跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1021 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“17 广汇 G1”、“17 广汇 G2”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十二日

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
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果： AA　　**评级展望：** 稳定

上次评级结果： AA　　**评级展望：** 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 广汇 G1	11.70 亿	2+1 年	AA+	AA+	2017/6/28
17 广汇 G2	9.45 亿	2+1 年	AA+	AA+	2017/8/7

担保方： 广汇汽车服务股份有限公司

担保方式： 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间： 2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	877.37	1,069.65	992.98
所有者权益（亿元）	226.42	307.25	319.88
长期债务（亿元）	115.82	152.24	126.37
全部债务（亿元）	523.69	605.88	506.57
营业收入（亿元）	1,183.04	1,261.05	309.79
净利润（亿元）	30.28	40.64	11.91
EBITDA（亿元）	61.85	78.48	--
经营性净现金流（亿元）	21.77	26.51	-89.66
营业利润率（%）	8.50	9.27	9.75
净资产收益率（%）	13.68	15.23	3.80
资产负债率（%）	74.19	71.28	67.79
全部债务资本化比率(%)	69.81	66.35	61.29
流动比率（倍）	0.92	1.06	0.99
EBITDA 全部债务比(倍)	0.12	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.50	4.42	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.92	3.71	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	1,119.60	1,352.46	1,257.01
所有者权益（亿元）	287.55	442.37	456.75
营业收入（亿元）	1,354.22	1,607.12	394.69
净利润（亿元）	30.43	45.05	13.33
资产负债率（%）	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；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“公司”或“广汇有限”）不断扩大经营网络，经营规模、营业收入和利润迅速增长，规模优势依然明显，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等高毛利业务，市场综合竞争力得到提高；公司经营活动现金流状况较佳，盈利能力有所提升，整体经营情况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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，大额存货对资金占压明显，商誉规模较大，债务负担较重且集中偿付压力较大等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司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。

“17广汇G1”和“17广汇G2”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。跟踪期内，广汇汽车收入和资产规模大幅增长，盈利水平有所提升；成功完成非公开发行股票进一步提升了广汇汽车的资本实力和整体抗风险能力，其所提供的担保对本次债券的信用水平有显著的提升作用。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17广汇G1”、“17广汇G2”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．跟踪期内，公司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．跟踪期内，公司汽车销售后市场业务

综合毛利率不断提高，市场综合竞争力仍较强。

3．跟踪期内，公司资产和收入规模增速较快，经营活动现金流状况较佳，收入实现质量较好。

关注

1．跟踪期内，乘用车销售进入低速增长阶段，汽车经销行业整车销售毛利率较低，若未来市场环境变化，对公司盈利能力将产生较大不利影响。

2．跟踪期内，公司存货规模较大，对其运营资金占用明显；大额商誉也面临一定减值风险。

3．跟踪期内，公司债务负担仍较重，债务结构有待优化，且集中偿付压力较大。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

罗　峤
电话：010-85172818
邮箱：luoq@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

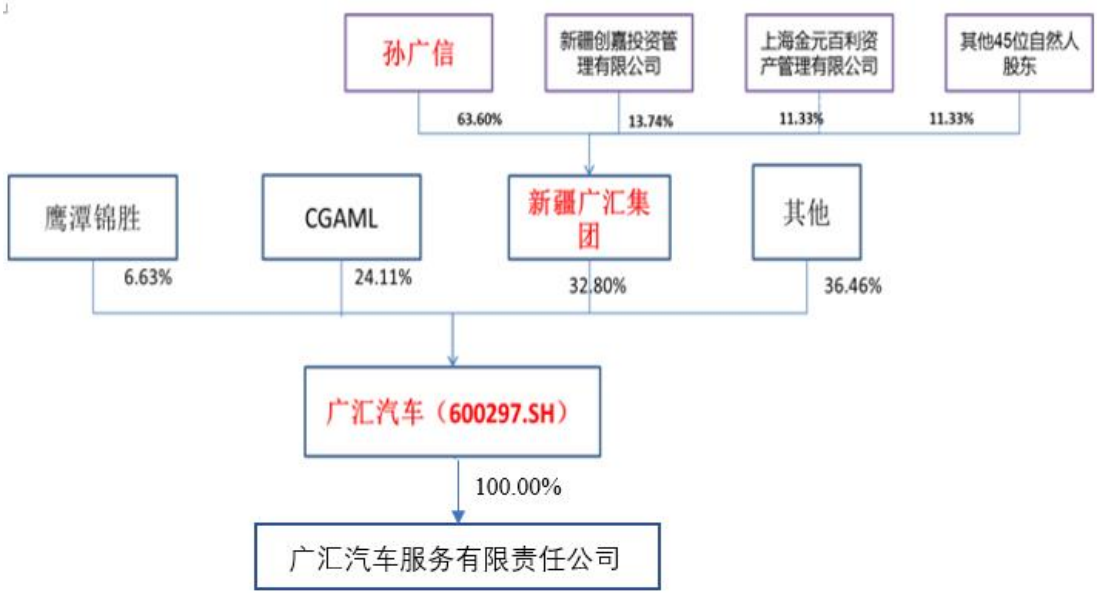
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广汇汽车服务有限责任公司（以下简称 “公司”或“广汇有限”）设立于 2006 年 6 月，前身系广汇汽车服务股份公司，注册资本为 6.51 亿元。后历经数次减资、增资以及股权变更，2015 年 6 月，公司与上市公司美罗药业股份有限公司（以下简称“美罗药业”，股票代码“600297.SH”）完成重大资产重组，广汇汽车服务股份公司不再具备股份有限公司组织形式，更名为现名；美罗药业更名为广汇汽车服务股份有限公司（以下简称“广汇汽车”），股票简称变更为“广汇汽车”，股票代码不变。2017 年 12 月，母公司广汇汽车对公司增资 55.41 亿元，公司注册资本增至 155.41 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 155.41 亿元，公司的实际控制人为孙广信先生，股权结构未发生变化。

图 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司仍主要从事汽车及配件销售、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、汽车租赁、汽车信息咨询业务，跟踪期内未发生变化。

与上年相比，公司按照业务与职能板块重新设置部门，设有财务管理部、投资发展部、资金管理中心、金融与租赁部、二手车部、人力资源部、风险控制与审计部等 14 个部门（见附件 1）；截至 2017 年底，公司纳入合并范围内的子公司共计 32 家，拥有在职员工 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，其中归属于母公司的所有者权益 296.84 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，其中归属于母公司的所有者权益 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

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]304 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）的公司债券，分两期发行。第一期债券于 2017 年 7 月 24 日起在上证所挂牌交易，债券简称“17 广汇 G1”，债券代码“143092. SH”，存续期限内每年的 7 月 11 日为该计息年度的起息日，发行规模为 11.70 亿元，票面利率为 7.29%；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。第二期债券于 2017 年 10 月 20 日起在上证所挂牌交易，债券简称“17 广汇 G2”，债券代码“143315. SH”，存续期限内每年的 10 月 11 日为该计息年度的起息日，发行规模为 9.45 亿元，票面利率为 7.48%；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。公司债券募集资金用途及使用计划与募集说明书约定一致，已用于偿还银行借款。截止目前，“17 广汇 G1”和“17 广汇 G2”均未到付息日。

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；汽车经销及售后服务作为汽车产业链的下游，上游为整车制造商，下游直接面对消费者。

1. 行业概况

根据中国汽车工业协会的统计数据，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，主要系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，较上年增长 1.58%和 1.40%。新能源汽车方面，各发达国家陆续出台燃油车退市时间表，同时国内碳积分和新能源积分交易机制的实施将助推新能源汽车产业发展，进一步扩大新能源汽车市场。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，新能源汽车市场占比由上年的 1.8%提升到 2.7%。

汽车经销行业来看，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 4.2%（上年同比增长 8.8%）；2017 年完成整车销量 848.00 万辆，同比增长 7.5%（上年同比增长 19.8%）。收入方面，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%（上年同比增长 17.9%），其中营业收入超 500 亿元的 7 家（比 2016 年增加 1 家）。盈利能力方面，2017 年中国汽车经销商百强企业单车毛利由上年的 5,085 元上升至 5,382 元，综合毛利率上升 1.6 个百分点至 9.1%，盈利能力有所提高。

汽车售后服务行业来看，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，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，维修保养等售后服务带来的利润规模将逐渐增加。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 80.1%、4.9%、9.6%和 5.1%，新车销售占比由 81.5%下降至 80.1%，其他业务占比均有上升。汽车后市场潜力巨大。

总体看，2017 年乘用车销量增速的整体水平相比上年有显著放缓，新能源汽车成为新的增长点。汽车经销商营业收入增速放缓，新车销售对收入贡献占比下降，汽车后市场潜力巨大。

2. 行业上下游情况

汽车经销及售后服务的上游为整车制造商。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。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%（较上年下降 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%（较上年上升 0.18 个百分点）。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。

表 1　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

汽车经销商下游直接面对消费者，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 万元，同比增长 8.27%。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。

总体看，汽车行业产量整体呈增长状态，上游制造领域集中度较高，在品牌、产品议价等方面占据优势地位。下游需求随着人均可支配收入的提高和公路基础设施的改善有所增长，而传统汽车限购和新能源汽车补贴等行业政策则引发了产品结构需求的改变。

3. 行业政策

《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）明确提出，从 2017 年 1 月 1 日起，除燃料电池汽车外的各类车型 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%。

《财政部国家税务总局关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（财税【2016】136 号）规定，2017 年全年对购置 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。

2017 年 7 月 1 日起《汽车销售管理办法》开始施行，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。

2017 年 9 月 28 日,《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》(令【2017】44 号）颁布实施，自 2018 年 4 月 1 日起乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让，新能源汽车正积分可以抵扣同等数量的平均燃料消耗量负积分，新能源汽车负积分应通过购买新能源汽车正积分的方式抵偿归零。

2017 年 12 月 27 日，《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》（财建【2017】172 号）规定，自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。对免征车辆购置税的新能源汽车，通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。2017 年 12 月 31 日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。

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。2017 年，汽车行业销售放缓，拓宽了经销商的销售渠道和产品种类，随着环保、排放及安全法规政策不断升级，有利于新能源汽车和小排量汽车的销售。

4. 行业关注

（1）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。

（2）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，资金占用较大，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。

（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。

（2）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。

（3）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。

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、公司治理

2017 年以来，公司董事会、监事会、高级管理人员无变化，管理制度亦未发生改变。

总体看，公司整体高管及核心技术人员保持稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、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。2017 年，公司营业收入 1,261.05 亿元，较上年增长 6.59%；实现净利润 40.64 亿元，较上年增长 34.20%。2017 年，公司主营业务收入 1,257.24 亿元，较上年增长 6.59%，占公司营业收入的 99.70%，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 2　2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2016 年			2017 年		
--	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车销售	1,049.58	88.99	4.08	1,105.02	87.89	3.93
维修服务	87.26	7.40	30.84	94.67	7.53	33.30
佣金代理	25.36	2.15	78.98	38.11	3.03	79.66
汽车租赁	17.28	1.46	70.28	19.43	1.55	68.77
合计	**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，各业务板块构成变动不大，整车销售仍是公司主营业务收入的主要来源，占比为 87.89%。2017 年，公司整车销售收入 1,105.02 亿元，较上年增长 5.28%，主要系公司通过并购和自建 4S 店，销售规模扩大所致；维修服务收入 94.67 亿元，较上年增长 8.49%，主要系公司 4S 店规模扩张所致；佣金代理业务收入 38.11 亿元，较上年增长 50.28%，主要系公司客户保有量上升和二手车交易代理业务增长带动所致；汽车租赁业务收入较上年增长 12.44%，主要系业务体量增长及开发差异化的租赁产品所致。

从主营业务毛利率看，2017 年公司主营业务整体毛利率为 9.44%，较上年上升 0.80 个百分点。分项来看，2017 年，公司整车销售毛利率为 3.93%，相对稳定；公司维修服务业务毛利率为 33.30%，

较上年略有上升；佣金代理业务毛利率为 79.66%，毛利水平高且有所上升；汽车租赁业务毛利率为 68.77%，较上年略有下降但仍处于较高水平。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，较上年同期增长 21.57%，实现净利润 11.91 亿元，较上年同期增长 13.18%。

总体看，2017 年，公司营业收入规模伴随着经营规模的扩大而增长；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。

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。

2017 年，公司采购模式和采购流程无重大变化，2017 年公司从前五大供应商采购金额约占总体采购金额比例的 58.01%，集中度较上年下降 1.37 个百分点。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。结算方面，公司采购整车主要为预付款形式，与上游供货商的结算方式主要是现金（占比 23.58%）、票据（占比 56.82%）和厂商金融（占比 17.35%），其中厂商金融结算模式占比略有上升。

表 3　2016~2017 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商	金额	占比
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

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。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。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，经销近 60 个乘用车品牌，在营业额及销量两个指标上均列国内汽车经销商行业第一。2017 年，公司收购 4S 店 45 家，新建 16 家，因受拆迁及策略性调整关闭 4 家；截至 2017 年底，公司拥有 655 家 4S 店。此外，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，自有土地主要用于自建 4S 店。

表 4　2016~2017 年公司 4S 店数量变化（单位：家）

项目	2016 年	2017 年
收购 4S 店数量	93	45
新建 4S 店数量	23	16
关闭 4S 店数量	16	4
期末 4S 店保有量	598	655

资料来源：公司提供

从公司整车销售区域分布看，公司的汽车 4S 店分布较广，布局在国内 28 个省份。2017 年销售收入占比最高的为华北地区，营业收入 265.38 亿元，占比 21.04%；其次是西北地区和华东地区，销售收入分别为 245.25 亿元和 148.93 亿元，占比分别为 19.45%和 11.81%，其他地区均未超过 10%。公司销售收入地区分布较分散，地域集中度风险较低。从销售对象看，公司仍以个人客户为主要销售对象，销售占比超过 90.00%。

表 5　2016~2017 年公司销售收入前五大地区情况（单位：亿元、%）

2016 年			2017 年		
地区	金额	占比	地区	金额	占比
华北大区	250.27	21.20	华北大区	265.38	21.04
西北大区	245.55	20.80	西北大区	245.25	19.45
北方区域	108.68	9.20	广西区域	148.93	11.81
广西区域	120.36	10.20	北区区域	110.43	8.76
重庆区域	94.11	8.00	重庆区域	95.50	7.57
合计	**818.97**	**69.40**		**865.49**	**68.63**

资料来源：公司提供

公司经销的品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产近 60 个汽车品牌，以中高端为主，中高端品牌汽车在公司整车销售收入中占比超过 73.28%，奥迪、奔驰、凯迪拉克、沃尔沃、雷克萨斯、英菲尼迪、讴歌等高端品牌经销服务网点达 100 家。

总体看，公司主要以 4S 点分别采购的形式进行整车采购，采购集中度较高；公司整车采购结算均采用预付款方式，有一定的资金占用。公司整车销售规模不断扩大，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。公司收购 4S 店较多，对公司管理和业务融合能力提出了一定要求。

3．其他业务

（1）维修服务

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。2017 年公司维修服务收入 94.67 亿元，较上年增长 8.49%，主要系 4S 店数量增多、覆盖客户范围扩大所致。2017 年，公司维修服务业务占主营业务收入比重为 7.53%，占比较为稳定；毛利率为 33.30%，较上年提升 2.46 个百分点，主要得益于公司收购豪华品牌较多，对应维修毛利率较高，维修服务整体毛利率有所提升。

公司维修服务成本仍主要由零部件的采购成本和维修技术人员的人工成本构成，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。

总体看，公司维修服务业务以整车销售客户群体为基础，营业收入持续增长，成本较稳定，

毛利率较高，是公司利润的重要来源。

（2）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。

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。2017 年，公司佣金代理业务收入为 38.11 亿元，较上年增长 50.28%，主要系二手车交易代理业务增长带动所致。佣金代理业务毛利率为 79.66%，较上年变化不大。

总体看，佣金代理业务收入占比较小，但利润水平较高，是公司利润的重要构成，一定程度上提高了公司盈利能力。

（3）汽车租赁业务

公司由子公司汇通信诚租赁有限公司全面运营所有新增融资租赁业务，由公司新疆广汇租赁服务有限公司（以下简称“新疆广汇租赁”）负责管理原有成交的存量合同。

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。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。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。

截至 2017 年底，公司汽车租赁业务生息资产总额为 162.14 亿元。汽车租赁业务收入为 19.43 亿元，较上年增长 12.44%，毛利率为 68.77%，较为稳定。

表 6　2016~2017 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	2016 年	2017 年
融资租赁总台次（台）	165,795	210,630
期末生息资产总额（亿元）	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。

针对汽车租赁业务，公司继续贯彻风险防控制度，加强客户背景调查、严格客户信用评级、加强还款监督和催收。

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。

4．经营效率

2017 年，公司应收账款周转次数由上年的 58.39 次下降至 51.58 次，系公司 4S 店数量增加较快业务规模迅速扩张导致应收账款规模增加所致；存货周转次数由上年的 8.12 次上升至 8.89 次，系公司汽车销售运转加速所致；总资产周转率由上年的 1.45 次下降至 1.30 次，系公司资产规模迅速增加及业务规模扩大所致。从同行业比较看，2017 年公司的应收账款周转率、存货周转率以及总资产周转率均处于行业较好水平

表 7　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
注：Wind 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 数据，公司指标引用母公司 A 股上市公司广汇汽车（600297.SH）数据。

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司整体经营效率较高。

5．经营关注

（1）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。

（2）供应商集中度高，议价能力较弱，整车销售利润空间较小

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，毛利率持续下降，采购价格的波动对公司利润水平影响较大。

（3）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。

（4）公司规模扩张较快，管理难度加大

公司2017年新收购45家4S店，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。

6．未来发展

未来，随着行业集中度的提高，经销商对主机厂的话语权在不断提高，公司作为行业龙头将受益这一行业变革带来的发展机会，凭借规模效应，在整车采购、返点支持、车型供应、销售指标和网络布局等方面拥有更强的议价能力。此外，随着中国汽车市场从增量市场向存量市场转化，毛利率较高的售后市场是未来发展的方向。公司将继续谋求转型发展，以新车销量产生的规模效应带动售后维修、佣金代理及汽车租赁等衍生业务板块的持续产品创新，继续保持并增强可持续盈利能力，进一步改善公司毛利结构。同时，公司将借助 ERP 管理系统，通过加强精细化管理持续提升业绩。

总体看，公司未来发展规划明确务实，有利于进一步巩固公司

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表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。

公司 2017 年纳入合并报表范围的子公司一共 32 家。考虑到公司主营业务未发生变化，公司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，其中归属于母公司的所有者权益 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，其中归属于母公司的所有者权益 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

截至 2017 年底，公司资产总额 1,069.65 亿元，较年初增长 21.92%，主要系公司流动资产增加所致。其中，流动资产占比由 54.12%上升至 58.64%，仍以流动资产为主。

流动资产

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（占比 38.59%）、其他应收款（占比 5.42%）、预付款项（占比 15.76%）、存货（占比 20.75%）和一年内到期的非流动资产（占比 14.41 %）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 242.07 亿元，较年初增长 75.54%，主要系公司发行债券筹集资金所致。货币资金主要由银行存款（占比 60.43%）和其他货币资金（占比 39.42%）构成；公司受限货币资金 95.43 亿元（占比 39.42%），主要为保证金，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司其他应收款 34.00 亿元，较年初下降 6.53%，主要系应收关联方款项减少所致。公司其他应收款中，应收关联方款项为 9.27 亿元，占比 27.26%。从账龄来看，1 年以内占比 91.50%，1~2 年占比 4.38%，账龄较短。公司其他应收款计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例 1.07%。考虑到公司其他应收款账龄多为 1 年以内，计提较为合理。

截至 2017 年底，公司预付款项 98.83 亿元，较年初增长 24.47%，主要系未结算供应商返利增加所致。从账龄来看，一年以内到期预付账款占比 99.63%，公司预付款项账龄较短。

截至 2017 年底，公司存货 130.16 亿元，较年初增长 4.28%，主要系库存商品增加所致。公司存货主要为库存商品（占比 84.25%），共计提存货跌价准备 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。

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%，主要系一年内到期的应收融资租赁款由长期应收款转入所致。

非流动资产

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以长期股权投资（占比 12.12%）、长期应收款（占比 18.74%）、固定资产（占比 19.62%）、无形资产（占比 13.53%）和商誉（占比 25.96%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 53.60 亿元，较年初增长 8.85%，主要系对上海汇涌汽车销售有限公司的投资收益增加和对西安广汇汽车产业园投资开发有限公司改按联营企业核算所致。

截止 2017 年底，公司长期应收款 82.93 亿元，较年初增长 29.10%，主要系子公司资产证券化的应收融资租赁款增加所致。公司长期应收款计提减值损失 2.05 亿元，主要系融资租赁业务减值所致；计提坏账准备 0.74 亿元，计提比例较低。

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%，主要系在建工程转入房屋及建筑物、合并子公司和新购置运输设备所致。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。公司共计提累计折旧 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。

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%，变化不大。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。公司计提累计摊销 12.65 亿，计提减值准备 0.11 亿元。

截至 2017 年底，公司商誉 114.85 亿元，较年初增长 10.66%，主要系不断扩大收购规模所致。公司每年对商誉进行减值测试并且计提减值准备，2017 年公司未计提减值准备，累计计提减值准备仍为 0.29 亿元。公司商誉规模较大，占公司资产的比重较高，商誉减值准备计提规模一般，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，受限资产占总资产的 18.41%。资产受限比例较高。

表 8　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：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 992.98 亿元，较年初下降 7.17%，主要系货币资金减少所致。其中，流动资产占比 52.59%，较年初下降 6.05 个百分点，公司资产结构较为均衡。

总体看，2017 年，公司资产规模迅速增长，以流动资产为主；公司流动资产中现金资产较为充裕，但存货和预付款项占比较大，对资金产生一定占用；公司商誉较大，存在减值风险；公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

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，流动负债占比由 79.69%下降至 77.83%，负债结构仍以流动负债为主。

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。公司流动负债以短期借款（占比 22.30%）、应付票据（占比 34.40%）其他应付款（占比 12.59%）和一年内到期的非流动负债（占比 19.75%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 132.29 亿元，较年初下降 23.71%，主要系短期融资券到期所致。公司短期借款仍以抵押借款（占比 35.28%）和信用借款（占比 35.10%）为主。

截至 2017 年底，公司应付票据 204.14 亿元，较年初增长 10.94%，全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司其他应付款 74.72 亿元，较年初增长 64.31%，主要系应付关联方款项增加所致。

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%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

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%，主要系长期借款增加所致。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。

截至 2017 年底，公司长期借款 105.79 亿元，较年初增长 123.54%，主要系新增保证借款、资产证券化和信用借款所致。长期借款将于 2019 年到期偿还的有 87.94 亿元，存在一定的集中偿还压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 46.45 亿元，较年初下降 32.19%，主要系将一年内到期的应付债券重分类至流动负债所致。公司债券主要集中于 2019 年到期，存在一定的集中偿付压力。

表 9　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	2018-03-13	11.00
16 广汇 G1	2016-05-17	2+1	2019-05-18	14.00
16 广汇 G2	2016-07-04	2+1	2019-07-05	25.70
16 广汇 G3	2016-08-02	3	2019-08-03	10.30
16 广汇汽车 MTN001	2016-10-21	3	2019-10-25	7.50
17 广汇汽车 MTN001	2017-03-13	3	2020-03-14	7.50
17 广汇 G1	2017-07-07	2+1	2020-07-11	11.70
17 广汇 G2	2017-10-09	2+1	2020-10-11	9.45

资料来源：Wind

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%，较上年变动不大；主要为非同一控制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的差异。

截至 2017 年底，公司全部债务上升至 605.88 亿元，较年初增长 15.69%，其中短期债务占比由 77.88%下降至 74.87%，长期债务占比由 22.12%上升至 25.13%，公司以短期债务为主，债务结构有待优化。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.28%、66.35%和 33.13%，较年初分别下降了 2.92 个百分点、3.46 个百分点和 0.71 个百分点，债务负担有所减轻，但仍属较重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 673.10 亿元，较年初下降 11.71%，主要系应付票据和长期借款减少所致。公司流动负债占比略有上升，为 78.71%，非流动负债占比 21.29%；公司全部债务 506.57 亿元，较年初下降 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，债务负担进一步减轻。

总体看，2017 年底，公司负债规模有所增长，债务结构仍以短期债务为主，公司债务负担有所减轻但仍较重，债务结构有待优化，集中偿付压力较大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 307.25 亿元，较年初增长 35.70%，主要系母公司增资、实收资本增加所致。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，实收资本占比 52.35%，资本公积占比 11.45%，盈余公积占比 2.08%，未分配利润占比 34.42%。公司所有者权益以实收资本和未分配利润为主，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。所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2017 年底，公司所有者权益大幅增长，仍以实收资本和资本公积为主，所有者权益结构稳定性尚可。

4．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 1,261.05 亿元，较上年增长 6.59%，主要系整车销售业务板块收入增加所致；营业利润 49.93 亿元，较上年增长 38.49%，主要系收入和毛利率上升所致；净利润 40.64 亿元，较上年增长 34.20%。

从期间费用来看，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 32.51 亿元，较上年增长 11.94%，主要系业务规模扩张所致；管理费用 20.05 亿元，较上年增长 9.86%，主要系公司规模不断扩大、管理支出增加所致；财务费用 18.35 亿元，较上年增长 25.24%，主要系利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 5.62%，较上年上升 0.39 个百分点，费用控制能力变化不大。

2017 年，公司资产减值损失 3.43 亿元，较上年变化不大；资产减值损失占公司营业利润的比重为 6.88%，对利润侵蚀度有限；公司资产减值损失主要来自长期应收款的减值损失和存货跌价损失。2017 年，公司取得投资收益 5.70 亿元，较上年增加 4.52 亿元，主要系来自联营企业的投资收益和处置子公司产生的投资收益增加所致；投资收益占利润总额的 11.46%，公司对投资收益存在一定依赖。2017 年，公司其他收益 1.54 亿元，全部为政府补助，其他收益占公司利润总额的 3.09%。公司利润对政府补助的依赖性很低。受会计政策变更的影响，2017 年公司营业外收入 0.35 亿元，较上年下降 84.42%，占公司利润总额的 0.71%，利润对营业外收入的依赖性很低。

从盈利指标情况来看，2017 年公司营业利润率为 9.27%，较上年上升了 0.77 个百分点；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.96%、6.88%和 15.23%，较上年均有小幅上升。与同行业上市公司相比，公司盈利指标处于较好水平。整体看，公司盈利能力较强。

表 10　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
注：Wind 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 数据，公司指标引用母公司 A 股上市公司广汇汽车（600297.SH）数据。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 309.79 亿元，较上年同期增长 21.57%；实现净利润 11.91

亿元，较上年同期增长 13.18%，其中归属于母公司所有者的净利润 11.47 亿元。

总体看，2017 年，公司营业收入及利润稳步增长；公司费用控制能力变化不大，公司盈利对投资收益、政府补助和营业外收入存在一定依赖，公司整体盈利能力较强。

5．现金流

2017 年，公司经营活动现金流入 1,532.74 亿元，较上年增长 5.90%，主要系随业务规模扩大、销售商品收到的现金增加所致；公司经营活动现金流出 1,506.23 亿元，较上年增长 5.66%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金支出增加所致。受上述因素影响，公司经营活动现金净流入 26.51 亿元，较上年增长 21.78%。2017 年，公司现金收入比为 120.49%，较上年小幅下降 0.63 个百分点，收入实现质量变化不大。

2017 年，公司投资活动现金流入 249.78 亿元，较上年大幅增长 366.95%，主要系公司赎回银行理财收回的现金大幅增长所致；投资活动现金流出 269.02 亿元，较上年增长 152.85%，主要系购买理财产品、增加股权投资支付现金增加所致。受上述因素影响，公司投资活动现金净流出 19.24 亿元，较上年流出规模下降 63.63%。

2017 年，公司筹资活动现金流入 467.84 亿元，较上年增长 28.84%，主要系母公司增资和取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 378,41 亿元，较上年增长 18.08%，主要系偿还债务和分配股利支付的现金增加所致。受上述因素影响，公司筹资活动现金净流入 89.43 亿元，较上年增长 109.69%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-89.66 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 38.06 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-42.30 亿元。

总体看，2017 年，公司经营性现金流量持续保持大额净流入，收入实现质量仍较高，基本能够覆盖投资需求，筹资活动现金净流入大幅增长。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率由上年底的 0.92 倍上升至 1.06 倍，速动比率由上年底的 0.67 倍上升至 0.84 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力尚可；2017 年，公司现金短期债务比由上年的 0.34 倍上升至 0.53 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般；整体看，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 为 78.48 亿元，较上年增长 26.89%，主要系利润增加所致；其中，折旧占比 9.37%，摊销占比 5.23%，计入财务费用的利息支出占比 22.01%，利润总额占比 63.39%，以计入财务费用的利息支出和利润总额为主。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.50 下降至 4.42 倍；EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，基本与上年持平；EBITDA 对利息的覆盖程度较好，对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力变化不大。

截至 2017 年底，公司对外担保合计 1.80 亿元；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 2017 年底，公司拥有的授信总额 871.27 亿元，已使用授信额度 548.27 亿元，未使用授信额度 323.01 亿元；公司间接融资渠道畅通。公司已获批尚未发行的债券或债务融资工具发行额度 171.75 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，跟踪期内，公司偿债能力指标变化不大，经营活动现金状况良好、收入实现质量较高，公司整体偿债能力仍很强。

七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（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）达 242.08 亿元，约为待偿债券本金合计（21.15 亿元）的 11.45 倍，公司现金类资产对待偿债券的覆盖程度较高；净资产达 307.25 亿元，约为待偿债券本金的 14.53 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对待偿债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年公司 EBITDA 为 78.48 亿元，约为待偿债券本金的 3.71 倍，公司 EBITDA 对待偿债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 1,532.74 亿元，约为待偿债券本金的 72.47 倍，公司经营活动现金流入量对待偿债券的覆盖程度较高。

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，公司对本次债券的偿还能力仍很强。

八、债权保护条款分析

本次债券由母公司广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。

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”）。。2017 年 12 月，公司非公开发行股票 993,578.88 万股，募集资金总额 80.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，广汇汽车注册资本及实收资本 81.44 亿元，由新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称“广汇集团”）、China Grand Automotive （Mauritius） Limited 和鹰潭市锦胜投资有限合伙企业分别持有广汇汽车 32.80%、24.11%和 6.63%的股权；广汇汽车控股股东为广汇集团，实际控制人为孙广信先生。

广汇汽车的经营范围仍为：进口汽车品牌销售、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、汽车租赁及汽车信息咨询等业务。

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. 广汇汽车财务分析

广汇汽车提供的 2017 年合并财务报表，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；广汇汽车 2018 年一季度财务数据未经审计。广汇汽车经审计的财务报表按照财政部于 2006 年 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。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；广汇汽车对 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，广汇汽车在利润表中新增“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。

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。

（1）资产

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%，较上年上升 4.01 个百分点，以流动资产为主。

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。

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，受限资金占比较高但较去年有所下降。

截至 2017 年底，广汇汽车预付款项 165.26 亿元，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；预付款项较年初增长 22.63%，主要系汽车销售及维修业务规模扩大，带动采购增加所致；较大规模的预付款项对资金形成占用。

截至 2017 年底，广汇汽车存货 170.33 亿元，较年初增长 10.48%，主要为库存商品（占 86.29%）；累计计提存货跌价准备 1.08 亿元，计提比例为 0.73%，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。

截至 2017 年底，广汇汽车一年内到期的非流动资产 90.46 亿元，全部为一年内到期的应收融资租赁款和其他长期应收款；一年内到期的非流动资产较年初增长 34.42%，主要系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。

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%，主要系长期应收款和商誉增加所致；非流动资产主要由长期应收款（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。

截至 2017 年底，广汇汽车长期应收款 82.43 亿元，主要为融资租赁款（占 86.89%），较年初增长 28.23%；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。

截至 2017 年底，广汇汽车固定资产 123.04 亿元，主要为房屋及建筑物（占 76.40%），较年初增长 8.54%，主要系持续收并购所致；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%，受限比例很低。

截至 2017 年底，广汇汽车无形资产 87.80 亿元，较年初变化不大，主要为特许经销权（占 61.45%）；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%，受限比例很低。

截至 2017 年底，广汇汽车商誉 178.45 亿元，较年初增长 11.04%；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，面临一定的减值风险。

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%，用于作为各类保证金、借款抵押物和专项资产管理计划的基础资产，广汇汽车资产受限程度较高。

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，2017 年底，广汇汽车资产规模持续增长，以流动资产为主；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，广汇汽车整体资产质量一般。

（2）负债

截至 2017 年底，广汇汽车负债合计 910.09 亿元，较年初增长 9.38%；其中，流动负债占 75.02%，较上年下降 2.23 个百分点，以流动负债为主。

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。

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%。

截至 2017 年底，广汇汽车应付票据 261.53 亿元，全部为银行承兑汇票，较年初增长 15.02%。

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%；其中应付股权收购款占 46.37%，应付保证金占 23.73%。

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转入所致。

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。

截至 2017 年底，广汇汽车长期借款 156.65 亿元，以信用借款为主（占 75.84%），较年初增长 60.81%；其中，1~2 年内到期的长期借款占 55.25%，2~3 年内到期的占 41.30%，面临一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，广汇汽车应付债券 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，可能面临一定的集中偿付压力。

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%，债务结构有待优化。从债务指标来看，截至 2017 年底，广汇汽车资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 67.29%、63.39%和 31.47%，均低于年初的 74.32%、70.85%和 36.59%。广汇汽车债务负担有所减轻但仍较重。

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，债务负担继续减轻。

总体看，2017 年底，广汇汽车负债规模继续增长，以流动负债为主；债务规模较大，债务负担仍较重，以短期债务为主，且集中偿付压力较大。

（3）所有者权益

截至 2017 年底，广汇汽车所有者权益 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%，以少数股东权益和未分配利润为主，权益结构稳定性一般。

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，2017 年底，受益于非公开发行股票完成，广汇汽车资本实力大幅增强，所有者权益规模大幅增长，权益稳定性一般。

（4）盈利能力

2017 年，广汇汽车实现营业收入 1,607.12 亿元，较上年增长 18.67%。净利润为 45.05 亿元，

较上年增长 48.03%。

从期间费用来看，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%；费用收入比为 5.77%，较上年上升 0.20 个百分点，广汇汽车费用控制能力仍较强。

从利润构成来看，2017 年广汇汽车资产减值损失 3.43 亿元，占营业利润的比重 5.97%，较上年下降 3.35 个百分点。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，2017 年广汇汽车营业利润率为 8.57%和 9.41%，较上年上升 0.84 个百分点；总资本收益率、总资产收益率、净资产收益率分别为 6.39%、6.69%、12.34%，较上年分别上升了 0.40 个百分点、0.39 个百分点和 0.33 个百分点，盈利能力有所提升。

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，2017 年广汇汽车营业收入规模保持增长，费用控制能力较强，整体盈利能力有所提升。

（5）现金类

经营活动方面，2017 年广汇汽车经营活动现金流量净额保持净流入状态，为 49.87 亿元，较上年增长 21.78%，主要系整车销售规模增加所致；现金收入比为 119.70%，收入实现质量良好，经营性现金流状况佳。

投资活动方面，2017 年广汇汽车投资活动现金流量净额继续呈净流出状态，为 48.50 亿元，较上年净流出下降 63.63%，主要系广汇汽车利用闲置资金对外进行短期投资收回的现金增加所致。

筹资活动方面，2017 年广汇汽车筹资活动现金流量净额保持净流入状态，为 107.42 亿元，较上年下降 24.54%，主要系偿债规模增加所致。

2018 年 1~3 月，广汇汽车经营活动现金流量净额-110.76 亿元，大规模的现金净流出系汽车销售行业特性，一季度车辆采购量较多，支付的现金同比增加较多，同时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，主要系借款规模减少所致。

总体看，2017 年广汇汽车经营活动现金流状况佳，收入实现质量良好；对外投资支出规模较大，存在较大外部融资需求。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年，广汇汽车流动比率由上年底的 0.99 倍上升至 1.21 倍，速动比率由上年底的 0.75 倍上升至 0.96 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力一般但有所好转。2017 年，广汇汽车现金短期债务比由上年的 0.41 倍上升至 0.58 倍，主要系年底完成非公开发行股票收到募集资金所致，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般；经营现金流动负债比率为 7.30%，较上年上升 2.16 个百分比，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度一般。整体看，广汇汽车广汇汽车偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年广汇汽车资产负债率为 67.29%，较上年下降 7.03 个百分点，但仍处于较高水平。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%。2017 年，EBITDA 利息倍数由 3.70 倍上升至 3.91 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 全部债务

比由 0.10 倍上升至 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变化不大。

截至 2018 年 3 月底，广汇汽车获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，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的分期贷款业务。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，广汇汽车无重大未决诉讼、仲裁案件事项。

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，跟踪期内，广汇汽车融资渠道畅通、或有负债风险较低、经营性现金流状况佳、收入实现质量较高、行业地位领先等因素，广汇汽车整体偿债能力仍很强。

3. 债权保护效果

从担保效果来看，以 2017 年底财务数据测算，待偿债券本金合计（21.15 亿元）占担保方广汇汽车资产规模的 1.56%和净资产的 4.78%，整体占比较小。2017 年，广汇汽车经营活动现金流入量 1,941.86 亿元，为待偿债券本金合计（21.15 亿元）的 91.81 倍，对待偿债券本金的覆盖程度高。2017 年，广汇汽车 EBITDA 对待偿债券本金合计（21.15 亿元）的覆盖倍数为 4.67 倍，覆盖程度较高。

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显著提升作用。

九、综合评价

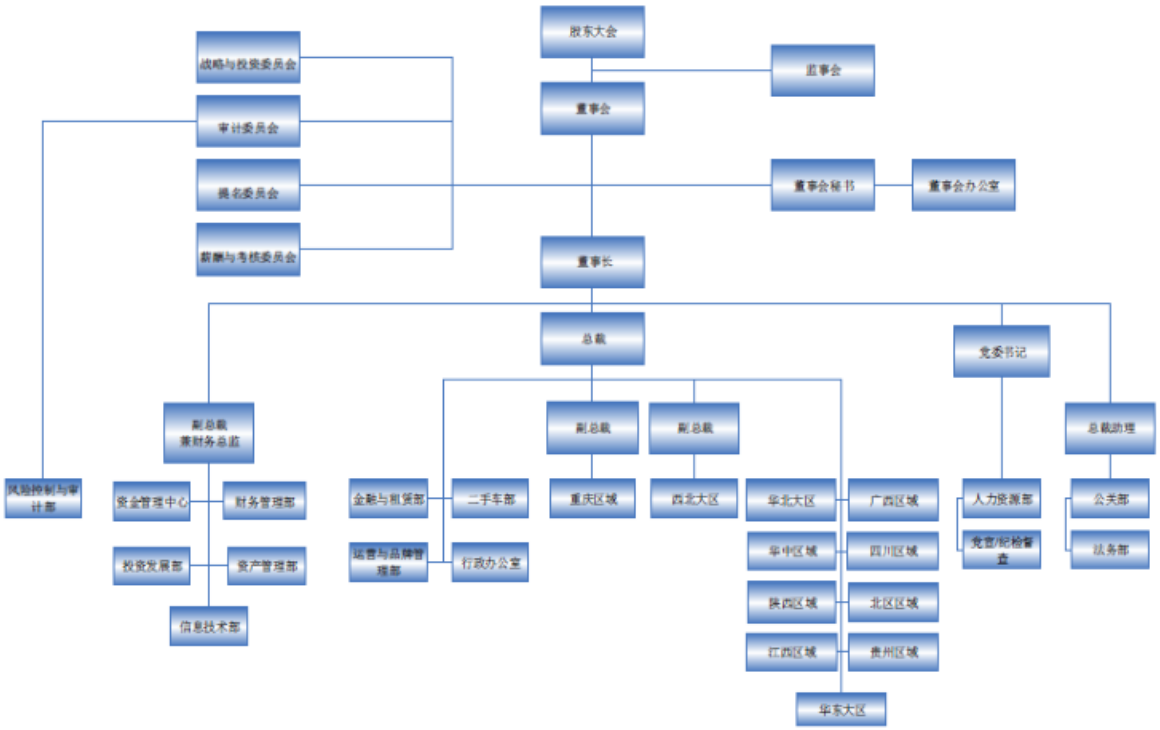
跟踪期内，公司不断扩大经营网络，经营规模、营业收入和利润迅速增长，规模优势依然明显，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等高毛利业务，市场综合竞争力得到提高；公司经营活动现金流状况较佳，盈利能力有所提升，整体经营情况良好。同时，联合评级也关注到当前汽车产销增速放缓，公司整车销售业务采购议价能力较弱，汽车销售毛利率较低，大额存货对资金占压明显，商誉规模较大，债务负担较重且集中偿付压力较大等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司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。

本次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。跟踪期内，广汇汽车收入和资产规模大幅增长，盈利水平有所提升；成功完成非公开发行股票进一步提升了广汇汽车的资本实力和整体抗风险能力，其所提供的担保对本次债券的信用水平有显著的提升作用。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17广汇G1”、“17广汇G2”的债项信用等级为“AA+”。

附件1　广汇汽车服务有限责任公司
组织架构图



附件 2　广汇汽车服务有限责任公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	877.37	1,069.65	992.98
所有者权益（亿元）	226.42	307.25	319.88
短期债务（亿元）	407.86	453.64	380.20
长期债务（亿元）	115.82	152.24	126.37
全部债务（亿元）	523.69	605.88	506.57
营业收入（亿元）	1,183.04	1,261.05	309.79
净利润（亿元）	30.28	40.64	11.91
EBITDA（亿元）	61.85	78.48	--
经营性净现金流（亿元）	21.77	26.51	-89.66
应收账款周转次数（次）	58.39	51.58	--
存货周转次数（次）	8.12	8.89	--
总资产周转次数（次）	1.45	1.30	0.30
现金收入比率（%）	121.12	120.49	120.38
总资本收益率（%）	6.14	6.96	--
总资产报酬率（%）	6.29	6.88	--
净资产收益率（%）	13.68	15.23	3.80
营业利润率（%）	8.50	9.27	9.75
费用收入比（%）	5.24	5.62	5.37
资产负债率（%）	74.19	71.28	67.79
全部债务资本化比率（%）	69.81	66.35	61.29
长期债务资本化比率（%）	33.84	33.13	28.32
EBITDA 利息倍数（倍）	4.50	4.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	--
流动比率（倍）	0.92	1.06	0.99
速动比率（倍）	0.67	0.84	0.70
现金短期债务比（倍）	0.34	0.53	0.29
经营现金流动负债比率（%）	4.20	4.47	-16.92
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.92	3.71	--

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 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3 广汇汽车服务股份公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	1,119.60	1,352.46	1,257.01
所有者权益（亿元）	287.55	442.37	456.75
短期债务（亿元）	532.90	562.75	480.45
长期债务（亿元）	165.92	203.10	175.65
全部债务（亿元）	698.82	765.85	656.10
营业收入（亿元）	1,354.22	1,607.12	394.69
净利润（亿元）	30.43	45.05	13.33
EBITDA（亿元）	71.75	98.36	--
经营性净现金流（亿元）	33.08	49.87	-110.76
应收账款周转次数（次）	56.22	51.84	--
存货周转次数（次）	8.33	8.87	--
总资产周转次数（次）	1.44	1.30	0.30
现金收入比率（%）	120.56	119.70	119.62
总资本收益率（%）	5.95	6.36	--
总资产报酬率（%）	6.25	6.65	--
净资产收益率（%）	12.01	12.34	2.96
营业利润率（%）	8.57	9.41	10.15
费用收入比（%）	5.57	5.77	5.90
资产负债率（%）	74.32	67.29	63.66
全部债务资本化比率（%）	70.85	63.39	58.96
长期债务资本化比率（%）	36.59	31.47	27.78
EBITDA 利息倍数（倍）	3.70	3.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.13	--
流动比率（倍）	0.99	1.21	1.14
速动比率（倍）	0.75	0.96	0.82
现金短期债务比（倍）	0.41	0.58	0.31
经营现金流动负债比率（%）	5.15	7.30	-18.47
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.39	4.65	--

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、担保方 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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。