

# 信用等级公告

联合[2015]677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力帆实业（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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）股份有限公司拟发行的 2016 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  
信评委主任：丁峰

二零一五年十一月十九日

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

## 2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA  
 发行人信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 发行规模：不超过 20 亿元  
 债券期限：不超过 7 年（含 7 年）  
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本  
 评级时间：2015 年 11 月 19 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	140.50	175.78	208.42	254.64
所有者权益(亿元)	51.01	56.74	54.59	70.37
长期债务(亿元)	22.94	30.82	16.72	11.37
全部债务(亿元)	61.71	84.25	122.21	157.39
营业收入(亿元)	86.79	100.73	114.17	78.05
净利润(亿元)	3.06	4.08	3.77	2.61
EBITDA(亿元)	7.47	9.87	10.27	--
经营性净现金流(亿元)	-6.39	-5.20	-3.68	2.87
营业利润率(%)	16.43	17.52	16.44	16.77
净资产收益率(%)	6.07	7.57	6.78	4.17
资产负债率(%)	63.69	67.72	73.81	72.36
全部债务资本化比率(%)	54.74	59.76	69.13	69.10
流动比率(倍)	1.26	1.06	0.81	0.83
EBITDA 全部债务比(倍)	0.12	0.12	0.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.24	3.63	2.63	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.37	0.49	0.51	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年三季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“力帆股份”）的评级反映了其作为我国大型民营汽车、摩托车制造企业之一，近年来公司乘用车业务发展平稳，在国外市场的优势逐渐体现；摩托车产销规模大、市场占有率和品牌知名度高，在同行业中具有较强竞争优势。公司具有稳定的采购和销售渠道，经营发展态势良好。

公司资产规模较大，资产质量良好，债务负担适中，盈利水平稳定、整体偿债能力较强。但联合评级同时也关注到乘用车市场竞争激烈、摩托车市场低迷等因素可能给公司信用等级带来的不利影响。

未来公司电动汽车战略规划逐步落实，经营规模将进一步扩大，盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险较低。

### 优势

1. 重庆是国内汽车、摩托车产业基地之一，已纳入“一带一路”规划范围，公司外部经营环境良好。

2. 公司是我国大型民营摩托车制造企业之一，产销规模大、海内外品牌知名度较高。

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，优化资产结构。

4. 公司对重庆银行的厂期股权投资收益良好，对公司整体盈利贡献较大。

### 关注

1. 近年来，摩托车行业持续低迷，对公司摩托车板块造成一定不利影响。

2. 乘用车、摩托车市场竞争较为激烈；公司摩托车业务出口依赖性大；乘用车业务现有生产规模相对较小，整体竞争力有待进一步提升。

3. 公司未来建设项目较多，面临一定资金压力。

### 分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@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）与力帆实业（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与力帆实业（集团）股份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。

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，未因力帆实业（集团）股份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。

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公司相关资料主要由力帆实业（集团）股份有限公司提供，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力帆实业（集团）股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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

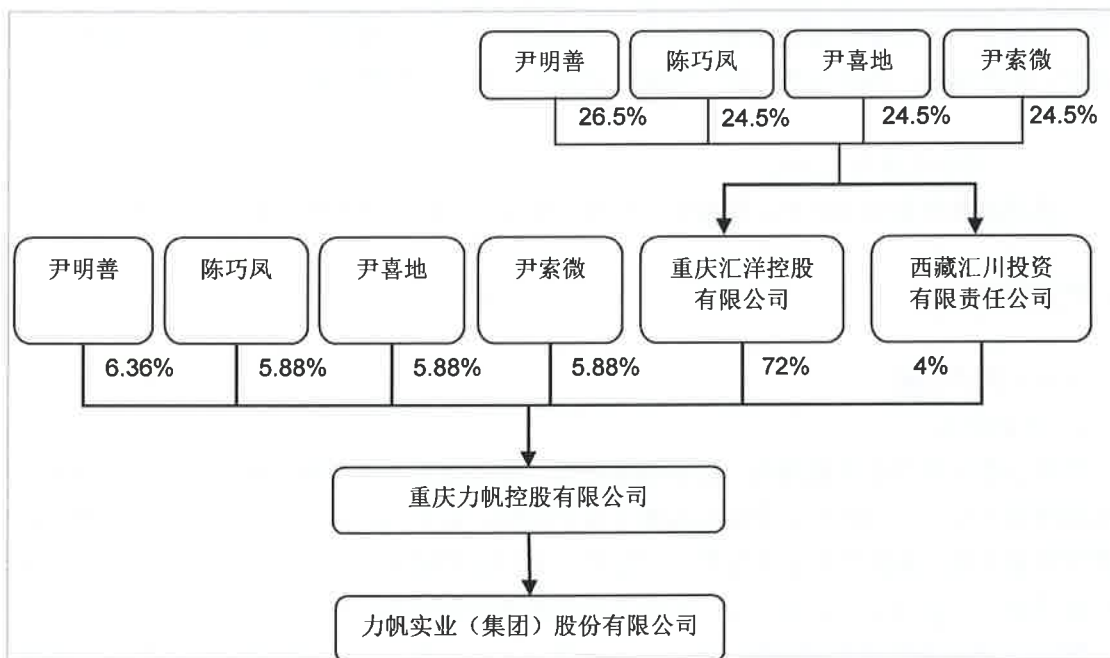
一、主体概况

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，初始注册资本为人民币 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，我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”）。2015 年 1 月，公司非公开发行股票 242,857,142 股。

截至 2015 年 9 月底，公司股本为 125,635.34 万股，公司控股股东为重庆力帆控股有限公司（以下简称“力帆控股”），持股比例为 49.40%；实际控制人为自然人尹明善、陈巧凤、尹喜地和尹索微（见下图），陈巧凤为尹明善妻子，尹喜地为尹明善儿子，尹索微为尹明善女儿，四人签署了《一致行动协议》，约定在行使力帆控股及力帆股份股东表决权时保持一致。

图 1 截至 2015 年 9 月底公司控股股东和实际控制人持股结构图



资料来源：公司提供。

公司主要从事乘用车及配件、摩托车及配件和内燃机及配件产品的生产销售，截至 2015 年 9 月底具备年产乘用车整车 13 万辆、摩托车整车 132 万辆、摩托车发动机 315 万台和内燃机 100 万台的生产能力。

截至 2015 年 9 月底，公司下辖 53 家控股参股子公司，总部下设集团办公室、人力资源部、集团财务部、资金部、审计中心、法律事务中心、战略研究中心、投资证券部、企划部、数据中心、安全保卫部、质量中心、物流中心、基建设备部、产品认证管理部、总工程师办公室、内部风险控制部等职能部门；公司拥有在职员工 9,862 名。



截至2014年底，公司合并资产总额2,084,154.36万元，负债合计1,538,296.61万元，所有者权益（含少数股东权益）545,857.74万元。2014年，公司实现营业收入1,141,674.84万元，净利润（含少数股东损益）37,742.23万元；经营活动产生的现金流量净额-36,805.42万元，现金及现金等价物净增加额-11,468.57万元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额2,546,379.06万元，负债合计1,842,629.48万元，所有者权益合计703,749.58万元。2015年1~9月，公司实现合并营业收入780,488.60万元，净利润26,072.04万元；经营活动产生的现金流量净额为28,718.66万元，现金及现金等价物净增加额为46,256.51万元。

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、本次债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“力帆实业（集团）股份有限公司公开发行 2016 年公司债券”，预计发行规模不超过人民币 20 亿元，债券期限不超过 7 年。本次债券票面金额为 100 元。可以为单一年限品种，也可以为多种期限的混合品种，本次发行的公司债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模股东大会已授权董事会或董事会获授权人士在发行前根据相关规定及市场情况确定。若本次发行的公司债券期限为多种期限的混合品种，公司将授予投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，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。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司银行贷款和补充流动资金。

## 三、行业分析

### （一）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。

2008 年受宏观经济增速减缓，特别是下半年国际金融危机向实体经济蔓延的影响，我国汽车市场结束高速增长势头转为低迷。2009 年，受益于国家出台降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，乘用车销量实现爆发式增长，中国汽车产销量超过美国成为全球第一。2010 年，在国家扩内需、调结构、促转变等一系列政策措施的积极作用下，汽车工业延续 2009 年发展态势，全年汽车产销同比增幅均超过 30%。2011-2012 年，受购置税优惠、节能惠民补贴等产业刺激政策的退出或门槛提高，行业增速大幅回落，2011 年产销增幅大幅降至 0.84%和 2.45%，2012 年为 4.63%和 4.33%；其中，商用车市场下降尤为明显，2012 年出现负增长（产销量同比下降 4.7%和 5.5%）；但随着节能汽车推广政策、节约能源与新能源车辆车船税优惠政策的实施，积极引导了节能与新能源汽车产品的消费。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的释放，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%。可以看到，尽管受诸多不利因素影响，但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。

图 2 2003~2014 年我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会、wind资讯。

2014 年，我国汽车产销继续保持稳定增长。1~12 月，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%。1~12 月，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。

汽车出口受国际环境影响大，经历金融危机后，中国汽车出口量在 2008 年开始回落，2009 年继续萎缩，2010 年汽车出口开始恢复，2011 年虽然国内汽车需求减缓但汽车出口量创新高，2012 年汽车出口继续保持上年良好发展态势，出口量首次超过百万，达 105.61 万辆，同比增长 29.70%。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。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%。

从行业经济效益来看，据中国汽车工业协会统计，2014 年汽车工业重点企业（集团）工业经济效益综合指数为 539.34，较 2013 年提高 40.53。2014 年，中国汽车工业产销增长较快，行业经济效益也呈现良好的发展态势，增速明显高于上年同期。据中汽协统计，17 家汽车行业重点企业集团完成工业总产值 2.76 万亿元，同比增加 10.09%，实现营业收入 3.10 万亿元，同比增长 9.06%。

表 1 2012 年~2014 年汽车工业重点企业（集团）工业经济效益综合指数构成情况表

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
工业增加值(亿元)	4,921.43	6,033.21	6,927.77
工业总产值(亿元)	20,945.39	25,104.89	27,637.34

营业收入(亿元)	24,076.79	28,463.77	31,043.48
利润总额(亿元)	2,349.59	4,886.24	3,444.32
总资产贡献率(%)	19.97	20.95	21.34
资产负债率(%)	56.93	59.68	59.17
成本费用利润率(%)	11.01	11.61	12.65
全员生产率(万元/人)	51.87	58.54	64.51
工业经济效益综合指数	455.49	498.81	539.34

资料来源：中国汽车工业协会

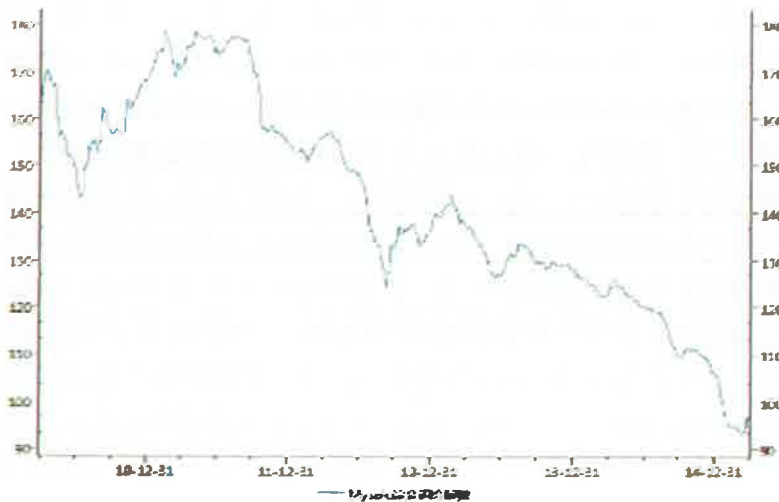
总体看，汽车行业产销增速提升，企业效益向好，行业进入恢复性上升通道。

## 2. 钢材和燃油价格波动

### 钢材价格波动

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、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。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，恐将持续，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企业的成本控制。

图3 2010年至2014年底综合钢价指数变化情况



资料来源：wind资讯

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。

### 燃油价格波动

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，国内油价调整机制将更具有时效性，调整也更频繁。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。

受宏观经济增长放缓，产能过剩影响，汽车行业上游的塑料、玻璃、橡胶、有色金属等原材料价格相应回落，间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。

总体看，随着油价调整的常态化以及人们环保理念的提高，直接影响乘用车消费和需求结构调整。

### 3. 行业竞争

汽车行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。行业集中度不断提高，使得具有规模优势的企业竞争力不断增强。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79.16%。

表2 国内前十家汽车生产企业销量及市场占有率排名

排名	汽车制造商	2013年		2014年	
		销量	占有率	销量	占有率
1	上海汽车集团股份有限公司	507.33	23.08%	558.37	23.77%
2	东风汽车集团	353.49	16.08%	380.25	16.19%
3	第一汽车集团	290.84	13.23%	308.61	13.14%
4	中国长安汽车集团股份有限公司	220.33	10.02%	254.78	10.85%
5	北京汽车集团有限公司	211.11	9.60%	240.09	10.22%
6	广州汽车工业集团有限公司	100.42	4.57%	117.23	4.99%
7	华晨汽车集团控股有限公司	77.74	3.54%	80.17	3.41%
8	长城汽车股份有限公司	75.42	3.43%	73.08	3.11%
9	浙江吉利控股集团有限公司	54.94	2.50%	48.61	2.07%
10	安徽江淮汽车集团有限公司	51.43	2.34%	46.47	1.98%
合计		1,943.06	88.38%	2,107.66	89.72%

资料来源：中国汽车工业协会

根据中国汽车协会统计数据来看，2014年国内汽车生产企业销量排名前十的分别是上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽、华晨、长城、奇瑞、江淮（具体见上表）。其中上汽销量突破500万辆、达到558.37万辆。从产业集中度看，2014年，中国汽车销量前5名的企业（集团）共销售汽车1,742.10万辆，占汽车销售总量的74.17%（同比提高2.16个百分点）；中国汽车销售前10名的企业（集团）共销售汽车2,107.66万辆，占汽车销售总量的89.72%（同比上升1.34个百分点）。2014年，国内前十家汽车生产企业市场占有率进一步提升，行业集中趋势明显。

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，近年来随着企业兼并重组

的稳步推进，市场集中度进一步提高。

#### 4. 行业关注

##### (1) 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。

##### (2) 自主品牌乘用车市场占有率不断下滑。

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，中国品牌乘用车市场占有率呈现不断下降的局面。2014年，中国品牌乘用车共销售757.33万辆，同比增长4.10%，占乘用车销售总量的38.44%，占有率比上年同期下降2.14个百分点。与上年同期相比，日系乘用车销量增速略低，德系、日系、美系、韩系和法系乘用车的销售增速均超过10%。

##### (3) 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。

#### 5. 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。

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，另一方面是在由“做大”到“做强”、由“促销费”到“补短板”的发展思路转变下引发的政策导向的变化。

## 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。

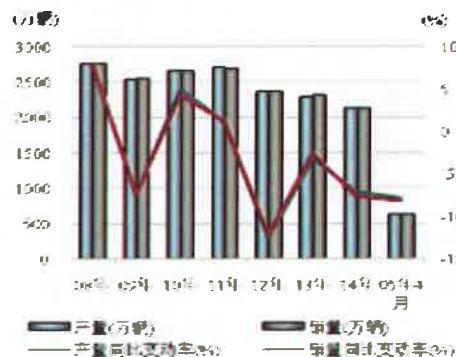
## （二）摩托车行业

### 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。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4 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,根据中国统计局统计,截至2014年底,摩托车整车出口量为969.67万辆。2015年1~9月,中国摩托车整车的产销量分别为1831.99万辆和1426.98万辆,同比下降5.40%和9.00%。

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。根据国家统计局数据显示：截至 2014 年年底，中国摩托车整车制造共完成主营业务收入 1501.54 亿元，同比增长 3.72%；营业成本 1290.99 亿元，同比增长 3.55%；实现利润总额 85.55 亿元，同比增长 12.04%。

总体看，中国摩托车行业产销量呈逐年下降趋势，根据中国国家统计局数据显示，2015 年前三季度，中国摩托车产销量维持在 100%左右，市场供需基本保持平衡。

## 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。

截至 2014 年底，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。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，企业主要生产低端产品，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 日摩托车下乡政策将执行到期。

### 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较大，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。



#### 4. 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。

##### 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。

#### 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。

### 四、基础素质分析

#### 1. 规模与竞争力

公司是我国大型的民营汽车、摩托车制造企业之一，为国家火炬计划重点高新技术企业，在国内摩托车行业规模和技术水平一直处于领先地位。经过十余年发展，公司逐步开拓了乘用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9月底具备年产乘用车整车13万辆、摩托车整车132万辆、摩托车发动机315万台和内燃机100万台的生产能力，近年乘用车逐渐取代摩托车成为公司最主要的收入和利润来源。

2009年12月，公司获得国家知识产权局首批“全国企事业知识产权示范单位”称号，是重庆

地区唯一、也是摩托车行业唯一入选的企业。公司已连续多年入选“中国企业 500 强”，在“2008~2009 年度重庆市民营企业 50 强”中排名第二，在重庆市出口企业中连续多年名列第一，并多次获得“名牌产品”、“驰名商标”和“消费者信赖的知名品牌”称号。2011 年，公司被重庆市认定为技术创新示范企业、获得中华全国工商业联合会科技创新企业奖。2013 年，获得重庆市科技进步二等奖。2014 年，获得国家高新技术企业证书。2014 年公司新增专利 195 项，其中新增发明专利 73 项，截至 2014 年底，公司拥有有效专利权 2,192 项，其中发明专利 463 项，拥有商标权 1,488 项。目前公司已获得摩托车的 ISO9001、汽车领域的 ODT 质量体系认证，在 2009 年的重庆市摩托车质量评比中，公司获得了前三名。

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，共有研发人员约 800 人）、国家级检测站和博士后科研工作站。公司的技术中心在国家发改委 2013 年国家认定企业技术中心评定中，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 6,900 多项，在全球获得注册商标有 1,400 多个，居行业领先地位。

在新能源汽车方面，公司与中国汽车工程院、同济大学、上海交通大学、上海理工大学等高等学府均有合作。

总体来看，公司主导产品知名度较高，是国内摩托车主要生产企业之一，在国内同行业中处于主导地位，乘用车方面生产规模逐年增长，整体竞争实力较强。

## 2. 装备情况及技术水平

在研发设备上，公司配备了三维扫描仪、快速成型仪、三坐标测量机等设备，有能力扫描油泥模型成电脑三维数据，把电脑三维数据快速做成样品，检测样品等。试验检测设备有工况法排放分析系统底盘测功机、电涡流测功机、五组分排放分析仪、全谱直读等离子体发射光谱仪、万能工具显微镜、振动测试仪、金相显微镜、超声波探伤仪、无压痕数显硬度计、气动测量仪等重点测试设备，有能力进行开发中必须的试验。

在生产制造设备上，公司产品在设计阶段均采用数字化仿真模拟，以确保生产线设计、制造、安装的精度。乘用车焊接车间焊采用多车型智能切换技术，自动识别技术，MES 系统指令切换车型生产，整线装备由国际一流的多轴机器人进行焊接，最大程度实现关键工位的自动化。通过一系列化的自动化、信息化等技术，实现了白车身的智能化制造，保证了白车身焊接质量。

公司是第一批通过国 III 环保认证的企业之一，摩托车及发动机产品均符合节能环保的生产技术要求，生产水平处于行业领先水平。目前，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。公司在全球的累计授权专利达 6,900 多项，在全球获得注册商标有 1,400 多个，居行业领先地位。2014 年 4 月中科力帆开发的 LF7002CEV 纯电动轿车底盘换电技术，已取得了国家知识产权局实用新型发明专利。该项底盘换电技术为国内首创，能在 3 分钟内更换完电池包，使车辆可快速补充电能。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）（2014 年第 15 号）”中，力帆“320、620、530、720、丰顺、福顺”均已上榜。

公司在乘用车方面的技术主要依靠自主创新，同时也采取和国内外一些设计公司共同开发的方式。公司与英国里卡多公司合作，借助其汽车发动机及变速箱研发能力，提升公司在汽车关键零部件总成方面的技术水平；并同时与其他公司合作开发以力帆 620 等车型为基础的电动汽车该技术电动汽车三大核心技术之一的“电控技术”方面占据一定优势。公司研制的 LF7162 轿车产品荣获 2009-2010 年度重庆市优秀新产品一等奖。

在摩托车方面，公司先后研制开发了许多拥有完全自主知识产权的新产品，获得国家级、省

部级奖项：90ml、100ml 电起动发动机为全国首创；公司拥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。

表 3 公司近年来研发费用投入情况

年份	2012 年	2013 年	2014 年
研发费用投入金额（万元）	44,360.91	51,574.97	60,548.04
占营业收入比例（%）	5.11	5.12	5.30

资料来源：公司提供。

总体来看，公司拥有较强的自主创新能力，重视对研发的投入，现有技术装备处于同行业领先水平，整体技术研发水平较高。

### 3. 人员素质

公司现有高层管理人员 10 名，其中包括总裁 1 名，常务副总裁 1 名，副总裁 6 名，总工程师（兼董事）和董事会秘书各 1 名。公司高管人员大多在公司从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长尹明善先生，1938 年出生，2007 年至今任公司董事长。曾任重庆市轰达车辆配件研究所所长、力帆实业（集团）有限公司董事长、重庆力帆控股有限公司董事长。

公司总裁牟刚先生，1970 年出生，大学本科学历，高级政工师，2015 年 8 月至今任公司总裁。曾任重庆瑞力士机械有限公司外贸部副经理、重庆力帆实业(集团)进出口有限公司副总经理、力帆实业（集团）有限公司副总裁。

截至 2015 年 9 月底，公司共有员工 9,862 人，其中高中及中专以下学历 6,264 人，占 63.52%；大专及本科学历 3,505 人，占 35.54%；硕士研究生及以上 93 人，占 0.94%。岗位分布中，生产人员占员工总数的 57.73%；销售人员占员工总数的 13.40%；技术人员占员工总数的 13.81%；财务人员占员工总数的 2.39%；其他人员占员工总数的 12.66%。

总体来看，公司员工中生产人员占比较大，符合公司所属行业特点。公司主要高管人员在行业和企业管理方面具有丰富从业经验，整体素质较高。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司严格按照国家《公司法》、《证券法》、我国证监会有关法律法规的要求、上海证券交易所的上市规则的要求积极完善公司法人治理结构，建立现代企业制度，规范公司运作。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构。股东大会是公司的最高权利机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。公司董事会由 16 名董事组成，其中董事长 1 名、副董事长 2 名以及独立董事 6 名。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会四个专门委员会，并制定了各委员会的议事规则，严格按照规定运作。公司设监事会，监事会由 6 人组成。监事会是公司的监督机构，监督董事和经理的行为，向股东会负责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理并接受董事会和监事会的监督。

总体看，公司认真履行对于上市公司的监管规定，股东大会、董事会、监事会能够独立运作，各项内部控制制度得到了有效执行，整体治理运行情况良好。

## 2. 管理体制

目前公司采取了事业部和职能部门结合的架构管理方式，根据自身发展及业务需求，内设了摩托车发动机事业部、摩托车事业部、乘用车事业部、通机事业部、气派事业部、海外事业部、技术研究院以及集团配套中心 8 个业务部门，并建立了集团办公室、人力资源部、资金部、审计中心、法律事务中心、战略研究部、投资证券部等 17 个职能部门。公司注重信息体系建设，建立了围绕研发—采购—生产—销售—内部管理的相关信息系统，注重内部业务管理信息的及时性和高效性。

采购管理方面，公司根据不同业务板块进行了相应的采购管理分工，并建立了从供应体系开发至后期采购评价的“事前—事中—事后”的全部信息管理。配套中心会根据每月的采购计划及时安排零配件的采购，并将采购计划下达到每周和每天。公司的原料配件保持高效及时，基本上 1~2 小时内送达。每年公司都会对现有原料供应商进行评审，根据其资信状况择优选择并签订采购合同。

生产管理方面，公司注重产品质量控制，设置了质量中心进行质量把关，对“研发—采购—生产—销售”等工作流程均设定了严密的产品检验程序，对所有出厂产品进行检验。在摩托车产品上，公司实行独有的高管验车制度，每年都要组织公司的高层领导亲自驾车对产品进行试骑试驾。安全生产上，公司严格落实各级安全生产责任制，对于新上岗员工进行严格的岗前安全培训。从实际情况看，公司近年来生产一直平稳运行，未出现重大安全生产事故。

销售管理方面，公司的销售按不同业务板块进行了分工，因出口业务在整体业务中的占比较大，所以公司将出口业务统一划归海外事业部门进行管理，以加强对海外市场的拓展。公司注重产品形象宣传，由专门的策划部进行产品品牌推广和分析；公司每个季度都要制定相应业务板块的销售计划，并在每月进行滚动调整，每月底公司都要对当月的销售状况进行总结；公司重视售后服务体系的建立，制定了相应的售后服务制度，在国内和国外均设立了售后服务网络；公司重视销售回款管理，通过销售回款率指标考核，不断加大应收账款回收力度，收入实现质量较高。

财务管理方面，公司实行总部统筹管理的模式，对子公司的财务资金收支实行统一收支管理，下属子公司没有信贷权限。公司实行严格的资金收支管理体制，每个季度都要对资金收支提前预算，保证现金流收支的稳定。每年财务部都要会同各事业部进行相关经营预算，并将预算指标分解至各月和各年进行考核。

从实际情况看，公司注重管理效率的提高，审计中心对公司职能部门的管理流程和经营效果进行监察。同时，每年公司都要对内部各个经营实体进行内审，最终的审计意见将反馈至公司经营管理层，有助于其更好地进行决策。

总体看，公司内部管理制度较为健全，管理机制较为灵活，实际运行效率良好，随着公司管理体制的逐步深化，管理水平将进一步提升。



## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要从事汽车、摩托车以及内燃机的研发、生产及销售，目前主要产品包括乘用车、乘用车发动机、摩托车、摩托车发动机、内燃机及终端产品（发电机组、水泵、草坪机等）。2012-2014年，公司实现主营业务收入分别为85.93亿元、99.97亿元和113.30亿元，三年复合增长率为14.83%，主要系公司积极拓展市场销售，乘用车及配件板块主营业务收入获得大幅增长所致。

从公司主营业务收入的构成来看，乘用车及配件和摩托车及配件为公司两大核心板块，是公司主要收入来源，2014年分别占比66.06%和30.54%，内燃机及配件收入规模相对较小。从板块变动态势来看，近三年，在摩托车市场行情走低的背景下，公司产品受到了电动摩托车产品的冲击，但受益于踏板车销量的逆势增长以及出口业务的持续扩张，公司摩托车及配件收入仍维持了稳中微升的态势，年均增速4.41%；公司乘用车销量保持持续增长态势，2014年实现营业收入74.85亿元，年均增速21.12%；内燃机存在小幅波动，但对整体经营情况影响有限。

毛利率变化方面，2012~2014年，公司主营业务综合毛利率分别为18.16%、18.70%、17.69%，其中收入比重最大的乘用车板块毛利水平最高，近三分别为19.83%、20.59%和18.91%；摩托车板块业务的毛利率也相对稳定，位于15.44%-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 4-1 公司近三年主营业务情况 单位：万元、%

项目	主营业务收入			主营业务成本			毛利率		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
乘用车及配件	510,390.48	629,668.71	748,484.26	409,194.66	500,026.57	606,975.59	19.83%	20.59%	18.91%
摩托车及配件	317,400.28	341,353.19	345,984.84	267,251.24	288,590.46	292,549.10	15.80%	15.46%	15.44%
内燃机及配件	30,575.32	27,773.39	29,835.70	26,286.49	23,685.87	25,350.72	14.03%	14.72%	15.03%
其他	917.05	900.02	8,687.52	516.40	410.95	7,689.55	43.69%	54.34%	11.49%
合计	859,283.14	999,695.31	1,132,992.32	703,248.79	812,713.85	932,564.96	18.16%	18.70%	17.69%

资料来源：公司年报

表 4-2 公司近三年主营业务收入、利润占比及增长率情况 单位：%

项目	收入占比			利润占比			增长率	
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	14年收入	14年利润
乘用车及配件	59.40	62.99	66.06	64.85	69.33	70.60	18.87	9.15
摩托车及配件	36.94	34.15	30.54	32.14	28.22	26.66	1.36	1.28
内燃机及配件	3.56	2.78	2.63	2.75	2.19	2.24	7.43	9.72
其他	0.11	0.09	0.77	0.26	0.26	0.50	865.26	104.05
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	13.33	7.19

资料来源：公司提供

总体来看，公司主营业务收入规模逐年增长，其中乘用车及配件业务是公司最主要的收入和利润来源，主营业务地位突出，但受到市场竞争及人工成本上涨等因素影响，公司毛利率略有下降趋势。



## 2. 采购供应

公司采取“以销定产、以产定购”的经营模式，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。

乘用车采购方面，发动机已基本实现自产，其它零配件来自国内采购。摩托车板块方面，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。从实际情况看，由于摩托车市场相对成熟，配件多为小批量和多批次，品种较多，公司主要保证供应稳定性，规模效应并不明显。在付款方式上，乘用车业务的配套款付款周期一般为2-3月；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。

从采购量来看，公司各类原配件采购量较为零散。乘用车方面，钢板和轮胎是采购量最大的两类产品。如下表所示，2012~2014年，随着国内钢材价格的持续下滑，钢板平均采购价均出现小幅度下降，14年同比下降3.17%；轮胎作为汽车配套的重要配件，2013年平均采购价小幅上涨，但2014年同比下降31.04%，主要系天然橡胶价格持续走低、轮胎经销商争相降价等多种原因导致。

表5 公司汽车主要零部件采购价格变化情况（单位：元/个）

零部件名称	2012年	2013年	2014年	13同比变化	14同比变化
传动轴总成(左\右)	175.96	179.04	154.92	1.75%	-13.47%
钢板	89.35	88.85	86.03	-0.56%	-3.17%
蓄电池	260.49	255.01	267.35	-2.10%	4.84%
电子控制单元 ECU	402.09	438.01	429.61	8.93%	-1.92%
轮胎	194.96	208.16	143.54	6.77%	-31.04%

资料来源：公司提供

摩托车方面，仪表总成、油箱、车架焊接总成和前、后轮毂组合采购占比最大。从采购价格看，2014年，车架焊接总成、油箱和前、后轮毂组合价格均出现下降情况，其中车架焊接总成、油箱和前轮毂组合同比下降13.15%、8.91%和7.29%，降低了摩托车零部件的采购成本。

表6 公司摩托车主要零部件采购价格变化情况（单位：元/个）

零部件名称	2012年	2013年	2014年	13同比变化率	14同比变化率
车架焊接总成	119.82	116.87	101.50	-2.46%	-13.15%
前轮毂组合	86.44	86.58	80.27	0.16%	-7.29%
后轮毂组合	90.36	90.31	85.62	-0.06%	-5.19%
仪表总成	48.77	45.36	48.00	-6.99%	5.82%
油箱	63.24	65.18	59.37	3.07%	-8.91%

资料来源：公司提供

内燃机业务方面，曲轴箱组合和反冲起动器是采购额占比较大的零部件。2011年内燃机主要产品原配件平均采购价格呈不同幅度的下降，其中汽缸头组合和反冲起动器的下降幅度最大，同比分别下降了6.97%和2.46%。

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）由于严格按照订单需求采购，采购频率较高，公司基本不做大量的原料储存，规避价格的大幅波动；（3）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。

总体来看，公司原料采购渠道稳定，区域产业集群优势为公司采购提供了一定便利。

### 3. 生产情况

公司采用以单定产的模式组织生产，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。2014 年公司乘用车产量同比小幅度上升，较上年增长 4.04%；摩托车整车及发动机产量同比小幅上升，较上年增长 3.66%和 12.55%；内燃机方面，2014 年产量同比增长 11.75%。

乘用车业务方面，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，也是未来几年推动公司快速发展的主要动力。公司陆续推出四款排量在 1.3-1.6L 区间的中小排量轿车，以及排量扩展至 1-1.8L 区间的微型客车和 MVP 车乐途以及小型 SUV 等产品，产品线逐步扩充，现已初步形成了较为完备的乘用车产品线。2012-2014 年，公司乘用车产量分别为 13.15 万辆、12.56 万辆、13.06 万辆，产量相对稳定。2014 年，公司乘用车产能利用率已达 100.48%。整体看，公司乘用车产品产量较稳，但相比于国内大型国有、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，品牌认知度相对较弱；近年来，中国自主品牌乘用车市场竞争愈加激烈，公司综合竞争力和抗市场波动能力均有待提高。

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。发动机也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。2012-2014 年，公司摩托车整车产量分别为 64.01 万台、66.67 万台和 69.11 万台；摩托车发动机产量分别为 161.76 万台、164.46 万台和 185.10 万台；摩托车整车及发动机产量稳步上升，主要系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，出口业务上升所致。2014 年，公司摩托车整车及发动机的产能利用率分别为 52.36%和 58.76%，产能利用率相对不足，主要受国际经济不振及国内“禁摩”政策等不利因素影响导致产能利用率较低。整体看，公司摩托车整车及发动机板块稳定性良好。

内燃机技术与摩托车发动机接近，依托在摩托车发动机领域的技术优势和覆盖海内外的摩托车营销网络，公司内燃机业务具备较好的发展基础。目前公司已形成年产 100 万台内燃机的生产能力。2012-2014 年公司内燃机产量有所波动，产能利用率分别为 41.81%、36.42%和 40.70%，2014 年生产了 406,994 台，同比上升 11.75%，主要原因一方面是受欧债危机等国际宏观经济环境影响使得出口订单减少，另一方面是由于国内内燃机市场竞争不规范现象时有发生，从而影响了公司产品的正常销售。

表 7 近年公司各产品产能及产量情况

年份	产品	产能(台/套)	产量(台/套)	产能利用率(%)
2012 年	乘用车	80,000	131,529	164.41
	摩托车整车	1,320,000	640,124	48.49
	摩托车发动机	3,150,000	1,617,568	51.35
	内燃机	1,000,000	418,142	41.81
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

资料来源：公司提供

总体来看，近年公司乘用车和内燃机业务板块产品产量规模略有波动，摩托车整车及发动机产量规模则保持了稳定增长，但受摩托车国内市场需求下行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，乘用车品牌的综合竞争力尚有待提高。

#### 4、销售情况

##### (1) 内销

公司在乘用车内销方面，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，实现了国内销售渠道和服务网络的快速布局。截至 2014 年底，公司已在全国 31 个省市自治区建立了 278 个一级经销网点、798 个二级经销网点、453 家售后服务中心。公司定价主要从两个方面进行：(1) 竞争导向 (2) 消费者感知。近年来公司适应市场拓展的要求，与上汽通用汽车金融有限责任公司和民生银行合作开发了“商贷通”和“个贷通”等汽车金融业务，大力拓展内销市场。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。

摩托车内销市场较为成熟，公司摩托车内销方面，设立了代理和直销两种方式，根据市场成熟度的不同，进行了区域分销，实现了最大化程度的销售网络覆盖。截至 2014 年底，公司已拥有 3,325 个经销商，建成 4,855 个经销网点，销售和服务范围覆盖全国绝大多数区县。整车定价方式上，公司分为工厂出厂价和当地定价两个层面，在出厂价的基础上给予代理商较程度的自主定价权，但该定价建立在不能低于最高限价的基础上。结算方式上，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；公司摩托车产品线丰富，价格从 1,000 元~1 万元不等。近几年，各款摩托车价格基本呈上涨趋势。

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。

表 8 近年公司各产品销量情况

年份	产品	销量(台)	产销率(%)
2012 年	乘用车	117,347	89.22
	摩托车整车	630,463	98.49
	摩托车发动机	975,784	99.30
	内燃机	403,549	96.51
2013 年	乘用车	114,108	90.88
	摩托车整车	671,753	100.76
	摩托车发动机	1,024,587	103.15
	内燃机	369,590	101.48
2014 年	乘用车	135,468	103.71
	摩托车整车	684,302	99.02
	摩托车发动机	1,260,603	105.07
	内燃机	394,178	96.85

资料来源：公司提供

##### (2) 海外出口

公司海外销售主要采取代理商模式，通过先在海外设立一级代理商、再由一级代理商发展二级代理商的形式进行销售及售后服务网络的拓展。目前力帆股份出口的产品主要定位于经济型轿车，由于存在出口退税的因素，公司海外出口产品的毛利率相比要高于国内同种类型产品。

乘用车方面，截至 2014 年底，公司乘用车出口已达 60 多个国家和地区，其中份额较高的出口国主要有俄罗斯、巴西、乌拉圭等；摩托车方面，自 1998 年取得自营进出口权以来，公司摩托车产品远销美洲、非洲、欧洲、亚洲等区域的 160 多个国家和地区，其中份额较高的出口国主要



有尼日利亚、阿根廷、土耳其等；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、法国和俄罗斯等。

截至 2014 年底，公司拥有乘用车海外代理网点 391 个，摩托车海外代理网点 500 多个；在终端利润较为丰厚的美国、墨西哥、俄罗斯和巴西等地区设有直销公司；在越南、土耳其、泰国等地区设有摩托车生产基地，在埃塞俄比亚、乌拉圭设有独资的汽车生产工厂，并在俄罗斯、中东等地设有合作方式的汽车 KD 工厂（公司提供品牌、技术和产品，海外合作伙伴提供资金和场地），初步搭建了国内领先的海外网络布局。

从海外销售收款方式看，目前公司出口业务使用最多的结算方式为电汇和信用证（一般在 180 天以下），两者合计占比约为 75%左右。公司出口业务实行了较为严格应收帐款政策，如用赊销方式与客户进行结算，该应收账款均到我国出口信用保险公司进行投保以保证收款。

公司海外销售面临的主要风险包括：（1）国际贸易限制措施风险，可能会面临贸易壁垒；（2）汇率风险；（3）地缘政治风险。通过在当地设立合资公司的形式，尽力实现本土化，进行当地市场风险的规避。针对汇率风险，目前主要通过进行人民币结算和当地代理商利益共担的方式给予规避。目前出口结算方式方面，公司有电汇、信用证（远期、近期）等方式。

表 9 公司主要产品国内外销售情况

产品类别	销售区域	2012 年		2013 年		2014 年	
		销售金额 (亿元)	占总销售收入 比 (%)	销售金额 (亿元)	占总销售收入 比 (%)	销售金额 (亿元)	占总销售收入 比 (%)
乘用车及 配件	国内	32.28	37.20	28.95	28.74	32.00	28.04
	国外	18.76	21.61	34.02	33.77	42.84	37.52
	合计	51.04	58.81	62.97	62.51	74.84	65.56
摩托车 整车及配 件	国内	9.37	10.79	9.00	8.93	9.37	8.21
	国外	12.83	14.78	15.14	15.03	13.63	11.94
	合计	22.20	25.57	24.14	23.96	23.00	20.15
摩托车 发动机及 配件	国内	7.18	8.28	7.80	7.75	8.08	7.08
	国外	2.36	2.72	2.19	2.18	3.51	3.07
	合计	9.54	11.00	9.99	9.93	11.59	10.15
内燃机及 配件	国内	0.78	0.90	0.68	0.67	0.60	0.53
	国外	2.28	2.63	2.10	2.08	2.38	2.08
	合计	3.06	3.52	2.78	2.75	2.98	2.61
其它		0.95	1.10	0.85	0.85	1.74	1.52
总计		86.79	100.00	100.73	100.00	114.17	100.00

资料来源：公司提供。

总体来看，公司建设了覆盖全国及部分海外地区的销售网络，乘用车方面近年逐步实现了国内外销售网络的快速布局。2014 年，乘用车内销与出口占总销售收入比分别为 28.04%和 37.52%，出口业务占比较重；摩托车方面，通过多年的业务积累，销售渠道稳定、畅通，2014 年，摩托车整车内销与出口占总销售收入比分别为 8.21%和 11.94%。整体看，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。

## 5. 经营效率

2014 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 5.78 次、4.37 次、0.59 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 2014 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 18.46%。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

步提高。

表 10 2014 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	广汽集团
存货周转率	8.52	15.76	12.30	5.40	7.66	4.40	8.07
应收账款周转率	380.49	31.38	8.31	5.43	92.92	6.17	21.47
总资产周转率	0.83	1.60	0.85	0.68	0.86	0.59	0.37

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。

## 6、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和汽车发动机项目, 预计投资总额 22.54 亿元。其中, 力帆汽车零部件出口基地项目投入运营后可增加乘用车零部件配套能力 15 万套/年; 汽车发动机项目投入运营后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, 截至 2015 年 9 月底, 公司已累计投入 19.80 亿元, 占投资规划的 87.82%, 项目投资已进入尾声; 预计未来仍需投入 2.74 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, 公司目前在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 11 重大项目投资进展 (单位: 万元)

项目	主要产品	设计产能	预计投资总额	截至 2015 年 9 月底已投入
办公楼及研发中心	—	—	47,723.00	45,750.99
力帆汽车零部件出口基地项目	乘用车零部件	15 万套	109,797.47	103,777.31
汽车发动机项目	汽车发动机	30 万台	67,903.00	48,437.50
合计			225,423.47	197,965.79

资料来源: 公司提供

## 7. 重要事项

### 非公开增发股票

2015 年 1 月, 经中国证券监督管理委员会《关于核准力帆实业(集团)股份有限公司非公开发行股票批复》(证监许可[2014]1384 号)核准, 公司非公开发行股票 242,857,142 股, 发行价格 7.00 元/股, 募集资金总额 17 亿元。其中 8.2 亿元用于汽车新品研发; 3.3 亿元用于力帆融资租赁(上海)有限公司增资; 0.5 亿元用于信息化建设; 5 亿元用于补充流动资金。非公开发行股票完成后, 公司资本实力进一步扩大, 对公司未来发展产生积极影响。

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 43,046.36 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。

#### 在俄罗斯投资设立汽车厂

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，其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，有助于公司在俄罗斯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。

#### 投资新能源电池板块

2015年7月，力帆股份发布公告，称其为满足力帆实业（集团）股份有限公司业务发展需要，从公司整体新能源汽车发展战略出发并经过认真调研论证，考虑在新能源汽车电池行业的发展布局，利用山东恒宇新能源有限公司在三元锂电方面的独特优势协助公司建立自主的新能源电池生产线，降低新能源汽车电池的外购成本，增强力帆新能源汽车的竞争优势，公司现金出资人民币10,000万元增资入股山东恒宇取得其20%股权。

### 8. 关联交易

公司的关联交易主要为向关联方购买商品、接受劳务、出售商品、提供劳务以及收取商标使用费等。2014年，公司向关联方购买商品、接受劳务总额为17,953.28万元，主要为购买摩托车发动机及配件、汽车发动机及配件以及电动摩托车；向关联方出售商品、提供劳务总额2,975.19万元，主要为出售电动汽车整车及配件。以上关联交易规模占比较小，且关联交易价格均为参照市场价格定价。

### 9. 经营关注

(1) 公司乘用车生产规模相对较小，虽然每年都增加研发投入，但是产品竞争力与合资品牌以及进口汽车相比尚存在一定差距，致使公司乘用车在国内产销量一直未能有所突破，业务增量主要依靠海外市场。

(2) 受大中城市“禁摩”的影响，国内摩托车市场在进一步萎缩，公司摩托车产品在部分城市存在受限制的风险，摩托车内销部分将受到影响。

(3) 公司摩托车、乘用车等产品出口亚洲、欧洲、非洲等海外区域，受海外区域政治、法律制度、文化风俗、外汇波动、管理体制的差异，国际竞争环境，管理经验缺乏等因素影响，公司面临海外业务经营风险。

(4) 受行业竞争与人力成本上涨等因素影响，公司乘用车与摩托车板块毛利率较低，对重庆银行的投资收益成为利润的主要构成。

### 10. 未来发展

传统业务方面，公司将进一步优化产品、技术结构，提升产品品质，发挥营销渠道优势，提升制造水平和规模；充分利用主机厂在产业链的中枢地位，积极促进金融业与产业链的结合发展，

提升经营管理及产品服务信息化水平，最终实现公司制造业升级和服务业的延伸发展。

金融服务方面，通过不断创新业务品种，力帆融资租赁公司将全面发展售后回租、直接租赁和转租赁，并重点为新能源、教育、医疗、工业设备等领域提供金融解决方案。汽车融资租赁将围绕力帆汽车产业提供金融服务，全面覆盖力帆汽车销售网络。积极利用力帆财务公司非银行金融机构的优势，开展汽车金融的买方信贷业务，为个人客户和单位客户消费者以及汽车销售商提供全面金融解决方案；利用公司多年的客户积累，充分挖掘、整理“大数据”资源，引导客户进行产品升级。并拓展信托融资通道，打通大型第三方理财机构融资渠道，通过各地金交所债权定向转让，对接 P2P 平台，开展小微项目和汽车租赁资产的转让。

2015 年公司发布力帆新能源战略规划 i.Blue1.0，该战略由“新蓝产品、深蓝能源和泛蓝生活”三个核心部分构成，全方位解析了力帆新能源产业的产品、运营、服务发展方向，力帆股份计划在 2020 年前将推出 20 款纯电和混合动力新产品，实现新能源整车累计销售 50 万台，完成构建集互联网+、智能汽车、能源互联网于一体的生态链和产业链。

总体看，公司未来在维持传统业务的同时，集中力量发展新能源汽车板块以及相关配套能源站，该战略规划符合政策导向，但需要的资金规模较大，联合评级对此将保持关注。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2012 年-2014 年度合并财务报表均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的审计报告，公司 2015 年 1~9 月财务报表未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定（“新会计准则”）的要求。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 2,084,154.36 万元，负债合计 1,538,296.61 万元，所有者权益（含少数股东权益）545,857.74 万元。2014 年公司实现营业收入 1,141,674.84 万元，净利润（含少数股东损益）37,742.23 万元。经营活动产生的现金流量净额-36,805.42 万元，现金及现金等价物净增加额-11,468.57 万元。

截至 2015 年三季末，公司合并资产总额 2,546,379.06 万元，负债合计 1,842,629.48 万元，所有者权益合计(含少数股东权益)703,749.58 万元；2015 年 1~9 月公司实现合并营业收入 780,488.60 万元，净利润（含少数股东权益）26,072.04 万元；经营活动产生的现金流量净额为 28,718.66 万元，现金及现金等价物净增加额为 46,256.51 万元。

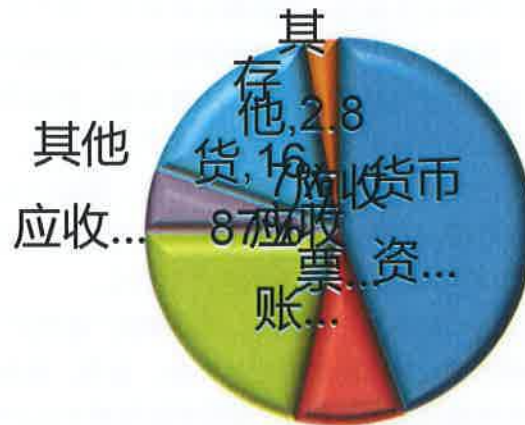
### 2. 资产质量

2012-2014 年，公司合并资产总额分别为 1,404,951.96 万元、1,757,848.60 万元和 2,084,154.36 万元，年均复合增长率为 21.80%，资产总额增长速度较快，主要是货币资金增加、应收账款增加以及扩大固定资产投资所致。截止 2014 年底，公司流动资产 1,106,207.52 万元（占比 53.08%），非流动资产 977,946.83（占比 46.92%），基本符合汽车制造业特点。

#### 流动资产

2012-2014 年，公司流动资产分别为 834,301.52 万元、928,182.73 万元和 1,106,207.52 万元，年均复合增长率为 15.15%，主要系货币资金、其他应收款和一年内到期的非流动资产快速上涨所致。截至 2014 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、应收票据、存货和其他应收款构成，具体见下图所示。

图 5 公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

受公司经营模式的影响，货币资金一直是公司流动资金中占比最高的一项，近三年分别为 42.35%、40.84%和 44.46%，近三年复合增长率为 17.98%。截至 2014 年底，公司货币资金为 49.18 亿元，较年初增长了 29.76%。公司货币资金中有票据保证金 11.49 亿元、保函保证金 5.19 亿元、信用证保证金 1.01 亿元、借款保证金 5.03 亿元、远期结售汇保证金 0.02 亿元、因涉及诉讼被冻结资金 0.03 亿元。

2012-2014 年，公司应收票据规模不大且相对稳定，分别占流动资金比例为 10.04%、11.71%和 9.12%。截至 2014 年底，公司应收票据为 10.09 亿元，较年初下降了 7.15%，其中银行承兑票据为 9.56 亿元，其他为 0.54 亿元，主要包括公司子公司力帆摩托车制造贸易有限公司、乌拉圭汽车公司 BESINY S.A 收到的远期支票、企业本票等。截至 2014 年末公司应收票据中有 3.08 亿元被用于质押。

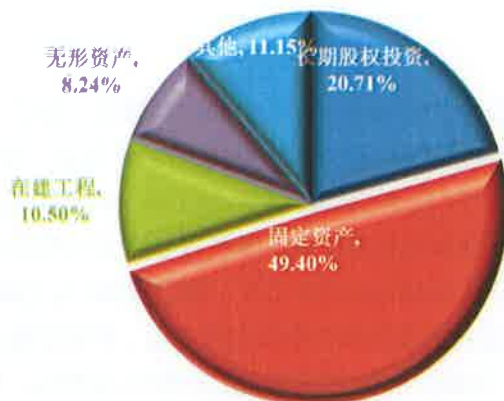
近三年，公司应收账款规模分别为 134,412.12 万元、133,944.12 万元和 236,269.65 万元，复合增长率为 32.58%，主要是由于 2014 年乘用车出口收入增加，出口收入的平均收账期较内销相对较长，加之公司对部分规模较大且信用良好的客户采取赊销的方式导致。公司应收账款中 99.48% 以账龄分析法计提坏账准备，其余均为单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款，截至 2014 年底公司应收账款坏账准备的余额为 16,469.94 万元。从账龄上来看，公司以账龄分析法计提坏账准备的应收账款中账龄在 1 年以内的占比 90.66%，1-2 年的占比为 7.30%，2 年以上的占比为 2.04%，账龄结构较为合理。截至 2014 年底，公司应收账款前 5 名合计占比为 31.15%，其中最大一家占比为 24.92%的客户已为其应收账款提供等值的远期支票质押，回收风险较小。

公司采取以销定产的模式，因此存货相对稳定，近三年公司存货复合增长率为-3.77%。截至 2014 年底，公司存货为 18.66 亿元，较年初下降了 21.96%，主要系公司产品销售情况较好，库存商品下降导致。截至 2014 年底，公司存货以原材料（占比 20.65%）、在产品（占比 6.00%）、库存商品（占比为 54.25%）和发出商品（占比 18.48%）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 1,872.24 万元。

#### 非流动资产

2012 年-2014 年，公司非流动资产分别为 570,650.43 万元、829,665.87 万元和 977,946.83 万元，增长率达到 30.91%，较总资产增长速度高出 9.11 个百分点。非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

图 6 公司非流动资产构成情况



资料来源：公司提供

近三年公司长期股权投资增长率为 156.15%，主要是由于 2013 年公司投资 6.5 亿元增持了重庆银行的股份，对重庆银行的持股比例由 6.41% 上升至 9.93%。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 20.26 亿元，较年初增长 14.05%，主要系对重庆银行的股权投资取得投资收益导致。公司长期股权投资仍以对重庆银行的投资为主，占比为 77.94%。

重庆银行成立于 1996 年，是中国西部和长江上游地区成立最早的地方性股份制商业银行，并于 2013 年 11 月 6 日重庆银行股份有限公司成功在港交所主板挂牌上市，股份代码 01963。截止 2014 年 12 月底，重庆银行总资产 27,453,114.50 万元，股东权益合计 1,590,302.30 万元，营业收入 657,224.80 万元，净利润 282,714.30 万元。

近年来公司固定资产规模持续保持较快增长，随着乘用车二期工程、三溪口办公楼及研发中心、模具开发项目、多功能汽车项目、力帆汽车零部件出口基地项目、模具开发项目、汽车发动机项目等部分工程竣工转入固定资产，2012-2014 年，公司固定资产复合增长率达到 37.04%。截至 2014 年底，公司固定资产总额为 48.31 亿元，较年初增长了 55.84%。公司固定资产中房屋及建筑物占比为 49.44%，机器设备占比为 49.13%，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 2014 年底，公司固定资产累计折旧 103,144.38 万元，成新率为 82.40%，成新率较高。

随着公司多个项目完工并转入固定资产，公司近三年在建工程复合增长率为-20.57%。截止 2014 年底，公司在建工程为 10.27 亿元，较年初下降了 47.89%。

近三年来，公司无形资产规模基本保持稳定，分别为 83,898.42 万元、82,820.39 万元和 80,580.80 万元，增长率为-2.00%。截止 2014 年底，公司无形资产为 8.06 亿元，较年初下降了 2.70%，主要系摊销导致。其中，土地使用权为 63,024.87 万元，占比 78.21%。

截止 2015 年 9 月末，公司资产总额为 2,546,379.06 万元，较年初增长 22.18%，主要由于公司在年初定向增发完成。其中流动资产 1,435,916.47 万元（占比 56.39%），非流动资产 1,110,462.59（占比 43.61%），资产结构较年初变化不大。截止 2015 年 9 月底，公司货币资金 709,237.98 万元，较年初增长 44.20%，主要系年初完成定向增发股票所致；应收票据 79,341.22 万元，较年初减少 21.40%；应收账款 296,936.16 万元，较年初增长 25.68%；存货 220,051.72 万元，较年初增长 17.95%；长期股权投资为 233,003.04 万元，较年初增加 15.03%。

总体看，近年来公司经营规模持续扩大，固定资产投入也随之增加，公司整体资产结构较为



稳定，流动资产占比较高，资产质量良好。

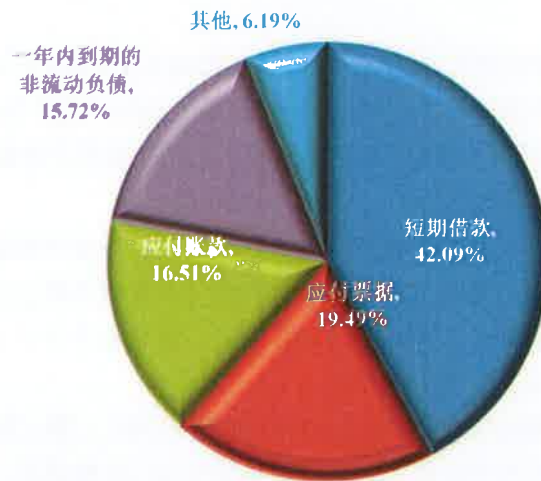
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

随着海外市场的扩张，公司负债规模也呈现出相应的增长，2012年-2014年负债合计复合增长率为31.12%。截至2014年底，公司负债合计1,538,296.61万元，其中流动负债1,364,682.90万元，占88.71%，非流动负债173,613.72万元，占比11.29%。流动负债已占绝对比例，且比例逐年上升，主要是公司在近两年不断新增短期借款以及使用票据支付货款导致的应付票据增加所致。

近三年，公司流动负债分别为661,855.20万元、876,896.09万元和1,364,682.90万元，增长率为43.59%，增长速度较快。公司流动负债主要以短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。截止2014年底，上述四项的占比分别为42.09%、19.49%、16.51%和15.72%。

图7 公司流动负债构成情况（单位：万元）



数据来源：公司提供

随着公司海外市场的扩张，出口收入持续增加，公司对营运资金需求增大，为满足资金周转需求，近年公司短期借款增量持续增加。截至2014年底，公司短期借款为57.44亿元，较年初增长了52.97%，系随着产销规模扩大，公司为了拓展市场，增加融资导致。公司短期借款中质押借款占比76.62%，信用借款占比为19.71%，其余为抵押贷款及保证借款。

在公司经营规模扩大的带动下，原材料采购规模也相应扩大，导致应为支付供应商货款而开具的银行汇票上升，近三年增长率为27.13%。此外，由于2014年票据成本较低，公司加大票据结算力度，减少现金支付。截至2014年底，公司应付账款为22.53亿元，较年初下降了11.85%；应付票据为26.59亿元，较年初大幅增长了124.24%。公司应付票据绝大多数为银行承兑汇票，只有34.78万元为商业承兑汇票。

2012-2014年，公司应付账款分别为195,569.52万元、255,632.56万元和225,334.12万元，从规模上来看基本保持平稳，主要为应付材料款和工程设备款。

随着“12力帆01”和部分长期借款临近到期转入，截至2014年底公司一年内到期的非流动负债为21.46亿元，较年初大幅增长了437.28%，故而公司应付债券相应有所减少。

2012-2014年，公司非流动负债分别为232,951.09万元、313,572.99万元和173,613.72万元，复合增长率为53.95%。非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2014年底，公司长期借款为9.76亿元，较年初下降了18.32%，主要系部分长期借款临近到期转入一年内到期的非流动



负债导致。公司长期借款中质押借款占比 54.29%，抵押借款占比为 45.71%。

2012-2014 年，公司的应付债券余额分别为 188,270.75 万元、188,743.12 万元和 69,575.37 万元，复合增长率为-39.21%。2014 年底，“12 力帆 01”临近到期转入一年内到期的非流动负债，69,575.37 万元应付债券全部为“12 力帆 02”。

2012-2014 年，公司全部债务规模分别为 617,110.75 万元、842,546.11 万元和 1,222,144.06 万元，年均复合增长率为 40.73%。截至 2014 年底，公司全部债务为 1,222,144.06 万元，较 2013 年底增加 45.05%，主要系短期借款和应付票据增加所致；其中，短期债务余额为 1,054,993.45 万元，占全部债务比重为 86.32%，长期债务余额为 167,150.62 万元，占全部债务比重为 13.68%。近三年，公司资产负债率基本保持稳定，分别为 63.69%、67.72%和 73.81%，呈上升趋势；公司全部债务资本化比率因全部债务的增加而逐年提高，分别为 54.74%、59.76%和 69.13%；长期债务资本化比率分别为 31.02%、35.20%和 23.44%。从负债指标看，公司负债压力持续增加，短期债务压力较重。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额 1,842,629.48 万元，较年初增长 19.78%。其中流动负债合计 1,723,208.81 万元，较年初增长 26.27%；非流动负债 119,420.68 万元，较年初减少 31.21%。公司全部负债 1,573,947.48 万元，较年初增长 28.79%；短期债务 1,460,210.78 万元，较年初增长 38.41%；长期债务 113,736.70 万元，较年初减少 31.96%。

总体看，随着公司海外市场的扩张，对资金的需求与日俱增，负债规模也逐年增长，但仍在合理范围内；流动负债规模较大，短期债务压力较大，债务结构有待优化。

#### 所有者权益

近三年，公司所有者权益分别为 510,145.67 万元、567,379.52 万元和 545,857.74 万元，基本保持稳定。截止 2014 年底，公司所有者权益合计为 545,857.74 万元，较年初下降 3.79%，主要是公司原子公司呼和浩特市力帆汽车部件有限公司少数股东持股 43%，今年对其减资后不再纳入合并范围，导致少数股东权益减少导致。其中归属于母公司所有者权益 540,806.61 万元，占所有者权益合计的 99.07%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 18.76%，资本公积占 62.66%，其他综合收益占-8.24%，盈余公积占 4.52%，未分配利润占 24.64%。公司资本公积以股本溢价（占比 98.08%）为主，权益结构稳定性一般。

随着定向增发股票完成，截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益上升至 703,749.58 万元，较年初增长了 28.93%。其中归属于母公司所有者权益 698,935.06 万元，占所有者权益 99.32%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 17.98%，资本公积占比 69.08%，未分配利润占比 19.10%，实收资本和以股本溢价为主要的资本公积占比提高。

总体看，公司所有者权益规模相对稳定，归属母公司权益比例较大，公司所有者权益结构稳定性较高。

#### 4. 盈利能力

2012-2014 年，公司营业收入分别为 867,873.94 万元、1,007,323.69 万元和 1,141,674.84 万元，年均复合增长率为 14.69%，主要系公司乘用车和摩托车在海外市场销量扩大所致；公司营业成本分别为 710,312.54 万元、816,036.36 万元和 937,279.84 万元，年均复合增长率为 14.87%，主要原因是 2014 年随着营业收入的扩大正常扩张所致；公司净利润分别为 30,554.12 万元、40,803.52 万元和 37,742.23 万元，年均复合增长率为 11.14%，其中归属母公司所有者的净利润分别为 32,142.13 万元、42,427.59 万元和 38,607.39 万元，年均复合增长率为 9.60%；公司营业利润率分别为 16.43%、17.52%和 16.44%，较为稳定。

从期间费用看,近三年公司期间费用分别为 116,583.01 万元、163,826.55 万元和 184,591.25 万元,年均复合增长率为 25.83%,销售费用、管理费用和财务费用金额年均复合增长率分别为 12.64%、21.13%和 91.00%,其中,财务管理费用增长幅度最大,主要系公司债务规模持续扩大,以及票据结算比例逐渐提高所致。2012-2014 年,公司销售费用占比分别为 49.22%、43.75%和 39.44%;管理费用占比分别为 40.98%、35.58%和 37.97%;财务费用占比分别为 9.80%、20.67%和 22.59%,除了财务费用增长较快之外,其他两项占比均有所下降。2012-2014 年,公司费用收入比分别为 13.43%、16.26%和 16.17%,费用控制能力有待提高。

公司投资收益近三年大幅增长,分别为 2,015.99 万元、17,312.65 万元和 35,332.45 万元,复合增长率为 318.46%,主要系按权益法核算的重庆银行股份有限公司投资收益增长所致。2014 年,投资收益已经成为公司利润的主要构成。

从整体盈利指标看,近三年公司的主营业务毛利率分别为 18.16%、18.70%和 17.69%,尚属稳定。公司净资产收益率和总资产报酬率均有所下降,2014 年分别为 6.78%和 4.02%。但与国内同行业其他主要上市公司比较,公司主要盈利指标均处于中等偏下水平(如下表所示)。近期内,随着公司加大新能源板块投入,在电动车全面达产之前,该指标可能会继续降低。

表 12 2014 年乘用车及部分摩托车行业上市公司盈利指标情况(单位:%)

证券简称	力帆股份	长安汽车	海马汽车	上汽集团	广汽集团	宗申动力	比亚迪
净资产收益率	6.94	34.05	3.00	18.94	9.29	12.01	1.84
总资产报酬率	3.22	12.32	2.11	10.75	5.53	10.47	2.54
销售毛利率	17.90	18.23	15.61	12.36	15.27	18.74	15.55
销售期间费用率	16.17	15.43	8.84	9.45	18.01	10.51	13.83

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。

2015 年 1-9 月,公司实现营业收入 780,488.60 万元,较上年同期增长 8.08%;实现营业利润 26,576.31 万元和净利润 26,072.04 万元,分别较上年同期减少 17.29%和 16.44%。

总体看,在海外市场的带动下,公司近年收入和利润均保持增长态势,盈利水平基本保持稳定,但是在行业内仍然处于中下水平。

## 5. 现金流

近三年,随着经营规模的扩大,公司销售商品提供劳务收到的现金也相应增加,分别为 591,043.17 万元、880,833.93 万元和 1,030,981.70 万元,年均复合增长率为 32.07%。但由于 1) 公司近年更多的采用海外子公司模式拓展海外市场,相应营运资金需求增加;2) 随着海外市场的销售规模逐渐增大,业务链条加长导致存货增加,购买商品、接受劳务支付的现金增加;3) 出口收入逐年递增,但由于海外业务应收账款平均账期较长,导致经营活动产生的现金流入滞后;4) 公司近年来启动的在建工程较多,内销实现的票据部分用于了支付工程款,进而使得经营活动收到的票据未能用于经营活动支出,导致经营活动现金流出较大。2012-2014 年,经营活动产生的现金流量净额分别为 -63,942.82 万元、-52,004.10 万元和 -36,805.42 万元。从收入实现质量来看,由于票据结算和应收账款额度较大,近三年公司的现金收入比分别为 68.10%、87.44%和 90.30%,现金收入实现质量逐步改善。

从投资活动来看,由于近三年部分在建工程的竣工,以及两江新区乘用车项目因政府规划原因停止建设,投资活动现金流出有所下降,分别为 107,372.79 万元、169,417.39 万元和 52,943.95

万元；此外，公司通过收到重庆银行股份分红、出售联营企业重庆市渝帆机械有限公司股权和处置远期结售汇及掉期合约等取得投资收益，使得投资活动产生的现金流入有所增加。2012-2014年，投资活动产生的现金流量净额分别为-101,246.53万元、-154,131.10万元和-17,320.37万元。

从筹资活动来看，近三年筹资活动现金净流入分别为230,646.29万元、253,291.77万元和59,982.53万元，复合增长率为-49.00%，主要系2014年公司支付的银行承兑汇票保证金、借款保证金及保函保证金金额约12亿元、支付融资性应付票据9.3亿元，同时偿还银行借款增加所致。

截止2015年9月底，公司经营现金流有明显好转，经营活动产生的现金流量净流入28,718.66万元；投资活动产生的现金流量净额-85,883.57万元；筹资活动产生的现金流量净额为131,469.04万元。

总体看，公司经营现金流入规模较大，收入实现质量明显改善，投资活动支出有所减缓，公司新产能扩张对外部融资仍存在一定的依赖性。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受短期借款增加、应收票据规模增长以及部分长期负债转为一年内到期的流动负债等因素影响，2012-2014年公司流动负债额度持续增长，流动比率分别为1.26倍、1.06倍和0.81倍；速动比率分别为0.96倍、0.79倍和0.67倍，表明公司可快速变现的能力呈下降趋势。从现金类资产对短期债务的覆盖程度看，2012-2014年，公司现金短期债务比同样呈下降态势，分别为1.13倍、0.91倍和0.56倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较强。截至2015年9月底，公司流动比率和速动比率分别为0.83倍和0.71倍，均比年初有所上升，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看，2012-2014年公司盈利能力有所下降，EBITDA分别为74,677.16万元、98,731.23万元和102,716.13万元；EBITDA利息倍数分别为4.24倍、3.63倍和2.63倍，呈现逐年下降的趋势，但对利息的保障倍数尚可；公司EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.12倍和0.08倍，主要系债务规模扩大所致，对全部债务的保障能力较低；公司资产负债率分别为63.69%、67.72%和73.81%，负债水平较高。

总体看，公司整体债务规模一般，但是短期债务压力较大，债务结构尚有待调整，公司实际的偿债能力较强。

截至2015年9月底，公司对外担保余额为1,998.00万元，全部为对浙江迅大塑模有限公司的担保，或有债务风险较小。

截至2015年9月底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

公司合并口径授信总额为164.93亿元。其中，公司已使用授信额度为124.17亿元，未使用的授信额度为40.76亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（编号：NO.G10500106001733301），截至2015年10月22日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

## 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2015年9月末，公司负债总额1,842,629.48万元，本次拟发行公司债规模不超过20.00亿元，相对于公司目前的负债规模，本次债券发行额度较小。本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还银行贷款和补充流动资金。

以 2015 年 9 月末的财务数据为基础,假设本期募集资金净额为 20.00 亿元,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,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 74.38%、71.60%和 30.83%,财务杠杆水平进一步提高,但考虑到募集资金到位后部分用于偿还公司短期债务,因此以 2015 年 9 月底数据计算的本次债券发行后资产负债率将有所降低,对公司负债水平的影响有限。

## 2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础,公司 2014 年的 EBITDA 为 102,716.13 万元,为本次公司债券发行额度(20.00 亿元)的 0.51 倍,EBITDA 对本期债券的覆盖程度较低。公司 2014 年经营活动现金流入量为 1,171,278.80 万元,为本期公司债券发行额度(20.00 亿元)的 5.86 倍,公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好。

综合以上分析,考虑到随着公司海外子公司的投入运营,新能源板块投入生产,都会对公司未来盈利能力起到支持作用。联合评级认为,公司对本次公司债券的偿还能力较强。

## 九、综合评价

力帆股份作为我国大型民营汽车、摩托车制造企业之一,近年来公司乘用车业务发展平稳,在国外市场的优势逐渐体现;摩托车产销规模大、市场占有率和品牌知名度高,在同行业中具有较强竞争优势。公司具有稳定的采购和销售渠道,经营发展态势良好。

公司资产规模较大,资产质量良好,债务负担适中,盈利水平稳定、整体偿债能力较强。但联合评级同时也关注到乘用车市场竞争激烈、摩托车市场低迷等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司电动汽车战略规划逐步落实,经营规模将进一步扩大,盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本次公司债券到期不能偿还的风险较低。





附件 2 力帆实业（集团）股份有限公司  
主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（万元）	1,404,951.96	1,757,848.60	2,084,154.36	2,546,379.06
所有者权益（万元）	510,145.67	567,379.52	545,857.74	703,749.58
短期债务（万元）	387,669.98	534,340.78	1,054,993.45	1,460,210.78
长期债务（万元）	229,440.77	308,205.33	167,150.62	113,736.70
全部债务（万元）	617,110.75	842,546.11	1,222,144.06	1,573,947.48
营业收入（万元）	867,873.94	1,007,323.69	1,141,674.84	780,488.60
净利润（万元）	30,554.12	40,803.52	37,742.23	26,072.04
EBITDA（万元）	74,677.16	98,731.23	102,716.13	--
经营性净现金流（万元）	-63,942.82	-52,004.10	-36,805.42	28,718.66
应收账款周转次数（次）	6.08	7.07	5.78	2.74
存货周转次数（次）	4.43	3.69	4.37	3.13
总资产周转次数（次）	0.70	0.64	0.59	0.34
现金收入比率（%）	68.10	87.44	90.30	90.13
总资本收益率（%）	4.77	5.35	4.65	3.12
总资产报酬率（%）	4.14	4.56	4.02	2.81
净资产收益率（%）	6.07	7.57	6.78	4.17
主营业务毛利率（%）	18.16	18.70	17.69	16.77
营业利润率（%）	16.43	17.52	16.44	16.77
费用收入比（%）	13.43	16.26	16.17	16.45
资产负债率（%）	63.69	67.72	73.81	72.36
全部债务资本化比率（%）	54.74	59.76	69.13	69.10
长期债务资本化比率（%）	31.02	35.20	23.44	13.91
EBITDA 利息倍数（倍）	4.24	3.63	2.63	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.12	0.08	--
流动比率（倍）	1.26	1.06	0.81	0.83
速动比率（倍）	0.96	0.79	0.67	0.71
现金短期债务比（倍）	1.13	0.91	0.56	0.54
经营现金流动负债比率（%）	-9.66	-5.93	-2.70	1.67
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.37	0.49	0.51	--

注：相关财务指标按照附件 3 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。  
由于 9 月份部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

### 附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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 力帆实业（集团）股份有限公司 2016 年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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年力帆实业（集团）股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

力帆实业（集团）股份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。力帆实业（集团）股份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力帆实业（集团）股份有限公司的相关状况，如发现力帆实业（集团）股份有限公司或本次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债券的信用等级。

如力帆实业（集团）股份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，直至力帆实业（集团）股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送力帆实业（集团）股份有限公司、监管部门等。

