

信用等级公告

联合[2018] 805 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长期信用状况及拟发行的 2018 年度第二期中期票据进行综合分析和评估, 确定广汇汽车服务股份公司主体长期信用等级为 AA⁺, 广汇汽车服务股份公司 2018 年度第二期中期票据的信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年五月十七日



广汇汽车服务股份公司

2018 年度第二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：基础发行金额为 5 亿元，发行金额上限为 10 亿元

本期中期票据期限：2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：偿还金融机构借款、补充营运资金

评级时间：2018 年 5 月 17 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 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	15.94
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（下称“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。公司借壳上市以来，先后完成 60 亿元的配套资金募集和 80 亿元非公开发行股份的资金募集，资本实力增强；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（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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

近三年，公司经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 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. 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. 公司借壳上市以来,先后完成 60 亿元的配套资金募集和 80 亿元非公开发行股份的资金募集,资本实力得到提升。
4. 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。
5. 近三年,公司经营活动现金流净额和 EBITDA 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 年度第二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（下称“广汇有限”）；美罗药业更名为广汇汽车服务股份公司。后经过非公开发行新股和资本公积转增股本，截至 2018 年 5 月 3 日，公司注册资本达 81.44 亿元，广汇集团持有公司 32.80% 股权²，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。

二、中期票据概况

公司于 2018 年 3 月注册中期票据额度 20 亿元，并于 2018 年 4 月发行 2018 年度第一期中期票据“18 广汇汽车 MTN001（6 亿元，3 年期）”，本次计划发行 2018 年度第二期中期票据（下称“本期中期票据”），本期中期票据基础发行金额为 5 亿元，发行金额

¹2007 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截至 2018 年 5 月 3 日，广汇集团持有公司股份 26.7112 亿股，累计质押 20.0265 亿股，占其所持公司股份总数的 74.97%。

上限为 10 亿元，期限为 2+1 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资人回售权，募集资金用于偿还金融机构借款及补充营运资金。本期中期票据无担保。

三、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。

四、行业及区域经济分析

1. 汽车行业概况

汽车制造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，受城镇化以及国民消费升级等因素的拉动，中国汽车销量持续增长，但增速呈周期性波动。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，中国乘用车市场累计完成销量 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销售总量的 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,中国商用车市场销量达 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 万辆汽车整车,同比增长 15.77%,进

口金额 510.30 亿美元,同比增长 13.54%;主要进口品种中,轿车和越野车进口量呈较快增长,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%;主要出口品种中,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,丰富消费者购车选择的同时,也促进了进口汽车市场、尤其是中高端进口汽车市场的竞争,在此背景下,若中国对部分美国进口商品加征关税政策执行(2018 年 4 月 4 日,美国政府发布加征关税的商品清单,将对中国输美的 1333 项、500

亿美元的商品加征 25% 的关税。随后，中国政府做出反制，对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为 25%，涉及 2017 年中国自美国进口金额约 500 亿美元。具体实施日期将视美国政府对华商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会另行公布。），进口整车的关税成本将难以全部转移至消费端，对进口品牌厂商、经销商的利润空间形成压力。

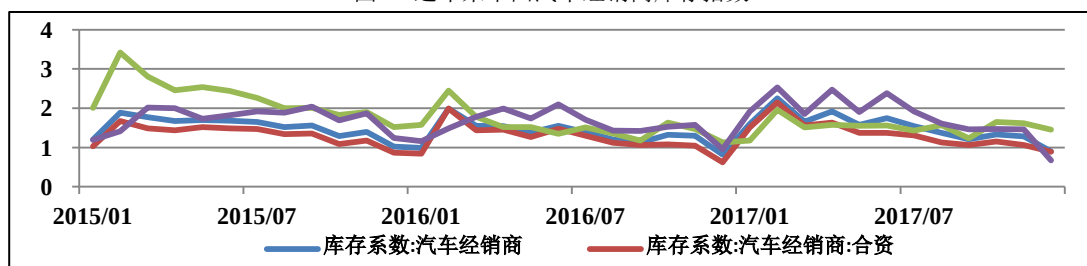
2018 年一季度，中国汽车产销分别完成 713.10 万辆和 718.27 万辆，前者同比回落 2.60%，后者同比增长 2.79%。其中，乘用车完成销量 610.00 万辆，同比增长 2.56%（上年同期增速为 4.63%），商用车完成销量 108.27 万辆，同比增长 4.06%（上年同期增速为 22.85%），增速较上年同期进一步回落。

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，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，至 9 月降至 1.21（略高于上年同期的 1.13），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，10~11 月库存系数有所回升，12 月再度回落至 0.90 的低点（略

高于上年同期的 0.82）。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 1.53，2016 年位于低位，随着市场增速回落，2017 年库存系数有所回升；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。

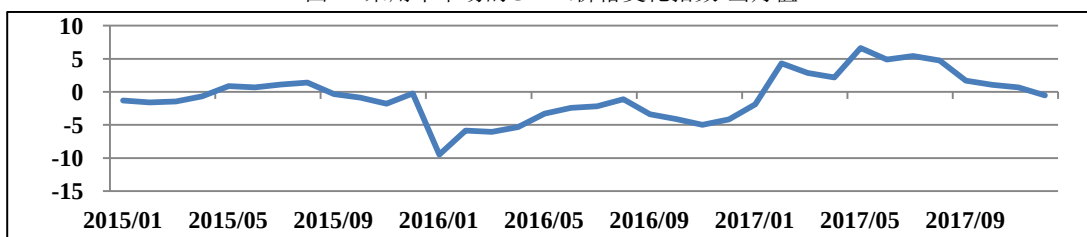
价格趋势方面，根据中国汽车流通协会（下称“流通协会”）提供的乘用车价格指数：2017 年 2~11 月该指数始终为正（6~8 月均超 4.5），下半年逐月下降，至 12 月降至 -0.55，价格波动态势趋缓。对车企来说，产品价格走势相比 2016 年（1~12 月均为负）情况有较大好转。同时，流通协会提供了“汽车经销商观点比重”的汇总（表 4）：2017 年 6~7 月（1~5 月未披露相关统计），参与统计的经销商中，超过 58% 认为终端成交价格环比下降，40% 左右认为价格环比基本持平，极少数认为价格环比上涨；自 8 月起，持价格下滑观点的经销商比重回落，半数以上认为价格环比持平，价格波动态势趋缓。

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

图2 乘用车市场的GAIN.价格变化指数-当月值



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

表3 2017年6月以来汽车经销商对终端成交价的观点比例（单位：%）

期间	终端成交价格:环比下降	终端成交价格:环比基本持平	终端成交价格:环比涨价
2017-06	58.30	41.20	0.50
2017-07	58.60	38.20	3.20
2017-08	38.60	53.60	7.90
2017-09	28.30	52.00	19.70
2017-10	21.00	54.50	24.50
2017-11	26.40	54.20	19.30
2017-12	24.70	59.80	15.50

资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

行业集中度方面，汽车生产企业集中度高，汽车销量排名前10名的企业集团销量合计为2556万辆，同比增长3.2%，高于行业增速0.2个百分点，占汽车销售总量的88.5%；汽车经销行业集中度相对较低，2016年（暂未公开披露2017年数据），汽车经销商百强企业整车销量合计783万辆，占汽车销量总量的27.9%，其中，前十名销量合计293万辆，占销量总量的10.5%。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4 2016~2017年中国前十大汽车生产企业销量（单位：万辆）

排名	2017年		2016年	
	公司	销量	公司	销量
1	上汽	691.64	上汽	647.16
2	东风	412.07	东风	427.67
3	一汽	334.60	一汽	310.57
4	长安	287.25	长安	306.34
5	北汽	251.20	北汽	284.67
6	广汽	200.10	广汽	164.92
7	吉利	130.52	长城	107.45
8	长城	107.02	吉利	79.92
9	华晨	74.57	华晨	77.44
10	奇瑞	67.27	奇瑞	69.85

资料来源：中国汽车工业协会

表5 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

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（如下表），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。

表6 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》（下称“《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》（下称“《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》（下称“《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车企业、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，下称“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》（下称“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	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

	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。	转成本、非合理竞争的短期行为,厂商和监管机构应在《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。
--	---------------------------------------	--

数据来源:联合资信整理

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 2017 年底,汇通信诚租赁有限公司(下称“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. 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”)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 2017 年底,广汇宝信总资产 264.41 亿元,所有者权益合计 68.60 亿元;2017 年,广汇宝信实现收入 341.36 亿元,同比大幅增长 32.78%;除税前利润达 11.61 亿元,同比增长近一倍。

3. 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。公司净资产有所增加,资产结构将有所改善,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。

4. 其他并购项目

2016 年，除对原宝信汽车的收购之外，公司通过下属多家子公司（如下表）完成了对深圳鹏峰（7 月）（此处为对收购项目的购买日，下同）、大连尊荣（一季度）、云南中致远（5 月）、四川港宏（10 月）、宁夏和锐（1 月）等多个项目的收购，推进了

在全国范围内的布局和扩张，同时，年末的商誉也由 75.68 亿元大幅推高至 160.70 亿元。

2017 年，公司再度完成对温州捷顺、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，年末商誉相应增长至 178.45 亿元。

表 7 2016 年完成的重要收购项目及其收益贡献（不含广汇香港对原宝信汽车的收购）（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
新疆龙泽汽车服务管理有限责任公司	大连尊荣等	28.17	75.99	3.39
新疆天汇汽车服务有限公司	宁夏和锐等	2.18	10.64	0.66
上海德新汽车服务有限公司	深圳鹏峰等	11.09	24.37	0.99
宝信汽车（现广汇宝信）	四川港宏等	3.50	9.21	0.15

资料来源：2016 年年度报告

表 8 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（下称“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（下称“标的公司”）100% 股权，转让价拟定为 12.53 亿元，标的公司共有 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。上述交易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的审批。

公司近年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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 5 月 3 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，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%）。

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。

3. 人员素质

截至 2018 年 3 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 2018 年 3 月底，公司在职员工 51741 人（母公司在职工 231 人），从教育程度来看，本科及以上学历占 15.66%，大专占 49.60%，其他占 34.74%；从专业构成来看，管理人员占 3.59%、业务人员占 45.94%、售后人员占 38.93%、财务人员占 8.57%、行政人员占 2.97%。

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。

4. 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⁶。2017 年度，公司下属 319 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，2017 年度，公司下属 9 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，并应及时向董事长、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。

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

⁶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。

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。

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超过 85%，主业突出。

2015~2017 年，公司主营业务收入以年均 30.45% 的速度持续增长，2016 年受益于乘用车市场增幅回升以及对宝信汽车的并购，主营业务收入同比大幅增长 44.68%，2017 年乘用车市场增速虽有明显回落，公司借助于业务规模扩张、营销推广和收购的影响，主营业务收入同比再度增长 18.70%。分板块看，公司主营业务收入包含整车销售、维修服务、佣金代理和汽车租赁四大板块（2017 年收入比重分别为 87.69%、8.24%、2.86% 和 1.21%），其近三年的复合增长率分别为 30.45%、34.11%、73.04% 和 2.05%。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而保持了快速扩张，汽车租赁业务波动增长，2016 年有所回落主要由于公司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。

近三年，公司主营业务综合毛利率分别为 9.01%、8.72% 和 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工成本，汽车租赁服务的主要成本为人工成本和资金成本）。

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金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 9 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2015 年			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	收入	占比	毛利率
整车销售	826.02	88.49	4.21	1200.25	88.87	4.04	1405.75	87.69	3.85	342.57	87.03	4.84
维修服务	73.42	7.87	33.03	104.43	7.73	33.51	132.06	8.24	37.47	32.99	8.38	31.41
佣金代理	15.31	1.64	77.19	28.84	2.14	77.59	45.84	2.86	79.53	12.44	3.16	77.48
汽车租赁	18.67	2.00	71.18	16.98	1.26	69.64	19.44	1.21	72.65	5.63	1.43	77.83
合计	933.43	100.00	9.01	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。2016 年，由于广汇宝信、大连尊荣、深圳鹏峰等项目纳入合并范围，北区区域和华东区域的收入比重提升较快，当期收入贡献最高的 4 个区域分别为华北大区、西北大区、广西区域和北区区域，合计贡献了 59.03%的营业收入。2017 年，在上年收购项目经营规模进一步扩大的基础上，公司再度在华北、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 10 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

整体看，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。

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。2017 年，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。

2015~2017 年，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，公司新车销量以年均 18.02% 的速度持续攀升，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 万台和 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 11 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

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 12 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

销售价格与结算：公司在整车销售时均有相应销售指导价格作为参考，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：公司通过新建、收购来扩充 4S 店数量（近两年以收购为主），2015~2018 年一季度分别收购 4S 店 77 家、167 家、52 家和 26 家，2015 年通过并购贵州华通、江西运通、云南中致远等项目布局于北方、西北等地，2016 年并购大连尊荣、广汇宝信等汽车经销集团以拓展华东、北方市场，2017 年以并购中西部、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 13 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、物业权属证明不齐全、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（如下表）。

表14 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：2017 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。2015~2017 年，公司完成二手车代理台次分别为 4.6 万辆、9.0 万辆和 20.33 万台。同时，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，截至 2017 年底，该拍卖平台已覆盖 25 个省市，成交台次超 4 万台。

2015~2017 年，公司佣金代理业务实现收入 15.31 亿元、28.84 亿元和 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）。近三年，佣金代理业务毛利率分别为 77.19%、77.59%和 79.53%，盈利能力很强。

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，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（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），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。

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 2018 年 3 月底，逾期超过 30 天的融资租赁账户数量占总量的 1.33%，逾期超过 90 天的融资租赁账户余额比重为 0.71%。

2015~2017 年，公司乘用车融资租赁发生台次分别为 11.31 万辆、16.58 万辆和 21.06 万辆，业务拓展速度加快，同期收入波动上升，分别为 18.67 亿元、16.98 亿元和 19.44 亿元。2016 年位于低点，主要由于年内将部分融资租赁生息资产通过资产证券化方式打包出售⁷，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%）。近三年，公司租赁业务毛利率分别为 71.18%、69.64%和 72.65%，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。

表 15 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。

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。

⁷截至 2018 年 3 月底，公司处于存续期的资产证券化产品共计 8 期，总发行金额为 88.33 亿元（优先级资产金额为 77.14 亿元），优先级剩余金额 51.78 亿元。

5. 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，销售债权周转次数和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。

6. 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家网点，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%。

2018年，公司计划用于收购4S店面的资本金支出将控制在35亿元以内，用于原有店面更新改造的资金支出将控制在15亿元以内。长远看，公司将持续、稳健地开展建设投入。

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2015~2017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。2018年一季度数据未经审计。

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。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1,257.01亿元，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。

2. 资产质量

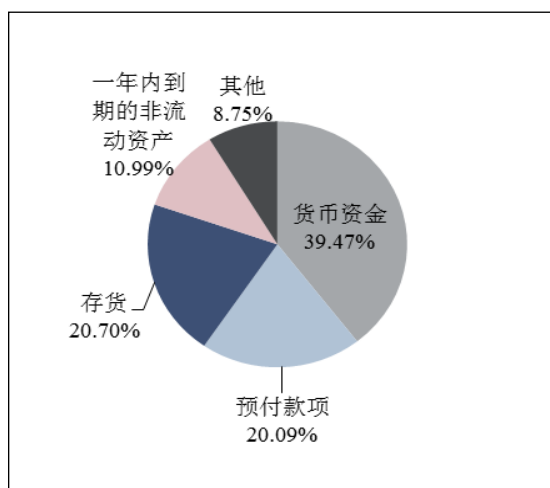
由于公司完成对广汇宝信等众多项目的收购，2016年以来资产规模明显提升。截至2017年底，公司资产总额同比增长20.80%至1352.46

亿元。其中流动资产占 60.84%，非流动资产占 39.16%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产保持增长，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 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，在合并范围扩大、经营活动持续净流入、非公开发行股票等因素的综合作用下，公司货币资金不断增长。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。

2015~2017 年，公司存货持续增长，截至 2017 年底，存货账面余额 170.33 亿元，同比增长 10.48%，主要为库存商品（占 86.29%）；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。

2015~2017 年，随着经营规模扩大带动采购金额增长，公司预付款项保持增长。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。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动资产波动增长。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

2015~2017 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 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%）。

2015~2017 年，公司长期应收款波动增长，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。

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 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⁸，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 万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，主要用于偿还借款和兑付到期应付票据，及支付股权收购款等；长期股权投资

⁸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。

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。

综上所述，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

2015~2017 年，公司所有者权益保持增长。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（下称“信托永续债”）、利润累计以及少数股东权益的增长（主要由于子公司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。

2015~2017 年，公司归属于母公司所有者权益持续增长。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，可全权酌情选择延迟利息分红，可延迟分红次数不受限制。

2015~2017 年，公司少数股东权益快速攀升，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，下属子公司广汇宝信于 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有限公司（下称“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 456.75 亿元，金额及结构较上年底变化不大。

综上所述，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

2015~2017 年，公司负债规模快速增长，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。

2015~2017 年，公司流动负债不断增长，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。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，

截至 2017 年底，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⁹），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%。

2015~2017 年，随着公司销售规模的扩张，公司应付票据增速较快，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。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，截至 2017 年底为 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。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，截至 2017 年底为 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。

2015~2017 年，公司长期借款和应付债券均波动增长，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。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务快速增长，截至 2017 年底，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。

综上所述，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

2015~2017 年，公司营业收入不断增长，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。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。

近三年公司期间费用不断增长，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。2015~2017 年，公司利润总额以年均 45.89%的速度保持增长，2017 年实现利润总额 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%，整体盈利能力较强。

2015~2016 年，公司营业外收入基本稳定（政府补助约占 70%），2017 年计入其他收益的政府补贴及税收返还 1.62 亿元；非经营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

⁹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。

润分别为 15.94 亿元和 12.71 亿元，同比增长 20.96%和 21.15%。

综上所述，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。

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。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，经营性净现金流同比提升 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%；经营活动净现金流为-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。

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，2015~2017 年，随着公司流动资产的快速增长，公司流动比率及速动比率均持续提升。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，2015~2017 年，随着利润水平的攀升，公司 EBITDA 不断增长。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。

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 2018 年 5 月 4 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。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、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金额上限为 10 亿元，占 2018 年 3 月底公司全部债务和长期债务的 1.52%和 5.69%，对其现有债务水平影响不大。

截至 2018 年 3 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 63.66%、58.96%和 27.78%，以公司 2018 年 3 月底财务数据为基础，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 63.95%、59.32%和 28.90%，考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还金融机构借款，实际发行后上述指标将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 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上限的 116.91 倍、166.09 倍和 194.19 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上限的 5.56 倍、3.31 倍和 4.99 倍。近三年，公司 EBITDA 分别为 48.23 亿元、72.19 亿元和 98.36 亿元，分别为本期中期票据额度上限的 4.82 倍、7.22 倍和 9.84 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，对本期中期票据保障能力强。

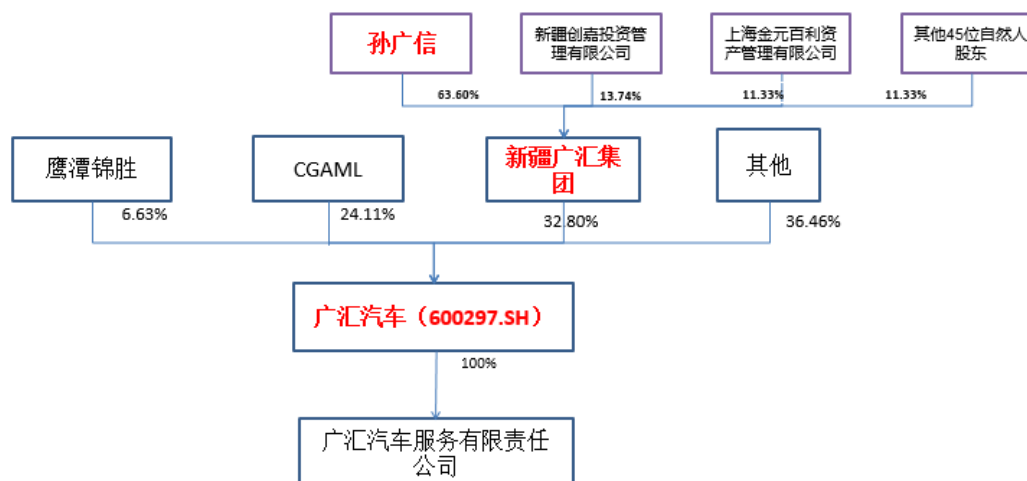
十一、结论

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，近年通过收购和新建方式扩展网点布局，资产、收入持续增长，主业盈利能力稳定，整体经营效率较好。自 2015 年 6 月借壳上市以来，公司先后完成 60 亿元的配套资金募集和 80 亿元非公开发行股份的资金募集，资本实力增强，有效缓解了融资租赁发展中面临的资金压力。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和债务规模，货币资金受限比重高，存货和预付款的增长加大了营运资金的占用，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。

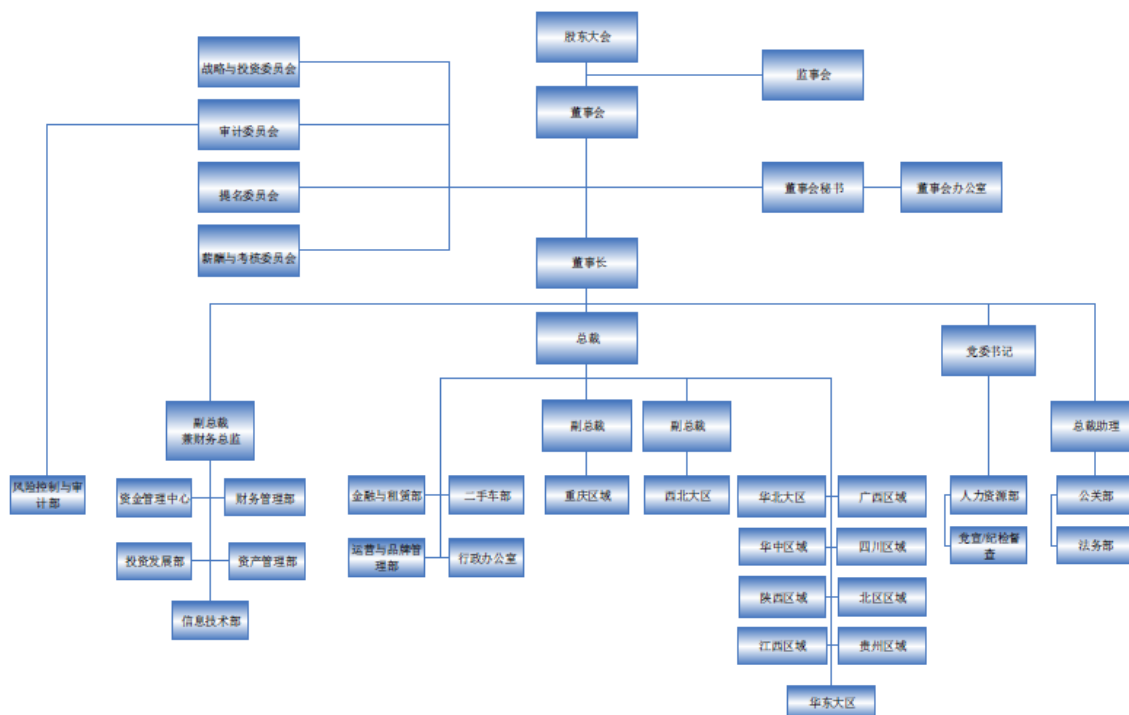
随着乘用车市场增速趋缓，经销行业竞争激烈，公司收购形成的大额商誉存在减值风险，融资租赁的进一步拓展相应增加了风险控制难度和回款风险。考虑到公司近年来多笔收购针对高端乃至豪华品牌，且经销网络铺设较广，在保有量偏低的中西部地区具有较强的市场优势，未来增长潜力较大。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大。公司近三年经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。综合分析，联合资信认为，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	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	15.94
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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 年度第二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。