信用评级公告

联合〔2021〕5297号

联合资信评估股份有限公司通过对广汇汽车服务有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广汇汽车服务有限责任公司主体长期信用等级为AA，维持“18广汇G1”“18广汇G2”“18汽车G3”“20汽车G1”和“20广汇G2”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

广汇汽车服务有限责任公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广汇汽车服务有限责任公司	AA	稳定	AA	稳定
广汇汽车服务集团股份公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18广汇G1	AA+	稳定	AA+	稳定
18广汇G2	AA+	稳定	AA+	稳定
18汽车G3	AA+	稳定	AA+	稳定
20汽车G1	AA+	稳定	AA+	稳定
20广汇G2	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18广汇G1	7.00亿元	7.00亿元	2021/08/08
18广汇G2	3.50亿元	1.64亿元	2021/09/20
18汽车G3	7.96亿元	5.00亿元	2021/12/20
20汽车G1	9.50亿元	9.50亿元	2023/03/27
20广汇G2	5.50亿元	5.50亿元	2023/10/30

评级时间：2021年6月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
零售企业信用评级方法	V3.0.201907
零售企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“公司”或“广汇有限”）作为汽车经销行业龙头广汇汽车服务集团股份公司（以下简称“广汇汽车”）的核心子公司，跟踪期内，公司依然保持规模优势，收入实现质量维持较高，汽车后业务盈利能力仍处于较高水平；但受疫情影响部分门店闭店，公司汽车销量有所下降，整体盈利能力有所下滑。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到汽车行业景气度下行，新车销售毛利率低；受购车备货及票据结算周期性影响，营运资金需求保持较大规模，经营活动净现金流有所波动；有息债务负担重且债务结构偏短期，短期资金周转压力大；并购形成了大规模商誉，若被收购企业未来业绩不及预期，存在商誉减值风险等，上述因素可能给公司信用水平带来不利影响。

公司现金类资产对一年内到期/行权的债券保障能力强；经营活动现金净流量及EBITDA对存续债券待偿本金峰值的保障能力较强。

近年来乘用车市场结构性下滑叠加2020年新冠肺炎疫情对行业产生的冲击，均对汽车经销企业业绩稳定增长产生影响。公司前期收购主要针对高端及豪华品牌，且经销网络铺设较广，在保有量偏低的中西部地区具有较强的市场优势，均有助于强化抗风险能力，随着品牌结构的不断优化及汽车后市场业务的不断延伸，公司行业地位有望得以巩固。

本报告所跟踪债项由公司股东广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。跟踪期内，广汇汽车资产规模保持增长，行业地位突出，其所提供的担保有助于提升本报告所跟踪债项的信用水平。

综上，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“18广汇G1”“18广汇G2”“18汽车G3”“20汽车G1”和“20广汇G2”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师：王喜梅
闫　力
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

优势

1. **业务范围较广，市场竞争力较强。**公司业务包含汽车销售后市场主要业务领域，经营时间较长且经验丰富，市场综合竞争力较强。2020 年，公司维修服务业务、佣金代理业务和汽车租赁业务毛利率分别为 38.25%、73.67%和 50.96%，仍处于较高水平。

2. **现金类资产对一年内到期/行权的存续债券保障能力强，经营活动现金流入量对未来待偿本金峰值的保障能力强。**截至 2020 年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）对一年内到期/行权的债券总额保障倍数为 5.23 倍；经营活动现金流入量是应付债券余额的 45.89 倍。

3. **股东提供担保对本报告所跟踪债项的信用水平有显著提升作用。**跟踪期内，公司股东广汇汽车资产规模保持增长，位居 2020 年度中国汽车经销商集团百强排行榜首位，行业地位突出；广汇汽车提供的担保有助于提升本报告所跟踪债项的信用水平。

关注

1. **汽车行业景气度下行叠加新冠肺炎疫情影响，汽车经销行业面临较大经营压力。**2020 年，受中美经贸摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素叠加新冠肺炎疫情的影响，乘用车行业延续下滑态势，销量同比下降 17.20%，短期内汽车经销行业面临较大经营压力。

2. **商誉规模大，存在减值风险。**公司对外收购较多，形成商誉规模较大。截至 2020 年底，公司商誉金额 121.44 亿元，占非流动资产合计金额的 23.48%，未来如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

3. **债务负担重，存在短期资金周转压力。**公司有息债务负担重，短期债务占比高，短期资金周转压力大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	75.86	63.46	88.85	69.49
资产总额(亿元)	1126.28	1159.60	1233.94	1169.31
所有者权益(亿元)	340.25	361.34	377.44	384.11
短期债务(亿元)	504.59	550.29	541.00	452.56
长期债务(亿元)	108.77	93.36	136.76	143.65
全部债务(亿元)	613.36	643.65	677.76	596.21
营业收入(亿元)	1286.57	1333.05	1221.10	321.43
利润总额(亿元)	43.75	38.76	24.09	8.48
EBITDA(亿元)	77.21	73.50	59.87	--
经营性净现金流(亿元)	14.65	73.19	21.82	-72.39
营业利润率(%)	10.15	9.50	7.98	8.27
净资产收益率(%)	10.21	8.52	5.62	--
资产负债率(%)	69.79	68.84	69.41	67.15
全部债务资本化比率(%)	64.32	64.05	64.23	60.82
流动比率(%)	99.96	100.46	104.29	105.66
经营现金流动负债比(%)	2.22	10.96	3.18	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.35	0.43	0.35
EBITDA 利息倍数(倍)	3.69	3.35	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.94	8.76	11.32	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	493.99	470.34	502.26	507.97
所有者权益(亿元)	200.35	200.97	210.10	210.49
全部债务(亿元)	202.32	158.75	128.39	137.38
营业收入(亿元)	32.56	31.13	27.47	5.15
利润总额(亿元)	0.79	7.37	12.79	0.42
资产负债率(%)	59.44	57.27	58.17	58.56
全部债务资本化比率(%)	50.24	44.13	37.93	39.49
流动比率(%)	97.62	84.84	89.64	92.69
经营现金流动负债比(%)	7.47	7.22	6.44	--

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. 2021 年 1—3 月财务报表数据未经审计；3. 合并口径中其他流动负债中的短期应付债券余额已经纳入短期债务及相关指标测算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 广汇 G2	AA+	AA	稳定	2020/10/19	宁立杰 杨野	联合信用评级零售行业企业信用评级方法/模型（2018 年）	阅读全文
18 汽车 G1 18 汽车 G2 18 汽车 G3 20 汽车 G1	AA+	AA	稳定	2020/06/09	宁立杰 蒲雅修	原联合信用评级零售行业企业信用评级方法/模型（2018 年）	阅读全文
20 汽车 G1	AA+	AA	稳定	2020/02/13	宁立杰 李昆	原联合信用评级零售行业企业信用评级方法/模型（2018 年）	阅读全文
18 汽车 G1 18 汽车 G2 18 汽车 G3	AA+	AA	稳定	2018/07/16	冯磊 王进取	原联合信用评级零售行业企业信用评级方法/模型（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声明

一、本报告引用的资料主要由广汇汽车服务有限责任公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

广汇汽车服务有限责任公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“公司”或“广汇有限”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

广汇有限设立于 2006 年 6 月，前身系广汇汽车服务股份公司（广汇公司），注册资本为 6.51 亿元。后历经数次减资、增资以及股权变更，2015 年 6 月，广汇公司与上市公司美罗药业股份有限公司（以下简称“美罗药业”，股票代码“600297.SH”）完成重大资产重组后，广汇公司全部股权过户至美罗药业名下，广汇公司不再具备股份有限公司组织形式，其名称更为现名。美罗药业更名为广汇汽车服务集团股份公司（以下简称“广汇汽车”，股票简称变更为“广汇汽车”，股票代码不变），持有广汇有限 100%股权。后续经过注资，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 155.41 亿元，控股股东为广汇汽车，公司实际控制人为孙广信先生。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1233.94 亿元，所有者权益合计 377.44 亿元（含少数股东权益 12.65 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1221.10 亿元，利润总额为 24.09 亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为1169.31亿元，所有者权益合计384.11亿元（含少数股东权益12.68亿元）。2021年1－3月，公司实现营业收入321.43亿元，利润总额为8.48亿元。

公司注册地址：桂林市中山北路147号；法定代表人：陆伟。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。存续债券均由广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。

表 1　公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 广汇 G1	7.00	7.00	2018/08/06	2021-08-08
18 广汇 G2*	3.50	1.64	2018/09/17	2021-09-20
18 汽车 G3*	7.96	5.00	2018/12/17	2021-12-20
20 汽车 G1*	9.50	9.50	2020/03/25	2023-03-27
20 广汇 G2	5.50	5.50	2020/10/28	2023-10-30

资料来源：Wind

注：*于第二年末附发行人票面利率调整权和投资者回售选择权

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比

1文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%～6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 （括号内为两年增速平均值）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券

融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

公司主要从事汽车整车（主要是乘用车）销售以及汽车维修服务、汽车租赁等配套业务，属于汽车经销行业；汽车经销行业处于整个汽车产业链的下游，是汽车产业链中与终端用户对接最紧密的环节。

1. 汽车行业

（1）行业概况

受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度的汽车市场处于历史低点，二季度起逐步回暖，商用车恢复速度快于乘用车，景气度快速回升，企业库存水平也相应高于上年同期；乘用车前十月累计销量仍低于上年同期，但企业库存压力也低于上年水平，库存压力的缓解有助于后续的业务拓展。

在已经过去的近十年来，中国汽车保有量始终保持两位数增长，人均保有量相比国际平均水平仍有差距，但受制于人口密度、交通拥堵、限行政策以及基数规模大等因素，保有量增速呈现逐年放缓的态势，2019年步入个位数增长；同时，随着环保要求全面提升以及消费鼓励政策持续，新能源汽车市场得到快速推广。截至2019年底，中国汽车保有量为2.60亿辆，相比上年底增长8.21%；其中，新能源汽车和私人汽车保有量分别为381万辆和2.07亿辆，相比上年底，前者大幅增长45.98%，后者略有下滑0.14%，政策拉动下，新能源汽车实现快速增长。截至2020年9月底，中国汽车保有量达2.75亿辆，较上年底增长5.77%。

表 3　2017 年以来中国汽车保有量及变动态势

（单位：亿辆、%）

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
保有量	2.17	2.40	2.60	2.75
增速	11.85	10.51	8.21	--

资料来源：Wind 资讯

中国汽车市场产销规模2009～2019年持续位居全球首位。2019年，中国汽车产销量延续上年下滑态势且降幅较上年更深，产销分别完成2572.10万辆和2576.90万辆，同比分别下降7.50%和8.20%，其中乘用车下滑较快。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对中国汽车市场影响显著（2月市场基本处于冰点），1～3月单月销量同比降幅均在2位数，后随着疫情有效控制、工厂及门店复工而逐月回升，5月以来单月销量同比增速保持2位数，商用车市场（尤其是货车）表现出强劲回升、乘用车市场增长偏温和；7～9月，中国乘用车和商用车销量较上年同期分别上升7.75%和46.69%，相比1～9月销量增速分别提升20.1和26.6个百分点，三季度回暖主要依赖于宏观经济恢复、市场促销及新车投放力度加大以及去年同期低基数（国六实施的阶段性影响）等因素支撑，10月市场仍维持较快增长。2020年1～10月，中国汽车市场销量仍低于上年同期。

表 4　2020 年以来中国汽车市场产销走势（单位：万辆、%）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	合计
汽车产量	176.72	28.45	142.21	210.16	218.74	232.50	220.11	211.88	252.42	255.19	1897.90
汽车销量	192.72	30.99	143.02	207.00	219.36	229.97	211.18	218.58	256.52	257.32	1969.90
汽车销量增速	-18.59	-79.08	-43.25	4.52	14.69	11.83	16.77	11.66	12.97	12.65	-4.70
--乘用车	-20.50	-81.66	-48.37	-2.46	7.21	2.07	8.95	6.15	8.16	9.44	-9.89
--商用车	-7.46	-67.06	-22.58	31.59	47.95	63.17	59.36	41.56	40.28	30.06	20.86

资料来源：Wind 资讯

市场在疫情有效控制后得以逐月恢复，乘用车和商用车的库存呈现差异化走势。商用车企业库存水平始终处于2018年春节后的高点，

销量快速恢复的同时，库存保持充裕，有助于应对四季度销售高峰。乘用车企业库存水平自8月份逐月下滑、整体低于上年水平，10月份降至64.3万辆的低点，库存压力轻，但若对年底销量有较高预期、并配套相应促销规划，后续不排除提高排产；从经销商角度看，2020年7月峰值过后，经销商库存系数整体高于上年，其中合资品牌系数8～10月均高于上年同期，自主品牌8～9月低于上年同期、10月超过上年同期。

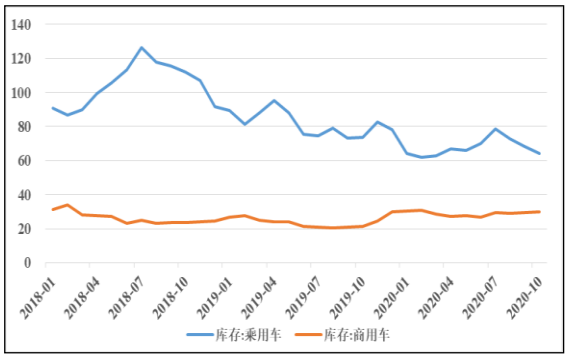
表 5　2019 年以来中国汽车分品类季度销售与库存走势

时期	汽车销量（万辆）	销量同比（%）			库存（万辆）		
		汽车	乘用车	商用车	汽车	乘用车	商用车
2019Q1	636.89	-11.33	-13.77	2.40	113.00	88.30	24.80
2019Q2	594.95	-13.52	-14.34	-9.69	96.60	75.30	21.30
2019Q3	603.67	-5.48	-6.04	-2.26	94.20	73.30	20.90
2019Q4	739.94	-2.50	-3.97	5.81	108.20	78.30	29.90
2020Q1	366.74	-42.42	-45.38	-28.38	91.30	62.80	28.50
2020Q2	656.32	10.32	2.25	46.44	97.20	70.10	27.00
2020Q3	686.28	13.68	7.75	46.49	98.10	68.40	29.60
2020.10	--	--	--	--	94.20	64.30	29.90

资料来源：Wind 资讯

图 1　2018 年以来中国汽车分品类月度库存走势

（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯

（2）汽车经销行业

汽车经销行业受到整车制造厂商较大的制约，议价能力较弱；汽车经销存在一定的地域性和品牌定位，采购过程中资金占用较为严重；中国汽车经销商数量较多，利润空间较薄。

中国于 2017 年 7 月 1 日开始施行《汽车销售管理办法》（以下简称“《办法》”），《办法》要求供应商、经销商不得对消费者限定汽车配件、用品、金融、保险等产品的提供商和售后服务商，经销商销售汽车时不得强制消费者购买保险或者强制为其提供代办车辆注册登记等服务，《办法》的出台可以有效促进汽车市场健康发展，维护公平公正的市场秩序。

经营模式方面，国内各大经销商均有自身根植的区域，存在着较强的地域性特征和一定的品牌定位，主要包括以广汇汽车为代表的全线品牌型，国机汽车股份有限公司、中升集團控股有限公司为代表的中高端品牌型，利星行为代表的单一品牌型，物产元通为代表的本地主力型等。近年，中国汽车经销商行业集中度进一步提高，优势资源逐步向头部企业靠拢。规模较大的经销商集团在人才培训、品牌知度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力。由于在整车及零配件采购时，经销商一般需要全额支付价款，资金占用压力较大，具备规模效益的经销商在市场及信贷环境波动的情况下，能够体现出更强的抗风险能力，行业整合将成为未来的发展趋势。

表 6　2020 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（含二手车）
1	广汇汽车服务集团股份公司	1572.81	101.87
2	中升集团控股有限公司	1483.48	60.77

3	利星行汽车	951.21	28.04
4	上海永达控股（集团）有限公司	798.36	25.69
5	恒信汽车集团股份有限公司	705.15	33.12
6	上海汽车工业销售有限公司	557.74	39.00
7	浙江物产元通汽车集团有限公司	511.17	29.81
8	大昌行集团有限公司	448.74	15.99
9	国机汽车股份有限公司	441.35	12.89
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	441.13	11.51

资料来源：中国汽车流通协会

汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。近年来，由于整车厂商根据上年销量增速制定了较高的销量指标，汽车经销商为了获得厂商返利超负荷拿车，但受经济环境和市场增长乏力的影响，当期汽车市场销量增速进一步下降，为保障销售指标的完成和库存去化，市场中出现价格倒挂现象，经销商利润空间被进一步压缩。

（3）汽车售后服务

随着汽车保有量的逐年增加，汽车后市场逐渐扩大，维修保养等售后服务带来的利润规模逐渐增加。

汽车售后的产业链条较长，主要包括汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等细分领域。按国际惯例，在一个完全成熟的国际化汽车市场里，汽车的销售利润约占整个汽车业利润的 20～30%，零部件供应利润约占 20%。

汽车厂商一般会给新车提供两至三年或者一定里程内的保修，过保之后的维修费用需要车主自行承担；从汽车零部件的使用周期来看，经过 2～4 年的使用期或行驶四万公里左右里程后，许多重要部件开始需要更替。因此，4S 店售后服务的需求会在汽车出售后的第 3 年开始攀升，第 4～9 年内达到高峰。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。

目前，中国的汽车后市场尚处于逐渐成熟的初期阶段，与发达国家相比仍有一段距离；对于国内经销商来讲，新车销售仍是主要利润来源，贡献率可达到 50%左右，其次为零部件及售后服务，贡献率约为 40%，金融、保险和二手车业务比重较低。由于盈利结构的差距以及汽车经销环节的利润率偏低，国内汽车经销商正在逐渐向拥有更高利润率的环节——即汽车产业链的后部转移。

2. 行业政策

近年，国家陆续出台了针对环保治理（国三柴油车淘汰、治超等）、油标升级、新能源补贴退坡及新能源购置税免征等多项政策，公布了汽车合资企业股比放开的时间表，对目前乃至今后的市场竞争格局均有影响。

2020年以来，新冠肺炎疫情的防控给汽车终端销售带来阶段性冲击，2月20日，商务部表示将会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施，同时鼓励各地因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标等举措，之后多省市相继推出新车购置补贴，且部分限购城市放宽限购政策、增加2020年购车指标，上述政策集中释放对汽车市场形成有力提振；同时，政府出台政策延缓新能源补贴退坡、继续免征购置税、确定新版《双积分政策》，以期稳定新能源市场的良性发展，并为更广泛的能源友好类企业提供参与机会。

新能源汽车和智能汽车始终都是汽车行业的转型升级重心，国家层面出台《智能汽车创新发展战略》以及《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，对到2035年、乃至2050年的远期规划提出了产业化目标的大框架。目前，中国在新能源整车制造、配套方面实现了一定规模的量产能力，未来旨在建立完整的新能源产业协同以及汽车智能化产业协同。

表 7　2020 年以来汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述		政策影响
汽车限购放宽	2020 年 4 月以来，上海市（4 万个额度）、杭州市（2 万）、深圳市（1 万混动）、天津市（3.5 万）、北京市（拟 2 万）等城市相继宣布增加购车指标额度。	全国限购地区包括北京市、上海市、天津市、广州市、深圳市、杭州市、石家庄市、贵阳市和海南省；2019 年中期，已有部分城市取消限购（或仅放开新能源市场，实施时间为 2020 年），广州市和深圳市则宣布新增购车指标（实施时间为 2019～2020 年）。 若不考虑取消限购的影响，限购城市 2020 年新增购车指标总数超过 22 万个，约占 2019 年全国乘用车销量的 1.05%，对乘用车市场形成拉动；且该等拉动作用具有区域性，一二线城市消费能力强，指标新增可能会利好中高端品牌（更新需求）。
新车购置补贴	2020 年 3 月，广东省广州市和佛山市以及吉林省长春市、湖南省湘潭市相继推出新车购置补贴，前者实施时间到年底、后者实施时间截至 2021 年 3 月底；同年 4 月，北京市、四川省、山西省、重庆市陆续出台类似政策；海南省和天津市也于 5～6 月出台类似政策。 前述政策的有效期主要到 2020 年底，部分区域延伸至 2021 年（北京延伸至 2021 年底），补贴金额主要在 2000 元至 1 万元，重点补贴类型包括国六标准燃油车、新能源汽车（上海和天津对新能源汽车进行充电费用的补助）、本地企业生产销售的汽车等。	疫情之下，多地政府在二季度陆续出台政策鼓励新车购置，配合区域性和全国性车展的宣发作用，以期提振下半年的汽车市场；对于疫情严控期间未能释放的购买需求以及由于经历疫情而决定购置汽车的新增需求，消费激励政策的拉动作用将很有潜力。 各地政府对于补贴车型的侧重也有所不同，可能会对区域的汽车销售结构产生影响。
汽车报废补贴、新能源补贴退坡延缓、二手车减税政策等	2020 年 3 月底，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会上提及促进汽车消费的三项举措：①将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年；②中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；③对二手车经销企业销售旧车，自 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税。 同年 4 月 22—23 日，多部委连发《三部门关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》等两份文件，明确新能源汽车免购置税延续至 2022 年底，以及新能源补贴期限延长。	①项：2019 年新能源汽车销量首度下滑，若 2020 进一步退坡可能加大企业压力；政策延迟的提出，给予面临退坡压力企业重要的缓冲期，随着续航里程提升，叠加新能源汽车低维护成本优势，2020 年新能源汽车有望获得新一轮消费释放。 ②项：鼓励汽车的以旧换新有利于拉动“更新换代”需求，且时间主要限于 2020 年，时限的集中更有助于集中释放需求，潜在的报废更新需求量很可观。 ③项：减税政策有助于二手车市场的扩容，二手车产业的标准化经营有利于汽车定价和汽车消费，也为汽车经销企业带来新的业务机会。
新版双积分修改确认	历经两次《管理办法》修改公开征求意见，2020 年 6 月，工信部发布《关于修改〈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〉的决定》，自 2021 年 1 月 1 日起施行，相比之前版本的变化主要体现为：①对于 NEV 积分达标值，新增低油耗车核算时的优惠条件；②新能源积分标准趋严，单车积分下降，比例要求逐步提升；③将醇醚燃料乘用车纳入了积分核算。	新能源双积分标准趋严格，体现出鼓励发展低油耗车型、推动传统车企电动化进程的预期，同时将醇醚燃料乘用车纳入核算，为更多能源动力的车企提供参与机会。
《智能汽车创新发展战略》	2020 年 2 月 24 日，国家发改委等 11 部委联合印发《智能汽车创新发展战略》（以下简称“《战略》”），展望 2050 年全面建成中国标准智能汽车体系，保证中国智能汽车产业的健康发展。《战略》提出，到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法律法规、产品监管和网络安全体系基本形成；实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产。到 2050 年，中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善。	本次 11 部委共同制定《战略》，预示各领域主管部门达成发展共识，有利于破除产业间壁垒、促进智能汽车各产业协同。按《战略》规划，2025 年将是智能汽车取得阶段性量产、市场化发展的关键节点，有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用，布局了企业未来 5 年的研发方向之一。
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》（以下简称“《规划》”）可被归纳为“四个新”：①顺应新形势：推动电动化与网联化、智能化并行发展；②适应新要求，要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，强化企业在技术路线选择等方面的主体地位；③明确发展新方向：包括“到 2025 年新能源汽车新车销售占比要达到 20%左右”的新目标以及“2035 年中国新能源汽车核心技术达到国际先进水平，质量品牌要具备较强的国际竞争力”的远期目标；④提出发展新路径：融合发展、开放合作，延续并深化了《2012 年规划》的“三纵三横”研发布局。	类似上一条提及的《战略》，《规划》也提出了新能源汽车产业的中期目标和远期目标，并将重要的产业目标量化（如，新能源汽车销售比重），同时强调提升产业基础能力（“三纵三横”）、提高产业链供应链现代化水平。上述“三纵”是指纯电动汽车、插电式混动、燃料电池汽车，“三横”是指动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术。

资料来源：联合资信整理

七、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021年3月底，公司实收资本为155.41亿元，控股股东广汇汽车持股比例为100.00%，未质押，公司实际控制人为孙广信先生。

2.企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9145030078842385X0），截至2021年4月14日，公司本部未结清和已结清信贷信息中，均不存在不良类或关注类记录。

八、管理分析

2020 年 8 月，公司董事长及法定代表人发生变动，李建平先生因已届法定退休年龄，申请辞去公司董事长、董事会战略与投资委员会及董事会提名委员会职务；公司第七届董事会第二十四次会议审议通过了《关于选举公司董事长的议案》，董事会同意选举现任董事陆伟先生为公司第七届董事会董事长，公司法定代表人变更为陆伟先生。

2020 年公司监事发生变动，侯灵昌先生于 2020 年 1 月因个人原因辞去公司监事一职，根据公司 2020 年 1 月 20 日的股东决定，决定任命戚俊杰先生担任监事；戚俊杰先生于 2020 年 9 月因个人原因辞去监事一职，根据公司 2020 年 9 月 30 日股东决定，决定任命陆捷先生担任监事。

陆伟，1965 出生，曾任新疆亚中物流商务网络有限责任公司副总经理、总经理、董事长，广汇能源股份有限公司董事、总经理，新疆广汇液化天然气发展有限责任公司董事长，新疆广汇化工建材有限责任公司董事长，新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司党委副书记、纪委书记等职。现任广汇集团副总裁、广汇汽车董事和党委书记。

公司内部治理结构、主要管理制度延续，管理运作正常。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，中国乘用车市场延续上年下滑态势，叠加新冠疫情影响，汽车经销行业经营压力仍大。公司下属营业网点受新冠疫情影响存在临时停业情况，销售收入同比下降，同时受固定费用支出影响，毛利率也有所下滑。2021 年一季度，疫情恢复下公司销售收入快速回升，超过近三年同期水平。

跟踪期内，公司业务主要包括整车销售、维修养护服务、佣金代理和汽车租赁等，其中整车销售收入占比超过 85%，主业突出。公司其他业务收入主要包括租赁及物业收入、广告费收入、会员费收入及咨询服务费收入，占比极小。

2020 年，受新冠疫情、中美贸易摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素综合影响，中国乘用车市场延续上年下滑态势。公司下属营业网点受新冠疫情影响存在临时停业情况，全年收入呈现前低后高走势，当年主营业务收入同比下降 8.55%至 1215.18 亿元。其中，整车销售、维修服务和佣金代理业务分别同比下降 8.01%、7.00%和 22.44%；汽车租赁业务收入同比下降 16.98%，系公司为控制融资租赁业务风险，提升审批门槛、适度放缓资金投放规模所致。

2020年，公司综合毛利率为8.01%，较上年下降1.71个百分点，各业务板块毛利率除维修服务外均有所下滑，其中整车销售的毛利率较上年下降1.74个百分点至2.02%，主要受新冠疫情及各地疫情防控政策的影响，导致

公司销售业务出现一定程度下滑，为了减少疫情的负面影响，加大了整车促销的力度，导致毛利率下降；佣金代理业务毛利率较上年下降3.39个百分点至73.67%，主要受银保监会下发车险费改正式实施的影响，车险规模及盈利性有一定下滑，叠加西北、大连地区疫情反复，使得公司佣金业务的收入、盈利性较去年同期均有下滑；汽车租赁业务毛利率水平较上年下降14.15百分点至50.96%，主要系资金成本增加以及市场竞争日益激烈所致。

2021 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 320.33 亿元，较上年同期增长 61.06%；综合毛利率同比减少 0.77 个百分点至 8.44%，当期公司净利润为 6.80 亿元。

表 8　2018－2021 年一季度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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
整车销售	1107.37	86.39	4.26	1146.08	86.25	3.76	1054.32	86.76	2.02	276.02	86.17	1.62
维修服务	107.48	8.39	31.75	116.54	8.77	32.30	108.38	8.92	38.25	26.27	8.20	34.55
佣金代理	43.85	3.42	77.52	44.60	3.36	77.06	34.59	2.85	73.67	13.50	4.21	84.21
汽车租赁	23.08	1.80	72.20	21.55	1.62	65.11	17.89	1.47	50.96	4.53	1.42	46.53
合计	**1281.78**	**100.00**	**10.30**	**1328.78**	**100.0**	**9.72**	**1215.18**	**100.00**	**8.01**	**320.33**	**100.00**	**8.44**

资料来源：公司提供

2．整车销售

2020年，公司整车销量同比下降，同期收入规模下降叠加费用支出的影响，整车销售毛利率下降，门店数量保持较大规模，品牌结构持续优化。

公司整车销售主要为乘用车销售，并有少量的商用车、汽车配套装饰装潢的销售业务。

跟踪期内，公司整车采购模式未发生变化，2020年前五大供应商占当期采购总额的53.10%（与上年基本持平），采购集中度较高。

表9　2020年公司整车采购前五大供应商

供应商	2020 年底采购额（亿元）	总采购额比例（%）
上汽通用汽车有限公司	184.22	16.48
一汽-大众销售有限责任公司	166.85	14.93
上海上汽大众汽车销售有限公司	98.30	8.79
东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	84.79	7.58
东风本田汽车有限公司	59.44	5.32
总计	**593.59**	**53.10**

资料来源：公司提供

采购结算方面，2020年，电汇比重同比下降至26.01%，厂商金融结算占比下降至21.18%。综合考虑各方面的成本因素和风险控制，票据支付始终是主导的采购支付方式。

表10　2018－2020年公司整车采购结算方式情况（单位：%）

年度	票据	厂商金融	电汇
2018 年	55.33	20.92	23.75
2019 年	56.73	21.65	21.62
2020 年	52.81	21.18	26.01

资料来源：公司提供

经销网络布局方面，2020 年，公司 4S 店新建 7 家，因受拆迁及策略性调整关闭 26 家。截至 2020 年底，公司的区域经销平台 11 个，建立了覆盖 28 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，拥有 670 家 4S 店，其中中高端品牌 4S 店 495 家，豪华品牌 4S 店 145 家，公司逐步加强超豪华、豪华车辆的综合服务能力。

表 11　近年公司 4S 店数量变化情况（单位：家）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
收购 4S 店	29	4	0
新建 4S 店	7	12	7
关闭 4S 店	5	13	26
期末保有量	**686**	**689**	**670**

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在全国范围内门店以自有物业为主（按面积）；由于一线城市土地紧张，公司门店多采用租赁方式（租期主要为 10 年、20 年和 30 年），非一线城市由于拿地较早、地价相对优惠，门店主要为自有物业。截至 2020 年底，公司拥有约 6853 亩商业储备土地，其中 230 亩为待开发的储备土地，主要集中于西北、华北、四川、北区、华中等区域。公司自有土地面积规模较大，目前专注于整车销售主业，自有土地主要用于建立 4S 店。

联合资信关注到，公司自有或租赁的部分土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐备、物业租赁手续不完备等情形。截至 2020 年底，公司及下属公司拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的土地使用权面积占其使用的土地使用权总面积的 11.73%，拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的房屋建筑面积占其使用的房屋总建筑面积的 58.56%；其中，有合计占比为 6.86%的瑕疵土地以及合计占比为 32.98%的瑕疵房屋已获得行政主管部门的书面确认，确认该等部门会继续允许/支持公司及下属公司在该等土地上或该等房屋内的经营行为。目前，公司尚未被告知必须停止使用相关瑕疵物业。

从公司整车销售区域分布看，2020 年销售收入占比最高的为华北大区，营业收入为 290.28 亿元，占 23.77%；其次是西北大区，销售收入 220.97 亿元，占 18.10%；西南大区和广西区域分别占 12.66%和 12.20%；其他地区均未超过 10%。公司销售收入地区分布较分散，地域集中度风险较低。

表 12　2018－2020 年公司销售收入分地区构成情况（单位：亿元、%）

区域分布	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北大区	280.89	21.83	303.96	22.80	290.28	23.77
西北大区	229.13	17.81	240.98	18.08	220.97	18.10
四川区域	96.22	7.48	98.19	7.37	84.97	6.96
广西区域	160.79	12.50	159.97	12.00	148.97	12.20
安徽区域	61.87	4.81	69.03	5.18	75.60	6.19
北方区域	83.72	6.51	79.69	5.98	69.87	5.72
江西区域	63.89	4.97	69.61	5.22	58.85	4.82
陕西区域	108.33	8.42	115.87	8.69	98.66	8.08
华东区域	0.67	0.05	0.13	0.01	0.40	0.03
西南大区	177.98	13.83	174.07	13.06	154.65	12.66
汽车租赁及其他	23.08	1.79	21.55	1.62	17.88	1.46
合计	**1286.57**	**100.00**	**1333.05**	**100.00**	**1221.10**	**100.00**

注：2018 年公司组织架构进行两次调整，其中内蒙古片区从北区区域划分至陕西区域；原贵州区域、云南区域、重庆区域合并为西南大区
资料来源：公司提供

公司经销品牌覆盖面较广，涵盖了从超豪华、豪华到中高端等不同档次的 50 多个乘用车品牌，基本实现对中国乘用车市场主流品牌的高度覆盖，囊括了一汽奥迪、宝马、捷豹路虎、梅赛德斯-奔驰、沃尔沃、通用凯迪拉克等高端（豪华）品牌以及通用别克、上海大众、东风日产、一汽大众、东风本田、北京现代、一汽丰田、广汽丰田等中端（中高端）品牌。2020 年，公司完成新车销量 65.09 万辆，同比下降 17.20%；其中豪华品牌销量同比下降 4.26%至 10.34 万辆，豪华品牌销量贡献为 15.88%（较上年上升 2.14 个百分点），由于单车价值更高，豪华品牌贡献收入同比增长 2.39%至 328.85 亿元；中高端车销量同比下降 19.34%至 51.89 万辆，销量占比下降 2.10 个百分点，收入同比下降 12.07%至 696.55 亿元，品牌结构继续优化。

表 13 近年公司主要乘用车品牌销量及其比重和收入贡献（单位：万辆、%、亿元）

品牌	2019 年			2020 年		
	销量	比重	收入	销量	比重	收入
豪华车（含超豪华车）	**10.80**	**13.74**	**321.18**	**10.34**	**15.88**	**328.85**
一汽奥迪	3.91	4.97	102.59	3.76	5.78	110.44
进口大众	0.20	0.25	8.67	0.13	0.21	5.71
梅赛德斯-奔驰	2.12	2.70	76.96	2.20	3.38	84.44
沃尔沃	1.45	1.84	42.42	1.56	2.40	44.71
通用凯迪拉克	1.16	1.48	27.24	1.14	1.76	28.31
捷豹路虎	0.53	0.67	24.12	0.48	0.73	23.92
其它	1.42	1.81	39.18	1.05	1.62	31.32
中高端车	**64.33**	**81.83**	**792.15**	**51.89**	**79.73**	**696.55**
北京现代	4.29	5.46	36.86	2.63	4.04	23.67
上海通用别克	9.89	12.58	125.95	8.72	13.40	121.13
上海大众	9.12	11.60	118.23	6.97	10.70	93.27
上海通用雪佛兰	4.04	5.14	36.50	2.62	4.02	24.76
一汽大众	6.90	8.78	83.28	5.50	8.46	72.01
东风日产	7.38	9.39	91.75	6.40	9.83	81.23
长安福特	0.89	1.13	12.64	0.75	1.15	12.48
东风本田	4.74	6.03	67.21	3.99	6.13	60.01
一汽丰田	3.70	4.71	55.78	3.59	5.52	57.96
广汽丰田	3.27	4.16	51.76	3.33	5.12	54.19
其它中端品牌	10.12	12.87	112.19	7.39	11.35	95.86
其他品牌	**3.49**	**4.44**	**32.75**	**2.86**	**4.39**	**28.91**
总计	**78.61**	**100.00**	**1146.08**	**65.09**	**100.00**	**1054.32**

资料来源：公司提供

销售价格与结算方面，公司在整车销售时均有相应销售指导价格作为参考，各家 4S 店根据自身成本及盈利对最低价格进行授权控制；最低价格可由 4S 店提出，在不违背公司及所属区域相关规定的情况下，由相应级别管理人员的审批即可；由于目前汽车市场竞争激烈，如果启动官方降价，整车厂商会根据 4S 店库存数量给予一定程度补贴及补偿。

公司下游客户以个人客户为主，主要为现款现货方式；部分客户（如大型国企、事业单位或政府机构）存在赊销，结算周期一般不超过 2 个月。

3. 维修业务

2020 年，受疫情影响，维修业务入场维修台次和收入规模同比下降，整体盈利仍保持在较高水平。

维修业务主要为车辆维修、车辆养护、零部件销售等。公司乘用车销量的持续提升以及经销网络的铺设扩大了消费者覆盖范围，带动维修服务需求持续性增长。2020 年，公司实现维修服务收入 108.38 亿元，同比下降 7.00%。2020 年维修业务毛利率同比上升 5.95 个百分点至 38.25%，主要系公司新增创新服务提升了客户粘性进一步提升了维修服务毛利率。2021 年 1—3 月，疫情恢复下，公司经营情况恢复到正常水平，维修服务收入为 26.27 亿元，同比增长 48.17%。

4. 汽车衍生业务

汽车衍生业务已成为公司利润增长的重要来源，2020 年内车险费改正式实施叠加部分地区疫情反复，相关收入及毛利率同比下降；融资租赁业务在经历前期高速发展后，进入质量管控提升、适度收缩投放规模的阶段。

跟踪期内，公司持续拓展汽车衍生业务，在汽车保险代理、融资代理、延保代理、二手车经销及交易代理以及融资租赁业务等方面不断完善现有服务，并创新服务模式。

2020 年，公司佣金代理业务实现收入 34.59 亿元，同比下降 22.44%，毛利率同比下降 3.39 个百分点至 73.67%。2020 年，公司二手车代理交易台次由上年的 28.85 万辆减少至 23.52 万辆。

融资租赁方面，由子公司汇通信诚租赁有限公司全面运营所有新增融资租赁业务，2020 年公司融资租赁总台次为 18.06 万台，较上年下降 8.70%，主要系公司以控制风险、稳定发展融资租赁业务为前提，对生息资产规模进行控制所致。跟踪期内，为保证公司融资租赁业务中长期良性发展，公司提高审批门槛，适度放缓资金投放规模，确保新增资产质量。截至 2020 年底，公司生息资产余额为 160.32 亿元，较上年底下降 4.57%，融资租赁业务不良率为 0.91%。

4. 经营效率

2020 年，公司存货周转次数及总资产周转次数小幅下降，销售债权周转次数同比上升，上述三项指标分别为 7.07 次、1.02 次和 62.32 次。整体看，公司经营效率较好。

5. 未来发展

汽车经销行业将步入缓慢增长阶段，公司将加强内部管理，以标准化、精细化、常态化管理手段，实现降本增效目标，提高经营服务质量；同时，密切关注市场变化，切实找准市场热点需求，全面、深入的研究分析行业形势，最大限度的发挥总部运营优势、规模优势，加快完善先进科学的运营管理体系，以优质的产品服务赢得市场和客户，进一步巩固行业龙头地位，并在以下方面积极部署：稳中求进，实现毛利结构持续优化；深谋远虑，打造完整的二手车生态体系；开拓创新，促进融资租赁高效运行；深化整合，延续新建与并购并举发展战略；人才建设，推动企业可持续健康发展；资本深耕，助力企业稳固发展；审时度势，拓展汽车新市场。

九、财务分析

公司提供了2020年合并及母公司财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行了审计，并出具

了标准无保留意见的审计结论。2021年1－3月合并及母公司财务报表未经审计。

合并范围及变动：2020年较2019年底未发生变动。2021年一季度合并范围较上年底未发生重大变动。总体看，公司财务数据具备较强可比性。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1233.94 亿元，所有者权益合计 377.44 亿元（含少数股东权益 12.65 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1221.10 亿元，利润总额为 24.09 亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为1169.31亿元，所有者权益合计384.11亿元（含少数股东权益12.68亿元）。2021年1－3月，公司实现营业收入321.43亿元，利润总额为8.48亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产保持在较大规模，仍以流动资产为主；流动资产中货币资金受限比例很高，预付款项及存货占比较高，对运营资金形成较大占用；非流动资产中商誉规模较大，存在商誉减值风险。总体看，公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

截至 2020 年底，公司合并资产总额为 1233.94 亿元，较上年底增长 3.40%；其中，流动资产占 58.09%，非流动资产占 41.91%。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产合计 716.77 亿元，较上年底增长 6.83%；公司流动资产主要由货币资金（占 32.17%）、预付款项（占 22.55%）、存货（占 24.06%）和一年内到期的非流动资产（占 13.20%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 230.59 亿元，较上年底增长 21.39%；其中受限资金 146.48 亿元，受限比例为 63.52%，受限比例很高，主要为各类保证金。

截至 2020 年底，公司预付款项为 161.65 亿元，较上年底变化不大，主要为未结算供应商返利和预付整车及零部件款项。从账龄来看，一年以内的预付款项占 91.32%，账龄较短；从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名占 59.67%，均为汽车厂商，集中度较高。

截至 2020 年底，公司存货为 172.44 亿元，较上年底增长 19.57%，主要系春节前销售高峰备货所致。其中，库存商品占 75.48%，在途物资占 24.65%；公司累计计提存货跌价准备 0.22 亿元，全部针对库存商品计提，计提比例为 0.17%。考虑到公司库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，公司存货跌价准备计提规模尚可。

截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）为 24.96 亿元，较上年底下降 25.58%，主要系应收关联方款项大幅减少；构成以生产厂家保证金（9.56 亿元）、应收被收购单位原股东及其关联单位款项（3.33 亿元）、应收关联方款项（5.91 亿元）和其他（5.20 亿元）为主。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动资产为 94.59 亿元，较上年底下降 9.11%，主要系一年内到期的应收融资租赁款减少所致。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产合计 517.17 亿元，较上年底增长 5.84%。公司非流动资产主要由长期应收款（占 21.38%）、长期股权投资（占 13.45%）、固定资产（占 18.49%）、无形资产（占 12.45%）和商誉（占 23.48%）构成。

截至 2020 年底，公司长期应收款为 110.58 亿元，较上年底增长 61.08%，主要系应收关联方广汇宝信集团汽车有限公司（以下简称“广汇宝信”）36.90 亿元拆借款项增加所致，该款项成本为 4.60%，主要用于广汇宝信业务发展，包括但不限于收购 4S 店，偿

还银行贷款及日常运营等。

截至 2020 年底，公司固定资产为 95.60 亿元，较上年底下降 3.63%；固定资产主要由房屋及建筑物（占 76.99%）和运输工具（占 17.88%）构成；累计计提折旧 47.99 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产为 64.40 亿元，较上年底下降 4.25%；公司无形资产主要由特许经销权（占 57.16%）和土地使用权（占 40.53%）构成，累计摊销 2.78 亿元，计提减值准备 0.21 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉为 121.44 亿元，较上年底下降 0.40%；公司累计计提商誉减值准备 0.49 亿元，占比不大。公司商誉规模较大，占资产的比重较高；若未来收购的 4S 店经营业绩未达预期，将面临减值风险。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 255.78 亿元，受限资产占总资产的比重为 22.73%，受限比例高。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额为 1169.31 亿元，较上年底下降 5.24%，主要系流动资产减少所致；其中，流动资产占 53.60%，非流动资产占 46.40%，资产结构较上年底变化不大。其中，货币资金较上年底下降至 158.00 亿元，主要由于一季度票据兑付增加所致。

2. 所有者权益和负债

跟踪期内，受未分配利润增加的影响，公司所有者权益规模有所增加，权益稳定性尚可；截至2020年底，公司债务规模仍保持在较大规模，债务构成以短期债务为主，整体债务负担重。

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益为 377.44 亿元，较上年底增长 4.45%，主要系未分配利润和其他权益工具增长。其中，归属于母公司所有者权益占 96.65%，少数股东权益占 3.35%。归属于母公司所有者权益为 364.78 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 42.60%、9.14%、2.28%和 46.07%。所有者权益中实收资本和未分配利润占比高，稳定性尚可。

截至2021年3月底，公司所有者权益为384.11亿元，较上年底增长1.77%。其中，归属于母公司所有者权益占比为96.70%，少数股东权益占比为3.30%。所有者权益结构变动不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债总额为 856.51 亿元，较上年底增长 7.30%；其中，流动负债占 80.24%，非流动负债占 19.76%，公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债合计 687.27 亿元，较上年底增长 2.90%，公司流动负债主要由短期借款（占 37.25%）、应付票据（占 31.27%）、其他应付款（占 14.11%）和一年内到期的非流动负债（占 10.19%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 256.04 亿元，较上年底增长 36.51%，主要系业务规模扩大需补充流动资金所致，公司短期借款主要由信用借款（占 26.00%）、保证借款（占 24.91%）和抵押借款（占 36.94%）构成。截至 2020 年底，公司应付票据为 214.94 亿元，较上年底下降 5.13%。

截至 2020 年底，公司其他应付款为 96.99 亿元，较上年底增长 38.10%，主要系应付广汇汽车的款项增加所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 70.03 亿元，较上年底下降 48.57%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债合计 169.24 亿元，较上年底增长 29.83%，主要系长期借款大幅增加置换到期债务所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 62.46%）、应付债券（占 18.35%）和长期应付款（占 11.75%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 105.71 亿元，较上年底增长 65.34%；长期借款主要由质押借款（占 80.28%）和保证借款（占 17.95%）构成。

截至 2020 年底，公司应付债券为 31.05 亿元，较上年底增长 5.54%。从期限分布来看，按行权口径，一年以内的应付债券占 65.60%，1～2 年内到期的应付债券占 12.68%，公司存在一定集中偿付压力。

截至 2020 年底，公司全部债务为 677.76 亿元，较上年底增长 5.30%，其中，短期债务占 79.82%，长期债务占 20.18%，以短期债务为主。截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底上升 0.57 个百分点和 0.19 个百分点至 69.41%和 64.23%；长期债务资本化比率较上年底增长 6.07 个百分点至 26.60%。公司债务负担重。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 785.19 亿元，较上年底下降 8.33%；其中，流动负债占 75.55%，非流动负债占 24.45%，负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 596.21 亿元，较上年底下降 12.03%，主要系一季度应付票据结算规模较大所致；其中，短期债务 452.56 亿元（占 75.91%），长期债务 143.65 亿元（占 24.09%），债务结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.15%、60.82%和 27.22%，较上年底分别下降 2.26 个百分点、下降 3.41 个百分点和上升 0.62 个百分点。

表 17 截至本报告出具日公司本部存续债券

（单位：年、亿元）

债券简称	到期日	发行期限	债券余额
广汇有限			
**18 广汇 G1	2021-08-08	3.00	7.00
**18 广汇 G2	2021-09-20	2+1	1.64
**18 汽车 G3	2021-12-20	2+1	5.00
**20 汽车 G1	2023-03-27	2+1	9.50
**20 广汇 G2	2023-10-30	2+1	5.50
**高级美元债	2021-07-25	1.75	0.83 亿美元
**高级美元债	2022-04-08	3.00	2.53 亿美元
合计	--	--	人民币 28.64/美元：3.36

注：1 标注**的债券由公司发行并由广汇汽车提供无条件且不可撤销的担保；2、按照即时汇率 6.45 人民币/美元换算，公司存续债券合计 50.32 亿元。

资料来源：联合资信根据公开信息整理

3. 盈利能力

跟踪期内，受疫情和门店调整影响，公司2020年营业收入同比下降，同时毛利率降低导致盈利规模下降明显；疫情恢复下，公司2021年一季度收入同比大幅上升。

2020 年，公司实现营业收入 1221.10 亿元，较上年下降 8.40%；营业成本为 1119.94 亿元，较上年下降 6.86%。2020 年，公司营业利润率降至 7.98%，较上年同比下降 1.52 个百分点。

期间费用方面，2020 年，公司期间费用总额为 76.13 亿元，同比下降 8.61%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 47.68%、26.02%和 26.30%，以销售费用为主。其中，销售费用为 36.30 亿元，较上年下降 11.18%；管理费用为 19.81 亿元，较上年下降 3.45%；财务费用为 20.02 亿元，较上年下降 8.66%，主要系当年公司优化融资结构，积极拓展融资渠道，降低资金成本，利息支出同比下降导致。2020 年，公司期间费用率为 6.23%。

2020 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计 5.78 亿元，占公司营业利润的比重为 24.36%，对公司利润有一定侵蚀。2020 年，公司信用减值损失主要来自应收融资租赁款计提的坏账损失（4.43 亿元），系政策和市场变化导致公司融资租赁业务催收成功率小幅下降所致；投资收益、其他收益、营业外收支等对公司利润有一定影响。2020 年，公司实现利润总额 24.09 亿元，同比下降 37.85%，

构成以经营性利润为主。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.22%和 5.62%，较上年分别下降 1.03 个百分点和 2.91 个百分点，整体盈利能力有所下滑。

2021 年 1－3 月，随着新冠肺炎疫情影响弱化，公司实现营业收入 321.43 亿元，较上年同期增长 9.45%，主要系 2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响经营亏损，2021 年一季度恢复经营所致；实现利润总额 8.48 亿元。

4. 现金流

跟踪期内，公司经营性现金流入规模下降，但收入实现质量好；受融资租赁资金投放及票据兑付等因素影响，经营活动净现金流存在波动；投资净流出规模下降，筹资活动净现金流由净流出转为净流入。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 1468.45 亿元，较上年下降 9.15%，经营活动现金流出 1446.63 亿元，较上年下降 6.26%。2020 年，公司经营活动现金净流入 21.82 亿元，较上年下降 70.18%，主要系销售收入规模下降以及年末加大备货力度所致。2020 年，公司现金收入比为 118.61%，较上年下降 1.30 个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 57.44 亿元，较上年增长 106.56%，主要系公司收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金增加所致；投资活动现金流出 84.98 亿元，较上年增长 10.57%；近年来公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金维持在 20.00 亿元左右，主要用于新建门店、现有门店品牌调整或升级改造以及店内试乘试驾车的采购。2020 年，公司投资活动现金净流出 27.54 亿元，较上年下降 43.85%。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入及流出规模均同比显著提升，分别为 1713.94 亿元和 1683.23 亿元；筹资活动现金净流入 30.68 亿元，由净流出转为净流入。

2021 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-72.39 亿元，主要系一季度应付票据大量结算所致；投资活动产生的现金流量净额为 49.25 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金为 66.69 亿元，主要系一季度银行承兑汇票兑付回收的保证金规模较大所致；筹资活动产生的现金流量净额为 9.03 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标有所弱化，但仍处于适宜水平。考虑到公司行业地位领先，融资渠道畅通且未使用银行授信充裕，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率由上年底的 100.46%上升至 104.29%，速动比率同比增长 0.34 个百分点至 79.20%。2020 年，公司经营现金流动负债比为 3.18%，较上年下降 7.78 个百分点。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 59.87 亿元，较上年下降 18.55%。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.35 倍降至 2.57 倍；公司全部债务/EBITDA 由上年的 8.76 倍升至 11.32 倍，长期偿债指标有所弱化。

截至 2021 年 3 月底，公司取得的各类金融机构授信总额（不含发行债券额度）为 751.30 亿元，尚未使用的授信额度 268.53 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司本部无对外担保。

6. 公司本部财务概况

公司本部资产以其他应收款及长期股权投资为主,；公司本部有经营性收入，但利润对子公司投资收益依赖度较高，投资活动现金流以与子公司间往来款为主。公司本部存

量债务规模较高，存在一定偿债压力。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 502.26 亿元；其中，流动资产 202.51 亿元（占 40.32%），非流动资产 299.75 亿元（占 59.68%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.03%）和其他应收款（占 68.87%）构成，非流动资产主要为长期股权投资。截至 2020 年底，公司本部货币资金为 44.61 亿元。

截至 2020 年底，公司本部负债总额为 292.15 亿元。其中，流动负债 225.92 亿元（占 77.33%），非流动负债 66.23 亿元（占 22.67%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 20.35%）、其他应付款（占 62.07%）和一年内到期的非流动负债（占 15.34%）构成，非流动负债主要为长期借款及应付债券。截至 2020 年底资产负债率为 58.17%，较 2019 年底增加 0.90 个百分点。截至 2020 年底，公司本部全部债务为 128.39 亿元，短期债务为 82.05 亿元，长期债务为 46.34 亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 37.93%和 18.07%。公司本部存量债务规模较高，存在一定偿债压力。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 210.10 亿元。其中，实收资本为 155.41 亿元（占 73.97%）、资本公积为 39.05 亿元（占 18.59%），所有者权益结构稳定性良好。

2020 年，公司本部经营性收入 27.47 亿元，财务费用 14.72 亿元，当期实现投资收益 14.81 亿元，利润总额为 12.79 亿元。2020 年，公司本部经营活动净现金流量为 14.55 亿元；投资活动净现金流为 7.46 亿元；筹资活动现金流量净额为-4.25 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年内到期/行权的债券保障能力强；公司经营活动现金净流量及 EBITDA 对存续债券的保障能力较强。

截至本报告出具日，以广汇有限作为发行主体的存续债券金额合计50.32亿元（按6.45人民币/美元汇率折算后的金额）；其中将于一年内到期或行权的债券金额合计35.32亿元。截至2020年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为69.49亿元，对一年内到期/行权的债券总额保障倍数为1.97倍。2020年，公司EBITDA为59.87亿元，为存续债券待偿还本金峰值的1.70倍；公司经营活动现金流入量为1468.45亿元，为存续债券待偿还本金峰值的41.58倍；公司经营活动现金净流量为21.82亿元，为存续债券待偿还本金峰值的0.62倍，考虑到控股股东广汇汽车对所有存续债券有不可撤销连带责任担保，公司对存续债券的偿债能力很强。

表 18 存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020 年
一年内到期债券余额	35.32
未来待偿债券本金峰值	35.32
现金类资产/一年内到期债券余额	1.97
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	41.58
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.62
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.70

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十一、担保方分析

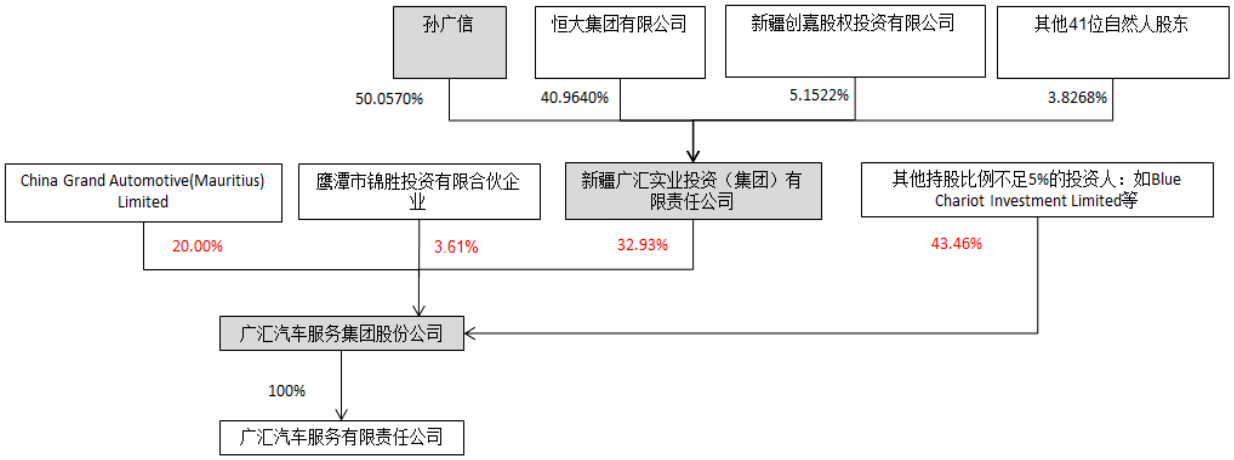
广汇汽车（担保人）为“18广汇G1”“18广汇G2”“18汽车G3”、“20汽车G1”和“20广汇G2”提供不可撤销的连带责任保证担保，承担保证责任的期间为债券发行之日起至债券到期之日（若分期发行，以最后一期的到期之日为准）止及其后两年的期间。根据联合资信于2021年6月21日出具的广汇汽车服务集团股份公司2021年跟踪评级报告，广汇汽车主体长期信用等级为AA^{+}，担保实力

很强，其担保有效提升了“18广汇G1”“18广汇G2”“18汽车G3”、“20汽车G1”和“20广汇G2”本息偿还的安全性。

十二、结论

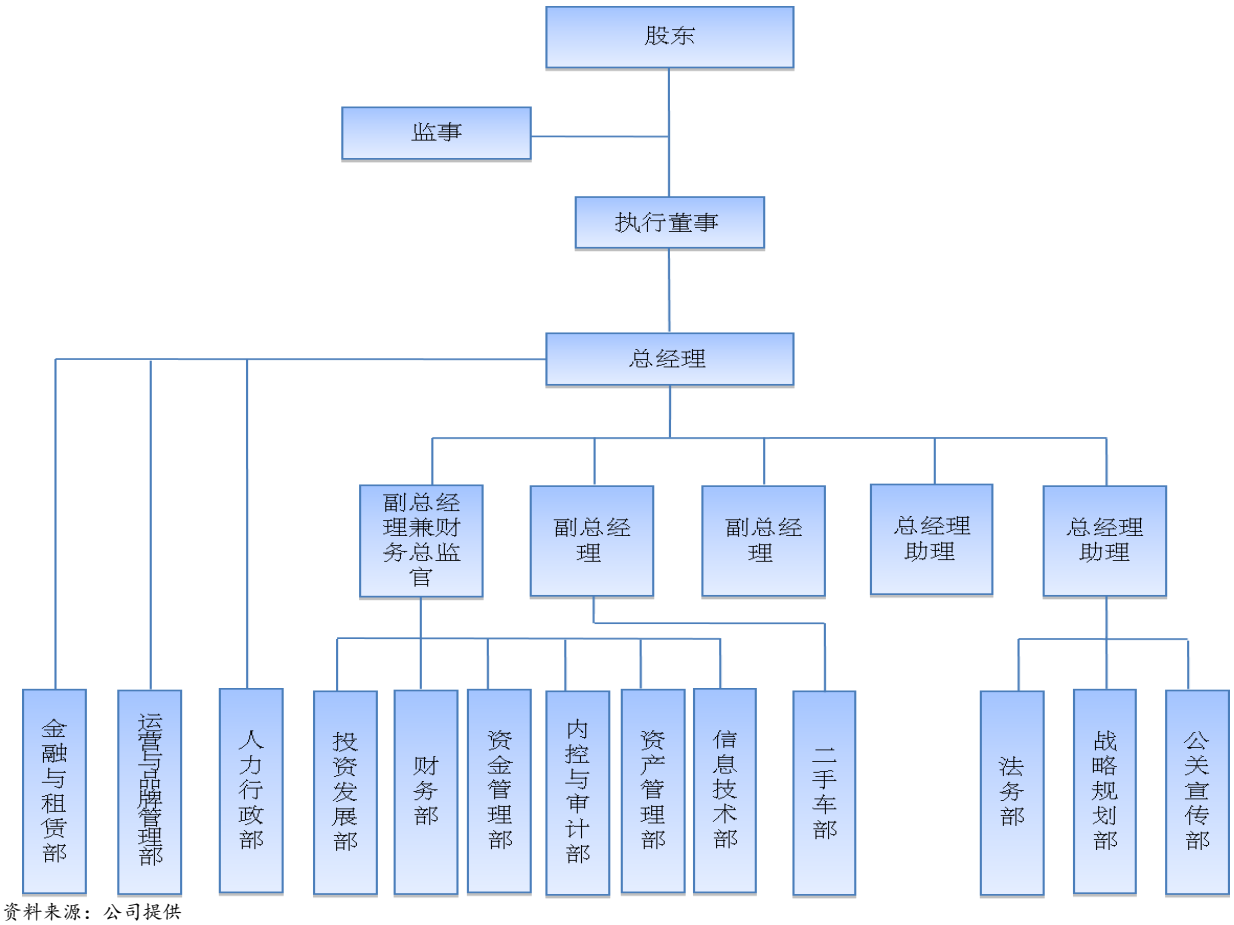
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，同时维持“18广汇G1”“18广汇G2”“18汽车G3”、“20汽车G1”和“20广汇G2”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	75.86	63.46	88.85	69.49
资产总额(亿元)	1126.28	1159.60	1233.94	1169.31
所有者权益(亿元)	340.25	361.34	377.44	384.11
短期债务(亿元)	504.59	550.29	541.00	452.56
长期债务(亿元)	108.77	93.36	136.76	143.65
全部债务(亿元)	613.36	643.65	677.76	596.21
营业收入(亿元)	1286.57	1333.05	1221.10	321.43
利润总额(亿元)	43.75	38.76	24.09	8.48
EBITDA(亿元)	77.21	73.50	59.87	--
经营性净现金流(亿元)	14.65	73.19	21.82	-72.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	54.43	57.22	62.32	--
存货周转次数(次)	7.81	7.78	7.07	--
总资产周转次数(次)	1.17	1.17	1.02	--
现金收入比(%)	122.85	119.90	118.61	112.19
营业利润率(%)	10.15	9.50	7.98	8.27
总资本收益率(%)	5.83	5.25	4.22	--
净资产收益率(%)	10.21	8.52	5.62	--
长期债务资本化比率(%)	24.22	20.53	26.60	27.22
全部债务资本化比率(%)	64.32	64.05	64.23	60.82
资产负债率(%)	69.79	68.84	69.41	67.15
流动比率(%)	99.96	100.46	104.29	105.66
速动比率(%)	74.94	78.86	79.20	79.27
经营现金流动负债比(%)	2.22	10.96	3.18	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.35	0.43	0.35
全部债务/EBITDA(倍)	7.94	8.76	11.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.69	3.35	2.57	--

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. 2021 年 1—3 月财务报表数据未经审计；3. 合并口径中其他流动负债中的短期应付债券余额已经纳入短期债务及相关指标测算
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.96	21.37	44.61	36.63
资产总额(亿元)	493.99	470.34	502.26	507.97
所有者权益(亿元)	200.35	200.97	210.10	210.49
短期债务(亿元)	129.16	117.82	82.05	87.88
长期债务(亿元)	73.16	40.94	46.34	49.50
全部债务(亿元)	202.32	158.75	128.39	137.38
营业收入(亿元)	32.56	31.13	27.47	5.15
利润总额(亿元)	0.79	7.37	12.79	0.42
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	16.46	15.13	14.55	8.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.85	2.45	1.83	--
存货周转次数(次)	38.50	22.07	61.50	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	120.73	106.79	103.11	207.77
营业利润率(%)	46.80	58.79	56.85	68.16
总资本收益率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	0.44	3.62	6.35	--
长期债务资本化比率(%)	26.75	16.92	18.07	19.04
全部债务资本化比率(%)	50.24	44.13	37.93	39.49
资产负债率(%)	59.44	57.27	58.17	58.56
流动比率(%)	97.62	84.84	89.64	92.69
速动比率(%)	97.27	84.66	89.64	92.69
经营现金流动负债比(%)	7.47	7.22	6.44	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.18	0.54	0.42
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。