

信用等级公告

联合[2018] 1047 号

联合资信评估有限公司通过对国机汽车股份有限公司主体及其相关“17 国机汽车 CP001”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持国机汽车股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“17 国机汽车 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。



国机汽车股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 国机汽车 CP001	10 亿元	2018/09/08	A-1	A-1

评级时间: 2018 年 6 月 14 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.91	60.79	50.08	37.87
资产总额(亿元)	288.15	222.05	259.10	249.72
所有者权益(亿元)	56.88	71.04	75.90	77.71
短期债务(亿元)	168.89	75.26	104.06	105.92
长期债务(亿元)	7.99	21.18	21.17	21.16
全部债务(亿元)	176.88	96.44	125.22	127.09
营业收入(亿元)	641.64	508.04	502.40	102.10
利润总额(亿元)	6.18	7.98	9.13	2.34
EBITDA(亿元)	17.98	14.04	15.20	--
经营性净现金流(亿元)	92.36	86.38	-66.88	-25.84
营业利润率(%)	5.75	5.89	5.78	7.27
净资产收益率(%)	6.68	7.72	8.63	--
资产负债率(%)	80.26	68.01	70.71	68.88
全部债务资本化比率(%)	75.67	57.58	62.26	62.06
流动比率(%)	110.90	134.61	127.63	130.52
经营现金流流动负债比(%)	41.86	67.93	-41.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	6.87	8.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	5.59	6.55	--

注: 2018 年 1~3 月财务数据未经审计; 其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

分析师

方晓 魏丰

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

评级观点

国机汽车股份有限公司(以下简称“国机汽车”或“公司”)是中国机械工业集团有限公司(以下简称“国机集团”)旗下一家大型汽车综合服务企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对国机汽车的评级反映了其在行业地位、股东支持和汽车贸易规模等方面具有显著优势。跟踪期内,公司保持以汽车贸易为主,汽车零售和汽车后市场为辅的汽车综合经营模式,积极拓展汽车租赁和汽车改装等高毛利率创新业务,全链条服务能力不断提升。同时,联合资信也关注到当前进口汽车批发及贸易服务市场竞争日趋激烈和购置税优惠政策退坡对公司产生的外部经营压力,以及存货及预付款项占用资金等不利因素可能给公司经营与信用状况带来的不利影响。

2018 年 4 月,国机集团拟将其下属中国汽车工业工程有限公司(以下简称“中汽工程”)100%股权注入公司。中汽工程主要从事汽车工程领域的勘察设计及工程承包业务。公司拟以发行股份购买资产的方式收购标的资产,并视情况募集配套资金。联合资信将持续关注上述事项的进展情况。

未来,随着汽车零售业务和汽车后市场业务的不断推进,公司盈利能力有望得到提升。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定,并维持“17 国机汽车 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司控股股东国机集团实力雄厚,对公司的支持力度较大。自公司重组上市以来,国机集团通过多次增发,不断注入资产;在融资方面,国机集团通过下属国机财务有限责任公司向国机汽车及下属子公司提供 40 亿元综合授信额度。
2. 公司作为业内唯一的多品牌进口汽车综合

贸易服务商，在行业地位、经营规模等方面保持显著优势。公司汽车零售业务合作厂商众多，市场竞争力强。

3. 公司对于汽车后市场等其他业务领域的前瞻性布局不断扩大，涵盖汽车流通的全生命周期，全链条服务体系已初步形成，公司全链条服务能力不断增强。
4. 公司持续推进业务创新，2017年，汽车租赁、汽车金融等高盈利水平业务的收入规模持续增长。
5. 跟踪期内，公司货币资金充裕，现金类资产对一年内到期的应付债券保障能力强。

关注

1. 近年来汽车市场增速放缓，中国汽车经销行业竞争加剧，公司收入规模有所下降。
2. 公司汽车贸易业务上游集中度高，且采销定价权弱。
3. 近几年，公司存货规模大，预付款项和存货占用大量运营资金；公司债务规模有所波动，以短期债务为主，整体债务负担重。
4. 2017年以来经营活动现金流量净额呈现为净流出。

声 明

一、本报告引用的资料主要由国机汽车股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

国机汽车股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于国机汽车股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

国机汽车股份有限公司（以下简称“国机汽车”或“公司”）原名中外建发展股份有限公司（以下简称“中外建发”），是1999年3月经国家经济贸易委员会国经贸企改[1999]171号和财政部财管字[1999]34号批准，由中国对外建设总公司作为主发起人以发起方式设立的股份有限公司。2001年1月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2001]9号文批复同意公司首次向社会公众发行人民币普通股3500万股，并于2001年3月在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600335.SH。2005年2月，经天津市工商行政管理局批准，公司名称由“中外建发”变更为“鼎盛天工工程机械股份有限公司”。2011年11月，经天津市工商行政管理局批准，公司更为现名。2013年3月，公司向中国机械工业集团有限公司（以下简称“国机集团”）发行股份购买其持有的中国汽车工业进出口有限公司（以下简称“中汽进出口”）100%股权，并向不超过10名特定投资者非公开发行新股募集本次发行股份购买资产的配套资金，用于补充流动资金。上述重组方案经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]452号文核准，2014年7月18日，公司向国机集团非公开发行的52385761股人民币普通股A股办理完成股份登记手续，公司注册资本增加至6.12亿元；2014年8月，公司向3名特定投资者定向发行14755322股人民币普通股A股办理完成股份登记手续，至此，国机集团

持有公司400313179股股份，占公司重组后总股本的63.83%。2016年8月29日公司经中国证券监督管理委员会核准非公开发行A股股票89018302股，公司股本增至1029736837股。至此，国机集团持有本公司6004698万股股份，占公司发行股票后总股本的58.31%。截至2018年3月底，公司总股本为102973.68万股，其中控股股东国机集团持有公司58.31%的股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

截至2018年3月底，公司设有总经理办公室、人力资源部（党委组织部）、资产财务部、投资市场部、审计法律部、信息管理部、经营管理部、董事会办公室、党委工作部、工会办公室、纪检监察室10个职能部门。

截至2018年3月底，公司下辖中国进口汽车贸易有限公司（以下简称“中进汽贸”）、中汽进出口、国机汽车发展有限公司（以下简称“国机发展”）、中进汽贸（天津）进口汽车贸易有限公司（以下简称“中进进口”）、中进汽贸服务有限公司（以下简称“中进租赁”）、宁波国机宁兴汽车投资有限公司（以下简称“国机宁兴”）、汇益融资租赁（天津）有限公司（以下简称“汇益融资”）7家二级子企业，纳入合并范围的全资及控股企业共78家。

截至2017年底，公司（合并）资产总额259.10亿元，所有者权益75.90亿元（含少数股东权益1.05亿元）；2017年，公司实现营业收入502.40亿元，利润总额9.13亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额249.72亿元，所有者权益77.71亿元（含少数股东权益0.62亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入102.10亿元，利润总额2.34亿元。

公司注册地址：天津市滨海高新区华苑产业区榕苑路2号2-1605；法定代表人：陈

有权。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如表 1 所示，募集资金均已按计划用途使用完毕，公司发行的“17 国机汽车 CP001”将到期一次性还本付息。

表1 截至本报告出具日公司存续债券情况
(单位: 亿元)

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 国机汽车 CP001	10.00	10.00	2017/9/8	2018/9/8

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值(GDP) 82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数(CPI) 有所回落，工业生产者出厂价格指数(PPI) 和工业生产者购进价格指数(PPIRM) 涨幅较大；制造业采购经理人指数(制造业 PMI) 和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI) 均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅(7.7%) 和收入同比增幅(7.4%) 均较 2016 年有所上升，财政赤字(3.1 万亿元) 较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方

政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%) 也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率(58.8%) 较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资(不含农户) 63.2 万亿元，同比增长 7.2%(实际增长 1.3%)，增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资(38.2 万亿元) 同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%) 呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%) 小幅下降；制造业投

资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保

护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济分析

1. 汽车行业概况

汽车制造行业具有产业集中度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，受城镇化以及国民消费升级等因素的拉动，中国汽车销量持续增长，但增速呈周期性波动。2017年，中国汽车产销规模已连续9年蝉联全球第一，产销量分别为2994.20万辆和2887.89万辆，同比分别增长3.20%和3.04%，增速较上年大幅回落，重新步入低速增长。

2017年，中国乘用车市场累计完成销量

2471.83 万辆，同比增长 1.40%，增速较上年同期回落 13.53 个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量 SUV 增速下滑。分车型看，轿车累计销售 1184.80 万辆，同比下降 2.48%；SUV 累计销售 1025.27 万辆，同比增长 13.33%，成为年内唯一增长的车型；MPV 和交叉型乘用车销售规模偏小，销量降幅接近 20%。分排量看，1~1.6 升排量汽车累计销售 1688.92 万辆，同比下降 1.40%；1.6~2 升排量销售 612.99 万辆，同比增长 11.47%，增幅同比推高（轿车以及二轮、四轮驱动 SUV 销量均稳中有升）；排量低于 1 升或超过 2 升的汽车规模小但销量波动较大。分国别看，中国品牌乘用车共销售 1084.67 万辆，同比增长 3.02%，占乘用车销售总量的 43.88%，占有率同比提升 0.69 个百分点；德、日、美、韩、法系乘

用车销量分别占乘用车销售总量的 19.62%、17.01%、12.30%、4.63% 和 1.84%，与上年相比，韩系和法系品牌销量均有明显下降（2016 年两者销量份额分别为 7.35% 和 2.64%），其他外国品牌均呈增长态势，日系品牌增长最明显。

2017 年，中国商用车市场销量达 416.06 万辆，同比增长 13.95%，增速较上年增加 8.15 个百分点。分车型看，货车累计销售 363.34 万辆，同比增长 16.91%，增速进一步推升，一方面是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等对轻型货车、新能源车的需求增长，另一方面由于国五油品标准、治超新规的执行以及产品配置升级，牵引车、重型货车销量持续攀升；客车累计销售 52.72 万辆，同比略有下降 2.98%，主要源于城市、长途用中型客车以及城市、旅游用轻型客车的销量削减。

表2 2016~2017年各细分市场的销量及同比变动情况（单位：万辆、%）

指标	乘用车					商用车		
	轿车	MPV	SUV	其他	合计	客车	货车	合计
2016 年	1214.99	249.65	904.70	68.35	2437.69	54.34	310.79	365.13
同比	3.67	18.50	45.44	-37.81	14.93	-8.73	8.82	5.80
2017 年	1184.80	207.07	1025.27	54.70	2471.83	52.72	363.34	416.06
同比	-2.48	-17.06	13.33	-19.97	1.40	-2.98	16.91	13.95

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆。

表3 2016~2017年中国乘用车（国内制造）分排量销量及同比（单位：万辆、%）

年份	排量≤1 升	同比	1 升<排量≤1.6 升	同比	1.6 升<排量≤2.0 升	同比	2.0 升<排量≤2.5 升	同比	2.5 升<排量	同比
2016	39.23	-0.77	1712.85	21.68	549.94	7.77	87.20	-24.21	11.85	2.60
2017	13.48	-65.64	1688.92	-1.40	612.99	11.47	70.04	-19.67	7.90	-33.28

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

新能源汽车方面，尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，2017 年累计销量达 77.70 万辆，同比增长 53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长 59.41% 和 27.55%），增速与上年持平。纯电动车和插电式混合动力车两个细分领域的体量存在明显差距，前者实现销量 65.20 万辆，后者实现销量 12.50 万辆；新能源客车累计销

售超过 8 万辆，同比出现下降，其中 1~5 月销量大幅下滑，6 月起市场呈现复苏。

进出口方面，2017 年，中国汽车整车进口结束 2015 年以来连续下降趋势，累计进口 124.68 万辆汽车整车，同比增长 15.77%，进口金额 510.30 亿美元，同比增长 13.54%；主要进口品种中，轿车和越野车进口量呈较快增长，小型客车增速略低。同年，汽车整车累计出口 106.38 万辆，同比增长 31.37%，出口金额 140.57 亿美元，同比增长 23.05%；主

要出口品种中，轿车出口增速同比大幅提升，载货车出口结束上年的下降态势，呈一定增长，客车出口增速同比有所减缓。目前，平行进口试点工作的推进一定程度上拓展了进口汽车产品的供给范围，丰富消费者购车选择的同时，也促进了进口汽车市场、尤其是中高端进口汽车市场的竞争，在此背景下，若中国对部分美国进口商品加征关税政策执行，进口整车的关税成本将难以全部转移至消费端，对进口品牌厂商、经销商的利润空间形成压力。

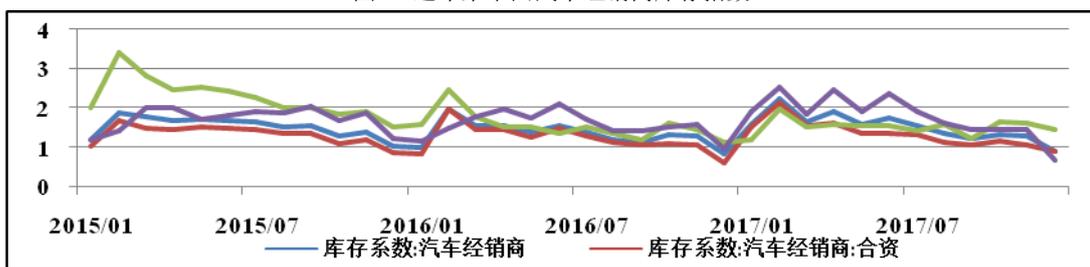
2018年一季度，中国汽车产销分别完成713.10万辆和718.27万辆，前者同比回落2.60%，后者同比增长2.79%。其中，乘用车完成销量610.00万辆，同比增长2.56%（上年同期增速为4.63%），商用车完成销量108.27万辆，同比增长4.06%（上年同期增速为22.85%），增速较上年同期进一步回落。

经销商库存方面，汽车经销商库存系数自2016年2月起震荡下行，相比往年处于较低水平，2017年以来出现明显增长，6月达到1.75的高点后逐步回落，至9月降至1.21（略高于上年同期的1.13），之后由于购置税优惠即将到期等可能利好需求的因素，经销商多于10月补充了库存，10~11月库存系

数有所回升，12月再度回落至0.90的低点（略高于上年同期的0.82）。2015~2017年，汽车经销商库存系数的年度平均值（按“月度库存系数之和/12”计算）分别为1.53、1.35和1.53，2016年位于低位，随着市场增速回落，2017年库存系数有所回升；从品牌角度分析，近三年，合资品牌库存系数在多数月份低于自主品牌库存系数，前者的年度均值分别为1.33、1.23和1.35，后者均值分别为1.74、1.57和1.80，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

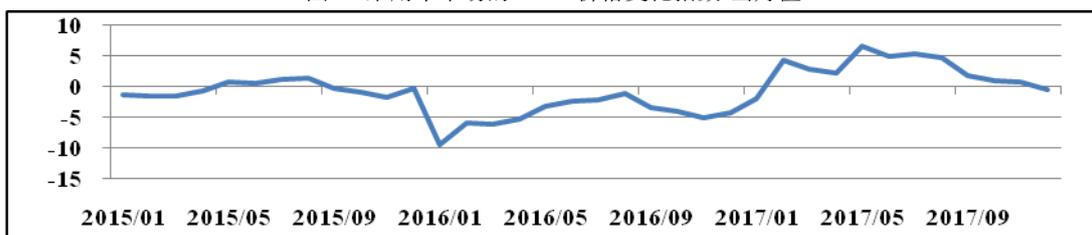
价格趋势方面，根据中国汽车流通协会（以下简称“流通协会”）提供的乘用车价格指数：2017年2~11月该指数始终为正（6~8月均超4.5），下半年逐月下降，至12月降至-0.55，价格波动态势趋缓。对车企来说，产品价格走势相比2016年（1~12月均为负）情况有较大好转。同时，流通协会提供了“汽车经销商观点比重”的汇总（详见表4）：2017年6~7月（1~5月未披露相关统计），参与统计的经销商中，超过58%认为终端成交价格环比下降，40%左右认为价格环比基本持平，极少数认为价格环比上涨；自8月起，持价格下滑观点的经销商比重回落，半数以上认为价格环比持平，价格波动态势趋缓。

图1 近年来中国汽车经销商库存指数



资料来源: Wind 资讯-中国汽车流通协会

图2 乘用车市场的GAIN.价格变化指数-当月值



资料来源: Wind 资讯-中国汽车流通协会

表4 2017年6月以来汽车经销商对终端成交价的观点比例(单位: %)

期间	终端成交价格:环比下降	终端成交价格:环比基本持平	终端成交价格:环比涨价
2017-06	58.30	41.20	0.50
2017-07	58.60	38.20	3.20
2017-08	38.60	53.60	7.90
2017-09	28.30	52.00	19.70
2017-10	21.00	54.50	24.50
2017-11	26.40	54.20	19.30
2017-12	24.70	59.80	15.50

资料来源: Wind 资讯-中国汽车流通协会

行业集中度方面, 汽车生产企业集中度高, 汽车销量排名前 10 名的企业集团销量合计为 2556 万辆, 同比增长 3.2%, 高于行业增速 0.2 个百分点, 占汽车销售总量的 88.5%; 汽车经销行业集中度相对较低, 2016 年(暂未公开披露 2017 年数据), 汽车经销商百强企业整车销量合计 783 万辆, 占汽车销量总量的 27.9%, 其中, 前十强销量合计 293 万辆, 占销量总量的 10.5%。近年来, 汽车经销企业一方面通过并购来弥补自身在品牌覆盖、地域布局等方面的不足, 在采购、售后、资源的配置上形成规模效应, 未来行业集中度有望进一步提升; 另一方面, 由于新车销售业务毛利率偏薄, 企业纷纷延伸产业链, 加大投入于汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等盈利能力较强的汽车后市场业务, 随着中国汽车保有量基数逐年增加, 汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

表5 2016~2017 年中国前十大汽车生产企业销量(单位: 万辆)

排名	2017 年		2016 年	
	公司	销量	公司	销量
1	上汽	691.64	上汽	647.16
2	东风	412.07	东风	427.67
3	一汽	334.60	一汽	310.57
4	长安	287.25	长安	306.34
5	北汽	251.20	北汽	284.67
6	广汽	200.10	广汽	164.92
7	吉利	130.52	长城	107.45
8	长城	107.02	吉利	79.92
9	华晨	74.57	华晨	77.44

10	奇瑞	67.27	奇瑞	69.85
----	----	-------	----	-------

资料来源: 中国汽车工业协会

表6 2016 年中国汽车经销商集团前十名企业(单位: 亿元、万辆)

排名	集团名称	营业收入	销量
1	广汇汽车服务股份公司	1354.22	91.50
2	中升集团控股有限公司	715.99	32.80
3	利星行汽车	661.77	15.75
4	庞大汽贸集团股份有限公司	660.09	52.18
5	上海永达控股(集团)有限公司	559.89	17.26
6	国机汽车股份有限公司	505.85	17.07
7	恒信汽车集团股份有限公司	442.84	24.12
8	大昌行集团有限公司	399.57	8.33
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	363.94	23.20
10	中国正通汽车服务控股有限公司	315.19	10.56

资料来源: 中国汽车流通协会

注: 上表中销量包含二手车销量

总体看, 2017 年以来, “购买 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半”政策的“退坡”(2015 年 10 月起实施, 2017 年 1 月起调整购置税率为 7.5%) 抑制了小排量车的快速增长, 乘用车增速大幅回落, 价格指数水平整体优于上年, 8 月后逐步回落; 而在国内房地产开发投资增速回升、大宗商品价格回升、物流需求持续的综合作用下, 货车市场强势回升, 但下半年销量增速已体现回落态势, 新能源汽车延续高速增长。汽车经销企业为提升盈利能力, 加大投入于汽车后市场。

2. 行业政策

2017 年的市场态势受政策影响较为显

著。一方面，2016年公布的油品标准升级、新版《GB1589-2016》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等政策促进了商用车市场产品结构的调整，2015年10月以来施行的小排量乘用车购置税优惠政策自2017年起“优惠退坡”，抑制了1.6升（含）以下车型的销售，乘用车市场增速大幅回落。另一方面，2017年内新出台多

项政策，主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域（如下表），前者对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，后者意图弱化品牌厂商对售后环节的垄断，降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离，该等政策的影响将延续至2018年。

表7 2017年内汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述	政策影响
<p>新能源汽车推广应用财政支持将逐步“退坡”</p> <p>2015年4月，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委发布《关于2016~2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，提出“2017~2018年在2016年基础上下降20%，2019~2020年在2016年基础上下降40%”。2016年末，四部委再度发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，提出设置中央和地方补贴上限，其中地方财政补贴（地方各级财政补贴总和）不得超过中央财政单车补贴额的50%。</p>	<p>2016年初，四部委发布《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》，工信部等分批开展核查并通报处罚结果。</p> <p>新能源核查的执行配合已经实施的补贴退坡，整肃行业内企业的规范经营和申报，最终使企业脱离政策补贴后仍能良好运营。但目前阶段，新能源市场的高速增长对产业推广政策存在依赖性，财政补贴有效缓解了企业的前期研发、制造成本压力，支撑企业利润增长，但考虑到产业链上各项配套和自有技术并不成熟，资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，新能源补贴的“退坡”可能会影响部分企业的销售和获利。</p>
<p>免征新能源汽车车辆购置税政策延续</p> <p>2017年12月26日，财政部、税务总局、工信部、科技部联合发布公告，自2018年1月1日至2020年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税；对免征车辆通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（以下简称“《目录》”）实施管理，2017年12月31日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。</p>	<p>该政策的出台，是对前序“免征新能源汽车车辆购置税”优惠政策（执行期为2014年9月1日至2017年12月31日）的延续。明确了未来3年仍将对新能源汽车免征车辆购置税，在新能源补贴“退坡”的大环境下，对主机厂和消费者均是形成重要利好。</p>
<p>乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理</p> <p>2017年9月27日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（以下简称“《办法》”），自2018年4月1日起施行。</p> <p>《办法》共八章、四十条，主要包括建立积分核算制度和积分管理平台、明确积分核算方法、有条件地放宽小规模企业的燃料消耗量达标要求、设立新能源汽车积分比例要求的门槛、实行积分并行管理以及完善监督管理制度等内容，并规定了企业若未能按照积分管理要求及时将负积分抵偿归零，可能面临的处罚。</p>	<p>《办法》是在近年出台的《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和新能源汽车推广应用等支持政策的基础上实行积分并行管理，促进了节能和新能源汽车产业协同发展。并且考虑到小规模企业短期内规模效益难以体现，降耗难度大，对小规模提升节能技术水平、拓展生存空间提供一定缓冲时间，新能源汽车正积分交易的自由度较高，在“补贴退坡”环境下，为新能源企业提供新“收益渠道”，并鼓励传统燃油汽车厂商进入新能源产业。</p> <p>若未按《办法》规定完成达标，乘用车企业在年度生产计划、新产品推出等方面均会受到限制。</p> <p>值得关注的是，《办法》未对积分转让的定价做出规定，也未对在积分交易中的潜在不合理行为作出处罚规定。</p>
<p>四部委就2016年度、2017年度乘用车企业平均燃料消耗量管理工作提出具体要求</p> <p>2017年11月2日，工信部、商务部、海关总署、质检总局发布《关于2016年度、2017年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），尽管《办法》于2018年4月1日开始实施，但针对2016~2017年度的企业平均燃料消耗量管理，《通知》仍提出了明确的抵偿要求。</p> <p>《通知》确定了乘用车企业2016年度、2017年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分的核算方法，并要求相关企业对2016年度、2017年度平均燃料消耗量负积分进行抵偿，同时提出“2013~2016年企业平均燃料消耗量正积分每向后结转一次，均需乘以80%的比例，结转有效期不超过3年；2016年的新能源汽车正积分可以等额结转1年”。</p>	<p>《通知》表示对2016年之前的燃料消耗量负积分不做考虑和处罚，但2013~2015年的燃料消耗量正积分可以向后结转，能够适度缓解企业的积分压力。</p> <p>《通知》对2016~2017年的负积分提出了抵偿要求，且2016年的新能源积分可以等额结转，市场可能会迎来首批新能源积分交易，届时应对于具体的执行案例、评价标准等予以关注，进而对后续的操作改进提供指导。</p> <p>值得关注的是，从公示的2016年乘用车企业平均燃料消耗量情况看，未达标企业既包括国内乘用车企业、也包括进口乘用车企业，国内汽车企业已纷纷布局新能源市场，而部分进口汽车企业由于豪华、超豪华品牌因自身大排量产品较多等原因存在达标难度或达标压力，未来可能通过调整产品结构、提升降耗投入、进行积分交易等方式来应对监管压力。</p>
<p>商务部颁布《汽车销售管理办法》</p> <p>《汽车销售管理办法》（商务部令2017年第1号文，以下简称“新《办法》”）于2017年4月正式颁布，自7月1日起实施；《汽车品牌销售管理实施办法》（以下简称“旧《办法》”）同时废止。新《办法》包括总则、销售行为规范、销售市场秩序、监督管理、法律责任、附则等6章共计37条，核心在于规范市场中参与各方的权责及约束。</p> <p>相对于旧《办法》，新《办法》在法规名称、适用范围、授权制度和期限、销售及售后服务、供应商对经</p>	<p>新《办法》在保障消费者权益的基础上，放宽市场准入，推动销售、售后分离，提倡资源共享，降低经销商的投资门槛和营运开支，促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”，鼓励尝试营销新模式，行业集中度和运行效率有望进一步提升。</p> <p>但同时也应关注到，非授权经销商的运营水平和服务质量仍有待提高，运作成熟的“以4S店为标志的品牌授权经营模式”可能仍是市场主要业态；经销商虽被松绑，但新制度下的多元化发展将引入更多竞争、加速优胜劣汰，初期也会出现抬升流</p>

	销商禁止实施行为等多方面做出了调整,并新增鼓励共享、节约型汽车销售的条款。	转成本、非合理竞争的短期行为,厂商和监管机构应在新《办法》的宏观框架下,对经销群体加强合同约定、举报和监督,进而达到“发展共享型、节约型、社会化的汽车销售和售后服务网络”的目标。
财政部发布《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》	2018年5月22日,财政部发布《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》(税委会公告2018年第3号文,以下简称“《公告》”)。《公告》提出,自2018年7月1日起,降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为25%的135个税号和税率为20%的4个税号的税率降至15%,将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。	本次降税后,进口汽车成本降低约8%,关税降低带来进口车价格下降,将利好进口车销售,同时也将对国内汽车市场价格造成一定冲击。另一方面,目前汽车零部件进口税率多为10%,降税政策实施后,大部分零部件进口成本有望降低3.6%,进口零部件关税的同步降低,有望缓解整车企业的成本压力。

数据来源:联合资信整理

3. 行业关注

汽车经销企业销售整体增速放缓、盈利能力出现下滑

受到增长基数高、国内宏观经济形势下行压力增大及商用车市场下降等因素影响,近年国内汽车销量增速有较大回落。受前期过量供给,企业去库存压力、产品价格优惠幅度较大,加之外部竞争的冲击等多种因素影响,汽车经销企业毛利率出现下滑趋势,股东投资回报率亦在下滑。

外部竞争冲击压力加大,汽车经销企业加速经营业务转型、调整

随着市场竞争主体的多元化,传统的整车销售等业务利润空间缩小,而汽车后市场业务的发展空间仍然较大,如二手车、金融保险等业务提升空间较大。汽车经销商能否顺利实现转型、发掘新的利润增长点、提升自身盈利能力,将直接影响企业的信用水平和核心竞争力。

4. 行业发展

整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在中国特别是在沿海地区已相对饱和,未来销售业务收入的下滑难以避免,在整车销售领域竞争日益激烈,同时加上土地价格上升、环保压力增大、“限购”、“限行”等抑制汽车消费的外部不利条件,由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势,而且从海外汽车流通发展经验看,汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领域转移。

汽车金融业务

中国经济结构转型和城镇化建设为未来汽车金融发展提供了基础,未来城镇居民、年轻人等将成为购车主力军,对汽车金融需求较大。

总体看,近年来整车销售行业竞争激烈,汽车后市场、汽车金融业务等领域成为业内企业转型的新方向。

六、基础素质分析

跟踪期内,公司在产权状况,企业规模,技术水平,人员素质等方面无重大变化。

七、管理分析

2018年5月8日,公司副总经理方竹先生由于工作原因辞去公司副总经理职务,辞职后不再担任公司任何职务。

跟踪期内,公司在管理体制及管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 2016年非公开发行并修改公司章程事项

经中国证券监督管理委员会核准,公司于2016年8月非公开发行8901.83万股股票,募集资金总额为10.70亿元(发行价格12.02元/股),扣除发行费用后的募集净额为10.55亿元,募集资金到位情况已经大华会计师事务所(特殊普通合伙)验证并由其出具《验资报告》(大华验字[2016]000835号),上述募集资金资金计划用于福特汽车进口配套系统建设项

目、汽车租赁项目、高性能汽车配件及服务互联网拓展项目、信息化建设项目和偿还银行贷款。发行完成后，国机集团仍为公司第一大股东，持股比例由发行前的 63.83% 小幅下降至 58.31%。非公开发行后，公司股份总数为 1029736837 股，注册资本人民币 10.30 亿元，根据公司 2015 年第四次临时股东大会的授权，董事会同意对《国机汽车股份有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）有关条款进行修订，并授权总经理办公室负责办理注册资本变更等相应事项的工商变更登记、备案手续。

表 8 非公开发行股票的发行对象及其获配股数

(单位: 万股)

发行对象	配售股数
西南证券股份有限公司	998.34
中国电子财务有限责任公司	1381.03
广发乾和投资有限公司	890.18
太平洋证券股份有限公司	1247.92
鹏华基金管理有限公司	1955.07
博时基金管理有限公司	915.14

表 9 截至 2017 年底非公开发行股票募集资金使用情况 (单位: 万元)

项目名称	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额	2017 年投入金额	截至 2017 年底募集资金投入金额
福特汽车进口配套系统建设项目	10000.00	--	--	--
汽车租赁项目	50000.00	50000.00	18539.19	47047.19
高性能汽车配件及服务互联网拓展项目	10000.00	--	--	--
信息化建设项目	5000.00	--	--	--
偿还银行贷款	32000.00	55550.38	23501.00	55501.00
合计	107000.00	105550.38	42040.19	102548.19

资料来源:《国机汽车股份有限公司 2017 年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》

上述项目中，汽车租赁项目为公司使用募集资金通过直接或间接方式对全资子公司中进租赁（原注册资本 2 亿元）进行增资，主要投资内容为采购约 1400 辆租赁车辆，用于扩大北京、天津、上海、成都及其他区域的汽车租赁业务规模。项目计划投入资金金额 5.00 亿元，预计内部收益率为 15.79%，静态投资回收期为 4.46 年。截至 2017 年 12 月底，实际累计投入募集资金 4.70 亿元，已于 2018 年 2 月全部投放完成。2017 年，中进租赁实现营业收入 4.35 亿元，利润总额为 0.69 亿元；2018 年 1~3 月，

国泰基金管理有限公司	1514.14
合计	8901.83

资料来源:《非公开发行股票发行情况报告书》

由于部分项目市场环境发生变化，按照原计划投入募集资金难以按期达到预期效益以及公司资产负债率较高，有优化资本结构、适当降低借款规模的需求，2017 年 7 月 20 日，公司第七届董事会第十六次会议审议通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》，终止募投项目“福特汽车进口配套系统建设项目”、“高性能汽车配件及服务互联网拓展项目”以及“信息化建设项目”的实施，变更募集资金投向的金额为 2.36 亿元（含利息收入及手续费支出），占前次募集资金总额的 22.32%，全部用于新增的偿还金融机构借款项目。该变更事项已于 2017 年 7 月 21 日发布公告。该议案于 2017 年 8 月 17 日召开的 2017 年第二次临时股东大会审议通过。

实现营业收入 1.17 亿元，利润总额为 0.14 亿元。

截至 2018 年 3 月 26 日，鉴于募集资金项目已按照规定实施完毕，公司已将结余募集资金 12385.09 元（包括累计收到的银行存款利息扣除银行手续费等的净额）转入公司自有资金账户用于永久补充流动资金。

2. 国机集团拟将其下属中国汽车工业工程有限公司注入公司的事项

根据公司于 2018 年 4 月 4 日公布的《国机汽车股份有限公司发行股份购买资产停牌公

告》，国机集团拟将其下属中国汽车工业工程有限公司（以下简称“中汽工程”）等资产注入公司。中汽工程主要从事汽车工程领域的勘察设计以及工程承包业务。本次重组标的资产为国机集团持有的中汽工程 100% 的股权。公司拟以发行股份购买资产的方式收购标的资产，并视情况可能募集配套资金。公司股票已于 2018 年 4 月 3 日起停牌。联合资信将持续关注上述事项的进展情况。

九、经营分析

1. 经营概况

公司作为国内大型的汽车综合服务企业，主要经营汽车批发及贸易服务、汽车零售和汽车后市场等其他相关业务。

受中国汽车行业结构调整深化、进口热销车型国产化以及受购置税优惠政策退坡的影响，公司 2017 年实现主营业务收入 498.99 亿元，同比下降 1.17%。从构成来看，2017 年，公司汽车批发及贸易服务板块实现营业收入 368.55 亿元，同比下降 2.42%，占主营业务收

入比重为 73.86%，同比减少 0.94 个百分点；汽车零售业务板块实现营业收入 104.79 亿元，同比下降 1.39%，占主营业务收入比重为 21.00%，同比变化不大；汽车后市场板块，实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 38.94%，占主营业务收入比重较小；公司其他业务包括汽车零售服务、汽车租赁、汽车改装、行业研究与咨询、融资租赁等业务，近三年收入规模持续增长，2017 年实现营业收入 21.44 亿元，同比增长 19.58%，占主营业务收入比重 4.30%，同比增加 0.75 个百分点。

毛利率方面，2017 年公司主营业务综合毛利率同比略有下降，为 5.41%。从构成来看，2017 年，由于进口车行业竞争加剧，公司汽车批发及贸易业务毛利率为 4.53%，较上年下降 0.55 个百分点；汽车零售业务毛利率 5.67%，较上年增加 0.08 个百分点；汽车后市场业务毛利率 21.67%，较上年增加 3.30 个百分点，主要系公司深度挖掘传统优势业务并积极探索创新业务所致；其他业务毛利率 16.12%，较上年上升 3.59 个百分点，主要系公司融资租赁等高毛利率业务占比增加所致。

表 10 近年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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
汽车批发及贸易服务	521.08	81.59	5.23	377.68	74.80	5.08	368.55	73.86	4.53	75.99	75.05	6.22
汽车零售	100.26	15.70	5.18	106.27	21.05	5.59	104.79	21.00	5.67	21.27	21.01	6.79
汽车后市场	3.10	0.49	25.63	3.03	0.60	18.37	4.21	0.84	21.67	1.17	1.16	9.66
其他	14.19	2.22	12.03	17.93	3.55	12.53	21.44	4.30	16.12	2.82	2.78	20.81
合计	638.63	100.00	5.47	504.91	100.00	5.53	498.99	100.00	5.41	101.25	100.00	6.79

资料来源：公司年报

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 101.25 亿元，同比下降 22.97%，主要受进口汽车市场景气度下行影响；综合毛利率 6.79%，同比增加 3.12 个百分点。从构成来看，汽车批发及贸易服务实现收入 75.99 亿元，毛利率为 6.22%，同比增加 3.77 个百分点，主要系公司持续优化核心能力体系，开展进口汽车贸易服务创新增值服务，使业务毛利率实现稳健增长；

汽车零售板块实现收入 21.27 亿元，毛利率为 6.79%；汽车后市场板块实现收入 1.17 亿元，毛利率 9.66%，毛利率下降主要系一季度为租赁业务淡季所致（成本主要为租赁公司拥有的全部车辆的折旧）；其他业务板块实现收入 2.82 亿元，毛利率为 20.81%，同比增加 6.73 个百分点，主要系公司其他业务板块中毛利率较高的汽车融资租赁业务稳步推进所致。

跟踪期内，近年来，公司主营业务收入占营业收入的比重均在 97% 以上，主营业务突出；受中国汽车行业结构调整深化、进口热销车型国产化以及受购置税优惠政策退坡的影响，收入规模持续下降，毛利率有所波动。

2. 汽车批发及贸易服务

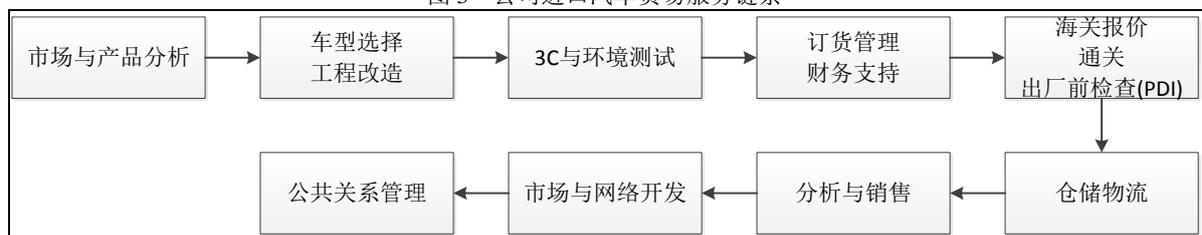
(1) 业务概况

汽车批发及贸易服务业务是公司的核心业务，汽车批发业务主要以进口汽车为主。公司在进口汽车贸易服务领域的起步，最早可追溯于 1993 年中美两国的“汽车平衡贸易”。公司累计进口、销售汽车超过百万辆，逐步培育出覆盖进口汽车贸易服务全链条的核心能力体系，先后与克莱斯勒、进口大众、通用、福特、捷豹路虎、雷诺、特斯拉等跨国汽车公司建立起了良好的合作关系；成为业内唯一的多品牌

进口汽车综合贸易服务商。截至 2017 年底，公司汽车批发及贸易服务板块经营实体中进汽贸资产规模为 134.17 亿元，净资产规模 45.00 亿元；2017 年实现营业收入 319.37 亿元，净利润 5.44 亿元。

2017 年，公司继续加强港口基础设施建设，硬件体系基础日趋完善。截至 2017 年底，公司港口仓储面积达 80 余万平米；室内整备车间 8 个，PDI 检测线 19 条，仓储、检测、整备全链条港口服务功能持续完备。同时，公司继续践行多港口发展战略，深入挖掘各港口区位优势，在发挥天津、上海两港有效协同基础上，成功开启克莱斯勒、进口大众等品牌在广州港的业务，通过复制已有的运作模式及管理经验，逐步在华南地区建立起完善的贸易服务综合平台，构建三港联动的业务格局。公司进口汽车服务链条如下图所示。

图 3 公司进口汽车贸易服务链条



资料来源：公司提供

公司作为国内领先的汽车进口贸易商，在政府资源、专业服务、多品牌运营经验、专业团队的定制化服务等领域具备很强的综合竞争力。

(2) 采购环节

从采购模式来看，年初公司与合作整车厂商签署框架协议，整车厂商根据自身的销售计划安排生产，公司根据整车厂商确定的年度销售计划和商务政策，与厂商确定年度采购计划，并按月按订单采购。下游经销商则分月执行整车厂商的销售计划从公司进行采购。公司负责车辆采购并销售给国内经销商，或者为其提供进口贸易服务等，进口车辆到港后由公司或报关公司完成报关，根据销售情况安排仓

储、物流发货，公司配备一定规模的存货，一般而言整车的采购及销售价格固定，公司采购及销售的自主性较弱。针对进口贸易业务，公司建立了相关风险控制体系及应对措施，包括通过完善合同审核、选择合理的结算方式、购买保险等方式应对汇率风险。

从车辆采购的结算方式来看，由于公司采购渠道不一，结算方式也有差异，但公司普遍采用预付款（一般预付 10%）的方式进行采购，付款账期一般为 90 天。在订单、装船、到港不同阶段，公司根据与厂商的约定支付不同比例的采购款，形式为现金和银行承兑汇票（其中 2017 年，公司车辆采购主要以现金结算为主）。车辆到港进行 PDI 检测等工作后，按约定收取

一定货款，到港车辆完成清关并达到销售状态后，公司向经销商（4S店）收取货款，方式全部为现金。此外，公司对不同品牌不同车型采取不同的采购方式，部分品牌采用电汇方式直接从国外厂商进口，多数品牌使用银行承兑汇票的结算方式从汽车厂商境内子公司采购。

从采购的集中度来看，2017年，公司向前五大供应商采购金额合计为402.06亿元；占采购总额比重为81.69%，前五大供应商集中度高，主要系近年来公司与主要供应商保持稳定的战略合作关系，业务合作规模有所提升所致。2018年1~3月，公司向前五大供应商采购金额合计为67.51亿元，占采购总额比重为71.70%。

表11 2015~2018年3月底前五十大供应商采购情况
(单位: 亿元、%)

年份	供应商名称	采购金额	占采购总额比
2015	供应商1	216.24	38.87
	供应商2	134.52	24.18
	供应商3	97.53	17.53
	供应商4	76.53	13.76
	供应商5	6.47	1.16
	合计	531.29	95.50
2016	供应商1	156.23	37.07
	供应商2	109.20	25.91
	供应商3	54.81	13.00
	供应商4	51.92	12.32
	供应商5	4.72	1.12
	合计	376.87	89.42
2017	供应商1	170.34	34.61
	供应商2	85.42	17.36
	供应商3	76.08	15.46
	供应商4	62.63	12.72
	供应商5	7.59	1.54
	合计	402.06	81.69
2018年1-3月	供应商1	34.92	37.08
	供应商2	15.53	16.50
	供应商3	14.59	15.50
	供应商4	1.43	1.51
	供应商5	1.04	1.11
	合计	67.51	71.70

资料来源：公司提供

注：公司前五大供应商采购金额及占比情况的统计口径对应全口径主营业务收入

总体看，公司汽车批发及贸易服务业务的车辆采购受汽车制造商影响较大，供应商集中度高，议价能力较低。

(3) 销售环节

从销售模式来看，公司主要通过市场活动、举办进口汽车高峰论坛、发布行业分析报告等方式开拓客户。当前合作客户均为大型的跨国汽车生产企业，公司收入主要来源于销售差价和贸易服务费，在采购计划范围内，公司根据订单采购后将车辆批售给全国范围内的经销商。2017年，公司与跨国汽车厂家捷豹路虎、克莱斯勒、进口大众、福特、特斯拉、林肯等多品牌顺利续签了服务合同。同时，与捷豹路虎签订了全球战略合作意向书，将为其提供“库存缓冲”与“平行进口”等服务，不仅丰富了现有业务链条，也为双方未来在更高、更广层面的合作奠定了基础。此外，公司还拓展了保时捷港口服务总包、克莱斯勒进口车包销、林肯港口独家服务、广汽菲克国产车物流服务项目，延续了与特斯拉物流服务、通用别克贸易服务项目。2017年，公司还实现了与阿斯顿马丁、英菲尼迪等中高端豪华品牌合作的突破。

从服务费收入来看，公司服务收入主要包含贸易服务、港口及物流服务，由子公司中进汽贸、中进进口负责运营，营销网络主要分布在上海、天津等地区。2017年，公司汽车服务收入为19.58亿元，同比增长4.16%；占主营业务收入的3.92%，占比同比略有增加。截至2018年3月底，公司在全国范围内拥有控股4S店共计46家，较2017年底无变化。

表12 公司汽车服务业务情况(单位: 亿元、个)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
汽车服务业收入	22.66	18.80	19.58	5.85
4S店数量	55	49	46	46

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2017年，公司销售前五大客户的销售金额合计为98.24亿元，同比

增长 20.26%；占销售总额比重为 19.55%，同比增加 3.40 个百分点，销售客户集中度一般。受进口车国产化的影响，2018 年 1~3 月，公司销售前五大客户的销售金额合计为 26.36 亿元，同比下降 6.00%，主要受汽车市场竞争加剧导致销量略有下降，前五大客户的销售金额占销售总额比重为 25.81%。

表 13 2015~2018 年 3 月底公司前五大客户销售情况
(单位: 亿元、%)

年份	客户名称	销售金额	占销售总额比
2015	客户 1	98.97	15.42
	客户 2	12.41	1.93
	客户 3	8.34	1.30
	客户 4	5.62	0.88
	客户 5	5.57	0.87
	合计	130.90	20.40
2016	客户 1	58.68	11.60
	客户 2	6.96	1.38
	客户 3	5.89	1.16
	客户 4	5.17	1.02
	客户 5	4.99	0.99
	合计	81.69	16.15
2017	客户 1	76.78	15.28
	客户 2	6.15	1.22
	客户 3	5.56	1.11
	客户 4	5.42	1.08
	客户 5	4.33	0.86
	合计	98.24	19.55
2018年1-3月	客户 1	15.78	15.46
	客户 2	2.64	2.58
	客户 3	5.47	5.36
	客户 4	1.45	1.42
	客户 5	1.01	0.99
	合计	26.36	25.81

资料来源：公司年报

注：公司前五大客户销售金额及占比情况的统计口径对应全口径主营业务收入

库存量方面，2015~2017 年，公司整车库存量分别为 42852 辆、22357 辆和 28911 辆；其中 2016 年库存量同比下降幅度较大，主要系公司加强库存管理、压缩库存规模所致；2017 年库存量同比有所增长，主要系福特探险者

2018 年 1~4 月厂家无生产计划，公司针对此事件调整存货结构，年底增加该型号库存储备所致。销售量方面，2015~2017 年，公司销售量分别为 194178 辆、170695 辆和 156222 辆，销售量持续下降。从销售均价来看，2017 年，公司进口汽车的销售均价为 36.40 万元/辆，同比增长 7.60%；2018 年 1~3 月，销售均价为 35.20 万元/辆，同比下降 3.30%。从汽车销售的结算方式来看，公司采用现款现货的结算方式。

总体看，公司作为国内领先的汽车贸易商，业务起步较早，全链条贸易服务能力较强，整体服务能力较好。跟踪期内，公司汽车业务销售量及销售收入呈下降的态势；同时，公司积极开拓业务且下游客户稳定，销售客户集中度不高。

3. 汽车零售业务

公司汽车零售服务业务起步于 2005 年，立足于推进品牌“投资人战略”，通过“批发+零售”模式，着眼于高端品牌的导入。近年来，公司充分发挥“批发+零售”模式优势，在天津、上海等地新建、收购 4S 店，并在北京成立一家高性能车体验中心，进一步深化了与跨国汽车厂商在零售业务领域的合作。公司持续推进 4S 店 EAS 系统建设，2017 年，EAS 系统数据录入率达到 100%，为集团化管控提供了支撑。公司通过建立数据分析评估与“现场诊断与跟踪改善”体系，实现零售业务指标的规范统一报送和全流程闭环管理，提升了 4S 店综合管理水平，积极推进 4S 店从“经销商”向“服务商”的转型。2017 年以来，全资子公司国机发展不断加快汽车零售业务整合，其所属子公司北京中汽雷日汽车有限公司在北京新取得东风启辰和广汽传祺零售品牌授权，特斯拉钣喷中心也已开始运营；截至 2017 年底，国机发展资产规模为 0.93 亿元，净资产为 0.40 亿元，2017 年实现营业收入 2.25 亿元，利润总额为 0.02 亿元。子公司北京中进锦旺汽车销售服务有限公司获得广汽三菱品牌授权；子公司天津中进沛显汽

车服务有限公司成立了 3 个直营店和唐山分店；全资子公司中进汽贸新获得 2 家菲克和广汽菲克零售品牌授权；全资子公司中进进口江铃福特店也正式开业运营。

2017 年，公司零售服务业务精细化管理持续改善，品牌协同和区域协同进一步加强，盈利能力稳步提升，汽车零售业务实现营业收入 104.79 亿元，同比下降 1.39%，毛利率为 5.67%，同比增加 0.08 个百分点。2018 年 1~3 月，公司汽车零售业务实现收入 21.27 亿元，同比下降 19.00%，主要系捷豹路虎品牌零售额下降所致，毛利率为 6.79%。

公司旗下 4S 店主要集中在京津唐、长三角、内蒙等具有增长红利的地区，初步形成了区域规模效应；公司代理汽车品牌近 18 个，其中豪华品牌、进口品牌、合资品牌包括：捷豹路虎、奥迪、雷克萨斯、英菲尼迪、进口大众、克莱斯勒、JEEP、道奇、进口三菱、广汽本田、东风本田等；2017 年，大众品牌 6 家店合计收入 12.50 亿元（较上年提高 0.37 亿元），克莱斯勒品牌 7 家店合计收入 24.69 亿元（较上年提高 4.36 亿元）；公司汽车零售前五大品牌包括克莱斯勒、捷豹路虎、大众、福特和丰田，销售占比 59.70%，收入贡献集中度高。

从汽车零售业务的采购模式来看，公司根据厂家确定的年度销售计划和商务政策，结合库存和销售订单确定采购计划，以及车型配置颜色等。公司直接与厂商签订框架合同（系统下订单），先付全款，厂家发货或按订单生产，一般 2~3 周到货。目前主要由公司旗下 4S 店完成销售，销售结算以现金结算为主，少量使用银行承兑汇票。

总体看，跟踪期内，公司汽车零售业务合作厂商众多，保持了较强的市场竞争力。

4. 汽车后市场业务

子公司中进租赁主要从事汽车租赁等汽车后市场业务，收入主要来自于汽车租赁业务等汽车周边服务产业。2017 年，公司汽车后市场

业务实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 38.94%，毛利率水平升至 21.67%；2018 年 1~3 月，该板块实现营业收入 1.17 亿元，毛利率为 9.66%。

公司汽车租赁业务始于 1997 年，经过 20 余年的稳步发展，业务规模正逐步扩大。公司加强与汽车厂商的合作，同时根据市场与政策导向，陆续推出“租购通”、“租售通”、“企租通”、“易租通”、“公务通”、“厂商通”等创新产品，业务规模得到快速提升；公司多次中标中央国家机关、中直机关、北京市行政单位车辆租赁定点采购项目，继华晨宝马之诺、特斯拉等高端电动汽车租赁推广基础上，公司再次成功与宝马中国开展宝马 i3 电动车租赁项目。国产新能源车领域，尝试与安徽江淮汽车集团股份有限公司共同推进新能源车租售业务；在互联网创新模式兴起的情况下，公司顺应市场发展趋势，与易到、Uber 等出行平台企业开展合作，截至 2017 年底，在南京、武汉、三亚、宁波等 19 个城市建立了分支机构；2017 年，公司在汽车租赁业务上重点加强对公务车细分市场的拓展；参与全国性投标工作已步入常态化；多方式拓展业务渠道，继续深化现有产品，加大房车、营地等创新业务开拓力度；与多家线上企业合作开展分时租赁、新能源车分时租赁业务；积极推进国机集团所属企业车辆牌照归集体工作；成立外埠事业中心，做实南昌、成都等网点的有效运营，为未来业务发展打下基础；积极试水共享经济，与“微租车”合作开展面向天津市场的首个新能源汽车分时租赁项目，“良好微租车”APP 已上线试运营。

公司汽车租赁业务已通过 ISO9001 质量体系认证，已成为汽车租赁服务行业世界前 500 名和国内前 10 名。当前主要租赁业务包括整车租赁、与制造商合作租赁、商务车队、以租代售；租赁车型包括奔驰、宝马、捷豹、路虎、奥迪、凯迪拉克、大众、克莱斯勒、通用、福特、丰田、本田、尼桑、现代等多种车型；主要客户包括中国移动、中国联通、中国银行、

大众（中国）等。2018年3月底，租赁业务车辆总数合并5633辆。

2017年，公司稳步推进非公开发行股票募投项目中对经营性租赁的增资工作，投入更多的运营资金，推进汽车租赁业务的发展。在经营中，坚持“差异化、高端化、网络化、品牌化”经营策略，开展传统优势业务的同时，坚持创新业务探索，尤其是新能源汽车分时租赁业务，陆续投放了江淮iEV4、iEV6E等新能源汽车用于分时租赁。同时，公司还做实了南昌、成都、天津、上海等网点的有效运营，为未来业务的发展打下基础。继续加强传统优势业务与外埠网点业务拓展能力，实现规模与利润稳步提升。2017年，公司累计投入分时租赁车辆近700台，其中新能源车约600台，实现新能源汽车销售近800台。截至2018年3月底，租赁业务车辆总数合并5633辆。目前公司租赁业务全部面向企业类客户，由客户向公司提出租赁订单，公司为其提供租赁服务，并按月收取租金，以现金结算为主。

5. 其他业务

公司其他业务主要包括子公司汇益融资的融资租赁业务和子公司中汽进出口的出口贸易业务等。2017年实现营业收入21.44亿元，同比增长19.58%，主要系子公司中汽进出口在古巴市场的出口贸易量增长所致；2017年，公司其他业务毛利率为16.12%。2018年1~3月实现营业收入2.82亿元，同比下降46.00%，主要系古巴市场业务收入下降所致；2018年1~3月，公司其他业务毛利率为20.81%，同比增加6.73个百分点，主要系公司其他业务板块中毛利率较高的汽车融资租赁业务稳步推进所致。

2017年，公司下属中汽进出口利用其出口贸易优势，积极拓展古巴市场，在控制风险的前提下，与中联重机股份有限公司、古巴冶金工业企业集团签订了《古巴工业设备及农业机械化发展项目合作框架协议》。公司根据古巴国内需求，新增了汽车整车、工程机械、钢板、

五金建材、洁具家具等一般贸易产品的出口，同时成功开展了芸豆、化肥等大宗商品的出口业务，公司对古巴出口产品品种、数量和销售额呈现稳步增长的趋势。一般出口业务方面，公司持续拓展市场，相继开发出墨西哥、厄瓜多尔、澳大利亚等新的目标市场。2017年，公司与广州汽车集团股份有限公司签署800台广汽传祺整车出口合同，实现了整车出口业务的战略性突破；同时借助出口配套业务优势，公司还成功开拓了博世在中国的产品供应渠道。2017年，中汽进出口实现营业收入38.82亿元，净利润0.51亿元。2018年1~3月，实现营业收入6.28亿元，净利润0.20亿元。

2015年，公司在天津东疆保税区成立了汇益融资，围绕“聚焦汽车主业，适度多元化”的定位，积极拓展融资租赁业务。目前汇益融资的业务主要有直接租赁、售后回租和保理三种业务模式，租赁期从1年到3年不等，租赁业务单个消费者最高融资额2.80亿元，保理业务单个消费者最高融资额5.00亿元。汇益融资的客户主要为央企、大型国企以及国机集团上下游企业，融资租赁及保理款回收风险可控。2017年乘用车融资租赁发生台为227台，生息资产规模为19.46亿元，无逾期发生。2017年，公司融资租赁业务实现收入1.41亿元，净利润0.29亿元，尚处于起步阶段，收入规模较小。

跟踪期内，公司对于汽车后市场等其他业务领域的前瞻性布局不断扩大，涵盖汽车流通的全生命周期，全链条服务体系已初步形成，公司全链条服务能力不断增强。

6. 经营效率

2017年，公司销售债权周转次数为21.57次，较2016年有所下降；存货周转次数和总资产周转次数分别为5.22次和2.09次，较2016年有所增长。总体看，公司经营效率较高。

7. 未来发展

未来三年，公司将在提升管理、执行落地

的基础上，加大对于市场的拓展以及对于商业模式和业务板块的创新，巩固核心业务优势，尽快完成结构优化和业务转型。

汽车进口贸易服务业务方面，公司将通过加强港口、物流、融资、信息化、市场研究等服务领域的体系建设，继续巩固核心优势。发挥规模效应和协同效应，在深化现有品牌合作关系基础上，继续扩大国产、合资品牌批售业务和直租业务规模，发展汽车平行进口业务，拓展与互联网、租赁、新能源汽车领域的业务合作，推进新品牌、新项目、新商业模式取得实效。

汽车零售服务业务方面，公司将持续加强管理体系建设，促进盈利能力不断提升，形成支撑公司汽车贸易服务及后市场等相关业务的基础平台；继续整合集团化管理体系，加强精细化管理，加大对关键岗位、关键流程的风险防控力度，加快“互联网+零售”等新业务模式的落地，积极配合新能源汽车建设营销网络；通过厂家授权和兼并收购等多种方式，实现规模扩展。

汽车后市场业务方面，汽车租赁业务发挥现有的管理能力和基础，加快业务布局，同时寻求合适平台拓展新的商业模式，继续资本市

场价值创造，推进与公司相关业务的协同和支持。融资租赁业务以“聚焦汽车主业，审慎适度多元化”的战略定位，完善业务管理、运营能力和风控体系建设，形成公司的新的利润支持单元。

创新型业务方面，公司新能源业务在准确把握国家新能源汽车发展趋势、做好现有汽车贸易、租赁服务基础上，继续巩固产品研发，顺利取得项目核准；启动市场营销的策划和品牌推广策略的制定与执行，为量产打好基础，力争在行业的细分市场中胜出。

总体看，跟踪期内，公司发展规划清晰可行，随着公司未来发展规划的落实，长期发展前景广阔。

十、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计并出具了标准无保留的审计结论。公司2018年1~3月财务数据未经审计。

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司合并范围虽有所变化，但对公司经营无重大影响，财务数据可比性较强（详见表14）。

表14 公司2017年以来合并范围变动情况

时间	类型	公司名称	变动原因
2017年	增加	天津中汽工业国际贸易有限公司	同一控制下合并
		中国汽车工业进出口贵州有限公司	同一控制下合并
		唐山众腾汽车销售有限公司	非同一控制下合并
	减少	哈尔滨中汽机电设备进出口有限公司	股权转让
		温州宁兴丰田汽车销售服务有限公司	注销
		宁波北仑宁兴丰田汽车销售服务有限公司	注销
		北京中进汽车贸易有限公司	注销
		成都中进锦旺汽车销售服务有限公司	注销
		廊坊市中汽雷日汽车销售有限公司	注销
2018年1-3月	增加	--	--
	减少	--	--

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司（合并）资产总额259.10亿元，所有者权益75.90亿元（含少数股东权益1.05亿元）；2017年，公司实现营业

收入502.40亿元，利润总额9.13亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额249.72亿元，所有者权益77.71亿元（含少

数股东权益 0.62 亿元)；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 102.10 亿元，利润总额 2.34 亿元。

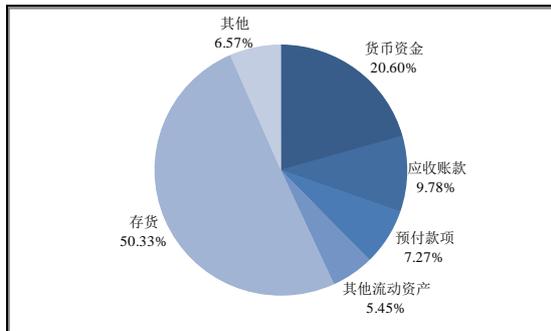
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 259.10 亿元，同比增长 16.69%，增长主要来自流动资产；从构成看，流动资产和非流动资产分别占 78.70% 和 21.30%，流动资产比重高。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 203.90 亿元，同比增长 18.77%；流动资产中，货币资金和存货规模较大。

图 4 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 42.01 亿元，同比下降 19.02%，主要系主要系公司提前备货导致采购规模扩大、偿还部分票据以及保理业务支出增长所致；从构成看，公司货币资金主要以银行存款为主（占 82.90%）；货币资金中使用受限部分为 6.98 亿元，主要为各类保证金；货币资金中存放在境外的款项合计 0.23 亿元，规模较小。

截至 2017 年底，公司应收票据为 8.07 亿元，同比下降 9.56%，主要系公司期末票据结算下降所致；公司应收票据全部为银行承兑票据。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 19.94 亿元，同比增长 106.63%，主要系期末应收融资租赁款大幅增长所致。考虑到公司融资租赁客户主要为央企、大型国企等

资信水平较好企业为主，租金回款风险可控。公司应收账款主要以按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款为主（占 89.56%），其中 1 年以内的应收账款占 92.57%（无计提坏账准备），1~2 年的占 7.14%（按 3% 计提坏账准备），2~3 年的占 0.08%（按 10% 计提坏账准备），3~4 年的占 0.01%（按 40% 计提坏账准备），5 年以上的占 0.20%（按 100% 计提坏账准备），整体账龄较短。截至 2017 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 0.58 亿元，计提比例为 2.81%；公司期末应收账款中，较 2016 年底新增应收融资租赁款 8.00 亿元，公司对应收融资租赁款未计提坏账准备；集中度方面，公司前五大欠款方归集的年末余额合计 13.39 亿元，占总额的 65.29%，集中度高。

表 15 截至 2017 年底公司应收账款前五名

(单位：亿元、%)

欠款单位	金额	占比
客户 1	5.00	24.37
客户 2	3.34	16.30
客户 3	3.00	14.62
客户 4	1.27	6.21
客户 5	0.78	3.79
合计	13.39	65.29

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货规模为 102.63 亿元，同比增长 30.97%，主要系福特探险者 2018 年 1~4 月厂家无生产计划，公司年底增加该型号库存储备所致。截至 2017 年底，公司存货以库存商品（按账面价值计，占 98.98%）为主，累计计提跌价准备 7.29 亿元，计提比例为 6.63%。

截至 2017 年底，公司预付款项为 14.82 亿元，同比增长 37.40%，主要系福特探险者年底备货，采购规模同比提高所致。。从账龄看，公司预付款项以 1 年以内的为主（占 96.90%）。

按预付对象归集的期末余额前五名占总额的 65.77%，其中第一大供应商占 26.47%，采购集中度较高。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 11.12 亿元，同比增长 52.32%，主要系待抵扣的增值税进项税增加所致。从构成看，2017 年底的其他流动资产主要为两部分，其一为 11.11 亿元的待抵扣增值税进项税，其二为 0.01 亿元的代缴税费。

非流动资产

截至 2017 年底，随着合并范围的增加，公司非流动资产稳定增长；非流动资产共计 55.20 亿元，构成以可供出售金融资产（占 26.13%）、长期应收款（占 21.15%）、固定资产（占 28.35%）和无形资产（占 12.23%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 14.42 亿元，同比增长 29.69%，主要系公司新增对天津力神电池股份有限公司（以下简称“天津力神”）的权益投资所致。从构成看，按公允价值计量的权益工具为 5.83 亿元（主要为华夏银行等股票），同比变化不大；按成本计量的权益工具为 8.58 亿元，同比大幅增长，主要为公司新增对天津力神的战略投资，其账面余额为 4.99 亿元，公司持有其股权的 3.50%；公司未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司长期应收款为 11.67 亿元，同比略有下降；从构成看，公司长期应收款全部为融资租赁款，其中未实现融资收益为 1.27 亿元；公司提坏账准备 0.02 亿元；考虑到公司融资租赁客户主要为央企、大型国企等资信水平较好企业为主，租金回款风险可控。

截至 2017 年底，公司固定资产为 15.65 亿元，同比增长 4.63%；公司固定资产账面原值 24.96 亿元，主要为房屋及建筑物（9.31 亿元）、运输工具（13.29 亿元）等，累计折旧 9.28 亿元，计提减值 0.02 亿元；公司通过经营租赁租出的固定资产主要为房屋及建筑物（0.50 亿元）和运输工具（7.15 亿元）；公司受限固定资产金额为 1.68 亿元，主要用于抵押。

截至 2017 年底，公司无形资产为 6.75 亿元，同比下降 5.69%，其中公司无形资产账面原值为 8.64 亿元，以土地使用权（5.25 亿元）和经营权（3.22 亿元）为主，累计摊销 1.89 亿元，未计提减值准备；公司将账面价值 2.31 亿元的无形资产用于抵押。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 249.72 亿元，较上年底下降 3.62%，下降主要来自货币资金和应收票据，公司流动资产比重为 77.67%，较 2017 年底略有下降。流动资产方面，公司货币资金为 33.09 亿元，较 2017 年底下降 21.22%，主要系采购和偿还经营性负债增加所致，其中受限资金数额为 5.03 亿元，主要为各类保证金；公司应收票据为 4.78 亿元，较 2017 年底下降 40.83%，主要系应收银行承兑汇票减少所致；预付款项为 18.15 亿元，同比增长 22.50%，主要系公司根据车辆采购计划预付车辆采购款增加所致。非流动资产方面较 2017 年底变化不大。

整体看，公司现金类资产较充裕，以经营进口汽车批发为主的业务性质，导致了流动资产比重高、存货规模大的特征，应收账款中融资租赁款快速增长，客户资信水平较好，坏账风险可控；应收账款、预付款项和存货均对营运资金的大量占用。跟踪期内，公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 75.90 亿元，同比增长 6.84%，增长主要来自未分配利润。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 74.84 亿元，少数股东权益 1.05 亿元；归属于母公司的所有者权益中，实收资本（占 13.76%）、资本公积（占 29.88%）和未分配利润（占 50.65%）所占比重较高。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 77.71 亿元，较 2017 年底增长 2.39%，主要系未分配利润的增长所致；权益规模和构成较上

年底变化不大。

整体看，公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 183.20 亿元，同比增长 21.31%，主要系流动负债增长所致。公司负债结构以流动负债为主（占 87.21%）。

截至 2017 年底，公司流动负债为 159.77 亿元，同比增长 25.27%，主要系公司短期借款增长所致；流动负债主要由短期借款（占 35.23%）、应付票据（占 18.62%）、应付账款（占 16.11%）、预收款项（占 10.24%）和其他流动负债（占 11.27%）等构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 56.29 亿元，同比大幅增长，主要系受年底备货影响，采购规模同比提高，融资需求扩大所致；构成方面，公司短期借款主要包括质押借款 2.19 亿元（质押物为存货中的车辆合格证）、抵押借款 0.10 亿元（抵押物为土地使用权）、保证借款 0.70 亿元（保证人分别为中汽进出口和宁波国机宁兴汽车投资有限公司）和信用借款 53.30 亿元构成。

截至 2017 年底，公司应付票据为 29.75 亿元，同比下降 55.34%，主要系公司 2016 年采购使用的大量银行承兑汇票陆续到期偿还且 2017 年以票据支付的车辆采购款减少所致，构成方面全部为银行承兑汇票。同期，公司应付账款为 25.74 亿元，同比增长 52.77%，主要为账龄在 1 年以内的款项（占 99.32%）。

截至 2017 年底，公司预收款项为 16.36 亿元，同比下降 27.49%，主要系中汽进出口当年结算业务较多，同时平行进口业务放缓所致；构成方面，主要由 1 年以内（含 1 年）的预收账款构成（占 95.40%）。

截至 2017 年底，公司新增其他流动负债 18.00 亿元，主要系公司于 2017 年 7 月发行额度为 8.00 亿元的超短期融资券“17 国汽 SCP001”（期限为 9 个月）和公司于 2017 年 9

月发行额度为 10.00 亿元的短期融资券“17 国机汽车 CP001”（期限为 1 年）所致。截至报告出具日，上述债券中“17 国汽 SCP001”已于 2018 年 4 月 24 日到期，公司已按照兑付通知书按时完成兑付。

公司非流动负债规模相对较小，截至 2017 年底为 23.44 亿元，同比变化不大。公司非流动负债主要以应付债券为主（占 85.16%），截至 2017 年底为 19.96 亿元，主要包括公司于 2016 年 1 月发行的 10 亿元公司债券“16 国汽 01”（期限为 3+2 年）和公司于 2016 年 7 月发行的 10 亿元公司债券“16 国汽 02”（期限为 3+2 年）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 172.01 亿元，较 2017 年底下降 6.11%，下降主要来自应付票据、应付账款和预收款项。流动负债方面，公司短期借款为 77.67 亿元，较 2017 年底增长 37.97%，增长主要为信用借款；应付票据为 10.23 亿元，较 2017 年底下降 65.61%，主要系公司应付银行承兑汇票减少所致；应付账款为 18.20 亿元，较 2017 年底下降 29.30%，主要系公司在年末时点因采购形成的应付账款减少所致；预收款项为 10.57 亿元，较 2017 年底下降 35.38%，主要系公司预收货款减少所致。负债结构方面，公司流动负债比重为 86.39%，较 2017 年底减少 0.82 个百分点。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务波动下降，截至 2017 年底，为 125.22 亿元（其中外币债务合计 2.75 亿元，同比增长 131.09%，增长主要为美元短期借款），较 2016 年底增长 29.85%，其中短期债务和长期债务分别占 83.10%和 16.90%，短期债务比重有所增加，公司债务以短期债务为主。债务指标方面，受公司发行 10.00 亿元短期融资券“17 国机汽车 CP001”和 8.00 亿元超短期融资券“17 国汽 SCP001”以及短期借款增长影响，截至 2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.71%和 62.26%，较 2016 年底分别增加 2.70 个百分点和 4.68 个百分点；公司长期债

务资本化比率同比略有下降，截至 2017 年底为 21.81%，较 2016 年底减少 1.15 个百分点。截至 2018 年 3 月底，受短期借款增长影响，公司全部债务较 2017 年底略有增长，为 127.09 亿元（其中外币债务占比极小），较 2017 年底增长 1.49%；从债务结构看，公司短期债务比重为 83.35%，较 2017 年底变化不大；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.88% 和 62.06%，分别较 2017 年底下降 1.83 个百分点和 0.20 个百分点，公司长期债务资本化比率为 21.41%，较 2017 年底减少 0.40 个百分点。

整体看，跟踪期内，公司债务规模有所回升，债务结构仍待改善，整体债务负担可控。

3. 盈利能力

2017 年，受购置税优惠政策退坡以及进口汽车市场竞争加剧影响，公司实现营业收入 502.40 亿元，同比下降 1.11%；同期的营业成本同趋势变动，为 472.54 亿元，同比下降 1.05%；营业利润率为 5.78%，同比下降 0.11 个百分点。

2017 年，公司共计发生期间费用 14.83 亿元，同比增长 4.72%，占营业收入的 2.95%，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占 43.40%、41.39% 和 15.20%；其中销售费用为 6.44 亿元，同比增长 7.81%，主要包含职工薪酬和物流服务费；管理费用为 6.14 亿元，同比变化不大，主要包含职工薪酬、折旧摊销费和租赁及物业水电管理费；财务费用为 2.25 亿元，同比增长 9.06%，主要系出口业务受汇率影响导致汇兑损失增加所致。

2017 年，公司计提资产减值损失 6.43 亿元，同比下降 23.50%，主要为存货跌价损失 6.04 亿元和坏账损失 0.40 亿元；其中存货跌价损失同比下降 23.35%，主要系部分存货跌价准备转回和转销所致。

2017 年，公司实现投资收益 0.56 亿元，同比增长 29.68%，其中权益法核算的长期股权投资收益-0.21 亿元，处置长期股权投资产生的投

资收益 0.60 亿元，可供出售金融资产等取得的投资收益 0.18 亿元。

2017 年，公司营业外收入和营业外支出分别为 0.08 亿元和 0.04 亿元，分别同比下降 73.03% 和 10.59%，主要系公司编制 2017 年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失和非货币性资产交换利得和损失变更为列报于“资产处置收益”。该项会计政策变更采用追溯调整法，调减 2016 年度营业外收入 0.40 亿元，调减营业外支出 0.45 亿元，调减资产处置收益 0.05 亿元。2017 年公司实现资产处置收益 0.57 亿元，其中非流动资产处置利得 0.60 亿元，非货币性资产交换损失 0.03 亿元；其他收益 0.18 亿元，主要以与收益相关，且用于补偿公司已发生的相关成本费用或损失的政府补助为主。

2017 年，公司利润总额为 9.13 亿元，同比增长 14.41%，主要系公司存货跌价损失计提减少所致；盈利指标方面，公司总资本收益率为 4.41%，同比减少 0.37 个百分点；净资产收益率为 8.63%，同比增加 0.91 个百分点，整体盈利能力尚可。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 102.10 亿元，较上年同期下降 22.78%；同期的营业利润率为 7.27%，较上年同期增加 3.17 个百分点；财务费用为 1.24 亿元，同比大幅增长，主要系公司债务规模增加导致利息支出增加所致；资产减值损失为 0.69 亿元，同比大幅增长，主要系计提的存货跌价准备增加所致；同比新增资产处置收益 0.16 亿元，主要为非流动资产处置利得；投资收益为-0.03 亿元，同比亏损有所增长，主要系按权益法核算的参股企业亏损有所增加所致；公司利润总额为 2.34 亿元，较上年同期增长 7.98%。

综上所述，跟踪期内，中国进口汽车市场整体增速放缓，受外部环境以及人民币汇率波动影响，公司收入规模有所下滑，计提资产减

值损失下降，利润水平有所提升。整体看，公司盈利能力尚可。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017年，受主营业务下滑影响，公司经营活动现金流入量为598.52亿元，同比下降6.13%，主要以销售商品、提供劳务收到现金为主；2017年，公司销售商品、提供劳务收到现金556.42亿元，同比下降7.69%，收到其他与经营活动相关现金40.97亿元，同比增长23.87%，主要以收到的融资租赁款13.27亿元（同比增长1.84%）、代收代付款收到的现金11.31亿元（同比增长104.54%）和保证金收回9.80亿元（同比增长140.00%）为主。2017年，公司经营活动现金流出量为665.41亿元，同比增长20.76%，其中支付的其他与经营活动有关的现金为57.30亿元，同比增长13.83%，主要为支付的融资租赁款20.39亿元（同比下降16.41%）、代收代付款支付的现金11.40亿元（同比增长27.54%）和保证金存出12.71亿元（同比增长137.29%）为主。随着存货的增长、融资租赁业务扩张展以及偿还经营性负债支出的增加，2017年，公司经营活动现金流净额为-66.88亿元，由2016年净流入转为净流出，现金收入比为110.75%，公司收入实现质量好。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入为4.18亿元，同比增长56.86%，但整体规模不大；其中处置子公司的现金净额为0.29亿元，为转让哈尔滨中汽机电设备进出口有限公司所致；处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额3.22亿元，同比增长67.36%，主要为汽车后市场业务板块处置二手车收回的款项。公司投资活动现金流出为10.99亿元，同比增长77.04%，主要以构建固定资产、无形资产等支付的现金4.92亿元和投资支付的现金5.91亿元为主；公司2017年新增支付的取得子公司的现金净额0.16亿元，主要系2017年公司全资子公司中进汽贸受让唐山众腾汽车销售服务有限公司（以下简称“唐山众腾”）100%

股权（受让价格0.31亿元）所致。2017年，公司投资活动现金流量净额为-6.81亿元，资金支出缺口同比有所扩大（2016年为-3.54亿元）。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入为103.56亿元，同比下降13.52%，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为41.66亿元，同比下降77.83%，主要为偿还债务支付的现金。2017年，公司筹资活动现金流量净额为61.91亿元，由2016年的净流出转为净流入。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入112.46亿元，同比下降24.47%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（为109.82亿元，同比下降24.83%）；经营活动现金流出138.30亿元，同比下降15.42%，主要为购买商品、接收劳务支付的现金（为124.64亿元，同比下降24.47%），公司现金收入比107.56%，维持良好水平；经营活动现金流净额为-25.84亿元，净流出规模同比有所增长，主要系公司进一步偿还经营性负债所致。公司投资活动产生的现金流量净额为-0.51亿元，资金支出同比有所收缩；其中投资活动现金流入量为0.52亿元，同比增长41.52%，主要以公司处置固定资产收回的现金净额（为0.51亿元）为主；投资活动现金流出量为1.03亿元，同比下降3.56%，全部为构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。随着公司债务规模的增长，公司筹资活动产生的现金流量净额为19.40亿元，同比大幅增长；其中筹资活动现金流入量为58.61亿元，同比大幅增长，主要以取得借款收到的现金（为58.51亿元）为主；筹资活动现金流出量为39.22亿元，主要以偿还债务支付的现金（为37.74亿元）为主。

综上所述，公司经营活动现金流规模较大，经营活动现金流出量有所增长；随着存货的增长、融资租赁业务扩张展以及偿还经营性负债支出的增加，2017年经营活动现金流量净额由正转负，不能覆盖投资活动产生的资金需求，公司筹资需求大。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 127.63% 和 63.39%，同比分别减少 6.98 个百分点和 9.78 个百分点；受库存调整影响，公司经营现金流动负债比为-41.86%，同比大幅下降（截至 2016 年底为 67.93%）。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 130.52% 和 61.40%。公司现金类资产较充裕，截至 2017 年底，剔除使用受限部分后的现金类资产为 43.07 亿元，截至 2018 年 3 月底为 32.84 亿元。总体看，公司日常运营资金需求大，存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 15.20 亿元，同期的 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 6.55 倍和 8.24 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 1.02 亿元，全部为公司的控股子公司宁波国际宁兴汽车投资有限公司和宁波宁兴汇丰汽车服务有限公司对按揭购车客户向银行申请借款提供的担保。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并口径）共获得各家金融机构授信总额度 450 亿元，尚未使用额度 335.92 亿元，间接融资渠道畅通；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据通过中国人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》，截至 2018 年 5 月 3 日，公司本部存在 20 笔未结清的信贷信息，存在 24 笔已结清的关注类贷款，均已在 2010 年底之前正常回收。

7. 抗风险能力

公司作为国机集团下属的以经营进口汽车批发为主的大型汽车经销服务集团，在行业地位、经营规模等方面优势显著。近年来多次通过非公开发行募集资金及吸收合并企业股权，

资本实力增强，整体债务负担可控。

基于对公司整体经营及财务风险的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十一、 存续债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司一年内到期的债券余额合计为 10.00 亿元，为公司于 2017 年 9 月发行的短期融资券“17 国机汽车 CP001”，上述债券将于 2018 年 9 月到期。2017 年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）43.07 亿元，为一年内到期的债券余额的 4.31 倍。

截至报告出具日，公司应付债券余额为 30.00 亿元，除“17 国机汽车 CP001”之外，还包括公司于 2016 年 1 月和 2016 年 7 月发行的公司债券“16 国汽 01”（额度为 10.00 亿元）和“16 国汽 02”（额度为 10.00 亿元）分别将于 2021 年 1 月和 2021 年 7 月到期。2017 年，公司经营活动现金流入量为 598.52 亿元，为应付债券发行总额的 19.95 倍；同期，公司 EBITDA 为 15.20 亿元，为上述债券发行总额的 0.51 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期的应付债券的保障能力强。

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

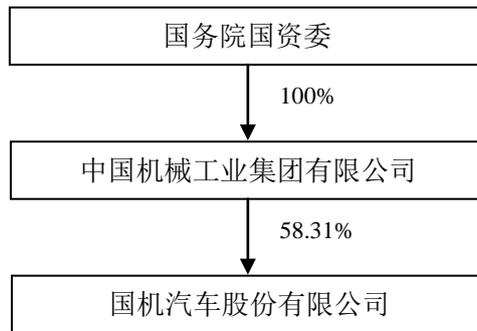
项目	2017 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.31
经营活动现金流入量/应付债券余额	19.95
EBITDA/应付债券余额	0.51

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

十二、 结论

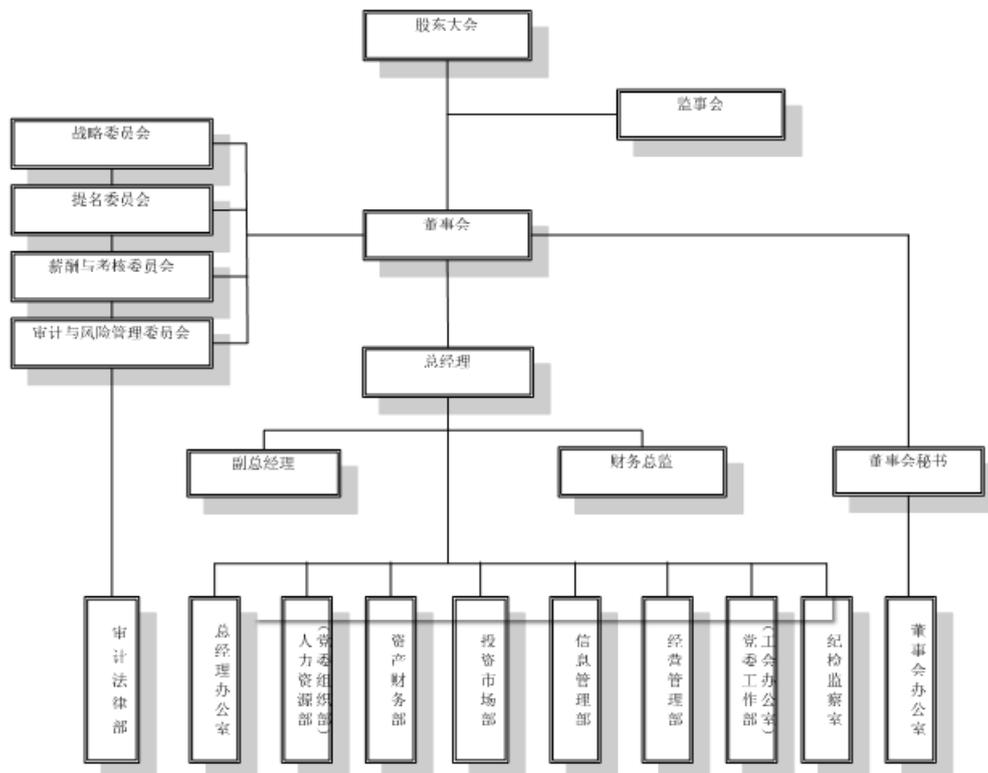
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“17 国机汽车 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司 2018 年 3 月底股权结构图



注：根据公司于 2018 年 5 月 4 日发布的《关于第二大股东所持公司股份进行无偿划转的提示性公告》，公司第二大股东天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“渤海国资”）将其所持有的公司全部股份 64205073 股无偿划转至天津津鼎企业管理服务有限公司（以下简称“津鼎公司”）。渤海国资和津鼎公司的实际控制人同为天津市国有资产监督管理委员会，故本次股权划转不会导致公司控股股东、实际控制人发生变化。根据公司于 2018 年 6 月 1 日发布的《关于第二大股东股份无偿划转事项获国务院国资委批复的提示性公告》，本次股权划转事项已获得国务院国有资产监督管理委员会批复。

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.91	60.79	50.08	37.87
资产总额(亿元)	288.15	222.05	259.10	249.72
所有者权益(亿元)	56.88	71.04	75.90	77.71
短期债务(亿元)	168.89	75.26	104.06	105.92
长期债务(亿元)	7.99	21.18	21.17	21.16
全部债务(亿元)	176.88	96.44	125.22	127.09
营业收入(亿元)	641.64	508.04	502.40	102.10
利润总额(亿元)	6.18	7.98	9.13	2.34
EBITDA(亿元)	17.98	14.04	15.20	--
经营性净现金流(亿元)	92.36	86.64	-66.88	-25.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	38.03	34.26	21.57	--
存货周转次数(次)	3.99	4.61	5.22	--
总资产周转次数(次)	2.03	1.99	2.09	--
现金收入比(%)	118.23	118.64	110.75	107.56
营业利润率(%)	5.75	5.89	5.78	7.27
总资本收益率(%)	5.12	4.78	4.41	--
净资产收益率(%)	6.68	7.72	8.63	--
长期债务资本化比率(%)	12.32	22.96	21.81	21.41
全部债务资本化比率(%)	75.67	57.58	62.26	62.06
资产负债率(%)	80.26	68.01	70.71	68.88
流动比率(%)	110.90	134.61	127.63	130.52
速动比率(%)	52.63	73.17	63.39	61.40
经营现金流动负债比(%)	41.86	67.93	-41.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	5.59	6.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.84	6.87	8.24	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
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%

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+一年内到期的非流动负债+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

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息