

信用等级公告

联合[2015]849 号

联合资信评估有限公司通过对重庆力帆控股有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况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

重庆力帆控股有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月六日



重庆力帆控股有限公司

2015 年第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性偿还本金

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2015 年 7 月 6 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	194.92	256.40	320.85	345.55
所有者权益(亿元)	65.73	71.69	78.18	95.96
短期债务(亿元)	68.19	93.81	173.16	186.66
全部债务(亿元)	99.07	148.10	203.33	214.17
营业总收入(亿元)	87.40	101.57	119.92	25.83
利润总额(亿元)	4.44	3.56	5.98	0.84
EBITDA(亿元)	9.51	9.55	13.67	--
经营性净现金流(亿元)	-2.17	-6.31	-6.57	-0.38
营业利润率(%)	16.69	17.80	18.07	16.10
净资产收益率(%)	6.13	4.42	6.78	--
资产负债率(%)	66.28	72.04	75.63	72.23
全部债务资本化比率(%)	60.12	67.38	72.23	69.06
流动比率(%)	110.14	119.11	89.21	95.69
全部债务/EBITDA(倍)	10.42	15.51	14.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.54	2.59	2.57	--
经营现金流动负债比(%)	-2.25	-4.90	-3.15	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.19	1.19	1.71	--

注: 1.2015 年一季度报表未经审计;

2.其他流动负债中的非公开定向融资工具额度已计入上表中的短期债务和全部债务。

分析师

贺苏凝 刘嘉敏

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对重庆力帆控股有限公司(以下简称“公司”)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。乘用车业务发展迅速,整体资产规模和收入水平不断提升。联合资信也关注到,国内摩托车市场景气度低迷、公司乘用车品牌在国内市场认知度偏低、有息债务负担偏重、存在对房地产企业担保等因素可能给公司经营及财务状况带来负面影响。

未来随着在建项目、募投项目和海外工厂的建成,公司产品线和配套能力进一步加强,产融结合优势显现,业务规模和利润水平有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司是国内大型民营摩托车、汽车制造企业,摩托车产品出口份额和品牌知名度高,乘用车业务发展迅速,出口收入持续增长。
2. 财务公司和融资租赁公司的相继成立,以及外汇集中运营牌照的取得,增强了公司产品出口和产融结合优势。
3. 公司于 2015 年初完成定向增发,并发布了新增发方案,以保障新业务研发和流动资金的充足,具备良好的直接融资渠道。
4. 公司投资的重庆银行盈利能力强,为公司提供了稳定的收益来源。
5. 公司经营性现金流入量对本期中期票据覆盖程度高,EBITDA 对本期中期票据具备覆盖能力

关注

1. 国内摩托车市场景气度低迷,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. 卢布汇率大幅波动加大了公司开发在俄业务的压力及外汇损失的风险;在俄工厂的建设和运营易受当地政策和经济环境影响,未来收益情况尚具不确定性。
3. 公司存货和其他应收款规模较大,占用营运资金,经营活动获现能力不足,资金需求推高债务水平,债务负担较重。
4. 公司期间费用高企,对利润形成侵蚀。
5. 公司提供对外担保的企业在行业和区域分布上较为集中,存在一定或有债务风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆力帆控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与重庆力帆控股有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆力帆控股有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆力帆控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、重庆力帆控股有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至发行人依据发行条款约定赎回时到期有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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 7950 万元、7350 万元、7350 万元和 7350 万元共同投资组建的有限责任公司。截至 2015 年 3 月底，公司实收资本达到 12.50 亿元。公司实际控制人为尹明善及其家族成员（股权结构图见附件 1-1）。

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”），其前身为成立于 1997 年的重庆力帆实业（集团）有限公司。期间经多次增资、未分配利润转增股本、股权转让以及引入新投资者，截至 2009 年底，力帆股份注册资本为 75144.51 万元，公司持股 82.32%，JOIN STATE LIMITED 持股 13.50%，上海冠通投资有限公司持股 3.35%，尹明善及其家族成员合计持股 0.83%；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 20000 万股，发行价格 14.50 元/股，发行完成后总股本为 95144.51 万股，募集资金净额 279440.29 万元（公司持股 65.02%）；2013 年，力帆股份实施股权激励计划，通过定向增发方式向董事、高级管理人员和关键岗位员工共 274 名激励对象授予 5894.3 万股限制性人民币普通股股票，价格为 3.16 元/股，实收资本增至 101038.81 万元（公司持股 61.31%，股权激励对象持股 5.8337%股权），激励计划有效期为自授予日起 48 个月，禁售期满次日起的 36 个月为解锁期；2014 年，公司向 154 名激励对象授予限制性人民币普通股 632 万股，价格为 4.34 元/股，实收资本增至 101476.69 万元，公司持股 61.04%；2015 年 1 月，公司通过非公开方式发行 2.43 亿股人民币普通股，募集资金总额 17.00 亿元，截至 2015 年 3 月底，力帆股份实收资本增至 125762.40 万元，公司持股 49.25%。

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。

公司下设行政人事部、企业管理部、财务部、审计部、法律事务部、投资部 6 个职能部门；截至 2015 年 3 月底，公司合并范围内包含了 5 家二级子公司（见附件 1-2）。

截至 2014 年底，公司资产总额 320.85 亿元，所有者权益合计 78.18 亿元（其中少数股东权益 22.10 亿元）；2014 年实现营业收入 119.92 亿元，利润总额 5.98 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 345.55 亿元，所有者权益合计 95.96 亿元（其中少数股东权益 41.72 亿元）；2015 年一季度实现营业收入 25.83 亿元，利润总额 0.84 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、本期中期票据概况

公司计划于 2015 年注册中期票据 12 亿元，2015 年第一期中期票据计划发行 8 亿元（下称“本期中期票据”），发行期限为 3 年。

本期中期票据为按年付息，到期一次性偿还本金，募集资金将全部用于偿还公司本部银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实

现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存款基

准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

汽车行业

1. 行业现状

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，是拉动国民经济增长的重要产业，2000 年后进入快速增长阶段。2014 年，中国汽车业产销规模已达 2372.29 万辆和 2349.19 万辆，产销量保持世界第一。

2003~2005 年，国家实施鼓励汽车消费政策，行业销量爆发式增长（增速超过 35%），后期由于原料及油价上涨，市场需求受到抑制，增速大幅回落、步入第一轮回调；2006~2008 年，成本因素弱化、市场需求释放，行业增速重回 20% 以上，之后受宏观经济减速、国际金融危机的不利影响，增幅降至 7% 以下，进入第二轮回调；2009~2012 年，中国政府为拉动内需先后出台降低小排量汽车购

购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，行业增速急速拉升至 30% 以上，而后随着相关优惠政策退出，再次步入微增长阶段，增幅落至 5% 以下，为第三次回调；2013 年，回调见底、市场抬头，行业产销增速回升至 14.76% 和 13.87%。

2014 年，汽车业整体平稳增长，产销量同比分别增长 7.3% 和 6.9%，达到 2372.29 万辆和 2349.19 万辆；其中，乘用车产销 1991.98 万辆和 1970.06 万辆，同比分别增长 10.2% 和 9.9%；商用车产销 380.31 万辆和 379.13 万辆，同比分别下降 5.7% 和 6.5%。乘用车市场作为汽车市场的主要构成，销量增速整体高于商用车，是汽车市场增长的主要动力。

2014 年，全球经济形势较上年有所好转，但受新兴市场宏观经济不景气、出口国贸易壁垒及海外市场竞争加剧等不利因素影响，导致中国整车出口量仍有小幅下滑，但降幅相比上年已大幅减缓，且整车出口金额有所增长。2014 年，中国整车出口 94.73 万辆，同比下降 0.08%，降幅比上年减缓 6.51 个百分点；出口金额 138.06 亿美元，同比增长 6.95%；在整车出口主要品种中，相比上年，轿车出口量仍然明显下降；载货车结束下降，呈小幅增长；客车增幅有所趋缓。

2014 年 1~11 月，全国 17 家重点企业（集团）累计完成工业总产值 2.50 万亿元，同比增长 10.6%；累计实现主营业务收入 2.81 万亿元，同比增长 10.0%；完成利税总额 4905.15 亿元，同比增长 8.6%。汽车行业经济效益持续向好。

2014 年，中国新能源汽车产业发展从导入期进入成长初期，建立了由工信部牵头、18 个部门参加的节能与新能源汽车产业发展部际联席会议制度。国务院办公厅印发了《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，相关部门出台了免征车购税、充电设施建设奖励、推广情况公示、党政机关采购等一系列政策措施，实施了新能源汽车产业技术创新工程，发布了 78 项电动汽车标准。2014 年，全国 300

多款新车型上市，全年产量 8.39 万辆，同比增长近 4 倍，其中 12 月单月产量 2.72 万辆，创造了全球新能源汽车单月产量最高纪录。

2015 年 1~3 月，中国汽车产销 620.16 万辆和 615.30 万辆，同比增长 5.26% 和 3.90%，增幅比上年同期分别回落 3.9 和 5.3 个百分点；乘用车销量 530.51 万辆，同比增长 8.95%，增幅较上年同期回落 1.14 个百分点。同期，新能源汽车产量 2.54 万辆，同比增长 3 倍，其中 3 月单月产量突破 1.3 万辆。

总体看，2014 年汽车行业产销规模平稳增长，企业效益持续向好；中国汽车企业已形成以大型集团为龙头的竞争格局，产业集中度不断提升；新能源汽车市场在政策引导下，进入了快速增长的初期发展阶段。

2. 行业格局发生变动

（1）乘用车自主品牌市场份额波动

2014 年，自主品牌乘用车销售 757.33 万辆，市场份额排名第一，占乘用车市场的 38.4%（高于排名第二的德系车份额 18.4 个百分点），同比减少 2.1 个百分点，延续了近年来市场份额的下滑态势。截至 2014 年 8 月，中国自主品牌乘用车市场份额同比已连续 12 个月下滑，但自 9 月起自主品牌迅速反弹，市场份额出现持续性上升。

2015 年 1~4 月，中国品牌乘用车销量为 297.97 万辆，同比增长 19.47%，占乘用车总销量 42.73%，市场占有率同比提升 4.22 个百分点。但作为乘用车市场第一大产品，中国品牌轿车实现销量 90.65 万辆，同比下降 5%，市场占有率为 22.5%，同比下降 0.6 个百分点。

（2）汽车销售市场集中度增强

在汽车产业调整与振兴规划指导下，近年来中国汽车企业兼并重组稳步推进，市场集中度进一步提高。2014 年，全国共有 6 家汽车生产企业（集团）产销规模超过 100 万，其中上汽销量突破 500 万辆，达到 558.37 万辆，东风、一汽、长安、北汽和广汽分别达到 380.25 万辆、

308.61 万辆、254.78 万辆、240.09 万辆和 117.23 万辆。前 6 家企业(集团)合计销售汽车 1859.33 万辆, 占汽车总销量的 79.2%, 集中度同比增长 2.6%; 前 10 家企业(集团)合计销售 2107.65 万辆, 占比 89.7%, 集中度同比增长 1.7%。

3. 2014 年汽车行业主要政策

2014 年, 政府层面对市场资源配置、环境保护及城市交通治理的重视程度明显加强, 使得汽车行业的反垄断、限购和发展新能源政策成为全年宏观政策层面的最显著特征。

(1) 反垄断处罚力度加大

6 月 10 日, 商务部宣布对国内汽车市场上潜在的垄断行为进行调查。8 月 20 日, 国家发改委宣布, 对日本住友等 8 家零部件企业、日本精工等 4 家轴承企业价格垄断行为依法罚款约 12.4 亿元, 成为迄今为止反垄断开出的最大罚单; 9 月初, 国家发改委对一汽大众销售有限责任公司及部分奥迪经销商在湖北省内的价格垄断行为开出 2.7854 亿元罚单, 对克莱斯勒(中国)汽车销售有限公司及其部分上海地区经销商的价格垄断行为开出 3382.41 万元罚单, 并对浙江保险协会及多家相关财产保险公司开出 1.10 亿元罚单。反垄断调查力度加大, 且具持续性。

(2) 工商总局叫停汽车品牌经销商备案

2014 年 8 月, 国家工商行政管理总局发布《工商总局关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》, 宣布 2014 年 10 月 1 日起, 停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作, 从事汽车品牌销售的汽车经销商(含总经销商), 按照工商登记管理相关规定办理, 其营业执照经营范围统一登记为“汽车销售”, 已将营业执照经营范围登记为“XX 品牌汽车销售”的汽车总经销商及品牌授权经销商, 可以申请变更登记为“汽车销售”。

在传统的汽车品牌销售模式下, 容易形成市场资源的垄断, 经销商对价格的控制力度

强, 汽车品牌授权经销商备案的停止实施, 将加大市场竞争力度以及市场调节能力, 促进了经销商服务的规范性和价格的合理性。

(3) 上海自贸区平行进口放开

2015 年 1 月 7 日, 上海市商务委员会官网发布《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》(以下简称《通知》), 正式在上海自贸试验区启动平行进口汽车试点; 1 月 15 日, 从外高桥平行进口车交易中心获悉, 自贸区平行进口车上海区域内 8 家试点企业在 1 月 15 日正式出售进口车。

上海自贸区的平行进口试点, 是对创新进口汽车销售模式、完善汽车消费管理制度进行有益的探索。随着越来越多的贸易商取得直接从国外进口汽车的资格, 国内消费者有望在购买进口汽车方面获得更优的价格和服务。对于国内的汽车生产企业, 平行进口的试点挤占了目前市场中对中高端车型的消费需求, 在价格对国内生产的汽车形成了压力; 但考虑平行进口尚处试点阶段, 销售规模相对小, 且存在地域局限, 短期内对国内市场的影响有限。

(4) 限购城市增至 7 个

为解决城市交通拥堵问题, 近年陆续有城市出台限购汽车政策。2014 年 12 月 29 日, 深圳宣布从 18 时开始实施汽车限购, 有效期暂定 5 年; 每年暂定指标 10 万个, 按月分配, 年度指标视交通、大气环境和汽车需求适时调整。深圳成为继北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州之后, 全国第 7 个汽车限购的城市。

随着一线及省会城市陆续推出汽车限购政策, 国内消费格局将有所改变: 中低端产品的需求将转向相对高端的汽车品牌以求一步到位的消费, 对产品以中低端产品为主的自主品牌车企形成较大的压力; 鉴于在一线城市将面临的更大销售压力, 中低端产品进而选择转向二、三线城市, 销售渠道进一步下沉。

(5) 2014 年新能源行业主要政策

《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》: 规定将纯电动乘用车、插电式

混合动力(含增程式)乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车的补贴标准调整为“2014 年在 2013 年标准基础上下降 5%，2015 年在 2013 年标准基础上下降 10%”，从 2014 年 1 月 1 日起开始执行。《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》：决定自 2014 年 9 月 1 号到 2017 年 12 月 31 号，对购置的新能源汽车（包括获许在中国境内销售(包括进口)的纯电动、混合动力和燃料电池三类车型）免征车辆购置税。

摩托车行业

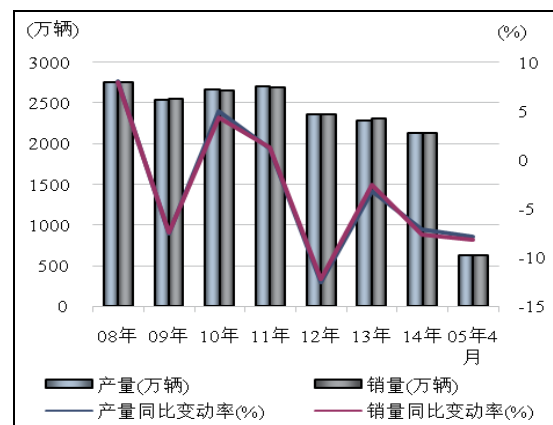
1. 行业现状

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。目前，公司已成为世界摩托车产销第一大国。

2003~2008 年，中国摩托车产销量始终保持增长的态势（除 2003 年和 2008 年增速低于 10%，其余年份增速均在 10%以上）。受 2008 年下半年全球金融危机和国内经济放缓的影响，国内外需求下降，2009 年产销量出现 7% 左右的跌幅，后受益于“摩托车下乡”等宏观政策的扶持，第四季度景气度有所回升。2010~2011 年，一方面国 III 排放标准的实施压制了国内市场需求，同时燃油助力车等替代品对市场也产生了一定冲击，但出口市场仍增长有力（整车出口量分别同比增长 45.30% 和 26.01%），行业进入 5% 以下的低速增长。2012 年，国内市场产销仍低位运行，全球经济增速放缓压制了出口市场（整车出口量同比下滑 14.88%），行业产销出现了较大幅度下滑（分别同比下降 12.50% 和 12.17%），产销规模处于 2007 年以来的最低点。2013 年，出口市场有所回升（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，出口再次跌至负增长，行业产销量同比下降 7.08% 和 7.59%，进入连续负增长的第三个年头。从历史看，中国摩托车行业面临很大挑战，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。

图 1 2009 年以来摩托车产销量及变动情况



资料来源：Wind 资讯

2014 年，中国摩托车整车的产销量分别为 2126.78 万辆和 2129.44 万辆，同比下降 7.08% 和 7.59%；摩托车发动机产量 2522.62 万辆，同比下降 3.61%；其中内销 1271.06 万辆，同比下降 8.48%。中国摩托车出口仍以中小排量为主，根据海关统计，2014 年 1~11 月，50ml 排量位于 50~150ml 区间内的出口量为 788.82 万辆，占总量的 90% 以上。

企业效益方面，2014 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，但行业整体获利能力偏弱。根据中国汽车工业协会发布的《2014 中国摩托车行业情况及未来展望》：

2014 年 1-11 月，中国摩托车行业共完成营业收入 1098.77 亿元，同比下降 1.98%；营业成本 953.53 亿元，同比下降 2.30%；实现利润总额 36.53 亿元，同比增长 10.96%；预计全年实现利润总额约 42 亿元。

2. 行业竞争

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，2014 年 1~11 月，中国前十家摩托车生产企业累计销售 1068.57 万辆，约占摩托车销售总量的 55.39%，较上年同期略有提升。前十位企业中，国有、民营、合资均占一席之地，其中国有摩托车企业以中国兵器装备集团公司下属的建设、嘉陵、北方企业为代表，民营摩托车企业以力帆、隆鑫、宗申、银翔为代表，合资摩托车企业以大长江（与日本铃木合资）、五羊-本田为代表。

2014 年 1-11 月，摩托车销售前十名企业（集团）为大长江、隆鑫、力帆、北方企业、五羊-本田、广州大运、宗申、银翔、建设股份和嘉陵，分别销售 190.02 万辆、126.14 万辆、125.69 万辆、108.89 万辆、92.84 万辆、89.2 万辆、89.04 万辆、88.44 万辆、83.98 万辆和 74.34 万辆。与上年同期相比，除五羊-本田小幅增长外，其他 9 家企业均呈不同程度下降。

2014 年，出口量排名前十位的企业依次为：隆鑫、力帆、银翔、大长江、广州大运、广州豪进、重庆鑫源、新大洲本田、宗申和航天巴山，分别达到 100.37 万辆、56.15 万辆、54.71 万辆、46.91 万辆、45.25 万辆、44.85 万辆、37.14 万辆、35.50 万辆、31.01 万辆和 30.80 万辆。与上年同期相比，隆鑫同比增速明显快于其他九家企业，表现较为出色。

摩托车行业总体产销量增长阻力巨大，必然导致国内各生产厂家不惜代价抢占市场份额、提升销量；同时，由于城市“禁限摩”，中国摩托车的消费者主要是农村和小城镇居

民，企业主要生产中高端产品，加之国 III 标准的实施，造成目前中国摩托车行业整体利润率偏低，行业获利能力较差。

3. 行业关注

（1）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 多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。

（2）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. 行业政策

（3）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日摩托车下乡政策将执行到期。

(4) 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。

(5) 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。

5. 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。

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。在当前经济形势下,国家对摩托车行业推行积极的消费政策,短期内将有利于稳定

和扩大摩托车消费需求,促进摩托车产品结构的调整。

五、基础素质分析

1. 企业规模

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,在国内摩托车行业一直处于领先地位;并且逐步开拓了汽车和内燃机两大业务领域,具有较强的产业协同优势。

截至2015年3月底,公司具备年产315万台摩托车发动机、132万辆摩托车整车、13万辆乘用车整车、20万辆乘用车发动机和100万台内燃机的生产能力。2014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二,出口金额全国排名第四。

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。在重庆市政府于2014年8月发布的《2012~2013年度重庆市民营企业50强名单》中,公司位列第三位(前两位分别为房地产企业龙湖地产和金科地产),其中位列制造类企业的第一位;并多次获得“中国名牌产品”、“中国驰名商标”和“消费者信赖的知名品牌”称号。公司出口规模较大,根据重庆市对外经济贸易委员会2015年2月9日公布的统计数据,公司位列2014年度出口企业第七名(前六位均为外资背景的电子类企业),其中位列制造类企业第一位。

2. 人员素质

截至2015年3月底,公司有主要高层管理人员3人,包括总经理1人,副总经理2人。

公司董事长、总经理陈巧凤女士,48岁,曾任力帆股份董事长、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。现还任力帆股份董事、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。

截至 2015 年 3 月底，公司共有在职员工 10870 人。按文化程度划分，初中及以下学历占 32.76%，高中及中专学历占 38.17%，大专学历占 15.25%，本科及以上学历占 13.82%；按岗位构成划分，管理人员占 23.27%，研发人员占 12.46%，生产人员占 52.04%，销售人员占 12.23%；按年龄划分，30 岁以下的占 43.23%，30~50 岁的占 53.36%，50 岁以上的占 3.41%。公司员工具备岗位所需的技能与素质，年龄结构合理。

总体来看，公司主要高管在公司任职时间长，从业经验丰富，管理能力较强。现有人员构成可以满足日常生产经营的需要。

3. 技术研发

公司拥有国家级技术中心（下设汽车研究院和摩托车研究院），国家级检测站和博士后科研工作站。在国家发改委对外公布了国家认定企业技术中心 2013 年评价结果中，子公司力帆股份的技术中心位列第 109 位，居汽车行业第八位、摩托车行业第一位。公司在全球的累计授权专利达 6900 多项，在全球获得注册商标 1488 个，居行业领先地位。

表1 公司国内专利权类别

专利类型	有效专利权	正在申请的专利权
发明专利	478	385
实用新型	730	112
外观设计	1012	141
合 计	2220	638

资料来源：公司提供

公司摩托车及发动机技术处于行业领先水平，是第一批通过国 III 环保认证的企业之一，实现了由高能耗高污染的产品向节能环保的产品发展；2014 年共完成 38 项目发动机新产品研发项目，其中新一代平台发动机

NBG/NBS 系列发动机已开始投产。截至 2015 年 3 月底，公司拥有有效专利权 2220 项（国内 2183 项，国外 37 项），正在申请的专利权 638 项（国内 620 项，国外 18 项）。公司已形成与现有乘用车业务规模相匹配的发动机研发生产能力，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 1.5L VVT、1.6L VVT、1.8L VVT 3 款具备自主知识产权的发动机。目前，公司所有车型均可搭载 VVT 发动机，提升低油耗优势；同时所有车型均匹配了 CVT 自动变速箱，使公司乘用车产品线成功延伸至自动挡乘用车市场。公司下属子公司力帆乘用车与上海中科深江电动车辆有限公司（“中科深江”）等合作方合资设立了上海中科力帆电动汽车有限公司（乘用车公司持股 43%，为第一大股东），从事电动汽车的研发及试制。2014 年 4 月，中科力帆开发的 LF7002CEV 纯电动轿车底盘换电技术已取得国家知识产权局实用新型发明专利，该技术可使车辆可快速补充电能（3 分钟内更换完电池包），且其开发的具备换电功能的纯电动出租车已得到上海市交委的认可。2014 年底，公司在河南济源建成的新能源汽车工厂正式投产，标志着公司正式进军低速电动车产业。

2012~2014 年，公司研发投入逐年上升（年均复合增长 16.83%），公司对科技研发重视程度越来越高；2014 年研发投入为 6.05 亿元，占同期营业收入的 5.05%。

表2 2012~2014 年研发投入情况（单位：万元、%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
研发投入	44361	51575	60548
占营业收入比例	5.08	5.08	5.05

资料来源：公司提供

4. 外部环境

重庆作为中国汽车、摩托车生产基地，聚集了上千家摩托车、汽车零配件企业，摩托车、汽车整车生产企业对零配件的需求可以得到有效保证，且采购成本较具优势，完善的产业配套为公司发展摩托车、乘用车以及内燃机业

务提供了较好的保障。

六、治理结构与公司管理

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》及有关法律法规的规定设立了股东会、董事会和监事会。股东会为公司的权力机构，董事会是股东会的执行机构，监事会为公司的内部监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。目前公司董事会成员 7 人，设董事长 1 人；监事会成员 3 人，监事会设主席 1 人，职工代表监事 1 人。公司的法人治理结构完善。

公司采用董事会领导下的总经理负责制，根据运营需要，设立行政人事部、企业管理部、财务部、审计部、法律事务部、投资部 6 个职能部门，能较好的满足公司实际运营需要。

2. 管理体制

公司结合行业系统的内部控制规定，建立健全了符合集团企业经营特点和管理要求的内部控制制度并组织实施，目前涵盖品牌管理、质量管理、人力资源管理、采购管理、生产管理、营销及售后服务管理、财务管理、物流管理、标准化管理、信息化管理和企业文化管理等相关制度，公司的管理水平不断提高，管理流程不断优化。

预算管理方面，公司通过各种标准的设定和事前的合理规划，达到降低成本和创造利润的目的。主要包括：经营预算管理、财务预算管理、资本支出预算管理等。

财务管理方面，公司按照全面性、重要性、制衡性、适应性以及成本效益原则建立了以财务管理为中心的公司内控制度，明确各环节责任，严控财务审批流程。主要包括：货币资金控制制度、存货控制制度、销售及收款控制制度、固定资产控制制度、成本费用控制制度、筹资控制制度、担保控制制度等。

3. 对控股、参股企业的管理

公司对下属全资和控股子公司通过委派

董事、监事进行管理，建立了重大经营及财务数据报告等制度，及时准确掌握下属全资和控股子公司经营动态。

总体看，公司建立并执行了较为规范的管理制度，管理风险较低。随着管理转型的不断深入，公司管理水平及效率有望进一步提高。

4. 设立财务公司暨汽车金融业务拓展

公司与力帆股份共同投资设立重庆力帆财务有限公司，其注册资本为 8 亿元，其中公司出资人民币 4.08 亿元，占注册资本 51%，全部以货币出资；力帆股份公司出资人民币 3.92 亿元，占注册资本额度 49%，全部以货币出资。2013 年 7 月 22 日，力帆财务公司获得中国银监会颁发的筹建批复（银监复[2013]366 号），2014 年 1 月 22 日，力帆财务公司获得中国银监会重庆监管局颁发的开业批复（渝银监复[2014]8 号），2014 年 1 月 23 日，力帆财务公司获得中国银监会重庆监管局颁发的《金融许可证》及重庆市工商行政管理局江北区分局颁发的《企业法人营业执照》。力帆财务公司成立，有利于公司优化债务结构，降低财务成本，提高资金使用效率。

力帆融资租赁（上海）有限公司（下称“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，目前已与近 300 家经销商建立合作关系。

2014 年 7 月，力帆股份下属的重庆力帆实业（集团）进出口有限公司正式获得外汇集中运营牌照，是重庆市首个获得该牌照的企业。

七、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，同时积极向内燃机领域渗透；目前主要产品包括摩托车整车、摩托车发动机以及轿车、SUV、MPV 等乘用车类产品。

2012~2014 年，公司主营业务收入以年均

17.09%的速度持续提升，2014 年为 118.49 亿元，其中摩托车整车及配件（下称“摩托车类”）和乘用车及配件（下称“乘用车类”）作为公司两大核心板块，2014 年分别占比 29.20%和 63.17%，内燃机及配件收入规模相对小，2014 年占比 2.52%。从板块变动态势看，近三年，在摩托车市场行情走低的环境下，公司产品受到了电动摩托车产品的冲击，但受益于以城市代步为主要目的踏板车销量逆势增长以及出口业务（尤其是发动机出口）持续扩张的支撑，公司摩托车类收入仍维持了稳中微升的态势（年均增速 4.41%）；公司汽车出口销量持续攀升，支撑了乘用车类收入以 21.10%的速度维持

良好增势；内燃机存在小幅的波动，年均变动率为-1.22%，但对整体经营情况影响有限。

盈利能力方面，2012~2014 年，公司主营业务的综合毛利率分别为 18.32%、19.17%和 19.47%，保持了稳中微增的态势。分板块看，收入比重最大的乘用车板块毛利率水平最高，近三年始终保持在 18.90~20.60%的区间内，2014 年为 18.91%；摩托车类业务的毛利率也相对稳定，位于 15.40~15.80%的区间内，2014 年为 15.44%；内燃机及配件板块毛利率略低于摩托车板块，2014 年为 15.03%。公司主要业务的毛利率水平稳定性较好。

表 3 2012 年~2015 年一季度的主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	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	31.74	36.73	15.80	34.14	33.66	15.46	34.60	29.20	15.44	6.40	24.83	16.09
乘用车及配件	51.04	59.06	19.83	62.97	62.08	20.59	74.85	63.17	18.91	18.27	70.89	19.64
内燃机及配件	3.06	3.54	14.03	2.78	2.74	14.72	2.98	2.52	15.03	0.48	1.85	14.32
其他	0.58	0.67	45.80	1.54	1.52	51.72	6.06	5.11	51.66	0.63	2.43	-29.62
合计	86.42	100.00	18.32	101.43	100.00	19.17	118.49	100.00	19.47	25.78	100.00	17.46

资料来源：公司提供

注：1.摩托车整车和配件主要包含摩托车整车和发动机；
2.乘用车及配件主要包含轿车、SUV、MPV及配件；
3.其他业务主要包括物业管理、地产、贸易等业务。

整体看，公司主营业务收入稳定增长，毛利率水平一般，但稳定性较好；出口业务贡献度高。

2. 零部件采购

公司生产的产品需向上游零部件生产企业采购大量的零部件，直接使用原材料较少，且未有向单个供应商的采购比例超过采购总额 10%的情况。

2014 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 8.84%、23.45%、27.78%和 25.74%（见下表）。2012~2014 年，摩托车和内燃机的采购集中度变动不大；摩托车整车的采购集中度出现小幅下滑，2014 年较 2012 年下降 3.32 个百分点；乘用车采购集中度有一定程度加大，2014 年较 2012 年提升 12.39 个百分点。整体来说，公司零部件采购集中度适宜。

表 4 2014 年公司各产品前 5 大供应商情况（单位：%）

类型	采购商名称	主要采购产品	比重
摩托车	重庆耀勇减震器有限公司	前左、前右减震器，后减震器总成	2.35
	重庆渝安创新科技有限公司	前左、前右减震器，后减震器总成	1.88
	重庆世茂机械制造有限公司	排气消声器总成	1.86
	四川远星橡胶有限责任公司	前、后轮外胎，前、后轮内胎	1.45
	重庆山水物资发展有限公司	前、后轮外胎，前、后轮内胎	1.30
	摩托车整车采购金额合计		8.84

摩托车发动机	重庆市渝帆机械有限公司	右曲轴箱组合	6.22
	重庆迈兴机电有限责任公司	气缸头组合	5.47
	重庆万坤摩托车配件有限公司	离合器主体组合	4.49
	重庆志成机械有限公司	磁电机定子组合	3.76
	四川勇刚机械有限责任公司	曲轴箱盖组合	3.51
	摩托车发动机采购金额合计		23.45
乘用车	毕节市力帆骏马振兴车辆有限公司	大总成配件	17.74
	重庆蓝黛动力传动机械股份有限公司	变速器总成	2.93
	重庆台兴交通器材有限公司	C 型钉、(副)驾驶员座椅滑轨左(右)前(后)护盖	2.68
	北京德尔福万源发动机管理系统有限公司	点火线圈总成、凸轮轴位置传感器、水温传感器	2.41
	芜湖伯特利汽车安全系统有限公司	六角法兰面螺母、六角头螺栓和锥形弹性垫圈组合件	2.02
	乘用车采购金额合计		27.78
内燃机	重庆天盛金属制造有限公司	曲轴箱组合	7.28
	重庆渝江压铸有限公司	曲轴箱组合	5.97
	重庆宝迪科技有限公司	定转子总成	4.85
	重庆吉力芸峰实业(集团)有限公司	定转子总成	3.92
	重庆钧顶机械制造有限公司	曲轴	3.72
	内燃机采购金额合计		25.74

资料来源：公司提供

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。

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。

总体看，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，跨月支付货款以及质保金制度缓解了公司的营运资金压力。

3. 生产经营

从生产能力来看，公司（合并口径）拥有多条摩托车整车及发动机、汽车整车及发动机生产线。摩托车板块于 2013 年搬迁至三溪口新厂区，设备成新率高；乘用车板块近年快速壮大，公司加大对生产设备的投入力度，设备整体状况良好。2014 年，公司摩托车整车、摩托车发动机及乘用车的产能利用率分别为 52.36%、58.76%和 100.48%，摩托车类产品产能利用率相对不足。

摩托车发动机业务是公司从事最早、技术

积淀最深的业务，也是公司产业向汽车发动机和内燃机延伸的基础。发动机是摩托车最为核心的零部件，在摩托车成本构成中约占 30%的比重，公司所生产的摩托车发动机中，约三分之一为公司自身摩托车整车配套，其余三分之二对外销售。

摩托车类产品方面，2012~2014 年，受到行业竞争激烈、产品结构调整等外部因素影响下，公司积极推出新产品、优化产品结构，并加大对以城市代步为主要目的踏板车的研究和推行力度，出口业务呈上升态势，引导摩托车整车和发动机产量实现不同程度的增长（年均增长率分别为 3.91%和 6.97%），2014 年分别完成产量 69.11 万辆和 185.10 万台。虽然摩托车发动机和整车产品仍是公司收入和利润的重要来源之一，但近三年的盈利贡献已逐年下降，其占公司主营业务收入的比重已由 2012 年的 36.73%下降至 2014 年的 29.20%，毛利润比重也由 31.68%降至 23.16%。2014 年，公司摩托车类业务实现销售收入 34.60 亿元；按客户区域区分，内销和出口收入分别占 50.45%和 49.55%，出口业务扩张相对快，但易受国际经济和出口政策等外部环境的影响；按产品细区分，整车和发动机收入分别占 66.49%和

33.51%，发动机业务扩张相对快。整体看，公司摩托车类业务稳定性良好。

乘用车类产品方面，自 2006 年推出第一款轿车以来，该板块已成为近年来增长最快的板块。公司陆续推出了排量在 1.3-1.6L 区间的中小排量轿车、排量扩展至 1-1.8L 区间的微型客车、MPV 车乐途以及小型 SUV 等产品，产品线逐步扩充，但核心产品仍主要集中于小排量的中低端车型；2014 年完成了 2 个全新车型、6 个改款车型及 2 个新能源车型的开发并上市销售（X50、CA08、MPV 乐途等），并进入自动挡乘用车市场，成为自主品牌乘用车出口前五名企业中唯一增长的企业。2012~2014 年，公司乘用车产量分别为 13.15 万辆、12.56 万辆和 13.06 万辆，产量相对稳定；板块对公司的盈利贡献逐年加大，2014 年收入和毛利润的比重均超过 60%。2014 年，公司乘用车板块实现收入 74.85 亿元，内销和出口分别占 42.76% 和 57.24%，出口业务为主，当年实现

乘用车出口销量 6.96 万辆，位列国内自主品牌轿车出口第三名。整体看，公司乘用车产品业绩较稳，但相比国内大型国有、合资品牌，起步较晚，产销规模小，产品主要集中于中低端细分市场，品牌认知度相对弱；近年来，中国自主品牌乘用车市场竞争愈加激烈，公司综合竞争力及抗市场波动能力均有待提高。

公司下属的中科力帆 2014 年开发并推进了新能源汽车的换电业务，并推出换电版 620EV 纯电动轿车，其高压装置、系统的防水性能均达到上海地标要求，目前已得到上海市交委认可，首批 10 辆纯电动出租车已经在上海投入试运；同时，在 2014 年 9 月国家发改委、工信部、财政部联合公告的“节能产品惠民工程节能环保汽车（1.6 升及以下乘用车）推广目录（第一批）”中，力帆“320、620、530、720、丰顺、福顺”均已上榜，消费者在购买这 6 款车时可享受到环保补贴，新能源汽车相应国家政策的同时，也更丰富了产品线。

表 5 公司主要产品产销情况（单位：辆、%）

类型	年份	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
摩托车	2012 年	1320000	640124	48.49	630463	98.49
	2013 年	1320000	666689	50.51	671753	100.76
	2014 年	1320000	691098	52.36	684302	99.02
	2015 年 1-3 月	330000	134219	40.67	135028	100.60
摩托车发动机	2012 年	3150000	1617568	51.35	975784	60.32
	2013 年	3150000	1644592	52.21	1024587	62.30
	2014 年	3150000	1851016	58.76	1260603	68.10
	2015 年 1-3 月	787500	366537	46.54	237724	64.86
乘用车	2012 年	80000	131529	164.41	117347	89.22
	2013 年	130000	125557	96.58	114108	90.88
	2014 年	130000	130626	100.48	135468	103.71
	2015 年 1-3 月	32500	27651	85.08	29705	107.43

资料来源：公司提供

注：摩托车发动机的销量为扣除内部配套后的对外销量，计算产销率时已考虑该因素。

表 6 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	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
		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	销售金额	占营业总收入比重
摩托车整车	国内	9.37	10.75	9.00	8.86	9.37	7.82	0.98	3.81
	国外	12.83	14.73	15.14	14.91	13.63	11.37	3.06	11.84
	合计	22.20	25.48	24.14	23.77	23.00	19.19	4.04	15.65

摩托车发动机	国内	7.18	8.25	7.80	7.68	8.08	6.74	1.20	4.66
	国外	2.36	2.71	2.19	2.16	3.51	2.93	1.15	4.47
	合计	9.54	10.96	10.00	9.84	11.59	9.67	2.36	9.13
乘用车	国内	32.28	37.06	28.95	28.50	32.01	26.69	6.17	23.87
	国外	18.76	21.54	34.02	33.49	42.84	35.72	12.11	46.87
	合计	51.04	58.59	62.97	61.99	74.85	62.41	18.27	70.74
内燃机	国内	0.78	0.89	0.68	0.67	0.60	0.50	0.12	0.48
	国外	2.28	2.62	2.10	2.07	2.38	1.98	0.35	1.36
	合计	3.06	3.51	2.78	2.74	2.98	2.48	0.48	1.85
其它		1.27	1.46	1.69	1.66	7.50	6.25	0.68	2.63
总计		87.11	100.00	101.57	100.00	119.92	100.00	25.83	100.00

资料来源：公司提供

综上所述，公司出口业务发展态势良好，出口收入持续增长支撑了主业收入水平的提升；受摩托车国内市场需求下行以及乘用车自主品牌受到合资、外资中高端品牌下沉的挤压等压力，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。

4. 销售模式

国内销售

摩托车发动机方面，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。截至 2014 年底，公司销售服务网络已覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，服务范围已覆盖全国绝大多数区县。

乘用车方面，公司采取了以一级经销商建设为重点，一级经销商发展二级经销商为补充的两级渠道建设模式，快速布局了国内销售渠道和服务网络。截至 2014 年底，公司销售服务网络已覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区。

内燃机方面，公司一般采用经销商区域代理制或公司办事处直销，对国内进出口贸易公

司采用产品直销。

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

公司海外销售主要采取代理商模式，通过一级进口代理商直接销售，或由一级代理商销售给二级网络经销商进行销售。

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 2014 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、西欧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 2014 年底，公司在海外市场共建设有 391 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总额。特别是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，促进了单个经销商网络服务能力的提升。内燃机方面，公司主要出口欧美发达国家，主要出口国有美国、俄罗斯等。

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，此外公司对风险相对较大的信用证到银行做买断。电汇方式下，一般由客户预先支付一定比例的货款，预付金额原则上应大于客户取消订单后的“预计最大损失”，然后公司按订单生产、发货，货物抵达客户处后，先由客户支付剩余款项，公司再交付提货单，此种结算方式一般不产生坏账，信用风险较低，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、信用记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。

从出口认证看，公司研制开发的摩托车、发动机等产品已通过欧盟 E-mark 和美国 EPA 认证；乘用车产品已通过了包括 EEC、NCAP 碰撞及排放在内的各项欧洲标准的严格认证。2005 年 1 月，公司获得商务部“重点培育和发展的中国出口名牌”称号。2006 年 8 月，公司被商务部、国家发改委认定为“国家汽车整车出口基地企业”。

需要关注的是，从 2014 年 3 月乌克兰危机升级至当年年底，俄罗斯卢布曾急剧贬值，幅度一度超过 70%，在全球主要货币中表现最

差；虽然由于乌克兰局势趋缓和、原油市场价格逐渐稳定和偿还外债高峰期已过等因素影响，卢布汇率已显著走强，但仍未恢复至下跌前水平。俄罗斯市场对公司乘用车产品的出口业务的贡献度较大，公司 2014 年在俄汽车销售收入为 86 亿卢布，为应对卢布贬值的情况：

（1）将卢布投资于俄当地的工厂建设，以及购入当地木材等货品销往国内，以避免形成较大汇兑损失；（2）存放在当地银行，以获取较高利息（一月存款年化利率约 20%）；（3）适当提高汽车产品销售价格，特别是新产品按新价格销售；（4）在贬值幅度加大时，适当控制压缩销量，控制库存。并且，根据目前执行的会计政策，公司营业收入确认采用交易发生日即期汇率的近似汇率折算，因此卢布阶段性的大幅贬值对全年收入的影响有限。但另一方面，俄罗斯是公司重要的销售区域，在公司尚未完成在俄的本地化生产之前，卢布贬值对公司出口业务具有一定负面影响。

摩托车方面，由于出口退税率自 2008 年 12 月起 3 次上调，公司单位整车产品的征退差异成本同比下降 71.79%，抵消了部分消极影响，使单车毛利率保持了原有水平并略有增长。乘用车方面，由于出口地区终端消费者对价格较为敏感，公司调整了出口产品的零部件配置，大量出口简配车，从而降低了出口产品的直接材料成本，保证了单车毛利率的稳定。

汽车金融业务

力帆租赁自 2014 年 10 月正式开展汽车融资租赁业务以来，已成功与近 300 家经销商建立合作关系。截至 2014 年末，力帆租赁注册资本金 1.7 亿元已全额投放完毕，建立了广泛的同业合作关系，并打通境内外融资通道；同时，为提高融资租赁业务的销量和规模，力帆租赁于 2014 年 11 月设立全资子公司四川力帆善蓉信息服务有限公司（以下简称“善蓉信息”）主营互联网金融业务，其开发完成的“汽车融资租赁业务系统”有助于拉动和支持公司燃油车和新能源车的市场销售。

5. 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”）和合营企业重庆润田房地产开发有限公司（以下简称“润田房地产”）从事房地产业务。其中，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（持股 100%），下属 1 家控股子公司重庆润港房地产开发有限公司（以下简称“润港房地产”）和 1 家合营企业重庆润鹏房地产开发有限公司（以下简称“润鹏房地产”）。

润港房地产的首个建设项目为位于重庆市江北嘴的“力帆中心-LFC”商业地产项目（占地面积 22.30 亩，建筑面积 15 万平方米），采用“租售搭配、以租促售”的方式经营。该项目已于 2014 年 12 月底取得竣工备案证；“翡翠郡”项目规划占地 275 亩，第一期主要为公司内部员工住房项目现正在办理相关审批手续；目前暂未规划其他项目。

6. 经营效率

2012~2014 年，随着营业收入的持续增长，公司应收票据增长相对平缓，应收账款增幅较大，销售债权周转次数分别为 4.19 次、4.38 次和 4.10 次，其周转效率稳定在良好水平；公司出口业务量大、交货周期长，且存在部分房地产项目，整体存货规模较大、增长较快，近三年存货周转次数分别为 4.45 次、2.67 次和 2.48 次，其周转效率偏低；总资产的周转次数逐年下降，分别为 0.51 次、0.45 次和 0.41 次，周转效率较低。总体来看，公司经营效率有待进一步提高。

7. 重大事项及进展

事项一

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 16.628 亿元（发行价

7 元/股）。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。

通过本次非公开发行，可以满足力帆股份及下属融资租赁公司业务发展的资金需求，增强力帆股份资本实力及盈利能力，进一步降低财务风险，提高抗风险能力。

表 7 上述发行方案募集资金使用用途（单位：%）

序号	项目名称	拟使用募集资金比例
1	汽车新产品研发	48.24
2	融资租赁公司增资	19.41
3	信息化建设	2.94
4	补充流动资金	29.41
合计		100.00

资料来源：公司提供

事项二

2015 年 5 月 26 日，力帆股份发布《非公开发行 A 股股票预案（修订版）》，公布将向力帆控股、陈卫、财通资产拟设立的资产管理计划等特定发行对象发行不超过 43046.36 万股 A 股股票，募集不超过 52 亿元资金，全部用于智能新能源汽车能源站项目、智能新能源汽车 60 亿瓦时锂电芯项目、30 万台智能新能源汽车电机和电控项目、30 万台智能新能源汽车变速器项目、智能新能源新车平台开发项目以及偿还部分公司债券及银行借款。

本次发行方案完成后，力帆股份的控股股东和实际控制人不变。本次方案尚需股东大会及中国证监会核准，仍具一定不确定性。

事项三

2014 年 10 月，力帆股份发布公告，称其将协同全资子公司重庆力帆实业（集团）进出口有限公司（下称“力帆进出口”）共同投资约 3 亿美元在俄罗斯利佩茨克州投资建设汽车生产厂，对拟设立的俄罗斯新公司投资总额中力帆股份拟投资占比 5%，力帆进出口拟投资占比 95%，目前已与俄罗斯利佩茨克州政府签署投资意向协议。当地工业基础较雄厚，具有较为完善的工业综合体系和配套产业，有助于

公司在俄实现本地化生产及配套，有助于灵活利用当地政策优势、实现海外重点市场本地化经营，整体提升力帆品牌的综合竞争力。

2014 年 11 月，重庆市对外贸易经济委员会下发“企业境外投资证书”，该项目完成国内政府审批流程，项目实施主体力帆车辆俄罗斯有限责任公司（下称“力帆俄罗斯”）在俄罗斯注册成立；12 月 26 日，力帆俄罗斯与俄罗斯联邦经济发展部、利佩茨克联邦经济特区管理公司正式签署入驻协议。目前，该项目处于规划设计阶段。

8. 未来规划与重大投资进展

未来规划

2015 年，公司重点发力 SUV 车型，加大四五类城市一级渠道开发力度，出口方面继续拓展新兴市场，加快俄罗斯工厂建设进度；同时，优化摩托车产品结构，坚持“稳中求进”的基本方针；并且，进一步探索能源站管理模式及盈利模式，争取换电功能电动车在各大城市出租车运营指标，依托现有的经销网络布局推广低速电动车；最后，力帆租赁公司的融资租赁资产规模预计增至 10 亿元，财务公司在充分利用和整合现有银行授信的基础上，做大票据池规模补充资金来源，协调银行支持产业链融资，提高资金的使用效率；做好跨境外币和人民币集中管理工作。

未来，公司将继续发挥新技术研发优势，加大对新能源车型的开发，以产融结合助推实业发展；同时，公司将通过发展汽车金融进入

汽车后市场，实现从卖产品到卖服务的延伸；未来公司将努力拓展低速电动车产销、新能源车换电技术、汽车融资租赁、汽车电商 O2O 平台等各项业务，为公司产业升级和可持续发展奠定基础。

重大投资项目及进展

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和汽车发动机项目，规划总投资为 22.54 亿元，资金来源主要依靠自有资金、上市募资和银行贷款。其中力帆汽车零部件出口基地项目预计于 2015 年完成投资，投入运营后可增加乘用车零部件配套能力 15 万套/年；汽车发动机项目预计于 2015 年完成投资，投入运营后可增加乘用车发动机产能 30 万台/年，进一步提升了公司的关键零部件生产能力及零部件配套能力。

根据公司提供数据（见表 8），截至 2015 年 3 月底，公司已累计投入 19.22 亿元，占投资规划的 85.25%，项目投资已进入尾声；预计 2015 年 4-12 月仍需投入 3.32 亿元，投资压力相比之前年度有明显缓解。考虑到 2014 年底以来，公司规划了一系列非公开发行的募投项目以及在俄罗斯的工厂建设项目，使得除自有资金和募集资金之外，公司仍存在一定规模的对外融资需求。

总体看，公司目前的在建项目和规划的拟建项目均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。

表 8 重大项目投资进展（单位：万元）

序号	项目	主要产品	设计产能	预计投资总额	截至 15 年 3 月底累计投入	未来投资计划	
						15 年 4-12 月	2016 年
1	办公楼及研发中心			47723.00	45449.74	2273.26	0.00
2	力帆汽车零部件出口基地项目	乘用车零部件	15 万套	109797.47	98369.85	11427.62	0.00
3	汽车发动机项目	汽车发动机	30 万台	67903.00	48364.45	19538.55	0.00
合计				225423.47	192184.04	33239.43	0.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年财务报表由重庆华信会计师事务所审计，2013~2014 年财务报表由大华会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见，公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2014 年底，公司合并范围内的二级子公司共 5 家；2012 年以来合并范围存在变动，但新增或减少的子公司规模较小，对财务数据的可比性影响不大。截至 2015 年 3 月底纳入合并的二级子公司无变化。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 320.85 亿元，所有者权益合计 78.18 亿元（其中包含少数股东权益 22.10 亿元）。2014 年，公司实现营业总收入 119.92 亿元，实现利润总额 5.98 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产（合并）总计 345.55 亿元，所有者权益合计 95.96 亿元（其中包含少数股东权益 41.72 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 25.83 亿元，利润总额 0.84 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长率为 28.30%，主要源于应收账款、存货、其他应收款、投资性房地产和固定资产等科目的增长。截至 2014 年底，公司资产总额 320.85 亿元，其中流动资产占 57.97%，非流动资产占 42.03%，以流动资产为主；2012 年以来，公司流动资产比重波动上升，由 54.46% 升至 57.97%，2015 年 3 月底再次升至 60.41%。

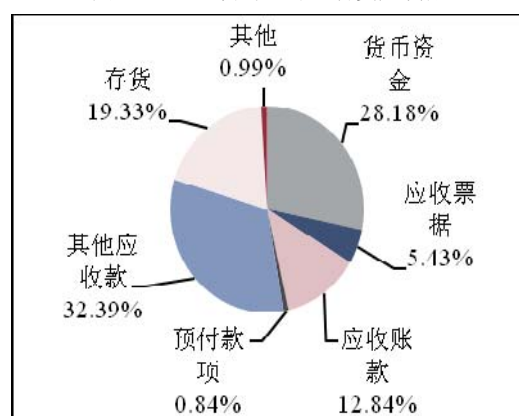
流动资产

2012 年~2014 年，公司流动资产年均复合增长率为 32.38%，高于总资产增速 4.08 个百分点，其中应收账款、存货和其他应收款的增长较明显。截至 2014 年底，公司流动资产 186.01 亿元，以货币资金（占 28.18%）、应收

账款（占 12.84%）、其他应收款（占 32.39%）和存货（占 19.33%）为主（见下图）。

2012~2014 年，公司货币资金年复合增长 7.98%，2014 年底为 52.41 亿元，同比稍有下降，主要由银行存款和库存现金构成，其中使用受限的货币资金为 8.53 亿元，主要是保证金类存款，受限制部分占货币资金的 16.28%。同期，公司剔除受限部分的现金类资产分别为 41.94 亿元、57.66 亿元和 53.98 亿元，公司现金持有量充裕。

图 2 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司应收账款的年均复合增长率为 31.82%，增长较快，主要源于乘用车业务、尤其是出口业务快速增长的拉动。截至 2014 年底，公司应收账款总额为 23.88 亿元，主要为应收货款，整体账龄较短（账龄在 1 年内的占 90.66%），前五名债务人所欠款项占 31.15%，集中度适宜。2014 年公司对应收账款累计提取坏账准备 1.65 亿元，占应收账款账面余额的 6.46%，计提较充分。

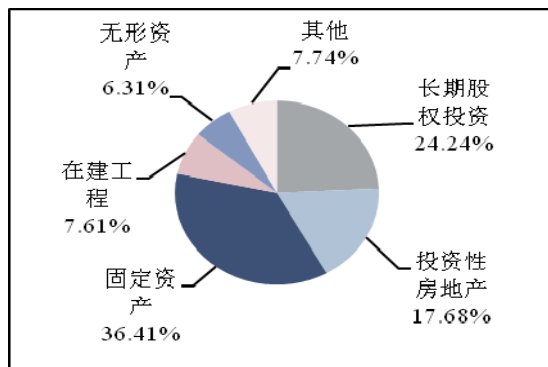
2012~2014 年，公司其他应收款的年复合增长率高达 103.66%，2014 年底为 60.25 亿元（同比增长 123.35%），公司近年来加大对关联企业的业务支持，同时出口退税随着业务拓展而增长，共同带动了其他应收款的大幅增长。截至 2014 年底，其他应收款中的关联方组合占比 83.04%，主要关联债务人为合营企业重庆润田房地产开发有限公司（12.60 亿元）、重庆润鹏房地产开发有限公司（8.64 亿元）以及联

营企业云南力帆骏马车辆有限公司、投资管理类（4.65 亿元）和小额贷款类（9.50 亿元）企业；其他应收款共计提了 0.58 亿元的坏账准备，占其他应收款总额的 0.95%。公司其他应收款中涉及关联方的比重较高，主要的欠款企业多集中于房地产、小额信贷等行业，具备一定行业波动风险，但考虑到公司对其的监控力度大，其他应收款不能收回的风险整体可控。

2012~2014 年，公司存货年复合增长 33.59%，主要源于近两年公司开发建设力帆中心-FLC 项目以及力帆翡翠郡项目导致开发成本、开发产品的大幅增长。截至 2014 年底，公司存货总额为 35.96 亿元，主要由原材料、库存商品（占 28.16%）、开发成本（占 8.84%）、开发产品（占 39.25%）和发出商品（占 9.59%）构成；其中，开发成本为力帆翡翠郡（目前尚未开工），开发产品主要为力帆中心-FLC 项目；累计计提存货跌价准备 1872.24 万元，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。公司出口业务量大、交货周期长，且存在一定规模的房地产项目，导致公司整体存货规模偏大。

非流动资产

图 3 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司非流动资产年复合增长 23.25%，低于总资产增速 5.05 个百分点，主要源于固定资产、投资性房地产以及长期股权投资大幅增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 134.84 亿元，主要为长期股权投资（占 24.24%）、固定资产（占 36.41%）、和投

资性房地产（占 17.68%）。

2012~2014 年，公司长期股权投资年均复合增长 14.69%，近年增长稳定。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 32.68 亿元，未计提减值准备；长期股权投资主要为对合营企业（占 16.91%）及联营企业（占 83.09%）的投资，其中投资的合营企业为润田房地产（5.53 亿元），投资的联营企业主要为重庆银行股份有限公司（下称“重庆银行”，15.79 亿元）、云南力帆骏马车辆有限公司（4.91 亿元）、重庆蓝洋融资担保股份有限公司（2.27 亿元）、重庆市渝北区蓝洋小额贷款股份有限公司（1.91 亿元）和四川省蓝洋小额贷款股份有限公司（1.74 亿元）。2014 年，公司获得现金红利 0.96 亿元，其中 0.60 亿元源于重庆银行的现金分红。重庆银行作为长期股权投资的重要构成和主要分红方，具有很强的盈利能力，对公司收益贡献较大。

表 9 公司重要投资企业的 2014 年财务数据

（单位：%、亿元）

被投资企业	持股比	净资产	营业收入	净利润
重庆银行	9.93	159.03	74.83	28.27
润田房地产	50.00	11.05	2.41	0.30

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司投资性房地产以年均 118.82% 的速度高速增长；2014 年底为 23.84 亿元（房屋建筑物和土地使用权分别为 22.77 亿元和 1.07 亿元），较上年底增加 16.57 亿元，主要源于自用房地产或存货的转入（由于目前房地产景气度低迷，但房产租赁价格仍稳中有升，公司出于“以租促售”的考虑，决定将力帆中心-FLC 项目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）；当期发生公允价值变动损益 0.53 亿元。

2012~2014 年，随着乘用车产能的增长，公司固定资产以 35.19% 的速度快速增长。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值为 59.70 亿元，累计计提折旧和减值准备分别为 10.60 亿元和 21.37 万元，固定资产净值为 49.10 亿元

(主要为房屋、建筑物和机器设备, 分别占 50.09% 和 48.35%), 成新率为 82.24%。

2012~2014 年底, 公司在建工程分别为 18.16 亿元、19.70 亿元和 10.27 亿元。2014 年底, 公司在建工程账面价值 10.27 亿元, 较 2013 年减少 9.43 亿元, 主要系两江新区乘用车项目土地因政府规划原因停止并收回, 账面价值减少 1.02 亿元, 力帆股份对原控股子公司呼和浩特市力帆汽车部件有限公司减资后不再将其资产纳入合并范围, 因此呼市部件项目账面余额减少 5273.68 万元, 以及多功能汽车项目、办公楼及研发中心、力帆汽车零部件出口基地项目、汽车发动机项目等工程完工转入固定资产所致。

截至 2015 年 3 月底, 公司资产总额为 345.55 亿元, 较 2014 年底增长 7.70%; 流动资产和非流动资产分别占 60.41% 和 39.59%, 流动资产比重进一步上升。其中: 货币资金为 64.10 亿元, 较 2014 年底增长 22.30%; 其他流动资产为 8.30 亿元, 较 2014 年底增长 492.57%, 主要系财务公司存放中国人民银行款项、代理业务资产; 其他科目变动不大。

总体看, 公司资产规模快速增长, 以流动资产为主, 现金类资产充裕, 但存货和其他应收款比重较大, 一定程度占用资金; 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。公司整体资产质量良好。

3. 负债和所有者权益结构

所有者权益

2012~2014 年, 所有者权益年复合增长 9.06%, 增长偏缓, 低于总资产增速 19.24 个百分点, 主要源于未分配利润的累计以及其他综合收益的计提(2013 年底为 2.18 亿元, 主要为卢布汇率变动折算差异形成的外币报表折算差额; 2014 年底增至 6.56 亿元, 主要系卢布汇率变动的折算差异形成外币报表折算差额-2.82 亿元以及自用房地产转换为以公允价

值计量的投资性房地产在转换日公允价值大于账面价值的部分约 6.84 亿元)。截至 2014 年底, 公司所有者权益为 78.18 亿元, 主要以实收资本(占 15.99%)、资本公积(占 27.57%)、未分配利润(占 18.35%)和少数股东权益(占 28.27%)为主。其中, 2014 年的实收资本较上年增加 5000 万元, 主要源于西藏汇川投资有限公司增加的投资。

截至 2015 年 3 月底, 公司所有者权益增至 95.96 亿元(含少数股东权益 41.72 亿元, 占所有者权益的 43.47%), 较 2014 年底增长 22.75%, 主要源于力帆股份发生定向增发导致少数股东权益的大幅增长。

整体看, 公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高, 权益稳定性偏弱。

负债

2012~2014 年, 公司负债总额复合增长 37.06%, 高于资产总额增速 8.76 个百分点。截至 2014 年底, 公司负债合计 242.67 亿元, 其中流动负债占 85.92%, 非流动负债占 14.08%, 流动负债比重高。

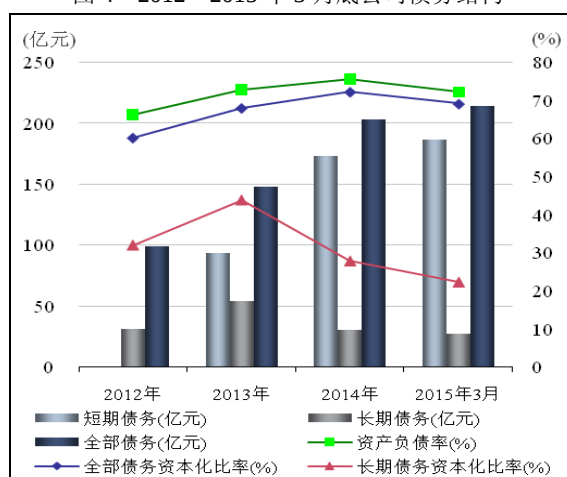
2012~2014 年, 公司流动负债逐年增长, 年复合增长 47.09%。截至 2014 年底, 公司流动负债 208.49 亿元, 主要以短期借款(占 39.67%)、应付票据(占 19.17%)、应付账款(占 10.86%)和一年内到期的非流动负债(占 19.42%)为主。公司短期借款主要由质押借款和保证借款为主, 2014 年底为 82.71 亿元, 较上年增长 17 亿元; 应付账款主要是材料款和工程设备款, 2014 年底为 22.64 亿元, 其中账龄超过一年的大额应付账款为 793.6 万元, 主要为工程尾款; 应付票据主要为银行承兑汇票, 2014 年底应付票据为 39.97 亿元, 较上年增长 27.96 亿元, 主要由于公司为优化财务结构、增加融资渠道, 增加了乘用车板块原料采购的票据结算比重; 2014 年底的一年内到期的非流动负债为 40.49 亿元, 较 2013 年增加 34.41 亿元, 主要是一年内到期的长期借款和应付债券(一年内到期的应付债券为 28.96 亿元);

2014 年底的其他流动负债为 11.26 亿元，主要为公司发行的非公开定向融资工具以及股权激励回购款。

2012~2014 年，公司非流动负债波动上升，年均复合增长率为 2.04%，增长平缓。截至 2014 年底，公司非流动负债 34.18 亿元，较上年减少 21.94 亿元，主要为长期借款和部分应付债券快到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 249.58 亿元，较 2014 年底上升 2.85%，其中流动负债占 87.41%，非流动负债占 12.59%，流动负债的增加主要是由于应付票据较上年进一步增加 30.69%。

图 4 2012~2015 年 3 月底公司债务结构



资料来源：公司财务报表

有息债务方面，2012~2014 年，随着乘用车业务规模的扩大，公司应收账款增多，对流动资金需求加大，公司全部债务以 43.26% 的速度快速增长，2014 年底达 203.33 亿元，其中长期债务为 30.16 亿元，短期债务为 173.16 亿元；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 75.63%、72.23% 和 27.84%。截止 2015 年 3 月底，公司全部债务为 214.17 亿元，其中长期债务 27.51 亿元，短期债务 186.66 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 72.23%、69.06%、22.28%，指标较上年底有所下降。整体看，公司有息债务负担偏重。

总体看，随着乘用车业务规模扩大以及出口业务进一步增长，公司对流动资金需求加大，债务水平出现快速上升，有息债务负担偏重；短期债务占比高，债务期限结构有待改善。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业总收入、营业成本分别以年均 17.13% 和 15.97% 的速度持续性提升，2014 年分别为 119.92 亿元和 95.89 亿元；同期的营业利润率分别为 16.69%、17.80% 和 18.07%，盈利能力稳定。

2012~2014 年，公司期间费用以 27.38% 的速度持续增长，高于营业总收入增速 10.25 个百分点，对利润有所侵蚀；占同期营业总收入的比重分别为 14.90%、17.89% 和 17.62%，所占比重偏高。2014 年的期间费用为 21.13 亿元，销售费用、管理费用和财务费用分别占 35.32%、36.28% 和 28.39%，三者的年均复合增长率分别为 14.05%、21.35% 和 69.89%，随着债务水平不断上升，财务费用显著增长。公司对期间费用的控制能力有待提升，财务费用增长明显，均对利润形成侵蚀。

2012~2014 年，公司投资收益年均复合增长 57.17%，快速提升的投资收益对利润总额形成了有力支持，分别占当期利润总额的 43.56%、71.35% 和 79.92%，贡献程度逐年加大。2014 年，公司获得投资收益 4.78 亿元，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 2.81 亿元）。

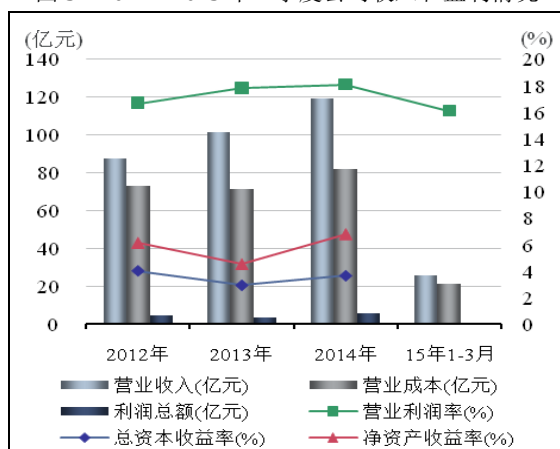
2012~2014 年，公司获得营业外收入分别为 0.89 亿元、1.84 亿元和 1.02 亿元，以政府补助为主；近三年分别获得政府补助 0.80 亿元、1.74 亿元和 0.53 亿元，主要为节能惠民补贴¹、出口补贴、税费返还以及新能源汽车研发补贴（2014 年新增补贴）等，由于公司摩托车和汽车出口业务的规模较大，各项补贴的延续性相对良好。

¹公司在 2012~2013 年取得节能惠民补贴，2014 年由于国家政策调整不再有此项目补贴。

2012~2014 年，公司利润总额分别为 4.44 亿元、3.56 亿元和 5.98 亿元，年均复合增长 16.03%，与营业总收入增速基本持平；投资收益的有利增长抵消了期间费用大幅上升对利润总额的侵蚀，整体利润水平波动上升。

从盈利指标看，2012 年~2014 年，公司总资产收益率波动下降，分别为 4.03%、2.91%和 3.66%；净资产收益率波动上升，分别为 6.13%、4.42%和 6.78%；整体盈利能力一般。

图 5 2012~2015 年一季度公司收入和盈利情况



资料来源：公司年报

2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 25.83 亿元，利润总额 0.84 亿元，分别为 2014 年全年水平的 21.54%和 14.02%，相比上年同期分别增长 2.52%和 13.20%。

总体看，公司营业总收入稳步增长，营业利润率稳定性较好，投资收益的有力增长抵消了期间费用大幅上升对利润的侵蚀，利润总额波动上升。公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

2012~2014 年，公司经营性现金流净额持续为负，分别为-2.17 亿元、-6.31 亿元和-6.57 亿元。近三年，公司经营活动现金流入分别为 74.02 亿元、98.40 亿元和 125.99 亿元，基本与营业收入的增长一致，现金收入比分别为 68.02%、87.93%和 89.65%，现金收入质量逐步改善，但仍处于较低水平；同期的经营活动现金流出分别为 76.19 亿元、104.71 亿元和 132.56 亿元，其中 2014 年购买商品和接受劳

务支付的现金流出增加 22.46 亿元，加之由于公司经营性应收的大幅增加，使得 2014 年经营性现金净流出的缺口扩大。公司经营活动获取现金能力偏弱。

2012~2014 年，公司投资性现金流量净额分别为-25.01 亿元、-22.73 亿元和-16.08 亿元，投资活动的资金缺口较大。公司投资活动现金流入主要为收回投资、取得投资收益收到的现金，近三年投资活动产生的现金流入量较小，2014 年增长至 4.54 亿元；同期的投资活动现金流出分别为 25.75 亿元、24.89 亿元和 20.62 亿元，其中 2013 年现金流出主要为投资支付的现金（主要是增加对重庆银行、润田房地产、四川省蓝洋小额贷款股份有限公司分别为 6.60 亿元、1.30 亿元、1.54 亿元的投资），2014 年现金流出主要为支付其他与投资活动有关现金（主要是支付关联公司的往来款 15.18 亿元）。

2012~2014 年，公司筹资活动现金流入分别为 104.67 亿元、137.28 亿元和 182.32 亿元；筹资活动现金流量净额分别为 36.88 亿、40.34 亿元和 21.54 亿元。公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，现金流出方面主要为偿还债务支付的现金。

2015 年 1~3 月，经营活动现金流出规模相对较大，公司经营性现金流净额-0.38 亿元；投资活动产生的现金流净额-1.27 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 6.32 亿元。

总体看，公司经营活动现金流始终呈现净流出，经营获现能力偏弱；投资活动资金支出缺口较大，存在对外融资压力。考虑到公司短期债务规模大，业务的拓展使得流动资金需求加大，公司存在一定短期支付压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014 年，公司流动负债的增幅大于流动资产，流动比率和速动比率出现不同程度下降，2014 年底分别为

89.21%和 71.97%；2015 年 3 月底回升至 95.69%和 78.13%。近三年，公司经营现金流动负债比均为负值，2014 年为-3.15%。公司短期偿债能力指标偏低，且短期债务规模大，考虑到持有现金类资产相对充裕，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 逐年上升，分别为 9.51 亿元、9.55 亿元和 13.67 亿元。2014 年，EBITDA 利息倍数为 2.57 倍，全部债务/EBITDA 指标值 2014 年

为 14.88 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力弱，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2015 年 3 月底，公司对外提供担保 13.11 亿元，主要为对上海红星美凯龙投资有限公司以及合营企业重庆润田房地产开发有限公司、重庆润鹏房地产开发有限公司的担保，担保比率为 13.66%。考虑到主要被担保企业在区域和行业分布上较为集中，存在一定或有债务风险。

表 10 2015 年 3 月底的对外担保明细（单位：万元）

序号	被担保公司	担保金额	与公司关系
1	重庆润田房地产开发有限公司	43500.00	合营企业
2	上海红星美凯龙投资有限公司	40000.00	合营企业的另一方股东
3	重庆润鹏房地产开发有限公司	30000.00	合营企业
4	重庆润天投资股份有限公司	15600.00	同一实际控制人控制的其他企业
5	浙江迅大塑模有限公司	1998.00	林瑞玉、林志华控制（两人合计持有力帆股份控股子公司浙江力帆摩托车有限公司 49%的股权）
合计		131098.00	

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 162.03 亿元，其中已用额度 112.37 亿元，尚未使用额度 49.66 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。

7. 过往债务履约情况

根据人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》，截至 2015 年 6 月 8 日，公司不存在已结清和未结清的关注类及不良类信贷信息记录，过往履约情况良好。

8. 抗风险能力

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，持有的重庆银行盈利能力强，为公司提供稳定的收益来源。基于对经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 8 亿元，分别占 2015 年 3 月底全部债务和长期债务的 3.74%和 29.08%，本期中期票据的发行对现有债务总量影响不明显。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.23%和 69.06%，以公司 2015 年一季度报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将变为 72.86%和 69.84%，债务指标变动很小。同时，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款，公司实际债务指标将低于以上测算水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为本期拟发行中期票据的 9.25 倍、12.30 倍和 15.75 倍，对本期中期票据的保障能力强；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据额

度的-0.27倍、-0.79倍和-0.82倍，不具备覆盖能力；EBITDA分别为本期中期票据额度的1.19倍、1.19倍和1.71倍，对本期中期票据的保障能力不断增强。总体看，公司经营性现金流入量对本期中期票据覆盖程度高，EBITDA对本期中期票据具备覆盖能力。

十、结论

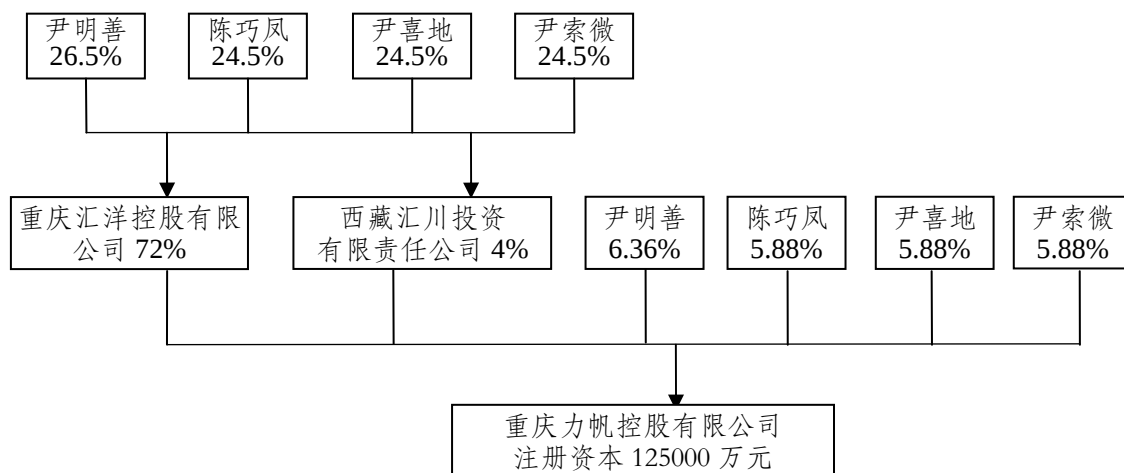
公司是国内大型的民营摩托车、汽车制造企业，摩托车产品的出口份额和品牌知名度高，乘用车业务发展迅速，出口收入持续增长，随着财务公司、融资租赁公司的设立以及外汇运营牌照的取得，出口业务和产融结合的优势逐步显现；另一方面，公司也存在国内摩托车市场景气度低迷、乘用车自主品牌受到合资、外资中高端品牌下沉的挤压、公司乘用车产品品牌在国内市场认知度偏低等方面的压力。

近年来，公司资产规模和收入水平不断提升，现金类资产充裕，主业盈利能力稳定，持有的重庆银行盈利能力强，提供了稳定的收益来源；但同时，公司存货和其他应收款比重较大，债务水平快速上升，债务结构有待改善，存在对房地产企业的担保。

未来随着在建项目、募投项目和海外工厂的建成，公司产品线和配套能力进一步加强，产融结合优势显现；凭借下属上市公司良好的融资能力，业务规模和利润水平将稳步提升。总体看，公司主体长期信用风险低。

本期中期票据的发行对公司现有债务总量影响不明显。公司经营活动现金流入对本期中期票据的保障能力强，EBITDA对本期中期票据的保障能力不断上升。总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

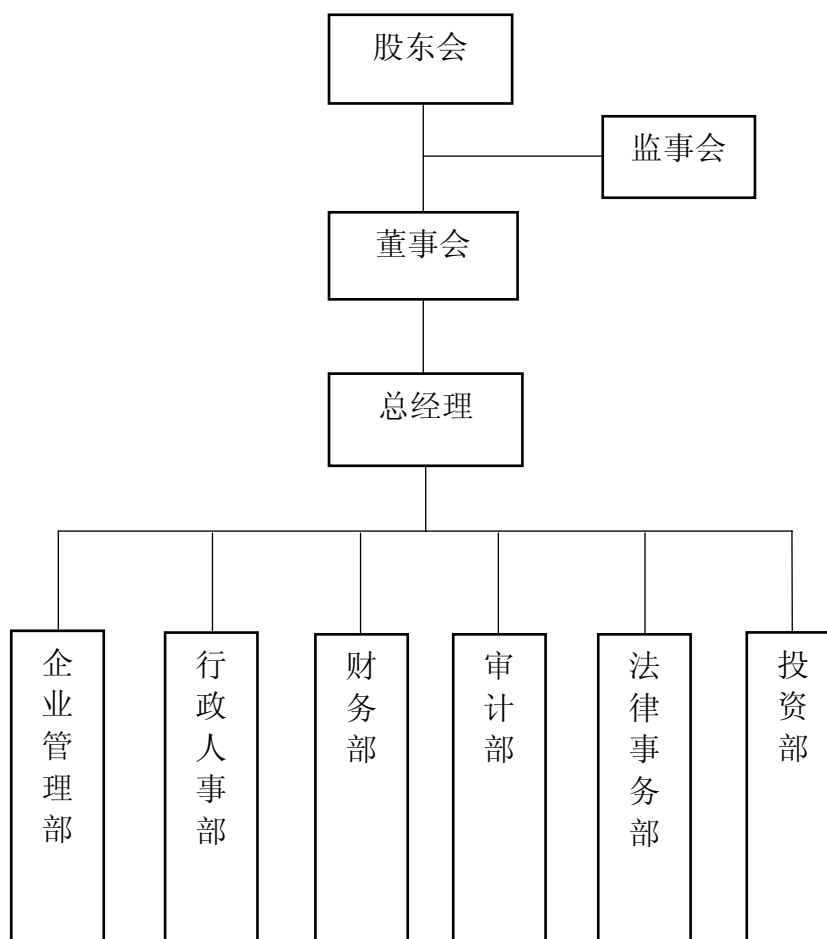
附件 1-1 2015 年 3 月底公司股权结构



附件 1-2 2015 年 3 月底纳入公司合并范围内的二级子公司
(单位: 万元、%)

序号	企业名称	业务性质	注册地	实收资本	持股比例	享有表决权
1	力帆实业(集团)股份有限公司	工业生产	重庆市	125762.40	49.25	49.25
2	重庆力帆置业有限公司	房地产	重庆市	30000.00	100.00	100.00
3	重庆力帆足球俱乐部有限公司	体育	重庆市	10500.00	100.00	100.00
4	重庆扬帆商贸有限公司	商贸	重庆市	500.00	100.00	100.00
5	重庆力帆财务有限公司	金融	重庆市	80000.00	51.00	100.00

附件 1-3 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	41.94	57.66	53.98	58.91
资产总额(亿元)	194.92	256.40	320.85	345.55
所有者权益(亿元)	65.73	71.69	78.18	95.96
短期债务(亿元)	68.19	93.81	173.16	186.66
长期债务(亿元)	30.89	54.29	30.16	27.51
全部债务(亿元)	99.07	148.10	203.33	214.17
营业总收入(亿元)	87.40	101.57	119.92	25.83
利润总额(亿元)	4.44	3.56	5.98	0.84
EBITDA(亿元)	9.51	9.55	13.67	--
经营性净现金流(亿元)	-2.17	-6.31	-6.57	-0.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.19	4.38	4.10	--
存货周转次数(次)	4.45	2.67	2.48	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.45	0.41	--
现金收入比(%)	68.02	87.93	89.65	95.53
营业利润率(%)	16.69	17.80	18.07	16.10
总资本收益率(%)	4.03	2.91	3.66	--
净资产收益率(%)	6.13	4.42	6.78	--
长期债务资本化比率(%)	31.97	43.10	27.84	22.28
全部债务资本化比率(%)	60.12	67.38	72.23	69.06
资产负债率(%)	66.28	72.04	75.63	72.23
流动比率(%)	110.14	119.11	89.21	95.69
速动比率(%)	89.23	86.95	71.97	78.13
经营现金流动负债比(%)	-2.25	-4.90	-3.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.54	2.59	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.42	15.51	14.88	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.25	12.30	15.75	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.27	-0.79	-0.82	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.19	1.19	1.71	--

注：1.公司 2015 年一季度报表未经审计；

2.上表中现金类资产已剔除使用受限部分；

3.其他流动负债中的非公开定向融资工具额度已计入上表中的短期债务和全部债务。

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
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 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
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，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 重庆力帆控股有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

重庆力帆控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，重庆力帆控股有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆力帆控股有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现重庆力帆控股有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如重庆力帆控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送重庆力帆控股有限公司、主管部门、交易机构等。

