

信用等级公告

联合[2018]1464 号

广汇汽车服务有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对广汇汽车服务有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

广汇汽车服务有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广汇汽车服务有限责任公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月十六日



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>

广汇汽车服务有限责任公司

公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本次发行规模：不超过人民币 40 亿元
本期发行规模：基础发行规模为 2 亿元，可超额配售不超过 16.85 亿元（含）
本期债券期限：3 年，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
担保方：广汇汽车服务股份公司
担保方式：全额不可撤销连带责任保证担保
评级时间：2018 年 7 月 16 日
主要财务数据：
发行人

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	755.25	877.37	1,069.65	992.98
所有者权益（亿元）	216.34	226.42	307.25	319.88
长期债务（亿元）	39.16	115.82	152.24	126.37
全部债务（亿元）	453.85	523.69	605.88	506.57
营业收入（亿元）	937.00	1,183.04	1,261.05	309.79
净利润（亿元）	21.52	30.28	40.64	11.91
EBITDA（亿元）	48.57	61.85	78.48	--
经营性净现金流（亿元）	55.45	21.77	26.51	-89.66
营业利润率（%）	8.92	8.50	9.27	9.75
净资产收益率（%）	11.43	13.68	15.23	3.80
资产负债率（%）	71.36	74.19	71.28	67.79
全部债务资本化比率（%）	67.72	69.81	66.35	61.29
流动比率（倍）	0.98	0.92	1.06	0.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.79	4.50	4.42	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.58	3.28	4.16	--

担保方

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	758.11	1,119.60	1,352.46	1,257.01
所有者权益（亿元）	219.02	287.55	442.37	456.75
营业收入（亿元）	937.00	1,354.22	1,607.12	394.69
净利润（亿元）	21.18	30.43	45.05	13.33
资产负债率（%）	71.11	74.32	67.29	63.66

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；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、公司及担保方 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“公司”或“广汇有限”）的评级，反映了公司作为汽车经销行业龙头广汇汽车服务股份公司（以下简称“广汇汽车”）的核心子公司，近年来不断扩大经营规模、营业收入和利润规模增长较快，规模优势明显，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务，市场综合竞争力得到提高。2017 年，股东广汇汽车对公司增资，公司资本实力有所增强。同时，联合评级也关注到当前汽车产销增速放缓，公司整车销售业务采购议价能力较弱，汽车销售毛利率较低，预付账款、存货规模较大占压营运资金，受限资产规模较大，商誉占比较高，债务负担较重、经营性净现金流大幅下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的逐渐完工，对外收购项目的深化整合，经营网络的不断扩大，以及汽车维修养护、保险代理、二手车代理、租赁等后市场业务的不断扩大，公司经营情况将保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期公司债券由公司母公司广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。广汇汽车作为上市公司，具有较强的融资能力和资源整合能力，其所提供的担保对本期债券的信用水平有显著的提升作用。

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

优势

1. 公司是汽车经销行业龙头广汇汽车的核心子公司，近几年不断扩大经营网络并加强

内部管理控制，经营规模不断扩大，覆盖汽车品牌增加，经营实力得到增强。

2. 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。

3. 2017年，股东广汇汽车对公司增资，公司资本实力有所增强。公司营业收入增速较快，经营性现金流入规模较大，收入实现质量较好。

4. 公司银行授信额度宽裕，融资渠道较为顺畅；担保方广汇汽车作为上市公司，在资本市场融资具有一定便利条件。

关注

1. 汽车经销行业实行汽车品牌授权经营模式，公司对上游整车生产制造商依赖较大，汽车品牌授权经营合同到期需要续签，存在授权中止或合同条件变化给公司经营带来不利影响的风险。

2. 公司整车采购集中度较高，对整车厂议价能力较弱；购销之间存在时滞，预付款项和存货规模较大，存在一定资金占用风险；整车销售季节性波动较大，毛利润较低。

3. 公司近几年对外收购较多，规模扩张较快，商誉规模较大，若被收购企业业绩未达预期，商誉或将存在减值风险。公司债务负担较重，债务结构有待优化且存在一定长期债务集中偿付压力。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

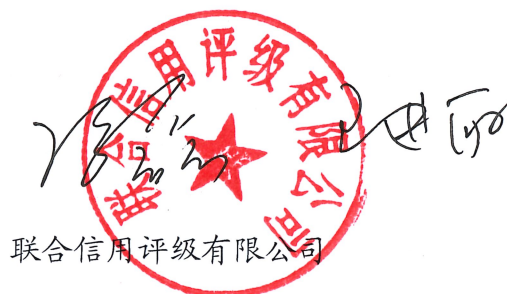
本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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

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

分析师：



一、主体概况

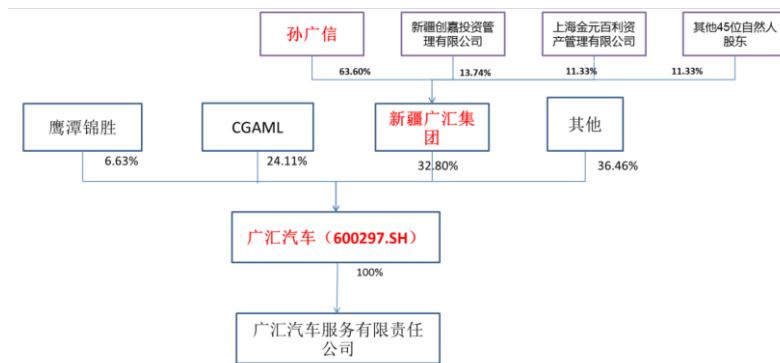
广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“广汇有限”或“公司”）设立于 2006 年 6 月，设立时的名称为广汇汽车服务股份公司，是由新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（出资占比 49.66%，以下简称“广汇集团”）、广西物资集团总公司（出资占比 10.86%）、新疆机电设备有限责任公司工会委员会（出资占比 10.18%）、上海汇能投资管理有限公司（出资占比 7.75%）、新疆专用汽车有限责任公司（出资占比 7.44%）、新疆滚动轴承制造有限责任公司（出资占比 6.91%）、河南物产有限公司（出资占比 2.05%）以及朱玉喜（出资占比 1.80%）、沈国明（出资占比 1.80%）和龙汉维（出资占比 1.55%）作为发起人共同发起设立的股份有限公司。广汇汽车服务股份公司设立时的注册资本为 6.51 亿元，其中货币实缴出资 0.92 亿元、股权认购出资 5.59 亿元；实收资本为 0.92 亿元，认购出资的股权为新疆机电设备有限责任公司、广西壮族自治区机电设备有限责任公司及河南省裕华汽车贸易集团有限公司三家公司 100% 的股权。

历经数次减资、增资以及股权变更，截至 2015 年 6 月 8 日，广汇汽车服务股份公司注册资本为 42.50 亿元，股东分别为广汇集团（股权占比 44.25%）、China Grand Automotive（Mauritius）Limited（股权占比 33.35%）、鹰潭锦胜投资有限合伙企业（股权占比 9.18%）、天津正和世通股权投资基金合伙企业（有限合伙）（股权占比 6.59%）、新疆友源股权投资合伙企业（有限合伙）（股权占比 3.30%）、Blue Chariot Investment Limited（股权占比 3.20%）和南宁邕之泉投资管理中心（有限合伙）（股权占比 0.12%）。

2015 年 6 月，广汇汽车服务股份公司参与美罗药业股份有限公司（以下简称“美罗药业”）的重大资产重组，包括美罗药业以其截至 2014 年 6 月 30 日除可供出售金融资产外合法拥有的全部资产及负债与广汇汽车服务股份公司的股东所持有的广汇汽车服务股份公司 100.00% 股权的等值部分进行资产置换等内容；此次股权过户完成后，广汇汽车服务股份公司的唯一股东变更为美罗药业，又因为美罗药业更名为“广汇汽车服务股份公司”，广汇有限的股东变更为“广汇汽车服务股份公司”。2015 年 6 月 8 日，广汇汽车服务股份公司股权已过户至美罗药业名下，因广汇汽车服务股份公司不再具备股份有限公司组织形式，其名称由“广汇汽车服务股份公司”变更为“广汇汽车服务有限责任公司”，并于 2015 年 6 月 9 日在桂林市工商局完成各项工商登记，领取了变更后的营业执照。

2015 年 7 月，广汇有限母公司广汇汽车服务股份公司（以下简称“广汇汽车”，股票简称：广汇汽车；股票代码：600297.SH）以现金向其增资 57.50 亿元，增资完成后，广汇有限的注册资本变更为 100.00 亿元。2017 年 12 月 21 日，广汇汽车对公司现金增资 55.41 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 155.41 亿元，公司是广汇汽车的全资子公司，实际控制人为孙广信先生。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：汽车及配件销售、二手车销售、汽车维修、汽车保险代理、汽车及配件进出口的项目开发；汽车装饰装潢、汽车租赁、汽车信息咨询。

截至 2018 年 3 月底，公司设有资金管理中心、财务管理部、投资发展部、资产管理部、信息技术部、金融与租赁部、二手车部等 14 个职能部门（见附件 1），并设华北大区、西北大区、华东大区、华中区域、重庆区域、广西区域等 12 个大区/区域；下设 678 家 4S 店（每家 4S 店均具有独立法人资格），在职员工共 43,714 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,069.65 亿元，负债合计 762.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）307.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 216.75 亿元。2017 年，公司实现营业收入 1,261.05 亿元，净利润（含少数股东损益）40.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 39.30 亿元；经营活动现金流量净额 26.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 96.70 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 992.98 亿元，负债合计 673.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）319.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 308.78 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 309.79 亿元，净利润（含少数股东损益）11.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.47 亿元；经营活动现金流量净额为-89.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-93.89 亿元。

公司注册地址：桂林市中山北路 147 号；法定代表人：李建平。

二、本次及本期债券概况

1. 本次及本期债券概况

经证监许可[2017]304 号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 40 亿元（含 40 亿元）的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券采用分期发行的方式，其中“广汇汽车服务有限责任公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”为首期发行，债券简称“17 广汇 G1”，债券代码“143092.SH”，发行时间为 2017 年 7 月 11 日，发行规模 11.70 亿元，期限为 3 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 7.29%；“广汇汽车服务有限责任公司公开发行 2017 年公司债券（第二期）”为第二期发行，债券简称“17 广汇 G2”，债券代码“143315.SH”，发行时间为 2017 年 10 月 11 日，发行规模 9.45 亿元，期限为 3 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 7.48%。

本期债券名称为“广汇汽车服务有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），为本次债券的第三期发行，基础发行规模 2 亿元，可超额配售不超过 16.85 亿元（含 16.85 亿元），债券期限为 3 年，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券存续期内的票面利率将根据簿记建档结果确认。本期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。

本期债券由公司母公司广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，其中 1 亿元拟用于补充营运资金，剩余拟用于偿还借款。

三、行业分析

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. 行业概况

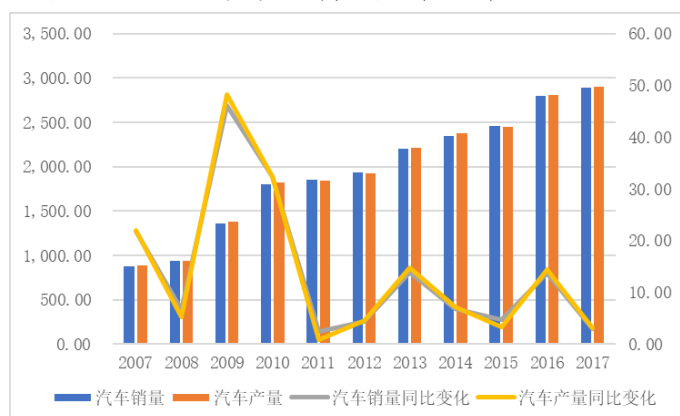
汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。中国汽车工业的发展始于五十年代，至今已有五十多年的历史。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。随着汽车行业的快速发展，汽车销售及维修服务等产业的规模不断扩大，成为隶属于汽车行业的重要子行业。

汽车行业

近年来，受益于政策刺激和人民生活水平的提高，中国汽车工业自 2000 年以来步入快速发展，2009 年首次超过美国成为世界汽车产销第一大国；2011 年以来，受取消购置税减免以及汽车以旧换新等政策到期因素影响，销量增速的整体水平相比之前年度有显著放缓。从汽车普及程度来看，目前，中国的千人保有量相当于美国上世纪三十年代水平，普遍低于欧美发达国家，（美国 770 辆/千人、加拿大 625 辆/千人、德国 526 辆/千人、日本 526 辆/千人、中国大约 110~120 辆/千人），在发展中国家也只能算中等水平。

我国汽车行业整体呈上升趋势，但受购置税、节能惠民补贴等产业调控政策的影响，汽车行业增速波动较大。从下图可以看出，2003 年以来，我国汽车产销量呈逐年上升趋势，特别是 2009 年、2010 年、2013 年及 2016 年，在汽车购置税减免等优惠政策的刺激下，汽车市场新增购车和换购需求的释放，汽车产销量增速较快。

图 2 2007~2017 年我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

2017 年，我国全年汽车累计产量和销量分别为 2,901.54 万辆和 2,887.89 万辆，同比增长 3.19% 和 3.04%，增幅较 2016 年大幅下降，与 2015 年基本持平，主要由于购置税优惠幅度减小，乘用车市场在 2016 年 12 月份出现提前透支所致。其中乘用车累计产量和销售分别为 2,480.67 万辆和 2,471.83 万辆，同比增长 1.58% 和 1.40%；商用车累计产量和销量分别为 420.87 万辆和 416.06 万辆，同比增长 13.81% 和 13.95%。

新能源汽车方面，2017 年新能源汽车产量和销量分别为 79.40 万辆和 77.70 万辆，同比大幅增长 53.58% 和 53.23%，增速与 2016 年基本持平，维持高速增长态势。其中，纯电动汽车销量为 65.20 万辆，同比大幅增长 59.41%；插电式混合动力汽车销量为 12.50 万辆，同比增长 27.55%。

整体看，汽车工业作为拉动中国经济增长的主导力量之一，经历了早期的快速增长阶段之后，进入了品牌竞争日益激烈销量增速放缓的阶段，整个产业链的经营压力加大。我国汽车普及率与发达国家仍有较大差距，一、二线城市由于保有量水平已较高、人口和交通压力大，未来一个阶段的增长潜力有限；三、四线城市购车需求增长，且随着城镇化和工业化进程的推进，汽车普及、尤其是 SUV 和 MPV 仍有较大的消费增长空间，是未来增长的主要动力。

汽车经销行业

2005 年前，国内汽车销售行业经营形态包括有形市场、4S 店、二三级经销商甚至无资质汽车销售店，整体呈现“散、乱、杂”局面。为了促进汽车销售行业的规范发展，国家于 2005 年 4 月 1 日开始实施《汽车品牌销售管理办法》（下称“《办法》”），规定汽车经销商应当在汽车供应商授权的范围内从事汽车销售、售后服务、配件供应等活动，不得以任何形式从事非授权品牌汽车的经营。《办法》的出台推动了国内 4S 店快速发展，使其成为汽车销售的主要模式；但也令汽车经销商在经营规模、范围、地域、车型、利润空间（整车进货及销售价格均由整车厂商决定）等方面受到整车制造厂商的制约，对上游的议价能力较弱。

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、庞大集团为代表的全线品牌型，国机汽车、中升集团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。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知名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。

汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。2014 年，在汽车市场销量增速放缓的背景下，汽车经销市场竞争日趋激烈，部分整车销售价格下探，进销差价空间萎缩，加上需求降

低导致汽车经销商去库存压力加大，新车销售利润率下降，部分经销商发生亏损。2015 年，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，当期的汽车市场销量增速进一步下滑，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。

根据中国汽车流通协会统计数据显示：截至 2017 年末，中国汽车经销商百强企业共设立 4S 网点 6,267 家，同比增长 4.21%，增速下降 4.62 个百分点；百强企业 2017 年完成整车销量 749.9 万台，同比增长 5.7%，增速下降 11.1 个百分点，二手车销售 98.0 万台，同比增长 23.58%，增速同比下降 48.44 个百分点，主要系上年同期市场扩张较快所致。收入和盈利方面，2017 年，中国汽车经销商百强企业实现营业收入 16,420 亿元，同比增长 9.5%，较上年下降 8.4 个百分点；盈利指标有所回升，2015~2017 年毛利率分别为 4.47%、7.50%和 9.10%，同期的净利率分别为 1.22%、1.70%和 2.10%。整体看，2017 年中国规模以上汽车销售企业的 4S 店数量和营业收入呈上升态势，但增速有所下降；盈利能力有所回升，但整体利润空间仍较薄。

表 1 2017 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	1,607.12	1,100,261
2	中升集团控股有限公司	862.90	379,565
3	利星行汽车	801.10	205,861
4	庞大汽贸集团股份有限公司	704.85	495,900
5	上海永达控股（集团）有限公司	625.78	206,823
6	恒信汽车集团股份有限公司	515.81	274,134
7	国机汽车股份有限公司	502.40	156,222
8	大昌行集团有限公司	422.19	124,388
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	387.41	242,000
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	375.16	139,297

资料来源：中国汽车流通协会

总体看，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；我国汽车经销商数量较多，利润空间交薄。

汽车售后服务

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%，其余均源于包含零部件供应在内的汽车后市场。

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 年内达到最大。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。

根据中国汽车流通协会对全国汽车经销商百强企业营业收入结构的统计，2017 年，新车销售、二手车销售、售后服务和金融保险（含租赁）四大核心业务分别贡献了营业收入的 80.10%、4.90%、9.60%和 5.10%；2014 年以来，新车销售的收入贡献逐年小幅下降。

表 2 近年中国汽车经销百强企业收入结构（单位：%）

年份	新车销售	二手车销售	售后服务	金融保险（含租赁）
2014	85.30	2.40	8.70	2.10
2015	82.30	2.20	8.90	3.80
2016	81.50	4.10	9.50	3.90
2017	80.10	4.90	9.60	5.10

资料来源：Wind 资讯，中国汽车流通协会。

注：上表仅体现新车销售等四项核心业务对收入的贡献情况，另有未统计的辅助类收入，所以四项收入比重之和可能小于 100%。

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。

总体看，随着汽车销售数量的逐渐增多，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。

2. 行业上下游情况

汽车经销及售后服务作为汽车产业链的一部分，上游为整车制造商，下游直接面对消费者。目前，国内整车制造主要以乘用车为主，本部分主要分析乘用车供给和消费影响。

上游情况

汽车制造行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。近年来，汽车制造行业集中度不断提高，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七家。2017 年，中国汽车销量前 5 名的企业（集团）共销售汽车 1,976.76 万辆，占汽车销售总量的 68.45%（同比下降 2.07 个百分点）；中国汽车销售前 10 名的企业（集团）共销售汽车 2,556.24 万辆，占汽车销售总量的 88.52%（同比上升 0.18 个百分点）。2017 年，国内前十家汽车生产企业市场占有率与 2016 年基本一致，行业集中度较高。

整体看，我国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的格局，集中度较高，每家整车生产企业在品牌、产品议价等方面处于优势地位。

表 3 2016~2017 年国内前十家汽车生产企业销量及市场占有率排名（单位：万辆、%）

排名	2016 年			2017 年		
	汽车制造商	销量	占有率	汽车制造商	销量	占有率
1	上海汽车集团股份有限公司	647.16	23.09	上海汽车集团股份有限公司	691.64	23.95
2	东风汽车集团股份有限公司	427.67	15.26	东风汽车集团股份有限公司	412.07	14.27
3	中国第一汽车集团公司	310.57	11.08	中国第一汽车集团公司	334.60	11.59
4	中国长安汽车集团股份有限公司	306.34	10.93	中国长安汽车集团股份有限公司	287.25	9.95
5	北京汽车集团有限公司	284.67	10.16	北京汽车集团有限公司	251.20	8.70
6	广州汽车工业集团有限公司	164.92	5.88	广州汽车工业集团有限公司	200.10	6.93
7	长城汽车股份有限公司	107.45	3.83	吉利汽车控股有限公司	130.52	4.52
8	吉利汽车控股有限公司	79.92	2.85	长城汽车股份有限公司	107.02	3.71
9	华晨汽车集团控股有限公司	77.44	2.76	华晨汽车集团控股有限公司	74.57	2.58
10	奇瑞汽车股份有限公司	69.85	2.49	奇瑞汽车股份有限公司	67.27	2.33
--	合计	2,475.99	88.34	合计	2,556.24	88.52

资料来源：中国汽车工业协会

产量方面，2015~2017 年，乘用车产量分别为 2,107.94 万辆、2,442.07 万辆和 2,480.67 万辆，三年增长率分别为 5.78%、15.50%和 1.58%。其中 2016 年增速较高系汽车购置税减免等优惠政策的刺激所致；2017 年乘用车产量增速大幅下降，主要由于购置税优惠幅度减小，乘用车市场在 2016 年 12 月份出现提前透支所致。

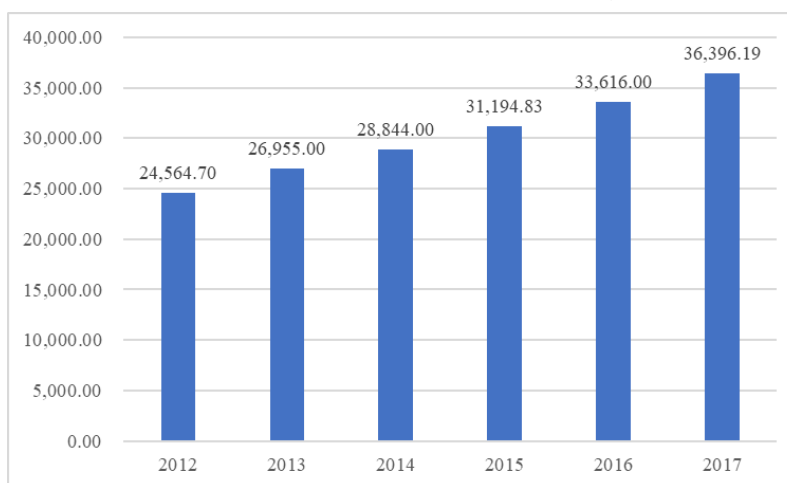
总体看，汽车经销上游制造领域集中度较高，形成了较大的汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；汽车行业产量整体呈增长状态。

下游情况

汽车经销商下游直接面对消费者，汽车需求主要是受到居民人均可支配收入、国家政策、公路基础设施建设、燃油价格等因素的影响。

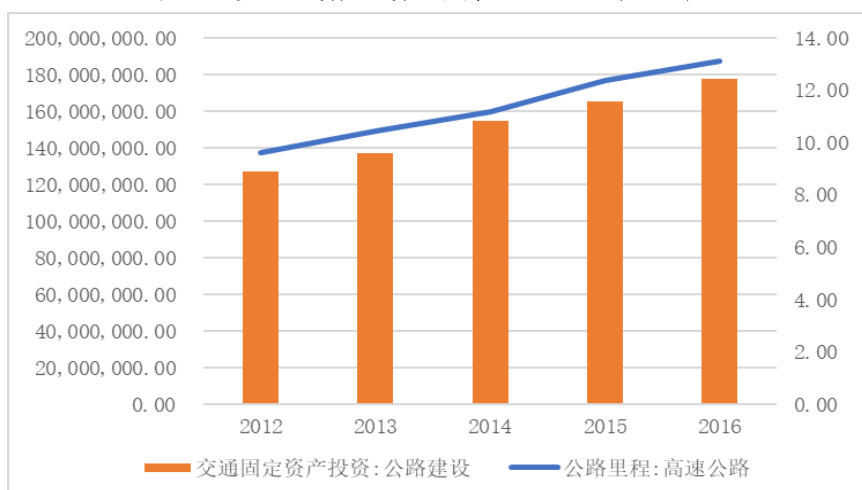
近年来，城镇居民人均可支配收入持续平稳增长，没有出现急剧的增加或减少，对乘用车的需求提供一定的支撑作用，2017 年我国城镇居民人均可支配收入 3.64 亿元，同比增长 8.27%。在公路建设上，近几年国家投入的固定资产投资额也是逐年增长的，保持 5%以上的增速，使得高速公路里程数增长至 2016 年的 13.10 万公里，这为城际之间的交通提供了很大便利，从而提升了乘用车的需求。燃油价格以及国家相关政策是影响乘用车细分领域产销量发生结构性变化的重要原因，98%以上的乘用车使用汽油作为动力燃料，但是汽油作为汽车燃料，近几年来对环境造成污染越来越严重，随着国家对新能源汽车补贴政策的出台，新能源汽车销量迅速增长，市场份额逐年提高，如下图所示。

图 3 2012~2017 年城镇居民人均可支配收入情况（单位：元/年）



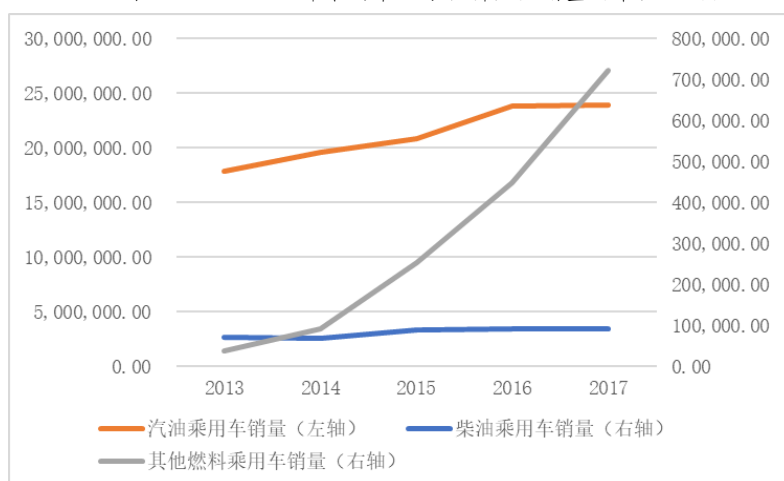
资料来源：wind 资讯

图 4 2012~2016 年公路建设固定资产投资额和高速公路里程情况（单位：亿元、万公里）



资料来源：wind 资讯

图 5 2013~2017 年乘用车细分燃料类型销量（单位：辆）



资料来源：wind 资讯

总体看，人均可支配收入的提高、公路基础设施的改善，推动了汽车消费需求的增长；燃油成本的上升以及对环境的影响引发了政府对传统汽车限购和对节能及新能源汽车的补贴，推动了新能源汽车的需求。

3. 行业政策

工商总局叫停汽车品牌经销商备案

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

在传统的汽车品牌销售模式下，容易形成市场资源的垄断，经销商对价格的控制力度强，汽车品牌授权经销商备案的停止实施，将加大市场竞争力度以及市场调节能力，促进了经销商服务的规范性和价格的合理性。

1.6 升及以下排量乘用车购置税优惠

2015 年 9 月，国务院常务会议确定支持新能源和小排量汽车发展措施，促进调结构扩内需，会议提出三项具体措施：①完善新能源汽车扶持政策，支持动力电池、燃料电池汽车等研发，开展智能网联汽车示范试点（财税[2015]104 号）；各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。②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。③加快淘汰营运黄标车，开展清理整顿专项行动。允许地方政府将盘活的财政存量资金用于推动淘汰工作，确保到 2017 年全国基本淘汰黄标车。上述政策一方面将刺激小排量汽车的销量，同时对于较少采用涡轮增压技术、排量多在 1.6 升以上的车型销售一定程度上有所影响。

2016 年 12 月，财政部和国家税务总局印发《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》，自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。

限行、限购政策的实行

为解决城市交通拥堵问题，近年陆续有城市出台限购汽车政策，目前已有北京、上海、广州、贵阳、天津、杭州、深圳和石家庄（对于家庭的第三辆个人轿车实施限行、限购，对于第 1~2 辆还是不予限制的）共 8 个城市实行了限行、限购政策，其他大中城市推行汽车限购限行政策的预期也在不断升温，对所涉城市增购新车的需求形成了一定的制约。同时，政策的出台以及相关预期也会影响国内的消费格局：中低端产品的需求将转向相对高端的汽车品牌以求一步到位的消费，对产品以中低端产品为主的自主品牌车企形成较大的压力；鉴于在一线城市将面临的更大销售压力，中低端产品进而选择转向三、四线城市，销售渠道进一步下沉。

新能源汽车补贴及节能减排鼓励政策

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 年末到期后，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。2016 年 12 月，财政部、科技部、工业和信息化部和发展改革委联合印发《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建[2016]958 号），通知指出，在保持 2016~2020 年补贴政策总体稳定的前提下，调整新能源汽车补贴标准。进一步完善新能源货车和专用车补贴标准，按提供驱动动力的电池电量分档退方式核定。除燃料电池汽车外，各类车型 2019~2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。

在新能源汽车公共交通推广领域，2015 年 3 月 18 日，《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》发布，明确城市公交、出租汽车和城市物流是新能源汽车推广的重要领域。2015 年 5 月 14 日，《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》公布，明确至 2019 年，城市公交车成品油价格补助中的涨价补助数额与新能源公交车推广数量挂钩。

在节能减排方面，2015 年 1 月 5 日，修订的《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》发布，明确到 2020 年乘用车平均油耗降至 5.0 升/100 公里。2015 年 8 月 29 日《大气污染防治法（修订草案）》通过，增加了制定燃油质量标准应符合国家大气污染物控制

要求的规定。2015年9月30日,《关于贯彻落实减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税有关问题的通知》发布,明确自2015年10月1日起至2016年12月31日止,对购置1.6升及以下排量乘用车减按5%的税率征收车辆购置税。由于近三年来,汽车市场价格体系和产品体系发生重构,本次进入补贴名单的车型涵盖了大部分合资品牌车型以及部分豪华车,受惠范围更为广泛,致使去年9月开始汽车市场产销回升。

在补贴减税方面,2015年4月22日《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》发布,明确未来五年新能源汽车补贴标准将依据节能减排效果,并综合考虑生产成本、规模效应、技术进步等因素逐步退坡。2015年5月7日,《关于节约能源使用新能源车船车船税优惠政策的通知》发布,明确对使用新能源车船免征车船税,节约能源车船减半征收车船税。根据2016年1月20日发布的《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》,财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委对新能源汽车推广应用实施情况及财政补贴资金使用管理情况进行专项核查。核查范围包括2013、2014年获得中央财政补助资金的新能源汽车以及申请2015年度中央财政补助资金的新能源汽车,覆盖全部车辆生产企业及新能源汽车运营企业、租赁企业、企事业单位等新能源汽车用户。2016年12月29日,财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》(财建[2016]958号),通知指出将调整完善推广应用补贴政策:1、提高推荐车型目录门槛并动态调整;2、在保持2016~2020年补贴政策总体稳定的前提下,调整新能源汽车补贴标准;3、改进补贴资金拨付方式。通知还指出要落实推广应用主体责任及建立惩罚机制。

在充电设施方面,2015年10月9日《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》发布,指出到2020年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系。2015年11月17日《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020年)》发布,明确到2020年,全国将新增集中式充换电站1.2万座,分散式充电桩480万个。2015年12月,五部委就“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策征求意见。2016年7月25日,国家发改委、国家能源局、工业和信息化部、住房城乡建设部印发《关于加快居民区电动汽车充电基础设施建设的通知》(发改能源[2016]1611号),要求进一步落实地方政府主体责任,充分调动各有关方面积极性,切实解决居民区电动汽车充电基础设施建设问题。

公车改革方案实施

《关于全面推进公务用车制度改革的指导意见》和《中央和国家机关公务用车制度改革方案》相继出台,按照《方案》要求,政府将取消一般公务用车,普通公务出行社会化,适度发放公务交通补贴。

上海自贸区平行进口放开

2014年11月,国务院发布《国务院办公厅关于加强进口的若干意见》,明确要进一步优化进口环节管理,其中包括调整汽车品牌销售有关规定,加紧在中国自由贸易试验区率先开展汽车平行进口试点工作。2015年1月,上海市商务委员会官网发布《关于在中国(上海)自由贸易试验区开展平行进口汽车的通知》,正式在上海自贸试验区启动平行进口汽车试点;2015年1月15日,从外高桥平行进口车交易中心获悉,自贸区平行进口车上海区域内8家试点企业在1月15日正式出售进口车。

上海自贸区的平行进口试点,是对创新进口汽车销售模式、完善汽车消费管理制度进行有益的探索。随着越来越多的贸易商取得直接从国外进口汽车的资格,国内消费者有望在购买进口汽车方面获得更优的价格和服务。对于国内的汽车生产企业,平行进口的试点挤占了目前市场中对

中高端车型的消费需求，在价格对国内生产的汽车形成了压力；但考虑平行进口尚处试点阶段，销售规模相对小，且存在地域局限，短期内对国内市场影响有限。

商务部发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》已经 2017 年 2 月 20 日商务部第 92 次部务会议审议通过，自 2017 年 7 月 1 日起施行。经商发展改革委、工商总局同意，《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令 2005 年第 10 号）同时废止。该办法打破了汽车销售品牌授权单一体制，汽车流通体系进入社会化发展阶段，重新调整了厂家与经销商之间的关系。根据新办法，经销商销售汽车可不经供应商授权（须做出提醒说明），有助于拓宽汽车销售渠道；经销商可为其他品牌汽车提供配件和售后服务，供应商不得限制经销商销售整车、配件的种类或数量，有助于扩大经销商的销售权限。

调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策

2018 年 2 月 12 日，财政部、工业和信息化部、科技部和发展改革委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，指出调整完善推广应用补贴政策，提高技术门槛要求、完善新能源汽车补贴标准和分类调整运营里程要求；进一步加强推广应用监督管理，加快完善信息化监管平台、建立与补贴挂钩的整车和电池“一致性”抽检制度以及拓宽监督渠道夯实监管责任；进一步优化推广应用环境，建立统一市场、落实生产者责任提高生产售后服务管理水平。

总体看，汽车行业是关系到国计民生的重要行业，汽车领域受到政府较多的政策调控；汽车产业链较长，涉及领域较广，受各类政策影响较大。

4. 行业关注

限购、限行城市增多，对汽车经销行业发展产生冲击

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。

汽车经销商议价能力较弱，资金占用较大

汽车经销处于汽车行业下游，实行品牌授权经营模式，上游整车制造商拥有品牌优势，汽车经销商处于相对劣势地位。在汽车采购方面，汽车经销商一般实行预付货款的方式，形成较大规模存货，对资金需求较大，对资金链顺畅依赖较大。

5. 未来发展

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。

整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在国内、特别是在沿海地区已相对饱和，短期内市场步入低速增长已难以避免，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”、“限迁”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。

新能源汽车销售规模有望持续增长

国家大力支持新能源汽车的发展，新能源汽车补贴、税收减免及充电设施建设等政策方案及措施陆续出台。2016 年新能源汽车的产量及销量均大幅增长，未来新能源汽车将成为汽车行业的重要组成部分。同时，政府加大新能源汽车补贴使用情况的管理，有利于新能源汽车长远健康发展。

汽车金融业务发展

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。

在欧美发达国家，汽车金融服务已成为汽车产业环节中最具有价值的环节，全球通过金融方式实现汽车消费额 70%，汽车融资服务总额在 1 万亿美元以上，其中美国超 80%。

未来，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，对汽车金融的需求较大。

消费需求向三、四线城市转移

随着宏观经济下行趋势的显现、环境问题持续引起关注、实行限购限行一、二线城市数量的增加，汽车销量增速大幅放缓，国内汽车市场已经出现了需求向三、四线城市转移的迹象以及从东部向西部转移的趋势。

总体看，汽车行业未来仍有较好的增长潜力，将带动汽车经销行业继续增长；未来汽车销售盈利重心将逐渐向汽车后市场转移。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司以乘用车业务为核心，一直奉行“聚焦中西部地区、聚焦中高端品牌”的核心发展战略，不断巩固和开拓中西部市场，坚持多区域、以中高端品牌经营为主的发展方向，立足乘用车经销行业，以新建与收购并重的策略不断扩张经销网络，有效整合优势资源，实施精细化管理，公司的业务规模、营业收入和盈利水平持续快速增长。

公司是国内排名前列的汽车经销商，根据中国汽车流通协会发布的汽车经销商排行榜，2014 年公司排名第二位（以“广汇汽车服务股份公司”的名义），2015~2017 年公司连续排名第一位（以“广汇汽车服务股份公司”的名义）。根据中国汽车流通协会的数据，2017 年，广汇汽车服务股份公司营业收入 1,607.12 亿元，是国内唯一一家营业收入超千亿规模的汽车经销商集团，远超第二名的中升集团控股有限公司（其营业收入为 862.90 亿元）；全年汽车销量（含二手车）110.03 万辆。截至 2018 年 3 月底，公司建立了覆盖 28 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，下设 678 家 4S 店（每家 4S 店均具有独立法人资格），经销品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等 57 个汽车品牌。

公司拥有完善的售后及增值服务体系，基于广阔的经销网络和庞大的客户资源基础，已初步建立较为完善的售后及增值服务体系，可为客户提供包括售后维修保养、汽车装饰美容、汽车信贷及保险代理、汽车延保、汽车救援、二手车交易等在内的全方位服务，以满足客户在汽车使用全周期内的多元化需求。

目前公司已经成为国内最大、产品最全、品牌最多、提供一站式租售购车的租赁服务商。截

至 2018 年 3 月底，公司已为超 70 万客户提供了 550 亿元的购车融资租赁服务，并为 15 万客户提供了二手车融资租赁服务，业务覆盖全国 30 个省、自治区和直辖市。

总体看，公司汽车销售量逐年增长、经销网络覆盖面较广、经销品牌以中高端为主，在乘用车经销领域处于行业内领先地位；公司售后及增值服务体系完备，在租赁服务领域具有较强的市场竞争力；在汽车经销领域具有较高的知名度。

2. 人员素质

截至 2018 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 6 人。其中，执行董事 1 人、监事 1 人、总经理 1 人、副总经理兼财务总监 1 人。公司董事、监事及高级管理人员从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司执行董事李建平先生，1960 年 8 月出生，中共党员，中国国籍，无境外居留权，本科学历。2006 年 6 月取得乌鲁木齐陆军学院经济管理学函授本科学历。1988 年 8 月至 2008 年 4 月曾任新疆军工进口汽车配件有限公司的董事长兼总经理，负责全面管理；2002 年 10 月至今在乌鲁木齐华通丰田汽车销售服务有限公司历任总经理、董事长，负责日常经营；2008 年 4 月至 2013 年 8 月曾任新疆天汇汽车服务有限公司的董事长兼总经理，负责全面管理；2012 年 5 月至 2013 年 8 月曾任公司副总裁；2013 年 9 月至今担任公司的执行董事。

公司总经理王新明先生，1972 年 9 月出生，中国国籍，无境外居留权，高中学历。2002 年 1 月至 2008 年 11 月任石家庄天河汽车贸易有限公司店面总经理、公司多店业务总经理。2008 年 11 月至 2010 年 11 月任公司河北区域管店副总经理；2010 年 6 月至 2010 年 11 月担任公司河北区域运营副总经理。2010 年 12 月至 2011 年 10 月担任公司河北区域总经理；2011 年 10 月至 2013 年 11 月担任公司华北区域总经理；2013 年 12 月至 2016 年 4 月担任公司华北大区总经理。2016 年 8 月起担任公司总经理。

截至 2018 年 3 月底，公司共有在职员工 43,714 人。从岗位构成看，管理人员占 4.25%，业务人员占 45.48%，售后人员占 38.82%，财务人员占 8.73%，行政人员占 2.72%；从学历构成看，本科及以上占 18.99%，大专占 46.96%。其他占 34.05%；从年龄结构看，30 岁及以下占 61.48%，31~40 岁占 29.66%，41~50 岁占 7.28%，50 岁以上占 1.58%。

总体看，公司高级管理人员具有多年相关行业管理经验；业务人员和售后人员占比较大，符合行业特点；公司员工学历结构能够满足行业需求，员工年轻化程度较高。

3. 外部环境

公司销售区域主要分布在中国的中西部地区。公司较为熟悉中西部地区的汽车经销业务市场环境，在管理、销售、客户资源方面有着丰富的经验。公司在新疆、广西、重庆、青海、甘肃等省市的市场拥有较高的占有率。目前，中西部地区相对竞争较少，可保证较高毛利率，且未来市场上存在较大的增长潜力。

公司于新疆、广西、重庆、兰州、安徽、贵州等多个区域的子公司属于“西部大开发”国家鼓励类产业企业，按照国家相关政策法规享受企业所得税减按 15% 缴纳等税收减免的优惠政策。2015~2017 年，公司分别收到政府补助 1.84 亿元、1.82 亿元和 1.54 亿元。

总体看，公司主要经营网点位于西部地区，市场竞争较少，增长潜力较大；公司位于西部地区的子公司属于国家鼓励类企业，得到一定的政府补助。

五、公司治理

1. 治理结构

公司依据《公司法》及其他有关法律、行政法规，建立了较为健全的法人治理结构。

公司不设股东会，由股东广汇汽车行使最高权力。

公司不设董事会，设执行董事一名，任期三年，由股东任免。执行董事任期届满，可以连任。执行董事对股东负责，向股东报告工作、执行股东的决定、决定公司的经营计划和投资方案等。

公司不设监事会，设监事一人，监事任期每届三年，任期届满，可以连任。监事任期届满未及时改选，在改选出的监事就任前，原监事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行监事职务。

公司设总经理一名，由股东决定聘任或者解聘。执行董事可以兼任总经理。总经理每届任期为三年，任期届满，连选可以连任。总经理对股东负责。总经理负责主持公司的经营管理工作，组织实施执行董事决定。

总体看，公司治理结构较为简单，但基本能够满足公司经营发展的需要。

2. 管理体制

截至 2018 年 3 月底，公司设有资金管理中心、财务管理部、投资发展部、资产管理部、信息技术部、金融与租赁部、二手车部等 14 个职能部门，并设华北大区、西北大区、华东大区、华中区域、重庆区域、广西区域等 11 个大区/区域，并且建立了较为完善合理的管理和内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《广汇汽车服务有限责任公司会计核算制度》，要求会计核算应当以公司发生的各项交易或事项为对象，记录和反映公司本身的各项生产经营活动，确保会计信息的真实性、完整性以及可比性。

对外投资方面，公司制定了《广汇汽车服务有限责任公司对外投资管理制度》，以加强公司的对外投资管理，规范公司对外投资行为。该办法界定了公司对外投资的含义与投资范围，明确了公司对外投资的决策机构、领导机构和主要负责人，要求公司投资发展部、财务部、审计部等部门共同协作，以保障对外投资的顺利进行。

对外担保方面，公司制定了《广汇汽车服务有限责任公司对外担保管理制度》，以加强公司对外担保行为的管理，控制和降低担保风险，保障公司资产安全。该制度要求对外担保应当遵循平等、自愿、互利和诚信的原则，严格把控担保风险。公司要求分公司不得对外提供任何担保，子公司对外担保需要经过公司执行董事或股东的审批。

关联交易方面，公司制定了《广汇汽车服务有限责任公司关联交易管理制度》，以规范公司的关联交易，保证公司与各关联人发生的关联交易的合法性、公允性、合理性。该办法规定了公司关联交易的基本原则，确定了关联交易的定价规则，界定了关联交易的基本流程和各部门职责。

对外融资方面，公司由资金管理部作为融资事项的管理部门，统一受理公司及各级子公司的融资申请，对融资申请进行初步审核后，根据公司章程规定的权限，逐级报批。公司明确了对融资事项审核的具体内容，规定了审核的基本流程。

子公司管理方面，公司制订了《广汇汽车服务有限责任公司子公司管理制度》，对子公司以“总部-区域-门店”的三层“矩阵式”进行管理。该办法明确的公司各级部门的权力职责，将公司子公司预算纳入公司预算管理范畴，由公司统一安排。

资金管理方面，公司专门颁布了《关于可用资金余额管理的通知》，明确了各区域每日资金管理制度，制定了资金借款往来流程，以确保借款资金安全合规使用、提高公司资金使用效率，

降低财务成本。

汽车租赁风险管理方面，公司制定了风险控制管理规则，包括《广汇租赁风险控制手册》、《逾期客户催收管理规则》、《逾期客户外包收车工作管理规定》及《车辆处置工作管理规定》等制度，并通过设立风险控制部门，制定风险控制管理规则，在客户资信审查、合同审批、租赁款催收和租赁车辆收回等方面进行风险控制。

总体看，公司通过加强对各项业务的制度化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险；考虑到公司汽车经销业务地域分布分散，下属汽车经销网点数量众多，对公司管理水平提出较高要求，公司因资产、业务和人员分散而导致的管理和风险控制压力较大。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营整车销售、维修养护服务、佣金代理和汽车租赁业务，其中整车销售是公司营业收入的主要来源。伴随公司营业规模的不断扩大，2015~2017 年，公司营业收入分别为 937.00 亿元、1,183.04 亿元和 1,261.05 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 16.01%；同期，公司分别实现净利润 21.52 亿元、30.28 亿元和 40.64 亿元，年均复合增长 37.43%，利润增幅高于收入系投资收益增长等因素所致。公司主营业务收入持续增长，占公司营业收入的比重均超过 99%，公司主营业务收入极为突出。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，其他业务收入及利润占比极小。

表 4 2015~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2015 年			2016 年			2017 年		
	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	826.02	88.49	4.21	1,049.58	88.99	4.08	1,105.02	87.89	3.93
维修服务	73.42	7.87	33.03	87.26	7.40	30.84	94.67	7.53	33.30
佣金代理	15.31	1.64	77.19	25.36	2.15	78.98	38.11	3.03	79.66
汽车租赁	18.67	2.00	71.18	17.28	1.46	70.28	19.43	1.55	68.77
合计	933.43	100.00	9.01	1,179.48	100.00	8.64	1,257.24	100.00	9.44

资料来源：公司提供

从公司主营业务收入构成来看，2015~2017 年，整车销售是公司主营业务收入的主要来源，三年占比分别为 88.49%、88.99%和 87.89%。2015~2017 年，公司整车销售收入呈持续增长态势，年均复合增长 15.66%，2017 年为 1,105.02 亿元，主要系公司通过并购和自建 4S 店，销售规模扩大所致。2015~2017 年，公司维修服务收入持续增长，年均复合增长 13.55%，2017 年为 94.67 亿元，系公司 4S 店规模扩张所致；2017 年收入占比为 7.53%。2015~2017 年，公司佣金代理业务收入逐年增长，年均复合增长 57.78%，主要系公司整车销售规模增长，客户保有量上升，佣金代理服务的客户基础增大所致，2017 年为 38.11 亿元；公司佣金代理业务收入占比较小，但受自身收入增长的影响，其占公司主营业务收入的比重不断增长，2017 年收入占比为 3.03%。公司自 2011 年起逐步开展汽车租赁业务，2015~2017 年，公司汽车租赁业务收入波动增长，年均复合增长 2.02%；2017 年收入占比为 1.55%。

从主营业务毛利率看，2015~2017 年，公司主营业务整体毛利率波动上升，近三年分别为 9.01%、8.64%和 9.44%，其中 2016 年略有下降主要系经销类业务竞争激烈，基础利润空间压缩所

致。分项来看，2015~2017 年，公司整车销售毛利率分别为 4.21%、4.08%和 3.93%，整体呈下降态势，整车销售市场竞争激烈，基础业务利润空间压缩。2015~2017 年，公司维修服务业务毛利率分别为 33.03%、30.84%和 33.30%，波动中略有上升，2016 年下降，主要系零部件的采购成本和维修技术人员的人工成本构成上升所致；2017 年上升，主要系公司收购豪华品牌较多，对应维修毛利率较高所致。2015~2017 年，公司佣金代理业务毛利率分别为 77.19%、78.98%和 79.66%，毛利水平高且呈上升态势；汽车租赁业务毛利率分别为 71.18%、70.28%和 68.77%，毛利水平较高但因融资成本的上升，导致毛利率有所下降；公司佣金代理业务和汽车租赁业务毛利率水平高，主要系二者附加在整车销售的基础上展开，成本较低所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 309.79 亿元，较上年同比增长 21.57%，主要系整车销售收入增长所致，综合毛利率为 10.08%，与上年同期基本持平，高于 2017 年全年水平，存在季节波动。整体看，经营规模扩大带来公司营业收入快速增长，公司毛利率略有上升。

总体看，近年来，伴随着经营规模的扩大，公司营业收入规模呈增长态势；公司营业收入主要来自整车销售和维修服务业务；公司整车销售毛利率水平较低，其他业务板块毛利率水平较高，毛利率波动上升。

2. 整车销售业务

公司整车销售主要为乘用车销售，此外，包含少量的商用车销售业务以及与汽车销售配套的装饰装潢业务收入。整车销售业务是公司最主要的核心业务。该部分毛利率较低，受到行业特点的影响，公司采购和销售议价能力弹性较小。近年来，随着公司不断通过并购和自建 4S 店，公司销售规模不断扩大，整车销售业务收入有所增长。截至 2018 年 3 月底，公司拥有各类品牌授权 4S 店 678 家。

（1）经营模式

管理模式方面，公司学习国际先进的管理理念，建立了较为科学、规范的组织架构。公司采取“总部-区域-店面”的三层管理模式；对于各经销网点内的任一岗位，都有行政主管和职能主管两个汇报对象，实行双线汇报。汽车经销行业的外部环境复杂多变，采用该管理模式可在有效保障各岗位专业分工的基础上，最大化实现公司内部的信息共享以及运营与品牌管理、财务、人力资源等关键职能部门的资源灵活调配，并在推进公司经销网络延伸的过程中有利于实现成本结构的合理性和精细化管理，从而提高公司整体管理能力和效率。同时，公司针对品牌进行统一管理，将区域管理与品牌管理相结合，以提高公司的整体管理效率和竞争优势。2015 年，公司引入 SAP 系统，应用于精细化管理，并逐渐向全国各区域进行试点和推广，以提高管理效率、助力公司管理层科学化决策。

运营管理方面，公司运用 KPI（关键业绩指标）运营管理体系对各区域及成员单位进行集中管理。通过对新车进货、新车销售、客户管理的 KPI 数据收集，对销售流程进行管理，建立标准的销售、维修、增值各项业务流程、库存管理及订单流程、运营系统审批及修改流程、运营管理系统结构及详细的各项系统流程；对 4S 店的销售量、维修产值、增值服务进行数据统计，进而对未达标店提出改进措施，并进行持续的跟踪，最终完成年度 KPI 指标。运营管理体系的运用，促进了下属 4S 店运营能力的提高，有效地解决了业务运营过程中的质量控制问题。

经销模式方面，公司根据《汽车品牌销售管理实施办法》的相关规定，与各汽车制造商签订授权经营合同进行经营。公司签署的授权经营合同的期限一般为一年至三年，均属一级直接授权经营；合同期满经双方协商一致后可续约，部分合同约定到期后无书面异议则自动续期。

总体看，公司专注于汽车销售业务，建立了完善的管理模式，并且通过 KPI 管理提高运营效率和质量控制；公司 4S 店主要位于中西部地区，逐渐向全国布局 4S 店销售网络，通过授权管理合同保持经营的持续运行。

（2）整车采购

从采购模式看，公司各经销网点分别依据其与品牌厂家签署的授权合同以及年度政策标准价格向厂家采购新车（依据厂家公布的价格通知），均采用订单采购。公司各经销网点在采购上与厂商保持良好沟通、维持长期合作关系，尽量争取获得更多的热销车型和更优惠的厂商政策，同时争取提升经销网点的厂商评级。

采购流程上，公司下属 4S 店根据厂商下发的购车计划，结合 4S 店所属地区的销售情况及竞争品牌情况制定采购计划。厂商在确认车款到账后安排发车。通常自车款到厂商账至新车到 4S 店的时间约在 30 天内，但由于公司 4S 店分布分散，新车到各 4S 店所花费的时间不尽相同。若是热门车型或厂商暂无库存，新车到 4S 店的时间也会有所增加。新车到达 4S 店后，各 4S 店会安排购车人提车；若暂无购车人，则将直接进库存。

公司运用 ERP 系统进行库存管理，基本维持库存当量（月末库存/下月销售计划）在 1.3 的水平，以保证公司汽车销售需求，同时避免存货过高对资金占压。公司重点采购品牌包括上海通用、上海大众、北京现代、一汽大众、东风日产等，2015~2017 年公司从前五大供应商采购金额约占总采购金额的比例分别为 52.87%、59.38%和 58.01%，其中 2016 年较上年集中度提升 6.51 个百分点，其中对上海通用和上汽大众的采购额增长较快（同比分别增长 217.29%和 117.91%）。2017 年，公司向前五大供应商采购集中度下降 1.37 个百分点至 58.01%。公司采购集中度较高符合行业特点。公司销售的汽车以国产车为主，采购进口车的比例很小。

表 5 2015~2017 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商	金额	占比
2015 年	一汽-大众销售有限责任公司	102.60	17.2
	上海通用汽车有限公司	67.21	11.27
	上海上汽大众汽车销售有限公司	52.81	8.85
	东风汽车有限公司及东风日产乘用车公司	46.93	7.87
	北京现代汽车有限公司	45.77	7.67
	合计	315.32	52.87
2016 年	上海通用汽车有限公司	213.25	19.76
	一汽-大众销售有限责任公司	173.06	16.04
	上海上汽大众汽车销售有限公司	115.08	10.66
	北京现代汽车有限公司	69.92	6.48
	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	69.49	6.44
	合计	640.79	59.38
2017 年	上海通用汽车有限公司	213.50	18.72
	一汽-大众销售有限责任公司	205.03	17.98
	上海上汽大众汽车销售有限公司	112.34	9.85
	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	71.14	6.24
	东风本田汽车有限公司	59.49	5.22
	合计	661.51	58.01

资料来源：公司提供

采购价格与结算方面，公司整车采购时以每种车型的厂商指导价作为固定购买价格。公司采

购整车与上游供货商的结算方式主要是现金、票据和厂商金融（包括极少量的信用证，占比低于0.01%）。若以现金电汇或票据采购，公司需向厂商预支付全额车款或开具车款全额的银行承兑汇票；厂商金融（一种结算方式，整车厂商先将汽车赊销给公司，公司销售该批汽车取得的货款全部交给整车生产商，直到抵消采购款为止）主要是汽车厂商给予经销商购车付款一定的赊销额度和时间，一般不超过60天，车辆在经销商出库后必须付款。2015~2017年，公司整车采购结算情况如下表所示；公司整车采购结算以票据为主，辅以厂商金融和现金电汇。整体看，公司整车采购以预付的形成为主，产生较大规模的预付款项和存货，形成资金占用，公司会根据实际进销情况采购车辆、调整库存。

表6 2015~2017年公司整车采购结算方式情况（单位：%）

年度	票据占比	厂商金融占比	电汇占比	合计
2015年	57.49	13.83	28.67	100.00
2016年	54.72	18.95	26.33	100.00
2017年	56.82	19.59	23.58	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受到汽车销售行业特点的影响，公司主要以下属4S点分别采购的形式进行整车采购，采购集中度较高；公司整车采购结算会造成较大规模的预付款项和库存，形成一定资金占用。

（3）整车销售

销售模式方面，公司以客户为中心，在标准化销售流程的基础上，根据各区域市场特点，提供同区域多品牌、多样化的市场促销活动服务，以满足不同层次消费者的多重需要。公司所有的经销网点都有统一的标准化销售流程，销售人员具备汽车行业经验，均通过了生产商的系统化培训。

销售流程上看，公司经销网点的销售流程主要包括了解客户购车意向、建立基础客户档案、介绍款型并邀请试驾、确定售价并签署销售合同等环节。当客户确定购买之后，销售人员协助其办理申请牌照、购买保险及缴交税费等其它手续，最后在专设的交车车间完成汽车交收，并向客户介绍有关汽车维修养护服务的资料。

在整车购销中，公司的利润来源主要包括购销差价及厂商的返利。厂商的返利政策因厂商、车型和不同时段都会有不同。厂商的返利主要根据对各经销商的评价打分情况确认，评价打分因素主要有销售目标达成率、客户满意度、市场占有率、售后服务、业务系统分、增值业务以及市场推广等。返利主要通过在经销商下次购车的成本中扣减。

从销售范围看，公司销售集中于中西部市场、以中高端品牌经营为主，以新建与收购并重的策略不断扩张经销网络。近年来，公司4S店扩张速度较快，公司的4S店扩张主要通过收购和新建4S店的方式进行。2015~2017年，公司通过对外收购和自建，4S店数量大幅增加。截至2018年3月末，公司建立了覆盖28个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，下设678家4S店（每家4S店均具有独立法人资格）。经销品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等57个汽车品牌，中高端品牌汽车在公司整车销售收入中占比较高。公司通过收购4S店的方式扩展业务范围，在为公司带来业务增长的同时，由于被收购的4S点分布广泛，空间跨度大，对公司收购后的整合也提出了很高的要求。公司拥有约6,600亩商业储备土地，其中289亩为待开发的储备土地，主要集中于西北、华北、陕西、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4S店。

表7 2015~2018年3月公司4S店数量变化(单位:家)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
收购4S店数量	77	93	45	23
新建4S店数量	13	23	16	0
关闭4S店数量	2	16	4	0
期末4S店保有量	498	598	655	678

资料来源:公司提供

公司自有或租赁的部分4S店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐全、物业租赁手续不完备等情形。根据母公司广汇汽车于2016年3月26日披露的《2016年度非公开发行股票申请文件反馈意见回复》,上述情况已获相应主管土地/规划/建设/房产管理部门书面确认会继续允许/支持公司在该等土地上/房屋内的经营行为。据统计,截至2017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12.81%,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64.05%;其中,分别有合计占比为8.80%(占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的68.79%)的土地及合计占比为36.12%(占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的56.39%)的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。针对上述情况中涉及的部分物业,广汇集团和公司实际控制人孙广信先生出具承诺函,承诺内容如下表。

表8 公司实际控制人和广汇集团针对使用物业产权瑕疵情况的承诺事项

承诺背景	承诺类行	承诺方	承诺内容	承诺时间	是否有履行期限
收购报告书或权益变动报告书中所作承诺	解决土地等产权瑕疵	广汇集团	在宝信汽车成为广汇汽车的控股子公司后,如宝信汽车及其子公司因其在成为广汇汽车的控股子公司之前拥有和/或租赁的土地和/或房屋不符合相关的法律法规,而被有关政府主管部门要求收回土地或拆除房屋或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任,广汇集团愿意承担宝信汽车及其子公司因前述土地收回、房屋拆除或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用,并使广汇汽车、宝信汽车及其子公司免受损害。	2015年12月	否
与重大资产重组相关的承诺	解决土地等产权瑕疵	孙广信、广汇集团	如广汇汽车及其子公司因其拥有和/或租赁的土地和/或房屋不符合相关的法律法规,而被有关政府主管部门要求收回土地或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任,承诺人承诺愿意连带承担广汇汽车及其子公司因前述土地收回或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用,并使广汇汽车及其子公司免受损害。	2015年5月	否

资料来源:2016年报

从公司整车销售区域分布看,公司的汽车4S店分布较广,主要布局在中国中西部地区,分布相对分散。2017年公司销售收入占比最高的地区为华北大区,营业收入为265.38亿元,占全年营业收入总额的21.04%,其次西北地区,销售金额为245.55亿元,占全年营业收入总额的19.45%,广西地区销售金额为148.93亿元,占全年营业收入总额的11.81%;其余省份占比均不超过10.00%;销售的区域分布与2016年基本保持一致。公司销售收入地区分布较分散,地域集中度风险较低。

表 9 2015~2017 年公司销售收入分地区构成情况（单位：亿元、%）

区域分布	2015 年		区域分布	2016 年		2017 年	
	金额	占比		金额	占比	金额	占比
新疆	110.14	11.80	华北大区	250.27	21.20	265.38	21.04
重庆	84.50	9.05	西北大区	245.55	20.80	245.25	19.45
广西	84.10	9.01	北方区域	108.68	9.20	110.43	8.76
河南	72.40	7.76	广西区域	120.36	10.20	148.93	11.81
河北	78.91	8.45	重庆区域	94.11	8.00	95.50	7.57
安徽	54.42	5.83	四川区域	91.49	7.80	88.00	6.98
陕西	42.50	4.55	贵州区域	61.00	5.20	60.49	4.80
甘肃	58.80	6.30	安徽区域	62.05	5.30	62.85	4.98
内蒙古	53.67	5.75	江西区域	55.52	4.70	57.33	4.55
四川	90.50	9.70	陕西区域	50.68	4.30	66.59	5.28
其他	203.49	21.80	华东区域	3.65	0.30	4.98	0.39
--	--	--	云南区域	19.38	1.60	35.90	2.85
--	--	--	其他	16.75	1.40	19.43	1.54
合计	933.43	100.00	合计	1,179.48	100.00	1,261.05	100.00

资料来源：公司提供

注：1、2016 年，公司重新划分了销售区；2、上表中 2015~2016 年销售数据为主营业务口径，2017 年公司其他业务并入各区域统计，上表数据为营业收入口径。

从代理品牌上看，公司经销品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等近 60 个汽车品牌，中高端品牌汽车在公司整车销量中占比较高。2015~2017 年，公司整车销售合计分别为 63.26 万辆、77.75 万辆和 77.76 万辆，持续增长，其中中高端品牌占比分别为 57.10%、53.95%和 53.25%，占比略有下降，具体如下表所示。公司通过下属子公司与整车厂合作，一般从建店开始就与各厂家保持良好合作关系；截至目前公司子公司与整车厂的合作关系从未断过，也没有发生厂家夺回授权的情况。

表 10 2015~2017 年公司中高端品牌乘用车销量情况（单位：万辆、%）

汽车品牌	2015 年	2016 年	2017 年
通用别克	9.52	11.56	11.25
通用雪佛兰	4.36	3.85	4.30
通用凯迪拉克	0.31	0.53	0.94
北京现代	6.29	6.55	4.25
上海大众	5.18	7.31	7.82
东风日产	5.05	5.81	6.40
一汽大众	5.41	6.34	6.44
小计	36.12	41.95	41.41
公司整车销售总量	63.26	77.75	77.76
中高端汽车销量占比	57.10	53.95	53.25

资料来源：公司提供

公司采取以相应销售指导价格作为参考、按照市场公允的价格进行销售定价的定价策略。每家 4S 店根据自身的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，根据公司内控授权，获得相应级别管理人员的审批即可。每辆轿车的售价由公司与消费者共同协商确定，公司销售价格会综合权衡新车指导价与新车采购价格

之间的新车毛利、所在市场的同等级产品的供给需求、经销网点自身成本结构以及厂家返利等因素。

从销售对象看，公司销售占比中个人销售占比超过 90.00%，企业客户占比较小。从结算方式上看，个人客户均为现金或电汇方式结算，主要为现款支付。

汽车经销有一定的季节波动性。总体而言，旺季一般从每年 9 月开始，一直持续到 12 月至第二年春节。由于受到厂商放量和相关促销政策的影响，公司新车销售的高峰在国庆节前后、11 月和 12 月。公司通过采取多元化的产品组合培育出多层次市场，来缓解各类汽车的季节性因素对销售产生的影响。

总体看，公司整车销售规模不断扩大，利润来源主要包括购销差价及厂商的返利；公司整车销售分布分散，华北大区和西北大区占比较高，中高端汽车占比较高；销售对象以个人客户为主，销售具有一定季节波动性。

3. 维修服务

公司汽车维修服务业务是对出现故障的汽车通过技术手段排查，找出故障原因，并采取一定措施使其排除故障并恢复达到一定的性能和安全标准的服务。公司汽车维修服务以公司庞大的客户群体为基础，是公司仅次于整车销售的第二大利润来源。

公司历来重视售后维修养护业务的发展，所有 4S 店均设有服务车间，配备经生产商培训的专业维修团队，均能提供车辆维修养护服务。对于在 4S 店与客户按生产商要求的条款订立的销售合同内写明的维修养护范围，在养护期内一般由 4S 店向客户免费提供维修养护服务，并由生产商向 4S 店补偿该部分费用。对于合同所约定范围以外的额外维修养护服务，4S 店采取向客户收费的方式提供销售。

2015~2017 年，公司维修服务收入呈持续增长态势，分别为 73.42 亿元、87.26 亿元和 94.67 亿元，年均复合增长 13.55%，主要系公司汽车销售业务的快速增长和国内汽车保有量的持续上升带动对公司汽车售后服务需求增加，品牌知名度的提升及高满意度服务吸引更多消费者选择公司的维修服务，经销网络的建设扩大了消费者覆盖范围，带动维修服务需求增长所致。近三年，占公司主营业务收入比重分别是 7.87%、7.40%和 7.53%。2015~2017 年，公司维修服务业务的毛利率分别是 33.03%、30.84%和 33.30%。公司维修服务成本主要包括零部件的采购成本和维修技术人员的人工成本等，其中零部件的采购成本占比 70%左右，维修人工成本占比 20%左右，成本结构整体较为稳定。公司重视维修技术人员的稳定性，在薪酬、福利等方面采取各类措施避免维修技术人员的流失。

上游采购方面，主要由 4S 店自行向厂家采购，结算以预付的方式，与整车采购相同，在汽车养护方面，部分材料由公司分公司广汇汽车服务有限责任公司堆龙分公司进行集中采购，如机油等。

总体看，公司维修服务业务以整车销售客户群体为基础，近几年营业收入增长较快，成本较稳定，毛利率较高，是公司利润的重要来源。

4. 佣金代理业务

公司佣金代理业务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务及二手车交易代理服务。其中融资代理服务和保险代理服务是公司佣金代理服务收入和利润的主要来源。

公司作为整车销售的渠道，是银行车贷、保险公司车险及汽车金融公司与客户接触的媒介，公司利用大体量的 4S 店优势，代理车贷、车险等产品，通过店面向客户提供车贷服务、新车保险

续保业务、汽车保险业务的咨询、出单及其他服务，并收取佣金。

得益于公司汽车销售客户体量的不断扩大，公司佣金代理业务的客户基础相应增大，佣金代理收入不断增长。2015~2017 年，公司佣金代理业务收入分别为 15.31 亿元、25.36 亿元和 38.11 亿元，年均复合增长 57.78%，主要系公司客户保有量增长，佣金代理业务客户基础增大所致。公司佣金代理服务的成本主要为人工成本，成本相对较低，毛利率较高。2015~2017 年，公司佣金代理业务毛利率分别是 77.19%、78.98%和 79.66%。

总体看，公司佣金代理业务依靠整车销售客户群体的快速扩张而增长迅速，由于其成本较低而毛利率较高，一定程度上提高了公司盈利能力。

5. 汽车租赁业务

公司自 2011 年 2 月起，通过下属公司新疆广汇租赁服务有限公司（以下简称“新疆广汇租赁”）逐步开展汽车租赁业务，2013 年起由子公司汇通信诚租赁有限公司（新疆广汇租赁为其全资子公司）全面运营所有新增融资租赁业务，新疆广汇租赁原则上将不再开办新业务，负责管理原有成交的存量合同。公司依托自身的 4S 店服务网络，将汽车租赁作为其长期发展战略。

公司汽车租赁业务主要为乘用车融资租赁业务，并含有少量经营性租赁，客户主要为个人。乘用车租赁是客户在支付一定比例首付车款后，通过每月支付租金，即可在租赁期内拥有车辆的使用权。租赁期限一般为 12 个月到 60 个月，平均为 36 个月左右。根据租赁合同，若客户违约，公司将有权收回汽车或采取其它保全措施。租赁期满后，租赁车辆归承租方所有。

目前汽车租赁主要通过两种方式进行采购，其一与客户签订相关租赁合同后进行采购；其二向厂商一次性购入相应数量车辆。2015 年以来，公司汽车融资租赁总台次及生息资产余额情况如下表所示。2015~2017 年公司融资租赁总台次呈持续增长态势，年均复合增长 24.31%，2017 年为 210,630 台，同比增长 27.04%；截至 2017 年底，公司汽车租赁业务生息资本总额为 162.14 亿元。公司融资租赁业务规模持续增长，同时，公司持续开发具有差异化的租赁产品，如“快捷融”、“汇享融”等。

表 11 2015~2017 年公司汽车融资租赁总台次及生息资产余额（单位：台、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
融资租赁总台次（台）	113,110	165,795	210,630
期末生息资产总额（亿元）	104.93	117.79	162.14

资料来源：公司提供

注：生息资产为公司汽车租赁业务中用于融资租赁汽车资产的本金部分，计入财务报表中长期应收款和一年内到期的非流动资产科目。

2015~2017 年，公司汽车租赁业务收入增长明显，分别为 18.67 亿元、17.28 亿元和 19.43 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 2.02%；毛利率分别为 71.18%、70.28%和 68.77%，因融资成本的上升，毛利率有所下降但仍处在较高水平。

汽车租赁风险管理方面，公司汽车租赁业务与不同消费者的信用记录等级密切相关，信用不良的客户有可能会无法按时偿付定期租金，不排除在将来可能出现呆账、坏账增加的风险。为此，公司采取加强客户背景调查、严格客户信用评级以及加强还款监督和催收等措施，将上述风险控制在了合理范围。租赁期间，日常维修及可能出现的事故等风险由承租人承担，保险公司理赔。同时，公司建立了严格的征信审核标准及完善的风险管理体系，制定了包括催收管理流程、预警管理流程、收车管理流程等在内的多级化车辆预警管理流程，能有效地控制风险水平。

若发生客户逾期支付租金，公司制定了一整套催收标准，主要针对逾期天数采取不同的催收

方式，主要包括呼叫中心电话提醒、催收、诉讼、收回车辆、收回车辆处置等。

总体看，公司汽车租赁业务依托整车销售业务，近年来增长迅速，毛利率水平高，是公司盈利的重要来源；公司针对汽车租赁业务建立了较为完善的风险防控制度。

6. 在建项目

公司在建的网点工程主要是对目前现有的经销网点进行改建、迁建和新建，目前在建的工程主要包括：北方区域新建 1 家、改建 4 家网点；华北区域新建 1 家改建 3 家网点；广西区域改建 4 家网点；华中区域改建 1 家网点；新疆区域新建 1 家改建 6 家；江西区域改建 1 家网点；四川区域新建 1 家；甘肃区域改建 1 家网点；华东区域新建 1 家，改造 2 家；重庆区域改建 1 家。公司目前的新建 4S 店均已获得厂商授权。截至 2018 年 3 月底，网点建设项目的投资进度为 86.80%。此外，2018~2019 年，公司计划用于收购的资金支出为 20~25 亿元之间。2018~2019 年用于新建投资的资金支出为 5~8 亿元。未来，公司将继续在经营网点扩张上加大投入，加快二级网络建设，预计资金支出规模进一步增加。

总体看，公司在建工程项目未来投资需求较多，存在一定的融资需求；同时，随着公司在建工程的逐步完工和收购完成，公司经营规模将进一步扩大，经营实力进一步增强。

7. 重大事项

近年来，公司不断通过收购扩大经营规模。

2016 年，公司与母公司广汇汽车共同出资收购宝信汽车集团有限公司（以下简称“宝信汽车”）74.99%的股权。根据公司母公司广汇汽车 2015 年 12 月发布的公告，公司及母公司广汇汽车拟通过间接全资控制子公司广汇汽车服务（香港）有限公司收购香港联交所主板上市公司宝信汽车（股票代码 1293.HK）不超过 75%的股份。2016 年 6 月，该收购已完成。2017 年 5 月，宝信汽车更名为“广汇宝信汽车集团有限公司”，股票简称修改为“广汇宝信”¹；2017 年 6 月，宝信汽车配售新股发行上市，宝信汽车总股本达 28.37 亿股，广汇汽车及公司通过间接控股子公司广汇汽车服务（香港）有限公司（公司间接持股 44.23%，广汇汽车间接持股 55.77%）持有其 67.60%的股权。

宝信汽车是以经营豪华品牌及超豪华品牌为主的汽车销售服务集团，是宝马在中国最大的经销商，主要从事整车销售、汽车保养及维修服务、汽车装潢、佣金代理服务（包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务）、融资租赁等业务。截至 2015 年 9 月 30 日，宝信汽车已经建立了覆盖中国 12 个省、直辖市及自治区共计 82 家门店（包括 64 间 4S 店）的经销网络，主要网点分布于长三角、东北及华东、华北等广大东部地区。经销品牌范围涵盖中高端、豪华及超豪华共经销 19 个乘用车品牌。截至 2017 年末，宝信汽车拥有 108 家汽车经销网点，其中 86 家豪华及超豪华品牌经销网点，17 家中高端品牌经销网点及 5 家独立售后服务网点。2016~2017 年，宝信汽车分别实现营业收入 257.04 亿元和 341.36 亿元，分别同比增长 8.10%和 32.81%。

总体看，公司收购宝信汽车后，经营网点布局扩大、覆盖汽车品牌增加、公司经营规模和实力进一步增强。

8. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 65.93 次、58.39 次和 51.58 次，呈逐年下降趋势，但仍处于较高水平。2015~2017 年，公司存货周转次数分别为 6.34 次、8.12 次和 8.89 次，呈

¹下文仍以“宝信汽车”指代广汇宝信汽车集团有限公司

持续上升态势，主要系公司汽车销售运转加速所致。2015~2017 年，公司总资产周转率分别为 1.37 次、1.45 次和 1.30 次，波动中有所下降，系公司资产规模迅速增加和业务规模扩大综合影响所致。

表 12 同行业上市公司 2017 年经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
600335.SH	国机汽车	21.54	5.23	2.09
0881.HK	中升控股	77.33	11.06	2.02
601258.SH	庞大集团	41.51	6.36	1.04
1728.HK	正通汽车	42.57	8.93	1.12
600297.SH	广汇汽车	52.28	8.94	1.30

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标均采用 Wind 资讯数据，公司采用广汇汽车（600297.SH）数据。

从同行业比较看，2017 年，公司的应收账款周转率、存货周转率处于行业较好水平，总资产周转率均处于行业中等水平。

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司整体经营效率较高，处于行业中上的水平。

9. 经营关注

采购模式形成较大规模的资金占用

公司整车销售业务的采购以预付现金和票据结算为主，产生较大规模的预付款项，并且由于购销之间存在一定的时滞，存货规模相对较大。公司整车采购模式存在一定资金占用风险，如果公司购买的车辆无法及时实现销售，可能造成存货的积压。

供应商集中度高，议价能力较弱，整车销售业务利润空间较小

汽车销售行业的特点决定了公司采购的集中度较高，在采购过程中的议价能力较弱。整车销售行业的利润空间较小，采购价格的波动对公司利润水平影响较大。

品牌授权经营风险

汽车经销行业实行汽车品牌授权经营模式，公司对上游整车生产制造商依赖较大。虽然公司与整车制造商形成了长期合作的关系，但汽车品牌授权经营合同的期限一般为 1~3 年，到期需要续签，存在授权中止或合同条件变化的可能，可能给公司经营带来不利的影响。

公司规模扩张较快，管理难度加大

近年来，公司收购 4S 店数量较多，这些店面分布广泛，空间跨度大，收购之前股东背景、管理水平参差不齐，人员及资产资质各不相同，对公司收购后的整合提出了很高的要求，因此如未能提升管理水平、改善盈利状况、规避整合风险，将对公司业绩产生一定影响。

10. 未来发展

公司未来将继续大力发展新疆、广西、河南、重庆、甘肃、陕西、贵州等具有较高增长潜力的中西部地区汽车经销市场，加快二级网络建设，进一步巩固公司在该等区域的领先地位。同时，公司将择机向市场增长潜力较大的区域扩张，引进更多符合公司发展战略及市场需求的品牌，坚持多区域、以中高端品牌为主的经营发展方向，在巩固现有乘用车经销业务的领先地位基础之上，以用户需求为导向，以不断为用户提供高附加值服务为宗旨，进一步完善汽车后市场业务链条，逐步拓展汽车租赁及二手车业务，发展汽车市场，实现规模化、集约化经营，促使公司继续保持较快发展速度，保证公司主营业务收入和净利润持续较快增长，最终实现公司及股东价值最大化。

整车销售业务方面，未来公司将充分利用中西部地区汽车市场的增长潜力，继续奉行“聚焦

中西部发展、聚焦中高端品牌”的整体战略，在现有各区域内精耕细作，在具有较高市场份额的区域大力发展汽车市场，实现规模化、集约化经营，巩固、提高公司在现有各区域、各品牌的新车销售市场地位；引入更多符合公司发展战略及地方市场需求的品牌，努力提高整车销售利润率；通过新建及收购并重的方式扩大营销网络，向市场增长潜力较大的区域扩张，在现有各区域内加快发展二级网络建设，进一步完善渠道覆盖，积累客户资源，保证公司整车销售收入稳步增长。

汽车后市场业务方面，通过多年的发展，公司拥有超过 600 万客户基础。未来公司将在现有营销网络基础上，充分利用整车销售过程中积累的客户资源优势，进一步发展完善售后维修养护、汽车信贷及保险代理、汽车救援等高附加值服务，并大力开拓汽车租赁和二手车等具有巨大市场潜力的业务。

汽车租赁业务方面，在整车毛利水平不断下降的形势下，公司在未来三年将重点发展租赁业务，提高租赁业务的利润贡献率，在整车销量不断提升的前提下，稳步增加租赁业务的渗透率，控制风险，租金逾期率保持在行业较低水平。公司将以 4S 门店为基础，未来计划将在全国各区域全面开展租赁业务。但对于租赁业务的发展，公司将根据市场发展、风险容忍度和资金状况及时调整投资计划，通过各种方式调控业务发展进度及新增租赁车辆的数量。

总体看，公司根据宏观经济环境、行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，可实施性比较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度合并财务报表均由普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留审计意见；公司 2018 年一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部于 2006 年 2 月及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。本报告中涉及 2016 年数据均采用 2017 年财务报告期初数或上期数。2017 年根据修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日前发生的政府补助不予追溯调整。根据《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的规定，公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整，该调整对可比期间净利润不产生实质性影响。

2015~2016 年，公司合并范围内的子公司数量各增加 1 家，分别为江西运通汽车技术服务有限公司和汇通信诚租赁有限公司；2017 年，公司合并范围内的子公司数量增加 20 家。截至 2017 年底，纳入公司合并范围的子公司共 32 家，考虑到公司主营业务未发生变化，财务数据可比较性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,069.65 亿元，负债合计 762.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）307.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 216.75 亿元。2017 年，公司实现营业收入 1,261.05 亿元，净利润（含少数股东损益）40.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 39.30 亿元；经营活动现金流量净额 26.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 96.70 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 992.98 亿元，负债合计 673.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）319.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 308.78 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 309.79 亿元，净利润（含少数股东损益）11.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.47 亿元；经营活动现金流量净额为-89.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-93.89 亿元。

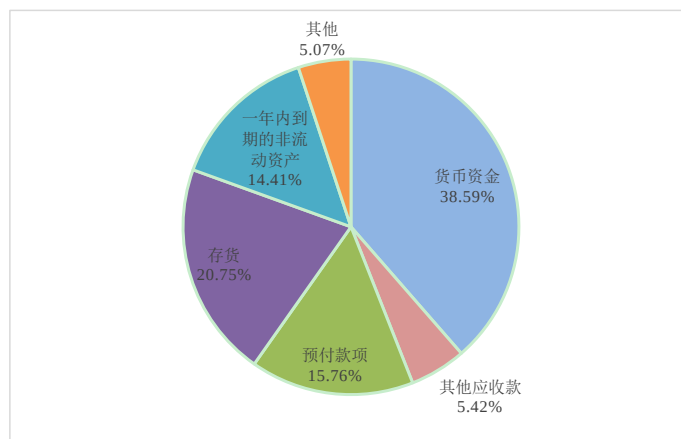
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 19.01%，主要系公司通过收购兼并、设立子公司等方式扩大业务范围所致。截至 2017 年底，公司资产总额 1,069.65 亿元，较年初增长 21.92%，主要系流动资产增加所致；其中，流动资产占 58.64%，非流动资产占 41.36%，流动资产与非流动资产占比相近。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 15.09%。截至 2017 年底，公司流动资产 627.24 亿元，较年初增长 32.11%，主要系货币资金和一年内到期的非流动资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 38.59%）、预付款项（占 15.76%）、其他应收款（占 5.42%）、存货（占 20.75%）和一年内到期的非流动资产（占 14.41%）和构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 38.43%，其中 2016 年底增长主要系对外融资增加以及经营活动现金流入增加所致，2017 年底增长主要系发行债券收到募集资金所致。截至 2017 年底，公司货币资金 242.07 亿元，较年初增长 75.54%，主要由银行存款（占比 60.43%）和其他货币资金（占比 39.42%）构成，受限货币资金 95.43 亿元，均为保证金，受限程度较高。

公司预付款项主要为公司向汽车生产厂商及零配件供应商支付的预付货款；公司与上游供货商的付款方式主要是现金和票据（包括极少量的信用证），均为预付款形式。2015~2017 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 34.49%，主要系公司汽车销售及维修业务规模扩大，带动采购增加所致。截至 2017 年底，公司预付款项 98.83 亿元，较年初增长 24.47%，其中账龄 1 年以内的预付款项占 99.63%。

公司其他应收款主要为各类保证金或意向金、应收关联方款项等，其中各类保证金通常在交易完毕或者授权建店后能及时回款。2015~2017 年，公司其他应收款逐年减少，年均复合减少 25.05%，其中 2016 年底减少主要系应收关联方款项以及应收被收购单位原所有者及其关联单位款项减少所致，2017 年底减少主要系应收关联方款项减少所致。截至 2017 年底，公司其他应收款

34.00 亿元，较年初下降 6.53%；从账龄来看，1 年以内占 91.50%，1~2 年占 4.38%，账龄较短；公司累计计提坏账准备 0.37 亿元，整体计提比例 1.07%，考虑到款项性质及账龄，计提较为合理。

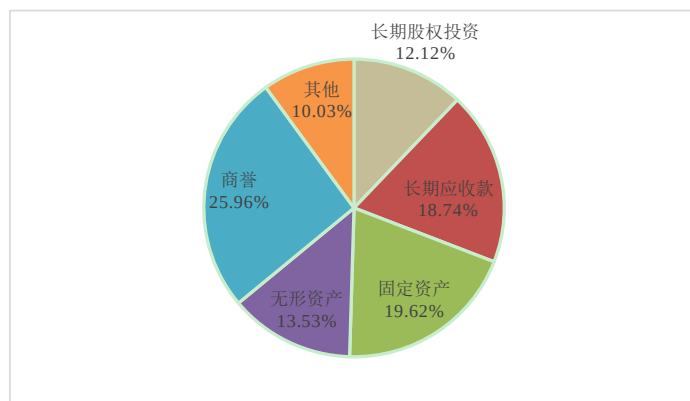
公司存货主要包括库存商品、在途物资、劳务成本等，其中库存商品主要为整车及汽车零部件等。2015~2017 年，公司存货波动减少，年均复合减少 3.38%，其中 2016 年底减少主要系公司当年加大销售、库存减少所致，2017 年底增长主要系库存商品增加所致。截至 2017 年底，公司存货 130.16 亿元，较年初增长 4.28%，主要由库存商品（占比 84.25%）构成；公司累计计提存货跌价准备 1.08 亿元，计提比例 0.82%，考虑到库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，存货跌价准备计提规模尚可。

公司一年内到期的非流动资产全部为一年内到期的应收融资租赁款和一年内到期的其他长期应收款。2015~2017 年，公司一年内到期的非流动资产波动增长，年均复合增长 15.27%，其中 2016 年底略有减少但基本保持稳定，2017 年底增长主要系一年内到期的融资租赁款余额增加所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动资产 90.37 亿元，较年初增长 34.66%；其中，一年内到期的应收融资租赁款总额 106.24 亿元、未确认融资收益 17.03 亿元，一年内到期的其他长期应收款总额 2.02 亿元；公司累计计提坏账准备 0.74 亿元。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 25.31%。截至 2017 年底，公司非流动资产共计 442.41 亿元，较年初增长 9.89%，主要系长期应收款和商誉增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 12.12%）、长期应收款（占 18.74%）、固定资产（占 19.62%）、无形资产（占 13.53%）和商誉（占 25.96%）构成。

图7 截至2017年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

公司的长期股权投资主要为公司对联营及合营企业的股权投资。2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 346.78%，其中 2016 年底增长主要系对联营企业追加投资所致，2017 年底增长主要系对上海汇涌汽车销售有限公司的投资收益增加和出售西安广汇汽车产业园投资开发有限公司股权所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资 53.60 亿元，较年初增长 8.85%。2015~2017 年，公司按权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.11 亿元、1.06 亿元和 2.51 亿元。

公司长期应收款主要为一年后应收的融资租赁款，公司融资租赁合同期限一般为 36 个月。2015~2017 年，公司长期应收款逐年增长，年均复合增长 34.13%，主要系融资租赁业务规模持续扩大所致。截至 2017 年底，公司长期应收款 82.93 亿元，较年初增长 29.10%。

公司固定资产主要为房屋建筑物，系各子公司所有的 4S 店及办公楼、展厅。2015~2017 年，

公司固定资产逐年增长，年均复合增长 8.06%，主要系新建 4S 店完工投入使用、子公司自用车辆增加、收购部分 4S 店固定资产纳入合并范围所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 86.78 亿元，较年初增长 4.42%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 75.49%）、机器设备（占比 4.53%）和运输设备（占比 18.34%）构成；公司累计计提折旧 36.39 亿元，计提减值准备 0.66 亿元，固定资产成新率为 70.79%，成新率尚可。

公司无形资产主要为土地使用权、特许经营权以及软件，按照成本法进行核算。2015~2017 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 11.41%，其中 2016 年底增长主要系通过并购获取的特许经营权增加所致，2017 年底小幅减少但基本保持稳定。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 59.88 亿元，较年初小幅下降 0.95%；公司无形资产主要由土地使用权（占比 42.69%）和特许经营权（占比 53.93%）构成；公司累计计提摊销 12.65 亿元，计提减值准备 0.11 亿元。

公司商誉主要系历年溢价收购非同一控制下的汽车经销企业所形成。2015~2017 年，公司商誉逐年增长，年均复合增长 23.19%，主要系公司持续快速发展，不断通过收购扩大公司规模，购买企业成本超过其净资产公允价值所致。截至 2017 年底，公司商誉 114.85 亿元，较年初增长 10.66%；公司累计计提商誉减值准备 0.29 亿元。公司商誉规模较大，占资产的比重较高，若未来收购企业经营状况不达预期，公司商誉存在一定的减值损失风险。

截至 2017 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计 196.91 亿元，主要为货币资金和长期应收款使用权，受限资产占总资产的 18.41%。公司资产受限程度一般。

表 13 截至 2017 年底公司使用受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限规模	受限类型及用途
货币资金	95.43	保证金
长期应收账款	97.17	专项资产管理计划款的基础资产和为银行借款提供抵质押担保
固定资产	2.65	为取得银行借款提供抵质押担保
无形资产	1.66	为取得银行借款提供抵押担保
合计	196.91	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 992.98 亿元，较年初减少 7.17%，主要系融资规模缩减、货币资金减少所致；其中，流动资产占 52.59%，较年初下降 6.05 个百分点，流动资产与非流动资产占比相近。

总体看，近三年，通过持续收并购，公司资产规模逐年增长，流动资产与非流动资产占比相近；公司货币资金较充裕但其中保证金占比较大，预付账款和存货对公司资金形成较大占用；商誉规模较大，若未来收购企业经营不达预期，商誉面临减值风险；公司整体资产受限程度一般。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

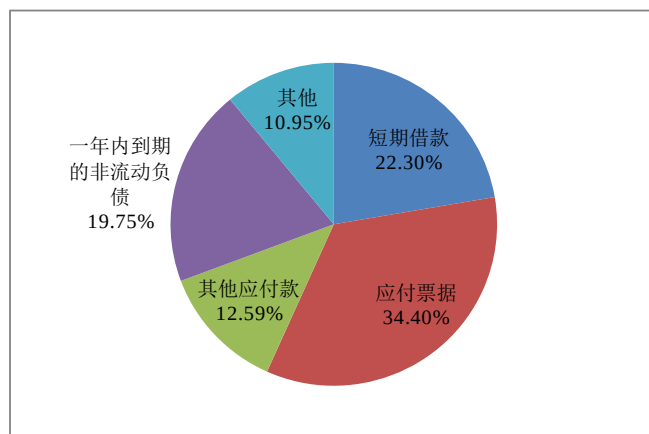
（1）负债

2015~2017 年，随着公司经营规模的扩大以及投资需求的增加，公司负债逐年增长，年均复合增长 18.94%。截至 2017 年底，公司负债合计 762.40 亿元，较年初增长 17.12%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占 77.83%，负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 10.60%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 593.35 亿元，较年初增长 14.38%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所

致；公司流动负债主要由短期借款（占 22.30%）、应付票据（占 34.40%）、其他应付款（占 12.59%）和一年内到期的非流动负债（占 19.75%）构成。

图8 截至2017年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 0.09%，其中 2016 年底增长主要系公司发行短期融资券以及银行贷款增加所致，2017 年底减少主要系短期融资券到期所致。截至 2017 年底，公司短期借款 132.29 亿元，较年初减少 23.71%；公司短期借款主要由抵押借款（占比 35.28%）、保证借款（占比 17.51%）、信用借款（占比 35.10%）和短期融资券（占比 12.09%）构成。

公司应付票据全部为银行承兑汇票。2015~2017 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 4.50%，其中 2016 年底小幅减少但基本保持稳定，2017 年底增长主要系使用票据结算的规模增加所致。截至 2017 年底，公司应付票据 204.14 亿元，较年初增长 10.94%。

公司其他应付款主要为公司应付的保证金、股权收购款、工程款、预提费用、往来款等。2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 60.26%，其中 2016 年底增长主要系应付股权收购款等增加所致，2017 年底增长主要系应付关联方款项增加所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 74.72 亿元，较年初增长 64.31%。

公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款等。2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 10.67%，其中 2016 年底减少主要系部分一年内到期的应付债券完成兑付所致，2017 年底增长主要系部分一年内到期的应付债券转入所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 117.21 亿元，较年初增长 132.32%。

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 77.23%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 169.05 亿元，较年初增长 27.87%；公司非流动负债主要由长期借款（占比 62.58%）、应付债券（占比 27.48%）和递延所得税负债（占比 5.96%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款逐年快速增长，年均复合增长 123.59%，主要系公司持续并购、扩大经营规模，资金需求随之增长所致。截至 2017 年底，公司长期借款 105.79 亿元，较年初增长 123.54%；其中，质押借款占 22.37%，信用借款占 18.83%，资产证券化占 11.38%，保证借款占 47.42%；从期限结构来看，2019 年长期借款到期金额 87.94 亿元，公司面临一定的集中偿付压力。

2015~2017 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 60.64%，其中 2016 年底增长主要系发行一期中期票据和三期公司债所致，2017 年底减少主要系“15 广汇 MTN001”将于 2018 年到期以及“16 广汇 G1”和“16 广汇 G2”将于 2018 年进入回售期，上述债券转入一年内到期的应付债券所致。截至 2017 年底，公司应付债券 46.45 亿元，较年初减少 32.19%；从期限结构来看，考虑到回售的可能，2019 年公司将面临一定的集中偿付压力。

表 14 截至 2017 年底公司发行债券情况（单位：亿元）

名称	发行日期	期限	到期日	发行金额
15 广汇 MTN001	2015-03-11	3 年	2018-03-13	11.00
16 广汇 G1	2016-05-17	2+1 年	2019-05-18	14.00
16 广汇 G2	2016-07-04	2+1 年	2019-07-05	25.70
16 广汇 G3	2016-08-02	3 年	2019-08-03	10.30
16 广汇汽车 MTN001	2016-10-21	3 年	2019-10-25	7.50
17 广汇汽车 MTN001	2017-03-13	3 年	2020-03-14	7.50
17 广汇 G1	2017-07-07	2+1 年	2020-07-11	11.70
17 广汇 G2	2017-10-09	2+1 年	2020-10-11	9.45

资料来源：Wind 资讯

注：2018 年 5 月，“16 广汇 G1”已完成回售，债券余额 7.35 亿元；2018 年 7 月，“16 广汇 G2”已完成回售，债券余额 7.66 亿元。

2015~2017 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 21.37%，主要系非同一控制下企业合并形成的被合并方可辨认资产公允价值与账面价值差异带来的应纳税暂时性差异增加所致。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 10.07 亿元，较年初增长 4.43%。

2015~2017 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 15.54%。截至 2017 年底，公司全部债务 605.88 亿元，较年初增长 15.69%；其中，短期债务占 74.87%，长期债务占 25.13%，以短期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率波动下降，分别为 71.36%、74.19%和 71.28%；全部债务资本化比率波动下降，分别为 67.72%、69.81%和 66.35%；长期债务资本化比率波动上升，分别为 15.33%、33.84%和 33.13%；2017 年底公司债务指标均有所下降，主要系股东增资、所有者权益规模增长所致。公司债务负担较重，短期偿债压力较大。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 673.10 亿元，较年初减少 11.71%，主要系应付票据和长期借款减少所致；其中，流动负债占比小幅上升至 78.71%，非流动负债占 21.29%；公司全部债务 506.57 亿元，较年初减少 16.39%，结构较年初变化不大；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 67.79%、61.29%和 28.32%，较年初分别下降 3.49 个百分点、5.06 个百分点和 4.82 个百分点，债务负担有所减轻。

总体看，近三年，公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主；债务规模逐年增长，债务负担较重，债务结构以短期债务为主，且 2019 年公司面临一定的长期债务集中偿付压力；2017 年股东增资后，公司债务负担有所减轻。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 19.17%，其中 2016 年底增长主要系未分配利润增加所致，2017 年底增长主要系股东增资 55.41 亿元、实收资本增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 307.25 亿元，较年初增长 28.72%；其中归属于母公司所有者权益 296.84 亿元，占所有者权益的 96.61%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 52.35%，资本公积占 11.45%，其他综合收益占-0.31%，盈余公积占 2.08%，未分配利润占 34.42%。公司所有者权益以

资本公积和未分配利润为主，权益结构稳定性尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 319.88 亿元，较年初增长 4.11%，主要系未分配利润增加所致；所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，近三年，公司所有者权益规模逐年扩大，2017 年股东增资后，公司资本实力大幅增强；公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

随着公司经营规模的不断扩大，2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，分别为 937.00 亿元、1,183.04 亿元和 1,261.05 亿元，年均复合增长 16.01%，主要系整车销售收入增长所致；随着营业收入的增长，公司净利润逐年增长，分别为 21.52 亿元、30.28 亿元和 40.64 亿元，年均复合增长 37.43%，其增幅大于营业收入增幅主要系投资收益增长较快所致。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 14.52%，其中 2016 年增长主要系销售费用和管理费用增加所致，2017 年增长主要系销售费用和财务费用增加所致。2017 年，公司费用总额 70.91 亿元，较上年增长 14.47%；其中，销售费用占 45.85%，管理费用占 28.27%，财务费用占 25.88%。2015~2017 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 14.34%，主要系业务规模扩张以及公司加大促销力度所致；管理费用逐年增长，年均复合增长 13.90%，主要系公司规模持续扩大、管理支出增加所致；财务费用逐年增长，年均复合增长 15.55%，主要系债务规模扩大、利息支出相应增加所致。2015~2017 年，公司费用收入比小幅波动下降，分别为 5.77%、5.24%和 5.62%，基本保持稳定，公司费用控制能力较强。

从利润构成来看，2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 3.82 亿元、3.25 亿元和 3.43 亿元，主要来自存货跌价损失、其他应收款坏账损失和长期应收款减值损失，分别占当年营业利润的 14.65%、9.02%和 6.88%，对公司利润造成一定侵蚀；投资收益分别为 0.35 亿元、1.17 亿元和 5.70 亿元，主要来自按权益法核算的联营/合营企业净收益、处置子公司产生的投资收益/损失等，分别占当年营业利润的 1.33%、3.24%和 11.42%，对公司利润形成了一定补充。资产减值损失和投资收益对公司利润水平有一定影响。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率波动上升，分别为 8.92%、8.50%和 9.27%；总资本收益率逐年上升，分别为 5.51%、6.14%和 6.96%；总资产报酬率逐年上升，分别为 5.80%、6.29%和 6.88%；净资产收益率逐年上升，分别为 11.43%、13.68%和 15.23%；公司整体盈利能力呈增强态势。与同行业上市公司相比，2017 年公司盈利指标处于中上水平。

表 15 同行业上市公司 2017 年盈利能力指标对比（单位：%）

股票简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
国机汽车	5.94	4.42	9.24
中升控股	10.06	13.51	23.82
庞大集团	9.24	3.03	1.61
正通汽车	10.62	7.45	12.50
广汇汽车	9.72	6.64	13.19

资料来源：Wind 资讯

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标均采用 Wind 资讯数据，公司采用广汇汽车（600297.SH）数据。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 309.78 亿元，较上年同期增长 21.57%，经营规模进一步扩大；实现净利润 11.91 亿元，较上年同期增长 13.18%。

总体看，近三年，随着公司经营范围的持续扩大，公司营业收入和净利润逐年稳步增长；公司费用控制能力较强；资产减值损失和投资收益对公司利润水平有一定影响；公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增长，分别为 1,169.37 亿元、1,447.36 亿元和 1,532.74 亿元，年均复合增长 14.49%，主要系公司整车销售收入增长所致；2017 年，公司经营活动现金流入较上年增长 5.90%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 1,519.41 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 12.84 亿元（主要为公司收到的往来款、利息收入和补贴收入等）。2015~2017 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 16.28%，主要系整车采购支出增加所致，2017 年经营活动现金流出 1,506.23 亿元。综上，2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 55.45 亿元、21.77 亿元和 26.51 亿元，保持现金净流入；公司现金收入比率分别为 121.75%、121.12%和 120.49%，小幅下降但基本保持稳定；公司经营性现金流状况佳，收入质量较高。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动增长，分别为 144.28 亿元、53.49 亿元和 249.78 亿元，年均复合增长 31.58%，其中 2016 年减少主要系赎回理财产品及开票保证金的规模减少所致，2017 年增长主要系收回理财产品收到的现金增加所致；公司投资活动现金流出波动增长，分别为 228.67 亿元、106.40 亿元和 269.02 亿元，年均复合增长 8.46%，其中 2016 年减少主要系公司支付的资金拆借款、预付股权款等其他与投资活动有关的现金减少所致，2017 年增长主要系持续并购支付的股权投资款项增加所致；综上，公司投资活动现金流量净额分别为 -84.40 亿元、-52.90 亿元和 -19.24 亿元，保持现金净流出，公司持续通过收购拓展规模，形成了较大的资金需求。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，分别为 285.53 亿元、363.12 亿元和 467.84 亿元，年均复合增长 28.00%，其中 2016 年增长主要系借款增加和发行债券所致，2017 年增长主要系股东增资和借款增加所致；公司筹资活动现金流出逐年增长，分别为 265.22 亿元、320.48 亿元和 378.41 亿元，年均复合增长 19.45%，主要系偿债规模增长所致；综上，公司筹资活动现金流量净额分别为 20.31 亿元、42.65 亿元和 89.43 亿元，保持现金净流入且净流入规模持续快速增长。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 -89.66 亿元，净流出规模较大，主要系按照行业惯例汽车经销商一季度整车采购规模较大，以及一季度公司兑付到期银行承兑汇票的金额较大所致；投资活动现金流量净额为 38.06 亿元，筹资活动现金流量净额为 -42.30 亿元。

总体看，近三年，公司经营活动现金流量较大且保持现金净流入，收入实现质量较高；公司持续通过收购拓展规模，投资活动现金流保持净流出；公司筹资活动现金流保持净流入且净流入规模持续扩大，公司存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率小幅波动上升，分别为 0.98 倍、0.92 倍和 1.06 倍；速动比率波动上升，分别为 0.69 倍、0.67 倍和 0.84 倍；现金短期债务比逐年上升，分别为 0.30 倍、0.34 倍和 0.53 倍；2017 年底上述指标均有所上升，主要系年末公司收到发行债券募集资金，货币资金大幅增长所致，但公司现金类资产对短期债务的覆盖程度仍属一般。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比率波动下降，分别为 11.43%、4.20%和 4.47%，经营性净

现金流对流动负债的覆盖程度较弱。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 48.57 亿元、61.85 亿元和 78.48 亿元，年均复合增长 27.12%，主要系利润总额增加所致。2017 年，公司 EBITDA 中，折旧占 9.37%，摊销占 5.23%，计入财务费用的利息支出占 22.01%，利润总额占 63.39%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 3.79 倍、4.50 倍和 4.42 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好；EBITDA 全部债务比逐年上升，分别为 0.11 倍、0.12 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保合计 1.43 亿元，占净资产比重不大；公司为客户提供购车分期付款担保业务，根据分期贷款协议的规定，购车人以其所购车辆作为抵押的同时，由公司为其提供担保。整体看，公司对外担保主要来自业务经营，对外担保形成的或有负债风险较低。

截至 2018 年 3 月底，公司获得的授信总额 629.99 亿元，已使用授信额度 382.76 亿元，未使用授信额度 247.23 亿元；公司间接融资渠道较畅通。公司已获批尚未发行的债券或债务融资工具发行额度 177.98 亿元，直接融资渠道畅通。公司母公司广汇汽车为上交所上市公司，对公司财务支持力度较大，公司可获得母公司较多的资金支持。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼和行政处罚事项。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10450303112810414），截至 2018 年 4 月 18 日，公司已结清和未结清信贷信息中均无不良信贷信息。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可，但考虑到公司行业地位突出、盈利能力较强、经营性现金流状况佳等因素，公司整体偿债能力很低。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 506.57 亿元，本期拟发行公司债券额度为不超过 18.85 亿元，对公司债务规模影响较小。

以 2018 年 3 月底的财务数据为基础，假设超额配售权全部行使、募集资金净额为 18.85 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将分别为 68.39%、62.16%和 31.22%，较发行前分别上升了 0.60 个百分点、0.86 个百分点和 2.91 个百分点，债务负担小幅加重。考虑到本期债券募集资金中部分将用于偿还借款等债务，本期债券的发行对公司整体债务负担的实际影响小于估计值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 78.48 亿元，为本期债券发行额度（18.85 亿元）的 4.16 倍，对本期债券的覆盖程度高；公司经营活动现金流入量为 1,532.74 亿元，为本期债券发行额度（18.85 亿元）的 81.31 倍，对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为汽车销售领域的知名龙头企业，在行业经验、经营规模、综合服务等方面具有一定的竞争优势；公司经营活动现金流入量规模较大、收入实现质量较高等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

公司母公司广汇汽车为本次债券到期还付本息提供全额不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依法应支付的费用。

广汇汽车承担保证责任的期间为公司本次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。债券持有人或债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或者债券持有人或债券受托管理人在保证期间向发行人主张债权后未在诉讼时效期间届满之前要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）广汇汽车概况

广汇汽车系 2015 年 6 月由广汇有限与上市公司美罗药业进行重大资产重组而形成。2015 年 6 月之前，广汇有限名称为“广汇汽车服务股份公司”（具体情况参见本报告第一部分“主体概况”）。

历经多次增资和股权变更，截至 2017 年 9 月底，广汇汽车股本总额 71.51 亿股，广汇集团持股比例为 37.26%，是广汇汽车控股股东。2017 年 12 月，广汇汽车非公开发行股票 9.94 亿股，募集资金总额 80.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，广汇集团持股比例为 32.80%，为广汇汽车控股股东；实际控制人为孙广信。

广汇汽车的经营范围为：汽车及配件销售、二手车销售；汽车维修；汽车保险代理；汽车及配件进出口的项目开发；汽车装饰装潢；汽车租赁；汽车信息咨询。

截至 2017 年底，广汇汽车资产总额 1,352.46 亿元，负债合计 910.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）442.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 353.37 亿元。2017 年，广汇汽车实现营业收入 1,607.12 亿元，净利润（含少数股东损益）45.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 38.84 亿元；经营活动现金流量净额 49.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 108.09 亿元。

截至 2018 年 3 月底，广汇汽车资产总额 1,257.01 亿元，负债合计 800.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）456.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 364.99 亿元。2018 年 1~3 月，广汇汽车实现营业收入 394.69 亿元，净利润（含少数股东损益）13.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.17 亿元；经营活动现金流量净额-110.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-125.79 亿元。

广汇汽车注册地址：辽宁省大连市甘井子区营升路九号；法定代表人：李建平。

广汇有限是广汇汽车的主要子公司，是广汇汽车营业收入的主要来源，2017 年广汇有限实现营业收入 1,261.05 亿元，占广汇汽车营业收入的 78.47%；其余部分主要来自宝信汽车。宝信汽车的经营范围与经营模式与广汇有限基本一致，广汇有限的经营情况请见本报告的经营分析。

（2）广汇汽车重大事项

收购宝信汽车

2016 年，广汇汽车通过控股子公司成功收购宝信汽车 74.99% 的股份。

2015 年 12 月，广汇汽车发布公告，拟在先决条件获得满足或豁免的前提下，通过广汇汽车注册在香港的间接全资子公司广汇汽车服务（香港）有限公司以自愿性附条件现金部分要约收购的方式，向于香港联合交易所有限公司主板上市的宝信汽车集团有限公司的合资格股东收购最多 19.18 亿股股份（占宝信汽车已发行股份的 75%）并向宝信汽车购股权持有人作出适当要约，以注

销最多 11,662,500 股未获行使的购股权（占宝信汽车全部未行使购股权的 75%）。

2016 年 5 月 27 日，交易所有先决条件已全部获得满足。2016 年 5 月 31 日，要约的综合文件已向宝信汽车合格股东和购股权持有人派发，宝信汽车合格股东和购股权持有人可根据相关文件所述的方式接受要约。2016 年 6 月 21 日下午 4 时（要约期截止日），广汇汽车服务（香港）有限公司已获得合格股东有效接受要约的股份为 25.33 亿股，占宝信汽车已发行总股本的 99.06%，同时获得 15,450,000 股购股权的有效接纳。广汇汽车服务（香港）有限公司在上述有效接受要约股份中同比例收购其中的 75% 的股份，并注销 11,662,464 份获要约人接纳的购股权。2016 年 6 月 27 日，广汇汽车服务（香港）有限公司根据部分要约所提呈接纳及承购的股份已根据香港证监会及香港联交所的相关规定登记至其名下。广汇汽车成功通过控股子公司收购宝信汽车 74.99% 的股权。本次交易系广汇汽车支付现金收购资产，不涉及发行股份的情况；本次交易完成后，上市公司股权结构不会发生变化。2017 年 6 月，宝信汽车配售新股发行上市，宝信汽车总股本达 28.37 亿股，广汇汽车通过控股子公司持有其 67.60% 的股权。

宝信汽车是以经营豪华品牌及超豪华品牌为主的汽车销售服务集团，是宝马在中国最大的经销商，主要从事整车销售、汽车保养及维修服务、汽车装潢、佣金代理服务（包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务）、融资租赁等业务。

截至 2015 年 9 月末，宝信汽车已经建立了覆盖中国 12 个省、直辖市及自治区共计 82 家门店（包括 64 间 4S 店）的经销网络，主要网点分布于长三角、东北及华东、华北等广大东部地区。经销品牌范围涵盖中高端、豪华及超豪华共经销 19 个乘用车品牌。截至 2017 年末，宝信汽车拥有 108 家汽车经销网点，其中 86 家豪华及超豪华品牌经销网点，17 家中高端品牌经销网点及 5 家独立售后服务网点。2016~2017 年，宝信汽车分别实现营业收入 257.04 亿元和 341.36 亿元，分别同比增长 8.10% 和 32.81%。

通过本次交易，广汇汽车获得了较为优质的汽车经销服务资产，并与现有业务在品牌覆盖、地域布局、业务等方面形成良好的协同效应。本次交易完成后，广汇汽车将得以进一步优化品牌结构，完善全国性经销服务网络布局，并将现有的现代化经营管理体系和融资租赁等先进的后市场服务模式全面推广至宝信汽车既有网点，从而更好的发挥协同效应，保持广汇汽车在乘用车经销及服务领域的领先地位。

非公开发行股票

2017 年 8 月 30 日，中国证监会出具《关于核准广汇汽车服务股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]1597 号），核准广汇汽车非公开发行不超过 9.94 亿股新股。2017 年 12 月，广汇汽车完成本次非公开发行股票，最终发行对象共计 7 家，募集资金总额 80.00 亿元，扣除发行费用后实际募集资金净额 79.41 亿元。

本次非公开发行股票完成后，广汇汽车的总资产及净资产相应增加，资产负债率相应下降，资金实力、抗风险能力和后续融资能力得以提升。募集资金净额拟用于汽车融资租赁项目及偿还利息负债，有助于广汇汽车借助资本市场推动融资租赁业务发展。

总体看，通过非公开发行股票，广汇汽车资本实力大幅增强。

（3）广汇汽车财务分析

广汇汽车提供的 2015~2017 年度合并财务报表均由普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；广汇汽车 2018 年一季报财务数据未经审计。广汇汽车经审计的财务报表按照财政部于 2006 年及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各

项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。

从合并范围来看，2016年广汇汽车进行的对外收购较多，尤其收购宝信汽车对广汇汽车造成较大影响；2017年广汇汽车非同一控制下企业合并收购的子公司数量较多，购买日至期末被购买方的收入合计53.80亿元，此外处置子公司3家、设立子公司10家。2018年1~3月，广汇汽车合并范围内的一级及主要子公司未发生变化，新增收购29家门店。广汇汽车持续的外延并购对财务数据的可比性造成一定影响。

截至2017年底，广汇汽车资产总额1,352.46亿元，负债合计910.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）442.37亿元，其中归属于母公司所有者权益353.37亿元。2017年，广汇汽车实现营业收入1,607.12亿元，净利润（含少数股东损益）45.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润38.84亿元；经营活动现金流量净额49.87亿元，现金及现金等价物净增加额108.09亿元。

截至2018年3月底，广汇汽车资产总额1,257.01亿元，负债合计800.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）456.75亿元，其中归属于母公司所有者权益364.99亿元。2018年1~3月，广汇汽车实现营业收入394.69亿元，净利润（含少数股东损益）13.33亿元，其中归属于母公司所有者的净利润11.17亿元；经营活动现金流量净额-110.76亿元，现金及现金等价物净增加额-125.79亿元。

资产

2015~2017年，广汇汽车资产规模逐年增长，年均复合增长33.57%，主要系广汇汽车通过收购等方式扩大业务范围所致。截至2017年底，广汇汽车资产总额1,352.46亿元，较年初增长20.80%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占60.84%，非流动资产占39.16%，流动资产占比较高，符合广汇汽车以汽车销售为主的业务特点。

2015~2017年，广汇汽车流动资产逐年增长，年均复合增长31.68%，主要系货币资金和预付款项增加所致。截至2017年底，广汇汽车流动资产822.78亿元，较年初增长29.32%；流动资产主要由货币资金（占39.47%）、预付款项（占20.09%）、存货（占20.70%）和一年内到期的非流动资产（占10.99%）构成。

2015~2017年，广汇汽车货币资金逐年增长，年均复合增长36.72%。截至2016年底，广汇汽车货币资金较年初增长24.58%，主要系对外融资增加所致。截至2017年底，广汇汽车货币资金324.73亿元，较年初增长50.05%，主要系年底发行新股募集资金到账所致；其中，银行存款占61.25%，其他货币资金占38.63%；其他货币资金均为受限资金，主要为票据保证金等，受限程度较高。广汇汽车预付款项主要为广汇汽车向汽车生产厂商及零配件供应商支付的预付货款；广汇汽车与上游供货商的付款方式主要是现金和票据，均为预付款形式。2015~2017年，广汇汽车预付款项逐年增长，年均复合增长73.83%，主要系汽车销售及维修业务规模扩大，带动采购增加所致。截至2017年底，广汇汽车预付款项165.26亿元，较年初增长22.63%。较大规模的预付款项对广汇汽车资金形成占用。广汇汽车存货主要包括库存商品、在途物资、劳务成本等，其中库存商品主要为整车及汽车零部件等。2015~2017年，广汇汽车存货逐年增长，年均复合增长10.52%，主要系业务规模扩大和收购并表增加，库存商品增加较多所致。截至2017年底，广汇汽车存货170.33亿元，较年初增长10.48%；其中，库存商品占86.29%，在途物资占13.31%；累计计提存货跌价准备1.08亿元，全部针对库存商品计提、计提比例为0.73%，考虑到广汇汽车库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，广汇汽车存货跌价准备计提规模尚可。2015~2017年，广汇汽车一年内到期的非流动资产波动增长，年均复合增长15.33%。截至2017年底，广汇汽车一

年内到期的非流动资产 90.46 亿元，较年初增长 34.42%，主要系广汇汽车融资租赁业务快速发展，一年内到期的融资租赁款余额相应增加所致。

2015~2017 年，广汇汽车非流动资产逐年增长，年均复合增长 36.67%。主要系商誉增加所致。截至 2017 年底，广汇汽车非流动资产 529.68 亿元，较年初增长 9.59%，主要由长期应收款（占 15.56%）、固定资产（占 23.23%）、无形资产（占 16.58%）和商誉（占 33.69%）构成。

广汇汽车长期应收款主要为一年后应收的融资租赁款，融资租赁合同期限一般为 36 个月。2015~2017 年，广汇汽车长期应收款逐年增长，年均复合增长 33.72%，主要系融资租赁业务规模扩大所致。截至 2017 年底，广汇汽车长期应收款 82.43 亿元，较年初增长 28.23%；其中，融资租赁款²占 86.89%，广汇汽车累计计提坏账准备 0.73 亿元，全部针对融资租赁款计提，计提比例为 1.01%，计提比例较低。广汇汽车固定资产主要为各子公司所有的 4S 店及办公楼、展厅。2015~2017 年，固定资产逐年增长，年均复合增长 28.67%，主要系广汇汽车持续收购所致。截至 2017 年底，广汇汽车固定资产 123.04 亿元，较年初增长 8.54%；其中，房屋及建筑物占 76.40%，运输工具占 10.16%；广汇汽车累计计提折旧 46.19 亿元，计提减值准备 0.66 亿元，固定资产成新率为 72.81%，成新率尚可；受限固定资产占 2.89%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。广汇汽车无形资产主要为土地使用权、特许经营权以及软件，按照成本法进行核算。2015~2017 年，广汇汽车无形资产逐年增长，年均复合增长 34.91%。主要系收购并表增加以及因收购造成经销商特许经营权增加所致。截至 2017 年底，广汇汽车无形资产 87.80 亿元，较年初增长 0.81%，变化不大；其中，特许经营权占 61.45%，土地使用权占 35.83%；累计计提摊销 14.52 亿元，计提减值准备 0.11 亿元；受限无形资产占 1.89%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。2015~2017 年，广汇汽车商誉逐年增长，年均复合增长 53.56%，主要系通过收购扩大公司规模所致。截至 2017 年底，广汇汽车商誉 178.45 亿元，较年初增长 11.04%；广汇汽车累计计提商誉减值准备 0.29 亿元，占比不大。广汇汽车商誉规模较大，占资产的比重较高，若未来收购的 4S 店经营不善，广汇汽车商誉面临减值风险。

截至 2017 年底，广汇汽车受限资产合计 225.20 亿元，占资产总额的 16.65%，来自货币资金（125.45 亿元）、固定资产（3.56 亿元）、无形资产（1.66 亿元）和长期应收款（含一年内到期部分，94.53 亿元）。广汇汽车资产受限程度一般。

截至 2018 年 3 月底，广汇汽车资产总额 1,257.01 亿元，较年初减少 7.06%，主要系为偿还借款、兑付到期应付票据以及支付股权收购款，货币资金减少所致；其中，流动资产占 54.38%，非流动资产占 45.62%，流动资产占比较年初有所下降。

总体看，广汇汽车资产规模快速增长，流动资产占比较高；广汇汽车货币资金较充裕，但资金受限程度较高；预付款项及存货占比较高，对资金形成较大占用；持续并购产生了较大规模的商誉，若并购企业未来经营不善，广汇汽车将面临商誉减值风险。总体看，广汇汽车整体资产质量一般。

负债

2015~2017 年，随着广汇汽车经营规模的扩大以及投资需求的增加，广汇汽车负债规模逐年增长，年均复合增长 29.93%。截至 2017 年底，广汇汽车负债合计 910.09 亿元，较年初增长 9.38%，流动负债及非流动负债均有所增长；其中，流动负债占 75.02%，非流动负债占 24.98%，以流动负债为主。

2015~2017 年，广汇汽车流动负债逐年增长，年均复合增长 18.63%。截至 2016 年底，广汇

² 公司未对融资租赁客户进行五级分类。

汽车流动负债较年初增长 32.48%，主要系短期借款增加所致。截至 2017 年底，广汇汽车流动负债 682.72 亿元，较年初增长 6.23%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款（占 25.54%）、应付票据（占 38.31%）、其他应付款（占 7.51%）和一年内到期的非流动负债（占 18.55%）构成。

2015~2017 年，广汇汽车短期借款波动增长，年均复合增长 14.92%。截至 2016 年底，广汇汽车短期借款较年初增长 71.19%，主要系收购并表增加及业务规模扩大需补充流动资金所致。截至 2017 年底，广汇汽车短期借款 174.38 亿元，较年初减少 22.86%；其中，信用借款占 57.15%，抵押借款占 31.06%，短期融资券占 9.18%。广汇汽车应付票据全部为银行承兑汇票。2015~2017 年，广汇汽车应付票据逐年增长，年均复合增长 18.28%，主要系收购并表增加及业务规模扩大需增加使用银行承兑汇票支付厂家货款所致。截至 2017 年底，广汇汽车应付票据 261.53 亿元，较年初增长 15.02%。2015~2017 年，广汇汽车其他应付款逐年增长，年均复合增长 32.68%。截至 2016 年底，广汇汽车其他应付款较年初增长 64.99%，主要系收购并表增加和应付股权收购相关款项增加所致。截至 2017 年底，广汇汽车其他应付款 51.25 亿元，较年初增长 6.70%，主要系应付保证金、预提费用和应付被收购单位原股东及其关联单位款增加所致；其中，应付股权收购款占 46.37%，应付保证金占 23.73%。2015~2017 年，广汇汽车一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 15.03%。截至 2016 年底，广汇汽车一年内到期的非流动负债较年初减少 16.95%，主要系当年偿付到期中期票据较多所致。截至 2017 年底，广汇汽车一年内到期的非流动负债 126.64 亿元，较年初增长 59.34%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

2015~2017 年，广汇汽车非流动负债逐年增长，年均复合增长 105.26%。截至 2016 年底，广汇汽车非流动负债较年初增长 250.86%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2017 年底，广汇汽车非流动负债 227.36 亿元，较年初增长 20.08%，主要系长期借款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 68.90%）、应付债券（占 20.43%）和递延所得税负债（占 7.50%）构成。

2015~2017 年，广汇汽车长期借款逐年增长，年均复合增长 172.08%，主要系经营规模扩大造成融资需求增加所致。截至 2017 年底，广汇汽车长期借款 156.65 亿元，较年初增长 60.81%；其中，信用借款占 75.84%，质押借款占 16.30%，资产证券化占 7.68%；从期限分布来看，1~2 年内到期的长期借款占 55.25%，2~3 年内到期的占 41.30%，3 年以上到期的占 3.45%，广汇汽车面临一定的集中偿付压力。2015~2017 年，广汇汽车应付债券波动增长，年均复合增长 60.64%。截至 2016 年底，广汇汽车应付债券较年初增长 280.56%，主要系广汇汽车发行规模 50.00 亿元的公司债券所致。截至 2017 年底，应付债券 46.45 亿元，较年初减少 32.19%，主要系部分转入一年内到期的非流动负债所致；2018 及 2019 年到期或进入回售期的应付债券规模较大，广汇汽车可能面临一定的集中偿付压力。2015~2017 年，广汇汽车递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 56.29%，主要系收购增加较多造成因非同一控制下企业合并资产评估增值形成的应纳税暂时性差异增加所致。截至 2017 年底，广汇汽车递延所得税负债 17.05 亿元，较年初增长 3.82%。

2015~2017 年，广汇汽车全部债务逐年增长，年均复合增长 29.90%。截至 2017 年底，广汇汽车全部债务 765.85 亿元，较年初增长 9.59%；其中，短期债务占 73.48%，长期债务占 26.52%，以短期债务为主，债务结构有待优化。2015~2017 年，广汇汽车资产负债率分别为 71.11%、74.32% 和 67.29%，全部债务资本化比率分别为 67.45%、70.85% 和 63.39%，均呈波动下降态势，其中 2017 年下降幅度较大，主要系广汇汽车非公开发行股票、所有者权益规模增加所致；长期债务资本化比率分别为 15.17%、36.59% 和 31.47%，呈波动上升态势。广汇汽车于 2017 年 3 月 31 日通过信托公司发起设立永续债投资信托项目，募集资金总额 10.00 亿元，计入其他权益工具。若将信托

永续债调整计入长期债务，截至 2017 年底，广汇汽车资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为 68.03%、64.22%和 33.02%，广汇汽车债务负担较重。

截至 2018 年 3 月底，广汇汽车负债合计 800.26 亿元，较年初减少 12.07%，主要系应付票据到期兑付规模较大所致；其中，流动负债占 74.92%，非流动负债占 25.08%，负债结构较年初变化不大。

截至 2018 年 3 月底，广汇汽车全部债务 656.10 亿元，较年初减少 14.33%；其中，短期债务占 73.23%，长期债务占 26.77%，债务结构较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，广汇汽车资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.66%、58.96%和 27.78%，较年初分别下降了 3.63 个百分点、4.43 个百分点和 3.69 个百分点，债务负担有所下降。若将信托永续债由其他权益工具调整计入长期债务，截至 2018 年 3 月底，广汇汽车资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为 64.46%、59.86%和 29.36%，广汇汽车债务负担仍属较重，债务结构仍有待优化。

总体看，近三年，广汇汽车负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主；债务规模逐年增加，债务负担较重，债务结构有待优化，广汇汽车面临一定的集中偿债压力；但 2017 年广汇汽车非公开发行股票后，债务负担有所下降，2018 年一季度债务负担进一步下降。

所有者权益

2015~2017 年，广汇汽车所有者权益逐年增长，年均复合增长 42.12%。截至 2016 年底，广汇汽车所有者权益较年初增长 31.29%，主要系未分配利润及少数股东权益增加所致。截至 2017 年底，所有者权益 442.37 亿元，较年初增长 53.84%，主要系非公开发行股票所致；其中，归属于母公司所有者权益占 79.88%，少数股东权益占 20.12%。截至 2017 年底，归属于母公司所有者权益 353.37 亿元，其中，股本占 23.05%，其他权益工具占 2.84%，资本公积占 38.27%，其他综合收益占 -0.55%，盈余公积占 1.61%，未分配利润占 34.78%，以股本、资本公积和未分配利润为主。广汇汽车权益结构稳定性尚可。

2017 年 12 月，广汇汽车非公开发行股票募集资金总额 80.00 亿元，股本和资本公积大幅增长，广汇汽车资本实力大幅增强。

截至 2018 年 3 月底，广汇汽车所有者权益 456.75 亿元，较年初增长 3.25%，变化不大；其中，归属于母公司所有者权益占 79.91%，少数股东权益占 20.09%，权益结构较年初变化不大。

总体看，近三年，广汇汽车所有者权益规模持续增长，尤其 2017 年非公开发行股票后，广汇汽车资本实力大幅增强；所有者权益稳定性尚可。

盈利能力

2015~2017 年，广汇汽车营业收入逐年增长，年均复合增长 30.96%，主要来自整车销售收入的增长。近年来，随着广汇汽车通过并购和新增子公司不断扩大销售规模，以及整车销售市场需求不断增加，广汇汽车汽车销售收入持续增长。2017 年，实现营业收入 1,607.12 亿元，较上年增长 18.67%。2015~2017 年，随着经营规模的扩大，广汇汽车净利润逐年增长，年均复合增长 45.82%，2017 年净利润为 45.05 亿元，较上年增长 48.03%。

从期间费用来看，2015~2017 年，广汇汽车费用总额逐年增长，年均复合增长 30.46%，主要系销售费用增加所致。2017 年，广汇汽车费用总额 92.66 亿元，其中，销售费用占 47.24%，管理费用占 26.26%，财务费用占 26.50%。2015~2017 年，广汇汽车销售费用逐年增长，年均复合增长 32.67%，主要系业务规模扩大，人工成本、市场推广、折旧及摊销等费用增加所致；管理费用逐年增长，年均复合增长 24.13%，主要系经营规模扩大，人工成本、租赁物管费、折旧及摊销等费

用相应增加所致；财务费用逐年增长，年均复合增长 33.50%，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。2015~2017 年，广汇汽车费用收入比分别为 5.81%、5.57%和 5.77%，变化幅度不大，广汇汽车费用控制能力较强。

从利润构成来看，2015~2017 年，广汇汽车资产减值损失分别为 3.82 亿元、3.57 亿元和 3.43 亿元，占广汇汽车营业利润的比重分别为 14.84%、9.32%和 5.97%，对广汇汽车利润有一定侵蚀，主要来自坏账损失和存货跌价损失。投资收益、其他收益、营业外收支等对广汇汽车利润影响不大。

从盈利指标来看，2015~2017 年，广汇汽车营业利润率分别为 8.92%、8.57%和 9.41%，呈小幅波动上升态势；总资本收益率分别为 5.45%、5.95%和 6.36%，总资产报酬率分别为 5.74%、6.25%和 6.65%，净资产收益率分别为 11.18%、12.01%和 12.34%，均呈逐年上升态势。与同行业上市公司相比，广汇汽车盈利能力指标处于中上水平。

2018 年 1~3 月，广汇汽车实现营业收入 394.69 亿元，较上年同期增长 20.32%，主要系经营规模扩大，以及并购整合后加大宣传推广，规模效应逐步形成的综合影响所致；随着营业收入的增长，广汇汽车实现净利润 13.33 亿元，较上年同期增长 21.15%。

总体看，近三年，广汇汽车营业收入及利润增长较快，费用控制能力较强，资产减值损失对利润造成一定侵蚀。广汇汽车整体盈利能力较强。

现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，广汇汽车经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 28.88%，主要系整车销售规模增加所致；经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 30.35%，主要系整车采购规模增加所致；综上，经营活动现金流量净额保持净流入，分别为 55.63 亿元、33.08 亿元和 49.87 亿元，其中 2016 年规模有所减少，主要系整车采购规模较大以及职工薪酬增加所致。2015~2017 年，广汇汽车现金收入比分别为 121.75%、120.56%和 119.70%，逐年小幅下降，但仍处于较高水平，广汇汽车收入实现质量良好，经营性现金流状况佳。

从投资活动来看，2015~2017 年，广汇汽车投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 51.77%，主要系收回投资收到的现金波动增长所致，广汇汽车利用闲置资金对外进行短期投资的规模有所波动；投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 42.44%，其中 2016 年的增长主要系收购项目增加所致，2017 年的增长主要系投资支付的现金增加所致；综上，投资活动现金流量净额分别为 -37.86 亿元、-124.99 亿元和 -48.50 亿元，保持现金净流出。

从筹资活动来看，2015~2017 年，广汇汽车筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 57.60%，其中 2016 年的增长主要系借款规模增加所致，2017 年的增长主要系非公开发行股票所致；筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 39.28%，主要系偿债规模增加所致；综上，筹资活动现金流量净额分别为 -24.97 亿元、142.36 亿元和 107.42 亿元，由净流出转为净流入，近两年随着收并购的增加，广汇汽车存在较大的融资需求。

2018 年 1~3 月，广汇汽车经营活动现金流量净额 -110.76 亿元，净流出规模较大，主要系按照行业惯例汽车经销商一季度整车采购规模较大，以及一季度兑付到期银行承兑汇票的金额较大所致；投资活动现金流量净额 29.50 亿元；筹资活动现金流量净额 -44.24 亿元，转为净流出，主要系广汇汽车定向增发资金到位，缩减借款规模所致。

总体看，近三年，广汇汽车经营活动现金流状况佳，收入实现质量良好；但对外投资支出规模较大，经营活动现金净流入无法支撑持续并购投资，使得广汇汽车存在较大的外部融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2015~2017 年, 广汇汽车流动比率及速动比率逐年上升, 主要系货币资金和预付款项增加所致, 截至 2017 年底, 分别为 1.21 倍和 0.96 倍; 现金短期债务比分别为 0.42 倍、0.41 倍和 0.58 倍, 2017 年底有所上升, 主要系年底完成非公开发行股票收到募集资金所致, 广汇汽车现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。2015~2017 年, 广汇汽车经营现金流动负债比率分别为 11.47%、5.15%和 7.30%, 经营性净现金流对流动负债的覆盖程度一般。整体看, 广汇汽车短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看, 2015~2017 年, 广汇汽车 EBITDA 逐年增长, 年均复合增长 42.80%, 主要系利润总额增加所致。2017 年, 广汇汽车 EBITDA 为 98.36 亿元, 较上年增长 37.09%; 其中, 折旧占 9.88%, 摊销占 6.58%, 计入财务费用的利息支出占 25.11%, 利润总额占 58.43%。2015~2017 年, 广汇汽车 EBITDA 利息倍数分别为 3.76 倍、3.70 倍和 3.91 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度较高; EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.10 倍和 0.13 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看, 广汇汽车长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底, 广汇汽车取得的各金融机构授信额度合计 816.28 亿元, 其中已使用授信额度 500.27 亿元, 尚未使用的授信额度 316.01 亿元, 广汇汽车间接融资渠道畅通。广汇汽车为上交所上市公司, 直接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底, 广汇汽车对外担保余额 1.43 亿元, 对外担保对象均为下属子公司客户分期业务。根据分期贷款协议的规定, 购车人以其所购车辆作为抵押的同时, 由广汇汽车为其提供担保。广汇汽车对外担保主要来自业务经营, 或有负债风险较低。

截至 2018 年 3 月底, 广汇汽车未决诉讼、仲裁事项涉及的预计负债金额为 792.83 万元, 金额不大, 对广汇汽车影响较小。

根据广汇汽车提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码: G10210211029483601), 截至 2018 年 5 月 4 日, 广汇汽车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。

总体看, 广汇汽车短期偿债能力一般, 长期偿债能力较强, 但考虑到融资渠道畅通、经营性现金流状况佳及行业地位领先等因素, 广汇汽车整体偿债能力很强。

(4) 债权保护效果

以广汇汽车 2018 年 3 月底的财务数据测算, 本次债券额度 (40.00 亿元) 分别占其资产和净资产规模的 318%和 8.76%, 占比较小, 广汇汽车资产及净资产规模对本次债券的保障程度较高。2017 年, 广汇汽车经营活动现金流入量 1,941.86 亿元, 为本次债券额度的 2.06 倍, 对本次债券的覆盖程度高; 广汇汽车 EBITDA 为 98.36 亿元, 为本次债券额度的 2.46 倍, 对本次债券的保障程度较高。

总体看, 广汇汽车主营业务较为稳定, 营业收入逐年增长, 资产规模上升, 现金流规模较大, 其担保对提升本次债券的信用水平具有一定的积极影响。

十、综合评价

公司作为汽车经销行业龙头广汇汽车的核心子公司, 近年来不断扩大经营规模、营业收入和利润规模增长较快, 规模优势明显, 并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务, 市场综合竞争力得到提高。2017 年, 股东广汇汽车对公司增资, 公司资本实力有所增强。同时, 联合评级也关注到当前汽车产销增速放缓, 公司整车销售业务采购议价能力较弱, 汽车销售毛利率较低, 预付账款、存货规模较大占压营运资金, 受限资产规模较大, 商誉占比较

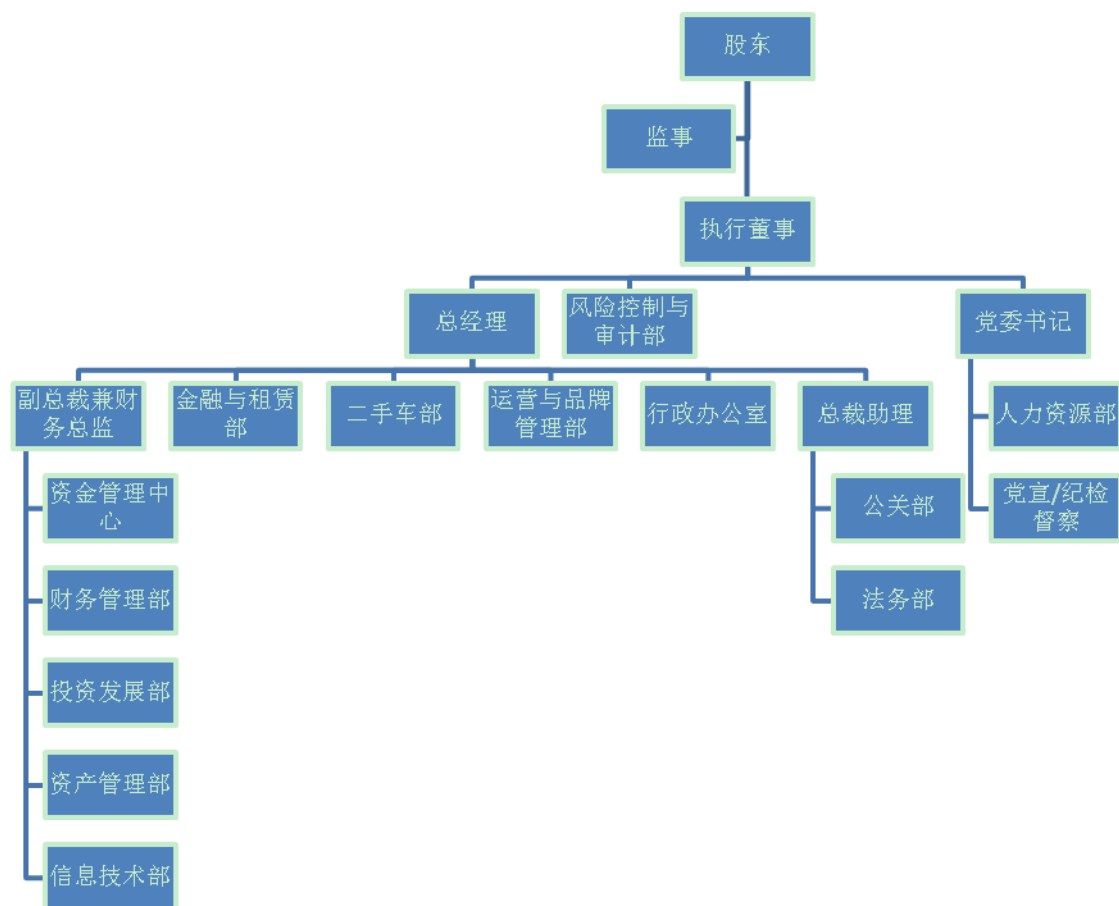
高，债务负担较重、经营性净现金流大幅下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的逐渐完工，对外收购项目的深化整合，经营网络的不断扩大，以及汽车维修养护、保险代理、二手车代理、租赁等后市场业务的不断扩大，公司经营状况将保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期公司债券由公司母公司广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。广汇汽车作为上市公司，具有较强的融资能力和资源整合能力，其所提供的担保对本期债券的信用水平有显著的提升作用。

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

附件 1 广汇汽车服务有限责任公司 组织结构图



附件 2 广汇汽车服务有限责任公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	755.25	877.37	1,069.65	992.98
所有者权益（亿元）	216.34	226.42	307.25	319.88
短期债务（亿元）	414.69	407.86	453.64	380.20
长期债务（亿元）	39.16	115.82	154.23	128.06
全部债务（亿元）	453.85	523.69	607.87	508.26
营业收入（亿元）	937.00	1,183.04	1,261.05	309.79
净利润（亿元）	21.52	30.28	40.64	11.91
EBITDA（亿元）	48.57	61.85	78.48	--
经营性净现金流（亿元）	55.45	21.77	26.51	-89.66
应收账款周转次数（次）	65.93	58.39	51.58	--
存货周转次数（次）	6.34	8.12	8.89	--
总资产周转次数（次）	1.37	1.45	1.30	--
现金收入比率（%）	121.75	121.12	120.49	120.38
总资本收益率（%）	5.51	6.14	6.96	--
总资产报酬率（%）	5.80	6.29	6.88	--
净资产收益率（%）	11.43	13.68	15.23	--
营业利润率（%）	8.92	8.50	9.27	9.75
费用收入比（%）	5.77	5.24	5.62	5.37
资产负债率（%）	71.36	74.19	71.28	67.79
全部债务资本化比率（%）	67.72	69.81	66.43	61.37
长期债务资本化比率（%）	15.33	33.84	33.42	28.59
EBITDA 利息倍数（倍）	3.79	4.50	4.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	0.13	--
流动比率（倍）	0.98	0.92	1.06	0.99
速动比率（倍）	0.69	0.67	0.84	0.70
现金短期债务比（倍）	0.30	0.34	0.53	0.29
经营现金流动负债比率（%）	11.43	4.20	4.47	-16.92
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.58	3.28	4.16	--

附件 3 广汇汽车服务股份公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	758.11	1,119.60	1,352.46	1,257.01
所有者权益（亿元）	219.02	287.55	442.37	456.75
短期债务（亿元）	414.69	532.90	562.75	480.45
长期债务（亿元）	39.16	165.92	203.10	175.65
全部债务（亿元）	453.85	698.82	765.85	656.10
营业收入（亿元）	937.00	1,354.22	1,607.12	394.69
净利润（亿元）	21.18	30.43	45.05	13.33
EBITDA（亿元）	48.24	71.75	98.36	--
经营性净现金流（亿元）	55.63	33.08	49.87	-110.76
应收账款周转次数（次）	65.93	56.22	51.84	--
存货周转次数（次）	6.34	8.33	8.87	--
总资产周转次数（次）	1.36	1.44	1.30	--
现金收入比率（%）	121.75	120.56	119.70	119.62
总资本收益率（%）	5.45	5.95	6.36	--
总资产报酬率（%）	5.74	6.25	6.65	--
净资产收益率（%）	11.18	12.01	12.34	--
营业利润率（%）	8.92	8.57	9.41	10.15
费用收入比（%）	5.81	5.57	5.77	5.90
资产负债率（%）	71.11	74.32	67.29	63.66
全部债务资本化比率（%）	67.45	70.85	63.39	58.96
长期债务资本化比率（%）	15.17	36.59	31.47	27.78
EBITDA 利息倍数（倍）	3.76	3.70	3.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	0.13	--
流动比率（倍）	0.98	0.99	1.21	1.14
速动比率（倍）	0.69	0.75	0.96	0.82
现金短期债务比（倍）	0.42	0.41	0.58	0.31
经营现金流动负债比率（%）	11.47	5.15	7.30	-18.47
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.21	1.79	2.46	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 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 广汇汽车服务有限责任公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期）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（期）债券存续期内，在每年广汇汽车服务有限责任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（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广汇汽车服务有限责任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。广汇汽车服务有限责任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广汇汽车服务有限责任公司的相关状况，如发现广汇汽车服务有限责任公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如广汇汽车服务有限责任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，直至广汇汽车服务有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广汇汽车服务有限责任公司、监管部门等。

