信用等级公告

联合[2018] 1654 号

联合资信评估有限公司通过对广汇汽车服务股份公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广汇汽车服务股份公司主体长期信用等级为 AA^+，“18 广汇汽车 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广汇汽车服务股份公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 广汇汽车 MTN001	6 亿元	2021/04/19	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2018 年 7 月 13 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.95	92.26	199.29	73.77
资产总额(亿元)	758.11	1119.60	1352.46	1257.01
所有者权益(亿元)	219.02	287.55	442.37	456.75
短期债务（亿元）	414.69	532.90	562.75	480.45
长期债务(亿元)	39.16	165.92	203.10	175.65
全部债务(亿元)	453.85	698.82	765.85	656.10
营业收入(亿元)	937.00	1354.22	1607.12	394.69
利润总额(亿元)	27.00	39.76	57.47	16.56
EBITDA(亿元)	48.23	72.19	98.36	--
经营性净现金流(亿元)	55.63	33.08	49.87	-110.76
营业利润率(%)	8.92	8.57	9.41	10.15
净资产收益率(%)	9.67	10.58	10.18	--
资产负债率(%)	71.11	74.32	67.29	63.66
全部债务资本化比率(%)	67.45	70.85	63.39	58.96
流动比率(%)	97.82	99.00	120.51	114.01
经营现金流动负债比(%)	11.47	5.15	7.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.41	9.68	7.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.64	3.91	--

注：1.2018 年 1～3 月财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除使用受限部分；3.上表中的所有者权益包括 2017 年 10 月发行的 10 亿元信托永续债、2016 年 12 月发行的 4 亿美元高级永续证券、2017 年 10 月发行的 4 亿美元高级永续证券。

分析师

贺苏凝　陈　婷　刘　然

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（以下简称“公司”）是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。跟踪期内，公司通过收购和新建方式扩展网点布局，资产、收入和利润规模持续攀升，主业盈利能力保持稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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。考虑到公司近年来多笔收购针对高端乃至豪华品牌，且经销网络铺设较广，在保有量偏低的中西部地区具有较强的市场优势，未来增长潜力较大。

公司现金类资产对一年内到期的本部应付债券保障能力较强，公司EBITDA对本部应付债券余额的保障能力较强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“18广汇汽车MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全国最大的乘用车经销与综合服务集团，销售网络和品牌优势明显，资产、收入和利润规模不断攀升；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。
2. 《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，公司凭借品牌覆盖度和资源优势，有望进一步获得市场拓展空间。
3. 香港上市子公司广汇宝信汽车集团有限公

司2016年和2017年除税前利润均明显提升（增幅分别达到 58.02%和 96.89%），公司对其的并购有助于增强豪华品牌覆盖、优化区域布局。

4. 公司现金类资产对一年内到期的本部应付债券保障能力较强，公司 EBITDA 对本部应付债券余额的保障能力较强。

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、物业权属证明不齐备、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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于广汇汽车服务股份公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广汇汽车服务股份公司（以下简称“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（以下简称“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（以下简称“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（以下简称“置出资产”）与广汇集团、CGA等（以下简称“交易对方”）持有的原广汇股份100%股权（以下简称“置入资产”）进行资产置换，置入、置出资产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（以下简称“美罗集团”）或其指定第三方，美罗集团支付所持3000万股美罗药业股票作为承接置出资产的对价。

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（以下简称“广汇有限”）；美罗药业更名为广汇汽车服务股份公司。后经非公开发行新股和资本公积转增股本，截至2018年7月7日，公司注册资本81.44亿元，广汇集团持有公司32.80%股权（累计质押股份占其所持股份的73.08%），是公司控股股东，公司实际控制人为孙广信先生。

截至2017年底，公司总资产1352.46亿元，所有者权益合计442.37亿元（含少数股东权益89.01亿元）；2017年，公司实现营业收入1607.12亿元，利润总额57.47亿元。

截至2018年3月底，公司总资产1257.01亿元，所有者权益合计456.75亿元（含少数股东权益91.76亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入394.69亿元，利润总额16.56亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2018年4月发行额度为6亿元、期限为3年期的中期票据“18广汇汽车MTN001”，募集资金全部用于补充流动资金，截至本报告日，募集资金已按照募集用途使用完毕。

[1]2007年1月，注册于毛里求斯的China Grand Automotive（Mauritius） Limited（简称“CGA”）以1.06亿美元对原广汇股份增资，原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。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016

年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

1. 汽车行业概况

2017年，中国汽车产销规模已连续9年蝉联全球第一，产销量分别为2994.20万辆和2887.89万辆，同比分别增长3.20%和3.04%，增速较上年大幅回落，重新步入低速增长。

2017年，中国乘用车市场总销量2471.83万辆，同比增长1.40%，增速较上年同期回落13.53个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量SUV增速下滑。分车型看，轿车累计销售1184.80万辆，同比下降2.48%；SUV累计销售1025.27万辆，同比增长13.33%，成为年内唯一增长的车型；MPV和交叉型乘用车销售规模偏小，销量降幅接近20%。分排量看，1～1.6升排量汽车累计销售1688.92万辆，同比下降1.40%；1.6～2升排量销售612.99万辆，同比增长11.47%，增幅同比推高（轿车以及二轮、四轮驱动SUV销量均稳中有升）；排量低于1升或超过2升的汽车规模小但销量波动较大。分国别看，中国品牌乘用车共销售1084.67万辆，同比增长3.02%，占乘用车销售总量的43.88%，占有率同比提升0.69个百分点；德、日、美、韩、法系乘用车销量分别占乘用车总销量的19.62%、17.01%、12.30%、4.63%和1.84%，与上年相比，韩系和法系品牌销量均有明显下降（2016年两者销量份额分别为7.35%和2.64%），其他外国品牌均呈增长态势，日系品牌增长最明显。

2017年，中国商用车市场总销量416.06万辆，同比增长13.95%，增速较上年增加8.15个百分点。分车型看，货车累计销售363.34万辆，同比增长16.91%，增速进一步推升，一方面是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等对轻型货车、新能源车的需求增长，另一方面由于国五油品标准、治超新规的执行以及产品配置升级，牵引车、重型货车销量持续攀升；客车累计销售52.72万辆，同比略有下降2.98%，主要源于城市、长途用中型客车以及城市、旅游用轻型客车的销量削减。

表1　2016～2017年各细分市场的销量及同比变动情况（单位：万辆、%）

指标	乘用车					商用车		
	轿车	MPV	SUV	其他	合计	客车	货车	合计
2016年	1214.99	249.65	904.70	68.35	2437.69	54.34	310.79	365.13
同比	3.67	18.50	45.44	-37.81	14.93	-8.73	8.82	5.80
2017年	1184.80	207.07	1025.27	54.70	2471.83	52.72	363.34	416.06
同比	-2.48	-17.06	13.33	-19.97	1.40	-2.98	16.91	13.95

数据来源：Wind资讯-中国汽车工业协会

注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆。

表2　2016～2017年中国乘用车（国内制造）分排量销量及同比（单位：万辆、%）

年份	排量≤1升	同比	1升<排量≤1.6升	同比	1.6升<排量≤2.0升	同比	2.0升<排量≤2.5升	同比	2.5升<排量	同比
2016	39.23	-0.77	1712.85	21.68	549.94	7.77	87.20	-24.21	11.85	2.60
2017	13.48	-65.64	1688.92	-1.40	612.99	11.47	70.04	-19.67	7.90	-33.28

资料来源：Wind资讯-中国汽车工业协会

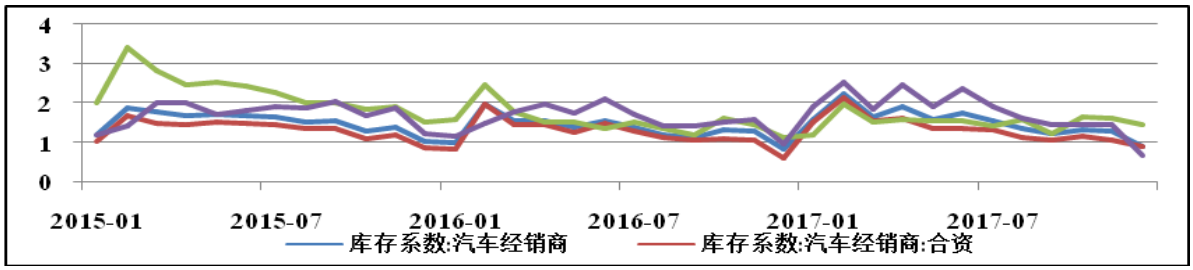
新能源汽车方面，尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，2017年累计销量达77.70万辆，同比增长53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长59.41%和27.55%），增速与上年持平。纯电动车和插电式混合动力车两个细分领域的体量存在明显差距，前者实现销量65.20万辆，后者实现销量12.50万辆；新能源客车累计销售超过8万辆，同比出现下降，其中1～5月销量大幅下滑，6月起市场呈现复苏。

进出口方面，2017年，中国汽车整车进口结束2015年以来连续下降趋势，累计进口124.68万辆整车（同比增长15.77%），进口金额510.30亿美元（同比增长13.54%）；其中，轿车和越野车进口量较快增长，小型客车增速略低。同年，汽车整车累计出口106.38万辆（同比增长31.37%），出口金额140.57亿美元（同比增长23.05%）；其中，轿车出口增速同比大幅提升，载货车出口结束上年的下降态势，呈一定增长，客车出口增速同比有所减缓。目前，平行进口试点工作的推进一定程度上拓展了进口汽车产品的供给范围，丰富了消费者的购车选择；同时，近日出台了进口汽车整车和零部件关税下调的政策（具体见行业政策，2018年7月1日起执行），进口汽车购买门槛可能随之降低，促进了国内同等价位中高端汽车市场的竞争。

经销商库存方面：汽车经销商库存系数自2016年2月起震荡下行，处于近年的较低水平，2017年以来明显增长，6月达到高点的1.75，后逐步回落至9月的1.21（略高于上年同期）；后续由于购置税优惠即将到期等因素，经销商多于10月补充了库存，10～11月库存系数有所回升，12月再度回落至0.90的低点（略高于上年同期）。2015～2017年，汽车经销商库存系数的年度平均值（按“月度库存系数之和/12”计算）分别为1.53、1.35和1.53。从品牌角度分析，近三年，合资品牌库存系数在多数月份低于自主品牌库存系数，前者的年度均值分别为1.33、1.23和1.35，后者均

值分别为1.74、1.57和1.80，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

图1　近年来中国汽车经销商库存指数



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

行业集中度方面，2017年，汽车经销商前十强企业共销售整车332.45万辆，占汽车总销量的11.51%。近年来，汽车经销企业一方面通过并购来弥补自身在品牌覆盖、地域布局等方面的不足，在采购、售后、资源的配置上形成规模效应，未来行业集中度有望进一步提升；另一方面，由于新车销售业务毛利率偏薄，企业纷纷延伸产业链，加大投入于汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等盈利能力较强的汽车后市场业务，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。

表3　2017年度中国汽车经销商集团百强前十名

（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	1607.12	110.03
2	中升集团控股有限公司	862.90	37.96
3	利星行汽车	801.10	20.59
4	庞大汽贸集团股份有限公司	704.85	49.59
5	上海永达控股（集团）有限公司	625.78	20.68
6	恒信汽车集团股份有限公司	515.81	27.41
7	国机汽车股份有限公司	502.40	15.62
8	大昌行集团有限公司	422.19	12.44
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	387.41	24.20
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	357.16	13.93

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

2018年一季度，中国汽车产销分别完成713.10万辆和718.27万辆，前者同比回落2.60%，后者同比增长2.79%。其中，乘用车完成销量610.00万辆，同比增长2.56%（上年同期增速为4.63%），商用车完成销量108.27万辆，同比增长4.06%（上年同期增速为22.85%），增速较上年同期进一步回落。

总体看，2017年以来，“购买1.6升及以下排量乘用车购置税减半”政策的“退坡”（2015年10月起实施，2017年1月起调整购置税率为7.5%）抑制了小排量车的快速增长，乘用车增速大幅回落，价格指数水平整体优于上年，8月后逐步回落；而在国内房地产开发投资增速回升、大宗商品价格回升、物流需求持续的综合作用下，货车市场强势回升，但下半年销量增速已体现回落态势，新能源汽车延续高速增长。汽车经销企业为提升盈利能力，加大投入于汽车后市场。

2. 行业政策

2017年的市场态势受政策影响较为显著。一方面，2016年公布的油品标准升级、新版《GB1589-2016》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等政策促进了商用车市场产品结构的调整，2015年10月以来施行的小排量乘用车购置税优惠政策自2017年起“优惠退坡”（财政部、国家税务总局发布：于2017年对购置1.6升及以下排量的乘用车按7.5%税率征收车辆购置税，于2018年初恢复10%的法定税率。），抑制了1.6升（含）以下车型的销售，乘用车市场增速大幅回落。另一方面，2017年内新出台多项政策，主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域（见表4），前者对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，后者意图弱化品牌厂商对售后环节的垄断，

降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离，该等政策的影响将延续至2018年。同时，中美贸易战项下的关税加征政策对相关整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响以及各方对该政策的应对方式仍有待关注。

表4　2017年内汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述		政策影响
新能源汽车推广应用财政支持将逐步“退坡”	2015 年 4 月，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委发布《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 年末，四部委再度发布《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，其中地方财政补贴（地方各级财政补贴总和）不得超过中央财政单车补贴额的 50%	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》，工信部等分批开展核查并通报处罚结果 新能源核查的执行配合已经实施的补贴退坡，整肃行业内企业的规范经营和申报，最终使企业脱离政策补贴后仍能良好运营。但目前阶段，新能源市场的高速增长对产业推广政策存在依赖性，财政补贴有效缓解了企业的前期研发、制造成本压力，支撑企业利润增长，但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，新能源补贴的“退坡”可能会影响部分企业的销售和获利
免征新能源汽车车辆购置税政策延续	2017 年 12 月 26 日，财政部、税务总局、工信部、科技部联合发布公告，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；对免征车辆通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（以下简称“《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	该政策的出台，是对前序“免征新能源汽车车辆购置税”优惠政策（执行期为 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日）的延续。明确了未来 3 年仍将对新能源汽车免征车辆购置税，在新能源补贴“退坡”的大环境下，对主机厂和消费者均是形成重要利好
乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理	2017 年 9 月 27 日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《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》（以下简称“《办法》”），自 2018 年 4 月 1 日起施行 《办法》共八章、四十条，主要包括建立积分核算制度和积分管理平台、明确积分核算方法、有条件地放宽小规模企业的燃料消耗量达标要求、设立新能源汽车积分比例要求的门槛、实行积分并行管理以及完善监督管理制度等内容，并规定了企业若未能按照积分管理要求及时将负积分抵偿归零，可能面临的处罚	《办法》是在近年出台的《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和新能源汽车推广应用等支持政策的基础上实行积分并行管理，促进了节能和新能源汽车产业协同发展。并且考虑到小规模企业短期内规模效益难以体现，降耗难度大，对小规模提升节能技术水平、拓展生存空间提供一定缓冲时间，同时，新能源汽车正积分交易的自由度较高，在“补贴退坡”环境下，为新能源企业提供新“收益渠道”，并鼓励传统燃油汽车厂商进入新能源产业 若未按《办法》规定完成达标，乘用车企业在年度生产计划、新产品推出等方面均会受到限制 值得关注的是，《办法》未对积分转让的定价做出规定，也未对在积分交易中的潜在不合理行为作出处罚规定
四部委就2016年度、2017年度乘用车企业平均燃料消耗量管理工作提出具体要求	2017 年 11 月 2 日，工信部、商务部、海关总署、质检总局发布《关于 2016 年度、2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），尽管《办法》于 2018 年 4 月 1 日开始实施，但针对 2016～2017 年度的企业平均燃料消耗量管理，《通知》仍提出了明确的抵偿要求 《通知》确定了乘用车企业 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分的核算方法，并要求相关企业对 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量负积分进行抵偿，同时提出“2013～2016 年企业平均燃料消耗量正积分每向后结转一次，均需乘以 80%的比例，结转有效期不超过 3 年；2016 年的新能源汽车正积分可以等额结转 1 年”	《通知》表示对 2016 年之前的燃料消耗量负积分不做考虑和处罚，但 2013～2015 年的燃料消耗量正积分可以向后结转，能够适度缓解企业的积分压力 《通知》对 2016～2017 年的负积分提出了抵偿要求，且 2016 年的新能源积分可以等额结转，市场可能会迎来首批新能源积分交易，届时应对于具体的执行案例、评价标准等予以关注，进而对后续的操作改进提供指导 值得关注的是，从公示的 2016 年乘用车企业平均燃料消耗量情况看，未达标企业既包括国内乘用企业、也包括进口乘用车企业，国内汽车企业已纷纷布局新能源市场，而部分进口汽车企业由于豪华、超豪华品牌因自身大排量产品较多等原因存在达标难度或达标压力，未来可能通过调整产品结构、提升降耗投入、进行积分交易等方式来应对监管压力
商务部颁布《汽车销售管理办法》	《汽车销售管理办法》（商务部令 2017 年第 1 号文，以下简称“新《办法》”）于 2017 年 4 月正式颁布，自 7 月 1 日起实施；《汽车品牌销售管理实施办法》（以下简称“旧《办法》”）同时废止。新《办法》包括总则、销售行为规范、销售市场秩序、监督管理、法律责任、附则等 6 章共计 37 条，核心在于规范市场中参与各方的权责及约束 相对于旧《办法》，新《办法》在法规名称、适用范围、授权制度和期限、销售及售后服务、供应商对经销商禁止实施行为等多方面做出了调整，并新增鼓励共享、节约型汽车销售的条款	新《办法》在保障消费者权益的基础上，放宽市场准入，推动销售、售后分离，提倡资源共享，降低经销商的投资门槛和营运开支，促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”，鼓励尝试营销新模式，行业集中度和运行效率有望进一步提升 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，初期也会出现抬升流转成本、非合理竞争的短期行为，厂商和监管机构应在新《办法》的宏观框架下，对经销群体加强合同约定、举报和监督，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
汽车整车和零部件关税下调	《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》于 2018 年 5 月 22 日颁布，自 7 月 1 日起实施，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	目前中国仍处于“贸易战”中，但降低汽车关税也是长远规划之一。一方面，有利于降低汽车进口壁垒，引入更多有竞争力的海外车型；另一方面，进口车关税下降，对国内品牌、尤其是中高端品牌形成了竞争压力

	件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25%的共 79 个税号的税率降至 6%	对于经销商，关税下降使其购车成本下调，将有更多利润空间用于市场拓展和加大优惠力度 对于消费者，由于终端价格的影响因素多种，除关税外，未来国家是否对包括国产车在内的新车税收做出调整，也是影响终端车价的重要因素。同时，进口车中的大排量汽车占一定比重，由于排量在 4L 以上的进口车消费税率可达 40%，市场可能出现排量越大、关税对车价影响越小的情况，购买相对小排量进口车的红利更明显
对原产于美国的 500 亿美元进口商品加征关税	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发布公告决定，对原产于美国的 659 项目约 500 亿元美元进口商品加征 25%关税，其中对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告	该政策是对美国政府于 2018 年 6 月 15 日发布《加征关税商品清单》的回应，该《清单》显示美国将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税，其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，同时就约 160 亿美元商品加征关税开始征求公众意见 该政策对各品牌在美国本土的整车及零部件业务乃至投资均带来一定负面影响；对于美国本土生产的进口汽车的潜在消费者，关税上调可能带来价格上涨的压力，可能导致其观望态度和消费调整。而对于自主品牌汽车和非美产地进口汽车厂商，该政策可能为其带来潜在的市场机遇

数据来源：联合资信评估有限公司整理

六、重大事项

1. 完成业绩承诺

经中国证监会核准，公司于2015年6月24日完成重大资产重组（见主体概况）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（以下简称“汇通租赁”）16.67%股权（21.82亿元，本次交易前公司已持有其83.33%股权）及发展乘用车融资租赁业务（38.18亿元）。

截至2017年底，汇通租赁注册资本35.60亿元，总资产181.42亿元，净资产61.48亿元；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，2016～2017年，汇通租赁的净利润分别为6.83亿元和5.52亿元。

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》：2015～2017年，公司盈利实现数分别为203271.13万元、276960.05万元和369511.02万元，实现率分别为111.11%、119.17%和131.81%。

2. 非公开发行 A 股股票

2017年12月14日，公司向7名特定投资者非公开发行9.94亿股股票，发行价格为8.05元/股，募集资金净额79.41亿元，用于汽车融资租赁项目及偿还有息债务。本次非公开发行后，第一大股东广汇集团持股比例降至32.71%，仍为公司控股股东。公司资本实力增强，子公司汇通租赁作为公司旗下汽车融资租赁业务的经营主体，随着募集资金的注入，融资租赁业务发展过程中面临的资金压力将得到缓解。

3. 其他并购项目

2017年，公司完成对温州捷顺、绍兴捷顺（3月）、西安英和（7月）、天津四联（8月）、佛山项目（10月）、宁夏怡通（4月）等项目的收购，年底商誉相应增长至178.45亿元。

表 5　2017 年完成的重要收购项目及其收益贡献（单位：亿元）

购买方名称	被收购项目	股权取得成本	购买日至期末被购买方的收入	购买日至期末被购买方的净利润
广汇宝信	温州捷顺等	8.59	12.38	0.79
西安广汇汽车实业发展有限公司	西安英和等	5.56	11.30	0.13
河北广汇投资有限公司	天津四联等	3.28	16.75	0.46
广西壮族自治区机电设备有限责任公司	佛山项目	2.18	2.91	0.02
新疆天汇汽车服务有限公司	宁夏怡通等	1.60	4.81	0.64

资料来源：2017年年度报告

2018年3月，广汇宝信全资子公司苏州宝信汽车销售服务有限公司完成收购上海众国宝泓汽车销售服务有限公司、上海普陀宝泓二手车销售服务有限公司、合肥宝泓汽车销售服务有限公司、芜湖众国宝泓汽车销售服务有限公司100%股权，上述标的公司分别位于上海市、合肥市和芜湖市，共全资拥有3家4S店和1家二手车中心，均为宝马品牌。

根据公司2018年5月发布的公告，公司拟收购庞大汽贸集团股份有限公司（以下简称“庞大集团”）下属的赤峰市庞大之星汽车销售服务有限公司、德州市庞大之星汽车销售服务有限公司、唐山市庞大之星汽车销售服务有限公司、邯郸市庞大乐业汽车销售服务有限公司、济南庞大之星汽车销售服务有限公司（以下简称“标的公司”）100%股权，转让价拟定为12.53亿元，标的公司共全资持有5家4S店（均为奔驰品牌），若收购完成，有助于公司进一步优化品牌结构，加密华北地区的网点覆盖。上述交易不需要提交公司股东大会审议，尚需庞大集团股东大会审议通过、汽车供应厂商同意以及国家反垄断审批机构审批。

表 6　交易标的公司 2017 年主要财务指标（单位：万元）

本次交易标的公司	资产总额	负债总额	净资产	营业收入	净利润
赤峰市庞大之星汽车销售服务有限公司	20209.14	10169.29	10039.85	41814.08	2078.29
德州市庞大之星汽车销售服务有限公司	19616.22	11504.58	8111.64	30874.93	1633.84
唐山市庞大之星汽车销售服务有限公司	26899.50	14410.22	12489.28	55140.15	2618.07
邯郸市庞大乐业汽车销售服务有限公司	41405.82	23173.11	18232.70	61906.01	2280.08
济南庞大之星汽车销售服务有限公司	16083.95	6014.79	10069.16	53304.73	2387.68

资料来源：公司公告

公司2017年以来持续推进项目并购，资金支出规模大，新布局的门店存在管理和整合难度，且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。

七、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年7月7日，公司注册资本为81.44亿元，控股股东广汇集团持有公司32.80%股权（累计质押股份占其所持股份的73.08%）。公司实际控制人为孙广信先生（持有广汇集团63.60%股权）。

2018年2月，广汇集团完成2018年非公开发行可交换公司债券（第一期）的发行，实际发行规模为5.9亿元，期限为3年期，初始换股价格为11元/股，票面利率6%。根据债券质押担保合同的相关约定，广汇集团质押其所持的1.04亿股广汇股份股票（占广汇股份总股本的1.28%）。

2018年7月5日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的预案》，计划以2～4亿元自有资金回购不超过5714万股的公司股票（回购价格不超过7元/股），回购股份

将予以注销，从而调整注册资本。若按回购股份数量的上限计，占公司目前已发行总股本的0.70%。回购股份的期限为自公司股东大会审议通过回购股份预案之日起6个月内，目前回购股份方案尚需提交股东大会审议。

2. 企业竞争力

公司是国内大型的乘用车经销与综合服务集团、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；2017年营业收入同比增长18.67%至1607.12亿元，规模优势显著。

截至2018年3月底，公司经销品牌涵盖了从超豪华、豪华到中高端等不同档次的57个乘用车品牌，在国内28个省、自治区及直辖市运营829家门店，包括763间4S店（其中，超豪华、豪华品牌4S店210家），拥有基盘客户1059万。

公司经销品牌覆盖面广，囊括了宝马、一汽奥迪、捷豹路虎、梅赛德斯-奔驰、沃尔沃、通用凯迪拉克等高端豪华品牌以及通用别克、上海大众、东风日产、一汽大众、东风本田、北京现代、长安福特等中端品牌，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，品牌和经销网络的覆盖度高，尤其在保有量偏低的中西部地区具有较强的市场优势。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。

八、管理分析

2017年5月，周育先生因个人原因申请辞去公司副总裁职务，辞职后不再担任公司任何职务。

跟踪期内，公司部门设置无重大变化，最新组织架构图见附件1-2，公司治理结构和管理制度等方面无重大变化。

九、经营分析

跟踪期内，公司业务主要包括整车销售、维修养护服务、佣金代理、汽车租赁等板块，其中整车销售收入比重超过85%，主业突出。

2017年，借助于业务规模扩张、营销推广和收购的影响，公司主营业务收入同比增长18.70%至1603.09亿元，整车销售、维修服务、佣金代理、汽车租赁等四大板块分别占87.69%、8.24%、2.86%和1.21%。其中，销售业务和维修业务增长匹配度高，佣金代理业务由于规模经济效益、二手车品牌效应、保险产品集中采购等优势同比快速扩张，汽车租赁业务同比增长14.47%至19.44亿元。

跟踪期内，公司主营业务综合毛利率为9.61%，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，且由于市场竞争激烈、收购标的原有盈利水平较低等因素影响，近年来略有回落，2017年为3.85%。维修服务业务毛利率保持良好水平，2017年为37.47%，较2016年提升3.96个百分点，主要由于收购的高端豪华品牌具有较高的售后、维修毛利率。佣金代理和汽车租赁业务毛利率均保持在高水平，2017年分别为79.53%和72.65%，主要受益于其业务开展是附加在整车销售的基础上展开，板块自身成本较低（佣金代理服务的主要成本为人力成本，汽车租赁服务的主要成本为人力成本和资金成本）。

2018年1～3月，公司对外投资收购进一步推进，维修送修台次增加，拓展了车险代

理、车贷业务等佣金代理业务规模，同时开发融资租赁产品，各板块收入同比均保持增长，营业收入同比增长超过20%。同期，主营业务综合毛利率为10.40%，整车销售毛利率同比基本持平，汽车租赁业务毛利率同比增加7.48个百分点，主要受益于2017年底非公开发行募集资到位使得综合资金成本下降；维修服务、佣金代理业务毛利率同比分别减少3.58和2.73个百分点，主要受人工成本上升、业务拓展和新购项目的影响。

表 7　公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	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	1200.25	88.87	4.04	1405.75	87.69	3.85	342.57	87.03	4.84
维修服务	104.43	7.73	33.51	132.06	8.24	37.47	32.99	8.38	31.41
佣金代理	28.84	2.14	77.59	45.84	2.86	79.53	12.44	3.16	77.48
汽车租赁	16.98	1.26	69.64	19.44	1.21	72.65	5.63	1.43	77.83
合计	**1350.50**	**100.00**	**8.72**	**1603.09**	**100.00**	**9.61**	**393.63**	**100.00**	**10.40**

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。2017年，公司在前期收购项目经营规模进一步扩大的基础上，公司继续在华北、浙江、西安等地收购多家门店，华北大区收入比重保持稳定，华东地区收入比重提升较快，当期收入贡献最高的4个区域分别为华北大区、西北大区、广西区域和华东区域，合计贡献了59.21%的营业收入。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8　公司销售收入区域分布情况（单位：%）

地区	2016 年	2017 年
华北大区	22.51	22.66
西北大区	18.61	15.76
北区区域	8.39	7.33
广西区域	9.52	10.00
重庆区域	6.95	5.94
四川区域	7.45	7.70
贵州区域	4.52	3.76
安徽区域	4.60	3.91
江西区域	4.10	3.57
陕西区域	4.46	5.13
华东区域	6.22	10.78
云南区域	1.43	2.23
汽车租赁及其他	1.25	1.21
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着业务规模扩张和并购效益释放，公司经营规模持续拓展，主业盈利能力稳定，汽车后市场毛利率水平高；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有所下滑。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。

1. 整车销售及维修

该板块主要经营实体为全资子公司广汇有限，截至2017年底，广汇有限资产总额1069.65亿元，所有者权益合计307.25亿元，2017年广汇有限实现营业收入1261.05亿元，利润总额49.75亿元。

跟踪期内，公司延续并购整合战略，由“中西部、中高端”的前期规划，逐步转化为“由西到东、从北向南的全国全品牌覆盖”。截至2018年3月底，公司经销品牌涵盖了从超豪华、豪华到中高端等不同档次的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、自治区及直辖市拥有829家门店，其中各类乘用车品牌授权4S店763家。由于业务规模扩张、收购战略推进以及市场影响推广的带动，公司2017年完成销量88.12万辆（进口汽车销量比重低），占国内乘用车市场的

3.57%；由于豪华品牌不断并入，整车销售收入的年均增速超过销量增速12.43个百分点，2017年实现新车销售收入1405.75亿元，但板块毛利率尚处较低水平，在4%附近波动。2018年1～3月，公司新车销量和销售收入分别为20.48万辆和342.57亿元，同比分别增长22.27%和20.39%，板块毛利率为4.84%，同比基本持平。

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，2017年，公司维修服务收入132.06亿元，实现维修台次718.03万台，同比分别增长26.45%和8.57%；受益于收购的豪华品牌具有较高的售后、维修利润，板块毛利率不断提升，2017年为37.47%。2018年1～3月，公司入场维修台次和维修服务收入分别为190.31万次和32.99亿元，同比分别增长7.59%和13.66%，由于人工成本上升以及公司对新收购项目资产盘点中发现的超期零备件等超期库存进行集中清理的影响，板块毛利率同比减少3.58个百分点至31.41%，仍维持良好水平。

产品结构：公司经销品牌覆盖面较广，囊括了宝马、一汽奥迪、捷豹路虎、梅赛德斯-奔驰、沃尔沃、通用凯迪拉克等高端豪华品牌以及通用别克、上海大众、东风日产、一汽大众、东风本田、北京现代、长安福特等中端品牌。近三年，高端豪华品牌对公司总销量的贡献不断提升，2017年贡献了总销量的17.58%（较上年提升4.14个百分点），中端品牌销量稳步提升，2017年贡献了总销量的77.69%（较上年减少3.48个百分点）。由于单车价格更高，高端豪华品牌销售收入快速提升，对公司的业绩拉动持续加大，2017年贡献了整车销售收入的37.77%（较上年提升6.50个百分点），中端品牌销售收入比重减少6.14个百分点至59.53%。

表9　近年公司主要品牌乘用车销量（单位：万辆）

品牌	2015年	2016年	2017年
高端豪华品牌			
一汽奥迪	2.66	3.66	3.79
进口大众	0.25	0.29	0.29
梅赛德斯-奔驰	0.68	1.03	1.26
沃尔沃	0.54	1.10	1.36
通用凯迪拉克	0.31	0.59	1.18
宝马	0.00	2.44	4.72
捷豹路虎	0.00	1.24	2.00
其它	0.22	0.72	0.89
小计	**4.66**	**11.08**	**15.49**
中端品牌			
北京现代	6.29	6.78	4.85
上海通用别克	9.52	12.07	12.39
上海大众	5.18	7.31	7.82
上海通用雪佛兰	4.36	3.96	4.51
一汽大众	5.42	6.40	6.53
东风日产	5.05	5.94	6.99
长安福特	3.00	3.95	3.61
东风本田	2.88	4.19	4.91
一汽丰田	2.42	2.82	3.00
广汽丰田	1.32	1.73	2.24
其它	9.82	11.80	11.61
小计	**55.28**	**66.96**	**68.46**
其他品牌	**3.32**	**4.45**	**4.17**
总销量	**63.26**	**82.49**	**88.12**

资料来源：公司提供

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加剧、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，但电汇比重也呈持续上升，票据支付比重有所下降。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 10　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
2015 年	57.49	13.83	28.67
2016 年	51.46	17.82	30.72
2017 年	42.66	20.31	37.03
2018 年 1-3 月	42.59	18.17	39.24

资料来源：公司提供

2017年公司以并购中西部、东部地区门店为主，期间配合一定数量的门店新建，以及因拆迁、策略性调整而关闭部分门店。截至2018年3月底，公司在全国共有829家门店，其中含763家4S店，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（租期主要为10年、20年和30年），非一线城市由于拿地较早、地价相对优惠，门店主要为自有物业。截至2017年底，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 11　近年公司 4S 店数量变化情况（单位：家）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
收购 4S 店	77	167	52	26
新建 4S 店	13	25	19	0
关闭 4S 店	2	16	8	0
期末保有量	498	674	737	763

资料来源：公司提供

联合资信评估有限公司（以下简称“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13.84%，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60.35%；其中，分别有合计占比为8.19%（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的50.89%）的土地及合计占比为35.36%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的51.78%）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（见表12）。

表12　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	承诺类行	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：2017年年度报告

综上所述，2017年公司汽车销量稳步提升，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。

2. 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。2017年，公司佣金代理业务实现收入45.84亿元，受益于客户保有量提升和保险产品集中采购等优势，延续了快速增长态势，2017年新车首保率达72.64%（同比增长2.92个百分点），续保率达63.19%（同比增长5.22个百分点）。同期，佣金代理业务毛利率为79.53%，盈利能力很强。

3. 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，收入主要源于租赁利息收入。公司该项业务主要由新疆广汇租赁服务有限公司（以下简称“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），并参与发起设立消费金融公司-长银金融。其中，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。

2017年，公司乘用车融资租赁总台次达21.06万辆，同比大幅增长27.02%，业务拓展速度加快，同期实现收入19.44亿元，同比增长14.49%，租赁业务毛利率为72.65%，盈利能力很强。

表13 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	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
融资租赁总台次	113110	165795	210630	70916
期末生息资产余额	104.93	117.79	162.14	181.58

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，2015～2017年租赁业务的经营活动现金流净额分别为19.06亿元、-9.65亿元和-35.73亿元，对公司经营活动获现情况存在一定影响。考虑到公司非公开发行股票募集资金部分用于发展租赁业务，可补充租赁业务资本金、降低综合资金成本，且随着租赁业务逐步成熟，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。

跟踪期内，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。

4. 经营效率

随着公司销售规模不断增长，公司存货周转次数不断提升，销售债权周转次数持续回落，总资产周转次数波动回落，2017年，上述三项指标分别为8.94次、52.44次和1.30次。整体看，公司经营效率较好。

5. 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造工程、综合楼及办公楼工程以及装修工程。截至2018年3月底，公司在建工程账面余额为11.81亿元，主要为网点工程和汽车城项目，其中汽车城项目已基本完成投资并部分转固（项目规划建设门店53家，已建成投运30家门店，预计2018年内新投运8家门店），未来主要的投资将集中于网点建设工程。

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：华北区域迁建1家；广西区域迁建1家；华中区域新建1家网点；新疆区域改建1家；江西区域新建1家网点，改建1家网点；四川区域改建1家；甘肃区域新建1家网点、改建3家网点；重庆区域新建 1网点，改建2家网点；华东区域改建1家；陕西区域改建1家；公司目前的新建4S店均已获得厂商授权。截至2018年3月底，网点建设项目的投资进度为55%。

未来，公司将持续、稳健地开展建设投入，并对原有投资规划进行了调整，按照最新规划，

预计2018年资本支出将不超过35亿元，用于新建投资的资金将不超过20亿元。

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。

十、财务分析

公司提供的2017年度财务报表已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司提供的2018年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2017年公司合并范围相比2016年的主要变动包含：①非同一控制下的企业合并：新增广汇宝信、西安广汇汽车实业发展有限公司等下属子公司在各地收购的汽车销售主体股权；②处置子公司：当期出售长春市威孚汽车销售服务有限公司等3家子公司股权；③出资设立：当期以现金出资设立的10家全资子公司。2018年一季度公司合并范围相比2017年变化不大。近年来，公司对外收购较多，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年底，公司资产总额1352.46亿元，所有者权益合计442.37亿元（含少数股东权益89.01亿元）；2017年，公司实现营业收入1607.12亿元，利润总额57.47亿元。

截至2018年3月底，公司总资产1257.01亿元，所有者权益合计456.75亿元（含少数股东权益91.76亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入394.69亿元，利润总额16.56亿元。

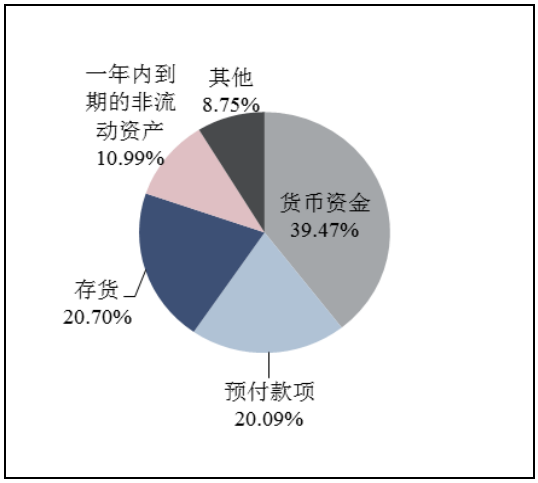
1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额同比增长20.80%至1352.46亿元。其中流动资产占60.84%，非流动资产占39.16%。

流动资产

截至2017年底，流动资产822.78亿元，同比增长29.32%。构成主要以货币资金、预付款项、存货和一年内到期的非流动资产为主。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2017年底，货币资金总额324.73亿元，同比增长50.05%；其中，外币货币包括0.91亿美元（折合人民币5.95亿元）和1.90亿港币（折合人民币1.59亿元），其他货币资金125.45亿元，主要为票据保证金和借款保证金等。

截至2017年底，存货账面价值为170.33亿元，同比增长10.48%，主要为库存商品；公司累计计提跌价准备1.08亿元，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。

截至2017年底，预付款项同比增长22.63%至165.26亿元（账龄1年之内的款项占99.78%）；预付款项余额前五名总额100.85亿元，占预付款总额的61.03%，集中度较高。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动资产90.46亿元，同比增长34.42%，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0.74亿元。

非流动资产

截至2017年底，非流动资产529.68亿元，同比增长9.59%，主要为固定资产（占23.23%）、商誉（占33.69%）、无形资产（占16.58%）及长期应收款（占15.56%）。

截至2017年底，长期应收款82.43亿元，同比增长28.23%，主要系应收融资租赁款增长所致，公司当期计提坏账准备0.73亿元。截至2017年底，受限长期应收款为94.53亿元（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。

截至2017年底，固定资产、无形资产、商誉分别同比增长8.54%、0.81%和11.04%至123.04亿元、87.80亿元和178.45亿元，其中无形资产增长主要源于并购带来的特许经营权增加，商誉增长主要源于陕西区域、广汇宝信的项目并购[2]，商誉规模大且持续增长，存在一定减值风险；固定资产中账面价值为29.96亿元的房屋及建筑物尚未办妥产权证书。

截至2018年3月底，公司资产总额1257.01亿元，较上年底下降7.06%，流动资产和非流动资产分别占54.38%和45.62%，流动资产占比有所下降。其中，货币资金较上年底下降54.46%至147.88亿元，主要用于偿还借款、兑付到期应付票据以及支付股权收购款等；长期股权投资较上年底大幅增长200.81%至18.77亿元，系对上海爱卡投资中心（有限合伙）持股比例增加，从可供出售金融资产调整至长期股权投资。

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2017年底，公司受限资产规模为225.20亿元，占资产总额的16.65%，主要为受限货币资金（125.45亿元）和受限长期应收款（94.53亿元）；截至2018年3月底，受限资产规模降至169.91亿元，占资产总额的13.45%，主要为受限货币资金（74.38亿元）和受限长期应收款（85.97亿元）。整体看，公司受限资产规模较大，但受限比重有所回落。

跟踪期内，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。公司资产质量尚可，资产流动性一般。

2. 所有者权益及负债

截至2017年底，公司所有者权益442.37亿元，同比增长53.84%，主要源于非公开发行股票、发行永续债投资信托项目（以下简称“信托永续债”）、利润累计以及少数股东权益的增长（主要由于下属企业广汇宝信发行高级永续债以及向特定对象配售股份导致）；所有者权益中，归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占23.05%）、资本公积（占38.27%）和未分配利润（占34.78%）等科目构成。

截至2017年底，公司归属于母公司所有者权益为353.37亿元，同比增长49.95%，主要源于非公开发行股票、发行信托永续债以及利润累计。公司的其他权益工具主要为2017年3月通过信托公司发起设立的10亿元信托永续债，债券采用固定利率计息，前2个计息年度的票面利率为6.8%，从第3个计息年度开始票面利率为9.8%，无固定期限，利息按季支付；根据该信托永续债的发行条件，公司作为发行人，可全权酌情选择迟延利息分红，可迟延分红次数不受限制。

截至2017年底，公司少数股东权益为89.01亿元。近年的持续增长主要源于两方面：其一，下属企业广汇宝信于2017年6月向特定对象配售股份导致少数股东持股比例增加7.4%，公司（合并）少数股东权益相应增长；其二，广汇宝信于2016年12月在新加坡证券交易所有限公司（以下简称“新交所”）发行额度总计4亿美元、利率为8.75%的高级永续证券，并于2017年10月在新交所再度发行额度为4亿美元、利率为5.625%的高级永续证券，所募集资金均以向下属子公司（合并范围内）发放委托贷款的形式使用，上述美元高级永续证券在公司（合并）财务报表中不符合金融负债的定义，计入“少数股东权益”科目。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计

[2]截至 2017 年底，公司的 178.45 亿元商誉主要源于广汇宝信（63.60 亿元）、北方区域（26.18 亿元）、西北区域（20.25 亿元）、华北区域（20.37 亿元）和四川区域（15.83 亿元）；其中，2017 年增加最为明显的是广汇宝信和陕西区域，当期分别增加商誉 6.68 亿元和 3.07 亿元。

456.75亿元，金额及结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司通过非公开发行方式使得归属于母公司所有者权益规模持续扩张，资本充足率和权益稳定性得以提升。

负债

截至2017年底，公司负债总额同比增长9.38%至910.09亿元，其中流动负债和非流动负债分别占75.02%和24.98%，较2016年底负债结构有所调整，流动负债占比有所下降。

截至2017年底，公司流动负债同比增长6.23%至682.72亿元，主要源于应付票据和一年内到期的非流动负债的增长；流动负债主要包括短期借款（占25.54%）、应付票据（占38.31%）和一年内到期的非流动负债（占18.55%）等。

截至2017年底，公司短期借款174.38亿元（包含折算为4.90亿元人民币的港币借款[3]），同比下降22.86%，信用借款、短期融资券（包括17广汇汽车CP001、17广汇汽车SCP006、17广汇汽车SCP007，共计16亿元）、抵押借款分别占57.15%、9.18%和31.06%。截至2017年底，应付票据261.53亿元，同比增长15.02%，全部为银行承兑汇票。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为126.64亿元，同比提升59.34%，主要构成为一年内到期的长期借款73.61亿元和一年内到期的应付债券50.70亿元。

截至2017年底，公司非流动负债227.36亿元，同比增长20.08%，非流动负债主要由长期借款（占68.90%）和应付债券（占20.43%）构成。截至2017年底长期借款同比大幅增长60.81%至156.65亿元；应付债券46.45亿元，同比下滑32.19%。

截至2018年3月底，公司总负债为800.26亿元，较上年底下降12.07%，其中应付票据下降33.51%至173.88亿元，主要由于当期支付到期的银行承兑汇票；其他应付款较上年底增长17.88%至60.41亿元，主要系应付股权收购款及应付信托持有人款项增加所致；长期借款较上年底下降10.95%至139.50亿元。

截至2017年底，公司全部债务765.85亿元，其中短期债务占73.48%，长期债务占26.52%。截至2017年底，得益于公司权益规模的扩大，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均有所下降，分别为67.29%、63.39%和31.47%。

截至2018年3月底，公司全部债务656.10亿元，较上年底下降14.33%，债务结构较上年底变化不大；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63.66%、58.96%和27.78%，较上年底均有所下降。以公司2018年3月底报表财务数据为基础，并考虑公司于2017年发行的10亿元永续债信托项目以及广汇宝信于2016～2017年发行的合计8亿美元高级永续债4（共折合人民币54.30亿元），不考虑其他因素，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67.98%、63.84%和36.36%。

总体看，跟踪期内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。

3. 盈利能力

2017年，公司营业收入同比增长18.67%至1607.12亿元，营业利润率为9.41%，较上年的8.57%有所提升，主营业务盈利能力稳定。

从期间费用来看，2017年期间费用共计92.66亿元，同比增长22.80%，占营业收入的比重为5.77%，较上年的5.57%略有上升，费用控制能力较好。同期，公司发生资产减值损失3.43亿元，同比下降3.73%，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。2017年公司实现利润总额57.47亿元，当期总资本收益率和净资产收益率分别为5.77%和10.18%，整

[3]其中，折算为4.90亿元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。

[4]公司于2016年12月16日发行高级永续债本金为3亿美元，折合人民币约20.79亿元；于当月27日额外发行高级永续债本金为1亿美元，折合人民币约6.95亿元；于2017年10月24日发行高级永续债本金为4亿美元，折合人民币约26.56亿元。

体盈利能力较强。

2017年，公司计入其他收益的政府补贴及税收返还1.62亿元；非经常性损益对公司利润水平影响小。

2018年1～3月，公司实现营业收入394.69亿元，同比增长20.32%，营业利润率为10.15%，较2017年有所提升；公司实现利润总额及净利润分别为16.56亿元和13.33亿元，同比增长20.96%和21.15%。

跟踪期内，公司营业收入规模大且不断扩张，并购整合后的规模效应逐步形成，主业盈利能力稳中有升，期间费用控制能力较好。

4. 现金流及保障

2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入同比分别增长17.82%和16.92%至1923.66亿元和1941.86亿元；购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出同比分别增长15.89%和16.23%至1765.84亿元和1891.99亿元，增幅稍低于现金流入的增幅，经营性净现流同比提升50.76%至49.87亿元。2017年，公司现金收入比为119.70%，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，2017年，公司投资活动现金流入同比大幅增长至237.39亿元，主要由于收回投资收到现金由上年的9.95亿元升至214.98亿元（主要用于购买短期理财产品等）。同期，公司投资活动现金流出同比增长88.33%至285.90亿元，投资活动现金流出主要由投资支付的现金构成（218.57亿元）。公司当期的投资性净现金流由上年的-124.99亿元变动至-48.50亿元，呈持续净流出，资金缺口有所收窄。但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，2017年，公司筹资活动现金流入711.78亿元，同比变动不大，其中吸收投资收到现金124.59亿元，同比增长361.73%，包括定向增发募集资金79.44亿元、发行信托永续债募集资金10亿元、广汇宝信发行新股募集资金8.47亿元等；筹资活动现金流出同比增长14.62%至604.36亿元，主要用于偿还债务；公司筹资性净现金流由上年的142.36亿元降至107.42亿元。

2018年1～3月，公司经营活动现金流入485.52亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金472.13亿元，同比增长17.70%；现金收入比为119.62%；经营活动净现流为-110.76亿元（上年同期为-73.57亿元），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29.50亿元（上年同期为35.79亿元），同比下降17.58%，系本期取得子公司支付的现金同比增加所致；筹资活动现金流净额-44.24亿元，同比大幅下降190.54%，主要是当期取得借款收到的现金同比减少所致。

跟踪期内，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。

5. 偿债能力

截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为120.51%和95.57%，较上年底分别提升21.52和20.56个百分点；得益于经营性净现金流增长，公司经营现金流动负债比较上年底提升2.16个百分点至7.30%。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率回升至114.01%和81.71%。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，2017年，公司EBITDA同比增长36.24%至98.36亿元；同期的EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA两项指标分别为3.91倍和7.79倍，全部债务/EBITDA较上年有所下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司对外担保合计1.43亿元，均为对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2018年3月底，公司共获得各家金融机构授信总额度816.28亿元，尚未使用额度316.01亿元，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。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》，截至2018年7月2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。

6. 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。近年来，公司资产、权益、利润规模攀升，资本实力不断增强，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。

十一、存续债券偿还能力分析

截至本报告日，公司本部存续的银行间债券余额为29.00亿元（见表14），另有于2017年3月31日发行的10亿元信托永续债（期限为2+N，下一行权日为2019年3月31日），应付债券余额合计39亿元。

表 14　公司本部存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期日期	债券余额
18 广汇汽车 SCP004	2018-05-30	2019-02-24	5.00
18 广汇汽车 MTN001	2018-04-19	2021-04-19	6.00
18 广汇汽车 SCP003	2018-04-04	2018-12-30	6.00
18 广汇汽车 SCP002	2018-03-29	2018-09-25	6.00
18 广汇股份 SCP001	2018-03-22	2018-12-17	6.00
合计			**29.00**

资料来源：联合资信整理

以到期日/下一行权日计，公司本部将于2018年内到期的债券余额为33亿元，分别为4期超短期融资券和1期信托永续债。截至2018年3月底，公司剔除受限部分的现金类资产为73.77亿元，为一年内到期应付债券的2.24倍，保障能力较强；2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为98.36亿元、1941.83亿元和49.87亿元，分别为本部应付债券余额的2.52倍、49.79倍和1.28倍，公司EBITDA对本部应付债券余额的保障能力较强，公司经营活动现金流量净额对本部应付债券余额具备保障能力。

表15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	33.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.24
经营活动现金流入量/应付债券余额	49.79
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.28
EBITDA/应付债券余额	2.52

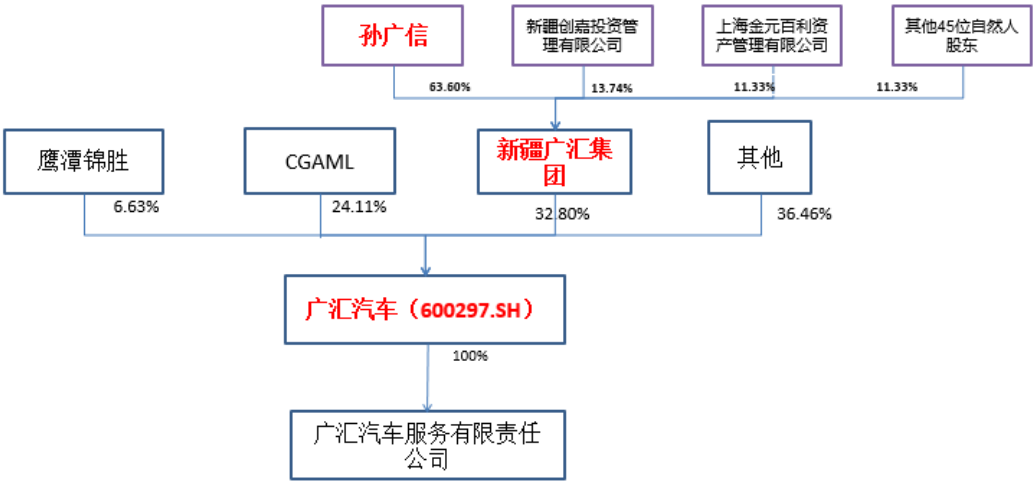
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期的本部应付债券保障能力较强，公司EBITDA对本部应付债券余额的保障能力较强。

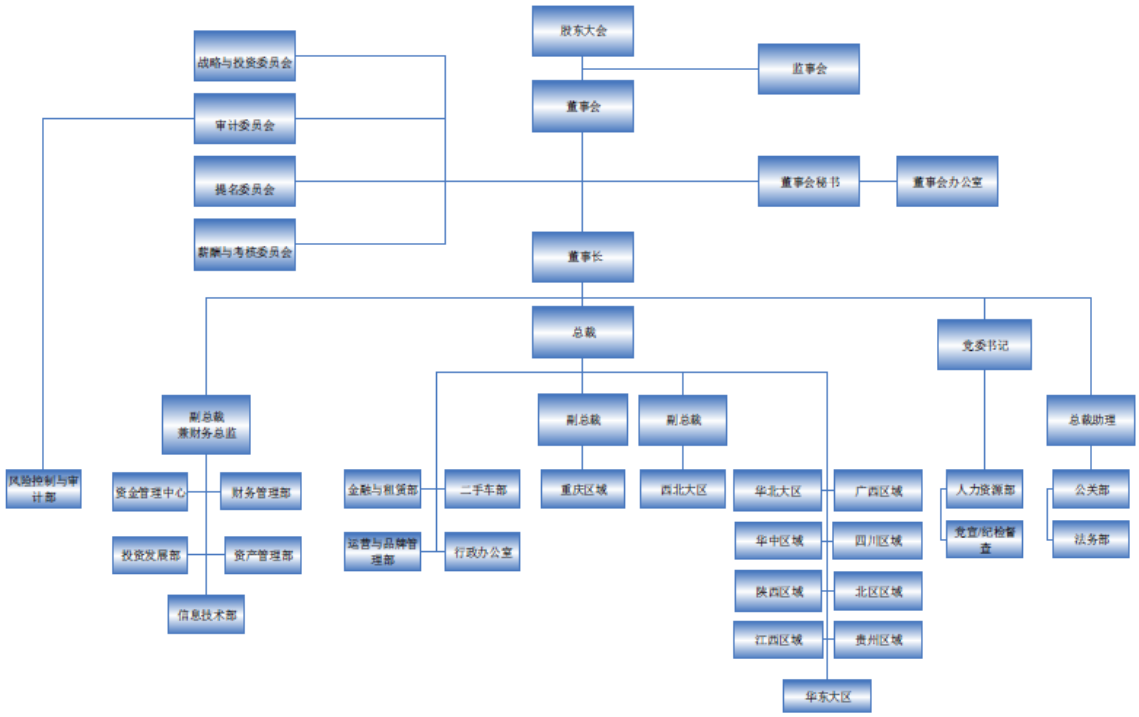
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“18 广汇汽车 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.95	92.26	199.29	73.77
资产总额(亿元)	758.11	1119.60	1352.46	1257.01
所有者权益(亿元)	219.02	287.55	442.37	456.75
短期债务(亿元)	414.69	532.90	562.75	480.45
长期债务(亿元)	39.16	165.92	203.10	175.65
全部债务(亿元)	453.85	698.82	765.85	656.10
营业收入(亿元)	937.00	1354.22	1607.12	394.69
利润总额(亿元)	27.00	39.76	57.47	16.56
EBITDA(亿元)	48.23	72.19	98.36	--
经营性净现金流(亿元)	55.63	33.08	49.87	-110.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	64.59	56.74	52.44	--
存货周转次数(次)	6.38	8.41	8.94	--
总资产周转次数(次)	1.36	1.44	1.30	--
现金收入比(%)	121.75	120.56	119.70	119.62
营业利润率(%)	8.92	8.57	9.41	10.15
总资本收益率(%)	5.05	5.05	5.77	--
净资产收益率(%)	9.67	10.58	10.18	--
长期债务资本化比率(%)	15.17	36.59	31.47	27.78
全部债务资本化比率(%)	67.45	70.85	63.39	58.96
资产负债率(%)	71.11	74.32	67.29	63.66
流动比率(%)	97.82	99.00	120.51	114.01
速动比率(%)	69.07	75.01	95.57	81.71
经营现金流动负债比(%)	11.47	5.15	7.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.64	3.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.41	9.68	7.79	--

注：1.2018 年 1～3 月财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除使用受限部分；3.上表中的所有者权益包括 2017 年 10 月发行的 10 亿元信托永续债、2016 年 12 月发行的 4 亿美元高级永续证券、2017 年 10 月发行的 4 亿美元高级永续证券。

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为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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：

信用等级设置	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。