

信用等级公告

联合[2016] 858 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（第二期）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（第二期）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：

二零一六年七月四日

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

公开发行 2016 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：10 亿元

债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：本期公司债券按年付息，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。

评级时间：2016 年 7 月 4 日

主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	263.93	345.30	288.15	225.37
所有者权益（亿元）	41.71	53.49	56.88	57.71
长期债务（亿元）	0.72	0.89	7.99	12.27
全部债务（亿元）	153.39	226.16	176.88	117.92
营业收入（亿元）	794.32	903.44	641.64	132.31
净利润（亿元）	7.25	7.82	3.80	1.74
EBITDA（亿元）	16.15	21.34	17.98	--
经营性净现金流（亿元）	-19.05	-35.68	92.36	22.08
营业利润率（%）	2.95	3.88	5.75	4.47
净资产收益率（%）	19.94	16.42	6.89	3.04
资产负债率（%）	84.20	84.51	80.26	74.40
全部债务资本化比率（%）	78.62	80.87	75.67	67.14
流动比率（倍）	1.08	1.08	1.11	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.09	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	3.16	2.20	--
EBITDA/本期债券额度（倍）	1.62	2.13	1.80	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、公司 2016 年一季度财报未经审计，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

国机汽车股份有限公司（以下简称“国机汽车”或“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，行业地位突出，在服务水平、业务创新和管理水平等方面具有显著优势。近年来，公司积极开拓业务、上下游客户稳定；不断优化供应链体系及加强硬件体系建设，服务水平提升；继续积极布局汽车后市场，推进汽车服务线上与线下的结合，不断增强全产业链的服务能力。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、债务负担较重以及短期偿债压力较大等不利因素可能给公司经营与信用状况带来的不利影响。

未来随着业务转型升级的不断推进，公司有望保持良好的发展态势，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. 公司位居“2015 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”第二；在 2015 年中国上市公司 500 强排名中，位居第 62 位。公司具有较高的综合实力和行业影响力。

2. 公司为业内唯一的多品牌进口汽车综合贸易服务商，服务链条覆盖汽车进口全过程，可为下游客户提供全方位优质服务。

3. 公司不断推进业务创新，业务范围已涵盖汽车租赁、汽车金融、车联网等领域，围绕汽车主题的广泛业务布局有助于分散其经营风险。

关注

1. 近年来,中国汽车市场呈现“供需双降”态势,并出现库存持续高企、价格优惠幅度加大等结构性问题,加之2015年天津港“8.12”大爆炸等突发事件的影响,进口汽车市场首度出现十年来的销售增速负增长。

2. 我国汽车市场整体发展尚不成熟,汽车经销商受整车厂商制约和影响仍然较大。近年来,公司采购集中度持续增长且处于高水平,不利于公司经营的稳定性和盈利能力的提升。

3. 公司资产负债率高,且债务结构以短期债务为主,存在一定短期偿债压力。

分析师

冯 磊

电话: 010-85172818

邮箱: fengl@unitedratings.com.cn

周 婷

电话: 010-85172818

邮箱: zhout@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：



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.SH。

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

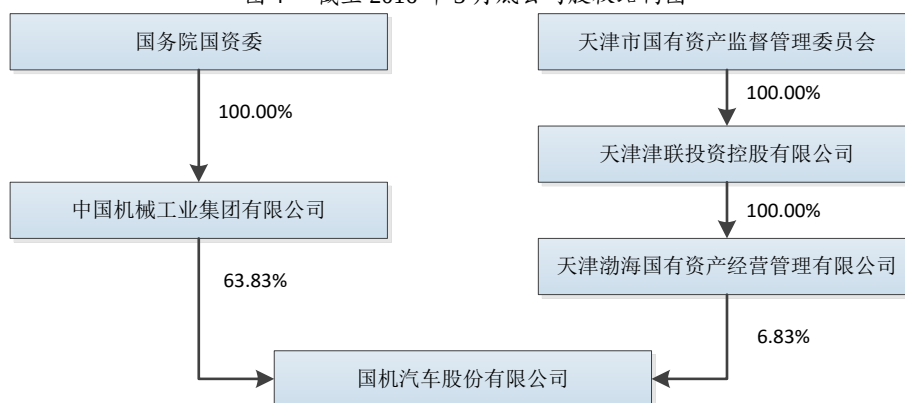
2010 年 6 月，公司启动重大资产重组，以全部资产和负债（作为置出资产）与中国进口汽车贸易有限公司（以下简称“中进汽贸”）的实际控制人中国机械工业集团有限公司（以下简称“国机集团”）持有的中进汽贸等值股权进行置换。同时，向国机集团和天津渤海国有资产经营管理股份有限公司（以下简称“天津渤海”）发行 28,404.74 万股股份（其中向国机集团发行 23,265.18 万股，向天津渤海发行 5,139.57 万股），分别购买国机集团和天津渤海持有的中进汽贸 70.39%和 15.55% 股权。同时，天津工程机械研究院（以下简称“天工院”）向国机集团无偿划转其拥有的公司 11,527.57 万股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

2015 年 11 月 30 日至 12 月 9 日期间，公司股东天津渤海通过“申万宏源-国机汽车-天津渤海国资公司定向资产管理计划”增持了公司股份 203.34 万股，增持后，天津渤海持有公司股份 4,280.34 万股，占公司总股本的 6.83%。

截至 2016 年 3 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，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 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（见附件 1）。截至 2016 年 3 月底，公司下辖中国进口汽车贸易有限公司、中汽进出口、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（以下简称“国机宁兴”）、汇益融资租赁（天津）有限公司 7 家二级子企业，纳入合并范围的全资及控股企业共 86 家，合并口径在职员工共 4,169 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 288.15 亿元，负债合计 231.27 亿元，所有者权益 56.88 亿元，其中属于母公司的所有者权益合计 55.03 亿元。2015 年公司实现营业收入 641.64 亿元，净利润（含少数股东损益）3.80 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 4.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 92.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.99 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 225.37 亿元，负债合计 167.67 亿元，所有者权益 57.71 亿元，其中属于母公司的所有者权益合计 56.04 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 132.31 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.52 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券发行额度为 10 亿元，票面金额 100 元/张，按面值平价发行，发行期限不超过 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。本期债券为固定利率，各品种票面利率由公司与主承销商根据市场情况确定。本期债券按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本期债券采取面向合格投资者公开发行方式发行。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣发行费用后将用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司以进口汽车批发和贸易服务为主营业务，同时发展汽车零售服务业务和汽车后市场业务，所属行业为汽车经销业，其处于整个汽车产业链的中下游，是整个汽车产业链与终端客户对接最紧密的环节。

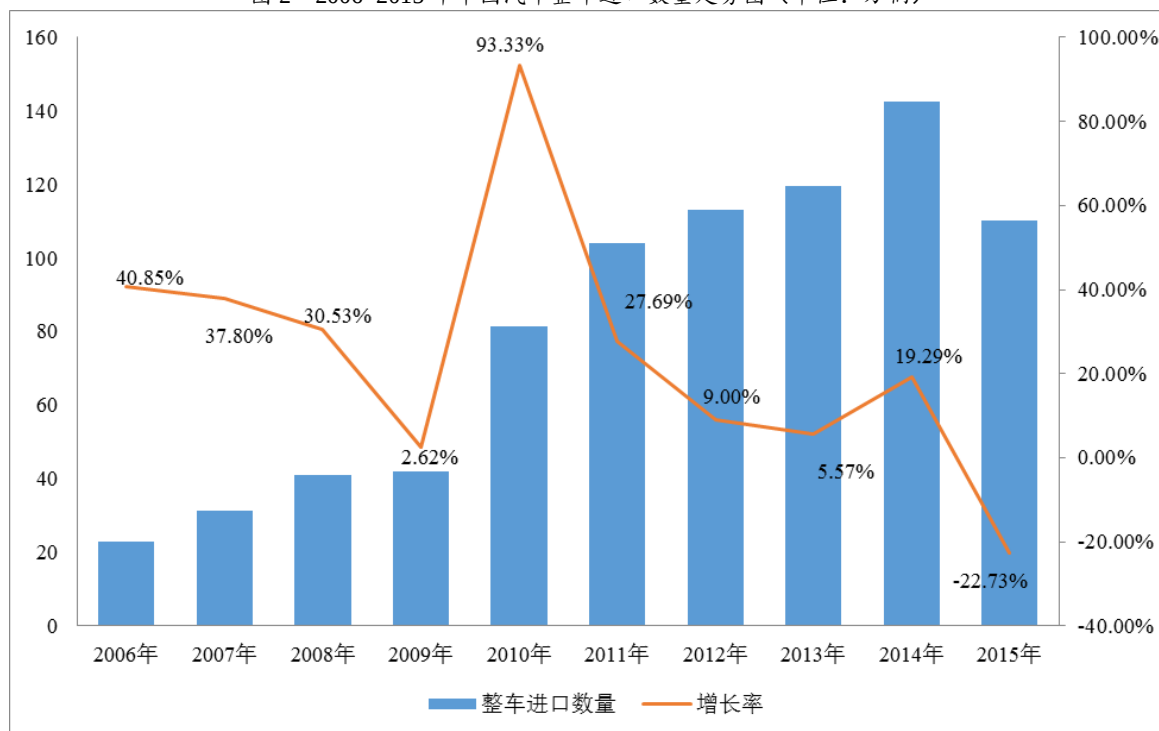
1. 行业情况

汽车经销行业的上游为各类汽车生产商，下游为终端消费者。从乘用车市场上看，汽车生产商对经销商的议价能力普遍较强。下属授权经销商需与生产商协议确定车型、销量和售价，并以完成销量目标为最终考核标准，整体而言受生产商的影响程度较大。汽车经销商的收入规模受经销品牌的制约，并在一定程度上容易受到经销品牌产销情况的影响。此外，经销商在整车及零配件采购时一般需要全额支付价款，对经销商资金的占用较大。

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，部分经销商存在厂商“压货”现象，对经销商的资金流造成较大影响。加之北京、广州等多个城市的“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。2015 年，中国百强汽车经销商集团 2015 年总收入约 12,714 亿元，同比增长约 3.2%，增幅较 2014 年的 9.4%和 2013 年的 16%出现大幅下降；毛利率同比下滑 1.66 个百分点至 4.47%；净利率为 1.22%，同比下降 0.3 个百分点；投资回报率下降最为明显，同比下降 5.4 个百分点至 7.7%。

从进口车汽车市场来看，受中国宏观经济调整和汽车行业整体增速放缓的影响，近年来进口汽车市场开始呈现“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。受近年来进口汽车增幅持续放缓和经销商“以价换量”的市场行为影响，2014 年各跨国汽车公司加大市场供给。根据全国海关统计，2014 年中国汽车进口数量 142.60 万辆，同比增长 19.29%，暂时结束了进口车数量增幅放缓的态势；2015 年，受上年库存压力以及国内需求下降的影响，汽车整车进口同比明显下降，2015 年中国汽车进口数量下降 22.73%至 110.19 万辆。具体数据如下图。

图2 2006~2015年中国汽车整车进口数量走势图（单位：万辆）

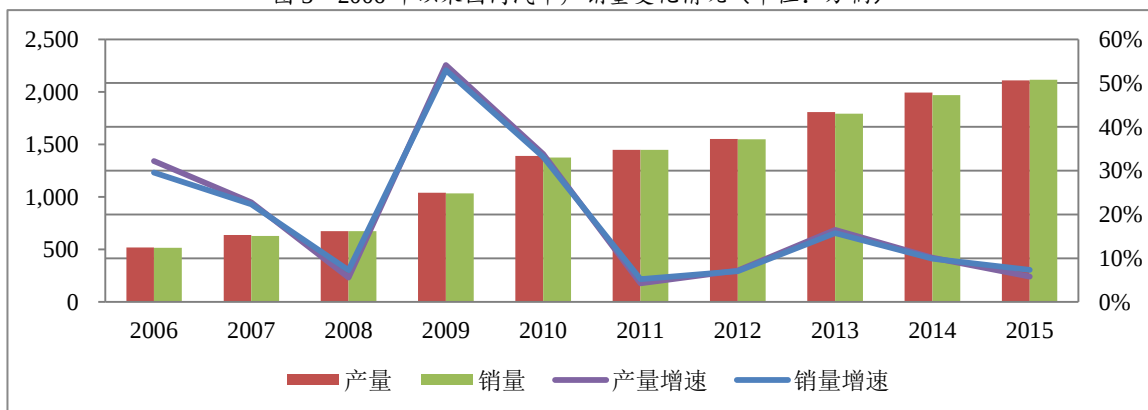


资料来源：根据公开资料整理

从经销价格来看，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，加上平行进口汽车的价格冲击，进口汽车经销商不得不继续大幅降价促销，截至2015年9月，优惠幅度已达14.2%，超过2012年的最大优惠幅度10.8%，创历史最高值，除个别MPV车型外，绝大部分车型的优惠幅度均持续加大。根据最新数据显示，2015年9月市场整体平均优惠9.29万元，显示进口车经销商终端销售压力已达峰值，盈利空间受到严重挤压。中长期来看，我国经济“新常态”的形式不会改变，进口车市场仍将出现下滑态势，进口车经销商微利局面短时间难以扭转。

从市场需求来看，不同细分市场上的汽车消费者在购买时看重的因素往往不同，包括汽车的售价、质量、性能、品牌、外观、舒适度、高科技系统等。从总体需求上看，汽车需求量主要受国民消费水平、汽车整体售价、后续费用以及路网建设程度等因素影响，随着国民整体消费水平以及路网建设程度的不断提高，乘用车整体需求将持续保持增长。然而，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。根据中国汽车工业协会统计，2015年我国汽车产销量分别达到2,450.33万辆和2,459.76万辆，同比增长3.25%和4.68%，增幅持续放缓（如下图）。我国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；新能源汽车受到国家政策大力支持，呈现持续快速增长的态势。2015年，我国新能源乘用车中纯电动乘用车产销分别同比增长2.8倍和3倍，插电式混合动力乘用车产销同比均增长2.5倍。

图3 2006年以来国内汽车产销量变化情况（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会

从市场发展程度来看，国外成熟市场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，汽车后市场利润空间较大。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，但现阶段整车厂商处于强势地位，我国汽车产业链附加值分布与国外成熟市场相反，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。

总体看，近年来我国汽车行业整体增速放缓，汽车经销行业盈利空间受压缩。现阶段我国汽车市场发展尚未成熟，整车厂商仍处于强势地位，但未来汽车后市场发展空间较大。

2. 行业竞争

在中国汽车流通协会 2016 年 5 月 26 日发布的“2015 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”中，其中百强榜前 10 名情况如下表：

表 1 2015 年度中国汽车流通行业经销商百强榜前 10 名（单位：亿元、万辆）

排名	集团名称	2015 年营业收入	2015 年度汽车销量
1	广汇汽车服务股份公司	937.00	67.82
2	国机汽车股份有限公司	641.89	22.29
3	中升集团控股有限公司	591.43	26.04
4	庞大汽贸集团股份有限公司	563.75	45.07
5	利星行汽车	522.09	11.74
6	上海永达控股（集团）有限公司	451.19	13.44
7	恒信汽车集团股份有限公司	381.83	21.60
8	广物汽贸股份有限公司	307.50	23.63
9	中国正通汽车服务控股有限公司	297.86	9.54
10	宝信汽车集团	290.16	7.10
合 计		4,984.70	248.27

资料来源：根据公开资料整理

根据“2015 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”，2015 年汽车经销百强企业实现总营业收入 12,714 亿元，同比增长 3.2%，增速有所放缓；实现整车销售数量总量 653.4 万台，同比增长 5%，增幅较上年减小，其中二手车置换 96 万辆，对新车的贡献度在持续提升。2015 年汽车经销百强

企业 4S 店网点数量 5,526 家，同比增长 6.7%（自建+并购）。汽车经销百强企业中，营业收入过百亿的经销商数量较 2014 年的 38 家减少 1 家，市场增速放缓已开始影响流通行业巨头的成长。

在行业集中度方面，汽车流通市场的行业集中度与上年基本持平。2015 年汽车经销商百强销售数量占市场总销量的比重保持在 25%，在保证整体营收增长的前提下，百强企业加速经营业务结构调整，汽车后市场业务收入占比提高了 3 个百分点。尽管我国汽车贸易行业业务结构不断优化，但与成熟市场仍有较大差距。

在盈利水平方面，主要经销商的盈利能力均持续下滑。2015 年百强汽车经销商集团的毛利率同比下滑 1.66 个百分点，已降至 4.47%；净利率为 1.22%，同比下降 0.3 个百分点；投资回报率下降最为明显，同比下降 5.4 个百分点，降至 7.7%。”

2015 年，汽车经销企业业务结构持续调整，其中，金融、二手车为主的衍生业务增长较为明显。随着整车、二手车、精品库存周转加快，我国汽车贸易行业整体风险有所降低。其中整车销售平均周转天数由 2014 年的 48.65 天降低至 41.38 天；二手车平均周转天数为 25.8 天；精品库存风险和资金占用正在大幅降低，从 2014 年的 31%降低至 15.2%。二手车、新能源汽车、汽车金融已经成为十三五规划中重点发展板块，十三五期间，国家也将全面推广车用燃油国五标准，淘汰黄标车和老旧车 380 万辆；在全国开展消费金融公司试点，鼓励消费信贷产品创新，汽车金融将会得到更大的发展。

总体看，当前汽车贸易市场的行业集中度相对稳定，销售规模持续增长，但增速有所放缓。汽车经销企业业务结构持续调整，未来汽车金融、二手车业务和新能源汽车销售有望成为行业新的增长点。

3. 行业政策

2008 年以来，国外经济危机给我国汽车市场带来了较大程度的冲击，为保障汽车市场健康、稳定发展，近年来国家主管部门相继出台了多项政策来拉动国内汽车消费。2015 年，国家通过出台相关汽车新政，加大对新能源汽车的支持力度，以及对节能环保消费方式的引导。具体情况如下表。

表 2 近年来国家汽车行业主要政策

时间	政策	具体内容
2013 年	新能源汽车补贴	对消费者购买新能源汽车给予补贴，纳入中央财政补贴范围的新能源汽车车型应是符合要求的纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车。根据新规，新能源乘用车可获得 3.5 万、5 万和 6 万元不等补贴。
2013 年	节能汽车补贴	1.6L 及以下节能环保汽车（乘用车）实施新一轮推广补贴政策，入围车型门槛提高至百公里油耗 5.9L，补贴标准仍为每辆车 3,000 元。
2013 年	汽车三包	消费者购买汽车用品将获得更大的权益保障，主要体现在以下几点：消费者知情权保障、消费者选择权保障、消费者权益受损时保障获得相应补偿。
2013 年	汽车召回条例	提高了车商的违规处罚力度，一些应召回而拒不召回的行为或将面临上亿元的罚款。
2014 年	新车免检政策	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、微型载客汽车免检制度，每 2 年需要定期检验。
2014 年	免征新能源车购置税	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年底，对获得许可在中国境内销售（包括进口）的纯电动以及符合条件的插电式（含增程式）混合动力、燃料电池三类新能源汽车，免征车辆购置税。
2014 年	叫停汽车品牌经销商备案	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”。

2015 年	禁售国三柴油车	2015 年 1 月 1 日起国三柴油车产品将不得销售。届时，柴油车排放将全面升级到国四标准。
2015 年	小排量汽车购置税减半	自 2015 年 10 月到 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。

资料来源：联合评级整理

总体来看，近年来国家出台了多项促进汽车消费、汽车经销的产业政策，进一步整合和规范汽车销售市场且大力支持节能汽车和新能源汽车的推广，有助于行业的健康发展。

4. 行业关注

汽车经销行业受整车厂商影响明显，库存压力较大

我国汽车市场整体发展尚不成熟，汽车经销商的经营和盈利受整车厂商制约和影响较大。由于前期跨国汽车公司制定的高销售目标，市场供给过量，形成了汽车行业库存高企的不良局面。根据中国汽车流通协会对外发布 2016 年 4 月份“汽车经销商库存调查结果”，4 月份汽车经销商综合库存系数为 1.54，环比下降 0.65%，同比下降 7.8%，经销商库存水平仍高于警戒线行业库存。其中，自主品牌 SUV 热销，但轿车市场萎缩，导致经销商滞销车型增加，库存压力未能得到改善，可能带来经营风险。

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，汽车经销企业毛利率出现下滑，股东投资回报率亦在下滑。

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，而汽车后市业务的发展空间仍然较大，如二手车、金融保险等业务提升空间较大。汽车经销商能否顺利实现转型、发掘新的利润增长点、提升自身盈利能力，将直接影响企业的信用水平和核心竞争力。

总体来看，随着进口车供给和需求矛盾日渐突出，经销行业企业库存压力未得到改善，销售规模增速放缓，企业加速业务转型和调整。

5. 未来发展

整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在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。

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%。

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。

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是世界 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，公司凭借 903.44 亿元的营业收入首次位列榜首；“2015 年度中国汽车流通行业经销商百强榜”中，公司以 641.89 亿元的营业收入位列次席。

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；培育出覆盖进口汽车贸易服务全链条的核心能力体系，先后与克莱斯勒、进口大众、通用、福特、捷豹路虎、雷诺、特斯拉等跨国汽车公司建立起了良好的合作关系；成为业内唯一的多品牌进口汽车综合贸易服务商，服务链条覆盖汽车进口全过程，形成“菜单式”服务体系，构建起战略咨询、市场分析、车型选择、工程改造、资金融通、认证协助、报关仓储、物流分销等业务模块，为合作伙伴提供全方位服务。

公司重视港口基础建设，硬件体系基础日趋完善。截至 2015 年底，公司港口仓储面积达 70 余万平米；天津港陆续建成自主独立设计室内整备车间 5 个，PDI 检测线 14 条，使仓储、检测、整备全链条港口服务功能进一步提升。依托于成熟的双港运作模式，在天津港发生爆炸后公司得以迅速启动上海港服务预案，最大程度降低爆炸事故对经营活动的影响。公司将继续践行多港口发展战略，深入挖掘各港口区位优势，在发挥天津、上海两港有效协同基础上，探索启动广州港建设前期工作，通过复制已有的商业模式及管理经验，在华南地区建立起完善的贸易服务综合平台，构建三港联动的业务格局。

公司继续深入推进“批发+零售”业务模式，利用地域品牌集中优势开展包销业务，降低车辆采购成本，促进零售盈利提升；加强同品牌 4S 店的集中采购力度，以降低运营成本。截至 2015 年底，公司参、控股 4S 店已有 55 家，比 2014 年新增 3 家。

荣誉方面，2014 年，公司荣获“2014 年度最受投资者尊重的上市公司”入围奖。在财富中国发布的 2015 年中国上市公司 500 强排名中，位居第 62 位，较 2014 年第 73 位明显提升。2015 年 1 月 23 日，国家质检总局下发的《2014 年品牌价值评价结果分析报告》显示，公司以品牌价值 20.23 亿元，位居商贸零售行业企业榜首。2015 年国机汽车荣登中国上市公司诚信百佳榜。公司作为进口汽车贸易服务商龙头企业，具有较高的行业影响力。

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，具有较强的竞争能力。

2. 人员素质

公司董事长丁宏祥先生，49 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。自 2011 年 10 月 25 日起任公司董事长，并任中国机械工业集团有限公司副总经理、广州汽车集团股份有限公司董事、中央企业青联副主席。

公司总经理夏闻迪先生，49 岁，中国国籍，研究生学历。历任国机集团汽车业务部部长，公

司副总经理，国机集团战略规划部（企业文化部）部长，兼任中进汽贸董事、中国汽车进出口总公司董事。自 2015 年 12 月 4 日起任公司总经理，并任公司党委副书记，中国汽车工程学会常务理事，中国汽车人才研究会常务理事。

截至 2015 年底，公司在职员工 4,169 人。其中业务人员 2,915 人，占比 70.99%；管理人员 873 人，占比 21.26%；财务审计人员 318 人，占比 7.74%，以业务人员为主；从文化程度看，研究生及以上学历 150 人，占比 3.65%；本科学历 934 人，占比 22.75%；大专学历 1,640 人，占比 39.94%；高中及以下学历 1,445 人，占比 35.19%。

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；公司以业务人员为主，能够满足公司发展的需要。

3. 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。

融资方面，国机集团下属国机财务有限责任公司（以下简称“国机财务”）与公司签署综合授信协议，授信有效期至 2017 年 7 月，国机财务向国机汽车及下属子公司提供 33 亿元综合授信额度。

资本运作方面，国机集团将持有的中汽进出口 100%股权转让给国机汽车，国机汽车通过定向增发收购中汽进出口股权，国机集团通过资产剥离和重组，将中汽进出口优质资产置入上市公司。中汽进出口 2013~2015 年累计贡献营业收入约 140 亿元，累计贡献利润总额约 2.1 亿元。

总体看，公司实际控制人国机集团在多方面给予公司有力支持，扩大了公司经营规模，提高了公司综合竞争实力。

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 9 名成员组成，设董事长 1 人，独立董事 3 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；2015 年，公司不断加强内部管理，新增《国机汽车股份有限公司内部控制规范指引（2015 版）》，进一步优化内部控制。

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。

对外担保方面，公司制定了《国机汽车股份有限公司对外担保管理制度》，明确对公司及公司的全资、控股子公司的担保行为作出了规定。公司实施担保遵循合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。公司可以为具有独立法人资格和较强偿债能力的因公司业务需要的互保单位、与公司有现实或潜在重要业务关系的单位、公司直接或间接控股的子公司以及公司非控股的子公司提供担保；为非控股子公司提供担保时，必须要求被担保方或公司认可的第三方向公司提供数额相等的反担保。公司收到被担保人担保申请后，由财务部组织相关部门及人员进行全方面尽职调查，报公司分管领导审批后提交董事会，公司独立董事应在董事会审议对外担保事项时发表独立意见，必要时聘请会计师事务所对公司累计和当期对外担保情况进行核查。发现异常时，向董事会和监管部门报告并公告。对于重大担保项目，需经董事会审议通过后，报股东大会审批；对外担保事项经董事会或股东大会审议通过后，公司方可订立担保合同，实施担保行为。

业务相关制度方面，公司编制了《国机汽车股份有限公司采购管理办法》，明确对公司的采购活动及各所属企业超过 500 万元人民币及以上的采购活动，以及在公司及所属企业整体部署、涉及战略性、集团化管控类的采购活动做出了规范。公司总经理办公会遵循公开、公平、公正、诚信的原则，在严格遵守国家和地方现行法律、法规的前提下，以技术水平、管理水平、社会信誉

和合理低价等因素对公司公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购和询价等采购方式进行管理和指导职责；纪检监察室和审计稽核部履行对公司及所属企业采购活动的监督和检查职责。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。

受中国进口汽车市场“供需双降”，汽车行业结构调整深化，以及人民币汇率波动的影响，2013~2015年，公司营业收入、利润总额和净利润均呈波动下降的态势；其中，营业收入年均复合减少7.44%；利润总额复合减少18.08%，净利润复合减少23.98%。2015年，公司实现营业收入641.64亿元，同比下降28.98%；受财务费用大幅上升的影响，公司实现利润总额6.18亿元，同比下降45.14%；公司实现净利润3.80亿元，同比下降51.40%。公司收入及利润规模下降明显。

从业务构成来看，公司主营业务为汽车批发及贸易服务业务、汽车零售和汽车后市场业务等，2013~2015年，公司主营业务收入占比均在99%以上，主营业务突出。从具体业务来看，2013~2015年，公司汽车批发及贸易服务收入规模呈波动下降态势，年均复合减少11.87%；2015年，该类业务实现营业收入521.08亿元，同比减少33.25%。2013~2015年，公司汽车零售业务收入规模呈波动增长态势，年均复合增长17.41%；2015年，该类业务实现营业收入100.26亿元，同比减少0.58%。汽车零售和批发业务的差异主要系合并范围变化所致。2014年6月公司收购国机宁兴，其中包括6家正常经营的4S店；7月公司收购同一控制下企业中汽进出口，其中包括5家正常经营的4S店。2015年7月，公司将符合控制条件企业天津滨海汽车园纳入合并范围，其中包括4家正常经营的4S店。自2014年公司开展汽车后市场业务以来，收入规模基本稳定；2015年，该类业务实现营业收入3.10亿元，同比增长1.61%。公司其他业务包括汽车零售服务、汽车租赁、汽车改装、行业研究与咨询、融资租赁等业务，2013~2015年，其他业务收入规模呈波动增长的态势，年均复合增长122.58%；2015年，该类业务实现营业收入14.19亿元，同比减少8.50%。

从各业务占比情况来看，汽车批发及贸易服务业务占比均在80%以上，占比突出但逐年下降；汽车零售业务占比持续上升；汽车后市场业务占比较为稳定；其他业务占比持续上升。2015年，公司汽车批发及贸易服务业务、汽车零售业务、汽车后市场业务和其他业务占比分别为81.59%、15.70%、0.48%和2.22%，分别较2014年下降5.14个百分点、上升4.49个百分点、上升0.15个百分点和上升0.50个百分点。公司主营业务结构调整效果明显。

从毛利率情况来看，公司综合毛利率水平逐年上升。2015年，公司汽车批发及贸易业务毛利率为5.23%，较上年上升2.12个百分点，主要系跨国厂商加大对公司和经销商的支持，降低采购价格加快去库存所致；2015年，公司汽车零售业务毛利率5.18%，较上年下降1.16个百分点，主要系汽车零售业务受汽车市场波动及竞争加剧的影响所致；2015年，公司汽车后市场业务毛利率25.63%，较上年上升6.12个百分点，主要系公司把握公务车改革契机，依托现有网络优势，巩固“高端客户长期租赁”业务所致；2015年，公司其他业务毛利率12.03%，较上年上升1.89个百分点，主要系其他业务中保险代理收入、上牌代理收入、展览收入和房租收入增长所致。具体数据如下表。

表 3 2013~2015 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
汽车批发及贸易服务	670.92	1.96	780.65	3.11	521.08	5.23
汽车零售	72.72	5.48	100.85	6.34	100.26	5.18
汽车后市场			3.05	19.51	3.1	25.63
其他	2.86	35.03	15.51	10.14	14.19	12.03
合计	746.51	2.43	900.06	3.65	638.63	5.47

资料来源：公司年报

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 132.31 亿元，同比减少 21.90%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.89 亿元，同比增长 15.98%。受进口汽车市场的过量供给、需求放缓等因素影响，2016 年一季度，公司营业收入下降幅度较大，但随着公司汽车租赁业务、贸易服务等毛利率较高的业务，利润较上年同期有所增长。

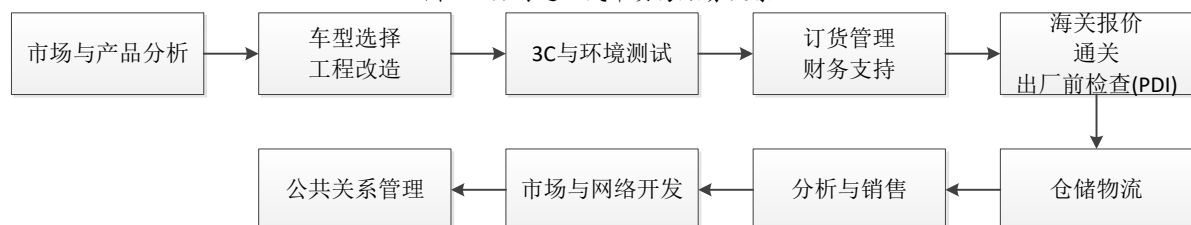
总体来看，近年来，受宏观经济增速放缓以及进口汽车市场下行影响，公司收入规模呈波动下降态势，综合毛利率不断上升但受行业特征影响仍较低。公司主营业务突出，主营业务中，汽车批发及贸易服务业务占比和毛利率水平均有所下降；其他业务占比和毛利率水平均有所提升。

2. 汽车批发及贸易服务

（1）业务概况

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

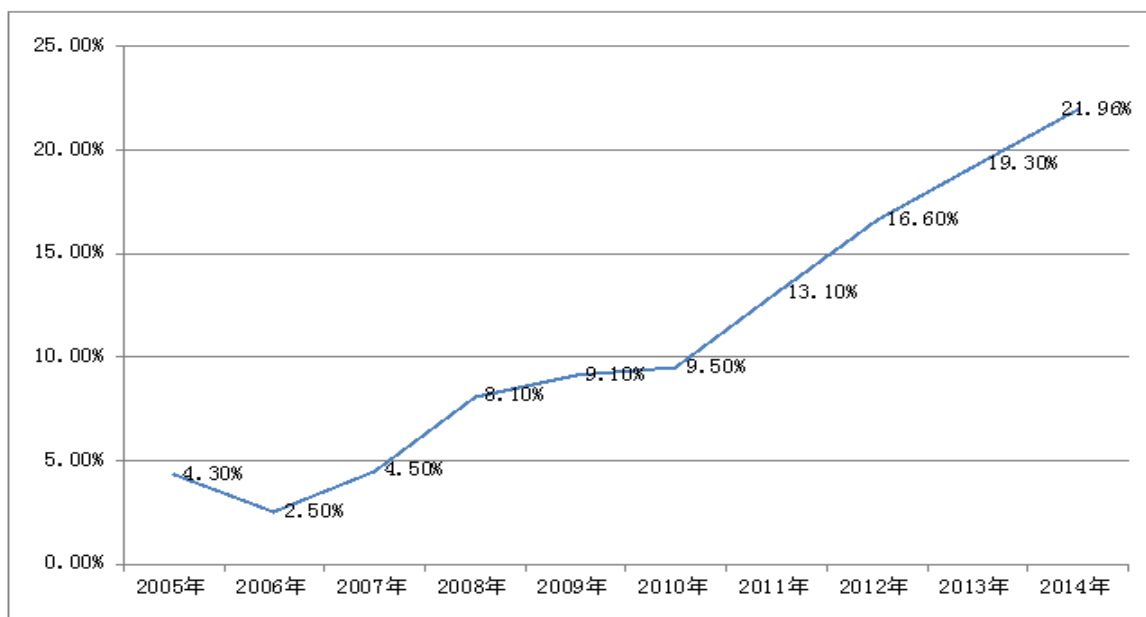
图 4 公司进口汽车贸易服务链条



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，2012~2014 年公司进口汽车批售市场占有率分别为 16.60%、19.30%和 21.96%。具体数据如下图。

图5 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

总体看，公司汽车批发及贸易业务是公司核心业务，竞争力强，市场占有率稳步提升。

(2) 采购环节

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

从批发业务的具体采购来看，公司大部分汽车整车通过进口汽车整车厂商的境内子公司进行采购，境外直接采购进口汽车仅限于部分品牌，占比不大，且结算货币为人民币。针对较少的进口贸易业务，公司建立了相关风险控制体系及应对措施，包括通过完善合同审核、选择合理的结算方式、购买保险等方式应对汇率风险。

从车辆采购的结算方式来看，在订单、装船、到港不同阶段，公司根据与厂商的约定支付不同比例的采购款，形式为现金和银行承兑汇票。车辆到港进行 PDI 检测等工作后，按约定收取一定货款，到港车辆完成清关并达到销售状态后，公司向经销商（4S 店）收取货款，方式全部为现金。此外，公司对不同品牌不同车型采取不同的采购方式，部分品牌采用电汇方式直接从国外厂商进口，多数品牌使用银行承兑汇票的结算方式从汽车厂商境内子公司采购。由于采购渠道不一，结算方式也有差异，但公司普遍采用预付款（一般预付 10%）的方式进行采购，付款账期一般为 90 天。

从采购的集中度来看，2013~2015 年，公司向前五大供应商采购净额合计分别为 607.44 亿元、850.82 亿元和 531.29 亿元，前五大供应商采购总额呈波动上升的态势；占采购总额比分别为 83.00%、93.71%和 95.50%，前五大供应商集中度逐年上升，主要系近年来公司与主要供应商保持稳定的战略合作关系，业务合作规模有所提升所致。具体情况见下表。

表 4 2013~2015 年公司前五大供应商采购情况（单位：亿元、%）

年份	序号	供应商名称	采购金额	占采购总额比
2013	1	供应商 1	286.50	39.15
	2	供应商 2	231.58	31.64
	3	供应商 3	78.28	10.7
	4	供应商 4	9.54	1.3
	5	供应商 5	1.53	0.21
	小计		607.44	83.00
2014	1	供应商 1	323.54	35.64
	2	供应商 2	284.66	31.35
	3	供应商 3	117.84	12.98
	4	供应商 4	116.25	12.8
	5	供应商 5	8.53	0.94
	小计		850.82	93.71
2015	1	供应商 1	216.24	38.87
	2	供应商 2	134.52	24.18
	3	供应商 3	97.53	17.53
	4	供应商 4	76.53	13.76
	5	供应商 5	6.46	1.16
	小计		531.29	95.50

资料来源：公司年报

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

（3）销售环节

从销售模式来看，公司主要通过市场活动、举办进口汽车高峰论坛、发布行业分析报告等方式开拓客户。当前合作客户均为大型的跨国汽车生产企业，公司收入主要来源于销售差价和贸易服务费，在采购计划范围内，公司根据订单采购后将车辆批售给全国范围内的经销商。2015 年公司积极开拓新的合作伙伴，签订了首批沃尔沃 XC90 分销合同并顺利实现销售。前期中标的进口大众改装车项目正式实施，该项目集前期设计、开发、测试、认证，到后期网络发展、市场推广、批售和售后服务于一体，是对产品全生命周期、全过程经营管理的首次尝试。

从实际销量来看，2013~2015 年，公司整车销售实现销售收入分别为 794.30 亿元、903.44 亿元和 641.64 亿元，呈波动减少态势，年均复合减少 7.44%。受 2015 年进口汽车国内需求下降的影响，公司汽车销量下降明显。

从服务收入来看，公司服务收入主要包含贸易服务、港口及物流服务，由公司子公司中进汽贸、中进汽贸（天津）进口汽车贸易有限公司负责运营，营销网络主要分布在上海、天津等地区。公司通过创新商业模式，拓展汽车后市场新业务领域，改善业务结构和提升盈利能力。2013~2015 年，公司汽车服务收入分别为 16.26 亿元、22.51 亿元和 22.66 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 18.05%；分别占总营业收入比 2.17%、2.49%和 3.53%，占比持续上升。截至 2015 年底，公司在全国范围内拥有 4S 店共计 55 家，较 2014 年净增加 3 家。具体数据，如下表所示。

表 5 2013~2015 年公司汽车服务业务情况（单位：亿元、个）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
汽车服务业收入	16.26	22.51	22.66
4S 店数量	33	52	55

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2013~2015 年，公司销售前五大客户的销售金额合计分别为 157.04 亿元、186.45 亿元和 130.90 亿元，呈波动下降趋势；占比分别为 20.96%、20.64%和 20.40%，总体占比不大且持续下降，销售客户集中度一般。具体数据如下表。

表 6 2013~2015 年公司前五大销售客户情况（单位：亿元、%）

年份	序号	客户名称	销售金额	占销售总额比
2013	1	客户 1	109.22	14.58
	2	客户 2	14.63	1.95
	3	客户 3	12.70	1.7
	4	客户 4	11.32	1.51
	5	客户 5	9.17	1.22
	小计		157.04	20.96
2014	1	客户 1	119.94	13.28
	2	客户 2	36.80	4.07
	3	客户 3	10.37	1.15
	4	客户 4	9.81	1.09
	5	客户 5	9.53	1.05
	小计		186.45	20.64
2015	1	客户 1	98.97	15.42
	2	客户 2	12.41	1.93
	3	客户 3	8.34	1.3
	4	客户 4	5.62	0.88
	5	客户 5	5.57	0.87
	小计		130.90	20.40

资料来源：公司年报

从销售均价来看，2013~2015 年，公司进口汽车的销售均价分别为 32.61 万元/辆、31.50 万元/辆和 30.30 万元/辆，呈持续下降态势。从汽车销售的结算方式来看，公司采用现款现货的结算方式。

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

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。2015年，公司持续推进4S店EAS系统建设，为集团化管控提供支撑；通过深挖业务数据提升EAS系统的使用价值；强化预算管理、绩效管理、成本控制，提升4S店综合管理水平，积极推进4S店从“经销商”向“服务商”的转型。

截至2015年底，公司参、控股4S店已有55家，比2014年新增3家，代理汽车品牌近二十个，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。

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

2015年公司汽车零售业务实现收入100.26亿元，业务毛利率为5.18%，与上年基本保持稳定。

总体看，公司汽车零售经营规模增长稳定、合作厂商众多、市场竞争力较强。

（2）汽车后市场业务

公司汽车后市场业务收入主要来自于汽车租赁业务等汽车周边服务产业。2015年，公司汽车后市场业务实现营业收入3.10亿元，较上年变化不大，毛利率水平提升至25.63%。

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；公司坚持“高端化、差异化、品牌化、网络化”战略，多次中标中央国家机关、中直机关、北京市行政单位车辆租赁定点采购项目，继华晨宝马之诺、特斯拉等高端电动汽车租赁推广基础上，公司再次成功与宝马中国开展宝马i3电动车租赁项目，国产新能源车领域，尝试与江淮汽车共同推进新能源租售业务；在互联网创新模式兴起的情况下，公司顺应市场发展趋势，与易到、Uber等出行平台企业开展合作，2015年在南京、武汉、三亚、宁波等7个城市建立了分支机构；积极试水共享经济，联手“微租车”启动面向天津市场的首个新能源汽车分时租赁项目，“良好微租车”APP已上线试运营。

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

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。

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》。

其他业务

2015 年，公司与北京四维图新科技股份有限公司合资成立的北京图新智盛信息技术有限公司，与大众汽车（中国）投资有限公司正式签署二期车联网运营服务协议，初步完成前装车联网业务运营体系建设，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。公司主营二手车业务的公司：中进真容汽车投资管理（北京）有限公司¹，引入车猫为战略投资者，利用多年积累的线下二手车整备维修质保经验，结合车猫线上检测认证的互联网思维，携手打造二手车 O2O 平台。

公司下属中汽进出口利用其出口贸易优势，积极拓展古巴市场，签订了汽车发动机、蓄电池及国产品牌整车出口合同，实现了新产品出口开发的突破；与美国知名零部件企业辉门控股集团旗下的辉门汽车零部件达成战略合作，成立中汽辉门汽车技术服务（北京）有限公司（以下简称“中汽辉门”），重点打造零部件品牌“中汽美途”，致力于在汽车后市场建立起以汽车维修保养为主的业务网络，以“产品+服务”为核心，建立线上线下垂直一体化的规范生态链，为中高端品牌汽车客户提供综合维修解决方案，重塑快修连锁业态。

2015 年，公司在天津东疆保税区成立了汇益融资租赁（天津）有限公司，积极拓展融资租赁业务；2015 年实现收入 78.23 万元，净利润 19.91 万元，尚处于起步阶段，收入规模较小。

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。

4. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款规模逐年下降，应收账款余额年均复合减少 8.73%，而公司营业收入呈波动下降的态势，年均复合减少 7.44%，受此影响，公司应收账款周转率逐年下降，分别为 162.03 次、116.96 次和 91.23 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，近年来受行业需求波动的影响，公司存货规模呈波动增长态势，年均复合增长 1.40%，公司营业成本呈波动下降态势，年均复合减少 8.92%，受此影响，公司存货周转率呈持续下降的态势，分别为 5.89 次、5.50 次和 3.78 次。总资产周转率方面，近年来公司筹划业务转型，同时受汽车行业波动的影响，使得公司总资产规模呈波动增长的态势，年均复合增长 4.49%，而公司营业收入呈波动下降态势，年均复合减少 7.44%，受此影响，公司总资产周转率呈持续下降的态势，分别为 3.94 次、2.97 次和 2.03 次。

从行业其他上市公司经营效率指标值来看，2015 年，公司应收账款周转率和总资产周转率处于行业中上游水平，存货周转率处于行业较低水平。具体数据如下表。

表7 2015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.SZ	亚夏汽车	217.96	6.25	1.48
600297.SH	广汇汽车	104.72	12.18	2.42

¹中进真容汽车投资管理（北京）有限公司 2016 年一季度已不在合并范围。

601258.SH	庞大集团	62.02	4.99	0.86
600653.SH	申华控股	16.93	6.33	0.86
600335.SH	国机汽车	92.85	3.99	2.03

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，公司业务波动增长导致经营效率持续下降，但经营效率仍较高。

5. 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 6,331 辆，被烧毁或遭受严重损坏，货值 28.89 亿元。截至目前保险索赔工作已完成，保险公司对于前述车辆均按照全损给予赔付，保险赔款均已到账，公司未因此遭受经济损失。

2016 年 4 月 21 日，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准国机汽车股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]525 号），核准公司非公开发行不超过 107,418,600 股新股。募集资金计划用于福特汽车进口配套系统建设项目、汽车租赁项目、高性能汽车配件及服务互联网拓展项目、汽车融资租赁项目、信息化建设项目和偿还银行贷款。本次非公开发行股票的核准和募集资金的相继投入，将有利于公司资金实力的增强、行业地位的巩固和综合竞争力的提升。

6. 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：2013~2015 年，公司向关联方采购商品、接受劳务产生的关联交易金额分别为 1,449.88 万元、971.17 万元和 500.60 万元，呈下降态势；主要由公司正常经营所需的采购配件、工程建设和土地使用权租赁构成。2013~2015 年，公司向关联方出售商品、提供劳务产生的关联交易金额分别为 52,936.15 万元、72,329.47 万元和 97,014.90 万元，呈快速增长态势；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，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 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 6.12 亿元。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。此次资产收购产生的关联交易涉及金额 7.08 亿元。2015 年，公司与关联方国机集团因中进汽车收购事项进行债务重组，国机汽车减免中进汽车相关 4S 店项目的部分委托建设款，因此产生债务重组利得 547.05 万元。

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。

7. 经营关注

公司受整车厂商影响明显，采购集中度较大

我国汽车市场整体发展尚不成熟，汽车经销商受整车厂商制约和影响仍然较大。近年来，公司采购集中度持续增长且处于高水平，不利于公司经营的稳定性和盈利能力的提升。

进口汽车业务规模受市场状况影响有所下降

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，公司核心业务收入有所下降。

业务拓展和转型带来的管理风险

随着公司业务领域拓展，面对汽车行业全产业链、全生命周期服务模式，公司管理层级及幅度均有所增加，管理半径进一步扩大，对集团化管控能力提出了更高的要求。而相应专业领域人才需求规模扩大，公司需加强人才储备。

8. 未来发展

未来三年，公司将积极投身行业变革，致力商业模式创新，巩固核心业务优势，提质增效，借力资本市场，实现创新转型，形成内生增长与外延扩张“双轮驱动”，传统业务与创新业务互为补充的发展格局，力争成为“具有核心竞争力的汽车综合服务提供商”。

公司 2016 年的总体工作思路是：提质增效、创新转型、夯实管理、提升能力、强化执行，继续坚持内生增长和外延扩张“双轮驱动”，为实现三年战略目标打下坚实基础。

汽车进口贸易服务业务方面。公司将依托过去二十年积淀的专业能力，明确进口汽车综合服务提供商定位，争取为更多品牌提供专业、高效、低成本服务；注重软硬件能力的提升，争取更深层次的战略合作，同时为客户个性化需求提供定制服务；调整货币结算形式，摆脱汇率波动风险；加强品牌间的协同，实现资源共享，进一步降低服务成本。

汽车零售服务业务方面。充分利用 EAS 系统，提升精细化管理水平，实现提质增效；发挥 4S 店间的协同效应，通过集采、统一保险、买断包销等方式，实现降本增效；加大清理和处置低质无效资产力度。

汽车后市场业务方面。把握公务车改革契机，依托既有网络优势，继续巩固“高端客户长期租赁”业务，探索新能源汽车租赁及分时租赁；车联网项目在服务大众品牌基础上，争取为其他品牌提供前装车联网服务；深化与行业巨头的合作，中汽辉门零部件业务实现规模效益；抓住“一带一路”战略机遇，进一步扩大整车及零部件出口。

创新型业务方面。争取与跨国公司达成总对总战略合作，加快新、奇、特等小众车型引进，全面推进平行进口业务落地；融资租赁在服务公司基础上，充分整合国机集团内部资源，实现资源共享，发挥协同效应；继续拓展与成熟电商平台的合作，打造汽车电商业务的成熟模式。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013 年财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2014~2015 年财务报告

已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。2016 年一季度公司合并口径财务报表未经审计。公司执行了财政部 2014 新颁布和修订的《企业会计准则》。

2014 年 7 月 18 日，公司完成向国机集团发行股份 52,385,761 股购买其持有的中汽进出口 100% 股权的交易，此次交易构成同一控制下企业合并，追溯调整以前年度财务报表和财务指标。近三年以来，随着经营规模的扩大，公司合并范围虽有所变化，但对公司经营无重大影响，财务可比性较强（见下表）。

表 8 近年来公司合并范围变动情况

时间	类型	公司名称	变动原因
2013 年	增加	天津中进吉旺汽车销售服务有限公司	子公司出资新设
		天津市良好投资发展有限公司	子公司增资控股
		天津开发区良好出租汽车有限公司	子公司增资控股
		天津中进捷旺汽车销售服务有限公司	子公司出资设立
		北京市设立全资子公司国机汽车发展有限公司	注册成立
		营口盛世悦众汽车销售服务有限公司	子公司增资控股
	减少	宁波中进明星汽车销售服务有限公司	股权转让
		唐山盛远汽车销售服务有限公司	注销
		唐山盛捷汽车销售服务有限公司	注销
		世派卡（北京）汽车销售有限公司	注销
		鄂尔多斯市中进蒙旺汽车销售服务有限公司	注销
		内蒙古中进吉旺汽车销售服务有限公司	注销
2014 年	增加	天津市中顺联众汽车服务有限公司	子公司吸收合并
		宁波宁兴汽车投资有限公司	吸收合并
		中国汽车工业进出口有限公司	增资合并
		唐山中进捷旺汽车销售服务有限公司	注册成立
	减少	唐山盛悦汽车销售服务有限公司	注销
2015 年	增加	汇益融资租赁（天津）有限公司	注册成立
		天津滨海盛世国际汽车园投资发展有限公司	合营企业股东委托表决权
		中汽辉门汽车技术服务（北京）有限公司	注册成立
	减少	天津市中进腾旺汽车销售服务有限公司	子公司吸收合并
		天津空港真容二手车销售服务有限公司	注销
2016 年一季度	减少	中进真容汽车投资管理（北京）有限公司	股权转让
		天津盛世诚达汽车销售服务有限公司	股权转让
		宁波宁兴雷克萨斯汽车销售服务有限公司	股权转让

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司合并资产总额 288.15 亿元，负债合计 231.27 亿元，所有者权益 56.88 亿元，其中属于母公司的所有者权益合计 55.03 亿元。2015 年公司实现营业收入 641.64 亿元，净利润（含少数股东损益）3.80 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 4.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 92.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.99 亿元。

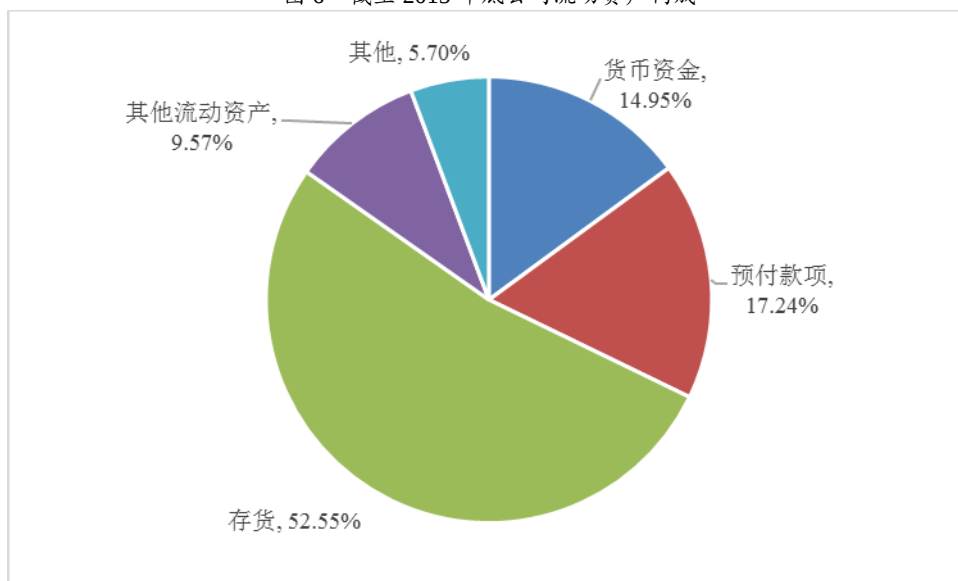
截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 225.37 亿元，负债合计 167.67 亿元，所有者权益 57.71 亿元，其中属于母公司的所有者权益合计 56.04 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 132.31 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.52 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总规模呈波动增长的态势，年均复合增长 4.49%，主要系流动资产波动所致；截至 2015 年底，公司资产合计 288.15 亿元，较上年末减少 16.55%，主要系流动资产减少导致。流动资产在总资产中的占比由 2014 年末的 89.99% 下降至 84.93%，公司资产构成仍以流动资产为主。

2013~2015 年，公司流动资产规模呈波动增长的态势，年均复合增长 1.59%；截至 2015 年底，公司流动资产 244.72 亿元，较上年末减少 21.24%，主要系货币资金和存货的减少所致。从流动资产构成来看，截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 14.95%）、预付款项（占比 17.24%）、存货（占比 52.55%）和其他流动资产（占比 9.57%）构成。具体数据如下图。

图 6 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司货币资金规模呈波动减少的态势，年均复合减少 4.49%；截至 2015 年底，公司货币资金为 36.58 亿元，较上年末减少 32.33%，主要由于 2015 年公司提前偿还外币债务，以及加强精细化管理，提高资金使用效率所致；公司货币资金主要为银行存款（占比 86.04%）和其他货币资金（占比 13.92%）；受限资金 4.86 亿元，主要为银行存款中的存单质押和保证金，以及其他货币资金中的保证金，受限资金占比为 13.29%，占比不高。

2013~2015 年，公司存货规模呈波动减少的态势，年均复合减少 1.14%；截至 2015 年底，公司存货 128.59 亿元，较上年末减少 26.38%，主要由于公司积极加强库存管理，调整库存结构；公司存货主要为库存商品（占比 99.24%），公司对存货计提存货跌价准备 8.58 亿元（全部为对存货中库存商品的计提）；公司存货中 0.56 亿元已用于质押。

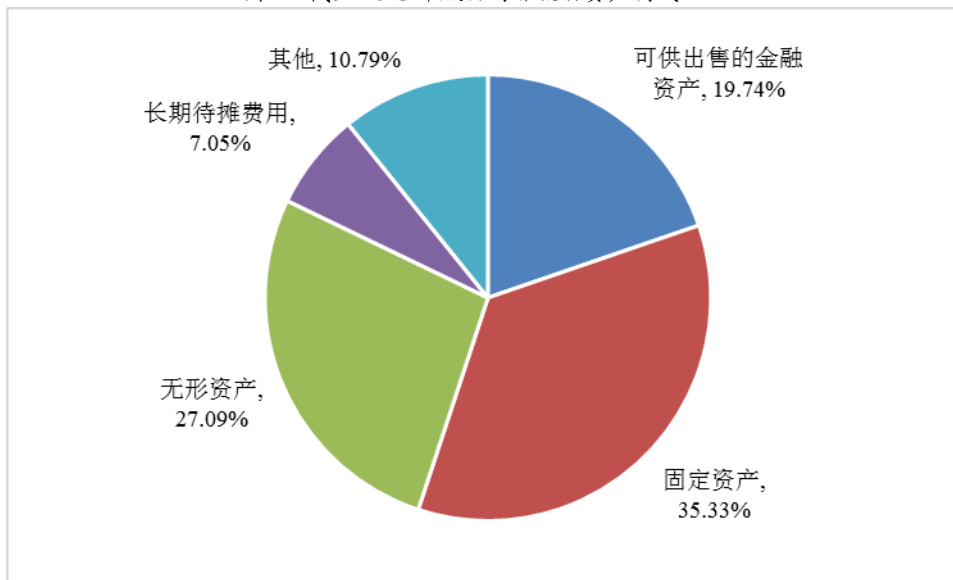
2013~2015 年，公司预付款项规模呈快速增长的态势，年均复合增长 42.66%，主要系公司主营业务汽车批发及贸易服务的拓展导致汽车采购增长所致；截至 2015 年底，公司预付款项 42.18 亿元，较上年末增加 19.87%；公司预付款项以 1 年以内预付款项为主（占比 97.58%）。

2013~2015 年，公司其他流动资产规模呈快速增长态势，年均复合增长 23.55%，主要系公司业务增长所致；公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税、待处理存货、预缴税费和质押借款贴息费用构成。截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 23.42 亿元，较上年末增长 10.04%，主

要系新增待处理存货和预缴税费所致。

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈快速增长的态势，年均复合增长 27.29%；截至 2015 年底，公司非流动资产 43.43 亿元，较上年末增加 25.60%，主要系可供出售的金融资产、固定资产和无形资产的增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占比 35.33%）、无形资产（占比 27.09%）、可供出售金融资产（占比 19.74%）和长期待摊费用（占比 7.05%）构成（见下图）。

图 7 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司可供出售的金融资产呈迅速增长的态势，年均复合增长 34.69%，主要系公司加大对外投资规模所致；截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 8.57 亿元，较上年末增加 19.43%。

2013~2015 年，公司固定资产规模呈持续增长的态势，年均复合增长 15.16%；截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 15.34 亿元，较上年末增加 13.36%，主要由于自 2015 年 7 月 1 日起，公司将天津滨海盛世国际汽车园投资发展有限公司（以下简称“天津滨海”）及其下属四家子公司全部纳入合并范围，其期初固定资产净额为 1.62 亿元；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 47.94%）、运输工具（占比 46.50%）和机器设备（占比 3.65%）构成；固定资产成新率 67.22%。2015 年，公司受限固定资产金额为 1.20 亿元，主要用于贷款抵押。

2013~2015 年，公司无形资产呈迅速增长的态势，年均复合增长 160.91%，主要系公司收购行为导致合并范围内土地使用权的增长所致。截至 2015 年底，公司无形资产 11.76 亿元，较上年末增加 111.41%，主要由于上述合并范围变化，被合并公司期初无形资产净额为 6.68 亿元；公司无形资产主要包括土地使用权和经营权。公司受限无形资产金额为 3.39 亿元，占比 28.83%，主要由贷款质押所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 225.37 亿元，较年初减少 21.78%，主要由于期末待抵扣增值税减少，待处理存货处理完毕所致。其中流动资产占比 80.92%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模呈波动增长态势，资产结构以流动资产为主，整体资产质量较好。

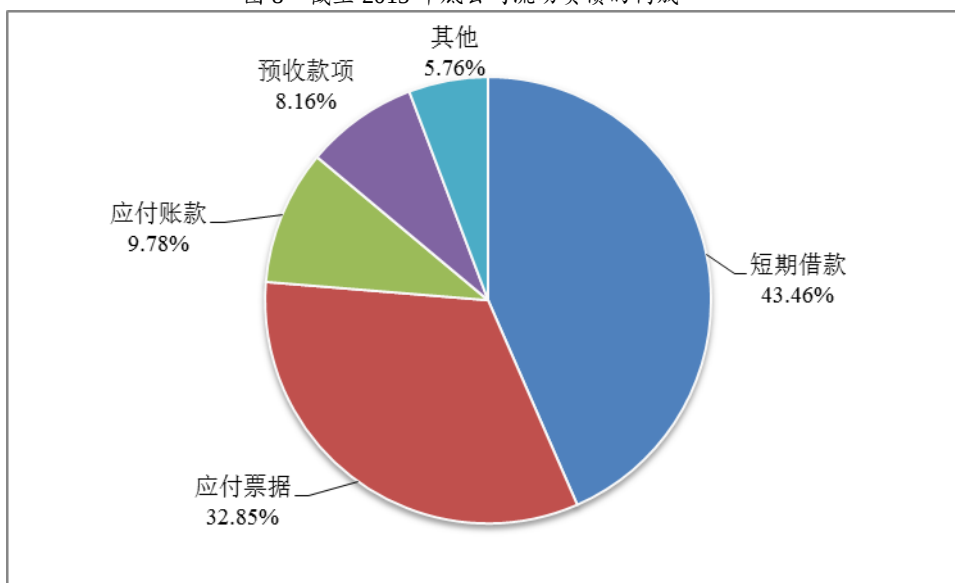
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模呈波动增长的态势，年均复合增长 2.02%。截至 2015 年底，公司负债合计 231.27 亿元，较上年末减少 20.75%，主要为流动负债减少导致。从负债结构来看，流动负债占比较高，截至 2015 年底，公司流动负债在总负债中的占比从 2014 年末的 98.83% 下降至 95.42%，公司负债结构仍以流动负债为主，负债结构有待改善。

流动负债方面，2013~2015 年公司流动负债规模呈波动增长态势，年均复合增长 0.24%。截至 2015 年底，公司流动负债 220.67 亿元，较上年末下降 23.49%，主要系短期借款和应付账款的下降所致。从流动负债的结构来看，截至 2015 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 43.46%）、应付票据（占比 32.85%）、应付账款（占比 9.78%）和预收款项（占比 8.16%）构成，如下图所示。

图 8 截至 2015 年底公司流动负债的构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司短期借款呈波动下降的态势，年均复合下降 12.59%。截至 2015 年底，公司短期借款为 95.89 亿元，较上年末减少 48.59%，主要由于 2015 年公司经营活动产生的现金净流入增加导致公司现金充足，偿还部分短期借款所致。

2013~2015 年，公司应付票据呈快速增长的态势，年均复合增长 63.35%，主要系公司对汽车采购的结算更多采用银行承兑汇票所致；截至 2015 年底，公司应付票据为 72.48 亿元，较上年末增加 87.17%，主要因为以票据支付车辆采购款增加。

2013~2015 年，公司应付账款呈持续下降的态势，年均复合减少 11.33%。截至 2015 年底，公司应付账款 21.58 亿元，较上年末减少 16.21%，主要系公司使用应付票据进行结算的增长所致。其中 1 年以内应付账款 21.13 亿元（占比 97.94%）；账龄超过 1 年的重要应付款为公司应付中国机械工业建设集团有限公司未结算工程款 0.37 亿元。

2013~2015 年，公司预收款项呈持续下降的态势，年均复合下降 18.93%，主要系统计时点差异所致。截至 2015 年底，公司预收款项为 18.00 亿元，较上年末减少 27.56%。预收账款主要由预收销售款构成。

非流动负债方面，2013~2015 年，公司非流动负债规模呈迅速增长的态势，年均复合增长

102.03%。截至 2015 年末，公司非流动负债为 10.60 亿元，较上年末增长 210.00%，主要源自公司长期借款的大幅增加。从非流动资产构成来看，截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 75.38%）和递延所得税负债（占比 18.20%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款迅速增长，年均复合增长 232.36%，主要系公司主动调整债务结构以及合并范围变化所致。截至 2015 年底，公司长期借款为 7.99 亿元，较上年末大幅增长 798.71%，主要由于下属子公司中进汽贸在 2015 年借入外币长期借款和将天津滨海纳入合并范围内的影响。从长期借款的期限分布来看，主要以账龄为 2~3 年的长期借款为主，集中偿付压力不大。

2013~2015 年，公司递延所得税负债呈持续增长的态势，年均复合增长 30.24%。截至 2015 年底，递延所得税负债规模为 1.93 亿元，较上年末增长 10.11%，主要系公司持有的可供出售的金融资产公允价值变动所致。

2013~2015 年，公司有息债务规模呈波动增长的态势，年均复合增长 7.39%。截至 2015 年底，公司短期债务和长期债务分别为 168.89 亿元和 7.99 亿元，占比分别为 95.48%和 4.52%，短期债务占比较 2014 年下降 4.13 个百分点。近三年，公司长期债务资本化比率波动上升，分别为 1.71%、1.64%和 12.32%；全部债务资本化比率波动下降，分别为 78.62%、80.87%和 75.67%。主要系公司短期债务大幅下降所致；资产负债率呈波动下降态势，分别为 84.20%、84.51%和 80.26%，公司债务负担较重，且债务结构有待调整。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 167.67 亿元，较年初减少 27.50%，主要系短期借款减少所致。其中流动负债占比 91.65%，非流动负债占比 8.35%，流动负债占比进一步下降，但负债结构仍以流动负债为主；公司非流动负债新增应付债券 9.95 亿元，主要系公司债券“16 国汽 01”发行所致。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益规模持续增长，年均复合增长 16.77%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 56.88 亿元，较上年末增长 6.34%，归属于母公司所有者权益合计 55.03 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本 6.27 亿元（占比 11.40%），资本公积 12.43 亿元（占比 22.58%），专项储备 3.61 亿元（占比 6.56%），未分配利润 31.69 亿元（占比 57.58%）。公司未分配利润占比比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2016 年 3 月底，由于未分配利润增加，公司所有者权益合计增长 1.46%至 57.71 亿元，权益构成较年初变化不大。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担较重，债务结构有待改善；公司所有者权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2013~2015 年公司营业收入规模呈波动下降态势，年均复合下降 7.44%。2015 年，公司实现营业收入 641.64 亿元、利润总额 6.18 亿元、净利润 3.80 亿元，较 2014 年分别减少 28.98%、45.14%和 51.40%，公司盈利水平有所下降。

2013~2015 年公司期间费用规模呈迅速增长的态势，年均复合增长 52.79%；其中，销售费用年均复合增长 7.06%，管理费用年均复合增长 21.66%，财务费用年均复合增长 283.96%。2015 年公司费用总额为 23.57 亿元，较 2014 年增加 41.18%。其中财务费用大幅增长 144.45%至 11.43 亿元，主要原因是公司债务规模的扩大和公司外债受人民币汇率变化等因素影响导致汇兑损失较大所致；管理费用为 6.43 亿元、销售费用为 5.70 亿元，均较上年变化不大。近三年公司费用收入比

持续上升，分别为 1.35%、1.85%和 3.67%，公司费用控制能力较弱。

从盈利指标来看，近三年，公司主营业务毛利率和营业利润率持续上升，2015 年公司主营业务毛利率为 5.47%，较上年上升 1.82 个百分点；营业利润率为 5.75%，较上年上升 1.88 个百分点。近三年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均持续下降，2015 年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较上年有明显下降，分别为 1.48%、1.95%和 6.89%。公司整体盈利水平有所下滑。

从同行业上市公司对比来看，公司销售期间费用率、净资产收益率和总资产报酬率处于行业较高水平，销售毛利率中等水平。具体数据如下表。

表9 2015年同行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券代码	企业名称	销售期间费用率	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
002607.SZ	亚夏汽车	5.93	1.85	3.03	5.83
600297.SH	广汇汽车	5.81	18.12	10.12	9.23
601258.SH	庞大集团	9.18	1.92	1.86	9.90
600653.SH	中华控股	6.65	2.88	3.23	2.45
600335.SH	国机汽车	3.67	9.08	4.03	5.81

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。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 132.31 亿元，较上年同期下降 21.90%；实现营业利润 2.22 亿元，较上年同期增加 11.50%；净利润 1.74 亿元，较上年同期增加 21.26%；其中归属于母公司所有者净利润 1.89 亿元，同比增长 15.98%。公司一季度营业收入有所下滑，但盈利水平较上年同期有所提升。

总体看，受宏观经济及行业下滑整体影响，公司营业收入规模及整体盈利能力均有所下滑，公司费用控制能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入分别为 894.87 亿元、1,073.73 亿元和 803.82 亿元，现金流入规模大且呈波动下降的态势，主要系主营业务销售商品收到的现金波动所致；经营活动产生的现金流出分别为 914.60 亿元、1,109.41 亿元和 711.46 亿元，呈波动减少的态势，与公司汽车采购的规模波动联系紧密，主要是公司加强存货管理，减少存货采购所致。综合作用下，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-19.74 亿元、-35.68 亿元和 92.36 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 116.48%、116.81%和 118.23%，基本稳定，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 3.75 亿元、2.26 亿元和 1.87 亿元，持续下降，主要系公司 2013 年处置部分华夏银行股票以及 2014 年处置部分万向钱潮股票所致；投资活动现金流出分别为 3.53 亿元、7.27 亿元和 5.29 亿元，呈波动增长态势，主要系公司集中在 2014 年采购经营用运输工具所致。综合作用下，2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.22 亿元、-5.01 亿元和-3.42 亿元。

从筹资活动看，2013~2015 年公司筹资活动现金流入分别为 253.00 亿元、315.64 亿元和 366.83 亿元，主要系公司借款规模增长导致现金流入增加所致；筹资活动现金流出分别为 226.12 亿元、261.40 亿元和 472.79 亿元，2015 年增长明显，主要系公司降低融资成本，主动偿还银行债务所致。

综合作用下，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 26.88 亿元、54.24 亿元和 -10.60 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 165.90 亿元，经营活动现金流出 143.82 亿元，经营现金流净额 22.08 亿元，现金收入比 121.45%。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -2.05 亿元和 -26.54 亿元。

总体看，近三年公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量较高；投资活动规模不大，融资需求有所缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015 年公司流动比率和速动比率基本呈上升态势，其中，流动比率分别为 1.08 倍、1.08 倍和 1.11 倍，主要系 2015 年公司流动负债下降速度较快所致；速动比率分别为 0.48 倍、0.47 倍和 0.53 倍，变化趋势与流动比率基本一致。2013~2015 年公司现金短期债务比持续下降，分别为 0.39 倍、0.31 倍和 0.24 倍，持续下降，主要系公司整车销售的应收银行承兑票据大幅减少导致现金类资产减少所致。2013~2015 年，受经营活动现金流量净额从负转正的影响，公司经营现金流动负债比率分别为 -8.99%、-12.37% 和 41.86%。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 14.30 亿元、21.34 亿元和 17.98 亿元，呈波动增长态势。从 EBITDA 的构成来看，近三年，摊销和折旧的占比持续增长，计入财务费用的利息支出占比持续上升，利润总额占比波动下降；2015 年，EBITDA 中，计入财务费用利息支出占比 45.40%、利润总额占比 34.35%，折旧占比 14.77%。2013~2015 年 EBITDA 利息倍数持续下降，分别为 4.76 倍、3.16 倍和 2.20 倍；EBITDA 全部债务比基本稳定，分别为 0.11 倍、0.09 倍和 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力有待提升；经营现金债务保护倍数有所提升，分别为 -0.13 倍、-0.16 倍和 0.52 倍。长期债务指标有所波动，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司共获得银行授信 586 亿元，尚未使用授信 374 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司及合并子公司对外担保共计 2.27 亿元，被担保公司多为汽车经销公司，如若被担保公司经营不善，公司将有一定代偿风险；公司本部无不良经营记录、无不良纳税、无假冒伪劣及质量处罚等情况、无违法处罚记录、无未决诉讼及重大经济纠纷情况。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询机构信用代码：G1012011100000860S），截至 2016 年 4 月 22 日，公司无未结清的关注类、不良类信贷信息记录。

总体看，近年来，公司偿债能力指标一般，考虑到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，公司整体偿债能力较强。

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负债的影响

截至 2016 年 3 月末，公司债务总额为 117.92 亿元。本期拟发行公司债规模不超过 10 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行额度相对适中，对公司债务结构将有一定的影响。

以 2016 年 3 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 10 亿元，由于本期债券募集资金部分用于偿还公司债务，因此本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率和全部

债务资本化比率与发行前小幅上升，分别为 75.48%和 68.91%。本期债券的发行有利于优化公司债务结构。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 17.98 亿元，为本期公司债券发行额度（10 亿元）的 1.80 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。公司 2015 年经营活动现金流入量为 803.82 亿元，为本期公司债券发行额度（10 亿元）的 80.38 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。

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，公司对本期债券的偿还能力较强。

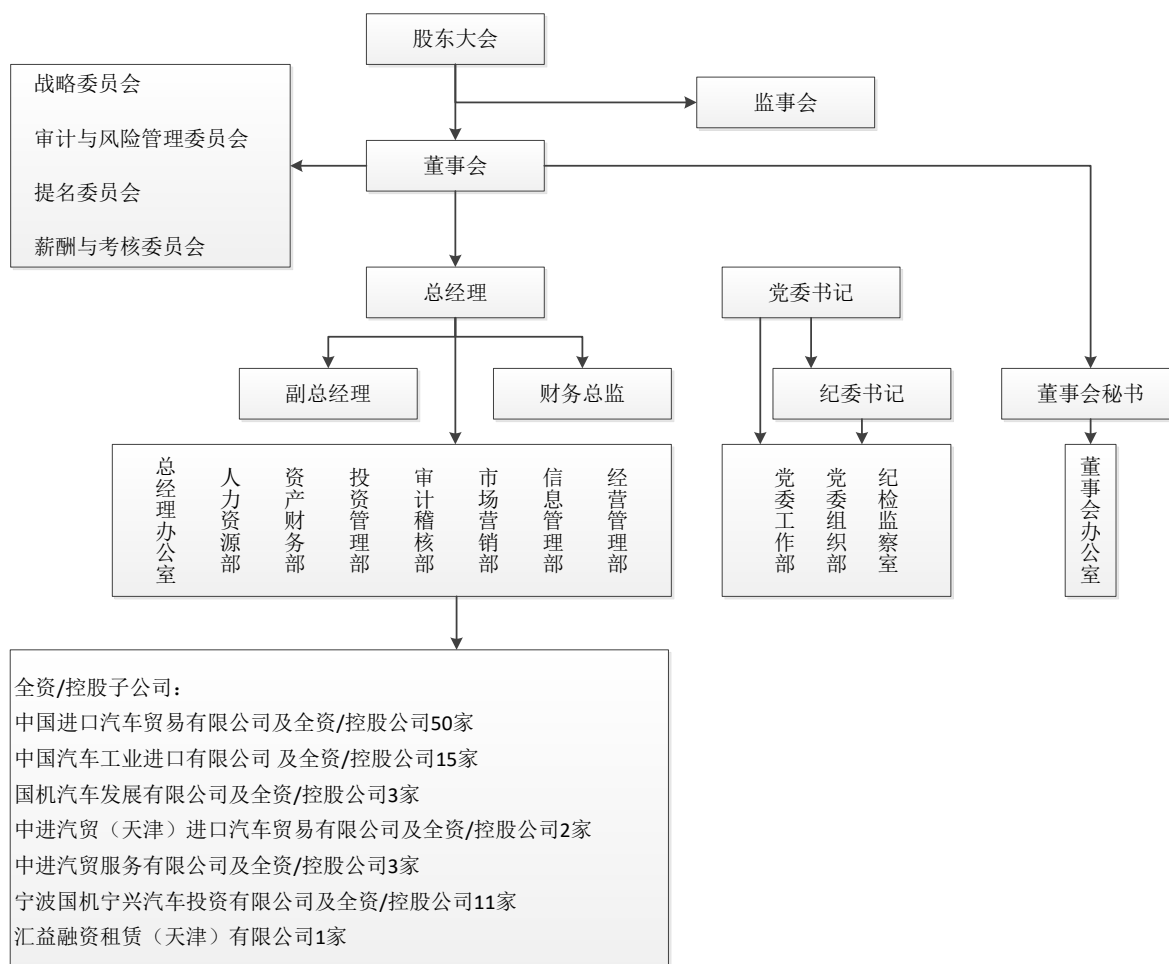
九、综合评价

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，行业地位突出，在服务水平、业务创新和管理水平等方面具有显著优势。近年来，公司积极开拓业务、上下游客户稳定；不断优化供应链体系及加强硬件体系建设，服务水平提升；继续积极布局汽车后市场，推进汽车服务线上与线下的结合，不断增强全产业链的服务能力。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、债务负担较重以及短期偿债压力较大等不利因素可能给公司经营与信用状况带来的不利影响。

未来随着业务转型升级的不断推进，公司有望保持良好的发展态势，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 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

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	263.93	345.30	288.15	225.37
所有者权益（亿元）	41.71	53.49	56.88	57.71
短期债务（亿元）	152.66	225.27	168.89	105.65
长期债务（亿元）	0.72	0.89	7.99	12.27
全部债务（亿元）	153.39	226.16	176.88	117.92
营业收入（亿元）	794.32	903.44	641.64	132.31
净利润（亿元）	7.25	7.82	3.80	1.74
EBITDA（亿元）	16.15	21.34	17.98	--
经营性净现金流（亿元）	-19.05	-35.68	92.36	22.08
应收账款周转次数（次）	171.54	116.96	91.23	--
存货周转次数（次）	6.22	5.50	3.78	--
总资产周转次数（次）	3.49	2.97	2.03	--
现金收入比率（%）	116.74	116.81	118.23	121.45
总资本收益率（%）	6.16	6.14	1.48	--
总资产报酬率（%）	6.08	5.91	1.95	--
净资产收益率（%）	19.94	16.42	6.89	3.04
营业利润率（%）	2.95	3.88	5.75	4.47
费用收入比（%）	1.64	1.85	3.67	2.78
资产负债率（%）	84.20	84.51	80.26	74.40
全部债务资本化比率（%）	78.62	80.87	75.67	67.14
长期债务资本化比率（%）	1.71	1.64	12.32	17.53
EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	3.16	2.20	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.09	0.10	--
流动比率（倍）	1.08	1.08	1.11	1.19
速动比率（倍）	0.48	0.47	0.53	0.56
现金短期债务比（倍）	0.39	0.31	0.24	0.32
经营现金流动负债比率（%）	-8.68	-12.37	41.86	14.37
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.62	2.13	1.80	--

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（第二期）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（期）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（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。

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国机汽车股份有限公司、监管部门等。

