

信用等级公告

联合[2017] 2878 号

联合资信评估有限公司通过对广汇汽车服务股份有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

广汇汽车服务股份有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

广汇汽车服务股份有限公司
2018 年度第一期中期票据的信用等级为
AA⁺

特此公告。



广汇汽车服务股份公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：6 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：补充流动资金

评级时间：2017 年 12 月 1 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	47.90	39.95	92.26	96.40
资产总额(亿元)	614.90	758.11	1119.60	1172.25
所有者权益(亿元)	160.11	219.02	287.55	327.21
短期债务(亿元)	324.74	414.69	532.90	472.58
长期债务(亿元)	74.12	39.16	165.92	239.39
全部债务(亿元)	398.87	453.85	698.82	711.97
营业收入(亿元)	863.57	937.00	1354.22	1121.32
利润总额(亿元)	22.95	27.00	39.76	41.99
EBITDA(亿元)	39.66	48.23	72.19	--
经营性净现金流(亿元)	11.92	55.63	33.08	-22.80
营业利润率(%)	8.18	8.92	8.57	9.85
净资产收益率(%)	11.21	9.67	10.58	--
资产负债率(%)	73.96	71.11	74.32	72.09
全部债务资本化比率(%)	71.36	67.45	70.85	68.51
流动比率(%)	99.57	97.82	99.00	114.74
经营现金流负债比(%)	3.20	11.47	5.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.06	9.32	9.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.19	3.67	3.64	--

注：1.2017 年 1~9 月财务数据未经审计；

2.2014 年（底）财务数据引用自公司 2015 年审计报告期初/上期数；

3.现金类资产已剔除使用受限部分；

4.截至 2017 年 9 月底，所有者权益中包含 10 亿元永续债。

分析师

贺苏凝 陈 婷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

广汇汽车服务股份公司（下称“公司”）是全国最大的乘用车经销与综合服务集团，经销中高端品牌为主，网络规模和品牌优势明显。公司于 2015 年 6 月完成借壳上市，2016 年成功完成对广汇宝信汽车集团有限公司（下称“广汇宝信”）的收购，近年通过新建和收购方式大力扩展网点，资产、收入和利润规模持续攀升，主业盈利稳定。同时，联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）关注到，受租赁业务拓展影响，公司经营活动获现水平波动，营运资金需求和资本支出保持较大规模，有息债务负担重；货币资金受限比重高且短期债务规模大；并购形成了大规模商誉，若被收购企业未来业绩不及预期，存在商誉减值风险等，上述因素可能给公司经营带来不利影响。

未来，公司规模扩张将相应带来门店管理以及消费金融风控难度的加大，乘用车市场增速波动也会影响业绩的稳定增长。考虑到《汽车销售管理办法》的出台为经销商带来更多的经营自主性，公司销售网络多布局于保有量偏低的中西部地区，可凭借自身规模和资源优势来进一步拓展市场空间。

公司经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 均对本期中期票据保障能力强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 《汽车销售管理办法》的出台为经销商带来更多的经营自主性，公司凭借规模和资源优势，有望进一步获得市场拓展空间。
2. 公司是全国最大的乘用车经销与综合服务集团，经营中高端品牌为主，销售网络和品

牌优势明显，利润规模不断攀升；近年通过并购和新建不断拓展经销网络，布局售后增值服务体系，汽车后业务盈利能力强。

3. 2015 年，公司完成借壳上市，并成功募集配套资金 60 亿元，用于股权收购和发展乘用车融资租赁业务，资本实力得到提升。
4. 香港上市子公司广汇宝信 2016 年及 2017 年上半年利润均明显提升，公司对其的并购有助于增强豪华品牌覆盖、优化区域布局。
5. 公司经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 均对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 汽车经销行业集中度仍然较低，竞争激烈，新车销售业务毛利率普遍较低，融资租赁业务存在风控难度和资金回收风险。
2. 公司依靠外延式并购扩张业务，新布局的经销网点存在管理和整合难度；近年收购形成大规模商誉，若并购业务发展未及预期，存在商誉减值风险。
3. 公司货币资金受限比重高，存货和预付款项规模较大，有息债务负担重，短期债务规模大，存在短期支付压力。
4. 公司自有或租赁的部分土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐全、物业租赁手续不完备等情形。

声 明

一、本报告引用的资料主要由广汇汽车服务股份公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广汇汽车服务股份公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

广汇汽车服务股份公司（下称“公司”或“广汇股份”）设立于 2006 年 6 月，由新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（下称“广汇集团”）、广西物资集团总公司、新疆机电设备有限责任公司工会委员会、上海汇能投资管理有限公司、新疆专用汽车有限责任公司、新疆滚动轴承制造有限责任公司、河南物产有限公司、朱玉喜、沈国明和龙汉维共同发起设立，初始注册资本为 6.51 亿元（主发起人广汇集团认购出资额的 49.66%），其中货币实缴出资 0.92 亿元（全部由广汇集团认购），股权认购出资 5.59 亿元（认购出资的股权为新疆机电设备有限责任公司、广西壮族自治区机电设备有限责任公司及河南省裕华汽车贸易集团有限公司三家公司 100% 的股权，评估价值合计 4.89 亿元，合计作价 5.59 亿元计入股权出资）。后经多次股本增减及股权结构调整，并于 2007 年初引入外资转为中外合资企业¹，公司注册资本于 2014 年底增至 42.50 亿元，第一大股东为广汇集团（持有 44.25% 股权）。

2015 年 6 月，公司与上市公司美罗药业股份有限公司（下称“美罗药业”，股票代码“600297”）完成重大资产重组：美罗药业以其截至 2014 年 6 月 30 日除可供出售金融资产外合法拥有的全部资产及负债（下称“置出资产”）与广汇集团、CGA 等（下称“交易对方”）持有的原广汇股份 100% 股权（下称“置入资产”）进行资产置换，置入、置出资产的作价差额由上市公司向交易对方

发行股份购买；交易对方将置出资产转让给美罗集团有限公司（下称“美罗集团”）或其指定的第三方，美罗集团支付所持有的 3000 万股美罗药业股票作为承接置出资产的对价。同时，上市公司向特定对象发行 2.97 亿股募集配套资金 60.00 亿元，用于进一步提升重组整合绩效。

上述重大重组事项完成后，原广汇股份由于股权全部过户至美罗药业名下，不再具备股份有限公司组织形式，其名称变更为广汇汽车服务有限责任公司（下称“广汇有限”）；美罗药业更名为广汇汽车服务股份公司。后经过资本公积转增股本，截至 2017 年 9 月底，公司注册资本 71.51 亿元²，广汇集团持有公司 37.26% 股权，是公司控股股东，公司实际控制人为孙广信先生。

截至 2016 年底，公司资产总额 1119.60 亿元，所有者权益合计 287.55 亿元（含少数股东权益 51.89 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 1354.22 亿元，利润总额 39.76 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 1172.25 亿元，所有者权益合计 327.21 亿元（含少数股东权益 63.10 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1121.32 亿元，利润总额 41.99 亿元。

公司注册地址：大连市甘井子区营升路 9 号；法定代表人：李建平。

二、中期票据概况

公司计划注册中期票据额度 20 亿元，本期计划发行 2018 年度第一期中期票据（下称“本期中期票据”），本期中期票据计划发

¹ 2007 年 1 月，注册于毛里求斯的 China Grand Automotive (Mauritius) Limited（简称“CGA”）以 1.06 亿美元对广汇股份增资，广汇股份注册资本增至 11.23 亿元，CGA 实际控制人德克萨斯太平洋集团 TPG 是美国最大的私人股权投资公司之一。

² 2017 年 4 月，根据公司 2016 年度利润分配预案，以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股，共计转增 16.50 亿股，转增后公司总股本变更为 71.51 亿股，相关工商变更等手续已完成。

行额度为 6 亿元，期限 3 年，募集资金全部用于补充公司流动资金。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1~6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元

加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1~6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1~6 月，中国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1~6 月，网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长

态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1~6 月，中国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10% 以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济分析

1. 汽车行业概况

汽车行业具有产业集中度高、规模效益明显、资金和技术密集等特点，截至 2016 年底，中国汽车产销规模已连续 8 年居全球第一，国内千人汽车保有量已达 140 辆，城镇化以及国民消费升级带动中国汽车销量持续增长，但增速呈周期性波动。

2016 年，中国汽车产销分别完成 2811.9 万辆和 2802.8 万辆，同比增长 14.5% 和 13.7%，较上年提升 11.2 和 9.0 个百分点；乘用车和商用车分别完成销量 2437.7 万辆和 365.1 万辆，受益于购置税减半、新能源推广政策以及煤炭、钢铁等基础行业景气度回升对物流运输的拉动，销量同比增长 14.9% 和 5.8%，商用车销量增速实现了 2014 年以来的首次正向增长；根据中汽协编辑整理的海关总署数据显示，2016 年，国内汽车市场需求回升，汽车整车进口总量 107.70 万辆，同比下降 2.26%，降幅收窄 20.47 个百分点。2017 年 1~9 月，中国汽车产销分别完成 2034.92 万辆和 2022.45 万辆，同比增长 4.77% 和 4.46%，比上年同期减缓 8.48 个和 8.71 个百分点，乘用车和商用车分别完成销量 1715.05 万辆和 307.40 万辆，同比增长 2.38% 和 17.85%。

经营效益方面：根据中汽协官网披露，中国汽车行业 15445 家规模以上企业主要经济指标快报显示，2016 年汽车行业亏损家数有所减少，主营业务收入提升较快，利润总额稳步增长；2017 年 1~8 月的主营业务收入和利润总额增速均小幅回落。

库存方面：汽车经销商库存系数自 2016 年 2 月起震荡下行，相比往年处于较低水平，2017 年以来出现明显增长，6 月达到 1.75 的高点后逐步回落，9 月回落至 1.21（略高于上年同期），之后由于购置税优惠即将到期等可能利好需求的因素，经销商多于 10 月补充了库存，库存系数回升至 1.33，但仍位于警戒线（大约 1.50）以下。分国别看，一方面，

自主品牌库存系数始终处于相对高位（9月为1.46），合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率；另一方面，2014~2016年，汽车经销商库存系数是在逐渐下降的，合资品牌汽车近三年的库存系数均值（按“月度库存系数之和/12”计算）分别为1.48、1.33和1.23，自主品牌分别为1.84、1.74和1.57。分车型来看，2016年1~12月，乘用车库存量水平的波动区间明显小于上年，在2016年全年销量增速攀升的情况下，库存相对稳定，但2017年出现了库存的快速增长；商用车库存量在2016年1~11月稳定在20~25万辆的区间内，12月末出现明显提升，2017年以来持续回落。

乘用车

中国乘用车市场作为汽车市场的主要构成，2015年销量首次超过2000万辆，2016年销量完成2437.7万辆，占整个汽车市场的87%，近年来销量始终保持增长（2016年同比增长约15%）；2017年1~9月销量完成1715.05万辆，同比增长2.38%（上年同期为11.13%），增速明显回落。由于燃油经济性等原因，中档的小排量车型成为消费市场的主力，但其销量增长程度受政策影响较明显，2016年1.6升及以下乘用车销售1760.7万辆，占乘用车销量的72.2%，同比增长21.4%，主要受益于自2015年10月其实施的“购买1.6升及以下排量乘用车购置税减半”优惠政策；后该优惠政策“退坡”（自2017年1月起改为按7.5%征收购置税），2017年前三季度，中国1.6升及以下乘用车实现销量1170.12万辆，同比下降2.8%。

分车型看，2016年，轿车销售1215.0万辆，同比增长3.4%，SUV销售904.7万辆，同比增长44.6%，MPV销售249.7万辆，同比增长18.4%，交叉型乘用车销售68.4万辆，同比下降37.8%；SUV延续快速增长，MPV增速进一步提升，体量最大的轿车增速转正，交叉型乘用车持续下滑。2017年前三季度，

除SUV仍然保持了同比16.05%的增长外，其他车型出现了不同程度的销量回落。分国别看，2016年，中国品牌乘用车销量1052.86万辆，同比增长20.50%，占有率同比提升2个百分点至43.19%；德、日、美、韩、法系分别占18.50%、15.55%、12.16%、7.35%和2.64%（法系下降较快，其他均增长）。2017年前三季度，中国品牌占有率为42.89%，高于上年同期0.67个百分点，韩、法份额明显下降，其余品牌均有提升（日系仍处较快增长）。

从整体价格趋势看，根据中国汽车流通协会的统计，2016年1~12月的乘用车整体价格变化指数（当月值）均为负数，价格走势持续下行；而对比增速相对低的2014~2015年，其二、三季度仍能呈现一定幅度的价格回升，可见2016年乘用车市场价格压力明显。进入2017年，1月该指数仍为负数，2~7月均为正数，比往年更早进入价格上升通道。

整体看，受益于购置税减半政策对相应车型的拉动作用，2016年，中国乘用车销量增速再度回升，轿车实现正向增长，SUV销量持续快速攀升，但价格下行压力凸显。2017年以来，由于购置税优惠政策退坡等因素影响，各车型增速不同程度放缓，但价格有所恢复，随着各品牌新车型逐步推出以及四季度传统旺季的到来，2017年乘用车市场仍有望获得平稳增长。

新能源汽车

根据中汽协的统计，2016年，新能源汽车增速相比上年有所放缓，产销分别完成51.7万辆和50.7万辆，同比分别增长51.7%和53.0%，仍呈快速增长态势。其中，纯电动汽车产销分别完成41.7万辆和40.9万辆，同比分别增长63.9%和65.1%；插电式混合动力汽车产销分别完成9.9万辆和9.8万辆，同比分别增长15.7%和17.1%。

2016年，新能源乘用车中，纯电动乘用车产销分别完成26.3万辆和25.7万辆，同比

分别增长 73.1%和 75.1%；插电式混合动力乘用车产销分别完成 8.1 万辆和 7.9 万辆，同比分别增长 29.9%和 30.9%；新能源商用车中，纯电动商用车产销分别完成 15.4 万辆和 15.2 万辆，同比分别增长 50.2%和 50.7%；插电式混合动力商用车产销分别完成 1.8 和 1.9 万辆，同比分别下降 22.5%和 19.3%。

2017 年 1~9 月，新能源汽车产销 42.40 万辆和 39.80 万辆，同比增长 40.40%和 37.73%；纯电动汽车产销 34.80 万辆和 32.50 万辆，同比增长 51.97%和 50.46%，插电式混合动力汽车产销 7.60 万辆和 7.30 万辆，同比小幅增长或持平；市场在一季度出现观望后逐步恢复，但混合动力车和客车的市场态势仍不明朗，单月销量同比基本持平。

2. 汽车经销

根据中国汽车流通协会统计数据显示：截至 2016 年底，中国汽车经销商百强企业共设立 4S 网点 6014 家，同比增长 8.83%（2015 年同比增长 6.68%）；2016 年完成整车销量 783 万辆，同比增长 19.83%（2015 年同比增长 4.63%）。收入和盈利方面，2016 年，中国汽车经销商百强企业总营业收入合计 14993 亿元，同比增长 17.90%（2015 年同比增长 3.20%），毛利率为 5.20%，较上年的 4.47%有所提升，但仍未达到 2014 年的水平（为 6.13%），整体看利润空间较薄；收入构成方面，新车销售收入比重逐年小幅下降，而二手车销售、售后服务、金融保险（含租赁）的收入比重均有增长。

表 1 中国汽车经销商百强企业收入构成（单位：%）

年度	新车销售	二手车销售	售后服务	金融保险（含租赁）
2014 年	85.30	2.40	8.70	2.10
2015 年	82.30	2.20	8.90	3.80
2016 年	81.50	4.10	9.50	3.90

资料来源：中国汽车流通协会

表 2 2016 年中国汽车经销商集团前十名企业

（单位：亿元、万辆）

排名	集团名称	营业收入	销量
1	广汇汽车服务股份公司	1354.22	91.50
2	中升集团控股有限公司	715.99	32.80
3	利星行汽车	661.77	15.75
4	庞大汽贸集团股份有限公司	660.09	52.18
5	上海永达控股（集团）有限公司	559.89	17.26
6	国机汽车股份有限公司	505.85	17.07
7	恒信汽车集团股份有限公司	442.84	24.12
8	大昌行集团有限公司	399.57	8.33
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	363.94	23.20
10	中国正通汽车服务控股有限公司	315.19	10.56

资料来源：中国汽车流通协会

注：上表中销量包含二手车销量

汽车售后服务

汽车售后产业链较长，主要涉及汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等。按国际惯例，在一个完全成熟的国际化汽车市场里，汽车的销售利润约占整个汽车业利润的 20~30%，零部件供应利润约占 20%，其余均源于包含零部件供应在内的汽车后市场。汽车厂商一般会给新车提供 2~3 年或者一定里程内的保修，过保之后的维修费用需要车主自行承担；从汽车零部件的使用周期来看，经过 2~4 年的使用期或行驶四万公里左右里程后，许多重要部件开始需要更替。因此，4S 店售后服务的需求会在汽车出售后的第 3 年开始攀升，第 4~9 年内达到最大。随着中国汽车保有量基数逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

目前，中国的汽车后市场尚处于逐渐成熟的初期阶段，与发达国家相比仍有一段距离；对于国内经销商来讲，新车销售仍是主要利润来源，贡献率可达到 50%左右，其次为零部件及售后服务，贡献率约为 40%，金融、保险和二手车业务比重较低。由于盈利结构的差距以及汽车经销环节的利润率偏低，国内汽车经销商正在逐渐向拥有更高利润率的环节——即汽车产业链的后部转移。

3. 行业政策及关注

减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税

2016 年 12 月，财政部、国家税务总局发布《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》，自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 税率征收车辆购置税；自 2018 年 1 月 1 日起，恢复 10% 的法定税率。本次《通知》是在 2015 年发布的“2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日购买 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”基础上，相应降低了购置税优惠力度。

从 2016 年销量看，之前实施的购置税减半政策有力促进了相应车型的销售，尤其在 6~11 月，乘用车当月销量同比增速均在 17% 以上，下半年贡献了全年销量的 55%（2015 年贡献率是 52%），一定程度透支了后续的消费需求。随着新优惠政策出台，一方面对 2017 年的销售增长带来阶段性影响，另一方面相应企业也可能调整新车型的布局计划。

商务部正式发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》（下称“《办法》”）自 2016 年 1 月公开征求意见，已于 2017 年 2 月经商务部审议通过，自 2017 年 7 月 1 日起施行；同时废止《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令 2005 年第 10 号）。《办法》在“总则”之后，通过对销售行为规范、销售市场秩序、监督管理、法律责任几个方面具体阐述，相比之前，将适用范围“销售”扩展到“销售+售后”，重点明确供应商、经销商、售后服务商等市场主体的权责，同时从明示收费标准、建立投诉制度等方面强化消费者权益。

《办法》对市场主体权责规范进行了部分修订，对重点修订的分析如下：①取消单一的品牌授权模式：经销市场可能会出现授权经营和非授权经营两种形式，可使经销商门槛降低，市场渠道多元化；②若供应商采取授权方式，规定品牌授权期（不含店铺建

设期）一般每次不低于 3 年，首次授权一般不低于 5 年（原先规定 1 年 1 次）：由于 4S 店具有一定投资门槛，面临人工和租金成本上涨压力，延长授权期能够维护经销商投资利益；③规定供应商、经销商不能对消费者限定汽车相关用品的提供商和售后服务商、强制消费者购买保险等业务（原先规定由汽车供应商安排销售和售后服务）：有助于打破整车厂商对汽配维修等售后的专营，引入竞争因素，也从另一方面倒逼厂商让渡部分售后利润；④规定供应商不得要求经销商同时具备销售和售后服务等功能，不得规定汽车销售量以及整车、配件库存品种或数量（双方在签署授权合同或合同延期时达成一致的除外），不得限制经营其他供应商商品以及为其他供应商提供配件等售后服务，不得对经销商搭售未订购的商品，不得限制经营本企业汽车产品的经销商之间相互转售（之前仅限定供应商不得强行规定经销数量和进行品牌搭售）：在货源及备货、跨区域供货、销量及价格等方面，削弱供应商对经销商的限制，另经销商有更多自主销售、资源调配的空间；⑤新增新能源汽车和三四线城市汽车经销模式创新的要求，管理发展电子商务（之前未有涉及）：对目前快速增长的新能源汽车销售模式提出了发展建议。

随着汽车市场不断扩展，品牌竞争加剧使得盈利承压，上游厂商和下游经销商在经销准入门槛、投资回报、垫资压力、经营自主权方面的不对等地位凸显，厂商地位相对强势。新出台的《办法》允许非授权经营，放宽市场准入，意图打破品牌厂商对售后环节的垄断，推动销售、售后分离，削弱厂商对经销商的控制力度；一方面重新规范上下游的资源分配和话语权，另一方面通过促进渠道多元化、信息透明化来保障消费者权益，进而达到“发展共享型、节约型、社会化的汽车销售和售后服务网络”的目标。但同时也应关注到，非授权经销商的运营水平和服

务质量仍有待规范和提高，运作成熟的“以4S店为标志的品牌授权经营模式”可能仍是市场主要业态；经销商虽被松绑，但新制度下的多元化发展将引入更多竞争、加速优胜劣汰，而随松绑可能带来“热销车型多层转售、大型经销商压价竞争、通过关联销售及转售虚报销量”等提高流转成本、非合理竞争行为，厂商也应对此加强合同约定和监督。

持续打击汽车产业价格垄断

2014年8月以来，国家发改委及各地物价局每年均会针对汽车产业链各端的价格垄断协议行为通报并罚款，“反垄断”监管具有持续性；2016年4月，国家发改委对上海韩泰轮胎及相关经销商处以217.52万元罚款，同年12月，上海市物价局对上汽通用限定车型最低售价行为开出2.01亿元罚款。同时，国家发改委会同有关部门研究起草了《关于汽车业的反垄断指南》，已于2016年3月公开征求意见，该《指南》重点关注与新车销售、售后配件流通、售后维修服务以及滥用市场支配地位的行为，在结构上匹配《反垄断法》。

目前，反垄断指南正式推出在即，反垄断处罚已覆盖上游零部件、中游厂商、下游经销商及汽车后市场等产业链各端，且由于话语权较强的整车厂商由于销售规模大导致罚单金额高（通常按上一年度涉案产品销售额的4%计）。可见，反垄断监察具有较强的连续性和处罚力度，行政监管对整车生产和经销环境的整治是长期存在的目标。

新能源政策趋紧，骗补核查严密

2015年4月发布的《关于2016~2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》提出“2017~2018年在2016年基础上下降20%，2019~2020年在2016年基础上下降40%”，2016年12月发布的《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》提出设置中央和地方补贴上限，补贴的“退坡时间表”已明确。同时，2016年初，四部委发

布《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》并开展专项核查，工信部分批公布了对违规企业的相应处罚并责令整改，并于2017年初发布《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》，要求资质申报企业具备“汽车生产企业资质、设计开发能力及售后服务能力”等多项条件。

目前看，新能源核查的执行配合已实施的补贴“退坡”，一方面整肃行业内企业的规范经营和申报，一方面对进入下一阶段竞争的企业提出了更高要求，最终使企业脱离政策补贴后仍能良好运营，提高厂商准入门槛已是必然趋势。但现有阶段，新能源市场的高速增长对产业推广政策存在依赖性，考虑到产业链上各项配套和自有技术并不成熟，资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，政策“退坡”可能会影响部分企业的销售和获利。

五、重大事项

1. 借壳上市并配套融资60亿元

2015年6月4日，公司收到中国证监会《关于核准美罗药业股份有限公司重大资产重组及向新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，批准公司重大资产重组方案（见主体概况）。公司于6月24日完成上述重组方案及A股上市，并于同日通过非公开发行2973.24万股股份募集配套资金60亿元（发行价格20.18元/股），用于收购汇通信诚租赁有限公司16.67%股权（21.82亿元，本次交易前公司已持有该公司83.33%股权，本次收购不影响合并范围）及发展乘用车融资租赁业务（38.18亿元）以提高本次重组整合绩效。

截至2016年底，汇通信诚租赁有限公司（下称“汇通租赁”）注册资本21.60亿元，总资产146.32亿元，净资产41.96亿元；营业收入主要为融资租赁业务产生的利息收入，利润主要来源于利息收入与利息成本的

差额，2016 年实现净利润 6.83 亿元。

根据美罗药业与广汇集团签署的《盈利预测补偿协议》，广汇集团承诺：公司 2015～2017 年合并报表归属母公司净利润（扣除非经常性损益（依法取得的财政补贴及税收减免除外）后）不低于 182952.17 万元、232406.67 万元和 280341.23 万元。若未完成上述承诺，广汇集团作为补偿义务人，需对实际净利润数低于净利润承诺数的差额进行补偿，优先以补偿义务人在本次重组中认购的股份进行补偿，不足部分由补偿义务人从二级市场购买或以其他合法方式取得的上市公司股份进行补偿。根据普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《专项审核报告》：2015～2016 年，公司盈利实现数分别为 203271.13 万元和 276960.05 万元，实现率分别为 111.11%和 119.17%。

2. 收购宝信汽车

公司通过其下属间接全资子公司广汇汽车服务（香港）有限公司（下称“广汇香港”，公司间接持股 55.77%）于 2016 年 6 月 27 日完成对广汇宝信汽车集团有限公司（原名“宝信汽车集团有限公司”，后于 2017 年 4 月更为现名，股票简称相应变更为“广汇宝信”，股票代码为 1293.HK）75%股权的要约收购（以股份变更登记日为准）。公司自 2016 年 6 月 1 日起将广汇宝信纳入合并范围。

广汇宝信主要从事高端豪华品牌的乘用车销售，宝马和捷豹路虎是其主要销售车型，宝信汽车主要网点分布于华东和华北区域，公司对其的并购有助于优化自身品牌结构，增强高端豪华品牌的覆盖。截至 2016 年底，广汇宝信总资产 216.90 亿元，所有者权益合计 50.41 亿元；2016 年，广汇宝信实现收入 257.04 亿元，同比增长 8.11%；受益于期间费用控制能力的强化，除税前利润达 5.92 亿元，同比增长 58.02%。

截至 2017 年 6 月底，广汇宝信总资产

231.97 亿元，所有者权益合计 63.53 亿元；2017 年上半年实现收入 156.71 亿元，同比增长 44.15%；除税前利润 5.66 亿元，同比大幅增长 377.27%。

3. 非公开发行 A 股股票

公司拟申请向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过（含）9.94 亿股 A 股（8.05 元/股），募集资金总额不超过 80 亿元，用于汽车融资租赁项目（56 亿元）及偿还有息负债（24 亿元）。公司于 2017 年 9 月 7 日收到中国证监会出具的《关于核准广汇汽车服务股份公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2017】1597 号），批复自核准发行日起 6 个月有效，目前发行事项正在推进，募集资金将于近期到位。公司下属的汇通租赁作为公司旗下汽车融资租赁业务的经营主体，未来若募集资金完成注入，将有助于缓解租赁业务发展过程中的资金压力，进一步拓展业务。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为 71.51 亿元，控股股东广汇集团持有公司 37.26%的股权³，实际控制人为孙广信先生（持有广汇集团 63.60%的股权）。

根据公司于 2017 年 10 月 27 日披露的《关于控股股东非公开发行可交换公司债券获得上海证券交易所挂牌转让无异议函的公告》，经上交所批准（上证函【2017】1091 号），广汇集团将通过其持有的公司部分 A 股股票为标的，面向合格投资者非公开发行总额不超过 20 亿元的可交换公司债券（3 年期）。

2. 企业竞争力

公司是国内大型的乘用车经销与综合服务

³ 截至 2017 年 9 月底，广汇集团持有公司 2.6642 亿股，其中 2.61 亿股有限售条件，广汇集团将所持的 1.71 亿股用于质押。

务集团、乘用车融资租赁提供商，主要从事整车销售、乘用车融资租赁、维修养护、佣金代理服务（包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务）等覆盖汽车服务全生命周期的业务。公司 2016 年以 1354.22 亿元的营业收入和 91.50 万辆的年度销量（含二手车）位列中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商集团百强排行榜”第 1 位；营业收入超过第 2 名的中升集团控股有限公司逾 630 亿元，规模优势显著。

公司的汽车经销业务起步于新疆、广西和河南，在中西部地区具有显著的渠道优势。截至 2017 年 9 月底，公司经销品牌涵盖中高端共 57 个乘用车品牌，基本实现对中国乘用车市场主流品牌的高度覆盖；公司建立起在国内 28 个省、直辖市及自治区共计 777 家门店（包括 711 间 4S 店）的经销网络。

公司整车销售以中高端品牌汽车为主，品牌覆盖奥迪、奔驰、凯迪拉克、沃尔沃、雷克萨斯、英菲尼迪、讴歌等，并基于庞大的经销网络和客户基础建立了售后及增值服务体系，能够提供包括售后维修保养、汽车装饰美容、汽车信贷及保险代理、汽车延保、汽车救援、二手车交易等在内的多项服务。

总体看，公司在汽车经销商集团百强排行榜中位居榜首，主业规模实力强，尤其在中西部地区覆盖率高、渠道优势明显。公司基于庞大的经销网络和客户基础布局售后增值服务体系，售后服务增值业务盈利能力强。

3. 股东背景

公司控股股东广汇集团前身为创建于 1989 年的乌鲁木齐市广汇工贸公司，1994 年更为现名，截至 2017 年 6 月底实收资本为 40.10 亿元，是一家大型综合性企业，下辖 3 家 A 股上市公司和 1 家 H 股上市公司，目前已形成“汽车服务、能源、房地产开发”三大产业，运营主体分别为广汇股份、广汇能源股份有限公司和新疆广汇房地产开发有限

公司。截至 2016 年底，广汇集团总资产 2220.84 亿元，所有者权益合计 666.78 亿元（含少数股东权益 349.66 亿元）；2016 年，广汇集团实现营业收入和利润总额分别为 1456.17 亿元和 47.63 亿元。

4. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司现任董事会成员 9 人；高管团队 6 人，其中包括总裁 1 人，副总裁 4 人（其中 1 人兼任财务总监），董事会秘书 1 人。

李建平先生，汉族，1960 年 8 月出生，中共党员，乌鲁木齐陆军学院经济管理学专业毕业，本科学历。2008 年 4 月至 2013 年 8 月在公司下属公司新疆天汇汽车服务有限公司担任董事长兼总经理，2012 年 5 月至 2013 年 8 月任广汇有限及其前身副总裁，2013 年 8 月至 2015 年 7 月担任广汇有限及其前身总裁，2013 年 9 月至今担任广汇有限及其前身执行董事；2015 年 7 月至今担任公司董事长，2016 年 6 月起至今担任宝信汽车执行董事及主席。

王新明先生，现任公司总裁。2008 年 11 月至 2013 年 11 月在公司历任河北区域管店副总经理、运营副总经理、常务运营副经理、总经理、华北区域总经理、华北大区总经理，2013 年 12 月至 2015 年 7 月在广汇有限及其前身担任总裁助理，2015 年 7 月至 2016 年 5 月担任公司副总裁；2016 年 5 月至今担任公司总裁，2016 年 6 月至今担任公司董事及宝信汽车执行董事、总裁。

截至 2017 年 9 月底，公司在职员工 48395 人（母公司在职工 285 人），从教育程度来看，本科及以上学历占 15.6%，大专占 49.7%，其他占 34.7%；从专业构成来看，管理人员占 3.7%、业务人员占 43.5%、售后人员占 40.2%、财务人员占 8.9%、行政人员占 3.7%。

综上所述，公司高管具备多年从业经历

和丰富的管理经验，员工学历水平一般，员工结构符合汽车经销行业特点。目前的人才结构基本可以满足公司发展的需求。

5. 税收优惠

公司大量子公司位于中国西部地区，主营业务属于《西部地区鼓励类产业目录》中鼓励类产业项目，符合《国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》的规定，可减按 15% 税率缴纳企业所得税⁴。2016 年度，公司下属 253 家子公司获得各地主管税务机关批准，享受减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

公司在新疆地区的部分子公司，经营范围符合《关于新疆困难地区新办企业所得税优惠政策的通知》中的相关规定，2016 年度，公司下属 5 家子公司满足新疆困难地区重点鼓励发展企业所得税优惠条件，享受自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年减半征收企业所得税。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》和上市地的相关法律法规及上市规则的要求，制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等各项制度，不断改善公司治理。

公司设股东大会，股东大会为公司最高权力机构，依法行使相应职权。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中，独立董事 3 人。董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、

战略与投资委员会四个专业委员会。公司设监事会，由 3 名监事组成，其中 1 名为职工代表。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或者解聘，总裁每届任期三年。公司设副总经理，由总裁提名、董事会聘任或解聘，协助总经理工作。

2. 管理水平

资金管理方面，公司颁布了《关于可用资金余额管理的通知》，规定了各区域每日可用资金余额的安全界限，并从集团层面统一对资金进行存管。在往来借款方面，公司根据借款的不同用途分类制定了资金借款申请流程，以确保借款资金的安全合规使用。

对外投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》，公司对外各种形式的股权和委托理财、委托贷款等投资活动，以及通过收购、出售或其它方式导致对外投资增加或者减少的行为均适用。公司股东大会、董事会和董事长为公司对外投资的决策机构；公司董事长在《投资管理制度》规定的权限内，在对投资方案进行充分的技术、经济以及财务分析的基础上，做出决策；公司总裁为对外投资实施的主要负责人，负责对新项目实施的人、财、物进行计划、组织、监控，并及时向董事长、董事会和股东大会汇报投资进展情况，提出调整建议，以利于董事长、董事会和股东大会及时对投资做出修订。公司投资发展部牵头编制对外投资项目的可行性研究报告和项目建议书，负责对外投资项目投资效益评估。公司资金管理部负责筹措资金，办理出资手续等，做好公司对外投资的收益管理。对投资收益应及时返回公司账户。公司财务部要及时掌握各投资项目的财务状况和经营成果，对投资风险、投资回收等进行评价考核并向公司决策层提出改进经营管理的意见。公司审计部负责对项目的事前效益进行审计，以及对对外投资进行定期审计，并向公司提交报告。

⁴ 西部大开发企业所得税优惠政策属于审批类减免税优惠的范畴，第一年须报主管税务机关审核确认，第二年及以后年度实行备案管理。

担保管理方面，为了规范对外担保业务管理，公司制订《对外担保管理制度》。公司规定分公司不得对外提供任何担保，子公司的对外担保，应根据相关法律法规以及子公司的公司章程报子公司董事会、股东会或其他内部有权机构批准。公司对外担保，必须采取必要措施防范风险。

对下属子公司的管理方面，以“总部-区域-门店”的三层“矩阵式”进行管理。公司总部负责统一的战略规划、财务管理、投资管理、人力资源管理、信息管理；区域子公司根据总部的统一目标制定详细执行细则，组织实施和监督执行；区域平台公司之下的各子公司贯彻和落实总部及区域公司下达的各项任务与指标。子公司的发展战略纳入公司统一管理。子公司预算全部纳入公司预算管理范畴，并根据公司的统一安排完成预算编制。子公司经理层对预算内涉及的项目负责，超预算及预算外项目必须根据子公司的预算批准机构对预算调整的审批授权，在履行相应的审批程序后执行。子公司与公司实行统一的会计制度和财务管理政策，并必须认真执行经公司批准的内部审计意见书和决定。子公司管理办法中还对子公司内部组织机构的设置、公司档案管理规定、公司向子公司委派或推荐的董事、监事及高级管理人员候选人员的规定及子公司董事长、执行董事或总经理向公司汇报工作等进行了规定。

融资管理方面，对外融资包括发行债券、银行借款、发行信托等。公司资金管理部作为融资事项的管理部门，统一受理公司及各级子公司的融资申请，并对该事项进行初步审核后，根据公司章程规定的权限，逐级报批。融资主体提出融资申请时，应对融资事项所涉及的经营计划、融资用途认真审核、对于需要政府或相关主管部门审批的项目，应查验相关批准文件、公司资金管理部在审批融资申请时，应同时充分考虑申请融资方的资产负债状况，对资产负债率过高的融资

主体应慎重审批新的融资申请。

公司于 2015 年引入 SAP 系统，应用于公司的精细化管理，并向全国各区域进行试点和推广。

总体看，公司作为上市公司，已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，管理制度健全，运作较为规范，综合管理水平较高。

八、经营分析

2015 年 6 月，公司通过与美罗药业的资产置换实现 A 股上市，同时，原美罗药业的经营资产从上市公司旗下剥离，上市公司的唯一经营主体是广汇有限。为保证经营分析的延续性和可比性，以下分析将基于上述资产重组事项在 2014 年初已完成。

1. 经营概况

公司业务主要包括整车销售、维修养护服务、佣金代理、汽车租赁等 4 个板块，其中整车销售收入比重接近 90%，主业突出。

2014~2016 年，公司主营业务收入持续增长，2015 年稳步增长 8.40%；2016 年，受益于汽车市场增幅回升以及公司完成对宝信汽车的并购，公司主营业务收入大幅增长 44.68%至 1350.50 亿元，其中整车销售、维修服务、佣金代理和汽车租赁业务分别占 88.87%、7.73%、2.14%和 1.26%，前三项业务同比分别增长 45.31%、42.24%和 88.37%，维修和销售业务增长匹配度高，佣金代理业务快速扩张，汽车租赁业务同比下降 9.05%，主要是为加强流动性，将部分融资租赁生息资产通过资产证券化方式打包出售（不体现在资产负债表中），使得日均资产水平和总收益有所回落。

毛利率方面，2014~2016 年，公司主营业务的综合毛利率分别为 8.30%、9.01%和 8.72%，稳定性良好。由于所处行业特性，公司整车销售毛利率处较低水平，2016 年为

4.04%，受市场竞争激烈、收购标的原有盈利水平较低等因素影响，同比稍有下滑；维修服务业务毛利率始终保持良好水平，2016 年为 33.51%；佣金代理和汽车租赁业务毛利率均保持在较高水平，2016 年分别为 77.59%和 69.64%，主要由于其业务开展是附加在整车销售的基础上展开的，成本较低（佣金代理服务的主要成本为人工成本，汽车租赁服务的主要成本为人工成本和资金成本）。

2017 年 1~9 月，受益于公司业务规模扩张以及 2015 年以来收购多个项目的效益释放，整车销售和维修服务收入均进一步攀升，毛利率小幅增长；佣金代理增长快速，前三

季度收入已超过上年全年水平，主要由于规模经济效应、二手车品牌效应、采购车贷渗透率提升和保险产品集中采购的影响，公司保险的返佣比例以及车贷的佣金率持续提升，毛利率微增；汽车租赁收入同比增长 10.19%，毛利率同比上升 0.97 个百分点。在上述因素影响下，2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 1117.62 亿元，达到 2016 年全年主营业务收入的 82.76%；综合毛利率为 10.04%，较 2016 年上升 1.32 个百分点。

整体看，公司主业盈利能力稳定，汽车后市场毛利率水平高。

表 3 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	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	763.30	88.64	3.83	826.02	88.49	4.21	1200.25	88.87	4.04	980.78	87.76	4.66
维修服务	70.23	8.15	32.07	73.42	7.87	33.03	104.43	7.73	33.51	92.00	8.23	34.52
佣金代理	11.18	1.29	74.38	15.31	1.64	77.19	28.84	2.14	77.59	30.84	2.76	80.48
汽车租赁	16.37	1.92	69.78	18.67	2.00	71.18	16.98	1.26	69.64	14.00	1.25	70.90
合计	861.07	100.00	8.30	933.43	100.00	9.01	1350.50	100.00	8.72	1117.62	100.00	10.04

资料来源：公司提供

业务区域分布方面，公司业务开展主要依托于各地 4S 店，公司 4S 店布局以中西部经济欠发达地区为起点，近年来通过收购等方式快速向全国范围扩张。2016 年，公司销售收入占比最高的 3 个区域为华北大区（主要包括京津冀、山东等地）、西北大区（主要包括甘肃、新疆、青海等地）和广西区域（主要包括广东、广西、湖南等地），分别占营业收入的 22.51%、18.61%和 9.52%，合计占比超过 50%；由于公司对行业内汽车经销商实施收购、整合，北方区域和华东区域的比重有较明显的上升，分别提升 2.65 和 6.22 个百分点至 8.39%和 6.22%。2017 年前三季度，销售前两大区域仍为华北大区和西北大区，两区域实现收入同比分别增长 25.68%和 1.95%；由于 2016 年收购并表广汇宝信、云南中致远等项目，公司华东区域和云南区域实现收入同比大幅增长 201.05%和

170.26%，其中华东区域收入比重快速提升至 11.21%，成为公司第三大销售区域；除上述区域外，受益于并购，广西、四川和陕西区域的收入增速在 30%以上，其余区域的同比变动不大。行业整体的销量增长情况以及区域内的居民消费、经济发展情况均会影响到区域收入，考虑到公司大多数销售区域的贡献比重位于 10%以下，有助于分散销售终端过于集中而带来的风险。

表 4 公司销售收入区域分布情况（单位：%）

地区	2016 年	2017 年 1-9 月
华北大区	22.51	22.82
西北大区	18.61	15.74
北方区域	8.39	7.47
广西区域	9.52	9.94
重庆区域	6.95	5.91
四川区域	7.45	7.62
贵州区域	4.52	3.77

安徽区域	4.60	3.93
江西区域	4.10	3.32
陕西区域	4.46	4.75
华东区域	6.22	11.21
云南区域	1.43	2.27
汽车租赁级其他	1.25	1.25
合计	100.00	100.00

资料来源：公司提供

综上所述，随着业务规模的扩张和并购效益的释放，公司主营业务收入规模稳步攀升，主业盈利能力稳定，汽车后业务盈利能力强；但整车销售作为公司第一大板块，行业竞争的激烈性使板块毛利率较低且存在波动。公司业务区域相对分散，在一定程度上分散了销售终端过度集中的风险，但也相应增加了管理难度。

2. 整车销售及维修

公司整车销售业务主要为乘用车销售，并有少量的商用车、汽车配套装饰装潢的销售业务；维修养护业务主要为车辆维修、车辆养护、零部件销售等。截至 2017 年 9 月底，公司经销品牌涵盖中高端共 57 个乘用车品牌，基本实现对中国乘用车市场主流品牌的高度覆盖；不断通过收购、自建等方式提升 4S 店数量，已在国内 28 个省、直辖市及自治区拥有 777 家门店，其中各类乘用车品牌授权 4S 店 711 家。

2014~2016 年，公司分别完成新车销售 54.63 万辆、63.26 万辆和 82.49 万辆，2016 年销售市场份额占国内乘用车市场的 3.38%，规模优势明显，在销量持续攀升以及收购豪华品牌的带动下，2016 年整车销售收入同比增长 45.30%至 1200.25 亿元；由于汽车行业竞争激烈、产品价格下沉，近年来毛利率略有波动，分别为 3.83%、4.21%和 4.04%。2017 年 1~9 月，公司整车销量和销售收入分别为 59.75 万辆和 980.78 亿元，同比分别增长 7.27%和 23.83%。

销量的持续提升以及经销网络的铺设扩大了消费者覆盖范围，带动维修服务需求增长，2016 年，公司维修服务收入 104.43 亿元，完成

入场维修台次 661.34 万次，两者同比分别增长 42.24%和 18.51%，增速相比上年的 4.54%和 4.86%明显提升；受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提升至 33.51%。2017 年 1~9 月，公司入场维修台次和维修服务收入分别为 537.39 万次和 92.00 亿元，同比增长 13.53%和 30.40%，毛利率为 34.52%，维持良好水平。

产品结构：公司经销品牌以中高端品牌为主，2016 年中端品牌贡献了 81.17%的销量和 65.67%的收入，高端品牌的上述贡献率分别为 13.43%和 31.27%（2015 年分别为 7.36%和 17.64%）；2017 年前三季度，中端品牌的上述贡献率分别为 76.04%和 58.55%，高端品牌的上述贡献率分别为 19.01%和 38.71%，高端品牌对公司业绩的贡献持续加大。具体到品牌，公司经销的中端品牌主要为北京现代、通用别克、上海大众、通用雪佛兰、一汽大众和东风日产，2016 年销量分别占 8.22%、14.63%、8.86%、4.81%、7.76%和 7.20%，另有长安福特、东风本田、一汽丰田、广汽丰田等；高端品牌主要包含一汽奥迪、梅赛德斯-奔驰、沃尔沃、宝马和捷豹路虎，2016 年销量分别占 4.44%、1.25%、1.34%、2.96%和 1.51%。

表 5 近年公司主要品牌乘用车销量情况(单位: 万辆)

品牌	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
高端			
一汽奥迪	2.66	3.66	2.67
梅赛德斯-奔驰	0.68	1.03	0.96
沃尔沃	0.54	1.10	0.95
宝马	--	2.44	3.38
捷豹路虎	--	1.24	1.47
中端			
北京现代	6.29	6.78	3.03
通用别克	9.52	12.07	8.24
上海大众	5.18	7.31	5.07
通用雪佛兰	4.36	3.96	2.74
一汽大众	5.42	6.40	4.37
东风日产	5.05	5.94	4.65
上述合计	39.71	51.95	37.53

资料来源：公司提供

表 6 2016 年公司前五大供应商情况(单位:亿元、%)

供应商	采购额	采购占比
上海通用汽车有限公司	220.87	17.89
一汽-大众销售有限责任公司	177.85	14.41
上海上汽大众汽车销售有限公司	115.08	9.32
宝马(中国)汽车贸易有限公司	88.89	7.20
北京现代汽车有限公司	71.91	5.83
总计	674.60	54.65

资料来源:公司提供

经销模式:公司与汽车整车厂商签订授权经营合同进行经营,合同期限一般为1~3年,均属一级直接授权经营,合同期满经双方协商一致后可续约,部分合同约定到期后无书面异议则自动续期。

盈利模式:整车销售利润来源包括购销差价及厂商返利,由于经销环节价格竞争激烈,很难通过购销价差获利,公司销售利润主要源于整车厂商返利。厂商返利政策因厂商、车型和不同时段而不同,主要根据对各经销商的评价打分情况确认(评价因素主要包括销售目标达成率、客户满意度、市场占有率、售后服务、业务系统分、增值业务以及市场推广等),返利主要通过经销商下次购车的成本中扣减。

采购和结算:①整车采购方面,年度的采购计划及购买价格基本由整车厂商主导,由各经销商依据整车厂商公布的指导价采购新车,具体执行时,经销商会根据自身库存及销售情况不定期向整车厂商提出采购申请,厂商统一配送;经销商主要以现金和票据形式向上游厂商预付全款(厂商会根据经销商库存情况给予一定贴息),少量情况下或上游厂商根据市场状况决策后,上游厂商会使用厂商金融形式(给予经销商购车付款一定的赊销额度和时间,一般不超过60天,车辆在经销商出库后必须付款);经销商与整车厂商维持长期合作,以利于获得更多热销车型、更优惠的厂商政策和更高的厂商评级。②配件采购方面,公司70%的配件采购是以标准价格从整车厂商处采购,另有少量以招标方式集中采购,依靠采购规模获得较强的议价能力与成本优势。2016年以来,

由于乘用车行业竞争更趋激烈、部分品牌仍存库存压力,整车厂商纷纷加大对经销商的支持,厂家金融方式的比重明显上升;但综合考虑各方面的成本因素和风险控制,票据支付始终是主导的采购支付方式。

表 7 公司整车采购各支付方式比重(单位:%)

年度	票据	厂家金融	电汇
2014 年	77.59	14.05	8.36
2015 年	57.49	13.83	28.67
2016 年	51.46	17.82	30.72
2017 年 1-9 月	51.41	19.31	29.89

资料来源:公司提供

销售价格与结算:公司在整车销售时均有相应销售指导价作为参考,各家4S店根据自身成本及盈利对最低价格进行授权控制;最低价格可由4S店提出,在不违背公司及所属区域相关规定的情况下,由相应级别管理人员的审批即可;由于目前汽车市场竞争激烈,如果启动官方降价,整车厂商会根据4S店库存数量给予一定程度补贴及补偿。公司下游客户以个人客户为主(占比超90%),主要为现款现货方式;部分客户(如大型国企、事业单位或政府机构)存在赊销,结算周期一般不超过2个月。

门店建设:公司通过对非同一控制企业的收购和自身新建以增加4S店数量(近两年以收购为主),2014~2016年,公司收购4S店数量分别为1家、77家和167家。2014年受制于筹备上市,公司减缓了网点扩张速度;2015年在“中西部、中高端”的基础上并购奥捷、贵州华通、江西运通、云南中致远等项目以加速布局北方、西北等地高端品牌市场;2016年完成对大连尊荣、广汇宝信等汽车经销集团的收购,强化了华东和北方区域市场,收购和新建的4S店分别为167家和25家,由于拆迁及策略性调整,年内关闭门店16家;2017年1~9月,新增42家4S店,以华东大区、华北大区和陕西区域的新增店面为主,由于拆迁及策略性调整,期间关闭4S店5家,位于华东大区和四川大区。

截至2017年9月底,公司共有4S门店711

家，覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市，以自有物业为主（按面积）；由于一线城市土地紧张，公司门店多采用租赁方式（租期主要分为 10 年、20 年和 30 年），非一线城市由于公司拿地较早、地价相对优惠，门店主要为自有物业。截至 2017 年 9 月底，公司拥有约 6600 亩土地；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。

表 8 近年公司 4S 店数量变化情况（单位：家）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
收购 4S 店	1	77	167	35
新建 4S 店	12	13	25	7
关闭 4S 店	8	2	16	5
期末保有量	410	498	674	711

资料来源：公司提供

联合资信关注到，公司自有或租赁的部分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。截至 2017 年 9 月底，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 16.31%，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 65.31%；其中，分别有合计占比为 8.4%（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的 51.37%）的土地及合计占比为 34.21%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的 52.39%）的房屋已获得行政主管部门的书面确认，确认该等部门会继续允许/支持公司及下属公司在该等土地上或该等房屋内的经营行为。目前，公司尚未被告知必须停止使用相关瑕疵物业。

上述存在各种瑕疵的土地和房屋大部分系 2015 年度重大资产重组并收购广汇有限股权时进入上市公司-广汇股份的。根据公司 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》，针对上述情况中涉及的部分物业，公司股东广汇集团和公司实际控制人孙广信先生已出具承诺函（如下表）。

表9 公司实际控制人和广汇集团针对使用物业产权瑕疵情况的承诺事项

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

资料来源：2016 年年度报告

综上所述，公司汽车销量持续攀升，以中高端品牌为主，行业地位显著，销售区域分布较广，维修服务板块盈利能力良好；但需关注到，连续收购和快速扩张导致公司管理难度较大，汽车经销市场竞争激烈，整车销售利润承压。未来，随着新《办法》的出台为经销商带来更多的经营自主性，公司凭借规模和资源优势，有望获得进一步的市场推展空间。

3. 佣金代理业务

公司的佣金代理服务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务、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主要的收入和利润来源。

融资代理业务是指公司通过自身销售平台为购买新车和二手车的客户提供相关汽车金融公司和商业银行的融资产品代办服务，代办服

务完成后向汽车金融公司和商业银行收取佣金，佣金比例视不同车型、融资办理的期限、融资费率的不同有所区别。

保险代理业务是指公司通过区域门店为客户提供汽车保险业务的咨询、出单及其他服务，同时向保险公司收取佣金，合作保险公司包括中国人民财产保险股份有限公司及中国平安保险（集团）股份有限公司。延保代理服务是指公司在部分区域与专业的第三方延保供应商合作（自 2012 年 8 月起），为客户提供超过原厂保修期限的汽车保修服务，同时向延保供应商收取佣金。

二手车交易代理是指公司通过 4S 店营销网络，以委托代理业务模式在部分区域陆续开展该业务，一般按照二手车购买价的 5%收取佣金；客户购买的二手车可以享受在公司门店半年或一万公里质保。2014 年 8 月，公司与阿里巴巴集团签署战略合作协议，共同打造二手车 O2O 交易平台，目前广汇二手车平台日均车辆交易数约 20 台。2015 年 1 月，公司成为中国汽车流通协会二手车行认证授权的首批签约单位，享有国家级二手车评估检测标准评定权。2014~2017 年前三季度，公司完成二手车代理台次分别为 3.5 万辆、4.6 万辆、9.0 万辆和 12.7 万辆。

2014~2016 年，公司佣金代理业务实现收入 11.18 亿元、15.31 亿元和 28.84 亿元，2016 年呈现 88.37%的同比大幅增长，受益于客户保有量不断上升，公司佣金代理服务的客户基础增大，拉动收入增长；近三年，该业务毛利率为 74.38%、77.19%和 77.59%，盈利能力很强，主要由于其业务开展是附加在整车销售的基础上展开的，成本较低（佣金代理服务的主要成本为人工成本，汽车租赁服务的主要成本为人工成本和本和资金成本）。2017 年 1~9 月，公司该业务的收入和毛利率分别为 30.84 亿元和 80.48%，收入同比增长 71.86%，在规模经济效应、二手车品牌效应、采购车贷渗透率提升和保险产品集中采购的综合影响下，收入延续

高速增长的态势。

4. 汽车租赁业务

公司汽车租赁业务主要从事乘用车融资租赁，另有少量经营性租赁，主要由新疆广汇租赁服务有限公司（下称“广汇租赁”）和汇通租赁负责经营（汇通租赁持有广汇租赁 100%股权），汇通租赁全面运营所有新增融资租赁业务，广汇租赁负责管理原有的存量合同，该项业务收入主要源于租赁利息收入。截至 2017 年 9 月底，汇通租赁和广汇租赁的注册资本分别为 21.6 亿元和 13.0 亿元，已为超过 67.2 万客户提供了超过 510 亿元的购车融资租赁服务，并为超过 13.8 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，并参与发起设立消费金融公司-长银金融。

乘用车融资租赁业务主要通过向承租人，亦即购车消费者，提供融资租赁服务，并按照本金和一定的利息加成收取租金-实现盈利；租赁期一般 12~60 个月，平均为 30 个月左右，租赁期内若客户违约，公司将有权收回汽车或采取其它保全措施；租赁期满后，租赁车辆归承租人所有。单个消费者的最高贷款额度为 100 万元。截至 2017 年 9 月底，逾期超过 30 天的融资租赁账户数量占总量的 1.20%，逾期超过 90 天的融资租赁账户余额比重为 0.73%。

2014~2016 年，公司乘用车融资租赁发生台次分别为 10.76 万辆、11.31 万辆和 16.58 万辆，业务拓展速度加快，而同期间的收入却有所波动，近三年分别为 16.37 亿元、18.67 亿元和 16.98 亿元，主要由于公司于 2016 年将部分融资租赁生息资产通过资产证券化方式打包出售⁵，使得租赁收入以及年末生息资产的增速均明显低于租赁台次的增速（2016 年租赁收入同比下降 9.05%，期末生息资产额度较上年末增长 12.26%，租赁台次同比大幅增长 46.58%）。2014~2016 年，公司租赁业务毛利率分别为

⁵截至 2017 年 9 月底，公司处于存续期的资产证券化产品共计 5 期，总发行金额为 60.69 亿元（优先级资产金额为 54.09 亿元），优先级剩余金额 6.60 亿元，均未出表。

69.78%、71.18%和 69.64%，盈利能力很强；2016 年毛利率略有下滑，主要由于生息资产中被打包出售部分的收益相对较低且被锁定。

2017 年 1~9 月，公司汽车租赁收入和毛利率分别为 14.00 亿元和 70.90%，为进一步拓展市场，公司一方面细化了渠道和客户分级，对优质客户和战略合作伙伴给予一定价格优惠，另一方面继续推出残值租赁等创新业务，使得租赁收入同比增长 10.19%，毛利率同比增加 0.97 个百分点；截至 2017 年 9 月底，公司生息资产进一步升至 138.59 亿元。

表 10 近年来汽车融资租赁发生台次及生息资产余额
(单位：辆、亿元)

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
融资租赁总台次	107558	113110	165795	138646
期末生息资产余额	115.00	104.93	117.79	138.59

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，计入财报中长期应收款和一年内到期的非流动资产科目。

由于汽车租赁业务需要一次性向整车厂商支付采购款，后续按租赁期分批回笼资金，导致期内经营活动现金流波动较大，2014~2017 年前三季度租赁业务的经营性净现金流分别为 -11.44 亿元、19.06 亿元、-9.65 亿元和 -14.51 亿元；考虑到公司拟通过非公开发行股票募集不超过 80 亿元，部分所募资金将用于发展租赁业务，若顺利完成有利于充实融资租赁业务资本金；同时，随着公司租赁业务逐步成熟，增长速度相应回落，租赁合同回款额稳步提升，未来收付款的差额将会逐步缩小。

综上所述，近年来，公司佣金代理、汽车租赁等汽车后服务业务较快发展，盈利能力强，有助于在整车销售的基础上开发高附加值业务，但需关注融资租赁业务发展带来的风险控制和资金回流问题。

3. 经营效率

随着公司销售规模不断增长，2016 年，公司存货周转次数和总资产周转次数不同程度提升，分别为 8.41 次和 1.44 次（上年分别为 6.38

次和 1.36 次）；应收账款增长快于收入增长，公司销售债权周转次数小幅降至 56.74 次。整体看，公司经营效率较好。

4. 未来发展

公司的在建工程包括网点工程、汽车城及汽车工业园建设工程、综合楼及办公楼工程以及装修工程。截至 2017 年 9 月底，公司在建工程账面余额为 14.06 亿元，相比 2016 年底的 16.57 亿元有所下降，其中网点工程和汽车城的投资规模所占比重较大。

网点建设工程：目前在建的网点工程主要是对目前现有的经销网点进行改建、迁建和新建，主要包括：北方区域新建 1 家、改建 4 家网点；华北区域新建 1 家改建 3 家网点；广西区域改建 4 家网点；华中区域改建 1 家网点；新疆区域新建 1 家改建 6 家；江西区域改建 1 家网点；四川区域新建 1 家；甘肃区域改建 1 家网点；华东区域新建 1 家，改造 2 家；重庆区域改建 1 家。公司目前的新建 4S 店均已获得厂商授权。截至 2017 年 9 月底，网点建设项目的投资进度为 86.8%。

汽车城项目：乌鲁木齐汽车城项目位于乌鲁木齐米东区高新技术工业园区，总投资预算为 23.57 亿元，项目资金来源为自有资金和广汇集团借款，其中项目借款金额为 1.50 亿元，为国家开发银行发放的项目贷款，贷款到期日为 2020 年。该项目规划建设门店 53 个，已建成投运 25 个；预计 2017 年底建成投运的门店数量为 25 个。截至 2017 年 9 月，该项目已累计投入 23.80 亿元（已部分转固），已完成全部投资，尚未投运的门店处立项报建阶段。

截至目前，2017 年度已接近尾声，四季度主要的资本支出集中于上述项目的建设及收尾。2018 年和 2019 年，公司计划用于收购的资金支出为 20~30 亿元，2018~2019 年用于新建投资资金支出为 6~10 亿元。长远看，公司将持续、稳健地开展建设投入，预计未来资金支出规模逐年减少。

综上所述,新 4S 店的建成运营将有助于保障公司整车销售及售后服务业务收入的增长,巩固公司在所在区域的份额和地位。但公司目前门店数量较大、增长较快、分布分散,整体管理难度较大、持续投入较高,且新建门店初期经营需要持续的流动资金支持,若未来仍保持一定的网点扩张速度,公司存在一定的资金压力和融资需求。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告,由普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留的审计结论。2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

公司于 2015 年 6 月在 A 股市场完成借壳上市。为保证财务分析的可比性,2014 年底/度财务数据为 2015 年审计数据的期初数。

2015 年,公司合并范围相比上年的主要变动包含:①非同一控制下的企业合并:新增广汇有限当期收购的江西运通汽车技术服务有限公司、新疆龙泽汽车服务管理有限责任公司当期收购的 6 家子公司、新疆天汇汽车服务有限公司当期收购的 8 家子公司、河北华安投资有限责任公司当期收购的 2 家子公司等;②处置子公司:当期出售河北众坛汽车贸易有限公司等 5 家子公司的 100%股权;③出资设立:当期以现金出资设立的 13 家子公司。2016 年公司合并范围相比 2015 年的主要变动包含:①非同一控制下的企业合并:新增广汇香港当期收购的广汇宝信 75%股权、新疆龙泽汽车服务管理有限责任公司当期收购的 7 家子公司、新疆天汇汽车服务有限公司当期收购的 7 家子公司、上海德新汽车服务有限公司当期收购的深圳市鹏峰汽车(集团)有限公司及其下属子公司、广汇宝信收购四川港宏企业管理有限公司及其下属子公司等;②处置子公司:当期出售吉安新运通汽车技术服务有限公司 80%股权、无锡

开隆置业有限公司 70%股权;③出资设立:当期以现金出资设立的 11 家全资子公司。由于 2016 年进行的对外收购较多,公司资产、负债规模均有较大增长,合并范围变动对财务数据可比性存在一定影响。截至 2017 年 9 月底,公司下属公司进行了少量资产收购,但标的资产规模较小,对财务数据可比性影响不大。

截至 2016 年底,公司资产总额 1119.60 亿元,所有者权益合计 287.55 亿元(含少数股东权益 51.89 亿元);2016 年,公司实现营业收入 1354.22 亿元,利润总额 39.76 亿元。

截至 2017 年 9 月底,公司资产总额 1172.25 亿元,所有者权益合计 327.21 亿元(含少数股东权益 63.10 亿元);2017 年 1~9 月,公司实现营业收入 1121.32 亿元,利润总额 41.99 亿元。

2. 资产质量

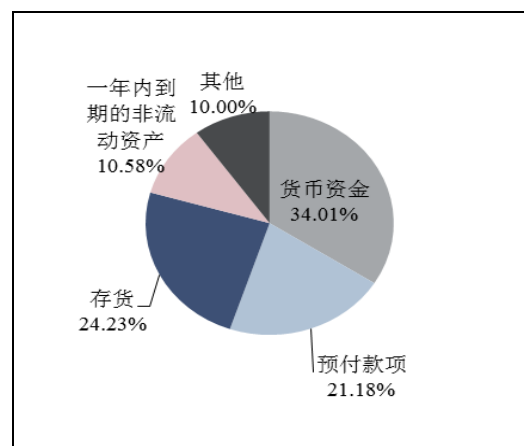
由于公司并购广汇宝信以及通过广汇有限进行收购,2016 年以来资产规模明显提升。

2014~2016 年,公司资产总额快速增长,截至 2016 年底,公司资产总额同比增长 47.68%至 1119.60 亿元。其中流动资产占 56.83%,非流动资产占 43.17%。

流动资产

2014~2016 年,公司流动资产保持增长,截至 2016 年底,流动资产 636.25 亿元,同比增长 34.08%。构成主要以货币资金、存货、一年内到期的非流动资产和预付款项为主。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

2014~2016 年，在合并范围扩大、经营活动持续净流入、融资力度加大等因素的综合作用下，公司货币资金不断增长。截至 2016 年底，货币资金总额 216.41 亿元，同比增长 24.58%；其中，外币货币包括 2.25 亿美元（折合人民币 15.60 亿元）和 3.28 亿港元（折合人民币 2.93 亿元），其他货币资金 125.22 亿元，主要为票据保证金和借款保证金等。

2014~2016 年，公司存货持续增长，截至 2016 年底，存货账面余额 154.18 亿元，同比增长 10.57%，主要为库存商品（占 87.03%）；公司累计计提跌价准备 1.71 亿元，主要系部分积压库存车辆预计可变现净值低于账面价值所致。

2014~2016 年，随着经营规模扩大带动采购及销售金额增长，公司应收账款、预付款项均有所增长。截至 2016 年底，应收账款、预付款项分别同比增长 87.77%和 146.41%至 31.07 亿元和 134.76 亿元（账龄 1 年之内的款项比重均超过 94%）；已计提应收账款坏账准备 0.36 亿元。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动资产有所波动。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动资产 67.30 亿元，同比稍有下降，主要系公司融资租赁业务所产生的应收融资租赁款项；已累计计提坏账准备 0.80 亿元。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，公司通过新建及收购扩大资产和业务规模，新车销售和融资租赁发生台次均有较快增长。截至 2016 年底，非流动资产 483.35 亿元，同比增长 70.44%，主要为固定资产（占比 23.45%）、商誉（占 33.25%）、无形资产（占 18.02%）及长期应收款（占 13.30%）。

2014~2016 年，公司长期应收款波动增长，截至 2016 年底，长期应收款 64.28 亿元，同比增长 39.45%，主要系应收融资租赁款增长所致，公司当期计提坏账准备 0.43 亿元。截至 2016 年底，受限长期应收款为 74.42 亿元（包含一

年内到期的部分），主要为公司长短期借款质押物、专项资产管理计划款的基础资产等。

近三年，在公司新建项目及并购企业的带动下，固定资产、无形资产及商誉均快速增长，截至 2016 年底，固定资产、无形资产、商誉分别同比增长 52.53%、80.54%和 112.35%至 113.37 亿元、87.10 亿元和 160.70 亿元，其中无形资产增长主要源于并购带来的特许经营权增加，商誉增长主要源于北方区域、广西区域的项目并购⁶，商誉规模大且持续增长，存在一定减值风险。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 1172.25 亿元，较上年底增长 4.70%，资产和非流动资产分别占 56.96%和 43.04%，变化不大。其中，货币资金较上年底下降 13.94%至 186.25 亿元，主要受当期整车采购支出增长、偿还借款和实施现金分红的影响；预付账款及存货较上年底分别增长 11.67%和 14.43%，主要由于业务规模扩张及收购项目并表。

公司受限资产主要为受限货币资金、用于抵押借款的固定资产、无形资产、长期应收款等。截至 2016 年底，公司受限资产规模为 204.00 亿元，占资产总额的 18.22%，占比较高；截至 2017 年 9 月底，受限资产规模 166.00 亿元（其中受限的货币资金 89.88 亿元），占比 14.16%。公司受限资产规模较大，但比重有所回落。

总体看，随着借壳上市以及收购资产的完成，公司资产规模持续攀升，经营效率较好，存货和预付款的增长加大了营运资金占用，货币资金受限比重高、部分长期应收融资租赁款用于借款质押，商誉规模大，若被收购企业未来业绩不及预期，存在商誉减值风险。整体看，公司资产质量尚可，资产流动性一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

⁶截至 2016 年底，公司的 103.78 亿元商誉主要源于北方区域（28.14 亿元）、西北区域（18.39 亿元）、华北区域（17.41 亿元）和四川区域（13.27 亿元）；其中，2016 年增加最为明显的是北方区域和广西区域，当期分别增加商誉 12.33 亿元和 8.34 亿元。

2014~2016年,公司所有者权益保持增长,截至2016年底,所有者权益287.55亿元,同比增长31.29%,主要源于利润累计以及收购广汇宝信形成的少数股东权益,归母权益主要由实收资本(占23.34%)、资本公积(占34.60%)和未分配利润(占41.08%)等科目构成。

截至2017年9月底,由于股本、未分配利润的增长及当期发行的永续债投资信托项目10亿元(期限为2+N),公司所有者权益增至327.21亿元。总体看,未分配利润及少数股东权益占比较高,所有者权益稳定性尚可。

负债

2014~2016年,公司负债规模快速增长,截至2016年底,公司负债总额同比增长54.34%至832.04亿元,其中流动负债和非流动负债分别占77.24%和22.76%,较2015年底负债结构有所调整,流动负债占比有所下降。

2014~2016年,公司流动负债不断增长,截至2016年底,公司流动负债同比增长32.48%至642.71亿元,主要源于短期借款和应付票据的增长;流动负债主要以短期借款(占35.17%)、应付票据(占35.38%)和一年内到期的非流动负债(占12.37%)等科目为主。

2014~2016年,公司短期借款快速增长,截至2016年底,短期借款226.04亿元(包含折算为17.63亿人民币的港币借款⁷),同比增长10.27%,信用借款、短期融资券、质押借款、抵押借款分别占43.30%、25.84%、8.97%和15.66%。

2014~2016年,随着公司销售规模的扩张,公司应付票据增速较快,截至2016年底,应付票据227.38亿元,同比增长40.28%,全部为银行承兑汇票。

2014~2016年,公司一年内到期的非流动负债波动下降,截至2016年底为79.48亿元(包含折算为23.65亿人民币的美元借款),同比下降16.95%,主要构成为一年内到期的长期借

款71.16亿元和一年内到期的应付债券7.00亿元。

截至2016年底,由于应付股权收购款的大幅增加,公司其他应付款同比大幅增长64.99%至48.03亿元。

2014~2016年,公司非流动负债快速增长,截至2016年底为189.34亿元,同比增长250.86%,非流动负债主要由长期借款(占51.45%)和应付债券(占36.18%)构成。

2014~2016年,公司长期借款和应付债券均波动增长,截至2016年底长期借款和应付债券分别同比大幅增长至97.42亿元和68.50亿元,其中包含折算为人民币27.52亿美元的美元长期借款。

截至2017年9月底,公司总负债为845.04亿元,较上年底变化不大,其中应付票据下降17.71%至187.10亿元,主要由于支付了到期的银行承兑汇票;长期借款较上年底大幅增长67.01%至162.69亿元。

有息债务方面,2014~2016年,公司全部债务快速增长,截至2016年底,全部债务698.82亿元,其中短期债务占76.26%,长期债务占23.74%。截至2016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74.32%、70.85%和36.59%。

截至2017年9月底,公司全部债务711.97亿元,短期债务占比有所下降,为66.38%,债务结构有所改善;同期,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72.09%、68.51%和42.25%,较上年底变动不大。公司有息债务负担重。

总体看,公司债务规模增长快,有息债务负担重,且具有一定规模的外币债务,存在发生汇兑损失的风险。2016年以来,由于维持了较高的对外投资规模,融资需求有所调整,公司的债务期限结构相应也有所优化。

4. 盈利能力

2014~2016年,公司营业收入不断增长,

⁷ 其中,折算为16.29亿人民币的港币计短期借款由公司的远期外汇合约作为套期工具。

2016年以来,公司下属子公司广汇有限自建和并购门店释放效益,新收购的广汇宝信销量攀升,对公司收入、利润的增长形成了有力支撑,整车销售及汽车后市场业务均得到拓展。2016年,公司营业收入同比增长 44.53%至 1354.22 亿元,营业利润率为 8.57%,较上年的 8.92%略有下降,主营业务盈利能力稳定。

近三年公司期间费用不断增长,2016 年期间费用共计 75.46 亿元,同比增长 38.61%,占营业收入的比重为 5.57%,较上年的 5.81%略有下降,并购带来的规模效应有所显现,费用控制能力有所加强。同期,公司发生资产减值损失 3.57 亿元,同比下降 6.59%,主要由于存货跌价损失和长期应收款减值损失的计提有所回落。2014~2016 年,公司利润总额以年均 31.62%的速度保持增长,2016 年实现利润总额 39.76 亿元,当期总资本收益率和净资产收益率分别为 5.05%和 10.58%,整体盈利能力较强。

2014~2016 年,公司营业外收入基本稳定(政府补助约占 70%),2016 年营业外收入 2.80 亿元;非经营性损益对公司利润水平影响小(2016 年投资收益、营业外收入合计占利润总额的 9.84%)。

2017 年 1~9 月,公司实现营业收入 1121.32 亿元,占 2016 年全年的 82.80%,同比增长 25.03%,营业利润率为 9.85%,较 2016 年提升 1.29 个百分点;公司实现利润总额及净利润分别为 41.99 亿元和 33.80 亿元,同比增长 48.63%和 56.63%。

综上所述,公司营业收入规模大且不断扩张,主业盈利能力稳中有升,期间费用控制能力较好。

5. 现金流分析

经营活动方面,近三年,经营活动现金流入及流出均呈增长态势。2016 年,公司销售商品、提供劳务收到的现金流入和经营活动现金流入同比分别增长 43.11%和 42.06%至 1632.67 亿元和 1660.89 亿元;购买商品、接受劳务支

付的现金流出和经营活动现金流出同比分别增长 49.14%和 46.19%至 1523.73 亿元和 1627.82 亿元,增幅大于现金流入的增幅,使得经营性净现金流同比下降 40.54%至 33.08 亿元,主要受到了旗下租赁业务产生的经营活动现金流量净额波动较大的影响(2015~2016 年租赁业务产生的经营性净现金流分别为 19.06 亿元和-9.65 亿元⁸)。2016 年,公司现金收入比为 120.56%,基本与上年持平,保持了良好的收入实现质量。

投资活动方面,2016 年,公司投资活动现金流入同比大幅回落 73.98%至 26.82 亿元,主要由于收回投资收到现金由上年的 92.23 亿元(主要是多次赎回保本型理财产品及开票保证金增加所致)降至 9.95 亿元。同期,公司投资活动现金流出同比增长 7.74%至 151.81 亿元,投资活动现金流出主要由取得子公司支付现金构成(110.47 亿元)。由于现金流入大幅回落,以及收购项目较多导致现金流出保持高位,公司当期的投资性净现金流由上年的-37.86 亿元变动至-124.99 亿元,呈持续净流出且资金缺口扩大,经营活动获现仍无法满足投资支出缺口,公司始终存在外部融资需求。

筹资活动方面,2016 年,公司筹资活动现金流入同比增长 133.66%至 669.61 亿元,主要系子公司发行的高级永续债(26.98 亿元)和其他债务性融资收到现金构成;筹资活动现金流出同比增长 69.25%至 527.26 亿元,增速明显低于现金流入增速,主要由于保证金支出下降、回购少数股权支出下降、偿债支出增幅低于借款资金流入增幅等因素,公司筹资性净现金流由上年的-24.97 亿元增至 2016 年的 142.36 亿元。

2017 年 1~9 月,公司经营活动现金流入 1403.10 亿元,其中销售商品、提供劳务收到的现金 1363.21 亿元,同比增长 25.46%;现金收入比为 121.57%,同比提升 1.01 个百分点;经营活动净现金流为-22.80 亿元(上年同期为-16.45

⁸ 融资租赁业务产生的经营性现金流净额源于下属的新疆广汇租赁服务有限公司和汇通租赁的现金流量表。

亿元），净流出规模同比有所上升，主要是公司经营规模扩大，整车采购支出加大。同期，公司投资活动现金流净额 16.02 亿元（上年同期为-125.17 亿元），同比由负转正，主要由于上年同期收购广汇宝信投资支出较大；筹资活动现金流净额 12.78 亿元，同比大幅下降 93.11%，主要是当期偿还借款规模较大以及实施现金分红的影响。

总体看，公司经营性现金流入规模大且持续增长，收入实现质量好；外部融资主要以借款及发行债券为主，资本性支出近年来保持较大规模。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014~2016 年，公司流动比率波动下降，速动比率保持增长。截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 99.00%和 75.01%，较上年底分别提升 1.18 和 5.94 个百分点；受经营性净现金流波动影响，公司经营现金流动负债比较上年底下降 6.32 个百分点至 5.15%。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率回升至 114.74%和 84.42%。由于公司短期债务规模大，货币资金受限比重高，存货、预付款项及长期应收款等经营性占款占比高，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，随着利润水平的攀升，公司 EBITDA 不断增长。2016 年，公司 EBITDA 同比增长 47.28%至 72.19 亿元；同期的 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 两项指标分别为 3.64 倍和 9.68 倍，较上年变动不大。整体看，公司利润规模大，长期偿债能力一般。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保合计 2.20 亿元，均为为客户提供购车分期付款担保。整体看，公司对外担保金额不大，目前被担保企业及个人均未出现延期或者未能偿还的情况，或有负债风险较低。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得各家金融机构授信总额度 895.51 亿元，尚未使用额度

389.15 亿元，间接融资渠道畅通。公司为上交所上市企业，直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（2012 银行版）》，截至 2017 年 11 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为全国最大的乘用车经销与综合服务集团，营业收入规模大，通过并购和新建项目不断扩展经销网点，销售网络和品牌优势明显，主业盈利能力稳定，期间费用控制能力加强。2016 年以来，公司资产、权益、利润规模持续攀升，债务期限结构逐步调整，具备通畅的间接融资渠道。基于对公司整体经营及财务风险的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度 6 亿元，占 2017 年 9 月底公司全部债务和长期债务的 0.84%和 2.51%，对其现有债务水平影响不大。

截至 2017 年 9 月底，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 72.09%、68.51%和 42.25%，以公司 2017 年 9 月底报表财务数据为基础，考虑到当期发行的 10 亿元永续债信托项目，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别升至 73.08%、69.36%和 43.62%，公司债务负担趋重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期拟发行中期票据额度的 174.48 倍、194.85 倍和 276.82 倍；近三年的经

营活动产生现金流量净额分别为本期拟发行中期票据额度的 1.99 倍、9.27 倍和 5.51 倍。近三年，公司 EBITDA 分别为 39.66 亿元、48.23 亿元和 72.19 亿元，分别为本期中期票据的 6.61 倍、8.04 倍和 12.03 倍。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 不断攀升，均对本期中期票据保障能力强。

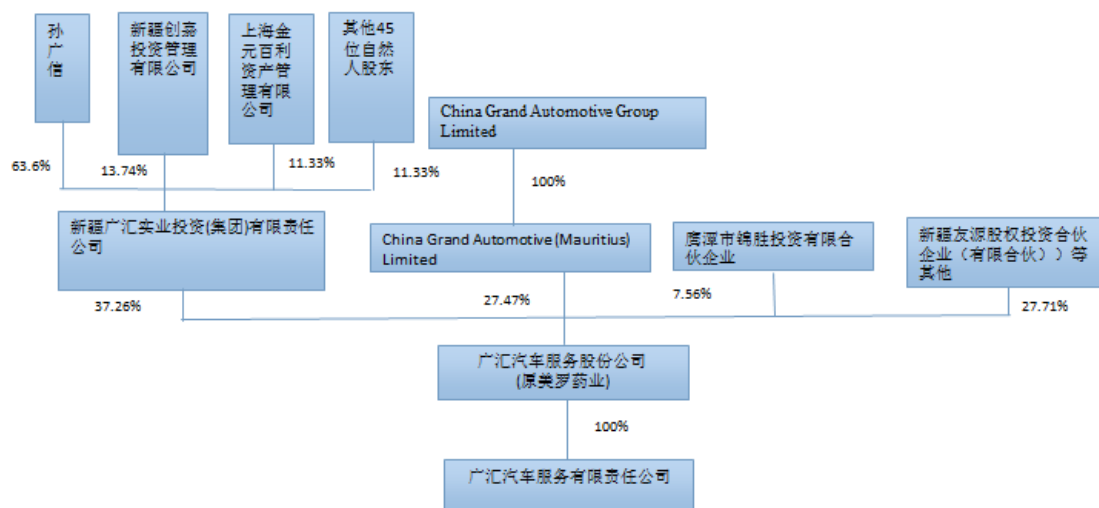
十一、结论

公司作为全国最大的乘用车经销与综合服务集团，网络规模和品牌优势明显，售后增值业务盈利能力强，近年通过新建和收购方式扩展网点布局，资产、收入持续增长，主业盈利能力稳中有升，整体经营效率较好。2015 年 6 月，公司完成借壳上市并募集配套资金，融资渠道得到拓展。联合资信也关注到，公司近年来持续收购带来较大管控难度、大额商誉减值风险和不断增长的债务负担，货币资金受限比重高，存货规模较大，若未来仍保持一定网点扩张速度，筹资压力和短期偿付压力将趋重。

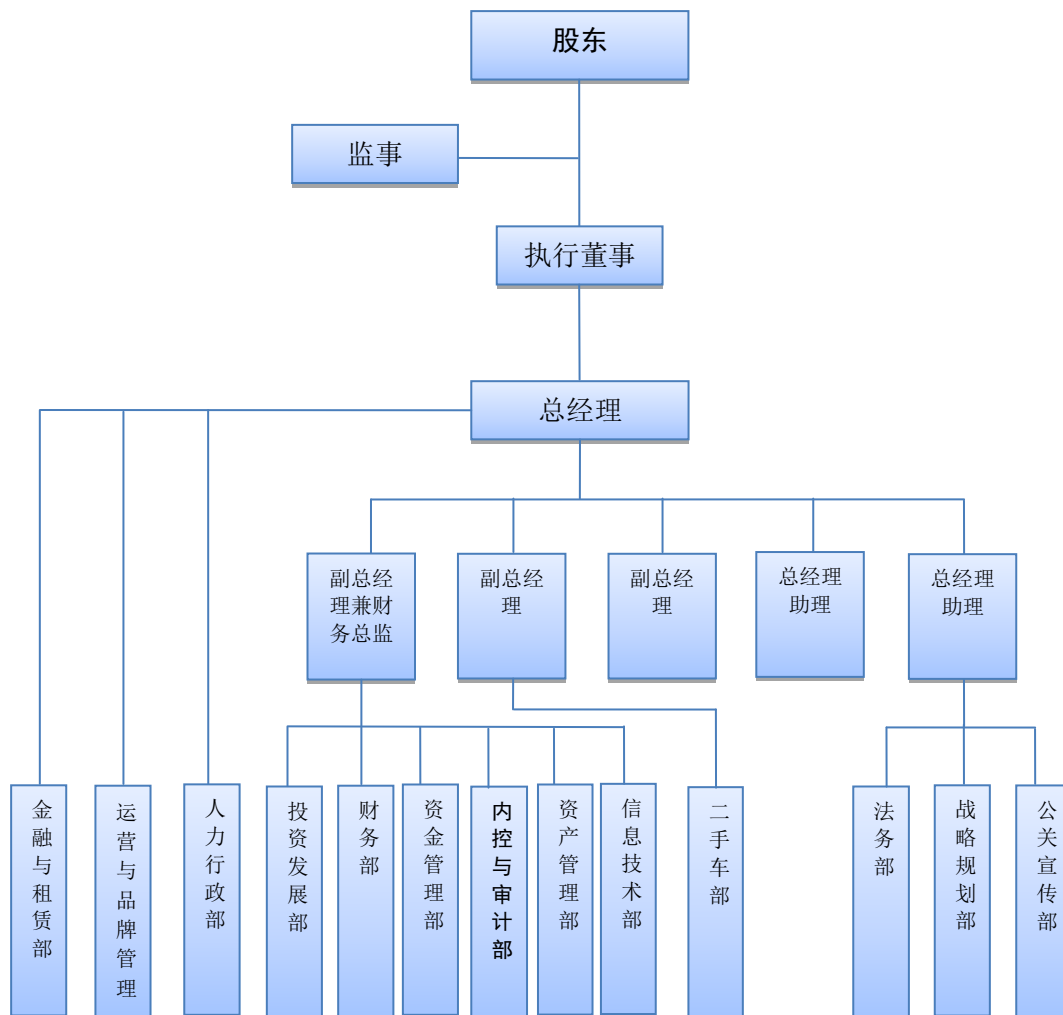
近年来，汽车市场增速趋缓，经销行业竞争激烈，高端品牌出现价格下沉，公司收购形成的大额商誉存在减值风险，融资租赁的进一步拓展相应增加了风险控制难度和回款风险。考虑到公司销售网络多布局于保有量偏低的中西部地区，未来增长潜力较大。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大。公司经营活动现金流入量规模大，经营获现水平和 EBITDA 不断攀升，均对本期中期票据的保障能力强。综合分析，联合资信认为，公司本期中票到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.90	39.95	92.26	96.40
资产总额(亿元)	614.90	758.11	1119.60	1172.25
所有者权益(亿元)	160.11	219.02	287.55	327.21
短期债务(亿元)	324.74	414.69	532.90	472.58
长期债务(亿元)	74.12	39.16	165.92	239.39
全部债务(亿元)	398.87	453.85	698.82	711.97
营业收入(亿元)	863.57	937.00	1354.22	1121.32
利润总额(亿元)	22.95	27.00	39.76	41.99
EBITDA(亿元)	39.66	48.23	72.19	--
经营性净现金流(亿元)	11.92	55.63	33.08	-22.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	69.75	64.59	56.74	--
存货周转次数(次)	6.21	6.38	8.41	--
总资产周转次数(次)	1.40	1.36	1.44	--
现金收入比(%)	118.82	121.75	120.56	121.57
营业利润率(%)	8.18	8.92	8.57	9.85
总资本收益率(%)	4.86	5.05	5.05	--
净资产收益率(%)	11.21	9.67	10.58	--
长期债务资本化比率(%)	31.65	15.17	36.59	42.25
全部债务资本化比率(%)	71.36	67.45	70.85	68.51
资产负债率(%)	73.96	71.11	74.32	72.09
流动比率(%)	99.57	97.82	99.00	114.74
速动比率(%)	65.39	69.07	75.01	84.42
经营现金流动负债比(%)	3.20	11.47	5.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.19	3.67	3.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.06	9.32	9.68	--

注：1.2017 年 1~9 月财务数据未经审计；

2.2014 年（底）数据财务数据引用自公司 2015 年审计报告期初/上期数；

3.现金类资产已剔除使用受限部分；

4.截至 2017 年 9 月底，所有者权益中包含 10 亿元永续债。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分成三等九级，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。详见下表：

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 广汇汽车服务股份公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

广汇汽车服务股份公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

广汇汽车服务股份公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对广汇汽车服务股份公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，广汇汽车服务股份公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广汇汽车服务股份公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现广汇汽车服务股份公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广汇汽车服务股份公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广汇汽车服务股份公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广汇汽车服务股份公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与广汇汽车服务股份公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。