

信用等级公告

联合[2015] 570 号

国机汽车股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国机汽车股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

国机汽车股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

国机汽车股份有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十二月三十日

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>

国机汽车股份有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次债券额度：不超过 20 亿元（含 20 亿元）

本次债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2015 年 12 月 30 日

主要财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	190.96	263.93	345.30	302.87
所有者权益（亿元）	31.02	41.71	53.49	57.14
长期债务（亿元）	1.07	0.72	0.89	1.02
全部债务（亿元）	127.53	153.39	226.16	193.68
营业收入（亿元）	624.01	794.32	903.44	355.68
净利润（亿元）	5.04	7.25	7.82	4.15
EBITDA（亿元）	12.05	16.15	21.34	11.75
经营性净现金流（亿元）	-53.46	-19.05	-35.68	42.79
营业利润率（%）	2.71	2.95	3.88	4.34
净资产收益率（%）	17.42	19.94	16.42	7.49
资产负债率（%）	83.76	84.20	84.51	81.13
全部债务资本化比率（%）	80.44	78.62	80.87	77.22
流动比率（倍）	1.08	1.08	1.08	1.11
EBITDA 全部债务比	0.09	0.11	0.09	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	2.94	4.43	3.16	2.61
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.60	0.81	1.07	0.59

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、公司 2015 年半年度财报未经审计，相关指标未年化；3、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下称“联合评级”）对国机汽车股份有限公司（以下简称“国机汽车”或“公司”）的评级，反映了公司作为中国机械工业集团有限公司旗下一家大型汽车综合服务企业，在行业地位、服务水平、业务创新和经验管理水平等方面具有显著优势。公司从业经验丰富，全链条服务能力较强，是行业领先的多品牌汽车综合贸易服务商，在行业内具备较强的竞争实力。近年来公司逐步进行转型升级，业务范围得到扩展。同时，联合评级也关注到当前进口汽车批发及贸易服务市场竞争日趋激烈，进口汽车市场过量供给、需求放缓、库存高企等不利因素，可能给公司经营带来一定的不利影响。

目前公司资产质量较好，主营业务突出，市场占有率高。未来随着公司业务转型升级的推进，将带动公司的经营规模和盈利水平进一步提升，整体竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况和本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1、公司位居“2014 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”榜首，是行业领先的多品牌汽车综合贸易服务商，在行业内具备较强的竞争实力。

2、公司是国内较早从事进口汽车批发及贸易服务的企业，拥有丰富的专业经验，全链条贸易服务能力较强。

3、公司业务创新能力较强，面对竞争日趋激烈的核心业务，提早布局汽车租赁、汽车金融、车联网等业务。

4、公司经营管理水平较高，业务快速增长，

经营效率较好。

5、近年来公司通过多次增发，进一步扩大经营规模，巩固和提高公司的行业地位，提升整体竞争力，增强市场影响力。

关注

1、公司的核心业务为进口汽车贸易服务业务，但由于近年来进口汽车市场库存高企、进口车商深陷困境，且进口车价格逼近历史低点，当前进口汽车市场的过量供给、需求放缓，使得公司核心业务营收能力受到挑战，库存规模较大，未来需关注由此带来的经营风险。

2、公司资产负债率高，且债务结构以短期债务为主，存在一定偿债压力。

3、公司收入实现质量好，但经营性现金流量近三年均为净流出状态，现金流状况有待改善。

4、公司主营业务处于转型升级过程中，仍存在一定不确定性，未来需关注业务转型升级对公司盈利能力和现金流状况的影响。

5、未来需关注公司在天津滨海新区瑞海公司危险品仓库爆炸事件中的损失情况。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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）与国机汽车股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与国机汽车股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因国机汽车股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由国机汽车股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代国机汽车股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

国机汽车股份有限公司（以下简称“国机汽车”或“公司”）原名中外建发展股份有限公司，是 1999 年 3 月经国家经济贸易委员会国经贸企改（1999）171 号和财政部财管字（1999）34 号批准，由中国对外建设总公司作为主发起人，联合武汉市当代科技发展总公司、天津泰鑫实业开发有限公司、天津华泽（集团）有限公司、天津市机电工业总公司、北京金豪力机电设备有限公司以发起方式设立的股份有限公司，设立时总股本为 8,162.86 万股，其中，国有法人股为 7,854.30 万股，占 96.22%，社会法人股为 308.56 万股，占 3.78%。

2001 年 1 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字（2001）9 号文批复同意公司首次向社会公众发行人民币普通股 3,500 万股，并于 2001 年 3 月在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600335。

2005 年 2 月，经天津市工商行政管理局批准，公司名称由中外建发展股份有限公司变更为鼎盛天工工程机械股份有限公司。

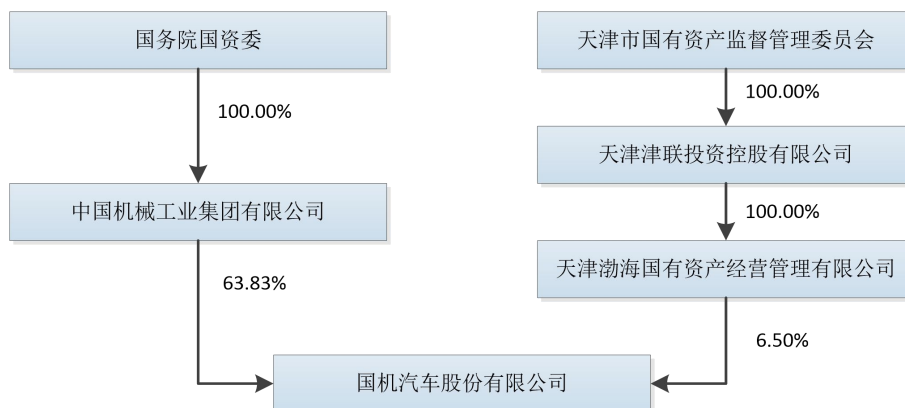
2010 年 6 月，公司启动重大资产重组，以全部资产和负债（作为置出资产）与中国进口汽车贸易有限公司（以下简称“中进汽贸”）的实际控制人中国机械工业集团有限公司（以下简称“国机集团”）持有的中进汽贸等值股权进行置换。同时，向国机集团和天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“天津渤海”）发行 28,404.74 万股股份（其中向国机集团发行 23,265.18 万股，向天津渤海发行 5,139.57 万股），分别购买国机集团和天津渤海持有的中进汽贸 70.39%和 15.55%股权。同时，天津工程机械研究院（以下简称“天工院”）向国机集团无偿划转其拥有的公司 11,527.57 万股股份。变更后国机集团持有公司 34,792.74 万股股份，占 62.13%；天津渤海持有公司 5,139.57 万股股份，占 9.18%。

2011 年 11 月，经天津市工商行政管理局批准，公司名称由鼎盛天工工程机械股份有限公司变更为国机汽车股份有限公司。

2013 年 3 月，公司启动资产重组，向国机集团发行股份购买其持有的中国汽车工业进出口有限公司（以下简称“中汽进出口”）100%股权，并向不超过 10 名特定投资者非公开发行新股募集配套资金。截至 2014 年 8 月，公司在经历股权划转、送股、公积金转增股本和资产重组后，总股本变更为 62,714.57 万元。

截至 2015 年 6 月底，公司总股本为 62,714.57 万股，其中控股股东中国机械工业集团有限公司持有公司 63.83%的股份，天津渤海国有资产经营管理有限公司持有公司 6.50%的股份。公司股权结构关系如下图所示：

图1 截至2015年6月30日公司股权结构关系图



资料来源：公司提供

公司是一家大型汽车综合服务企业，经营范围：汽车（小轿车除外）及配件销售；货物进出口（法律、行政法规另有规定的除外）；自有房屋租赁；商务信息咨询；仓储（危险品及易制毒品除外）（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件，在有效期内经营，国家有专项专营规定的按规定办理）。主要产品或提供的劳务：汽车批发及零售。

截至2015年6月底，公司设有总经理办公室、人力资源部、资产财务部、投资管理部、审计稽核部、市场营销部、信息管理部、经营管理部、董事会办公室、党委工作部、党委组织部、纪检监察室12个职能部门，母公司和主要子公司在职员工共4,385人。公司下辖中国进口汽车贸易有限公司、中国汽车工业进出口有限公司、国机汽车发展有限公司、中进汽贸（天津）进口汽车贸易有限公司、中进汽贸服务有限公司、宁波国机宁兴汽车投资有限公司、汇益融资租赁（天津）有限公司等7家二级子企业，纳入合并范围的全资及控股企业共80家。

截至2014年底，公司合并资产总额345.30亿元，负债合计291.82亿元，所有者权益（含少数股东权益2.63亿元）53.49亿元；2014年公司实现营业收入903.44亿元，净利润（含少数股东损益-0.73亿元）7.82亿元；经营活动产生的现金流量净额-35.68亿元，现金及现金等价物净增加额13.53亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额302.87亿元，负债合计245.73亿元，所有者权益（含少数股东权益2.14亿元）57.14亿元。2015年1~6月，公司实现营业总收入355.68亿元，净利润（含少数股东损益-0.39亿元）4.15亿元；经营活动产生的现金流量净额42.79亿元，现金及现金等价物净增加额19.60亿元。

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

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“国机汽车股份有限公司2016年公司债券”，发行总额不超过20亿元（含20亿元），债券期限为5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次公司债券按年付息，到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本次债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体事项按照

债券登记机构的相关规定办理。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司主营业务为汽车进口贸易服务业务、汽车零售服务业务和汽车后市场业务，属于机械设备、五金产品及电子产品进出口、批发及零售行业中的汽车进口、批发及零售子行业。

1. 行业供需

随着国民经济的稳定发展，居民收入水平及购买力稳步提高，近年来全国新增购车需求逐步释放，推动了汽车贸易市场的快速增长。但到2012年，随着经济发展速度的放缓，加之前期的过量供给，汽车销售市场增速大幅降低。由于市场销售环境不佳，汽车经销商库存压力逐渐增大，加之北京、广州等城市的“限购、限行”政策，汽车贸易行业毛利率水平下降，汽车销售已逐步进入微利时代。

2014年，全国汽车整车及零部件进出口贸易总额累计1,829亿美元，同比累计增长15%。其中汽车整车及零部件进口1,003亿美元，出口826亿美元，实现贸易逆差178亿美元。

图2 2006~2014年中国进口汽车走势图（单位：亿美元）



资料来源：根据公开资料整理

近年来进口汽车市场开始呈现出“过量供给、需求放缓、库存高企、以价换量”等态势，高供给、高库存、经销商以价换量到供给、需求双降，进口车市场增速步入深度调整期。

自2012年以来，由于跨国汽车公司按照惯性制定高销售目标，市场供给出现“结构性”过量，并形成了2012年和2013年行业库存高企的不良局面。2014年上半年零售终端的有所回暖，到2014年6月份进口车行业库存深度为3.05个月；但从7月份开始形势又有所恶化，大幅超过上年同期

水平，接近 2012 年的库存高峰值。经销商选择以价换量，进口车价格优惠幅度维持在高位。

受中国经济调整、政策导向、多地限购政策出台及中国汽车市场消费升级加速等诸多因素的影响，并结合 2013 年同期的较低基数和经销商为缓解库存“以价换量”的市场行为，2014 年各跨国汽车公司再次加大市场供给，全年进口车达到 142.2 万辆，同比增长 21.6%。特别是 2014 年下半年进口车行业库存深度不断创新高的情况下，海关进口车数量依然处于高位。在高库存压力下，2015 年中国进口汽车市场供给开始出现调整态势，一季度中国累计进口汽车 25.8 万辆，同比下滑 17.1%。

从价格方面看，由于跨国汽车公司的高销售目标，市场供给的逐步加大，尤其是行业库存的结构性回补，终端市场的优惠幅度持续攀升，2014 年进口车价格优惠幅度维持在高位。虽然 2014 年上半年进口汽车市场呈现超预期的需求增长，但市场优惠幅度依然较大，9 月份平均优惠攀升至 5.4 万元，优惠幅度为-8.2%，环比增加 1.4 个百分点，其中轿车达到-12.9%；部分热销车型在经历短短几个月的加价销售后迅速出现价格优惠，显示随着新品效应的退去及高供给带来的库存攀升，终端市场销售压力也逐步增大。

从车型结构看，乘用车市场份额稳定，2015 年 1~2 月在进口汽车市场的占比为 99.3%。SUV 仍是进口汽车市场绝对主力车型，1~2 月在进口乘用车中所占份额为 65.7%，销量前十名车型中 8 款车型为 SUV，其中丰田普拉多、宝马 X5、路虎揽胜三款车型分列前三。但受福特锐界、路虎揽胜极光及英菲尼迪 QX50 等车型国产化影响，进口 SUV 车型增长乏力。

从排量结构看，在国家相关政策引导下，进口车排量进一步下移。2015 年 1~2 月，3.0L 以下市场份额达到 93.1%，比 2014 年全年的 92.0%提升 1.1 个百分点。1.5~2.0L 排量区间市场份额为 32.7%，仅次于 2.5~3.0L 区间。1.5~2.0L 排量区间的进口增长很大程度上是由于产品换代和新增排量车型的拉动。

在高库存和国产化压力下，主流品牌加大“去库存”的供给调整。2015 年一季度，在进口量前十名品牌中，有 6 个品牌的供给同比呈现大幅下滑。从品牌来源国看，欧系品牌仍然占据半壁江山，但整体份额继续缩小，较 2014 年全年回落 2.6 个百分点至 56.2%；其中，德系品牌份额有所回升，英系与其他品牌份额缩小。美系品牌在 SUV 车型的持续热销拉动下，以 20.6%的份额首次超过日系。从终端销售层面来看，随着市场规模缩小及市场调整深入，进口汽车市场竞争不断加剧，特别是第二阵营品牌表现分化。

进口汽车批发及贸易服务产业链上游行业主要包括原材料、零配件、汽车整车制造行业，下游行业主要包括汽车经销、维修保养、汽车用品等。

从国外成熟市场看汽车产业链附加值呈微笑曲线，汽车后市场创造的利润远高于制造环节，而我国目前汽车后市场利润水平明显低于成熟市场，随着我国汽车市场的发展，后市场利润空间较大。

2014 年全球共生产汽车 8,626 万辆，比 2013 年微增 1.01%。其中乘用车生产了 6,609 万辆，同比增长了 1.51%，占全球汽车产量的 77%；商用车生产了 2,017 万辆，同比下降了 0.6%。全球共销售汽车 8,520 万辆，比 2013 年增长了 3.35%。其中乘用车销售了 6,223 万辆，同比增长 4.3%，占全球汽车销量的 73%；商用车销售了 2,297 万辆，同比微增 0.8%。

2014 年全球汽车生产量排名前十位的国家依次为：中国（2,372.29 万辆，同比增长 7.26%）、美国（1,165.04 万辆，同比增长 5.28%）、日本（972.43 万辆，同比增长 1.78%）、德国（585.85 万辆，同比增长 2.13%）、韩国（452.49 万辆，同比增长 0.08%）、印度（384.02 万辆，同比增长-1.07%）、

墨西哥（321.98 万辆，同比增长 4.87%）、巴西（296.34 万辆，同比增长-14.13%）、加拿大（239.39 万辆，同比增长 0.59%）和西班牙（218.53 万辆，同比增长 10.91%）；全球汽车销量排名前十位的国家依次为：中国（2,349.19 万辆，同比增长 6.86%）、美国（1,692.80 万辆，同比增长 6.11%）、日本（555.64 万辆，同比增长 3.47%）、巴西（349.78 万辆，同比增长-7.15%）、德国（330.70 万辆，同比增长 2.94%）、印度（317.68 万辆，同比增长-2.02%）、英国（284.30 万辆，同比增长 9.53%）、俄罗斯（249.14 万辆，同比增长-10.30%）、法国（217.76 万辆，同比增长 0.52%）和加拿大（188.94 万辆，同比增长 6.16%）。

汽车经销服务业属于后市场业务，成熟市场的汽车后市场业务附加值高于整车制造，我国乘用车还处在普及期，保有量处于快速增长中，但现阶段整车厂商的强势地位，我国汽车产业链附加值分布呈倒微笑曲线，从中长期发展趋势来看，随着汽车保有量的不断增加，汽车后市场的附加值将呈快速增长态势。

总体来看，当前进口汽车市场开始呈现出“过量供给、需求放缓、库存高企、以价换量”等态势，进口车市场增速步入深度调整期。我国作为全球汽车第一大产销国，当前汽车市场发展尚未成熟，未来发展空间较大。

2. 竞争格局

在中国汽车流通协会发布的“2014 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”中，公司凭借 903.44 亿元的营业收入首次位列榜首，其中百强榜前 10 名情况如下表：

表 1 2014 年度中国汽车流通行业经销商百强榜前 10 名

排名	集团名称	2014 年营业收入（亿元）	2014 年度汽车销量（万辆）
1	国机汽车股份有限公司	903.44	27.50
2	广汇汽车服务股份公司	863.57	60.66
3	庞大汽贸集团股份有限公司	603.15	56.11
4	中升集团控股有限公司	547.87	20.73
5	利星行汽车	467.42	9.31
6	宝信汽车集团	362.85	9.53
7	恒信汽车集团股份有限公司	361.76	19.04
8	广物汽贸股份有限公司	336.64	28.78
9	上海永达控股（集团）有限公司	329.38	11.61
10	中国正通汽车服务控股有限公司	313.32	8.79
	合计	5,089.40	252.06

资料来源：根据公开资料整理

根据中国汽车流通协会于 2015 年 5 月发布的“2014 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”，2014 年百强企业总营业收入 12,318 亿元，同比增长 9.4%。2014 年百强企业整车销售数量总量达到 624.5 万台，同比增长 12.5%，其中二手车置换 35 万辆，对新车的贡献度在不断提升。2014 年百强企业 4S 店网点数量 5180 家，同比增长 6.1%。百强企业中，营业收入过百亿的经销商数量从 2013 年的 31 家，增长到 38 家，百亿企业数量保持快速增长，百强榜首营业收入从 840 亿元增长到 903 亿元。

2014 年百强经销商销售数量占市场总销量的比重从 23%增长至 25%，集中度稳步提升。百亿

经销商集团新车销售数量占百强企业总销量的比重快速增长，从 64% 增长至 72%（增长 8 个百分点），百亿集团的营业收入占百强企业总营业收入的比重从 71% 增长至 74%，虽有所增长，但较为缓慢，一定程度上说明百亿集团转型速度慢于非百亿集团。

近年来随着汽车贸易市场的增速放缓，汽车经销企业开始加速业务结构调整，汽车后市场业务、二手车、金融保险等业务有较大的提升，同时受外部竞争（包括电商/服务连锁/O2O 平台）的冲击，市场竞争主体越来越多元化的影响，客户流失，零部件和维修服务的收入占比有所下滑。

从整体的综合财务指标看，百强企业盈利能力正在下滑。2014 年相比较于 2013 年有较大幅度的下滑，毛利率下滑 1.37 个百分点。虽然业务毛利下滑较为严重，但是经销商通过自身运营管理水平提升，净利润率仅小幅下滑 0.08 个百分点，几乎与 2014 年持平。从股东投资回报的角度，经销商集团投资回报率下滑较为明显，从 2013 年的 18.10% 下滑至 13.10%。

从盈利的来源上，主要是零部件和维修服务以及金融、二手车为主的衍生业务。新车销售毛利占比同比下滑接近 2.6 个百分点，属于正常的调整范围；零部件和维修服务收入占比虽有所下滑，但其毛利占比保持稳定，甚至略有提升，这主要是得益于 2014 年各大经销商集团在售售后运作管理方面的效率提升；金融保险业务在 2014 年受到众多经销商重视，伴随其收入增长，毛利占比有大幅提升；众多经销商选择牺牲一定二手车毛利，以快速实现二手车业务在数量上的发展。

总体来看，当前汽车贸易市场的行业集中度不断提高，面对当前市场环境，企业开始筹划业务转型，同时来自外部的竞争压力加大，未来进口汽车贸易市场的竞争可能加剧，未来新能源汽车销售、汽车金融和二手车业务有望成为行业新的增长点。

3. 行业关注

（1）库存高企、进口车商深陷困境

由于前期跨国汽车公司制定的高销售目标，市场供给过量，形成了行业库存高企的不良局面。2015 年 2 月行业库存（厂商库存+经销商库存）深度为 4.8 个月，库存压力巨大。根据中国汽车流通协会的经销商库存调研显示，2015 年 1 月进口经销商的库存深度为 2 个月，2 月由于销售较低，库存深度反弹到 3.4 个月，经销商库存压力大，盈利能力大幅度下降。

（2）进口车价格逼近历史低点

从 2014 年全年来看，我国累计进口汽车 142.3 万辆，同比增长 21.6%，增幅创下近三年来新高。在高进口量的压力下，危机已经开始显现。去年下半年，我国进口车市场销量增速开始逐步下滑，经销商在库存压力下被迫开始大幅让利，进口车的市场价格也逼近历史最低点，让利幅度达到 10.7%。

（3）企业销售整体增速放缓、企业盈利能力出现下滑

受到增长基数高、国内宏观经济形势下行压力增大及商用车市场下降等原因影响，使今年国内汽车销量增速有较大回落，且低于年初行业预计的 8%~10% 的增长速度。受前期过量供给，企业去库存压力、产品价格优惠幅度较大，加之外部竞争的冲击等多种因素影响，企业毛利率出现下滑，股东投资回报率亦在下滑。

（4）外边竞争冲击压力加大，企业加速经营业务转型、调整

随着市场竞争主体的多元化，传统的整车销售等业务利润空间缩小，而汽车后市场业务的发展空间仍然较大，如二手车、金融保险等业务提升空间较大。

总体来看，随着进口车供给和需求矛盾日渐突出，行业内转型趋势明显，未来新能源汽车销

售、汽车金融和二手车业务有望成为行业新的增长点。

4. 行业政策

2014 年，国家各种有关汽车新政的出台，在一定程度上改变了我国汽车行业发展的节奏以及方向，将我国汽车领域带入了一个新的阶段。

2013 年 12 月 31 日，国家质检总局、国家标准委正式发布了《二手车鉴定评估技术规范》，于 2014 年 6 月 1 日起开始实施。根据《规范》，二手车在售出前将由第三方认证机构进行检验，检验之后将发放认证标志，并附有详细的“体检表”，最大限度的解决二手车信息透明化问题。

从 2014 年 1 月 1 日起，国税总局宣布实施“实时核定每辆应税车辆最低计税价格”，依托电子信息平台，自动采集每辆车的价格信息，核定、下发最低计税价格。这意味着消费者购买大幅降价的新车，可以比以往节省部分税费。

5 月 16 日，公安部、国家质检总局联合公布了《关于加强和改进机动车检验工作的意见》，规定自 2014 年 9 月 1 日起，小型私家车 6 年内每 2 年检验 1 次，6 至 15 年每年检验 1 次，15 年以后每半年检验 1 次。试行 6 年以内的非营运轿车和其他小型、微型载客汽车（面包车、7 座及 7 座以上车辆除外）免检制度，每 2 年需要定期检验。

8 月 1 日，国家工商行政管理总局发布了《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》，宣布自 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”的汽车总经销商和汽车品牌授权经销商，可以申请变更登记为“汽车销售”。

总体来看，国家出台了多项促进汽车消费、汽车经销的产业政策，进一步规范汽车销售市场，以促进行业发展。

5. 未来发展

（1）整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在我国特别是在沿海地区已相对饱和，未来销售业务收入的下滑难以避免，在整车销售领域竞争日益激烈，同时加上土地价格上升、环保压力增大、“限购”、“限行”、“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。

（2）汽车金融业务

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

（3）依托电子商务，升级产业链

从欧美发达国家发展过程能看到，汽车后市场业务范围广阔，无论是互联网还是物联网，已经成为汽车后市场企业不能忽视的领域。电子商务是汽车后市场发展的必然业态，一直以来，汽车市场渠道上偏重于传统渠道，最近几年电商崛起，传统销售渠道面临被代替的命运。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

国机汽车是世界 500 强企业国机集团旗下一家大型汽车综合服务企业，在中国汽车流通协会发布的“2014 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”中，国机汽车凭借 903.44 亿元的营业收入首次位列榜首；在财富中国发布的“2014 年中国 500 强”中位居第 73 位。

2011 年 10 月国机集团将其所属中进汽贸资产，整体注入鼎盛天工，并成立国机汽车股份有限公司。凭借 20 多年专注于进口汽车市场的丰富经验，国机汽车自重组上市以来，逐步构建起以进口汽车贸易服务为核心业务，汽车零售、汽车后市场为重点拓展业务的全新业务结构。继入选上证 380 指数样本股、公司治理指数样本股后，2014 年，公司再次入选上证社会责任指数样本股，同时被调入上证基本面 200 指数，成为融资融券和沪港通标的股。此外，公司还荣获“上市公司诚信 50 强企业”称号、金圆桌奖之“优秀董事会”、“金治理·上市公司优秀董秘”等多项荣誉。

公司 2014 年全年实现销售收入 903.44 亿元，同比增长 13.74%；归属于上市公司股东的净利润 8.55 亿元，同比增长 12.58%；每股收益 1.3852 元，同比增长 11.68%。中进汽贸作为公司前身，成立初期的主要任务是调剂市场、抑制和稳定汽车价格，同时通过技贸结合引进国外先进技术，推进国内汽车工业的技术进步。国机汽车作为进口汽车贸易服务商龙头企业，2014 年市场占有率达到 21.96%，比 2013 年提高 2.6 个百分点，在中国汽车流通协会发布的“2014 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”公司首次荣登榜首，进一步稳固了公司在行业中的领先地位。

公司培育出覆盖进口汽车贸易服务全链条的核心能力体系，先后与克莱斯勒、进口大众、通用、福特、捷豹路虎等跨国汽车公司建立起了良好合作关系，积极配合跨国汽车厂商开展新车型进口工作，先后完成福特、林肯、别克等多款产品的全过程认证，成功实现向“全链条认证解决方案提供商”的转型。同时，公司还瞄准医护用车市场，积极拓展进口大众 T5 Caravelle 及后续车型的救护车改装业务，与大众签署了为期 3 年的《救护车改装及销售批发服务协议》。

2014 年公司还获得未来四年福特中国全系进口车型国内分销合同，与大众新一轮合作批发服务协议开始生效，同时与特斯拉签订物流服务合同，成为第一家大规模进口纯电动车的服务商。

2014 年公司全面提升港口服务能力体系建设。目前在天津港、上海洋山港所拥有的仓储库容年吞吐能力超过 24 万辆；并建有 9 条标准化 PDI 检测线，日上线检测能力达 600 台次。2014 年顺利实现克莱斯勒、福特两大品牌在天津、上海的双港运作。

公司充分发挥“批发+零售”模式优势，2014 年公司在天津、上海等地新建、收购 4S 店，并在北京成立一家高性能车体验中心，进一步深化了与跨国汽车厂商在零售业务领域的合作。2014 年 6 月，公司完成对中国汽车流通协会百强经销商第 76 位的宁波宁兴汽车投资有限公司（以下简称“宁波宁兴”）51%的股权收购。8 月完成对中国汽车工业进出口有限公司（以下简称“中汽进出口”）的重组，截至 2014 年底，公司参、控股 4S 店已有 50 余家，比 2013 年新增 20 家。

总体来看，公司作为一家大型汽车综合服务企业，从业时间长，从业经验丰富，能为客户提供进口汽车贸易全链条综合服务，在行业内位列榜首，具有较强的竞争能力。

2. 业务转型

近年来进口汽车市场开始呈现出“过量供给、需求放缓、库存高企、以价换量”等态势，公司提出“稳健积极、提升能力、改革创新、提质增效、全面推进国机汽车向有质量的增长转型”

的工作方针，主动适应变化，巩固优势业务，推动模式创新，加快转型升级。包括：进口汽车批发及贸易服务业务持续提升核心能力体系，打造软硬件相结合的进口服务综合平台；汽车后市场业务加快发展优势业务，大力开拓模式创新；汽车零售服务业务加强集团化管控，发展规模优势。

汽车租赁业务领域：公司深化“公务通”产品，进一步巩固高端客户长期租赁业务，重点加强对中央企业、政府机关及事业单位公务车细分市场的拓展。为进一步拓展业务，公司率先开拓新能源汽车租赁市场，先后与华晨宝马、特斯拉、江淮汽车合作开展电动车租赁业务；同时，积极探索房车及高端 SUV 特色租赁项目，根据客户需求细分租赁市场。2014 年公司进一步加速网络化布局，先后在杭州、佛山、湛江与惠州成立分公司，目前已在全国 20 个重点城市设立分公司或办事处，初步奠定了连锁经营的基础。

汽车改装业务领域：公司积极探索电商模式，将运营产品融入电商平台，并与 CASTEC 终端店及实体经销商紧密合作，有效将线上集客能力转化为线下销售业绩。

二手车业务领域：公司为二手车竞拍提供线上、线下服务支持，并在北京设立准新车交易中心，以专业化、多元化服务模式开拓二手车市场。

车联网业务领域：公司与北京四维图新科技股份有限公司成立的合资公司——北京图新智盛信息技术有限公司（以下简称“图新智盛”），成为进口大众车联网运营服务提供商。目前，图新智盛为进口大众提供车联网业务整体运营，包括导航服务、远程诊断、安防、呼叫中心服务质量监控与质量管理，为进口大众 258 个 4S 店提供车联网服务开通支持与业务受理等业务。

总体来看，近年来公司不断拓展业务范围，并取得一定进展，未来公司将继续加大业务创新力度，公司整体业务创新能力较强。

3. 人员素质

公司董事长丁宏祥先生，48 岁，中国国籍，博士研究生学历，高级经济师。曾任中国进口汽车贸易有限公司董事长、总经理、党委书记。现任中国机械工业集团有限公司副总经理、公司董事长、广州汽车集团股份有限公司董事、中国汽车流通协会副会长、全国青联常委、经济界别副主任委员兼秘书长、中央企业青联副主席。

公司总经理伍刚先生，42 岁，中国国籍，博士研究生学历。曾任中国进口汽车贸易有限公司董事、副总经理，国机汽车股份有限公司董事会秘书、常务副总经理。现任公司董事、总经理、党委副书记。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司母公司和主要子公司在职员工 4,385 人。其中业务人员 3,134 人，占比 71.47%；管理人员 892 人，占比 20.34%；财务审计人员 359 人，占比 8.19%；从文化程度看，硕士研究生及以上学历 154 人，占比 3.51%；大学本科学历 997 人，占比 22.74%；大专学历 1,676 人，占比 38.22%；其他 1,558 人，占比 35.53%。

总体来看，公司主要高级管理人员学历及专业水平较高，拥有丰富的行业工作背景和管理经验，对行业发展趋势和公司经营驾驭能力较强；公司职工学历水平较高，能够满足公司发展的需要。

4. 股东支持

作为央企背景的国机集团，实力雄厚，同时对公司的支持力度较大，自公司重组上市以来，通过多次增发，不断注入资产，扩大公司的经营规模，巩固和提高公司的行业地位，提升整体竞

争力，增强市场影响力。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、证监会有关规范性文件的规定和《上海证券交易所股票上市规则》的要求持续完善公司法人治理结构，健全公司治理规章，严格履行信息披露义务，确保公司股东大会、董事会、监事会等机构的规范运作，以维护全体股东与公司的利益，使公司经营运作规范有序。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会及管理层组成的法人治理架构，形成了权力决策机构、监督机构及管理层之间权责明确、运作规范、相互协调和相互制衡的机制。股东大会是公司的最高权力机构，公司严格按照《股东大会议事规则》的要求，规范股东大会的召集、召开、表决程序，能够确保所有股东特别是中小股东享有平等的知情权、决策权及其他权利。

公司董事会是股东大会的执行机构，对股东大会负责，由 8 名成员组成，设董事长 1 人，独立董事 2 人。董事会下设的战略、提名、薪酬与考核、审计与风险管理四个专业委员会，在董事会召开前对审议事项提前审议，提高董事会运作效率。监事会是公司的监督机构，由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 名，职工监事 1 名。公司高级管理人员包括总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书，总经理 1 名，对董事会负责，受董事会的委托负责日常的经营管理、组织实施董事会决议并接受董事会和监事会的监督。

总体来看，公司已建立了健全的现代公司治理结构，股东大会、董事会、监事会独立运作，整体运行情况较好。

2. 管理体系

根据自身经营管理需要，公司分别设置了总经理办公室、人力资源部、资产财务部、投资管理部、审计稽核部、市场营销部、信息管理部、经营管理部、董事会办公室、党委工作部、党委组织部、纪检监察室 12 个职能部门，组织结构体系健全、完整，明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层的决策的顺利贯彻执行。

内部控制制度方面，公司于 2011 年 9 月全面展开内控体系建设工作，通过对业务板块分类试点，形成《国机汽车内部控制规范指引》，全面涵盖采购业务、销售业务、人力资源、资金流程、合同管理、全面预算等业务流程。2012 年 9 月公司开展内控指引推广工作，并发布《内部控制评价办法》。在制度建设方面，公司完成总部职能部门制度体系建设，先后修订发布《财务制度汇编》、《法律行政后勤制度汇编》、《经营管理制度汇编》等制度汇编；公司持续加强管理制度体系建设，公司重点推进二级公司制度体系建设，通过拟定二级公司核心制度指引目录和制度模版，督导其完成规章制度的修改和完善。2014 年，公司启动了内部控制指引修订工作，确保内部控制体系的有效性。

财务管理方面，公司设立资产财务部，具体负责组织和实施公司财务管理、资产管理和会计管理工作。为加强和规范公司财务管理和内部控制，资产财务部建立健全财务管理体系，完善财务管理制度，规范财务行为，提高风险控制能力，促进公司持续发展和经济效益增长。

投资管理方面，公司搭建投资“前-中-后”闭环管理程序，提升资本运作全过程管控能力。制定了《投资管理暂行办法》，规定公司投资管理工作由投资管理部负责，并设立投资审核委员会，负责开展对有关投资项目进行预审。办法对投资审批权做出详细规定，一般而言，投资审批流程包括公司投资审核委员会、总经理办公会、董事长、董事会、股东大会对项目的审查和审批。公司对投资项目执行目标责任制，由项目负责人对项目的策划、资金筹措、实施和资产保值增值全过程负责，并签署项目目标责任书。公司制定投资项目后评价管理暂行办法，实行统一制度、归口管理、分级负责，提升在投资论证、决策、项目实施等方面的质量。

总体来看，公司组织架构体系健全，内部管理制度较为完善，且整体管理运营状况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司所处行业为汽车批发行业，主营业务为汽车批发及贸易服务，同时包含汽车零售和汽车后市场等其他相关业务。

公司从事进口汽车贸易服务业务 22 年，自 2011 年重组以来，公司积极布局汽车全链条服务领域，逐步构建起以进口汽车贸易服务为核心业务，汽车零售、汽车后市场业务为重点拓展业务的全新业务结构；培育出覆盖进口汽车贸易服务全链条的核心能力体系，先后与克莱斯勒、进口大众、通用、福特、捷豹路虎等跨国汽车公司建立起了良好合作关系。

表 2 近三年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
汽车批发及贸易服务	564.74	2.23	670.92	1.96	780.65	3.11	298.05	3.78
汽车零售	56.04	4.82	100.16	5.42	100.85	6.34	49.14	4.96
汽车后市场	1.70	35.63	2.86	34.87	3.05	19.51	1.51	17.48
其他	--	--	17.28	10.30	15.51	10.14	5.69	10.1
合计	622.48	2.55	791.22	2.70	900.06	3.65	354.39	4.10
汽车贸易	613.74	1.81	761.72	1.54	867.46	2.31	336.62	1.81
汽车服务	8.74	54.98	17.98	44.76	22.51	50.62	15.60	52.31
其他	--	--	11.52	13.62	10.08	13.62	2.17	13.72
合计	622.48	2.55	791.22	2.70	900.06	3.65	354.39	4.10

资料来源：公司提供

2012 年~2014 年，公司经营正常，未发生影响经营收入的重大变动，营业收入稳步增长，三年复合增长率为 20.32%，净利润三年平均复合增长率为 24.54%。2012 年~2014 年，公司核心业务为毛利率较低的汽车批发及贸易服务业务，随着进口汽车市场出现过量供给等不利因素，公司主动适应变化、积极转型升级、巩固优势业务、推动模式创新，虽然公司汽车批发及贸易服务业务的收入依然处于增长阶段，但其收入占比在逐年下降。毛利率较高的汽车零售、汽车后市场及其他业务收入占比呈逐年上升的趋势。

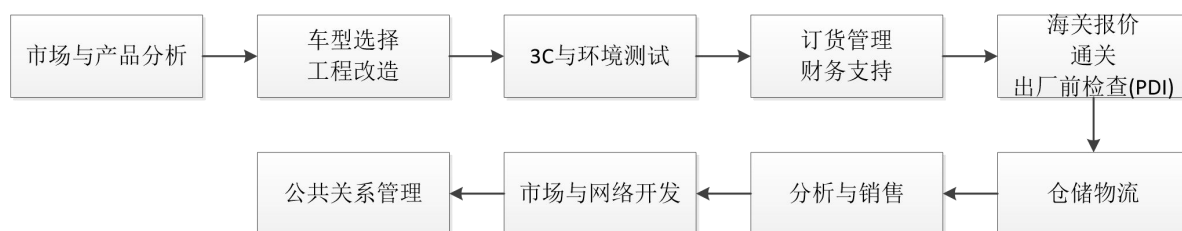
2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 355.68 亿元，较上年同期减少 25.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.54 亿元，较上年同期增加 16.86%。受进口汽车市场的过量供给、需求放缓等因素影响，2015 年上半年，公司营业收入下降幅度较大，但随着公司加码汽车租赁业务、贸易服务等毛利率较高的业务，2015 年上半年，公司利润较上年同期有所增长。

总体来看，近年来公司营业收入稳步增长，业务结构较为稳定，近年来通过不断地积极筹划业务转型，推动公司的持续健康发展。

2. 进口汽车批发及服务业务

进口汽车批发及服务业务是公司的核心业务，公司在进口汽车贸易服务领域的起步，最早可追溯于 1993 年中美两国的“汽车平衡贸易”。公司累计进口、销售汽车超过百万辆，不断创新合作模式，已成为克莱斯勒、进口大众、通用、福特、捷豹路虎等多家知名跨国汽车企业的重要合作伙伴。公司拥有丰富的专业经验，具备为跨国汽车企业提供市场分析、车型选择、工程改造等全链条贸易服务能力体系。公司还加大硬件体系建设，在天津、上海、广州等地兴建物流、仓储、分拨中心等，打造软硬件相结合的港口贸易服务综合平台。公司进口汽车服务链条如下图所示：

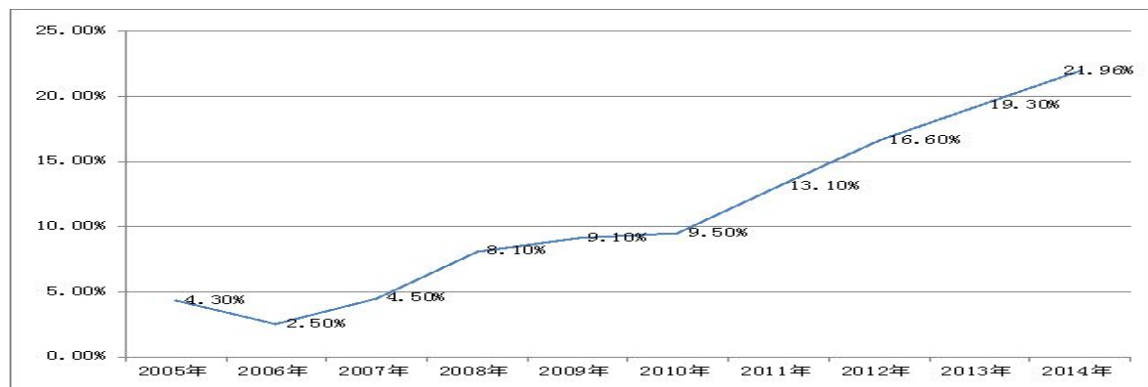
图 3 公司进口汽车贸易服务链条



资料来源：公司提供

近年来公司在进口汽车贸易服务领域的市场规模及市场占有率逐步扩大。公司作为国内领先的汽车进口贸易商，依托政府资源、专业服务、多品牌运营经验、专业团队的定制化服务等优势，2014 年公司进口汽车批售市场占有率达 21.96%，每五台进口汽车中就有一台是由国机汽车提供服务。

图 4 近十年公司进口汽车批售市场占有率情况图



资料来源：公司提供

在车辆采购方面，年初公司与合作厂商签署框架合作协议，确定年度采购方案，厂家根据采

购计划安排生产，经销商分月执行采购计划，公司负责车辆采购并销售给国内经销商，或者为其提供进口贸易服务等，进口车辆到港后公司或由报关公司完成报关，根据销售情况安排仓储、物流发货，公司配备一定规模的存货，一般而言整车的采购及销售价格固定，公司采购及销售的自主性较弱。2012年~2014年，公司主要供应商稳定，但集中度较高，其中近三年前两大供应商的采购额合计占比就达到78.57%、70.79%和66.99%。具体情况见下表。

表3 2012年~2014年公司主要供应商采购情况表

时间	供应商名称	采购额(万元)	占年度采购总额比例(%)
2012年	供应商1	4,159,488	59.69
	供应商2	1,315,781	18.88
	供应商3	1,093,065	15.69
	供应商4	219,418	3.15
	合计	6,787,752	97.41
2013年	供应商1	2,865,047	39.15
	供应商2	2,315,820	31.64
	供应商3	782,836	10.70
	供应商4	95,433	1.30
	合计	6,059,136	82.79
2014年	供应商1	3,235,398	35.64
	供应商2	2,846,581	31.35
	供应商3	1,178,407	12.98
	供应商4	1,162,510	12.80
	合计	8,422,896	92.77

资料来源：公司提供

业务开拓方面，公司主要通过市场活动、举办进口汽车高峰论坛、发布行业分析报告等方式开拓客户。当前合作客户均为大型的跨国汽车企业，公司收入主要来源于销售差价和贸易服务费，在采购计划范围内，公司根据订单采购后将车辆批售给全国范围内的经销商。2012年~2014年，公司销售集中度较低，前五大客户合计销售占比分别为25.08%、20.96%和20.64%，呈下降趋势。具体情况见下表。

表4 2012年~2014年公司主要销售客户情况表

时间	客户名称	销售额(万元)	占年度销售总额比例(%)
2012年	客户1	1,112,598	17.91
	客户2	148,118	2.38
	客户3	116,710	1.88
	客户4	93,432	1.50
	客户5	87,639	1.41
	合计	1,558,497	25.08
2013年	客户1	1,092,178	14.58
	客户2	146,284	1.95
	客户3	127,010	1.70
	客户4	113,222	1.51
	客户5	91,732	1.22
	合计	1,570,426	20.96

2014 年	客户 1	1,199,447	13.28
	客户 2	368,045	4.07
	客户 3	103,692	1.15
	客户 4	98,076	1.09
	客户 5	95,265	1.05
	合计	1,864,525	20.64

资料来源：公司提供

总体来看，公司作为国内领先的汽车贸易商，业务起步较早，全链条贸易服务能力较强，整体服务能力较好，且上下游客户稳定，但供应商集中度高。

3. 其他业务

(1) 汽车零售服务业务：公司汽车零售服务业务起步于 2005 年，立足于推进品牌“投资人战略”，通过“批发+零售”模式，着眼于高端品牌的导入。公司充分发挥“批发+零售”模式优势，2014 年公司在天津、上海等地新建、收购 4S 店，并在北京成立一家高性能车体验中心，进一步深化了与跨国汽车厂商在零售业务领域的合作。2014 年 6 月，公司完成对长三角区域经销商——宁波宁兴汽车投资有限公司（以下简称“宁波宁兴”）51%的股权收购。宁波宁兴位居中国汽车流通协会百强经销商第 76 位，参、控股 4S 店包括捷豹路虎、奔驰、沃尔沃、雷克萨斯、一汽丰田等中高端品牌。8 月，完成对上汽进出口的重组，拥有了宝马、雷诺、菲亚特等品牌。截至 2014 年底，公司参、控股 4S 店已有 50 余家，比 2013 年新增 20 家，代理汽车品牌近 20 个，其中豪华品牌、进口品牌、合资品牌包括：捷豹路虎、奥迪、雷克萨斯、英菲尼迪、进口大众、克莱斯勒、JEEP、道奇、进口三菱、广汽本田、东风本田等。目前，公司旗下 4S 店主要集中在京津唐、长三角、内蒙、成都等具有增长红利的地区，初步形成了区域规模效应。同时，公司还通过“园区+零售”模式来打造 4S 店集群，发挥综合优势，推行集群式发展。

公司汽车零售业务的车辆采购与车辆生产厂家签署采购合同，直接向厂家采购车辆，根据销售订单安排车辆采购及库存，主要通过控制各项销售费用实现整体成本控制。目前主要由公司旗下 4S 店完成销售，销售结算以现金结算为主。

2014 年公司汽车零售业务实现收入 100.85 亿元，与上年基本保持稳定，汽车零售业务毛利率为 6.34%。

(2) 汽车租赁业务：公司汽车租赁业务始于 1997 年，经过 10 余年的稳步发展，业务规模正逐步扩大。公司以长租业务为核心，进一步巩固“高端客户长期租赁”业务，加强与汽车厂商的合作，有效开拓“品牌租赁”模式，同时准确把握市场与政策导向，陆续推出“租购通”、“租售通”、“企租通”、“易租通”、“公务通”、“厂商通”等创新产品，快速提升业务规模。2007 年联手大众汽车，取得了 2008 年北京奥运会租赁用车提供商的资格。

公司汽车租赁业务已通过 ISO9001 质量体系认证，汽车租赁服务世界 500 强，在国内业界位列前十。当前主要租赁业务包括：整车租赁、与制造商合作租赁、商务车队、以租代售；租赁车型包括：奔驰、宝马、捷豹、路虎、奥迪、凯迪拉克、大众、克莱斯勒、通用、福特、丰田、本田、尼桑、现代等多种车型；主要客户包括：中国移动、中国联通、中国银行、大众（中国）等。

目前公司租赁业务全部面向企业类客户，由客户向公司提出租赁订单，公司为其提供租赁服务，并按月收取租金，以现金结算为主。

(3) 汽车改装业务：公司立足个性化汽车改装市场需求的快速增长，主要是直接对客户id提供汽车改装、维修保养、技术咨询等服务，以现金结算为主。2009 年，先后获得德国 ABT、Irmischer 两家公司在国内的独家代理权，携手德国两大改装品牌进入中国改装市场。2011 年，建立与德国伍尔特（WURTH）、弗雷德中国（荷兰进口高性能轮胎品牌）的全面合作，进一步扩展业务领域，在不断创新的过程中，深度挖掘市场潜力，延伸产品链条。并且瞄准医护用车市场，积极拓展进口大众 T5 Caravelle 及后续车型的救护车改装业务，与大众签署了为期 3 年的《救护车改装及销售批发服务协议》。

(4) 其他业务：行业研究与咨询是公司在研究分析中国汽车市场发展趋势的基础上，发布月度及季度报告，为制造商在中国市场上的决策提供了有效信息。公司根据汽车行业最新相关政策及地区管理机制变动，为制造商提供针对政策变动的解决办法；也根据销售区域、车型、品牌分级等指标将中国汽车市场进行细分，并针对个别对象提供定制化分析报告。

公司积极探索电商模式，将运营产品融入电商平台，并与 CASTEC 终端店及实体经销商紧密合作，有效将线上集客能力转化为线下销售业绩。2014 年 8 月 4 日，大众进口汽车正式推出车联网服务。参股公司北京图新智盛信息技术有限公司作为业务运营服务提供商，为其提供包括业务整体运行质量监控、呼叫中心质量管理、经销商支持、用户管理、业务创新等运营综合服务。

总体来看，公司前瞻性地布局汽车后市场等其他业务领域，涵盖汽车流通的全生命周期，初步形成全链条服务体系，不断增强全链条服务能力，实现体系内各项业务相互促进的良性发展局面。

4. 经营效率

2012 年~2014 年，随着公司营业收入的增加，公司应收账款规模逐年增加，且增幅较大，公司应收账款周转率逐年下降，2014 年应收账款周转率为 116.96 次，但由于公司核心业务主要为现款现货交易，公司应收账款的周转速度较快；公司存货主要为库存商品及在途物资，随着经营规模的扩大，存货规模亦有较大幅度增加，存货周转率亦呈下降趋势，2014 年存货周转率为 5.50 次；总资产周转率方面，近年来公司筹划业务转型，投入大量资金，使得公司总资产规模增幅较大，2012 年~2014 年公司总资产周转率亦在逐年下降，2014 年公司总资产周转率为 2.97 次。从行业其他上市公司经营效率指标值来看，公司经营效率各项指标处于行业中上游水平。

表5 2014年同行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
002607	亚夏汽车	243.51	6.25	1.63
601258	庞大集团	56.94	5.27	0.91
600653	申华控股	11.56	5.87	0.78
600335	国机汽车	117.82	5.67	2.97

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体来看，公司经营管理水平较高，业务快速增长，经营效率较好。

5. 关联交易

公司关联交易主要来自于公司与关联方的相关资金及业务往来，主要包括日常经营相关的关联交易及资产收购、出售发生的关联交易。

日常经营相关的关联交易方面：2014 年公司以销售商品的形式向其关联方北京中汽福瑞汽车销售服务有限公司销售整车，关联交易金额为 3.19 亿元，占全年营业收入的 0.35%。主要是由于公司从事进口汽车批发业务，关联方作为从公司采购整车的汽车经销商之一，向关联方销售汽车的交易，符合公司正常经营的需要，且销售单价与其他非关联方经销商一致。

资产收购、出售发生的关联交易：2013 年 3 月，公司启动重大资产重组，向国机集团发行股份购买其持有的中国汽车工业进出口有限公司（以下简称“中汽进出口”）100%股权，并向不超过 10 名特定投资者非公开发行新股募集本次发行股份购买资产的配套资金，用于补充流动资金。公司按照此次重组召开的首次董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价 13.80 元/股（因在定价基准日至发行日期间实施 2012 年度、2013 年度分红，发行价格相应调整为 13.52 元/股），向国机集团发行股份 52,385,761 股购买其持有的中汽进出口有限 100%股权。发行股份购买资产完成后，公司拥有中汽进出口有限公司 100%股权。本次交易完成后，公司注册资本总额（股本总额）变更为 612,390,368.00 元。2014 年 7 月 1 日，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对本次交易的资产交割进行了验资，并出具了《验资报告》（大华验字[2014]000172 号）。本次发行股份购买资产已于 2014 年 7 月 21 日收到中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《证券变更登记证明》，确认本次发行股份购买资产新增股份已于 2014 年 7 月 18 日完成变更登记。

总体来看，公司关联交易符合公司正常经营的需要，且占比较小，对公司独立性无影响，亦无依赖性。

6. 定增事项

2014 年 7 月 18 日，公司向中国机械工业集团有限公司非公开发行人民币普通股（A 股）52,38.58 万股，股票发行价格为 13.52 元/股，限售期为 36 个月。此次发行股份是为购买国机集团持有的价值为 70,825.55 万元中国汽车工业进出口有限公司（以下简称“中汽进出口”）100%股权，发行股份购买资产完成后，公司拥有中汽进出口有限 100%股权。

中国汽车工业进出口有限公司前身为中国汽车工业进出口总公司，成立于 1983 年，原隶属于中国汽车工业公司，当前注册资本为 21,753.20 万元，法定代表人：尹建弘，注册住址：北京市海淀区北四环中路 265 号。经营范围主要包括：进出口业务；承办汽车行业国内外展览业务；汽车工业技术咨询和技术服务；汽车及其有关的汽车配件、机电、纺织品、化工材料、石化产品（危险化学品除外）的销售；汽车租赁；承包境外汽车行业相关工程和境内国际招标工程；信息技术咨询服务等。根据其审计报告显示：截至 2014 年底，中汽进出口资产总额 32.10 亿元，负债总额 27.49 亿元，所有者权益为 4.61 亿元；2014 年全年实现营业总收入 40.76 亿元，净利润 0.59 亿元。

2014 年 8 月 27 日，公司向兴证证券资产管理有限公司、易方达基金管理有限公司和信达澳银基金管理有限公司 3 名对象非公开发行人民币普通股（A 股）1,475.53 万股，股票发行价格为 16.00 元/股，限售期为 12 个月。此次非公开发行股份是为购买国机集团持有的价值为 70,825.55 万元中汽进出口有限 100%股权募集配套资金，用于补充公司流动资金。

总体来看，公司通过非公开发行股份购买资产并配套募集资金事项，进一步扩大经营规模，改善公司的流动资金状况，巩固和提高公司的行业地位，提升整体竞争力，增强市场影响力。

7. 重大事项

2015年8月12日晚,天津滨海新区瑞海公司危险品仓库发生爆炸。公司在位于爆炸核心区的存储仓库存有车辆6500余辆,货值约30亿元。上述车辆可能部分因爆炸、火灾烧毁或质损,具体损失情况目前无法核实。上述涉及的车辆均已投保,保险索赔流程已启动。需关注其后续进展情况。

8. 经营关注

(1) 公司的核心业务为进口汽车贸易服务业务,但由于当前进口汽车市场的过量供给、需求放缓,公司核心业务营收能力受到挑战,未来需关注由此带来的经营风险。

(2) 公司主营业务处于转型升级过程中,主要通过持续完善汽车进口贸易服务业务核心能力体系,加大汽车租赁及汽车改装等业务的开发力度,但目前仍存在一定不确定性,未来需关注业务转型升级对公司盈利能力和现金流状况的影响。

9. 未来发展

面对当前进口汽车市场的新常态、新政策、新模式,公司提出了“稳健积极、提升能力、改革创新、提质增效,全面推进公司向有质量的增长转型”的工作方针,主动适应变化、积极转型升级、巩固优势业务、推动模式创新。公司未来发展方向主要包括对原业务的深化发展,为客户提供全面优质的服务。另外业务模式等方面提出发展方向:(1)金融创新,强化汽车金融业务的开拓力度,加快创新盈利模式,加大汽车金融业务的投入。(2)电商探索,结合现有汽车销售、租赁业务,开展电商优化升级,发挥公司拥有多品牌汽车销售权的优势,差异化地开展汽车电商业务。(3)车联网,紧随国家关于大力发展战略性新兴产业和现代服务业的政策方针,公司面向创新的车联网技术,助力传统汽车产业实现新的价值提升。(4)平行进口车业务,围绕汽车平行进口业务开展创新,结合自身优势和资源,探索并建立平行进口贸易服务新模式。

总体来看,面对当前复杂的市场环境,公司提出了明确的业务发展规划,未来发展思路明确。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2012年~2014年度合并财务报表已经会计师事务所审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。其中2012年、2013年审计报告由大华会计师事务所(特殊普通合伙)出具,2014年审计报告由天健会计师事务所(特殊普通合伙)出具。2015年1~6月合并财务报表未经审计。公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年制定的新企业会计准则,并对2014年财务报表期初数进行追溯调整。重要会计政策变更影响的报表项目名称和金额包括:2013年12月31日可供出售金融资产34,861,748.09元,长期股权投资-34,861,748.09元,其他综合收益102,936,771.92元,资本公积-106,334,121.32元,外币报表折算差额3,397,349.40元。

2012年~2015年6月,随着经营规模的扩大,公司财务报表合并范围有所变化。公司合并范围变化较大,对其财务数据可比性产生一定影响。2012年~2015年6月,公司财务报表合并范围变化情况如下表所示:

表 6 2012 年~2015 年 6 月公司财务报表合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称	变动原因
2012 年	增加	天津市中进长旺汽车销售有限公司	新设
	增加	北京中进捷旺汽车销售服务有限公司	新设
	增加	唐山盛道商贸有限公司	新设
	增加	唐山盛捷汽车销售服务有限公司	新设
	增加	宁波中进明星汽车销售服务有限公司	收购
	增加	北京中进汽车贸易有限公司	新设
	增加	CNB Auto Sdn. Bhd.	新设
	增加	唐山中进宾旺汽车销售服务有限公司	新设
2013 年	增加	天津中进吉旺汽车销售服务有限公司	新设
	增加	天津市良好投资发展有限公司	增资控股
	增加	天津开发区良好出租汽车有限公司	增资控股
	增加	天津中进捷旺汽车销售服务有限公司	新设
	增加	国机汽车发展有限公司	新设
	增加	营口盛世悦众汽车销售服务有限公司	增资控股
	减少	宁波中进明星汽车销售服务有限公司	挂牌转让
	减少	唐山盛远汽车销售服务有限公司	注销
	减少	唐山盛捷汽车销售服务有限公司	注销
	减少	世派卡（北京）汽车销售有限公司	注销
	减少	鄂尔多斯市中进蒙旺汽车销售服务有限公司	进行清算
	减少	内蒙古中进吉旺汽车销售服务有限公司	进行清算
2014 年	增加	宁波国机宁兴汽车投资有限公司	收购
	增加	天津市中顺联众汽车服务有限公司	收购
	增加	中国汽车工业进出口有限公司	收购
	增加	唐山中进捷旺汽车销售服务有限公司	新设
	减少	唐山盛悦汽车销售服务有限公司	注销
2015 年 6 月	增加	汇益融资租赁（天津）有限公司	新设
	减少	天津空港真容二手车销售服务有限公司	注销
	减少	中进名车文化传播（北京）有限公司	控制权转移

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总额 345.30 亿元，负债合计 291.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益 2.63 亿元）53.49 亿元；2014 年公司实现营业收入 903.44 亿元，净利润（含少数股东损益-0.73 亿元）7.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额-35.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.53 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 302.87 亿元，负债合计 245.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益 2.14 亿元）57.14 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业总收入 355.68 亿元，净利润（含少数股东损益-0.39 亿元）4.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.60 亿元。

2. 资产质量

近三年，公司资产总额持续稳定增长，年均复合增长率为 34.47%。截至 2014 年末，公司资产总额为 345.30 亿元，其中流动资产占 89.99%，非流动资产占 10.01%；截至 2015 年 6 月底，公司

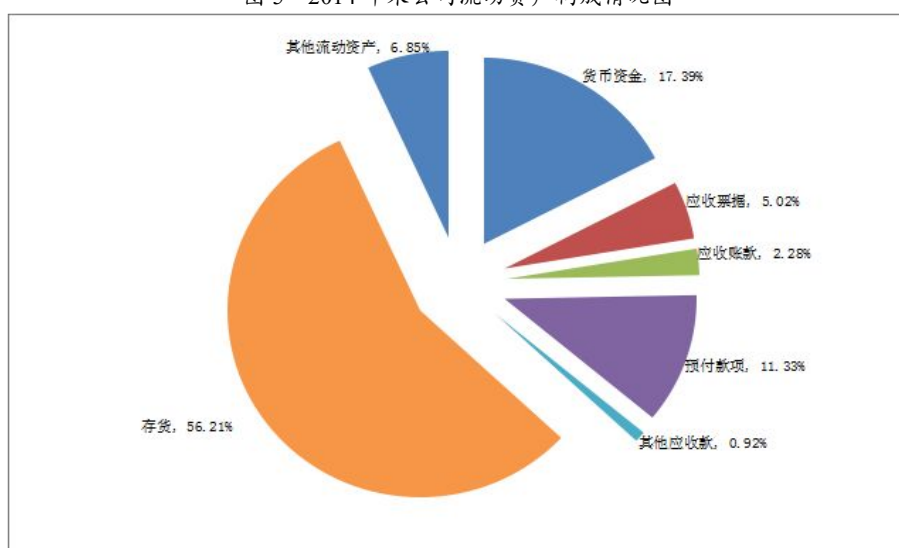
资产总额 302.87 亿元，其中流动资产占 88.39%，非流动资产占 11.61%。公司资产结构以流动资产为主，符合贸易型企业轻资产的特点。

流动资产

近三年，随着公司规模扩大，公司流动资产增长速度亦较快，年均复合增长率为 35.29%。截至 2014 年底，公司流动资产为 310.73 亿元，以货币资金（占比 17.39%）、应收账款（占比 2.28%）、预付账款（占比 11.33%）、存货（占比 56.21%）和其他流动资产（占比 6.85%）为主。

截至 2015 年 6 月底，公司流动资产为 267.71 亿元，以货币资金（占比 26.89%）、应收票据（占比 3.74%）、应收账款（占比 3.24%）、预付账款（占比 7.99%）、存货（占比 51.99%）和其他流动资产（占比 5.35%）为主。预付账款和存货占比有所下降，货币资金占比有所提高。

图 5 2014 年末公司流动资产构成情况图



资料来源：公司年报

近三年，公司货币资金持续增长，年均复合增长率为 41.64%。2014 年受公司定向增发募集资金的影响，公司货币资金较上年大幅增长，截至 2014 年底，公司货币资金为 54.05 亿元，较上年增长了 34.81%。公司货币资金中受限资金合计 5.34 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

公司应收票据三年平均复合增长率为-6.62%。截至 2014 年底，公司应收票据 15.59 亿元，其中银行承兑票据 15.58 亿元（占比 99.94%）、商业承兑票据 0.01 亿元（占比 0.06%）。

随着公司业务的发展，公司应收账款规模亦在扩大，但相对公司规模来看，应收账款规模不大。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 7.17 亿元，其中计提坏账准备 0.10 亿元，应收账款净额为 7.07 亿元，占流动资产的 2.28%。2014 年末，公司应收账款前 5 名单位占应收账款总额的 55.83%，集中度较高，但应收账款对象多为大型企业，信用度高，预计无法全额收回的风险较低。

公司预付款项近年来增长幅度较大，三年平均复合增长率达到 100.55%，预付款项主要为未到结算期、尚未到货的货款等构成。截至 2014 年 12 月 31 日，公司预付款项为 35.19 亿元，占流动资产的 11.33%，1 年以内的预付款项占比为 99.37%，账龄较短。预付款项前 5 名占总额的 83.35%，集中度高。

受市场过量供给和需求放缓的影响，近年来公司存货规模一直处于增长趋势。截至 2014 年底，

公司存货账面余额 182.24 亿元，其中库存商品 180.89 亿元，由于进口汽车市场的过量供给，产品价格优惠幅度持续过高，可变现净值低于库存商品成本，公司库存商品计提跌价准备 7.57 亿元，存货账面价值 174.67 亿元，其中库存商品 173.31 亿元，占比为 99.23%，占比较高。

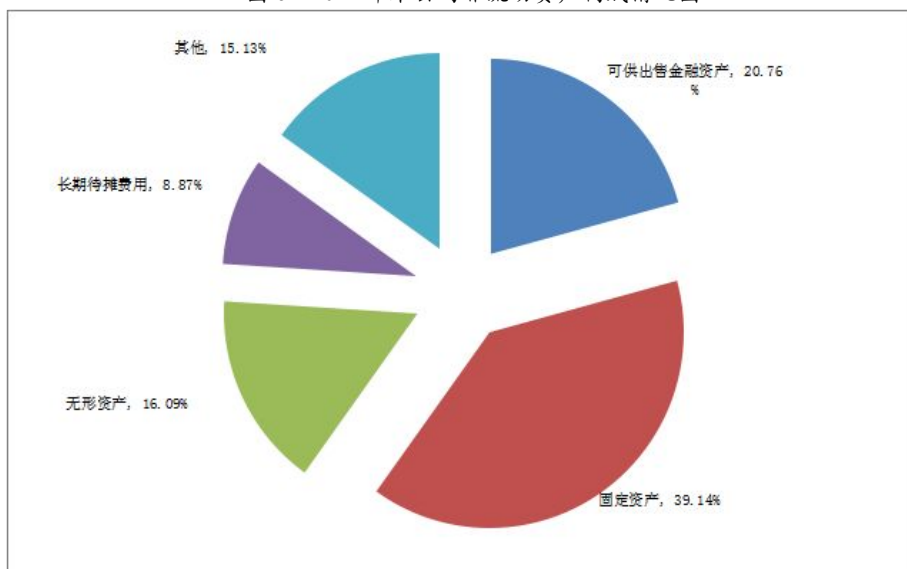
截至 2014 年底，公司其他流动资产 21.29 亿元，主要包括预缴所得税（占比 0.06%）、质押借款贴息费用（占比 0.14%）和待抵扣增值税进项税（占比 99.80%）。

非流动资产

近年来，随着公司业务转型升级，公司对固定资产和无形资产等的投资不断增加，非流动资产规模亦逐渐扩大，三年平均复合增长率为 27.75%。截至 2014 年底，公司非流动资产以可供出售金融资产（占比 20.76%）、固定资产（占比 39.14%）、无形资产（占比 16.09%）和长期待摊费用（占比 8.87%）为主。

截至 2015 年 6 月末，非流动资产以可供出售金融资产（占比 23.66%）、固定资产（占比 37.68%）、无形资产（占比 15.29%）和长期待摊费用（占比 9.10%）为主。构成较年初变化不大。

图 6 2014 年末公司非流动资产构成情况图



资料来源：公司年报

其他包括长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、在建工程和递延所得税资产。

公司可供出售金融资产三年平均复合增长率为 19.08%。截至 2014 年底，可供出售金融资产账面余额 7.28 亿元，包括按公允价值计量的 6.00 亿元（占比 82.46%）、按成本计量的 1.28 亿元（占比 17.54%），其中按成本计量的计提减值准备 0.10 亿元，账面净值 1.18 亿元。可供出售金融资产账面净值 7.18 亿元。

近年来公司正在积极筹划转型升级，固定资产投入逐年增加，三年平均增长率为 24.98%。截至 2014 年底，公司固定资产净值 13.53 亿元，主要为房屋及建筑物（占比 40.20%）、机械设备（占比 2.86%）和运输工具（占比 54.61%）等，累计折旧 62,995.15 万元，固定资产成新率为 68.24%。

公司无形资产三年复合增长率为 95.86%，截至 2014 年底，无形资产合计 5.56 亿元，主要包括软件（占比 0.34%）、土地使用权（占比 47.39%）和经营权（占比 52.24%）等。

截至 2014 年底，长期待摊费用合计 3.07 亿元，三年复合增长率为 16.07%，主要为公司办公楼装修和 4s 店建店及装修费用。

总体来看，近三年公司总资产规模稳步增长，资产构成以流动资产为主，流动性较好；流动资产中存货和预付款项占比较大，存货中主要为库存商品，有一定的去库存风险和跌价风险；现金类资产较充足，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

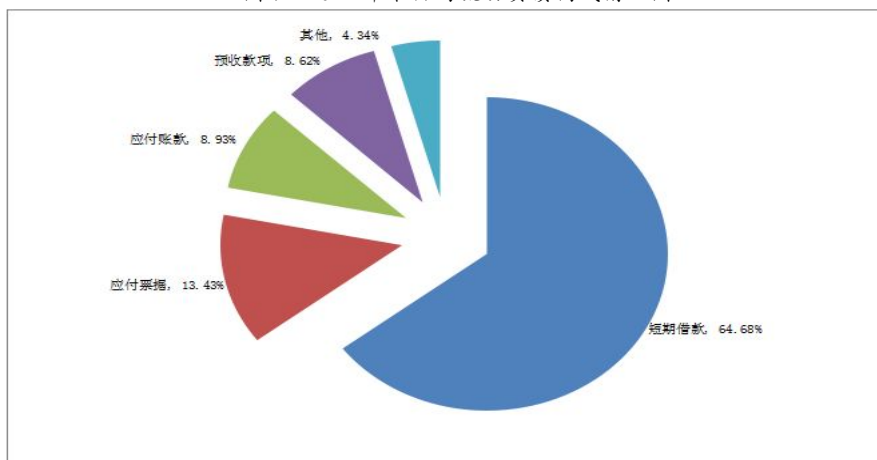
负债

近三年，随着公司转型升级的推进，公司负债规模亦迅速扩大，三年平均复合增长率为 35.07%，主要是由于公司短期借款、其他应付款、长期应付款的增加造成。截至 2014 年底，公司负债总额为 291.82 亿元，其中流动负债 288.40 亿元，占 98.83%；非流动负债 3.42 亿元，占 1.17%。截至 2015 年 6 月末，公司负债总额 245.73 亿元，其中流动负债 241.96 亿元，占比 98.46%；非流动负债 3.78 亿元，占比 1.54%。

近三年，公司流动负债规模不断扩大，三年平均复合增长率为 35.30%。截至 2014 年底，公司流动负债 288.40 亿元，以短期借款（占比 64.68%）、应付票据（占比 13.43%）、应付账款（占比 8.93%）和预收款项（占比 8.62%）为主。

截至 2015 年 6 月底，公司流动负债 241.96 亿元，以短期借款（占比 70.17%）、应付票据（占比 9.46%）、应付账款（占比 2.94%）和预收款项（占比 10.64%）为主。流动负债规模较年初有所下降。

图 7 2014 年末公司流动负债构成情况图



资料来源：公司年报

其他包括应付职工薪酬、应交税费、应付利息、应付股利和其他应付款。

近三年，公司为补充经营所需流动资金，取得了银行借款，短期借款规模有所增加，年均复合增长率为 49.07%。截至 2014 年底，公司短期借款 186.54 亿元。其中质押借款 4.78 亿元（占比 2.56%）、抵押借款 0.28 亿元（占比 0.15%）、保证借款 4.21 亿元（占比 2.26%）、信用借款 177.27 亿元（占比 95.03%）。

公司应付票据三年平均复合增长率为-4.56%。截至 2014 年底，公司应付票据 38.73 亿元，其中商业承兑汇票 1.23 亿元（占比 3.18%）、银行承兑汇票 37.50 亿元（占比 96.82%）。

近三年，公司应付账款数额变化幅度不大，三年平均复合增长率为-3.27%。截至 2014 年 12 月 31 日，应付账款 25.75 亿元，其中一年以内的应付账款占比为 97.40%。

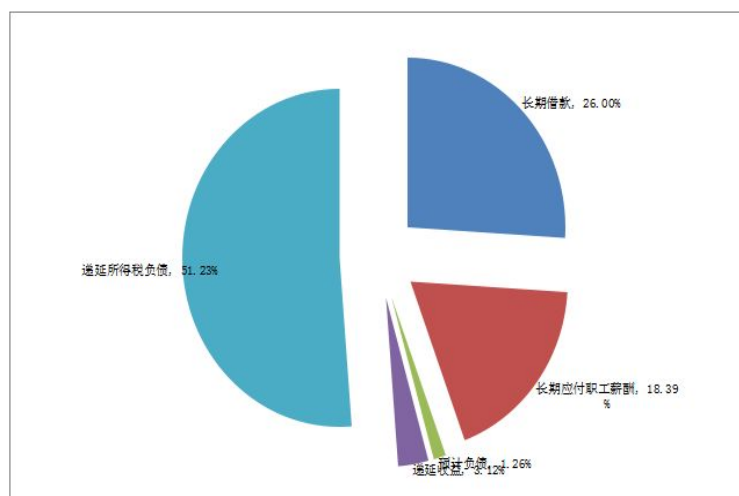
公司预收款项主要包括尚未交付货物或客户尚未提车等款项，三年平均复合增长率 37.75%。

截至 2014 年底，公司预收款项 24.85 亿元，其中 1 年以内 24.39 亿元（占比 98.14%）、1~2 年 0.40 亿元（占比 1.62%）、2~3 年 0.02 亿元（占比 0.07%）、3 年以上 0.04 亿元（占比 0.17%）。

公司非流动负债规模相对较小，三年平均复合增长率为-19.42%。截至 2014 年底，公司非流动负债 3.42 亿元，以长期借款（占比 26.00%）、长期应付职工薪酬（占比 18.39%）和递延所得税负债（占比 51.23%）为主。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动负债 3.78 亿元，较年初有所增长，但构成变化不大，依然以长期借款（占比 26.93%）、长期应付职工薪酬（占比 16.46%）和递延所得税负债（占比 53.78%）为主。

图 8 2014 年末公司非流动负债构成情况图



资料来源：公司年报

近三年，公司长期借款平均复合增长率为-8.69%。截至 2014 年底，公司长期借款 0.89 亿元，其中抵押借款 0.39 亿元（占比 43.78%）、信用借款 0.50 亿元（占比 56.22%）。

长期应付职工薪酬为员工离职后福利——设定受益计划净负债，截至 2014 年底，长期应付职工薪酬为 0.63 亿元。

近三年公司的递延所得税负债复合增长 14.71%，截至 2014 年底，公司递延所得税负债余额为 1.75 亿元，主要包括：可供出售金融资产公允价值变动、资产评估增值和三类人员精算费用确认利得对应资本公积部分。

截至 2014 年末，公司全部债务为 226.16 亿元，受公司长短期借款等负债增加的影响，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年均有所上升，分别为 84.51%、80.87% 和 1.64%。截至 2015 年 6 月末，公司全部债务下降至 193.68 亿元，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 81.13%、77.22% 和 1.75%。

总体来看，公司负债结构以流动负债为主，其中短期借款占比较高，且近年来呈上升趋势，公司债务负担有所上升，短期债务占比较大。

所有者权益

2014 年公司向国机集团非公开发行 5,238.58 万股人民币普通 A 股，向 3 名特定投资者定向发行 1,475.53 万股人民币普通 A 股，两次增资后，公司股本总额变更为 62,714.57 万元，带动公司所有者权益稳步增长，三年平均复合增长率为 20.22%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 53.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 50.86 亿元，占比 95.09%。归属于母公司所有者权益中，

股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占比 12.33%、24.41%、5.90%、1.82% 和 55.54%。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益为 57.14 亿元，较年初增长了 6.83%，主要源自未分配利润的增长。其中归属于母公司所有者权益合计 55.00 亿元，占比为 96.25%。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占比 11.40%、22.58%、7.01%、1.68% 和 57.33%。构成较年初变化不大。

总体来看，定向增发的顺利实施增强了公司的资本实力，但公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年，公司收入及利润水平出现较大增长。2012 年~2014 年，公司营业收入、营业利润、净利润和归属于母公司所有者的净利润年均复合增长率分别为 20.32%、33.32%、24.54% 和 24.47%。2014 年，公司营业收入、营业利润、净利润和归属于母公司所有者的净利润分别为 903.44 亿元、11.10 亿元、7.82 亿元和 8.55 亿元。

期间费用方面，随着公司业务的发展，近三年公司期间费用亦呈上升趋势，2012 年~2014 年，公司销售费用、管理费用和财务费用平均复合增长率分别为 9.40%、30.54% 和 44.17%。受公司银行借款增幅较大的影响，2014 年公司财务费用增幅较大。近三年公司费用收入比分别为 1.71%、1.64% 和 1.85%，公司整体费用控制能力有所提高，属良好。

近年来公司正在积极筹划业务转型升级，加大对汽车后市场业务等毛利率较高业务投入，2012 年~2014 年，公司主营业务毛利率分别为 2.55%、2.70% 和 3.65%，整体毛利率水平呈上升趋势。2012~2014 年，公司营业利润率分别为 2.71%、2.95% 和 3.88%，亦呈上升趋势。但随着公司资产规模、净资产规模等的增加，公司净利润的增幅相对较小。2014 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率，分别为 6.14%、5.91% 和 16.42%，其中净资产收益率较上年有所下降，但整体仍处于较高水平。

受进口汽车市场的过量供给、需求放缓等因素影响，2015 年上半年公司营业收入下降幅度较大，但随着公司加码汽车租赁业务、贸易服务等毛利率较高的业务，利润较上年同期有所增长。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 355.68 亿元，较上年同期减少 25.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.54 亿元，较上年同期增加 16.86%。

总体来看，近年来随着公司业务转型升级的推进，营业收入和盈利规模增长较快，公司盈利能力有所提升。

5. 现金流

从经营活动看，近年来随着公司经营规模的扩大，经营活动现金流入持续上升，三年平均复合增长率为 21.14%；而同时公司用于经营活动的支出也不断增加，三年平均复合增长率为 18.87%，低于经营流入增速。2012 年~2014 年，受公司预付账款和存货规模上升的影响，公司经营活动现金流持续大规模净流出，近三年分别为 -53.46 亿元、-19.05 亿元和 -35.68 亿元，且波动较大。公司近三年现金收入比分别为 115.08%、116.74% 和 116.81%，呈微涨趋势，公司收入实现质量好。

从投资活动看，由于当前公司正处于业务转型升级阶段，包括固定资产投资等方面的投资较多，使得公司投资活动现金流出增幅较大，三年平均复合增长率为 45.53%，远高于投资活动现金

流入的增幅。公司三年投资活动产生的现金流量净额分别为-1.80 亿元、0.46 亿元和-5.01 亿元。2014 年当年由于固定资产投资的大幅增加，投资活动体现为净流出状态。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流净额分别为 52.10 亿元、26.67 亿元和 54.24 亿元，均为大规模的现金流入。主要是近年来公司大规模的增加银行借款和通过非公开发行股票收到大量募集资金所致。

2015 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 42.79 亿元，现金收入比为 119.55%，收入实现质量好；固定资产投资持续，投资活动产生的现金流量净额-1.21 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-21.99 亿元。

总体来看，近三年受公司预付账款和存货规模上升的影响，公司经营性现金流量近三年均为净流出状态，现金流压力较大，公司主要通过借款和定向增发来解决资金需求。2015 年上半年公司现金流状况有所改善。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率变化幅度不大，分别为 1.08 倍、1.08 倍和 1.08 倍，速动比率呈上升趋势，分别为 0.35 倍、0.48 倍和 0.47 倍；现金短期债务比呈波动下降趋势，分别为 0.35 倍、0.39 倍和 0.31 倍。近年来公司预付款项和存货规模不断增加，占用大量资金，近三年公司经营现金流为净流出，经营现金流动负债比率分别为-33.93%、-8.68%和-12.37%，但未来随着公司业务转型升级的推进，公司经营性现金流状况将得到改善。总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，随着盈利规模的增长，公司 EBITDA 亦呈上升趋势，近三年分别为 12.05 亿元、16.15 亿元和 21.34 亿元；2014 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.16 倍和 0.09 倍，受 2014 年公司有息债务大幅增加的影响，其 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比较上年均有所下降，且目前 EBITDA 对公司全部债务的保障程度较低。考虑到公司未来业务转型升级的推进，公司的长期偿债能力有望进一步提高。

截至 2014 年底，公司对外担保总额 93,016.67 万元，全部为对公司子公司的担保，占净资产的 17.39%。截至 2014 年底，上海静安城商贸有限公司（以下简称“上海静安城”）对上海金进（集团）有限公司及公司之子公司中进汽贸提起诉讼：要求上海金进（集团）有限公司补充赔偿其欠款本金及利息和垫付诉讼费 502.97 万元，同时要求中进汽贸对上述赔偿款项承担连带责任。一审判决结果支持上海静安城的诉讼请求；中进汽贸已经提起上诉。由于此案件败诉可能性较大，中进汽贸计提预计负债 400 万元，并将其计入当期损益。

公司与国内多家商业银行建立了长期稳定的信贷业务关系，具有较强的间接融资能力。截至 2015 年 6 月 30 日，发行人获得的商业银行授信额度为 475.53 亿元，其中尚未使用授信额度为 253.19 亿元，未使用额度占授信额度的 53.24%。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（被查询企业贷款卡编码：1201060000095206；被查询企业组织机构代码 71287515-5），截至 2015 年 6 月 24 日，公司有 10 笔未结清的正常类信贷信息记录，已结清业务中不良和关注类贷款 24 笔，均为公司重组以前鼎盛天工的流动资金贷款项目，当前已经全部处理完毕。

总体来看，公司资本实力较强，业务结构稳定，定向增发进一步扩大公司经营规模，降低债务压力，但公司当前整体债务依然规模较大，债务结构以短期债务为主，短期偿债压力较大，未

来随着公司业务转型的持续发展，公司盈利能力有望继续增强，同时债务压力也将有所降低，公司偿债能力有望随之提升。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司债务总额为 193.68 亿元。本次拟发行公司债规模不超过 20 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行额度相对较小，但公司债务结构将有一定的影响。

以 2015 年 6 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，由于本次债券用于偿还公司债务，因此本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率和全部债务资本化比率与发行前保持不变，分别为 81.13%和 77.22%。公司非流动负债占负债总额的比例将明显上升，有利于优化公司债务结构，进一步提高公司短期偿债能力。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 21.34 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 1.07 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。公司 2014 年经营活动现金流入量为 1,073.73 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 53.69 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、行业地位、品牌知名度、发展前景等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、综合评价

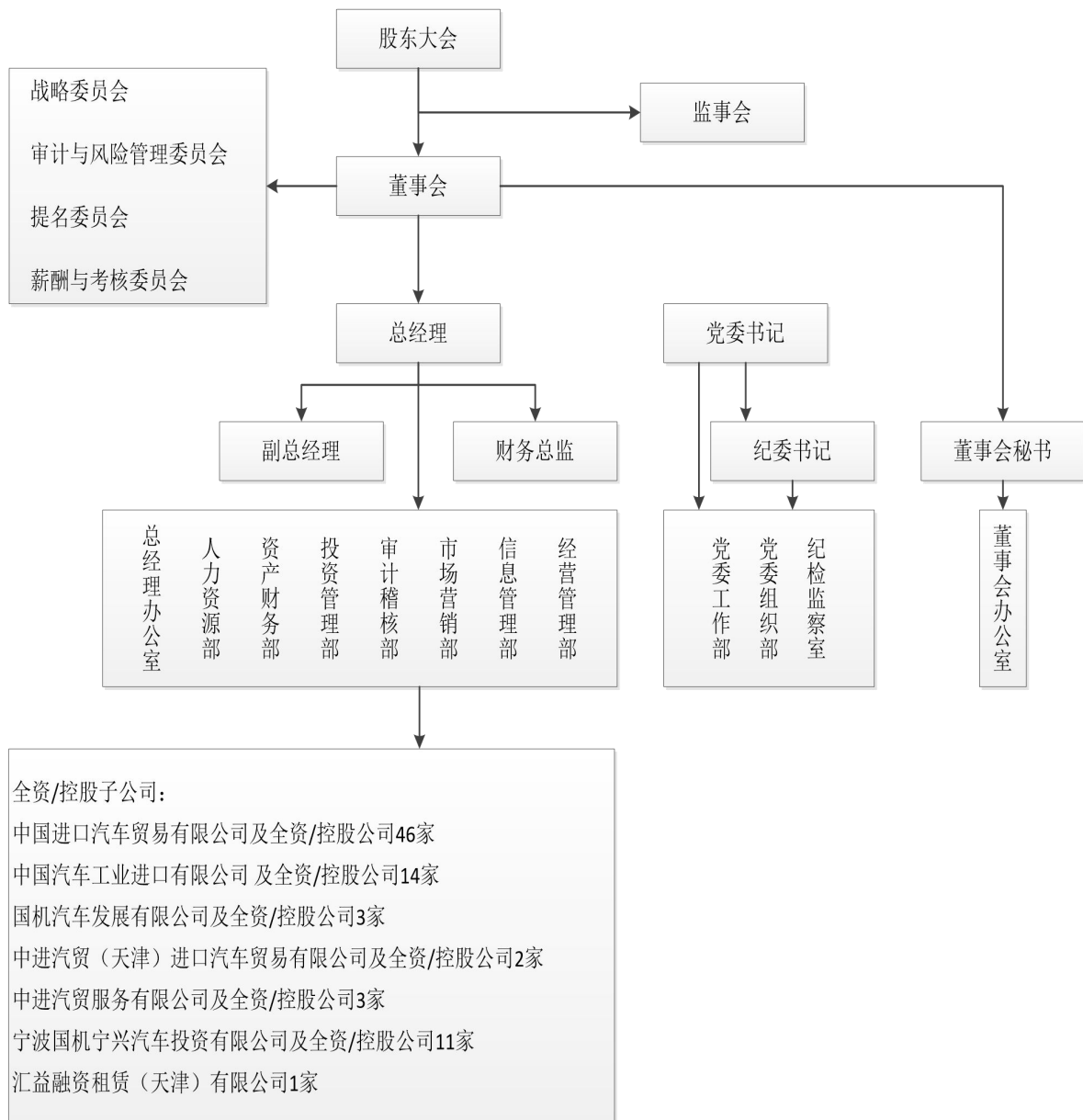
国机汽车股份有限公司是中国机械工业集团有限公司旗下一家大型汽车综合服务企业，是行业领先的多品牌汽车综合贸易服务商。公司积极布局汽车全链条服务领域，逐步构建起以进口汽车贸易服务为核心业务，汽车零售、汽车后市场为重点拓展业务的全新业务结构，推动企业的可持续、稳健成长。

同时，联合评级也关注到当前进口汽车批发及贸易服务市场竞争日趋激烈，进口汽车市场供过量供给、需求放缓、库存高企等不利因素，可能给公司经营带来一定的不利影响。

目前公司资产质量较好，主营业务突出，市场占有率高。未来随着公司业务转型升级的推进，将带动公司的经营规模和盈利水平进一步提升，整体竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况和本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 国机汽车股份有限公司组织结构图



附件 2 国机汽车股份有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	190.96	263.93	345.31	302.87
所有者权益（亿元）	31.02	41.71	53.49	57.14
短期债务（亿元）	126.46	152.66	225.27	192.66
长期债务（亿元）	1.07	0.72	0.89	1.02
全部债务（亿元）	127.53	153.39	226.16	193.68
营业收入（亿元）	624.01	794.32	903.44	355.68
净利润（亿元）	5.04	7.25	7.82	4.15
EBITDA（亿元）	12.05	16.15	21.34	11.75
经营性净现金流（亿元）	-53.46	-19.05	-35.68	42.79
应收账款周转次数(次)	——	171.54	116.96	44.60
存货周转次数（次）	9.04	6.22	5.50	2.07
总资产周转次数（次）	3.71	3.49	2.97	1.10
现金收入比率（%）	115.08	116.74	116.81	119.55
总资本收益率（%）	——	6.16	6.14	3.26
总资产报酬率（%）	——	6.08	5.91	3.10
净资产收益率（%）	——	19.94	16.42	7.49
营业利润率（%）	2.71	2.95	3.88	4.34
费用收入比（%）	1.71	1.64	1.85	2.83
资产负债率（%）	83.76	84.20	84.51	81.13
全部债务资本化比率（%）	80.44	78.62	80.87	77.22
长期债务资本化比率（%）	3.32	1.71	1.64	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	2.94	4.43	3.16	2.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11	0.09	0.06
流动比率（倍）	1.08	1.08	1.08	1.11
速动比率（倍）	0.35	0.48	0.47	0.53
现金短期债务比（倍）	0.35	0.39	0.31	0.43
经营现金流动负债比率（%）	-33.93	-8.68	-12.37	17.69
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.60	0.81	1.07	0.59

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的资产+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负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国机汽车股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年国机汽车股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国机汽车股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国机汽车股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国机汽车股份有限公司的相关状况，如发现国机汽车股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如国机汽车股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国机汽车股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送国机汽车股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十二月三十日

