

跟踪评级公告

联合[2016]642 号

力帆实业（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“12 力帆 02”、“16 力帆债”、“16 力帆 02”公司债券进行跟踪评级，确定：

力帆实业（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

力帆实业（集团）股份有限公司发行的“12 力帆 02”、“16 力帆债”、“16 力帆 02”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十一日

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>

力帆实业（集团）股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 力帆 02	7 亿元	5 年	AA	AA	2015/6/18
16 力帆债	9 亿元	5 年	AA	AA	2015/11/19
16 力帆 02	11 亿元	4 年	AA	AA	2015/11/19

跟踪评级时间：2016 年 6 月 21 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	208.42	253.21	265.34
所有者权益（亿元）	54.59	69.36	71.11
长期债务（亿元）	16.72	13.02	32.08
全部债务（亿元）	122.21	148.31	168.66
营业收入（亿元）	114.17	124.58	26.52
净利润（亿元）	3.77	3.83	1.08
EBITDA（亿元）	10.27	12.26	--
经营性净现金流（亿元）	-3.68	-14.58	-2.82
经营活动流入量（亿元）	117.13	93.03	28.17
营业利润率（%）	16.44	17.55	15.59
净资产收益率（%）	6.78	6.18	--
资产负债率（%）	73.81	72.61	73.20
全部债务资本化比率（%）	69.13	68.13	--
流动比率（倍）	0.81	0.79	0.86
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	2.38	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.45	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2016 年 1 季度报表未经审计，相关数据未年化。

评级观点

力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“力帆股份”）作为我国大型民营汽车、摩托车制造企业之一，秉承“创新、出口、信誉好”的经营理念，坚持自主创新、走国际化发展路线，已实现完整成熟的全球化营销网络布局。跟踪期内，公司营业收入持续增长、盈利水平保持稳定，新能源汽车产销量大幅增长，出口金额继续保持重庆市民营企业汽摩行业第一位。此外，公司参股的重庆银行盈利能力较强，为公司提供了丰厚的投资收益。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到传统燃油车市场竞争日趋激烈、摩托车行业产销规模继续下降，以及汇率风险等因素对公司经营和信用状况造成的不利影响。

未来，随着宏观经济形势的好转，以及公司智能新能源汽车换电运营商业模式的逐步成熟，公司经营状况将保持良好，盈利能力有望获得持续提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 力帆 02”、“16 力帆债”、“16 力帆 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司将汽车制造、能源运营及用车服务业务融为一体，营业收入持续增长、盈利水平保持稳定。

2. 跟踪期内，公司新能源汽车产销量大幅增长，摩托车产品已实现完整成熟的全球化营销网络布局，出口金额继续保持重庆市民营企业汽摩行业第一位。

3. 公司于 2015 年初非公开发行股票，有效增强了公司资本实力，优化了资产结构。

4. 公司参股的重庆银行盈利能力较强，对公司整体盈利贡献较大。

关注

1. 跟踪期内，传统燃油车市场增速持续放缓，摩托车行业产销规模继续下降，对公司经营业务造成不利影响。

2. 公司海外业务占比较大，面临一定的汇率风险。

3. 公司资产负债率较高，短期债务占比高，债务结构有待优化。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“力帆股份”）设立于 1997 年，前身系重庆力帆轰达实业（集团）有限公司，原注册资本为人民币 5,000.00 万元。此后经过多次增资、股权变更，并先后更名为重庆力帆实业（集团）有限公司、力帆实业（集团）有限公司，2007 年 12 月，公司整体变更发起设立为股份公司。2010 年 11 月 4 日，中国证券监督管理委员会以证监许可[2010]1537 号文核准公司首次公开发行不超过 20,000 万股人民币普通股（A 股）股票。2010 年 11 月 25 日，公司公开发行 A 股股票 20,000 万股，并在上海证券交易所上市（股票代码“601777”，股票简称“力帆股份”）。

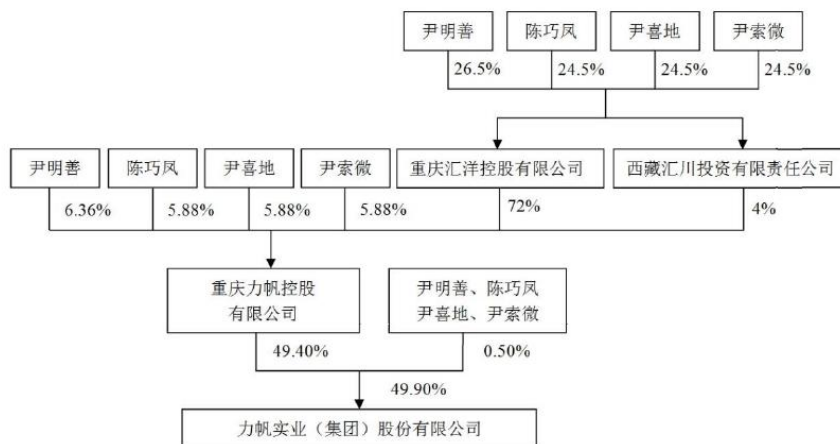
2014 年 9 月，公司第三届董事会第四次会议审议通过了《力帆实业（集团）股份有限公司关于向激励对象授予预留限制性股票的议案》，同意向 161 名激励对象授予 671 万股预留限制性股票，实际向 154 人授予 632 万股。

2015 年 1 月，公司完成非公开发行股票，发行后总股本增加到 125,762.40 万股。

2015 年 8 月，公司召开第三届董事会第十七次会议，审议通过了《关于力帆实业（集团）股份有限公司回购注销部分限制性股票的议案》。公司原限制性股票激励对象陈雨康等 12 人因离职已不符合激励条件，其所有未解锁的限制性股票被公司回购并注销，回购数量共计 118.38 万股；限制性股票激励对象中 12 人因其 2014 年度个人绩效考核结果不符合全部解锁要求，其获授限制性股票首次解锁部分中不可解锁部分，将由公司回购，回购数量共计 8.69 万股，回购注销的限制性股票共计 127.07 万股。

截至 2015 年底，公司股本为 125,635.34 万股，重庆力帆控股有限公司持有公司 49.40% 的股份，为公司控股股东；尹明善、陈巧凤、尹喜地和尹索微等四人作为一致行动人，为公司实际控制人。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

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，其中汽车产品涵盖轿车、SUV 及多功能乘用车（MPV）三大类别。截至 2015 年底，公司纳入合并范围内的子公司共计 58 家，拥有在职员工 10,533 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 253.21 亿元，负债合计 183.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.36 亿元，其中归属母公司所有者权益 68.70 亿元。2015 年公司实现营业总收入 124.58 亿元，净利润（含少数股东损益）3.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.94 亿元；

经营活动产生的现金流量净额-14.58 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.73 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 265.34 亿元，负债合计 194.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）71.11 亿元，其中归属母公司所有者权益 68.45 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 26.52 亿元，净利润（含少数股东损益）1.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.90 亿元。

公司注册地址：重庆市沙坪坝区上桥张家湾 60 号；公司法定代表人：尹明善。

二、债券发行及募集资金使用

1. “12 力帆 02”

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1079 号文核准，公司获准向社会公开发行面值不超过人民币 19 亿元（含 19 亿元）的公司债券。根据期限不同，本次债券分为 3 年期固定利率和 5 年期固定利率两个品种，本期债券 3 年期品种最终发行金额为 12 亿元，票面利率为 6.80%，5 年期品种最终发行金额为 7 亿元，票面利率为 7.50%，均采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。经上海证券交易所（以下简称“上证所”）同意，本次债券于 2012 年 10 月 12 日起在上证所挂牌交易。其中 3 年期品种简称“12 力帆 01”，上市代码“122185”，5 年期品种简称“12 力帆 02”，上市代码“122186”。本次债券 3 年期品种存续期限内每年的 9 月 19 日为该计息年度的起息日；5 年期品种存续期限内每年的 9 月 19 日为该计息年度的起息日。本次公司债募集资金用途及使用计划与募集说明书约定一致。

跟踪期内，“12 力帆 01”已于 2015 年 9 月 16 日到期完成本息兑付，“12 力帆 02”已于 2015 年 9 月 19 日完成利息支付。

2. “16 力帆债”、“16 力帆 02”

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]60 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券。第一期发行规模为 9 亿元，票面利率为 6.26%，发行期限为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。经上证所同意，第一期债券于 2016 年 3 月 1 日起在上证所挂牌交易，债券简称“16 力帆债”，上市代码“136210”，存续期限内每年的 1 月 28 日为该计息年度的起息日；第二期发行规模为 11 亿元，票面利率为 5.94%，发行期限为 4 年期，附第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。经上证所同意，第二期债券于 2016 年 4 月 5 日起在上证所挂牌交易，债券简称“16 力帆 02”，上市代码“136291”，存续期限内每年的 3 月 15 日为该计息年度的起息日。公司第一期、第二期债募集资金用途及使用计划与募集说明书约定一致。

第一期债券起息日为 2016 年 1 月 28 日，下一付息日为 2017 年 1 月 28 日；第二期债券起息日为 2016 年 3 月 15 日，下一付息日为 2017 年 3 月 15 日。截至本报告发布日，公司对第一期债券和第二期债券尚未支付第一次付息。

截至 2016 年 4 月底，公司“12 力帆 02”、“16 力帆债”、“16 力帆 02”本金合计 27 亿元。

三、行业分析

公司主要从事汽车（含新能源汽车）、摩托车、发动机、通用汽油机的研发、生产及销售（含出口）及投资金融，其中汽车产品涵盖轿车、SUV 及多功能乘用车（MPV）三大类别。

1. 汽车制造业

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。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，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。

从上游来看，钢材是汽车制造的主要原材料。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。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。

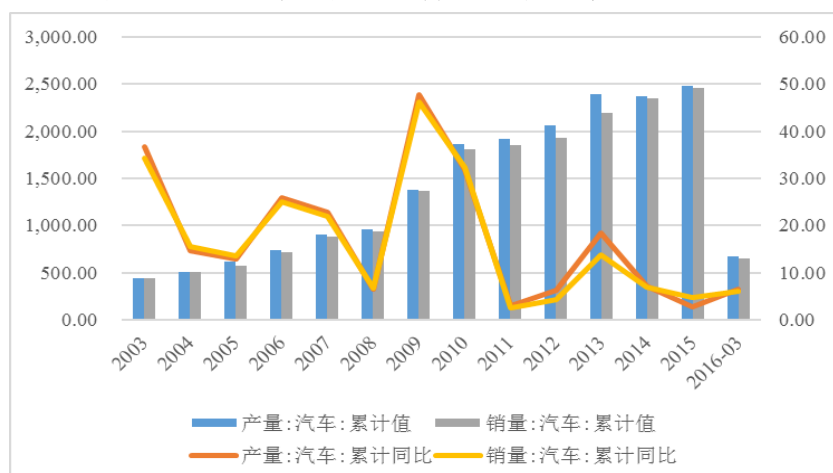
图 2 2010~2015 年综合钢价指数变化情况



资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

下游汽车销售来看，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%。

图 3 2003~2016 年 3 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。

汽车需求受燃油价格变化影响较大。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，近两年国内油价调整机制更具有时效性，调整也更频繁，2014年成品油价格经历四升十五降十九次调整、2015年七升十二降六次搁浅共二十五次调整。未来若全球原油价格出现大幅波动，或国家改变目前的成品油定价政策，将可能导致国内成品油销售价格相应波动，从而影响汽车消费结构，进而影响汽车销售。

出口方面，汽车出口受国际环境影响大，2015年，我国汽车商品出口同比明显下降。全年整车共出口 75.55 万辆，同比下降 20.25%；出口金额 124.37 亿美元，同比下降 9.92%。在汽车整车出口主要品种中，与上年相比，轿车降幅有所扩大，载货车和客车均结束增长，呈较快下降态势。

从行业经济效益来看，据中国汽车工业协会统计，2015年汽车工业重点企业（集团）工业经济效益综合指数为 517.56，较 2014 年下降 21.78。2015 年，中国汽车工业产销呈小幅增长，行业经济效益低于上年，重点企业（集团）经济运行增速减缓。根据国家统计局提供的全国汽车行业 14,764 家规模以上企业主要经济指标快报显示，2015 年汽车行业主要企业的运营呈现以下特点：主营业务收入平稳增长，增速趋缓；利润总额、利税总额小幅增长；固定资产投资稳步增长；亏损企业家数有所上升；应收账款增速依然较高、产成品库存资金小幅增长。

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

行业政策方面，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。

行业关注方面,一方面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,国内自主研发能力有待进一步提升;另一方面由于国产自主品牌汽车在工艺技术创新、品种质量、多功能性以及性价比等方面缺乏创新和突破,自主品牌乘用车市场占有率有所提升但仍然较低。

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。同时,随着汽车消费的兴起,汽车金融和服务的市场将逐步扩大,我国汽车金融和服务将迎来重大的发展机遇,汽车工业的利润增长点也将由整车制造环节逐步向汽车金融和服务领域转移。

总体看,汽车行业集中度较高,利润增长点也将逐步向汽车金融和服务领域转移,中长期具有稳定增长的需求支撑。

2. 摩托车制造业

摩托车产业是我国传统制造产业之一,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,行业景气度不断下滑。2015年,国内摩托车产销量分别为1,883.22万辆和1,882.30万辆,同比分别下降了11.57%和11.71%,产销量创近10年来新低。但中大排量、电动动力、三轮车等细分产品销量继续维持增长。

从需求上来看,我国摩托车行业出口和内销的比例大致在4:6的水平。国内市场方面,2015年受宏观经济增速持续放缓、“禁限摩”的城市不断增加、电动车等替代产品的冲击等多重因素影响,国内摩托车需求持续低迷。2008年摩托车内销约1,770万辆,同年汽车销量938万辆;而2015年摩托车内销约1,112万辆,汽车销量达到2,460万辆左右,汽车对摩托车的替代作用愈加明显。同时,交通拥堵是大中城市普遍存在的问题,尽管近几年城市道路及公共交通有很大改善,但仍不能满足人方便出行。摩托车具有很强的机动性及经济性,在汽车限行及短途交通时很多城市居民更愿意选择摩托车作为出行工具,摩托车城市应用市场处于较快的增长趋势。2015年1~12月,城市踏板车,逆势增长,产销338.39万辆和338.26万辆,产量同比下降0.15%,销量同比增长0.35%,超过弯梁车成为我国第二大摩托车车型。随着中国经济的快速发展及人们生活水平的提升,我国摩托车休闲娱乐市场发展较快,摩托车逐渐成为一种流行的生活方式。以娱乐为主要目的250ml以上排量摩托车发展很快,产品车型逐年增多,进口摩托车增长迅速。预计全年进口摩托车约2.3万辆,250ml以上摩托车1.67万辆。此外,踏板车国内市场表现稳中有升。出口方面,2015年,我国摩托车出口降幅明显,出口五大洲,仅拉丁美洲保持增长,非洲和欧洲的降幅达20%以上。从出口前十国家来看,出口量最大的国家缅甸,降幅达25%,尼日利亚降幅达50%以上。从目前来看,亚非拉地区对摩托车仍有很大的需求潜力。随着亚非拉地区局势缓和,我国摩托车出口市场将会保持常态性的增长,不会出现太大变化。

从市场集中度来看,据中国汽车工业协会统计,2015年1~10月,摩托车销售前十名企业(集团)为大长江、隆鑫、力帆、五羊-本田、宗申、北方企业、银翔、广州大运、新大洲本田和建设

股份，分别销售 157.83 万辆、104.69 万辆、103.49 万辆、87.69 万辆、81.19 万辆、76.27 万辆、69.86 万辆、68.4 万辆、58.97 万辆和 58.62 万辆。与上年同期相比，除五羊-本田和宗申销售量小幅增长外，其他 8 家企业均呈不同程度下降，其中北方企业和建设股份降幅超过 20%。1~10 月，上述十家企业累计销售 867.01 万辆，约占摩托车总销量的 55.15%，比上年同期下降 0.44 个百分点。摩托车行业的集中度基本保持稳定。

未来，国内摩托车产业将继续面临劳动力成本上升、市场需求降低、企业间价格竞争愈加激烈等风险。但摩托车作为国内农村地区和二三线城市居民的农用工具、运输工具和代步工具仍具有较为广阔的市场空间。国外发展中国家对摩托车需求量也将稳步增长，总体看在中长期内国内摩托车行业将维持一定的规模水平。随着中小排量摩托车消费税的取消、摩托车出口退税率的下降、排放标准提高等产业政策实施，具有规模、技术、渠道和资金优势的大型摩托车企业将得到更多的发展机遇。

总体看，国内部分城市的禁摩政策制约了摩托车行业的内销，人民币升值和劳动力成本上升影响了摩托车的出口，摩托车行业景气度进一步下滑。

3. 通用机械制造行业

通用小型汽油机是指除车用、航空用以外的非道路用汽油发动机，功率一般在 30KW 以内，特点是体积小、重量轻、操作简便，通常作为动力引擎应用于各类终端产品。按发动机结构和做功原理不同，通用小型汽油机可以分为二冲程通用小型汽油机和四冲程通用小型汽油机。

近年来，国际市场逐步拓宽，国内需求增加，我国小型汽油机行业迅速扩大，同时小型汽油机配套终端产品结构和种类进一步优化，植保机械配套量相对减少，园林机械、农业机械、发电机组和小型工程机械等配套增多。根据统计，95%的通用小型汽油机终端产品集中在发电机组领域、农用领域、园林机械等领域。据《中国内燃机工业“十二五”发展规划》，“十二五”末我国通用小型汽油机行业规划产量将达到 2,800 万台。

目前，我国通机产业仍以出口为主，出口量占比大约为 70%。从国外通机市场来看，全球通机产品每年需求量估算超过 6,000 万台，主要市场是欧洲、北美等发达地区，其消费量占全球市场的 50%，终端产品以园林机械和发电机组为主。2015 年我国通机行业累积完成工业总产值超 3,000 亿元，实现利润总额近 200 亿元，较上年同期均出现明显增长。

随着“中国制造 2025”、“一带一路”等国家战略规划的陆续实施，未来通用机械特别是农业机械将得到快速增长。此外，全球极端气候的增加也导致欧美市场对扫雪机、发电机等产品的市场需求大幅提升，在中短期内对国内通机制造行业有较大的带动作用。

总体来看，我国通用机械制造业已经进入产业深度调整期，行业经济运行指标有所下滑，但海外市场开拓情况较好。

四、管理分析

跟踪期内，原总裁尚游因身体原因离任，新聘任牟刚担任公司总裁；因另有任用需要，原常务副总裁关锋金、副总裁邓有成离任，新聘任杨波担任公司常务副总裁、郝廷木和马可分别担任公司副总裁；因个人原因，原独立董事陈光汉离任，新选举陈熙江、徐世伟、徐敏分别担任公司独立董事；新聘任陈卫担任公司总工程师、新选举陈卫担任公司副董事长、新选举谭冲担任公司董事。此外，公司监事会成员未发生变化，公司无其他重大管理变更事项，内部控制体系已经逐步建立健全，并能够有效运行，信息披露、财务报告真实可靠，达到了公司内部控制的目標。截

至2015年底，公司董事长仍由尹明善先生担任，相关管理制度延续以往模式，管理运作正常。

总体看，因身体、个人或另有任用等原因，公司董事会和高管团队发生人员变更，但对公司正常经营未产生重大影响，相关管理制度延续以往模式，公司管理运作水平正常。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍以乘用车销售为主、摩托车次之、内燃机为辅。公司乘用车主要为经济车型，定位于中小城市三级及以下市场，2015年销售收入有所上升，为76.69亿元，同比增长2.46%。2015年，公司推出B级轿车“力帆820”、CA08等新车型，并积极开发CA09、CA10、X80等新的MPV、SUV车型，新能源汽车推出330EV、650EV、电动物流车（LF5028XXYCEV）等车型，使公司的汽车产品线继续得以丰富；公司乘用车出口在中国出口车企中排名第三，市场份额占比15%。其中，在俄罗斯的年销量为1.5万台，已连续5年为中国品牌销量第一。此外，公司摩托车和内燃机产品仍以出口为主，2015年摩托车整车及配件业务实现营业收入33.86亿元，同比下降2.14%；内燃机及配件实现营业收入2.88亿元，同比下降3.36%。2015年，公司经营规模稳步扩大，实现主营业务收入120.54亿元，同比增长6.39%，主营业务毛利率为16.84%，同比下降了0.85个百分点。

表2 2014~2015年公司主营业务收入构成及毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
乘用车及配件	74.85	66.06	18.91	76.69	63.63	17.38
摩托车整车及配件	34.60	30.54	15.44	33.86	28.09	17.23
内燃机及配件	2.98	2.63	15.03	2.88	2.39	18.32
其他	0.87	0.77	11.49	7.11	5.90	8.46
合计	113.30	100.00	17.69	120.54	100.00	16.84

资料来源：公司年报

从收入构成情况来看，随着乘用车及配件销售收入的增长，公司乘用车业务营业收入同比增长2.46%至76.69亿元，在主营业务收入中的占比下降2.43个百分点至63.63%，其主业地位稳固；摩托车类业务收入略有下滑，但仍是公司第二大收入来源，但占比下降2.45个百分点至28.09%。内燃机业务和其他业务占比较小。

从毛利率水平变化情况来看，公司产品毛利水平较上年同期相比变化不大，由于公司对部分老车型实行了降价优惠的销售政策，乘用车业务毛利率小幅下降1.53个百分点至17.38%；摩托车业务毛利率小幅提升1.79个百分点至17.23%；内燃机业务毛利率小幅提升3.29个百分点至18.32%。公司2015年主营业务毛利率16.84%，较上年小幅下降0.85个百分点。

2016年一季度，公司营业收入为26.52亿元，较上年同期增长4.04%；归属于母公司所有者的净利润为1.11亿元，较上年同期下降5.63%。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务收入保持增长，乘用车主导业务地位稳固，综合毛利率基本保持稳定。

2. 运营情况

跟踪期内，公司仍采取“以销定产、以产定购”的经营模式，相关采购、生产、销售政策、

模式未发生重大调整。

从采购量上来看，除钢板、车架焊接总成以外，公司主要原配件采购量均有所下降。从各业务板块原配件的采购价格来看：乘用车方面，公司钢板和蓄电池等主要原配件平均采购价格受原材料价格下降影响有不同程度下降，电子控制单元价格稳中略升，传动轴总成和轮胎采购价格则随市场变化略有上升；摩托车方面，公司车架焊接总成、前轮毂组合、后轮毂组合、仪表总成、油箱等主要原配件采购价格均较上年有所回升。

表 3 公司原材料采购情况

零部件名称			2014 年	2015 年
乘用车业务	传动轴总成	采购量（单位：个）	174,174	122,149
		采购均价（单位：元/个）	154.92	177.89
	钢板	采购量（单位：张）	786,973	794,091
		采购均价（单位：元/张）	86.03	82.53
	蓄电池	采购量（单位：个）	65,750	61,651
		采购均价（单位：元/个）	267.35	228.29
	电子控制单元	采购量（单位：个）	84,128	70,863
		采购均价（单位：元/个）	429.61	435.77
	轮胎	采购量（单位：个）	484,957	312,201
		采购均价（单位：元/个）	143.54	185.89
摩托车业务	车架焊接总成	采购量（单位：个）	421,937	527,836
		采购均价（单位：元/个）	101.50	120.04
	前轮毂组合	采购量（单位：个）	531,466	478,073
		采购均价（单位：元/个）	80.27	82.36
	后轮毂组合	采购量（单位：个）	541,790	477,894
		采购均价（单位：元/个）	85.62	88.79
	仪表总成	采购量（单位：个）	598,333	560,637
		采购均价（单位：元/个）	48.00	48.56
	油箱	采购量（单位：个）	595,955	551,276
		采购均价（单位：元/个）	59.37	68.24

资料来源：公司提供

从供应商集中度上来看，2015 年公司前五名供应商采购金额合计 18.92 亿元，占总采购的比例合计为 19.70%，同比提高了 1.90 个百分点，公司供应商集中度有所提高，但仍处于较低水平。

从产能情况来看，2015 年公司除乘用车产能增加至 18 万台以外，摩托车整车、摩托车发动机和内燃机的产能均保持不变，分别为 132 万台、315 万套和 100 万套。从产量情况来看，公司乘用车和摩托车整车随销售量的上升而有所上升；摩托车发动机销量有所上升但产量出现小幅下降；内燃机随销售量的下降而有所下降。从产能利用率上来看，由于公司乘用车产能有所提升，产能利用率较上年出现下滑，其他产品受市场状况影响产能利用率普遍不高。

表 4 2014~2015 年公司各产品产能、产量及销量情况

年份	产品	产能(台/套)	产量(台/套)	销量(台/套)	产能利用率 (%)	产销率 (%)
2014 年	乘用车	130,000	130,626	135,468	100.48	103.71
	摩托车整车	1,320,000	691,098	684,302	52.36	99.02
	摩托车发动机	3,150,000	1,851,016	1,260,603	58.76	105.07
	内燃机	1,000,000	406,994	394,178	40.70	96.85
2015 年	乘用车	180,000	143,357	144,485	79.64	100.79
	摩托车整车	1,320,000	719,135	721,549	54.48	100.34

	摩托车发动机	3,150,000	1,815,878	1,327,869	57.65	112.86
	内燃机	1,000,000	376,705	390,997	37.67	103.79

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。

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。其中，国内销售方面，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；摩托车整车主要为经销商模式，按行政区域划分选择省级经销商，再向下分销；摩托车发动机主要为直销和经销商两种模式，由各办事处直接面对面与各客户交流并提交订单计划；通用汽油机主要为直销和经销商两种模式。海外销售方面，一是通过经销商模式，即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；二是设立海外子公司模式，即设立生产型子公司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，或者设立销售型子公司通过当地的直销公司将整车出售给当地经销商或终端消费者。此外，公司还通过下属企业四川力帆善蓉信息服务有限公司为公司上游的供应商、下游的经销商、终端的消费者提供融资服务，促进公司产品的销售。

从销售收入区域分布情况来看：2015 年，公司主营业务收入来自国内的部分为 72.64 亿元，占比为 60.27%；来自海外的部分为 47.90 亿元，占比为 39.73%。跟踪期内，人民币升值较多，同时公司国外市场之一的俄罗斯货币贬值幅度较大，但因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。总体看，公司来自国外的收入规模较大，面临一定的汇率风险。截至 2015 年底，公司已经在海外市场布局了完整成熟的销售和服务渠道，在俄罗斯、巴西等国组建销售子公司，直接负责汽车在当地的营销拓展，在乌拉圭、埃塞俄比亚投资组建散件组装厂，以乌拉圭为据点，向巴西等国出口，以埃塞俄比亚为据点，向非洲国家辐射，其中力帆 620 为莫斯科街头的出租车，美军新装备 DTV 动力系统来自力帆。2015 年公司出口金额继续保持重庆市民营企业汽摩行业第一位。

从产销率上来看，由于公司采取以销定产策略，各产品产销率均保持在较高水平。其中，乘用车产销率为 100.79%；摩托车整车为 100.34%；摩托车发动机为 112.86%。

从销售集中度来看，2015 年公司前五名客户的营业收入合计 36.12 亿元，占公司营业收入的 28.99%，同比提高了 2.22 个百分点，公司客户集中度不高。

总体来看，跟踪期内，公司运营模式未发生重大变化，原配件价格下降有利于公司控制成本，但摩托车整车、摩托车发动机和内燃机产能利用率仍不高。

3. 研发情况

2015 年 3 月，工信部公布《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》（第 67 批），力帆 330EV（LF7004EV）纯电动轿车、LF5028XXYCEV 纯电动厢式运输车入选此次目录。2015 年 3 月，LF1022EV 纯电动轻型货车、LF6401CEV 纯电动多用途乘用车等 4 款车型入选节能与新能源车示范推广目录。2015 年 5 月，国家工业和信息化部发布《车辆生产企业及产品公告（第 272 批）》，力帆 LF7002、LF7004、LF7002CEV260 共计三款纯电动轿车进入此次公告。2015 年公司完成了对车联网模块和电子仪表的大批量生产和对多个规格的动力电池的封装；通过车联网技术，实现了车辆实时信息的数据收集、定位、远程控制、虚拟仪表盘等功能，同时也完善了分时租赁

业务的后台系统功能和推出了分时租赁业务手机应用程序。

2015 年，公司研发支出总额共计 6.80 亿元，研发支出占当期营业收入的比例为 5.46%；研发人员数量合计 709 人，研发人员占公司总人数的比例为 6.73%。公司研发投入主要用于新产品的开发、新技术的应用于优化，总体看公司对研发重视程度进一步提高。

2015 年，公司新增专利 183 项，其中新增发明专利 95 项，截至 2015 年底，公司拥有有效专利权 2,375 项，其中发明专利 558 项，拥有商标权 1,529 项。

总体来看，公司重视研发投入，整体技术水平有所提高。

4. 经营效率

2015 年公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 3.90 次、4.97 次、0.54 次，其中应收账款周转次数和总资产周转次数均较上年有所下降，主要系公司为了扩大市场份额，增加销售收入，于 2015 年增加了信用销售力度所致；存货周转次数较上年有所上升，同比上升 13.73%。从同行业比较情况看，公司各项效率指标均处于较低水平，公司经营效率有待进一步提高。

表 5 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	海马汽车	上汽集团	宗申动力	比亚迪	长安汽车	力帆股份
存货周转率	7.11	15.41	10.62	5.17	7.27	4.40
应收账款周转率	287.14	26.44	7.95	4.54	81.71	6.17
总资产周转率	0.73	1.45	0.76	0.76	0.84	0.59

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。

5. 经营关注

（1）传统业务带来的经营压力

国内经济增速继续下行，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）人民币汇率波动带来的汇兑损失

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。

6. 未来发展

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，实现公司产品业务的转型升级以及由制造向服务的延伸。

从具体发展计划来看：一是按计划推出新能源汽车产品（80E、820EV、720 气电混合动力车）；二是推进“智能新能源汽车 60 亿瓦时锂电芯项目”的实施工作、设计新的电池自动封包生产线、新建电池封装车间、推动高能量密度电池的开发、提高动力电池技术专业化管理、研究电池新国标的运用；三是推进“智能新能源汽车能源站项目”的实施工作，除重庆主城区外，率先在杭州、成都、天津、郑州、济源等城市投放新能源汽车并匹配分布式充换电设施；四是继续开发、优化新能源产业所需的应用程序或电子系统，如分时租赁业务所需的后台管理程序、手机应用程序、专车后台管理程序、车联网应用程序和能源站管理系统等；五是加大对新材料、新工艺的试验及

应用，实现车身、底盘的轻量化；六是研制一体化动力总成，掌握纯电、混动后驱技术；七是加快 CA09、CA10、X80 等 MPV、SUV 燃油车型的上市工作；八是推出高性价比摩托车产品，稳定工具类车型的销量，加大异型车的开发，形成 KP 家族；九是力帆融资租赁公司通过保理、信托、转租赁、资产证券化等方式扩大非银行渠道融资，力争境外融资取得实质性突破；十是力帆财务公司大力拓宽资金归集和利用渠道，积极申请买方信贷和消费金融业务资质，为公司的新能源汽车推广提供更多的金融支持。

总体来看，公司未来一段时间内仍将重点放在乘用车新品开发及量产上，摩托车业务重点在于质的提升，此外公司开始金融领域布局，需持续关注公司发展规划的实施情况。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2016 年一季度财务报告未经审计。公司执行财政部 2006 年发布的新《企业会计准则》及 2014 年修订后的企业会计准则。本报告中涉及 2014 年数据均采用 2015 年财务报告期初数或上期数。2015 年，公司合并报表范围发生变化，其中包括购买 1 家子公司、新设 4 家子公司、处置 2 家子公司，由于主要经营业务未发生变化，其财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 253.21 亿元，负债合计 183.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.36 亿元，其中归属母公司所有者权益 68.70 亿元。2015 年公司实现营业总收入 124.58 亿元，净利润（含少数股东损益）3.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.58 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.73 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 265.34 亿元，负债合计 194.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）71.11 亿元，其中归属母公司所有者权益 68.45 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业总收入 26.52 亿元，净利润（含少数股东损益）1.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.90 亿元。

2. 资产质量

随着经营规模的扩大，公司资产规模保持增长，截至 2015 年底，公司资产合计 253.21 亿元，较年初增长 21.49%。资产构成方面，截至 2015 年底，公司流动资产和非流动资产分别占资产总额的 52.73%和 47.27%，较年初变化不大，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产共计 133.52 亿元，较年初增长了 20.70%，主要系应收账款增长导致。公司流动资产以货币资金（占比 40.11%）、应收账款（占比 27.07%）和存货（占比 16.14%）为主，流动资产构成较年初相比变化不大。

截至 2015 年底，公司货币资金为 53.55 亿元，较年初增长了 8.88%。公司货币资金主要由银行存款（占比为 99.93%）构成，此外尚有少量库存现金和其它货币资金。公司货币资金中有定期存款 3.26 亿元、票据保证金 12.10 亿元、保函保证金 12.38 亿元、信用证保证金 2.13 亿元、借款保证金 2.92 亿元、远期结售汇保证金 0.08 亿元等使用存在限制，受限货币资金占比 32.86%。除此以外，公司无其他受限货币资金。

截至 2015 年底，公司应收账款为 36.15 亿元，较年初大幅增长 52.98%，主要系本期新能源汽车收入增加，截至年末部分货款尚未到收款期，形成一年内的应收账款增加所致。公司应收账款

中 99.56%以账龄分析法计提坏账准备，其余均为单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款，年末应收账款账面余额中，账龄在 1 年以内的占全部应收账款余额的 92.71%，1~2 年的占比为 5.02%，2 年以上的占比为 2.28%，整体账龄较短。截至 2015 年底，公司应收账款前 5 名合计占比为 43.33%，其中最大一家占比为 24.88%的客户已为其应收账款提供等值的远期支票质押，风险较小。截至 2015 年底公司应收账款坏账准备的余额为 2.44 亿元，考虑到公司应收账款风险不大，坏账计提比例合理。

截至 2015 年底，公司存货为 21.56 亿元，较年初增长 15.53%，主要系公司业务范围扩张促使库存商品增加导致。截至 2015 年底，公司存货以原材料（占比 16.79%）、在产品（占比 5.63%）、库存商品（占比为 58.66%）和发出商品（占比 18.44%）为主，此外尚有少部分低值易耗品、委托加工物资和自制半成品。公司对存货已计提跌价准备 0.42 亿元。

非流动资产

非流动资产方面，在长期应收款大幅增长的带动下，公司非流动资产较年初增长 22.39%，截至 2015 年底，公司非流动资产共计 119.69 亿元，以长期应收款（占比 9.92%）、长期股权投资（占比 22.03%）、固定资产（占比 44.35%）、在建工程（占比 8.26%）和无形资产（占比 7.42%）为主。

截至 2015 年底，公司长期应收款账面价值 11.87 亿元，较年初增长 1,005.41%，主要系公司下属企业力帆融资租赁（上海）有限公司应收融资租赁款较年初大幅增加所致。按客户风险类型来分，正常类占比 97.20%、关注类占比 1.86%、次级类占比 0.94%。截至 2015 年底，公司长期应收款坏账准备的余额为 44.47 万元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 26.37 亿元，较年初增长 30.17%，主要系本期新增对山东恒宇新能源有限公司、重庆新能源汽车融资租赁有限公司、新能源汽车产业发展（重庆）有限公司的股权投资、以及追加对重庆银行的股权投资和取得投资收益等导致。公司长期股权投资仍以对重庆银行的投资为主，占比为 75.19%。

随着在建工程的完工转入固定资产，截至 2015 年底，公司在建工程为 9.89 亿元，较年初下降了 3.71%；固定资产为 53.08 亿元，较年初增长了 9.87%。公司固定资产中房屋及建筑物占比为 45.11%，机器设备占比为 53.44%，此外还有少量运输工具、办公设备，固定资产构成符合公司生产型企业特征。截至 2015 年底，公司固定资产成新率为 80.85%，成新率尚可。

截至 2015 年底，公司无形资产为 8.88 亿元，较年初增长 10.25%，累积摊销余额 2.11 亿元。公司无形资产主要是土地使用权（占比 73.60%）、整车设计开发费（占比 14.55%），此外有商标权、专利权、软件和其他等无形资产。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 265.34 亿元，较年初增长了 4.79%。资产构成方面，公司流动资产占比小幅下降至 52.19%，非流动资产占比小幅上升至 47.81%，较上年末变化不大。

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司资产规模呈增长态势，资产中流动资产占比较高，货币资金规模较大，整体资产质量较好。

3. 负债和权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 183.84 亿元，较年初增长 19.51%，主要来自短期借款的大幅增长。公司负债中流动负债占比 91.82%，较年初提高了 3.11 个百分点，负债结构仍以流动负债为主且流动负债占比进一步提高。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 168.81 亿元，较年初增长 23.70%，主要系短期借款大幅

增加导致。公司流动负债以短期借款（占比 60.60%）、应付票据（占比 10.66%）、应付账款（占比 13.09%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.80%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款为 102.30 亿元，较年初增长 78.12%，主要系公司为发展新能源产业、满足经营活动需要，增加融资需求导致。公司短期借款中质押借款占比 65.33%，其中有 19.72 亿元系贸易融资借款，由应收海外子公司的外汇账款为其提供质押担保。

截至 2015 年底，公司应付票据为 18.00 亿元，较年初减少 32.33%，主要系本期公司减少票据支付所致。公司应付票据绝大多数为银行承兑汇票，只有 18.96 万元为商业承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款为 22.09 亿元，较年初减少 1.96%，主要由材料款（占比 88.83%）和工程设备款（占比 11.17%）构成，期末无账龄超过 1 年的重要应付账款。

随着“12 力帆 01”到期完成本息兑付，截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 14.86 亿元，较年初大幅减少 30.74%。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 15.03 亿元，较年初下降 13.41%，主要系长期借款减少导致。公司非流动负债以长期借款（占比 40.20%）和应付债券（占比 46.39%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款为 6.04 亿元，较年初下降 38.07%，主要系部分长期借款在本期到期偿还所致。公司长期借款中质押借款占比 53.67%，抵押借款占比为 46.33%。

截至 2015 年底，公司应付债券为 6.97 亿元，较年初小幅增长 0.22%，主要系溢折价摊销所致。截至 2015 年底，公司应付债券全部为“12 力帆 02”。

随着短期借款的大幅上升，2015 年公司短期债务快速上升，进而带动全部债务上升至 148.31 亿元，其中短期债务占比 91.22%，公司短期债务占比高，债务结构有待优化。截至 2015 年底，由于非公开发行股票成功，公司资产负债率、全部债务资本化比率较年初有所下降，分别为 72.61%、68.13%，长期债务资本化比率随长期债务下降而大幅下降至 15.80%，债务负担有所降低，但整体债务负担仍属较重。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 194.24 亿元，较年初增长 5.65%，主要系“16 力帆债”、“16 力帆 02”公开发行所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率为 73.20%，较年初上升了 0.59 个百分点，主要系公司公开发行公司债券导致。长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 31.09%和 70.34%。

总体来看，公司负债水平较高，但整体仍可控，债务结构仍以短期债务为主且占比进一步提高，短期偿债压力加大，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 69.36 亿元，较年初增长 27.07%，主要是公司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所致。其中归属于母公司所有者权益 68.70 亿元，占所有者权益合计的 99.05%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 18.29%，资本公积占 69.50%，其他综合收益占 -11.97%，盈余公积占 4.54%，未分配利润占 20.49%。公司资本公积以股本溢价为主，权益结构稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 71.11 亿元，较年初增长 2.51%，主要系未分配利润增长导致，所有者权益构成变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益因定向增发而增长，所有者权益中以实收资本和资本公积为主，公司所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 124.58 亿元，同比增长 9.12%；营业利润为 3.81 亿元，同比增长 15.77%；净利润 3.83 亿元，同比增长 1.46%。2015 年公司对重庆银行的长期股权投资收益规模较大，投资收益为 3.75 亿元；由于公司计提了较大规模的坏账准备，公司资产减值损失为 1.36 亿元，规模较大；公司收到的营业外收入为 0.45 亿元，占公司利润总额的 10.80%，公司盈利受营业外收入影响尚可。

从费用情况来看，随着公司经营规模的扩大，2015 年公司费用总额为 20.31 亿元，同比增长 10.01%。其中，销售费用 5.98 亿元，较上年下降 17.85%，主要系 2015 年新能源汽车由生产厂直接销售，销售费用较低所致；管理费用 7.87 亿元，较上年增长 12.35%，主要系 2015 年公司加大新产品研发投入，研发费用增加，以及工资及社保费较去年增加所致；财务费用 6.45 亿元，较上年增长 54.75%，主要系 2015 年汇率变化引起汇兑损失增加所致。2015 年，公司费用收入比为 16.30%，同比变化不大，费用控制能力一般。

从盈利指标情况来看，2015 年公司营业利润率为 17.55%，同比下降了 1.11 个百分点；总资本收益率、总资产收益率和净资产收益率分别为 4.49%、3.97%和 6.18%，较上年均略有下降，但仍保持在良好水平。

2016 年一季度，公司实现营业收入 26.52 亿元，同比上升了 4.04%，变化不大；实现净利润 1.08 亿元，同比减少 4.67%，公司经营情况较为稳定。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入规模进一步扩大，参股重庆银行为公司带来了较为丰厚的投资收益，但计提坏账准备削弱了公司的盈利水平。公司盈利能力仍保持良好，但对投资收益存在一定依赖。

5. 现金流

2015 年，公司经营活动净现金流为-14.58 亿元，净额仍呈现负值，主要系公司融资租赁业务为客户贷款净支付现金 8.09 亿元、应收出口退税余额较大，以及本期新能源汽车业务应收账款增加所致。其中，公司经营活动现金流入 93.03 亿元；经营活动现金流出 107.62 亿元。2015 年，公司现金收入比为 65.07%，收入实现能力尚可。

2015 年，公司投资活动净现金流为-16.59 亿元，净额仍呈现负值，主要系公司支付股权款增加，以及购建固定资产支付的现金增加所致。其中，公司投资活动现金流入 15.97 亿元；投资活动现金流出 32.56 亿元。

2015 年，公司筹资活动净现金流为 26.76 亿元，较上年同期增长 346.20%，主要系公司非公开发行股票收到募集资金，以及通过银行融资收到的现金净流入较上期增加所致。其中，公司筹资活动现金流入 154.44 亿元；筹资活动现金流出 127.67 亿元。

总体来看，公司经营性现金流量净额和投资性现金流量净额仍呈现负值，随着投资活动支出的加大，公司仍需通过筹资活动维持现金平衡。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，随着公司流动负债的快速增长，2015 年底，公司流动比率为 0.79 倍，速动比率为 0.66 倍，较年初分别下降 0.02 倍和 0.01 倍，处于一般水平；现金短期债务比由年初的 0.56 倍降至 0.44 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般；2015 年公司经营现金流呈现负值，对流动负债覆盖倍数不足。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2015 年公司 EBITDA 为 12.26 亿元，同比增长 19.32%。其中，利润总额

占 33.82%、计入财务费用的利息支出占 40.98%、摊销占 3.25%、折旧占 21.94%。由于 2015 年公司利息支出增加，公司 EBITDA 利息倍数降至 2.38 倍，EBITDA 对利息支付的保障能力一般；EBITDA 全部债务比为 0.08 倍，对全部债务的保护能力一般。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司直接持股 51% 的控股子公司——浙江力帆摩托车有限公司（以下简称“浙江力帆”）涉及诉讼，详细情况见下表所示。

表 6 截至 2015 年底公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

案件性质	原告	被告	案由	案件标的金额	案件阶段
被告	中国银行股份有限公司台州市椒江支行	浙江力帆摩托车有限公司等	浙江力帆摩托车有限公司股东林瑞玉等人对外举借的民间借贷承担连带担保责任而陷入多起民间借贷纠纷	5,766.92	一审审理

资料来源：公司提供

浙江力帆摩托车有限公司系公司于 2011 年 8 月出资 1,530 万元与林瑞玉、林华智合资组建，主要从事踏板车生产、销售，并由合作方林瑞玉担任浙江力帆董事长、法定代表人，因林瑞玉等人对外举借的民间借贷承担连带担保责任而陷入多起民间借贷纠纷，导致浙江力帆银行账户被裁定冻结或资产查封。同时林瑞玉等人作为浙江力帆主要管理团队负责人，因私人债务问题影响对浙江力帆的管理，浙江力帆已停止生产经营。此案最终执行结果尚具有不确定性，对于公司损益影响无法判断。因浙江力帆经营状况日趋恶化已资不抵债，浙江力帆拟决议申请破产清算，公司已于 2014 年度按对浙江力帆的投资额 1,530 万元全额计提了资产减值准备。2014 年度浙江力帆销售收入 7,256.64 万元，占力帆股份销售收入的 0.64%；净利润-1,360.83 万元，其 2015 年度销售收入及净利润对公司财务数据影响不大。若浙江力帆破产清算，公司下属全资子公司江门气派摩托车有限公司拥有与浙江力帆摩托车产品同样的生产资质，具备承接浙江力帆业务的能力及可行性。

截至 2015 年底，公司对外担保情况余额为 700.00 万元，数额较小，公司由此产生的或有风险小。

截至 2015 年底，公司已获银行授信额度 185.89 亿元，已使用 129.77 亿元，公司与各商业银行建立了良好的合作关系，间接融资能力较强。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2016 年 5 月 30 日，公司无关注类和不良类未结清信贷，过往信用情况良好。

总体来看，跟踪期内，公司收入规模稳步增长，整体盈利水平保持稳定，与此同时，由于产销规模的扩张和海外市场开拓的需求，公司债务负担进一步上升，但整体仍可控。考虑到未来随着新能源汽车业务和金融业务的进一步扩大，公司盈利能力有望提升，公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 59.97 亿元，约为待偿债券本金（27.00 亿元）的 2.22 倍，公司现金类资产对待偿债券的覆盖程度尚可；净资产达 69.36 亿元，约为待偿债券本金（27.00 亿元）的 2.57 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对待偿债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 12.26 亿元，约为待偿债券本金（27.00 亿元）的 0.45 倍，公司 EBITDA 对待偿债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入93.03亿元，约为待偿债券本金（27.00亿元）的3.45倍，公司经营活动现金流入量对待偿债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在汽摩行业的行业地位，营业收入和盈利水平的稳定增长，以及丰厚的投资收益等因素，联合评级认为，公司对“12力帆02”、“16力帆债”、“16力帆02”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为我国大型民营汽车、摩托车制造企业之一，秉承“创新、出口、信誉好”的经营理念，坚持自主创新、走国际化发展路线，已实现完整成熟的全球化营销网络布局。跟踪期内，公司营业收入持续增长、盈利水平保持稳定，新能源汽车产销量大幅增长，出口金额继续保持重庆市民营企业汽摩行业第一位。此外，公司参股的重庆银行盈利能力较强，为公司提供了丰厚的投资收益。联合评级同时也关注到传统燃油车市场竞争日趋激烈、摩托车行业产销规模继续下降，以及汇率风险等因素对公司经营和信用状况造成的不利影响。

未来，随着宏观经济形势的好转，以及公司智能新能源汽车换电运营商业模式的逐步成熟，公司经营状况将保持良好，盈利能力有望获得持续提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“12力帆02”、“16力帆债”、“16力帆02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 力帆实业（集团）股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	208.42	253.21	265.34
所有者权益（亿元）	54.59	69.36	71.11
短期债务（亿元）	105.50	135.29	136.58
长期债务（亿元）	16.72	13.02	32.08
全部债务（亿元）	122.21	148.31	168.66
营业收入（亿元）	114.17	124.58	26.52
净利润（亿元）	3.77	3.83	1.08
EBITDA（亿元）	10.27	12.26	--
经营性净现金流（亿元）	-3.68	-14.58	-2.82
应收账款周转次数（次）	5.78	3.90	--
存货周转次数（次）	4.37	4.97	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.54	--
现金收入比率（%）	90.30	65.07	96.21
总资本收益率（%）	4.65	4.49	--
总资产报酬率（%）	4.02	3.97	--
净资产收益率（%）	6.78	6.18	--
营业利润率（%）	16.44	17.55	15.59
费用收入比（%）	16.17	16.30	17.20
资产负债率（%）	73.81	72.61	73.20
全部债务资本化比率（%）	69.13	68.13	--
长期债务资本化比率（%）	23.44	15.80	31.09
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	2.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.08	--
流动比率（倍）	0.81	0.79	0.86
速动比率（倍）	0.67	0.66	0.73
现金短期债务比（倍）	0.56	0.44	0.53
经营现金流动负债比率（%）	-2.70	-8.64	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.45	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2016 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

附件 2 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 + 营业费用 + 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 / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额

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 3 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。