686,424 股（含本数）调整为不超过 214,149,139 股（含本数），同时对投资项目的资金投入进行了调整，具体情况如下表所示。

表 9 拟使用募集资金情况（单位：亿元）

序号	项目名称	调整前		调整后	
		拟使用募集资金金额	项目投资总额	拟使用募集资金金额	项目投资总额
1	智能新能源汽车能源站项目	72,000	79,790	33,000	36,922
2	智能新能源汽车 16 亿瓦时锂电芯项目	89,000	119,618	89,000	119,618
3	智能轻量化快换纯电动车平台开发项目	35,000	45,512	35,000	45,512
4	偿还部分公司银行借款	84,000	90,000	67,000	790,000
合计		280,000	334,920	224,000	272,052

资料来源：上市公司公告

截至本报告出具日，调整后方案尚需中国证监会核准，尚具一定不确定性。

（2）财政部关于新能源汽车推广应用补助资金专项检查的处理决定

2016年10月，力帆股份下属子公司重庆力帆乘用车有限公司（以下简称“力帆乘用车”）收到财政部下发的《财政部关于重庆力帆乘用车有限公司新能源汽车推广应用补助资金专项检查的处理决定》（以下简称“处理决定”）。根据处理决定，截至检查日，力帆乘用车申报2015年度中央财政补助资金的新能源汽车中，有1,353辆车电池芯数量小于公告数量，与《车辆生产企业及产品公告》不一致，1,328辆车电池单体生产企业与《车辆生产企业及产品公告》不一致，扣除车辆重复统计因素，共计2,395辆不符合申报条件，涉及中央财政补助资金11,408万元。根据《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》（财建[2010]230号）第十六条等相关规定，对力帆乘用车上述2,395辆新能源汽车中央财政不予补助，并取消力帆乘用车2016年中央财政补助资金预拨资格。

总体看，公司加速推进非公开方案进度有利于新能源战略的实施，新方案结合了新能源项目实际需求，将一定程度上缓解公司在能源站建设的资金压力；新能源车补贴的调减对公司2015年利润产生一定影响。

9. 经营关注

（1）传统业务带来经营压力

国内经济增速继续下行，国内摩托车市场景气度低迷，传统燃油车市场增速持续放缓、摩托车产销量连续下滑，对公司乘用车、摩托车、发动机、通用汽油机等相关业务带来较大压力。

（2）汇兑损失风险

公司海外业务占比较大，产品出口多以外币结算，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。2015年，受俄罗斯、巴西等国家经济疲弱以及卢布、雷亚尔等货币贬值影响，增加了公司海外业务的压力及外汇损失的风险。

（3）海外销售账期较长，影响了公司收现能力

国外市场上，公司客户分布较广，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。

（4）存货滞压和存货跌价风险

受宏观经济低迷及出口贸易政策低迷影响，公司面临一定的去库存压力；同时，由于公司主要产品摩托车、汽车，市场竞争较为激烈，存在一定的跌价风险，对公司生产经营带来负面影响。

10. 未来发展

“十三五”期间，公司将坚持“创新、出口、信誉好”的经营理念，在继续巩固发展汽车、摩托车、通用汽油机等传统产业的基础上，大力发展新能源汽车和汽车金融业务，实现公司产品业务的转型升级以及由制造向服务的延伸。

公司未来重点打造“家用7座多功能车”专业品牌，重点发力SUV、MPV车型，加大三、四、五线城市及以下区域一级渠道开发力度，出口方面依托力帆汽车在海外已树立的口碑，通过开发适应全天候、全路况的优质产品，大力拓展非洲、南美、中东、中亚和俄罗斯等市场容量大，需求旺盛的国家和地区，实现“提高品质、快上规模、全球发展”的总体目标。同时，坚持“稳中求进”的基本方针，推出高性价比摩托车产品，稳定工具类车型的销量，优化摩托车产品结构。

此外，大力推进实施 iblue1.0 智蓝战略，并依托汽车产业链和财务公司、融资租赁公司及成都摩宝，发展汽车金融，研究海外金融，完善服务链条，为公司及供应商、经销商共同发展提供更多的金融支持，实现公司由制造向服务的延伸。

整体看，公司将在巩固现有传统业务的基础上，推进新能源汽车及产品升级换代，战略规划清晰，未来发展前景较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2014 年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。2016 年 11 月 3 日，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016 年 4 月 29 日披露的原 2015 年度合并财务报表进行了更正，并出具了带强调事项段的无保留审计意见，故以下分析中 2015 年财务数据取自最新版审计报告（大华审字[2016]007913 号）。公司 2016 年三季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

根据 2015 年最新审计报告（大华审字[2016]007913 号），公司对 2,395 辆不符合申报条件的中央财政补助资金的新能源汽车进行核对、清理。其中有 1,042 辆新能源汽车在 2015 年度实现所有权上的主要风险与报酬转移，满足收入确认原则，收入确认金额中包括中央财政补助资金 4,689.00 万元，但鉴于此部分收入不符合中央财政补助资金的申报条件，财政部决定对力帆股份申报的此部分新能源汽车中央财政补助资金不予补助，故导致对 2015 年年报进行追溯调整，并相应调整其他应收款、递延所得税资产、未分配利润、营业收入、所得税费用等科目，主要调整情况如下表所示。

表 10 公司重要前期差错更正对财务状况和经营成果的影响（单位：万元）

报表项目	调整后	调整前	调整金额
资产负债表项目			
其他应收款	673,431.01	678,120.01	-4,689.00
流动资产合计	2,251,833.27	2,256,522.27	-4,689.00
递延所得税资产	16,216.35	15,513.00	703.35
非流动资产合计	1,705,194.60	1,704,491.25	703.35
资产合计	3,957,027.87	3,961,013.52	-3,985.65
未分配利润	137,779.86	139,748.77	-1,968.91
归属于母公司所有者权益合计	620,649.67	622,618.58	-1,968.91
少数股东权益	394,729.48	396,746.22	-2,016.74
所有者权益合计	1,015,379.15	1,019,364.80	-3,985.65
负债和所有者权益总计	3,957,027.87	3,961,013.52	-3,985.65
利润表项目			
营业收入	1,253,535.89	1,258,224.89	-4,689.00
营业利润	38,706.82	43,395.82	-4,689.00
利润总额	47,120.29	51,809.29	-4,689.00
净利润	41,911.19	45,896.84	-3,985.65
归属于母公司所有者的净利润	23,011.34	24,980.25	-1,968.91
少数股东损益	18,899.86	20,916.60	-2,016.74

资料来源：公司提供

从合并范围来看,2014 年公司纳入合并报表范围内二级子公司共 5 家,较 2013 年底无变化;2015 年公司纳入合并报表范围内二级子公司共 7 家,较 2014 年新增 2 家,分别为新投资设立的盼达汽车、收购的成都摩宝网络科技有限公司。截至 2016 年 9 月底,公司合并范围内共有 7 家二级子公司。公司合并范围存在变动,但新增或减少的子公司整体规模相对较小,对公司整体财务数据的可比性影响有限,公司财务数据的可比性较强。

截至 2015 年底,公司资产总额为 395.70 亿元,负债合计 294.16 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 101.54 亿元,其中归属于母公司所有者权益 62.06 亿元。2015 年,公司实现营业总收入 125.35 亿元,净利润(含少数股东损益) 4.19 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 2.30 亿元;经营活动产生的现金流量净额-11.54 亿元,现金及现金等价物净增加额 8.51 亿元。

截至 2016 年 9 月底,公司资产总额为 416.79 亿元,负债合计 312.28 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 104.52 亿元,其中归属于母公司所有者权益 62.98 亿元。2016 年 1~9 月,公司实现营业总收入 82.64 亿元,净利润(含少数股东损益) 1.92 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 1.33 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.60 亿元,现金及现金等价物净增加额-10.20 亿元。

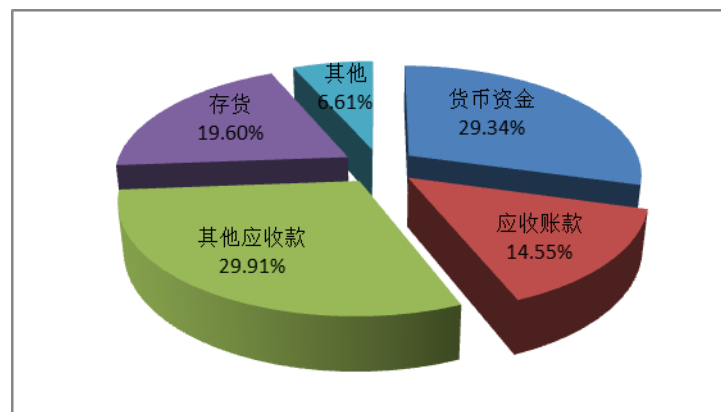
2. 资产质量

2013~2015 年,公司资产规模以较快速度增长,年均复合增长率为 24.23%,主要系货币资金、其他应收款、长期应收款和固定资产增长所致。截至 2015 年底,公司资产合计 395.70 亿元,较年初增长 23.33%;其中流动资产占 56.91%,非流动资产占 43.09%,公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年,公司流动资产逐年增长,年均复合增长率为 21.25%,主要系应收账款和其他应收款快速增长所致。截至 2015 年底,公司流动资产为 225.18 亿元,主要包括货币资金(占 29.34%)、应收账款(占 14.55%)、其他应收款(占 29.91%)和存货(占 19.60%)。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年,公司货币资金波动增长,年均复合增长 7.60%。截至 2014 年底,公司货币资金为 52.41 亿元,较年初减少 8.16%,变化不大;截至 2015 年底,公司货币资金为 66.07 亿元,较年初增加 26.06%,主要系票据保函等保证金、定期存款、存放中央银行法定准备金增加所致。公司货币资金主要为银行存款(占 99.93%)和其他货币资金(占 0.07%);其中使用受限的货币资金为 20.96 亿元,占期末货币资金余额的 31.72%,主要为银行承兑汇票保证金、借款保证金及

信用证保证金，受限资金占比较高。

2013~2015 年，公司应收账款规模逐年增长，年均复合增长 56.32%。截至 2014 年底，公司应收账款账面价值为 23.88 亿元，较年初增长 78.11%，主要系公司当期出口收入增加，出口收入的平均收账期较内销相对较长，形成账期内的应收账款增加所致。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 32.76 亿元，较年初大幅增长 37.20%，主要系 2015 年公司新能源汽车收入增加，但截至年末部分货款尚未到收款期，致使应收账款增加所致。从账龄上看，1 年以内的占 91.91%，1~2 年的占 5.56%，2~3 年的占 1.66%，3 年以上的占 0.87%，账龄以短期为主。公司应收账款余额前五名占比 47.75%，集中度较高。2015 年公司对应收账款合计计提坏账准备 2.25 亿元，计提比例为 6.43%，计提较为充分。

表 11 截至 2015 年底公司前五大应收账款客户情况（单位：万元、%）

企业名称	金额	占比
第一名	96,000.71	27.42
第二名	38,227.87	10.92
第三名	21,612.87	6.17
第四名	5,898.42	1.68
第五名	5,436.83	1.55
合计	167,176.69	47.75

资料来源：公司提供

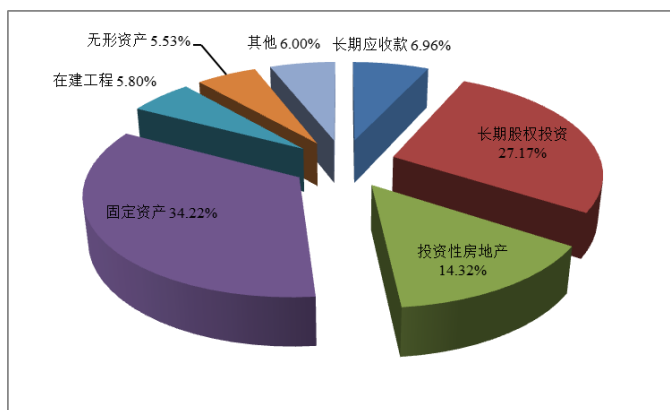
公司其他应收款主要为核算出口退税欠款、股东欠款及关联单位欠款等。2013~2015 年，公司其他应收款规模占比较大且增长较快，年均复合增长 58.01%，主要是近年来公司加大对关联企业的业务支持，导致关联方欠款增加所致。截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 67.34 亿元，较年初增长 11.78%。公司主要采用关联方组合法和账龄分析法计提坏账准备，其中按关联方组合法计提的其他应收款余额为 51.76 亿元，占比较大，公司对此未计提坏账准备，该部分其他应收款的主要关联债务人为润田房地产、重庆润鹏房地产开发有限公司等关联企业；截至 2015 年底，公司前五大其他应收款客户分别为润田房地产、重庆润鹏房地产、重庆精益精信息产业公司、云南力帆骏马车辆有限公司和西藏渝帆投资有限公司，应收余额分别为 14.92 亿元、11.89 亿元、6.54 亿元、5.75 亿元和 2.50 亿元，集中度较高。整体看，公司其他应收款中涉及关联方的比重较高，对公司营运资金形成一定占用。

2013~2015 年，公司存货规模有所波动，年均复合增长 3.28%。截至 2014 年底，公司存货为 35.96 亿元，较年初下降 13.07%，主要系公司加强原材料规模控制力度所致。截至 2015 年底，公司存货为 44.13 亿元，较年初增长 22.70%，主要来自房地产板块开发成本及开发产品的增加。公司存货主要由原材料（占 8.21%）、库存商品（占 29.07%）、开发成本（占 14.15%）、开发产品（占 36.58%）和发出商品（占 9.01%）构成；其中，库存商品主要为出口海外尚未达到收入确认条件的产成品，开发成本及开发产品主要为力帆中心地产项目。2015 年公司累计计提存货跌价准备 0.42 亿元，主要为对原材料、半成品及在产品、库存商品计提的减值准备。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈快速增长趋势，年均复合增长 28.52%，主要系长期股权投资和固定资产增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 170.52 亿元，主要包括长期应收款（占 6.96%）、长期股权投资（占 27.17%）、投资性房地产（占 14.32%）、固定资产（占 34.22%）、在建工程（5.80%）和无形资产（占 5.53%）。

图 5 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司无长期应收款。2014 年底，公司新增长期应收款 1.07 亿元，主要为公司下属子公司力帆租赁的融资租赁款。截至 2015 年底，公司长期应收款大幅增长，由 2014 年的 1.07 亿元增加至 11.87 亿元，主要系融资租赁业务规模的扩大所致。公司租赁对象主要为设备及交通运输工具，期限在 1 个月到 5 年不等，2015 年公司对长期应收款合计计提坏账准备 44.47 万元。

2013~2015 年，公司长期股权投资大幅增长，年均复合增长 25.38%，主要系公司加大对联营及合营企业投资力度所致。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 46.33 亿元，较年初增加 41.75%，主要系公司对重庆银行及云南力帆骏马车辆有限公司（以下简称“力帆骏马”）长期股权投资产生的投资收益及其他权益变动所致。公司长期股权投资主要为对合营企业（占 12.78%）及联营企业（占 87.22%）的投资，其中投资的合营企业为润田房地产（5.92 亿元），投资的联营企业主要为重庆银行（19.82 亿元）、力帆骏马（12.03 亿元）、重庆蓝洋融资担保股份有限公司（2.29 亿元）、重庆市渝北区蓝洋小额贷款股份有限公司（2.12 亿元）和四川省蓝洋小额贷款股份有限公司（1.77 亿元）。

2013~2015 年，公司投资性房地产大幅增长，年均复合增长 83.19%，主要系 2014 年公司自有房地产的部分楼层用于出租，遂将其拟出租部分由存货科目转入投资性房地产科目所致。截至 2015 年底，公司投资性房地产为 24.41 亿元，较年初增加 2.39%，变化不大。公司投资性房地产主要为房屋建筑物（占 95.22%）和土地使用权（占 4.78%），全部采用公允价值进行后续计量，2015 年公司以公允价值计量的投资性房地产当期的公允价值变动损益为 1.39 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 35.40%。截至 2015 年底，公司固定资产原值为 71.31 亿元，构成主要包括房屋建筑物（占 39.05%）和机器设备（占 51.86%）。截至 2015 年底，公司累计计提折旧 12.95 亿元，减值准备 17.03 万元，固定资产账面价值为 58.36 亿元，较年初增长 18.87%，主要系多功能汽车项目及力帆汽车零部件出口基地项目、模具开发等项目达到预定可使用状态，转入固定资产形成。公司固定资产成新率为 81.84%，成新率较高。

随着在建工程不断转固，2013~2015 年公司在建工程规模逐年减少，年均复合减少 29.17%。截至 2014 年底，公司在建工程为 10.27 亿元，较年初下降 47.89%，主要系模具开发项目、办公楼及研发中心、力帆汽车零部件出口基地等大项目完工后转入固定资产所致。截至 2015 年底，在建工程为 9.89 亿元，较年初减少 3.71%。

2013~2015 年，公司无形资产有所波动，三年分别为 8.71 亿元、8.51 亿元和 9.43 亿元。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值合计 9.43 亿元，较年初增加 10.73%，其中主要包括土地使用

权（占 73.53%）、整车开发设计费（占 13.71%）和软件使用权（占 1.80%）等。截至 2015 年底，公司无形资产累计摊销 2.26 亿元，主要是土地使用权和整车开发设计费计提的摊销。

截至 2015 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 55.48 亿元，主要为货币资金、长期股权投资使用权受限，受限比例 57.39%。

表 12 截至 2015 年底公司使用受限资产情况（单位：万元）

科目	受限规模	受限类型及用途
货币资金	209,559.11	已冻结存款或质押保证金
应收票据	94,810	为开立银行承兑汇票提供质押担保
固定资产	19,311.22	为银行借款提供抵押担保
无形资产	53,236.02	为银行借款提供抵押担保
投资性房地产	4,435.66	为银行借款提供抵押担保
长期应收款	64,582.7	为银行借款提供质押担保
长期股权投资	108,831.7	为银行借款提供质押担保
合计	554,766.36	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 416.79 亿元，较年初增长 5.33%，变化不大。流动资产方面，公司应收账款为 28.00 亿元，较年初下降 14.51%，主要系公司于 2016 年回收了部分新能源汽车的货款；非流动资产方面，公司在建工程为 12.45 亿元，较年初增长 25.94%，主要系加大对力帆汽车零部件出口基地项目、汽车发动机项目等在建工程的资金投入力度所致。从资产结构上看，流动资产占 55.79%，非流动资产占 44.21%，流动资产比重较 2015 年底稍有下降，资产结构仍以流动资产为主，公司整体资产结构变化不大。

总体看，近年来公司资产规模快速增长，以流动资产为主；流动资产中现金类资产较为充裕，但存货和其他应收款占比较高，对资金形成了一定的占用；非流动资产中固定资产和长期股权投资占比较高，其中长期股权投资主要为对合营房地产企业及重庆银行的投资，重庆银行盈利能力强，股权质量好。公司整体资产质量一般。

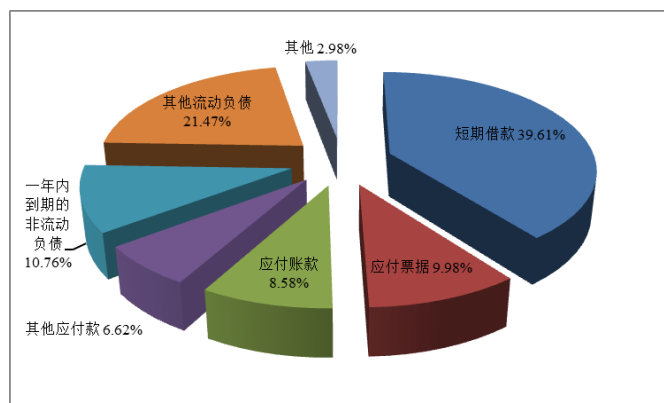
3. 负债及所有者权益

负债

伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，近三年年均复合增长率为 25.56%。截至 2015 年底，公司负债合计 294.16 亿元，较年初增长 21.22%，主要系流动负债大幅增长所致。公司负债中流动负债和非流动负债分别占 87.90%和 12.10%，以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债规模呈不断增长趋势，年均复合增长率为 40.78%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 258.57 亿元，主要包括短期借款（占 39.61%）、应付票据（占 9.98%）、应付账款（占 8.58%）、其他应付款（占 6.62%）、一年内到期的非流动负债（占 10.76%）和其他流动负债（占 21.47%）为主（如下图所示）。

图6 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 24.85%，主要系近年来公司对外投资和产销规模扩大，为拓展市场并满足经营活动，公司增加了短期银行借款融资力度所致。截至 2015 年底，公司短期借款 102.42 亿元，较年初增加 23.84%。公司短期借款中质押借款占 72.58%、信用借款占 14.89%、保证借款占 12.54%。

2013~2015 年，公司应付票据呈波动较大，年均复合增长 46.63%，与公司是否采用票据支付货款的结算方式相关。截至 2015 年底，公司应付票据为 25.82 亿元，较年初减少 35.41%，主要是由于本期减少票据支付货款所致。公司的应付票据主要为银行承兑汇票（占 99.79%）。

公司应付账款主要是应付原材料供应商、机器设备供应商和工程款项的应付款。2013~2015 年，公司应付账款逐年减少，年均复合减少 7.16%。截至 2015 年底，公司应付账款合计 22.19 亿元，较年初下降 2.02%，变化不大；其中材料款和工程设备款分别占比 88.92%和 11.08%；账龄超过一年的大额应付账款为 0.17 亿元，主要为工程尾款。

2013~2015 年，公司其他应付款大幅增长，年均复合增长 121.30%。截至 2015 年底，公司其他应付款账面价值为 17.11 亿元，较年初大幅增长 253.24%，主要系收购无线绿洲股权应付陈卫等股东股权转让款，以及应付押金保证金较年初增加所致。从账龄上看，1 年以内的占 95.31%，1~2 年的占 1.28%，2~3 年的占 0.16%，3 年以上的占 3.25%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 113.94%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 40.49 亿元，较年初增加 556.07%，主要系公司本期一年内到期的长期借款增加 5.81 亿元，以及一年内到期的应付债券增加 28.96 亿元所致。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.82 亿元，较年初减少 31.28%，主要系公司偿还一年内到期的长期负债所致。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债中一年内到期的长期借款占 61.87%、一年内到期的应付债券占 35.91%，一年内到期的长期应付款占 2.21%。

2013~2015 年，公司其他流动负债分别为 11.84 亿元、11.26 亿元和 55.51 亿元。截至 2015 年底，公司其他流动负债为 55.51 亿元，较年初大幅增长 392.99%，主要系公司于 2015 年发行多期融资工具所致。

表13 截至2015年底公司其他流动负债明细（单位：亿元）

项目	期末余额
非公开定向债务融资工具 2015 渝力帆 PPN001	5.00
非公开定向债务融资工具 2015 渝力帆 PPN002	5.00
非公开定向债务融资工具 15 渝力帆 PPN003	5.00
非公开定向债务融资工具 15 渝力帆 PPN004	5.00

债务融资工具 15 渝力帆 SCP001	5.00
债务融资工具 15 渝力帆 SCP002	5.00
债务融资工具 15 渝力帆 SCP004	7.00
债务融资工具 15 渝力帆 SCP005	5.00
债务融资工具 15 渝力帆 SCP006	5.00
债务融资工具 15 渝力帆 SCP007	5.00
重庆力帆控股有限公司 2015 年度第一期理财直接融资工具	0.50
重庆力帆控股有限公司 2015 年度第一期理财直接融资工具	2.50
股权激励回购款	0.58
债券利息调整	-0.07
合计	55.51

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司非流动负债呈波动下降态势，年均复合减少 20.35%，主要系公司长期借款和应付债券陆续到期所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 35.60 亿元，较年初增加 4.17%，主要系长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 37.13%）、应付债券（占 42.00%）、长期应付款（占 7.86%）和递延所得税负债（占 10.93%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款逐年减少，年均复合减少 15.39%，主要系公司一年内到期的长期借款重分类至一年内到期非流动负债科目所致。截至 2015 年底，公司长期借款金额合计 13.22 亿元，较年初减少 0.15%，变化不大。从借款类型来看，公司长期借款主要由质押借款（占比 34.18%）、抵押借款（占比 34.80%）和信用借款（占比 31.02%）构成。从贷款期限结构上看，2017 年到期的合计 5.24 亿元（占比 39.64%），剩余借款到期日在 2018 年及以后，公司未来 1~2 年内的资金偿付压力适中。

2013~2015 年，公司应付债券大幅减少，年均复合减少 35.40%，主要系公司将一年内到期的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债科目所致。截至 2015 年底，公司应付债券为 14.95 亿元，较年初减少 11.67%。截至 2015 年底，公司应付债券主要包括 2015 年发行的“15 渝力帆 MTN001”（8 亿元，3 年期）以及 2012 年力帆股份发行的 7 亿元公司债券（5 年期）。

2013~2015 年，公司长期应付款波动幅度较大，年均复合增长率为 221.08%。截至 2015 年底，公司长期应付款为 2.80 亿元，较年初增加了 2.75 亿元，主要系新增盼达汽车融资租赁租入的固定资产（车辆）长期应付重庆新能源汽车融资租赁有限公司款项 1.53 亿元，以及融资租赁公司收取的租赁客户保证金 1 亿元所致。

2013~2015 年，公司递延所得税负债大幅增长，年均复合增长 82.41%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 3.89 亿元，较年初增长 7.87%，主要为投资性房地产评估增值产生的应纳税暂时性差异所致。

随着公司经营规模扩张，公司全部债务规模逐年增长，2013~2015 年年均复合增长率为 27.54%，主要系公司加大短期借款融资力度所致。其中，近三年短期债务规模逐年增长，年均复合增长 50.06%，主要系公司加大短期银行借款融资力度所致；长期债务逐年减少，年均复合减少 26.04%，主要系长期借款和应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债科目所致。截至 2015 年底，公司全部债务为 240.92 亿元，较年初增加 18.39%；其中短期债务和长期债务分别占比 87.67%和 12.33%，以短期债务为主。债务指标方面，2015 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 74.27%、70.27%和 22.56%，较年初分别下降了 1.37 个百分点、1.98 个百分点和 5.28 个百分点，主要系公司所有者权益增加所致。整体看，公司债务负担偏重，且以短

期债务为主，债务期限结构有待优化。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 312.28 亿元，较年初增长 6.16%，主要系公司于 2016 年发行了多期公司债、超短期融资券和非公开定向债务融资工具所致；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 81.61%和 18.39%，负债结构较年初变化不大。

表14 2016年公司发行公司债券及债务融资工具情况表（单位：亿元，年，%）

债券名称	发行金额	发行日	到期日	期限	利率	类型
16 力帆债	9	2016/1/28	2021/1/27	3+2	6.26	公司债
16 力帆 02	11	2016/3/15	2020/3/15	2+2	5.94	公司债
16 渝力帆 SCP001	10	2016/1/19	2016/10/17	0.74	6.00	超短期融资券
16 渝力帆 SCP002	3	2016/3/7	2016/12/2	0.74	6.00	超短期融资券
16 渝力帆 SCP003	5	2016/4/6	2016/10/5	0.5	6.00	超短期融资券
16 渝力帆 PPN001	1	2016/8/2	2019/8/3	3	6.90	非公开定向债务融资工具
16 渝力帆 SCP004	3	2016/8/4	2017/2/3	0.5	6.00	超短期融资券
16 渝力帆 PPN002	5	2016/9/28	2017/9/29	1	7.00	非公开定向债务融资工具

资料来源：公司提供

总体看，随着公司不断扩大经营规模，公司对流动资金需求逐年提高，债务水平出现快速上升，债务负担偏重，并以短期债务为主，公司债务结构有待优化。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 20.59%。截至 2015 年底，公司所有者权益为 101.54 亿元，较年初增长 29.89%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致；其中归属于母公司的权益为 62.06 亿元，少数股东权益 39.47 亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 20.14%，资本公积占 48.30%，未分配利润占 22.20%，其他综合收益占 7.56%，盈余公积占 1.80%。所有者权益构成中，少数股东权益及未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性偏弱。

2013~2015 年，公司实收资本规模变化不大，年均复合增长 2.06%。截至 2014 年底，公司实收资本为 12.50 亿元，较年初增加 4.17 亿元，主要系 2014 年 8 月，公司实施了增资扩股，由西藏汇川投资有限公司新增投资 0.50 亿元所致。截至 2015 年底，公司实收资本为 12.50 亿元，较上年无变化。

2013~2015 年，公司资本公积逐年增长，年均复合增长 20.37%。截至 2015 年底，公司资本公积为 29.98 亿元，较年初增加 39.08%，主要是联营公司力帆骏马资本公积增加，公司按持股比例相应增加 6.48 亿元；力帆股份资本公积及库存股增加，公司按持股比例相应增加 7.19 亿元，以及力帆股份实施非公开发行为和股权激励计划，公司因享有的净资产份额减少而相应减少资本公积 5.25 亿元所致。

2013~2015 年，公司未分配利润呈现先升后降趋势，年均复合增长 13.83%，主要系其核心控股子公司力帆股份 2013~2015 年均实施了红利分配所致。截至 2015 年底，公司未分配利润为 13.78 亿元。

2013~2015 年，公司少数股东权益大幅增长，年均复合增长 30.07%。截至 2015 年底，公司少数股东权益为 39.47 亿元，较年初增加 78.62%，主要系力帆股份定向增发导致少数股东权益的大幅增长所致。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益增至 104.52 亿元（含少数股东权益 41.54 亿元，占所有者权益的 39.74%），较 2015 年底增长 2.94%，变动不大。其中，归属母公司所有者权益合计 62.98 亿元，较年初小幅增长 1.48%。公司所有者权益结构较 2015 年变化不大。

总体看，公司归属于母公司的所有者权益以实收资本和资本公积为主，但所有者权益中归属少数股东权益比例较大，公司整体所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业总收入稳定增长，年均复合增长 11.09%，2015 年实现营业总收入 125.35 亿元，同比增长 4.53%，主要系公司进行大宗材料进口贸易以及搬迁处置收入增加所致。公司营业成本三年复合增长 11.02%，略低于公司营业总收入增幅。近三年公司营业利润率较为稳定，分别为 17.80%、18.40%和 18.20%。2013~2015 年，公司净利润分别为 3.17 亿元、5.30 亿元和 4.19 亿元，年复合增长 15.04%，主要系 2014 年公司增加对重庆银行的股权投资所获得的投资收益增加所致。

期间费用方面，近三年公司销售费用分别为 7.38 亿元、7.46 亿元和 6.19 亿元，主要系公司产品销售渠道逐渐成熟，导致销售费用有所减少；管理费用分别为 6.34 亿元、7.67 亿元和 8.99 亿元，年均复合增长 19.11%，主要系由于公司营业规模逐步扩大，实施股权激励以及人员工资上涨及研发投入增加所致；财务费用分别为 4.45 亿元、6.00 亿元和 8.33 亿元，年均复合增长 36.84%，主要系公司有息债务规模增长导致计入财务费用的利息支出增长所致。受上述因素影响，2013~2015 年，公司期间费用分别为 18.17 亿元、21.13 亿元和 23.51 亿元，年均复合增长 13.75%。2013~2015 年，公司费用收入比呈上升态势，分别为 17.89%、17.62%和 18.76%。总体看，公司费用控制能力有待提升。

2013~2015 年，公司资产减值损失大幅增长，年均复合增长 85.15%。2015 年公司资产减值损失为 1.27 亿元，主要为坏账损失和存货跌价减值损失。

2013~2015 年，公司投资收益快速增长，年均复合增长 38.35%，主要系公司加大对联营及合营企业投资力度所致。2015 年公司实现投资收益 4.86 亿元，同比增加 1.65%，主要来自按权益法核算的长期股权投资收益，其中重庆银行带来投资收益 3.15 亿元。2013~2015 年，公司投资收益占利润总额的比分别为 71.35%、79.92%和 103.07%，投资收益对利润总额贡献度较大。

公司营业外收入主要由政府补助和和非流动资产处置利得等构成。2013~2015 年，公司营业外收入有所减少，年均复合减少 25.15%，主要系政府补助波动减少所致。2015 年公司实现营业外收入 1.03 亿元，同比小幅增长 0.71%，较为稳定，其中政府补助为 0.85 亿元。2013~2015 年，公司营业外收入占利润总额的比重分别为 51.79%、17.14%和 21.90%，公司利润总额对营业外收入依赖程度有所减轻。

从各项盈利指标来看，2013~2015 年，公司主营业务毛利率分别为 19.17%、19.47%和 18.61%，营业利润率分别 17.80%、18.40%和 18.20%，较为稳定；2015 年公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 3.23%、2.96%、4.66%，较 2014 年的 4.25%、3.91%、7.16%均有所下降，主要系公司受宏观经济形势影响净利润及利润总额下滑所致。整体看，公司盈利能力总体保持稳定。公司盈利指标与其他同行业上市公司对比，处于中下游水平。

表 15 2015 年乘用车及部分摩托车行业上市公司盈利指标情况 (单位: %)

简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
海马汽车	0.72	2.23	2.23
上汽集团	9.81	17.91	11.42
宗申动力	9.59	10.98	18.31
比亚迪	5.02	9.79	16.87
长安汽车	12.36	33.16	20.02
力帆控股	2.41	5.06	16.12

资料来源: Wind 资讯

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016 年 1~9 月, 公司实现营业总收入 82.64 亿元, 同比增长 1.51%, 变化不大; 利润总额为 1.88 亿元, 同比减少 7.37%, 主要系销售费用和财务费用增长所致; 净利润为 1.92 亿元, 较上年同期增长 7.47%, 主要系所得税费用为负所致; 同期, 公司投资收益为 3.87 亿元, 为公司利润的主要来源。

总体看, 公司营业总收入稳定增长, 盈利能力较为稳定。但期间费用对公司利润形成了一定侵蚀, 公司对期间费用的控制能力有待加强。同时, 公司利润总额对投资收益及营业外收入依赖程度高, 公司主营业务盈利能力偏弱, 但考虑到公司投资收益对公司利润形成了有利的支持且具备一定的可持续性, 公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看, 公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金, 2013~2015 年公司经营活动现金流入波动增长, 三年复合增长 8.97%, 均随公司营业收入的扩大而增长。2015 年公司经营活动现金流入 116.85 亿元, 同比下降 7.26%, 主要系公司收到的银行承兑汇票增加, 现金流入减少所致; 2015 年公司收到其他与经营活动相关的现金为 11.52 亿元, 同比增加 16.63%, 主要为收到的利息收入、政府补助、代收股权激励个税、收到客户保证金、其他单位往来款等。2013~2015 年公司经营活动现金流出波动增加, 三年复合增长 10.73%, 主要系随着公司在海外市场的销售规模逐渐增大, 购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2015 年公司经营活动现金流出 128.38 亿元, 同比下降 3.15%, 主要系公司将销售收到的票据直接用于支付供应商货款, 公司现金流出减少所致; 2015 年公司支付其他与经营活动有关的现金为 13.63 亿元, 同比增加 21.38%, 主要为支付营业费用、支付管理费用、代付股权激励个税、支付银行承兑等保证金、退还客户保证金、支付搬迁费用、捐赠支出及其他单位往来款等。受上述因素影响, 2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流量净额均呈净流出状态, 分别为-6.31 亿元、-6.56 亿元和-11.54 亿元。从收入实现质量来看, 近三年公司的现金收入比分别为 87.93%、89.92%和 67.58%, 2015 年较 2014 年下降 21.72 个百分点, 收现质量下降, 公司收入经营活动获取现金能力较弱。

从投资活动情况来看, 2013~2015 年, 公司投资活动现金流入量大幅增长, 年均复合增长率为 174.85%。2015 年公司投资活动现金流入为 16.37 亿元, 同比增加 260.72%, 主要是出售交易性金融资产及收回投资的理财产品增加所致。2013~2015 年, 公司投资活动现金流出量波动增长, 年均复合增长率为 17.68%。2015 年公司投资活动现金流出为 34.47 亿元, 同比增长 67.21%, 主要系公司对办公楼及研发中心、力帆汽车零部件出口基地、汽车发动机项目等在建项目投资增加所致。受上述因素影响, 投资活动产生的现金流量净额分别为-22.73 亿元、-16.08 亿元和-18.11 亿元, 均呈现净流出状态。

公司近三年及近期筹资渠道主要为银行融资及债券发行。从筹资活动情况来看，2013~2015年，公司筹资活动现金流入量呈逐年快速增长态势，年均复合增长率为43.30%，主要系公司加大短期借款及债券融资力度所致。2015年公司筹资活动现金流入为281.92亿元，同比增加54.63%。2015年公司收到其他与筹资活动相关的现金16.19亿元，同比增加193.60%，主要是融资性应收票据到期或贴现收款13.40亿元、收到信用证保证金净额2.46亿元等。筹资活动现金流出呈逐年增长态势，年均复合增长率为58.14%，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。2015年公司筹资活动现金流出为242.44亿元，同比增加50.79%。2015年公司支付其他与筹资活动相关的现金16.71亿元，同比增加47.58%，主要是支付的保函、借款等保证金净增加额12.82亿元、支付融资性应付票据到期款项3.34亿元等。受上述因素影响，筹资活动产生的现金流量净额分别为40.34亿元、21.54亿元和39.48亿元。

2016年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.60亿元；投资活动产生的现金流量净额为-8.57亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-2.89亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金流量净额为负，受公司海外业务规模增大影响，对应销售资金回款周期较长，公司经营获现能力减弱；投资活动资金支出缺口较大，未来公司存在一定的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，随着公司流动负债规模的不断扩大，公司流动比率逐年下降，分别为1.17倍、0.89倍和0.87倍，流动资产对流动负债的覆盖能力较弱；公司速动比率处于一般水平，分别为0.86倍、0.72倍和0.70倍；2013~2015年公司现金短期债务比分别为0.72倍、0.36倍和0.34倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力大幅减弱，主要系短期借款大幅增长所致，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。整体看，公司短期偿债能力指标偏低，且短期债务规模大，考虑到公司尚持有一定规模的现金类资产，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司EBITDA分别为10.00亿元、13.96亿元和13.86亿元，逐年增长，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；2015年公司EBITDA中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占比分别为20.32%、3.14%、42.53%和34.01%，以计入财务费用的利息支出和利润总额为主。近三年，EBITDA利息倍数分别为2.42倍、2.49倍和2.30倍，覆盖程度一般；EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.07倍和0.06倍，EBITDA对全部债务的覆盖水平有待提高。2015年公司经营活动净现金流为净流出，经营现金债务保护倍数均为负值，无法覆盖公司债务。整体看，公司长期偿债能力有待提高。

截至2016年9月底，公司对外提供担保4.00亿元，为对上海红星美凯龙投资有限公司提供的担保。目前，被担保企业经营状况良好，且由非力帆股东提供反担保措施，整体或有债务风险较小。

截至2016年9月底，公司没有对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁。

截至2016年9月底，公司共获得银行授信额度合计202.26亿元，已使用额度157.93亿元，未使用额度44.33亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司力帆股份于2010年11月25日在上海证券交易所上市，公司直接融资渠道畅通。

根据人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10500106001733301），截至2016年11月4日，公司不存在未结清的关注类及不良类信贷信息记录，公司过往履约情况良好。

总体看，公司目前债务负担较重，但考虑到公司作为中国大型民营摩托车和汽车制造企业，资产规模和收入水平不断提升，主业盈利能力稳定，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 9 月底，公司债务总额合计 259.82 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 14 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度适中，考虑到本次拟发行债券用于置换存量有息债务，对公司债务水平影响较小。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设本次债券（14 亿元）发行后，在其它因素不变的情况下，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 38.60%、72.37% 和 75.74%，分别较发行前上升了 5.50 个百分点、1.06 个百分点和 0.81 个百分点，债务负担有所增加，考虑到本次募集资金用途为置换存量有息债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 13.86 亿元，为本次公司债券发行额度（14 亿元）的 0.99 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2015 年经营活动产生的现金流入 116.85 亿元，为本次公司债券发行额度（14 亿元）的 8.35 倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流量净额为 -11.54 亿元，为本次公司债券发行额度（14 亿元）的 -0.82 倍，公司经营活动现金流量净额无法对本次债券形成覆盖。

综合以上分析，并考虑到公司作为中国大型民营摩托车和汽车制造企业，资产规模和收入水平不断提升，主业盈利能力稳定；同时积极布局新能源汽车领域并开展平行进口车业务，推动乘用车业务进一步发展，整体资产规模和收入水平不断提升，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

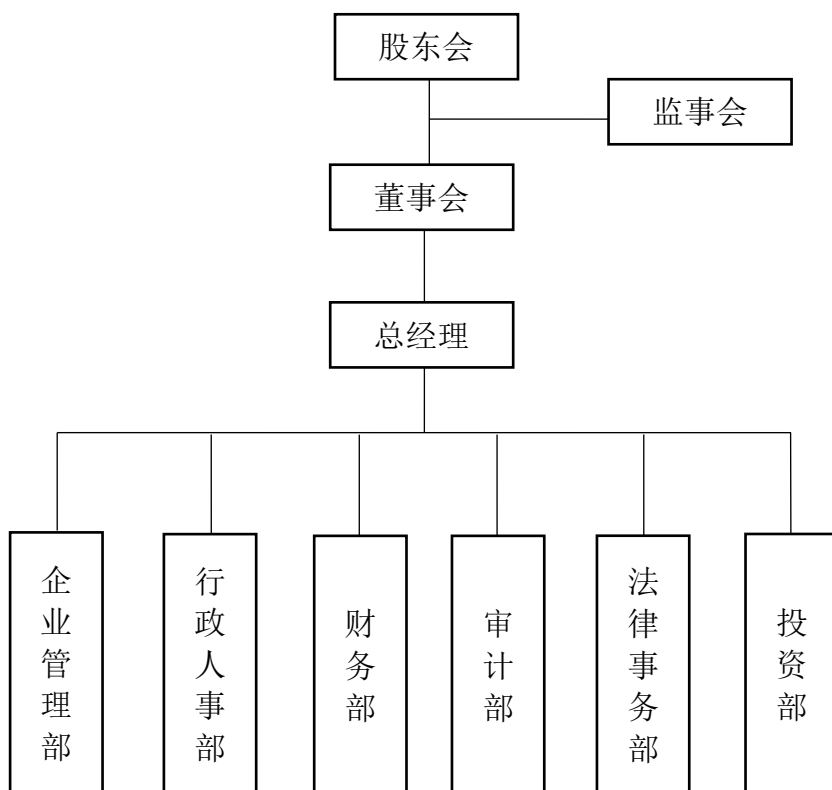
九、综合评价

公司作为中国大型民营摩托车、汽车制造企业，在出口市场占有率、产融结合、直接融资能力等方面具备优势。近年来，公司乘用车业务发展迅速，资产和收入规模不断提升。同时，联合评级也关注到国内摩托车市场景气度低迷、乘用车市场竞争激烈、出口业务受汇率波动和当地政策等因素影响大、经营现金流持续净流出、债务负担偏重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着募投项目的建成，公司产品线和配套能力进一步加强，产融结合优势显现，业务规模有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额（亿元）	256.40	320.85	395.70	416.79
所有者权益（亿元）	69.83	78.18	101.54	104.52
短期债务（亿元）	93.81	173.34	211.22	208.10
长期债务（亿元）	54.29	30.16	29.70	51.72
全部债务（亿元）	148.10	203.50	240.92	259.82
营业收入（亿元）	101.57	119.92	125.35	82.64
净利润（亿元）	3.17	5.30	4.19	1.92
EBITDA（亿元）	10.00	13.96	13.86	--
经营性净现金流（亿元）	-6.31	-6.57	-11.54	0.60
应收账款周转次数(次)	7.12	6.03	4.14	--
存货周转次数（次）	2.17	2.47	2.50	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.42	0.35	--
现金收入比率（%）	87.93	89.29	67.83	94.47
总资本收益率（%）	3.59	4.25	3.23	--
总资产报酬率（%）	3.15	3.91	2.96	--
净资产收益率（%）	4.75	7.16	4.66	--
主营业务毛利率（%）	19.17	19.47	18.61	16.71
营业利润率（%）	17.80	18.40	18.20	16.25
费用收入比（%）	17.89	17.62	18.76	20.15
资产负债率（%）	72.77	75.63	74.34	74.92
全部债务资本化比率（%）	67.96	72.25	70.35	71.31
长期债务资本化比率（%）	43.74	27.84	22.63	33.10
EBITDA 利息倍数（倍）	2.42	2.49	2.30	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.06	--
流动比率（倍）	1.17	0.89	0.87	0.91
速动比率（倍）	0.86	0.72	0.70	0.74
现金短期债务比（倍）	0.72	0.36	0.34	0.37
经营现金流流动负债比率（%）	-4.83	-3.15	-4.46	0.23
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.71	1.00	0.99	--

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。

联合信用评级有限公司关于重庆力帆控股有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年重庆力帆控股有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

重庆力帆控股有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。重庆力帆控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注重庆力帆控股有限公司的相关状况，如发现重庆力帆控股有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如重庆力帆控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至重庆力帆控股有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送重庆力帆控股有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一七年三月二十二日

