跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1185 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”、“18 广汇 G1”、“18 广汇 G2”和“18 汽车 G3”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：

二〇一九年六月二十一日

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2019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	11.70亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2018/6/22
17广汇G2	9.45亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2018/6/22
18广汇G1	7.00亿元	3年	AA+	AA+	2018/7/16
18广汇G2	3.50亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2018/8/30
18汽车G3	7.96亿元	3年（2+1）	AA+	AA+	2018/11/8

担保方：广汇汽车服务集团股份公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019年6月21日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	877.37	1,070.18	1,126.28	1,077.51
所有者权益（亿元）	226.42	307.64	340.25	348.07
长期债务（亿元）	115.82	152.24	108.77	--
全部债务（亿元）	523.69	605.88	613.36	--
营业收入（亿元）	1,183.04	1,261.05	1,286.57	293.69
净利润（亿元）	30.28	40.71	34.73	9.50
EBITDA（亿元）	61.85	78.49	76.75	--
经营性净现金流（亿元）	21.77	26.30	14.65	-75.59
营业利润率（%）	8.50	9.27	10.15	10.46
净资产收益率（%）	26.75	15.24	10.72	2.76
资产负债率（%）	74.19	71.25	69.79	67.70
全部债务资本化比率（%）	69.81	66.32	64.32	--
流动比率（倍）	0.92	1.06	1.00	1.01
EBITDA全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.13	--
EBITDA利息倍数（倍）	4.65	4.54	3.67	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.56	1.98	1.94	--

担保方

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	1,120.04	1,352.99	1,414.93	1,364.59
所有者权益（亿元）	287.88	442.77	461.85	470.67
营业总收入（亿元）	1,354.22	1,607.12	1,661.73	373.01
净利润（亿元）	30.49	45.11	39.74	9.75
平均净资产收益率(%)	12.03	12.35	8.79	2.09

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2019年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化，广汇汽车2019年一季报财务报表未经审计，相关指标未年化；4、其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务；5、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”）整体经营情况良好，通过不断扩大经营网络，其收入规模保持增长，经营活动现金流状况良好，规模优势仍明显。此外，公司通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务，综合竞争力得到提高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到国内乘用车产销下降，公司房屋土地瑕疵问题仍未解决，商誉规模较大且存在一定的减值风险，整体债务负担较重且到期债务集中度较高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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拓展，公司经营状况将保持良好，综合实力有望提高。

本次公司债券由公司母公司广汇汽车服务集团股份公司（以下简称“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保持增长，收入质量较高，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，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”，同时维持“17广汇G1”、“17广汇G2”、“18广汇G1”、“18广汇G2”和“18汽车G3”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，经营规模不断扩大，覆盖汽车品牌增加，经营实力得到进一步增强。

2．跟踪期内，由于汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务收入贡献提高，公司综合

毛利率有所提升，市场综合竞争力得到增强。

3．跟踪期内，公司营业收入保持增长，经营活动现金流保持净流入，收入实现质量较高。

关注

1．跟踪期内，受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及购置税优惠政策全面退出等因素的影响，国内汽车产销增速下降，短期内汽车经销行业面临较大压力。

2．跟踪期内，公司整体债务负担较重，且到期债务集中度较高，面临一定集中偿付压力；公司商誉规模较大，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉存在一定减值风险。

3．跟踪期内，公司仍存在自有或租赁的部分4S店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐备、物业租赁手续不完备等情形。

分析师

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@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。

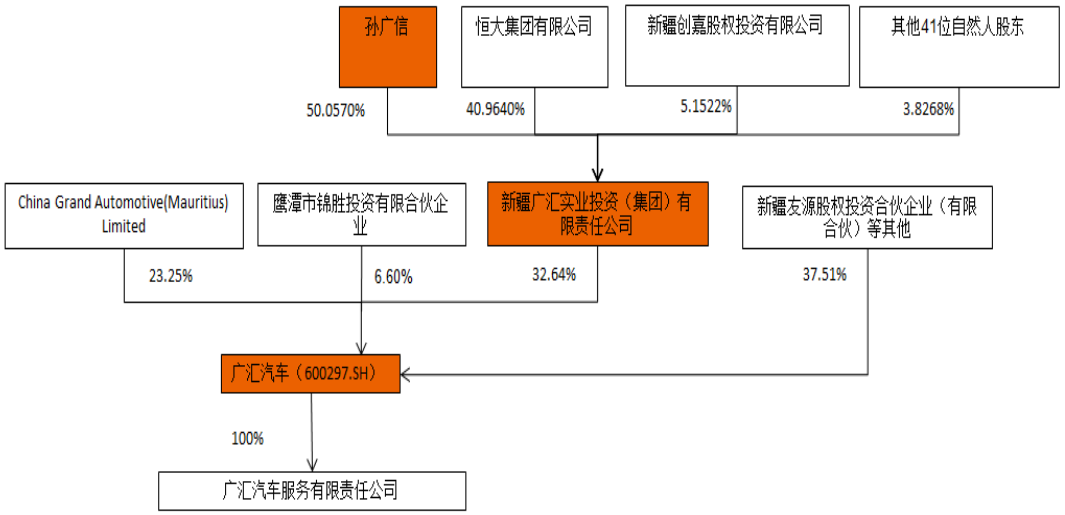
分析师：

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”）成立于 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集团股份公司（以下简称“广汇汽车”），股票简称变更为“广汇汽车”，股票代码不变。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 155.41 亿元，公司实际控制人为孙广信先生。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。截至 2018 年底，在营运组织架构方面，公司拥有 10 个区域经营平台及 1 家租赁公司拥有在职员工 42,731 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,126.28 亿元，负债合计 786.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）340.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 327.74 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,286.57 亿元，净利润（含少数股东损益）34.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.02 亿元；经营活动现金流量净额 14.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-71.23 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,077.51 亿元，负债合计 729.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）348.07 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 335.25 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 293.69 亿元，净利润（含少数股东损益）9.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.17 亿元；经营活动现金流量净额-75.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.83 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、债券发行及募集资金使用情况

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，分五期发行，分别为“17 广汇 G1”、“17 广汇 G2”、“18 广汇 G1”、“18 广汇 G2”和“18 汽车 G3”，由广汇汽车提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。上述债券募集资金均已使用完毕，使用用途与募集说明书的相关承诺

保持一致。截至本报告出具日，“17 广汇 G1”和“17 广汇 G2”均已于相应付息日支付上一年度利息，“18 广汇 G1”、“18 广汇 G2”和“18 汽车 G3”尚未到付息日。

本报告所跟踪债券如下表所示。

表1　本报告所跟踪公司债券相关情况

债券简称	证券代码	起息日	当期余额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）
17 广汇 G1	143092.SH	2017-07-11	11.70	3 年（2+1）	7.29
17 广汇 G2	143315.SH	2017-10-11	9.45	3 年（2+1）	7.48
18 广汇 G1	143363.SH	2018-08-08	7.00	3 年	7.30
18 广汇 G2	143817.SH	2018-09-20	3.50	3 年（2+1）	7.20
18 汽车 G3	155080.SH	2018-12-20	7.96	3 年（2+1）	7.20
合计	--	--	**39.61**	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

三、行业分析

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

1．行业概况

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

2018 年，我国汽车产业面临较大的压力，产销增速低于年初预计，行业主要经济效益指标增速趋缓，增幅回落。一方面由于购置税优惠政策全面退出造成的影响；另一方面受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素的影响，汽车行业短期内仍面临较大的压力。2018 年，乘用车与商用车合计产销分别完成 2,780.9 万辆和 2,808.1 万辆，产销量较上年同期分别下降 4.2%和 2.8%，主要系下半年汽车市场连续出现负增长，拖累全年增速下降至 2.8%。

整体看，汽车工业作为拉动中国经济增长的主导力量之一，经历了早期的快速增长阶段之后，进入了品牌竞争日益激烈销量增速放缓甚至出现负增长的阶段，整个产业链的经营压力加大。由于之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素，2018 年我国乘用车销量下降。

2．行业上下游情况

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

（1）上游情况

汽车制造行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。近年来，汽车制造行业集中度不断提高，具有规模优势的企业竞争力不断增强。从汽车行业整体市场格局上看，目前我国汽车

年销量超过百万辆的企业集团有八家。2018 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 66.97%（同比下降 1.48 个百分点）；中国汽车销售前 10 名的企业（集团）共销售汽车 2,503.62 万辆，占汽车销售总量的 89.16%（同比上升 0.64 个百分点）。2018 年，国内前十家汽车生产企业市场占有率与 2017 年基本一致，行业集中度较高。整体看，我国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的格局，集中度较高，每家整车生产商在品牌、产品议价等方面处于优势地位。

产量方面，2018 年乘用车产量出现负增长，由于 2018 年开始购置税优惠政策退出，乘用车市场在低迷所致。

总体看，汽车经销上游制造领域集中度较高，形成了较大的汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；2018 年，乘用车产量出现负增长，汽车行业产量整体呈下降趋势。

（2）下游情况

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

近年来，城镇居民可支配收入持续平稳增长，对乘用车的需求提供一定的支撑作用，2018 年我国城镇居民人均可支配收入 39,251.00 元，同比增长 7.84%。在公路建设上，近年来，国家投入的固定资产投资额逐年增长，平均保持 5%以上的增速，使得高速公路里程数增长至 2018 年的 13.64 万公里，这为城际之间的交通提供了很大便利，从而提升了乘用车的需求。燃油价格以及国家相关政策是影响乘用车细分领域产销量发生结构性变化的重要原因，90%以上的乘用车使用汽油作为动力燃料，但是汽油作为汽车燃料，近几年来对环境造成污染越来越严重，随着国家对新能源汽车补贴政策的出台，新能源汽车销量迅速增长，市场份额逐年提高。

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

3．行业政策

2018 年 4 月 17 日，发改委在《国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问》一文中明确提到，汽车行业将分类型实行过渡期开放，通过 5 年过渡期，汽车行业股比限制将全部取消。7 月 28 日，《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》公布，新版外商投资负面清单规定，自 2018 年 7 月 28 日起取消专用车、新能源汽车外资股比限制，2020 年取消商用车外资股比限制，2022 年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。

中国人民共和国财政部发布公告称，自 2018 年 7 月 1 日起，降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为 25%的 135 个税号和税率为 20%的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25%的共 79 个税号的税率降至 6%。

根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25%的关税，其中 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，其中，汽车类商品涉及 28 项，范围涵盖越野车、小客车、货车、变速箱及零件等等，燃油车、混合动力电动车（非插电及可插电）、纯电动车等类别。

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

4．行业关注

（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。

（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，形成较大规模存货，对资金需求较大，对资金链顺畅依赖较大。

5．未来发展

从中长期看，汽车行业具有稳定增长的支撑。我国经济发达程度和汽车保有量水平决定中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力，支撑我国汽车行业稳定增长。

（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，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。

（4）消费需求向三、四线城市转移

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

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

四、管理分析

2018 年，公司董事、监事、高管人员未发生变更，各项主要管理制度连续，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。2018 年，公司营业收入 1,286.57 亿元，同比增长 2.02%，主要来自维修服务收入的增长；公司实现净利润 34.73 亿元，同比减少 14.68%，主要系本年期间费用增幅大于营业收入增幅以及资产减值损失对利润的侵蚀加重所致。2018 年，公司主营业务收入占公司营业收入的比重超过 99%，主营业务十分突出。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　2016~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车销售	1,049.58	88.99	4.08	1,105.02	87.89	3.93	1,107.37	86.39	4.26
维修服务	87.26	7.40	30.84	94.67	7.53	33.30	107.48	8.39	31.75
佣金代理	25.36	2.15	78.98	38.11	3.03	79.66	43.85	3.42	77.52
汽车租赁	17.28	1.46	70.28	19.43	1.55	68.77	23.08	1.80	72.20
合计	**1,179.48**	**100.00**	**8.64**	**1,257.24**	**100.00**	**9.44**	**1,281.78**	**100.00**	**10.30**

资料来源：公司提供

从收入构成上看，2018 年，公司整车销售收入略有增长，主要系规模扩张和价格较高的豪华品牌销售增长所致，占营业收入的比重为 86.39%，仍为公司最主要的业务类型；公司维修服务收入 107.48 亿元，较上年增长 13.53%，主要系维修送修台次增加所致，占营业收入的比重为 8.39%；公司佣金代理业务收入 43.85 亿元，较上年增长 15.06%，主要系进一步拓展了车险代理、车贷业务等佣金代理业务的规模所致；公司汽车租赁业务收入 23.08 亿元，较上年增长 18.79%，主要系业务体量增长及开发差异化的租赁产品所致。

从毛利率水平看，2018 年，公司整车销售毛利率为 4.26%，较上年上升 0.33 个百分点，主要系毛利较高的豪华品牌车销售增长所致；公司维修服务毛利率 31.75%，较上年下降 1.55 个百分点，主要系人工成本、零部件成本上升造成维修成本增长略高于收入增长所致；佣金代理业务毛利率水平维持在较高水平，且相对较为稳定，毛利率为 77.52%；汽车租赁业务毛利率为 72.20%，较上年小幅上升。受上述因素影响，2018 年，公司综合毛利率为 10.30%，较上年小幅上升。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 293.69 亿元，较上年同期减少 5.20%，实现净利润 9.50 亿元，较上年同期减少 20.26%，主要系销售收入下降所致，归属母公司所有者的净利润 9.17 亿元。

总体看，2018 年，伴随着经营规模的扩大，公司营业收入规模增长；由于期间费用及资产减值损失对利润的侵蚀加重，2018 年净利润出现下降；由于高毛利的佣金代理、汽车租赁业务收入贡献提高，公司综合毛利率小幅上升。

2．整车销售业务

公司整车销售主要为乘用车销售，此外，包含少量的商用车销售业务以及与汽车销售配套的装饰装潢业务收入。整车销售业务是公司的核心业务。受到行业特点的影响，公司采购和销售议价能力弹性较小，毛利率水平较低。随着公司不断并购和自建 4S 店，公司销售规模不断扩大，整车销售业务收入有所增长。截至 2018 年底，公司拥有 4S 店 686 家。

采购情况

2018 年，公司采购模式和采购流程无重大变化，2018 年公司从前五大供应商采购金额占总体采购金额的比例约为 52.39%，较上年下降 5.62 个百分点。公司采购集中度较高符合行业特点。

表 3　2018 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商	金额	占比
供应商 A	203.37	15.19
供应商 B	149.93	12.73
供应商 C	116.05	10.81
供应商 D	81.28	7.79
供应商 E	57.23	5.88
合计	607.87	**52.39**

资料来源：公司提供

结算方面，公司采购整车主要为预付款形式。2018 年，公司与上游供货商的结算方式主要是电汇（占比 23.75%）、票据（占比 55.33%）和厂商金融（占比 20.92%），其中票据结算仍为最主要结算模式。

表 4　2016~2018 年公司整车采购结算方式情况（单位：%）

年度	票据占比	厂商金融占比	电汇占比	合计
2016 年	54.72	18.95	26.33	**100.00**
2017 年	56.82	19.59	23.58	**100.00**
2018 年	55.33	20.92	23.75	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，受到汽车销售行业特点的影响，2018 年，公司仍主要以下属 4S 店分别采购的形式进行整车采购，采购集中度较高；公司整车采购结算会造成较大规模的预付款项和库存，形成一定资金占用。

销售情况

从销售范围看，公司销售集中于中西部市场、以中高端品牌经营为主，以新建与收购并重的策略不断扩张经销网络。近年来，公司 4S 店扩张速度较快，公司的 4S 店扩张主要通过收购和新建 4S 店的方式进行。2018 年，公司收购 4S 店 29 家，新建 7 家，因受拆迁及策略性调整关闭 5 家，收购节奏明显放缓，主要受汽车行业整体不景气影响。截至 2018 年底，公司下设 686 家 4S 店（每家 4S 店均具有独立法人资格），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。经销品牌涵盖通用雪佛兰、通用凯迪拉克、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克和东风日产等 50 多个汽车品牌，中高端品牌汽车在公司整车销售收入中占比较高。

表 5　2016~2018 年公司 4S 店数量变化（单位：家）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
收购 4S 店数量	93	45	29
新建 4S 店数量	23	16	7
关闭 4S 店数量	16	4	5
期末 4S 店保有量	598	655	686

资料来源：公司提供

公司自有或租赁的部分 4S 店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐备、物业租赁手续不完备等情形。根据广汇汽车于 2016 年 3 月 26 日披露的《2016 年度非公开发行股票申请文件反馈意见回复》，上述情况已获相应主管土地/规划/建设/房产管理部门书面确认会继续允许/支持公司在该等土地上/房屋内的经营行为。截至 2018 年底，公司及下属公司拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的土地使用权面积占其使用的土地使用权总面积的 15.23%，拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的房屋建筑面积占其使用的房屋总建筑面积的 72.34%；其中，有合计占比为 12.47%（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的 81.88%）的土地，以及合计占比为 19.80%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的 27.37%）的房屋已获得行政主管部门的书面确认，确认该等部门会继续允许/支持公司及下属公司在该等土地上或该等房屋内的经营行为。目前，公司尚未被告知必须停止使用相关瑕疵物业。

从公司整车销售区域分布看，公司的汽车 4S 店分布较广，分布相对分散。2018 年销售收入占比最高的为华北大区，销售收入 280.89 亿元，占 21.83%；其次是西北大区，销售收入 229.13 亿元，占 17.81%；西南大区和广西地区分别占 13.83%和 12.50%；其他地区均未超过 10%。公司销售收入地区分布较分散，地域集中度风险较低。

表 6　2016~2018 年公司销售收入分地区构成情况（单位：亿元、%）

区域分布	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北大区	250.27	21.20	265.38	21.04	280.89	21.83
西北大区	245.55	20.80	245.25	19.45	229.13	17.81
四川区域	91.49	7.80	88.00	6.98	96.22	7.48
重庆区域	94.11	8.00	95.50	7.57	--	--
广西区域	120.36	10.20	148.93	11.81	160.79	12.50
安徽区域	62.05	5.30	62.85	4.98	61.87	4.81
北区区域	108.68	9.20	110.43	8.76	83.72	6.51
江西区域	55.52	4.70	57.33	4.55	63.89	4.97
陕西区域	50.68	4.30	66.59	5.28	108.33	8.42
贵州区域	61.00	5.20	60.49	4.80	--	--
华东区域	3.65	0.30	4.98	0.39	0.67	0.05
云南区域	19.38	1.60	35.90	2.85	--	--
西南大区	--	--	--	--	177.98	13.83
汽车租赁及其他	16.75	1.40	19.43	1.54	23.08	1.79
合计	**1,179.48**	**100.00**	**1,261.05**	**100.00**	**1,286.57**	**100.00**

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

从代理品牌上看，公司经销品牌涵盖奔驰、宝马、捷豹路虎、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等 50 多个汽车品牌，中高端品牌汽车在公司整车销量中占比较高。公司通过下属子公司与整车厂合作，一般从建店开始就与各厂家保持良好合作关系。截至目前公司子公司与整车厂的合作关系稳定持续，没有发生厂家收回授权的情况。

表 7　2016~2018 年主要品牌乘用车销量情况（单位：万辆）

汽车品牌	2016 年	2017 年	2018 年
通用别克	11.56	11.25	10.58
通用雪佛兰	3.85	4.30	4.44
通用凯迪拉克	0.53	0.94	1.13
北京现代	6.55	4.25	4.22
上海大众	7.31	7.82	8.00
东风日产	5.81	6.40	7.02
一汽大众	6.34	6.44	6.40
小计	**41.95**	**41.41**	**41.79**
公司整车销售总量	**77.75**	**77.76**	**76.80**
中高端汽车销量占比	**53.95**	**53.25**	**54.41**

资料来源：公司提供

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

总体看，2018 年，公司整车销售收入保持增长，整车销售区域仍很分散，仍以销售中高端汽车为主。

3．维修服务

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

2018 年，公司售后维修进厂台次由上年的 641.42 万次增至 714.31 万次，增长较快，主要系公司 4S 店数量增长所致。

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 90%左右，维修人工成本占比 10%左右，成本结构整体较为稳定。

总体看，2018 年，公司维修服务业务收入增长较快，毛利率较高，仍是公司利润的重要来源。

4．佣金代理业务

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

根据我国汽车行业的发展趋势，公司已开始对二手车交易进行布局，截至 2018 年底，公司已建设运营三十多家具备检测、估价、整备、拍卖管理、零售、金融服务、交易过户服务、跨地域流通等二手车业务全功能一站式服务的二手车交易服务中心；同时通过大力培养培育专业化的二手车经营管理团队，为企业后续发展夯实基础。2018 年，公司二手车代理交易台次由上年的 17.53 万辆增至 26.61 万辆，呈快速增长态势。

总体看，2018 年，公司佣金代理业务依靠整车销售客户群体的快速扩张而增长迅速，由于其

成本较低而毛利率较高，是公司利润的重要构成。

5．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。

目前汽车租赁主要通过两种方式进行采购，其一为与客户签订相关租赁合同后进行采购；其二为向厂商一次性购入相应数量车辆，再向客户提供租赁。2018 年公司融资租赁总台次为 23.02 万台，仍保持较快增长。同时，公司持续开发具有差异化的租赁产品，如“快捷融”、“汇享融”等。

表 8　2016~2018 年公司汽车融资租赁总台次

项目	2016 年	2017 年	2018 年
融资租赁总台次（台）	113,110	165,795	230,272

资料来源：公司提供

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，2018 年，公司汽车租赁业务依托整车销售业务增长迅速，是公司盈利的重要来源；公司针对汽车租赁业务建立了较为完善的风险管理体系。

6．经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数由上年的 51.58 次上升至 54.03 次，存货周转次数由上年的 8.88 次下降至 7.77 次，总资产周转率由上年的 1.30 次下降至 1.17 次。从同行业比较看，2018 年，公司的应收账款周转率处于行业较高水平，存货周转率和总资产周转率处于行业一般水平。

表 9　同行业上市公司 2018 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	20.24	4.26	1.74
0881.HK	中升控股	77.33	11.06	2.02
601258.SH	庞大集团	34.22	7.17	0.87
1728.HK	正通汽车	37.01	8.31	0.94
600297.SH	**广汇汽车**	**56.14**	**7.89**	**1.20**

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

总体看，公司整体经营效率处于行业较好水平。

7．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）物业产权瑕疵风险

公司自有或租赁的部分 4S 店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐备、物业租赁手续不完备等情形，可能对公司运营具有不利影响。

8．未来发展

2019 年，汽车经销行业将步入缓慢增长阶段，公司将加强内功修炼，以标准化、精细化、常态化管理手段，实现降本增效目标，提高经营服务质量；同时，密切关注市场变幻，切实找准市场热点需求，全面、深入的研究分析行业形势，最大限度的发挥总部运营优势、规模优势，加快完善先进科学的运营管理体系，以优质的产品服务赢得市场和客户，进一步巩固行业龙头地位，并在以下方面积极部署：（1）稳中求进，实现毛利结构持续优化；（2）深谋远虑，打造完整的二手车生态体系；（3）开拓创新，促进融资租赁高效运行；（4）深化整合，延续新建与并购并举发展战略；（5）人才建设，推动企业可持续健康发展；（6）资本深耕，助力企业稳固发展；（7）审时度势，拓展汽车新市场。

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

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 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的审计意见，2019 年一季度合并财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部于 2006 年及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。财政部于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)及其解读，公司已按照上述通知调整 2017 年度及 2016 年度的财务报表。公司对投资性房地产的计量方式由原成本模式变更为公允价值模式，作为会计政策变更处理，对财务报表相应进行了追溯调整。

截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围的子公司较上年未发生重大变化。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 2018 年底，公司合并资产总额 1,126.28 亿元，负债合计 786.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）340.25 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 327.74 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,286.57 亿元，净利润（含少数股东损益）34.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.02 亿元；经营活动现金流量净额 14.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-71.23 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,077.51 亿元，负债合计 729.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）348.07 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 335.25 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 293.69 亿元，净利润（含少数股东损益）9.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.17 亿元；经营活动现金流量净额-75.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.83 亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产总额1,126.28亿元，较年初增长5.24%；其中，流动资产占比58.48%，非流动资产占比41.52%，流动资产占比较高，符合公司以汽车经销为主的业务特点。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产658.59亿元，较年初增长5.00%；流动资产主要由货币资金（占比27.17%）、预付款项（占比18.38%）、存货（占比25.03%）和一年内到期的非流动资产（占比16.78%）构成。

截至2018年底，公司货币资金178.97亿元，较年初减少26.07%，主要系年末整车采购及预付款增加所致；其中，银行存款占42.08%，其他货币资金占57.86%；受限资金103.56亿元，受限比率57.86%，主要为质押给银行用于开具银行承兑汇票的票据保证金、向金融机构申请借款所存入的保证金存款以及向银行申请保函所存入银行的保证金，公司货币资金受限程度较高。

截至2018年底，公司预付款项121.04亿元，较年初增长22.48%，主要系公司汽车销售及维修业务规模扩大，带动采购增加所致；其中，一年以内的预付款项占比99.66%，账龄较短；从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名占比42.53%，集中度较高。

公司存货主要包括库存商品、在途物资等，其中库存商品主要为整车及汽车零部件等。截至2018年底，公司存货164.84亿元，较年初增长26.64%，主要系根据市场情况及行业上游需要而进行整车产品备货所致；其中，库存商品占78.36%，在途物资占21.64%；公司累计计提存货跌价准备0.27亿元，全部针对库存商品计提，计提比例为0.16%，考虑到公司库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，公司存货跌价准备计提规模尚可。

公司一年内到期的非流动资产全部为一年内到期的应收融资租赁款和一年内到期的其他长期应收款。截至2018年底，公司一年内到期的非流动资产110.49亿元，较年初增长22.26%，主要系公司融资租赁业务快速发展所致。

（2）非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产467.68亿元，较年初增长5.59%，主要系固定资产和无形资产增加所致；非流动资产主要由长期应收款（占17.47%）、长期股权投资（占13.65%）、固定资产（占21.35%）、无形资产（占14.39%）和商誉（占25.87%）构成。

截至2018年底，公司长期应收款81.71亿元，较年初减少1.47%，其中融资租赁款[1]占90.37%；公司累计计提坏账准备1.74亿元，计提比例为0.90%，全部为针对融资租赁款的计提。

截至2018年底，公司长期股权投资63.86亿元，较年初增长19.14%，主要系公司收购上海爱卡投资中心（有限合伙）24%股权所致。

截至2018年底，公司固定资产99.84亿元，较年初增长15.05%，主要系房屋建筑物由在建工程转固所致，其中房屋及建筑物占77.32%，运输工具占16.95%；公司累计计提折旧40.68亿元，计提减值准备0.65亿元，固定资产成新率为70.42%，成新率尚可；受限固定资产占3.47%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。

截至2018年底，公司无形资产67.28亿元，较年初增长12.37%，主要系收购形成的经销商特许经营权增加所致；其中，特许经销权占57.05%，土地使用权占39.67%；累计计提摊销15.14亿元，计提减值准备0.11亿元；受限无形资产占1.94%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。

截至2018年底，公司商誉120.98亿元，较年初增长5.34%，主要系公司处于迅速发展时期，

[1] 公司未对融资租赁客户进行五级分类。

不断通过收购扩大公司规模，购买企业成本超过其净资产公允价值所致；公司累计计提商誉减值准备 1.24 亿元，计提比例较低。公司商誉规模较大，占资产的比重较高，若未来收购的 4S 店经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 144.04 亿元，占资产总额的 12.79%，其中，受限货币资金（103.56 亿元）、受限固定资产（3.46 亿元）、受限无形资产（1.31 亿元）、受限长期应收款（含一年内到期部分，35.71 亿元）分别主要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。公司资产受限程度一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1,077.51 亿元，较年初减少 4.33%；其中，流动资产占比 56.27%，非流动资产占比 43.73%，公司资产结构仍以流动资产为主。

总体看，2018 年底，公司资产规模略有增长，以流动资产为主；流动资产中货币资金受限比率较高，预付款项及存货占比较高，对运营资金形成较大占用；非流动资产中商誉规模较大，面临商誉减值风险。公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 786.02 亿元，较年初增长 3.08%；其中，流动负债占比 83.82%，非流动负债占比 16.18%，负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 658.85 亿元，较年初增长 11.04%，主要系短期借款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 24.90%）、应付票据及应付账款（占 33.27%）、其他应付款（占 15.96%）和一年内到期的非流动负债（占 20.43%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 164.08 亿元，较年初增长 24.03%，主要系年末采购规模扩大，补充流动资金所致，其中，信用借款占 35.95%，抵押借款占 34.17%，质押借款占 3.41%，保证借款占 26.47%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 219.18 亿元，较年初增长 0.02%，变动不大。

截至 2018 年底，公司其他应付款 105.14 亿元，较年初增长 10.91%，主要系应付关联方款项增加所致，其中，应付关联方款项占 55.46%，应付股权收购款占 11.22%；应付保证金占 13.31%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 134.59 亿元，较年初增长 14.82%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 127.17 亿元，较年初减少 24.83%，主要系长期借款和应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 67.83%）、应付债券（占 17.70%）和递延所得税负债（占 9.34%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 86.26 亿元，较年初减少 18.46%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；从期限分布来看，1~2 年内到期的长期借款占 89.90%，2~3 年内到期的占 7.39%，3 年以上到期的占 5.71%，公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券 22.51 亿元，较年初减少 51.54%；从期限分布来看，1~2 年内到期的长期借款占 63.77%，2~3 年内到期的占 36.23%，公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债 11.88 亿元，较年初增长 16.44%，主要系收购增加造成因非同一控制下企业合并资产评估增值形成的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 613.36 亿元，较年初增长 1.23%；债务结构中，短期债务占比 82.27%，长期债务占比 17.73%，公司债务结构以短期债务为主。截至 2018 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 69.79%、64.32%和 24.22%，较年初分别下降 1.46 个百分点、2.00 个百分点和 8.88 个百分点，公司债务负担有所减轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 729.44 亿元，较年初减少 7.20%；其中，流动负债占比 82.16%，非流动负债占比 17.84%，负债结构仍以流动负债为主。

总体看，2018 年底，公司负债规模略有增长，以流动负债为主；整体债务负担较重，债务结构有待优化，公司面临一定的集中偿债压力。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 340.25 亿元，较年初增长 10.60%；其中，归属于母公司的所有者权益 327.74 亿元（占比 96.32%），少数股东权益 12.51 亿元（占比 3.68%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 47.42%，资本公积占比 10.12%，盈余公积占比 1.91%，未分配利润占比 40.53%，权益稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 348.07 亿元，较年初增长 2.30%；其中，归属于母公司的所有者权益 335.25 亿元（占比 96.32%），少数股东权益 12.82 亿元（占比 3.68%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 46.36%，资本公积占比 9.91%，盈余公积占比 1.87%，未分配利润占比 41.97%，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模保持平稳增长，所有者权益稳定性尚可。

4．盈利能力

2018 年，公司营业收入 1,286.57 亿元，同比增长 2.02%，主要来自维修服务收入的增长。公司营业成本 1,152.04 亿元，同比增长 1.04%，增幅低于营业收入。2018 年公司实现营业利润 43.58 亿元，同比减少 12.88%，主要系期间费用增幅大于营业收入增幅以及资产减值损失对利润的侵蚀加重所致。2018 年公司净利润 34.73 亿元，同比减少 14.68%，其中归属于母公司的所有者净利润 33.02 亿元。

2018 年，公司费用总额 83.69 亿元，同比增长 17.66%；其中，销售费用占比 47.23%，管理费用及研发费用占比 25.80%，财务费用占比 26.97%，以销售费用为主。2018 年，公司销售费用 39.52 亿元，较上年增长 21.57%，主要系业务规模扩大，人工成本、市场推广、折旧及摊销等费用增长所致；公司管理费用及研发费用 21.59 亿元，较上年增长 7.70%，主要系经营规模扩大，人工成本、租赁物管费、折旧及摊销等费用相应增加所致；公司财务费用 22.57 亿元，较上年增长 21.57%，主要系融资规模扩大，利息支出增长所致。2018 年，公司费用收入比为 6.51%，较上年上升 0.86 个百分点，费用控制能力有所下降。

从利润构成来看，2018 年，公司资产减值损失为 7.02 亿元，占公司营业利润的比重 16.11%，对公司利润有一定侵蚀。2018 年，资产减值损失大幅增加，主要系公司对长期股权投资、商誉以及可供出售金融资产计提减值准备所致。投资收益、其他收益、营业外收支等对公司利润影响不大。

从盈利能力指标看，2018 年，公司营业利润率 10.15%，较上年上升 0.88 个百分点，总资本收益率 5.91%，净资产收益率 10.72%，总资产报酬率为 5.84%，分别较上年下降 1.06 个百分点、4.52 个百分点和 1.05 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 293.69 亿元，较上年同期减少 5.20%，实现净利润 9.50 亿元，较上年同期减少 20.26%，归属母公司所有者的净利润 9.17 亿元。

总体来看，2018 年，公司营业收入略有增长，但费用控制能力一般，资产减值损失对公司利

润造成一定侵蚀。

5．现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入 1,600.15 亿元，同比增长 4.41%，主要系维修收入增长所致；经营活动现金流出 1,585.50 亿元，同比增长 5.26%，增幅大于现金流入，主要系根据市场及上游企业情况年末进行采购备货所致。综上，2018 年公司经营活动现金流量净额为 14.65 亿元，较上年减少 44.30%；公司现金收入比为 122.85%，同比增长 2.37 个百分点，公司整体收入实现质量仍较高，但因加大采购备货量，经营活动现金净流入有所下降。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入 96.53 亿元，同比减少 61.39%，主要系公司利用闲置资金对外进行投资的规模变化，收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出 159.37 亿元，同比减少 40.76%，主要系购买理财产品支付现金减少所致。综上，2018 年，公司投资活动现金净流出-62.85 亿元，较上年增长 2.30 倍。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入 374.00 亿元，同比减少 20.06%，主要系取得借款收到的现金减少所致。筹资活动现金流出 397.03 亿元，同比增长 4.92%，主要系偿债规模增长所致。综上，2018 年，公司筹资活动现金流量净额为-23.03 亿元，由净流入转为净流出。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-75.59 亿元、投资活动现金流量净额为 41.22 亿元，筹资活动现金流量净额为 19.54 亿元。

总体看，2018 年，公司收入实现质量良好，经营活动现金流保持净流入状态，但净流入规模缩小；公司对外投资支出规模较大，经营活动现金净流入无法满足其持续投资活动现金需求，公司存在较大的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.06 倍下降至 1.00 倍；速动比率由年初的 0.84 倍下降至 0.75 倍；受短期债务规模增长影响，现金短期债务比由年初的 0.53 倍下降至 0.36 倍。2018 年，公司经营现金流动负债比率由年初的 4.43%下降至 2.22%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 76.75 亿元，同比减少 0.02%；其中，折旧和摊销占比 16.37%，计入财务费用的利息支出占比 26.62%，利润总额占比 57.00%，EBITDA 以利润总额为主。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，与上年持平，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；EBITDA 利息倍数由上年的 4.54 倍下降至 3.67 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力有所下降。

截至 2019 年 3 月底，公司取得的各类金融机构授信额度合计 684.82 亿元，尚未使用的授信额度 300.11 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 29.14 亿元；其中，14.22 亿为公司对广汇汽车的担保；9.00 亿为公司下属子公司对苏州宝信汽车销售服务有限公司（属于宝信汽车体系内的公司）的担保；4.50 亿元为公司下属子公司对义乌市博骏汽车销售服务有限公司、嘉兴恒骏汽车销售服务有限公司、温州捷顺汽车技术服务有限公司、绍兴捷顺汽车销售服务有限公司（属于宝信汽车体系内的公司）的担保；0.8 亿为公司对上海太平洋虹桥汽车贸易有限公司和扬州名凯汽车销售服务有限公司（属于宝信汽车体系内的公司）的担保；0.62 亿元的担保对象为下属子公司客户分期业务。根据分期贷款协议的规定，购车人以其所购车辆作为抵押的同时，由公司为其提供担保。公司对外担保主要来自对母公司或母公司体系内其他关联公司公司的担保，或有负债风险较低。

截至 2018 年底，公司不存在重大未决诉讼及仲裁事项。

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 2019 年 4 月 19 日，公司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，公司偿债能力指标有所弱化，但考虑到公司融资渠道畅通、未使用银行授信规模较大、过往债务履约情况良好及行业地位领先等因素，公司整体偿债能力仍很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为179.42亿元，约为“17广汇G1”、“17广汇G2”、“18广汇G1”、“18广汇G2”和“18汽车G3”合计待偿本金（39.61亿元）的4.53倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度高；净资产为340.25亿元，约为“17广汇G1”、“17广汇G2”、“18广汇G1”、“18广汇G2”和“18汽车G3”合计待偿本金（39.61亿元）的8.59倍，公司净资产对待偿本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为76.75亿元，约为“17广汇G1”、“17广汇G2”、“18广汇G1”、“18广汇G2”和“18汽车G3”合计待偿本金（39.61亿元）的1.94倍，公司EBITDA对待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入1,600.15亿元，约为“17广汇G1”、“17广汇G2”、“18广汇G1”、“18广汇G2”和“18汽车G3”合计待偿本金（39.61亿元）的40.40倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度高。

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规模较大、收入实现质量较高等因素，联合评级认为，公司对“17 广汇 G1”、“17 广汇 G2”、“18 广汇 G1”、“18 广汇 G2”和“18 汽车 G3”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”）。截至 2019 年 3 月底，广汇汽车注册资本 81.84 亿元，控股股东广汇集团持股比例为 32.64%，质押股份占其所持有股票的 58.33%，广汇汽车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 2018 年底，广汇汽车合并资产总额 1,414.93 亿元，负债合计 953.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）461.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 370.15 亿元。2018 年，广汇汽车实现营业收入 1,661.73 亿元，净利润（含少数股东损益）39.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.57 亿元；经营活动现金流量净额 21.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-85.13 亿元。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车合并资产总额 1,364.59 亿元，负债合计 893.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）470.67 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 376.82 亿元。2019 年 1~3

月，广汇汽车实现营业收入 373.01 亿元，净利润（含少数股东损益）9.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.01 亿元；经营活动现金流量净额-110.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.46 亿元。

广汇汽车注册地址：辽宁省大连市甘井子区华北路 699 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，2018 年广汇有限实现营业收入 1,2686.57 亿元，占广汇汽车营业收入的 77.42%；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

（1）财务概况

广汇汽车提供的 2018 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的审计意见，2019 年一季度合并财务报表未经审计。广汇汽车经审计的财务报表按照财政部于 2006 年及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。财政部于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)及其解读，广汇汽车已按照上述通知调整 2017 年度及 2016 年度的财务报表。广汇汽车对投资性房地产的计量方式由原成本模式变更为公允价值模式，作为会计政策变更处理，对财务报表相应进行了追溯调整。

从合并范围来看，2018 年，广汇汽车投资新设子公司 10 家，通过非同一控制下企业合并收购子公司 40 家，不再纳入合并范围的子公司 14 家。广汇汽车合并范围内子公司数量增长较快，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底，广汇汽车合并资产总额 1,414.93 亿元，负债合计 953.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）461.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 370.15 亿元。2018 年，广汇汽车实现营业收入 1,661.73 亿元，净利润（含少数股东损益）39.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.57 亿元；经营活动现金流量净额 21.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-85.13 亿元。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车合并资产总额 1364.59 亿元，负债合计 893.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）470.67 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 376.82 亿元。2018 年，广汇汽车实现营业收入 373.01 亿元，净利润（含少数股东损益）9.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.01 亿元；经营活动现金流量净额-110.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.46 亿元。

（2）资产质量

截至 2018 年底，广汇汽车资产总额 1,414.93 亿元，较年初增长 4.58%；其中，流动资产占比 60.39%，非流动资产占比 39.61%，流动资产占比较高，符合广汇汽车以汽车经销为主的业务特点。

流动资产

截至 2018 年底，广汇汽车流动资产 854.51 亿元，较年初增长 3.86%；流动资产主要由货币资金（占比 29.69%）、预付款项（占比 23.61%）、存货（占比 24.12%）和一年内到期的非流动资产（占比 13.01%）构成。

截至 2018 年底，广汇汽车货币资金 253.68 亿元，较年初减少 21.88%，主要系当年筹资活动取得现金大幅减少所致；其中，银行存款占 44.95%，其他货币资金占 55.00%；受限资金 139.54 亿元，占比 55.00%，主要为质押给银行用于开具银行承兑汇票的票据保证金、向金融机构申请借款所存入的保证金存款以及向银行申请保函所存入银行的保证金，广汇汽车货币资金受限程度较

高。

截至 2018 年底，广汇汽车预付款项 201.72 亿元，较年初增长 22.06%，主要系广汇汽车汽车销售及维修业务规模扩大，带动采购增加所致；其中，一年以内的预付款项占比 99.80%，账龄较短；从集中度来看，广汇汽车按欠款方归集的期末余额前五名占比 57.39%，集中度较高。

广汇汽车存货主要包括库存商品、在途物资等，其中库存商品主要为整车及汽车零部件等。截至 2018 年底，广汇汽车存货 206.10 亿元，较年初增长 21.00%，主要系业务规模扩大和收购增加所致；其中，库存商品占 79.29%，在途物资占 20.16%；广汇汽车累计计提存货跌价准备 0.39 亿元，全部针对库存商品计提，计提比例为 0.19%。考虑到广汇汽车库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，广汇汽车存货跌价准备计提规模尚可。

广汇汽车一年内到期的非流动资产全部为一年内到期的应收融资租赁款和一年内到期的其他长期应收款。截至 2018 年底，广汇汽车一年内到期的非流动资产 111.21 亿元，较年初增长 22.93%，主要系广汇汽车融资租赁业务快速发展所致。

非流动资产

截至 2018 年底，广汇汽车非流动资产 560.41 亿元，较年初增长 5.70%，主要系固定资产、无形资产和商誉增加所致；非流动资产主要由长期应收款（占 14.64%）、固定资产（占 24.28%）、无形资产（占 17.59%）和商誉（占 33.52%）构成。

截至 2018 年底，广汇汽车长期应收款 82.03 亿元，较年初减少 0.48%，其中融资租赁款[2]占 89.45%；广汇汽车累计计提坏账准备 1.75 亿元，计提比例为 0.90%，全部为针对融资租赁款的计提。

截至 2018 年底，广汇汽车固定资产 136.07 亿元，较年初增长 10.59%，其中房屋及建筑物占 77.52%，运输工具占 16.54%；广汇汽车累计计提折旧 50.73 亿元，计提减值准备 0.65 亿元，固定资产成新率为 72.51%，成新率尚可；受限固定资产占 2.54%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。

截至 2018 年底，广汇汽车无形资产 98.55 亿元，较年初增长 12.25%，主要系收购造成经销商特许经营权增加所致；其中，特许经销权占 64.65%，土地使用权占 32.76%；累计计提摊销 17.58 亿元，计提减值准备 0.11 亿元；受限无形资产占 1.33%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。

截至 2018 年底，广汇汽车商誉 187.87 亿元，较年初增长 5.28%，主要系广汇汽车处于迅速发展时期，不断通过收购扩大规模，购买企业成本超过其净资产公允价值所致；广汇汽车累计计提商誉减值准备 1.24 亿元，占比不大。广汇汽车商誉规模较大，占资产的比重较高，若未来收购的 4S 店经营业绩未达预期，广汇汽车商誉将面临减值风险。

截至 2018 年底，广汇汽车受限资产合计 217.19 亿元，占资产总额的 15.35%，其中，受限货币资金（139.54 亿元）、受限固定资产（3.46 亿元）、受限无形资产（1.31 亿元）、受限长期应收款（含一年内到期部分，35.71 亿元），主要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一般。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车资产总额 1,364.59 亿元，较年初减少 3.56%；其中，流动资产占比 59.07%，非流动资产占比 40.93%，广汇汽车资产结构仍以流动资产为主。

总体看，2018 年底，广汇汽车资产规模略有增长，以流动资产为主；流动资产中货币资金受限比率较高，预付款项及存货占比较高，对运营资金形成较大占用；非流动资产中商誉规模较大，面临商誉减值风险。广汇汽车整体资产质量一般。

[2] 公司未对融资租赁客户进行五级分类。

（3）负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，广汇汽车负债合计 953.08 亿元，较年初增长 4.71%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占比 80.02%，非流动负债占比 19.98%，负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，广汇汽车流动负债 762.62 亿元，较年初增长 11.70%，主要系短期借款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 26.46%）、应付票据及应付账款（占 38.60%）、其他应付款（占 6.54%）和一年内到期的非流动负债（占 19.02%）构成。

截至 2018 年底，广汇汽车短期借款 201.78 亿元，较年初增长 15.71%，主要系业务规模扩大需补充流动资金所致，其中，信用借款占 58.63%，抵押借款占 34.00%。

截至 2018 年底，广汇汽车应付票据及应付账款 294.36 亿元，较年初增长 4.78%，主要系收购增加及业务规模扩大所致。

截至 2018 年底，广汇汽车其他应付款 49.91 亿元，较年初减少 11.87%，主要系应付股权收购款减少所致，其中，应付股权收购款占 24.08%；应付保证金占 27.66%。

截至 2018 年底，广汇汽车一年内到期的非流动负债 145.08 亿元，较年初增长 14.56%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2018 年底，广汇汽车非流动负债 190.46 亿元，较年初减少 16.28%，主要系长期借款和应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 70.02%）、应付债券（占 15.78%）和递延所得税负债（占 10.56%）构成。

截至 2018 年底，广汇汽车长期借款 133.35 亿元，较年初减少 14.87%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致，其中，信用借款占 76.89%；质押借款占 18.30%；资产证券化占 4.15%。从期限分布来看，截至 2018 年底，1~2 年内到期的长期借款占 89.90%，2~3 年内到期的占 7.39%，3 年以上到期的占 5.71%，广汇汽车面临一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，广汇汽车应付债券 30.05 亿元，较年初减少 35.30%，从期限分布来看，1~2 年内到期的长期借款占 63.77%，2~3 年内到期的占 36.23%，广汇汽车面临一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，广汇汽车递延所得税负债 20.11 亿元，较年初增长 16.99%，主要系收购增加造成因非同一控制下企业合并资产评估增值形成的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，广汇汽车全部债务 530.84 亿元，较年初增长 5.26%，其中，短期债务占比 69.22%；长期债务占比 30.78%，广汇汽车债务结构以短期债务为主。截至 2018 年底，广汇汽车资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.36%和 53.47%，较年初分别上升 0.09 个百分点和 0.22 个百分点；长期债务资本化比率为 26.13%，较上年下降 5.32 个百分点。广汇汽车于 2017 年 3 月 31 日通过信托公司发起设立永续债投资信托项目，募集资金总额 10.00 亿元，计入其他权益工具。若将信托永续债调整计入长期债务，截至 2018 年底，广汇汽车资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为 68.07%、54.47%和 27.74%，广汇汽车债务负担较重，但仍属可控。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车负债合计 893.92 亿元，较年初增长下降 6.21%；其中，流动负债占比 74.79%，非流动负债占比 25.21%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，广汇汽车全部债务 575.95 亿元，较年初增长 8.50%；债务结构中，短期债务占比 65.49%，长期债务占比 34.51%；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 65.51%、55.03%和 29.69%，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，广汇汽车负债规模略有增长，以流动负债为主；整体债务负担较重，债

务结构有待优化，广汇汽车面临一定的集中偿债压力。

所有者权益

截至 2018 年底，广汇汽车所有者权益合计 461.85 亿元，较年初增长 4.31%，主要系未分配利润增长所致；其中，归属于母公司的所有者权益 370.15 亿元（占比 80.14%），少数股东权益 91.70 亿元（占比 19.86%）。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占比 22.20%，资本公积占比 36.85%，盈余公积占比 1.54%，未分配利润占比 38.61%，以股本、资本公积为主，广汇汽车权益结构稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车所有者权益合计 470.67 亿元，较年初增长 1.91%；其中，归属于母公司的所有者权益 376.82 亿元（占比 80.06%），少数股东权益 93.85 亿元（占比 19.94%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 21.72%，资本公积占比 35.76%，盈余公积占比 1.51%，未分配利润占比 39.63%，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，广汇汽车所有者权益规模保持平稳增长，所有者权益稳定性尚可。

（4）盈利能力

2018 年，广汇汽车实现营业收入 1,661.73 亿元，较上年增长 3.40%，主要来自整车销售收入的增长；营业成本 1,490.40 亿元，较上年增长 2.73%，增幅略低于营业收入。2018 年净利润 39.74 亿元，较上年减少 11.91%，主要系期间费用增幅大于营业收入增幅以及资产减值损失对利润的侵蚀加重所致；归属于母公司所有者的净利润 32.57 亿元。

期间费用方面，2018 年，广汇汽车费用总额 110.51 亿元，同比增长 19.22%；其中，销售费用占比 47.49%，管理费用占比 25.22%，财务费用占比 27.29%，以销售费用为主。2018 年，广汇汽车销售费用 52.48 亿元，较上年增加 19.89%，主要系业务规模扩大，人工成本、市场推广、折旧及摊销等费用增长所致；广汇汽车管理费用 27.87 亿元，较上年增加 14.54%，主要系经营规模扩大，人工成本、租赁物管费、折旧及摊销等费用相应增加所致；广汇汽车财务费用 30.16 亿元，较上年增加 22.64%，主要系融资规模扩大，利息支出增长所致。2018 年，广汇汽车费用收入比分别为 5.58%、5.77%和 6.65%，较上年上升 0.88 个百分点，费用控制能力有所提升。

从利润构成来看，2018 年，广汇汽车资产减值损失为 7.22 亿元，占广汇汽车营业利润的比重 13.67%，对广汇汽车利润有一定侵蚀。2018 年，资产减值损失大幅增加，主要系广汇汽车对长期股权投资、商誉以及可供出售金融资产计提减值准备所致。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。

从盈利能力指标看，2018 年，广汇汽车营业利润率 10.01%，较上年上升 0.60 个百分点；总资本收益率 6.75%，较上年下降 1.43 个百分点；净资产收益率 8.79%，较上年下降 3.56 个百分点；总资产报酬率为 5.66%，较上年下降 1.00 个百分点。与同行业上市公司相比，广汇汽车盈利能力指标处于行业中等水平。

表 10　同行业上市公司 2018 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	6.18	4.72	7.72
中升控股	9.21	12.28	21.30
庞大集团	0.64	-9.60	-62.48
正通汽车	11.98	6.80	10.96
广汇汽车	**10.01**	**5.66**	**8.79**

资料来源：Wind

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标均引自 Wind。Wind 计算口径与本报告附表计算口径存在一定差异。

2019 年 1~3 月，广汇汽车实现营业收入 373.01 亿元，较上年同期减少 5.49%，实现净利润 9.75 亿元，较上年同期减少 26.86%，归属母公司所有者的净利润 8.01 亿元。

总体来看，2018 年，广汇汽车营业收入略有增长，但费用控制能力一般，资产减值损失对广汇汽车利润造成一定侵蚀，广汇汽车整体盈利能力处于行业中等水平。

（5）现金流

从经营活动看，2018 年，广汇汽车经营活动现金流入 2,044.19 亿元，同比增长 5.27%，主要系整车销售规模增长所致。经营活动现金流出 2,022.59 亿元，同比增长 6.90%，增幅大于现金流入，主要系整车采购规模增长所致。综上，2018 年广汇汽车经营活动现金流量净额为 21.60 亿元，同比减少 56.66%；广汇汽车现金收入比为 121.65%，同比上升 1.95 个百分点，广汇汽车整体收入实现质量仍较高，经营活动现金流状况良好。

从投资活动看，2018 年广汇汽车投资活动现金流入 90.88 亿元，同比减少 61.72%，主要系广汇汽车利用闲置资金对外进行投资的规模有所波动，收回投资收到的现金波动增长所致；投资活动现金流出 156.03 亿元，同比减少 45.43%，主要系投资收到的现金波动增长所致。综上，2018 年，广汇汽车投资活动现金净流出 65.15 亿元。

从筹资活动看，2018 年，广汇汽车筹资活动现金流入 601.21 亿元，同比减少 15.53%，主要系 2017 年筹资活动现金流入规模较大使得当年基数较大所致；筹资活动现金流出 642.97 亿元，同比增长 6.39%，主要系偿债规模增长所致。综上，2018 年，广汇汽车筹资活动现金流量净额为-41.76 亿元，同比减少 138.88%。

2019 年 1~3 月，广汇汽车经营活动现金流量净额为-110.26 亿元、投资活动现金流量净额为 64.00 亿元，筹资活动现金流量净额为 51.71 亿元。

总体看，2018 年，广汇汽车经营活动现金流保持净流入，收入实现质量良好；但对外投资支出规模较大，经营活动现金净流入无法满足其持续投资活动现金需求，广汇汽车存在较大的外部融资需求。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，广汇汽车流动比率由年初的 1.21 倍下降至 1.12 倍；速动比率由年初的 0.96 倍下降至 0.85 倍；受现金类资产和短期债务规模波动影响，现金短期债务比由年初的 1.08 倍下降至 0.69 倍。2018 年，广汇汽车经营现金流动负债比率由年初的 7.30%下降至 2.83%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度一般。整体看，广汇汽车短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，广汇汽车 EBITDA 为 95.54 亿元，同比减少 2.88%，其中，折旧和摊销占比 18.07%；计入财务费用的利息支出占比 26.90%；利润总额占比 55.02%；EBITDA 以利润总额为主。2018 年，广汇汽车 EBITDA 利息倍数由年初的 3.91 倍下降至 3.72 倍，但 EBITDA 对利息的覆盖程度仍较高；EBITDA 全部债务比由年初的 0.20 倍下降至 0.18 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，广汇汽车长期偿债能力仍较强。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车取得的各类金融机构授信额度合计 913.80 亿元，尚未使用的授信额度 373.28 亿元，广汇汽车间接融资渠道畅通。广汇汽车为上交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车对外担保余额 0.38 亿元，对外担保对象均为下属子公司客户分期业务。根据分期贷款协议的规定，购车人以其所购车辆作为抵押的同时，由广汇汽车为其提供担保。广汇汽车对外担保主要来自业务经营，或有负债风险较低。

截至 2019 年 3 月底，广汇汽车不存在重大未决诉讼及仲裁事项。

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 2019 年 4 月 19 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，广汇汽车偿债能力指标有所弱化，但考虑到广汇汽车融资渠道畅通、未使用银行授信规模较大、过往债务履约情况良好及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 2018 年底财务数据测算，广汇汽车现金类资产和净资产约为待偿本金（39.61 亿元）的 0.64 倍和 11.66 倍，覆盖程度较高。2018 年，广汇汽车经营活动现金流入量为待偿债券本金合计（39.61 亿元）的 51.61 倍，对待偿债券本金的覆盖程度高。2018 年，广汇汽车 EBITDA 对待偿债券本金合计（39.61 亿元）的覆盖倍数为 2.41 倍，覆盖程度较高。

总体看，跟踪期内，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

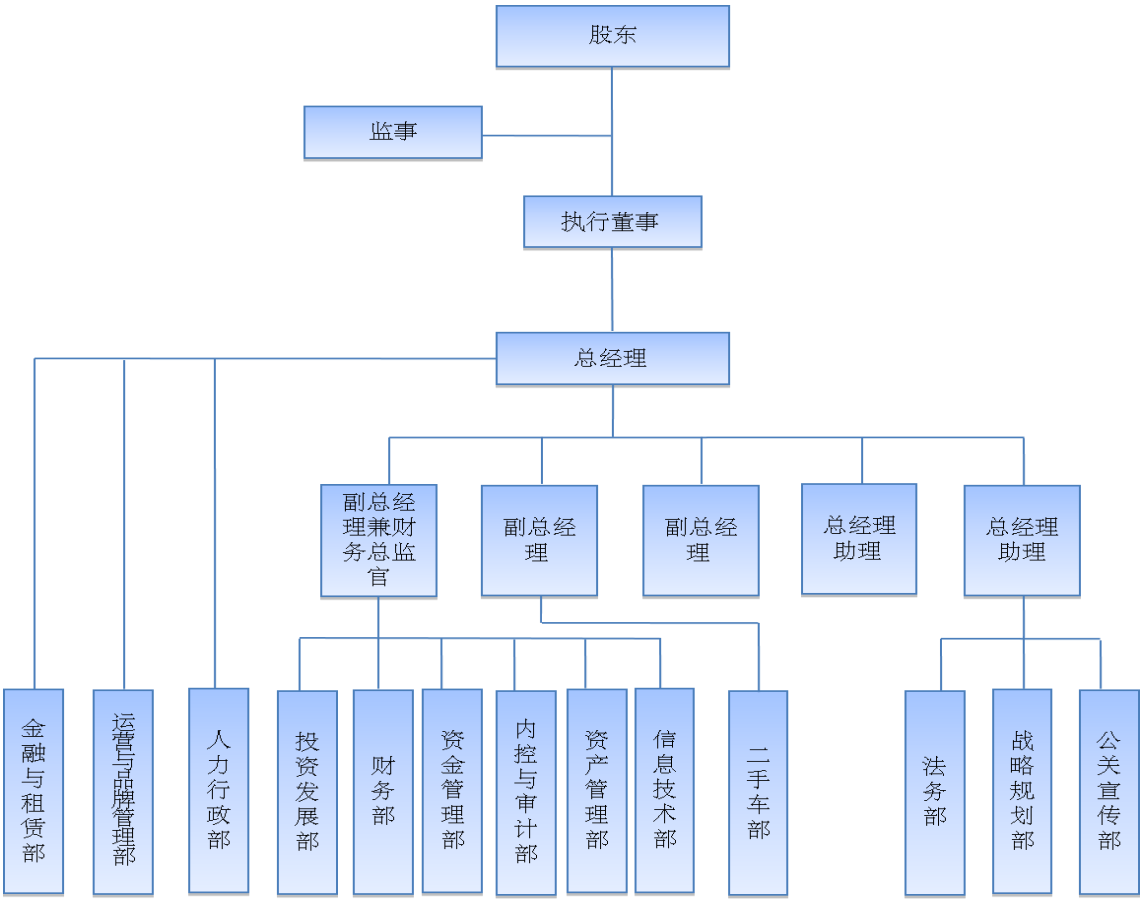
跟踪期内，公司整体经营情况良好，通过不断扩大经营网络，其收入规模保持增长，经营活动现金流状况良好，规模优势仍明显。此外，公司通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务，综合竞争力得到提高。同时，联合评级也关注到国内乘用车产销下降，公司房屋土地瑕疵问题仍未解决，商誉规模较大且存在一定的减值风险，整体债务负担较重且到期债务集中度较高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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拓展，公司经营状况将保持良好，综合实力有望提高。

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保持增长，收入质量较高，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，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”，同时维持“17广汇G1”、“17广汇G2”、“18广汇G1”、“18广汇G2”和“18汽车G3”的债项信用等级为AA+。

附件 1　广汇汽车服务有限责任公司
组织结构图



附件 2　广汇汽车服务有限责任公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	877.37	1,070.18	1,126.28	1,077.51
所有者权益（亿元）	226.42	307.64	340.25	348.07
短期债务（亿元）	407.86	453.64	504.59	--
长期债务（亿元）	115.82	152.24	108.77	--
全部债务（亿元）	523.69	605.88	613.36	--
营业收入（亿元）	1,183.04	1,261.05	1,286.57	293.69
净利润（亿元）	30.28	40.71	34.73	9.50
EBITDA（亿元）	61.85	78.49	76.75	--
经营性净现金流（亿元）	21.77	26.30	14.65	-75.59
应收账款周转次数（次）	99.54	51.58	54.03	--
存货周转次数（次）	17.21	8.88	7.77	--
总资产周转次数（次）	2.70	1.30	1.17	0.27
现金收入比率（%）	121.12	120.49	122.85	124.00
总资本收益率（%）	11.62	6.97	5.91	--
总资产报酬率（%）	11.71	6.89	5.84	--
净资产收益率（%）	26.75	15.24	10.72	2.76
营业利润率（%）	8.50	9.27	10.15	10.46
费用收入比（%）	5.24	5.64	6.51	6.84
资产负债率（%）	74.19	71.25	69.79	67.70
全部债务资本化比率（%）	69.81	66.32	64.32	--
长期债务资本化比率（%）	33.84	33.10	24.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.65	4.54	3.67	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.13	--
流动比率（倍）	0.92	1.06	1.00	1.01
速动比率（倍）	0.67	0.84	0.75	0.72
现金短期债务比（倍）	0.34	0.53	0.36	--
经营现金流动负债比率（%）	4.20	4.43	2.22	-12.61
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.56	1.98	1.94	--

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、其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务。

附件 3　广汇汽车服务集团股份公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,120.04	1,352.99	1,414.93	1,364.59
所有者权益（亿元）	287.88	442.77	461.85	470.67
短期债务（亿元）	305.52	301.22	367.43	377.16
长期债务（亿元）	165.92	203.10	163.41	198.79
全部债务（亿元）	471.44	504.32	530.84	575.95
营业收入（亿元）	1,354.22	1,607.12	1,661.73	373.01
净利润（亿元）	30.49	45.11	39.74	9.75
EBITDA（亿元）	71.76	98.37	95.54	--
经营性净现金流（亿元）	33.01	49.83	21.60	-110.26
应收账款周转次数（次）	56.22	51.84	56.14	--
存货周转次数（次）	8.33	8.87	7.89	--
总资产周转次数（次）	2.42	1.30	1.20	0.27
现金收入比率（%）	120.56	119.70	121.65	122.57
总资本收益率（%）	6.90	8.18	6.75	--
总资产报酬率（%）	6.26	6.65	5.66	--
净资产收益率（%）	12.03	12.35	8.79	2.09
营业利润率（%）	8.57	9.41	10.01	10.47
费用收入比（%）	5.58	5.77	6.65	7.09
资产负债率（%）	74.30	67.27	67.36	65.51
全部债务资本化比率（%）	62.09	53.25	53.47	55.03
长期债务资本化比率（%）	36.56	31.45	26.13	29.69
EBITDA 利息倍数（倍）	3.70	3.91	3.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.20	0.18	--
流动比率（倍）	0.99	1.21	1.12	1.21
速动比率（倍）	0.75	0.96	0.85	0.89
现金短期债务比（倍）	0.71	1.08	0.69	0.51
经营现金流动负债比率（%）	5.14	7.30	2.83	-16.49
EBITDA/待偿本金合计（倍）	7.17	9.84	9.55	--

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、2019 年 1 季度数据未经审计，相关指标未年化；4、其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务。

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。