

信用等级公告

联合[2019] 101 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 2019 年度第一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 2019 年度第一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
二零一九年一月十六日



广汇汽车服务股份公司

2019 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: 基础发行金额为 2 亿元, 发行金额上限为 4 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

评级时间: 2019 年 1 月 16 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	39.95	92.26	199.29	84.52
资产总额(亿元)	758.11	1119.60	1352.46	1365.02
所有者权益(亿元)	219.02	287.55	442.37	461.26
短期债务(亿元)	414.69	532.90	562.75	588.07
长期债务(亿元)	39.16	165.92	203.10	189.61
全部债务(亿元)	453.85	698.82	765.85	777.68
营业收入(亿元)	937.00	1354.22	1607.12	1204.04
利润总额(亿元)	27.00	39.76	57.47	46.60
EBITDA(亿元)	48.23	72.19	98.36	--
经营性净现金流(亿元)	55.63	33.08	49.87	-100.04
营业利润率(%)	8.92	8.57	9.41	10.38
净资产收益率(%)	9.67	10.58	10.18	--
资产负债率(%)	71.11	74.32	67.29	66.21
全部债务资本化比率(%)	67.45	70.85	63.39	62.77
流动比率(%)	97.82	99.00	120.51	113.50
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 1~9 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. 2018 年以来，汽车市场增速明显放缓，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；融资租赁业务持续投入，使得经营活动现金净额波动，且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

2019 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 12 月 25 日，公司注册资本达 82.18 亿元，广汇集团持有公司 32.50% 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 9 月底，公司总资产 1365.02 亿元，所有者权益合计 461.26 亿元（含少数股东权益 91.62 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 1204.04 亿元，利润总额 46.60 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）”、2018 年 9 月发行 2018 年度第二期中期票据“18 广汇汽车 MTN002”（10 亿

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 12 月 25 日，广汇集团持有公司股份 26.7112 亿股，累计质押 12.7156 亿股，占其所持公司股份总数的 47.60%。

元，2+1 年期），本次计划发行 2019 年度第一期中期票据（下称“本期中期票据”），本期中期票据基础发行金额为 2 亿元，最高发行额度为 4 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者回售选择权；募集资金用于偿还金融机构借款。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范

系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推动棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车

消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政

下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济分析

1. 汽车行业概况

根据公安部统计数据，截至2018年9月底，中国的汽车保有量达2.35亿辆，相比去年底增长8.08%。近十年来，中国汽车保有量始终保持两位数增长，人均保有量相比国际平均水平仍有差距，但受制于人口密度、交通拥堵、限行政策以及基数规模大等因素，保有量增速呈现逐年放缓的态势。

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。其中，乘用车销量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；商用车销量416.06万辆，同比增长13.95%，增速较上年增加8.15个百分点，主要源于货车销量的增长，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。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年累计销售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。

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

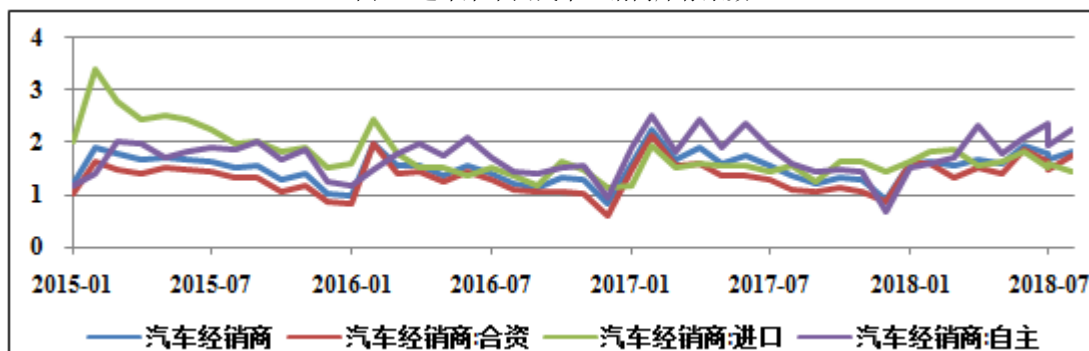
2018年前三季度，中国汽车完成销量2049.06万辆，同比增长1.49%，第三季度完成销量638.65万辆，同比和环比均有下降；传统销售旺季的金九月完成销量239.41万辆，低于2016/2017年同月销量，环比上升13.82%。其中，乘用车的同期销量1725.97万辆，同比增长0.64%，韩系品牌增长较快，德、日系呈小幅增长，自主品牌略有下滑，法、美系降幅较为明显；商用车的同期销量为323.09万辆，同比增长5.22%，由于地产投资可能受到制约、基础设施投资增速放缓的影响，前三季度增速低于上半年增速3.53个百分点。新能源汽车仍维持了快速的市场扩张，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为53.85万辆和17.66万辆，同比增长65.78%和145.51%。

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%；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%。2018年前三季度，中国出口汽车及汽车底盘87.12万辆，同比增长20.34%，出口金额合计114.68亿美元，同比增长22.14%；进口汽车及汽车底盘87.13

万辆，同比回落4.37%，进口金额合计394.26亿美元，同比增长7.33%，增速较上年同期均有明显回落。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，中国执行对部分美国进口商品加征关税的政策（见“行业政策”部分），进口整车的关税成本将难以全部转移至消费端，进口品牌厂商和经销商的利润空间将承压。

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，年末则回落至0.90的低点（略高于上年同期的0.82）；2018年以来，库存系数震荡上行，9月达到1.82（明显高于上年同期）。从品牌角度分析，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系数



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

行业集中度方面：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。

车经销商面临库存压力。

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，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，该等政策的影响在时间上具备延续性。

2018年以来，国家陆续出台了针对环保治理、新能源补贴、进口关税下调等多项政策，公布了汽车合资企业股比放开的时间表，对目前乃至今后的市场竞争格局均有影响。与此同时，中美贸易战持续，其项下的关税加征政策对整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响尚不能完全确定，各方对该政策的应对方式仍有待关注。

表3 2017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	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

综上所述，由于现有市场技术规模大、之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受制于人口密度大、部分城市交通拥堵的现状，2018年以来汽车市场增速明显放缓，7~9月出现销量同比下滑的情况；汽

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
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形成重要利好。
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%,将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。	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。 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 2018年6月16日,国务院关税税则委员会发布公告决定,对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征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。 2018年8月8日,国务院关税税则委员会发布《关于对原产于美国约160亿美元进口商品加征关税的公告》,宣布对美加征关税商品清单二的商品,自2018年8月23日12时01分起实施加征关税。	该政策是对美国政府对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,2018年8月7日,美国贸易代表办公室公布对160亿美元中国商品的征税清单,自8月23日开始实施。 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,进而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。
新能源补贴出台新政 2018年2月,财政部等四部委联合发布新能源汽车补贴新政方案,并将于6月12日起正式实施,新政提出:纯电动汽车续航里程低于150公里的车型将不再享有补贴;而续航里程在150-300公里的车型补贴则下调约20%-50%不等;续航里程300-400公里及400公里以上车型,补贴分别上调2%-14%不等。	新能源补贴新方案提高了对电池续航里程的要求,倒逼厂商对技术全面升级。短期内看,受制于目前的电池技术,高续航里程需要更多数量的电池,即需要更多空间容纳电池,对小型新能源汽车的政策鼓励有限。
汽车合资企业股比放开时间表初定 2018年4月,国家发改委官网在“就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问”中公布,汽车行业将分类型实行过渡期开放,同年6月28日,国家发改委颁布《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》,该负面清单长度由63条减至48条,共在22个领域推出开放措施,放宽外资市场准入,自同年7月28日起施行,其中包括“2018年取消专用车、新能源汽车整车制造外资股比限制,2020年取消商用车外资股比限制,2022年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。”	国家发改委发布新的外商投资负面清单,意味着新能源汽车领域的外资股比限制将正式取消,为外商独资或控股新能源车企创造了条件,也将进一步促进新能源产业的充分竞争,对国内自主品牌产生较大压力;但另一方面,凭借之前年度“新能源补贴”对业务和研发的支持,国内自主品牌在纯电动车领域仍积累了一定研发和市场经验,未来的竞争将倒逼本土新能源车企提升效率、增强竞争优势。 相对新能源汽车和商用车,外资股比和合资数量限制的放开对乘用车企业的影响更明显。但考虑到经过多年合资模式,中外双方股东凭借各自在研发和本地化方面的优势形成了稳定的合作,且合资合同到期仍有很长时间(2030年左右),市场格局在相当一段时间内仍有望保持稳定。

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 5 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 6 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。

5. 广汇集团与恒大集团战略合作

2018 年 9 月，公司控股股东广汇集团、实际控制人孙广信与恒大集团有限公司（以下简称“恒大集团”）签署了《战略合作协议》和《投资协议》，旨在进一步促进企业未来发展，在能源、汽车、物流、地产等四大领域建立全方位战略合作。

按照协议约定，由恒大集团以广汇集团现有股东受让股权并向广汇集团增资的方式进行投资，本次投资以剥离部分净资产后的估值作为净资产计价基准，投资总金额为 1449000 万元，其中：股权转让对价金额为 668000 万元（获得广汇集团 23.865% 股权，增资摊薄后为 18.505%）；增资金额为 781000

万元（获得广汇集团 22.459%的股权），上述交易完成后，恒大集团合计持有广汇集团 40.964%的股权，为广汇集团第二大股东。

目前，交易所涉及的股权转让及增资均已完成工商变更手续，控股股东股权结构发生调整：孙广信持有广汇集团 50.057%股权、恒大集团持有广汇集团 40.964%股权、新疆创嘉股权投资有限公司持有广汇集团 5.1522%股权、其他 41 位自然人股东持有广汇集团 3.8268%股权。本次控股股东股权变更完成后，不改变控股股东地位，公司控股股东和实际控制人均未发生变化，仍为广汇集团和孙广信。

联合资信将对上述战略合作事项进展予以持续关注。若合作能够如约顺利完成，将有助于公司的优势巩固和业务拓展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 12 月 25 日，公司注册资本为 82.18 亿元，控股股东广汇集团持有公司 32.50%股权，公司实际控制人为孙广信先生（持有广汇集团 50.057%股权）。

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 2017 年以 1607.12 亿元的营业收入和 110.03 万辆的年度销量（含二手车）位列中国汽车流通协会发布的“2017 年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 740 亿元，规模优势显著。

截至 2018 年 9 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 841 家门店，包括 773 间 4S 店（其中，超豪华、豪华品牌 4S 店 221 家），拥有基盘客户 1178 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 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 5 人（其中 1 人兼任财务总监，1 人兼任董事会秘书）。

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 2018 年 9 月底，公司在职员工 51955 人，从教育程度来看，本科及以上学历占 15.61%，大专占 50.30%，其他占 34.09%；从专业构成来看，管理人员占 3.60%、业务人员占 45.63%、售后人员占 38.83%、财务人员占 9.00%、行政人员占 2.94%。

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³。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；2018 年前三季度，公司下属 295 家子公司满足西部大开发税收优惠条件，享受建安 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 年及 2018 年前三季度，公司下属分别有 9 家及 11 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

³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。

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。

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。

1. 经营概况

公司业务主要包括整车销售、维修保养服务、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 1~9 月，公司收购兼并的速度有所放缓，战略方向有所调整，更加专注于现有业务，在现有业务的规模上进行挖掘，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，主营业务收入同比增长 7.37%至 1200.02 亿元。同期，主营业务综合毛利率为 10.56%，整车销售受上半年整车销售市场需求减弱、购置税优惠政策退出等因素影响，毛利率同比减少 0.52 个百分点；佣金代理毛利率同比减少 2.76 个百分点，系部分新业务处于加速拓展市场阶段，规模效应尚未体现；维修服务、汽车租赁业务毛利率同比均有所提升。

表 7 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 1-9 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	826.02	88.49	4.21	1200.25	88.87	4.04	1405.75	87.69	3.85	1030.69	85.89	4.14
维修服务	73.42	7.87	33.03	104.43	7.73	33.51	132.06	8.24	37.47	111.85	9.32	35.88
佣金代理	15.31	1.64	77.19	28.84	2.14	77.59	45.84	2.86	79.53	39.03	3.25	77.72
汽车租赁	18.67	2.00	71.18	16.98	1.26	69.64	19.44	1.21	72.65	18.45	1.54	73.86
合计	933.43	100.00	9.01	1350.50	100.00	8.72	1603.09	100.00	9.61	1200.02	100.00	10.56

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。

2018年,公司为提升运营效率和管理水平,对原有内部管理架构进行调整,将原重庆、贵州区域合并成立西南大区,将原云南区域店面拆分至西南、四川区域,并调整部分北区区域门店至陕西区域。从调整后的区域销售情况来看,华北大区、西北大区、广西区域、华东区域和西南大区当期收入贡献度较高,合计贡献近70%的销售收入。

表8 公司销售收入区域分布情况(单位: %)

地区	2016年	2017年	18年1-9月
华北大区	22.51	22.66	23.00
西北大区	18.61	15.76	14.31
北区区域	8.39	7.33	5.80
广西区域	9.52	10.00	10.31
重庆区域	6.95	5.94	--
四川区域	7.45	7.70	7.92
贵州区域	4.52	3.76	--
安徽区域	4.60	3.91	3.71
江西区域	4.10	3.57	3.80
陕西区域	4.46	5.13	7.33
华东区域	6.22	10.78	11.38
云南区域	1.43	2.23	--
西南大区	--	--	10.91
汽车租赁及其他	1.25	1.21	1.53
合计	100.00	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;维修保养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9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841家门店,其中各类乘用车品牌授权4S店773家(其中,超豪华、豪华品牌4S店221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1~9月,公司新车销量和销售收入分别为62.70万辆和1030.69亿元,同比分别增长4.94%和5.09%,受整车销售市场需求减弱、购置税优惠政策退出等因素影响,部分汽车品牌销售业绩欠佳,板块毛利率同比下降0.52个百分点至4.14%。

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1~9月,公司入场维修台次和维修服务收入分别为589.10万次和111.85亿元,同比分别增长9.36%和21.58%,受益于售后服务及内部管理能力不断优化及维修台词的稳定增长,板块毛利率同比提升1.36个百分点至35.88%,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

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 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 1-9 月	44.53	18.12	37.35

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 年前三季度分别收购 4S 店 77 家、167 家、52 家和 33 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 9 月底，公司在全国共有 841 家门店，其中含 773 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 2018 年 9 月底，公司拥有约 6853 亩土地；其中 230 亩为待开发的储备土地，主要集中于西北、华北、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 1-9 月
收购 4S 店	77	167	52	33
新建 4S 店	13	25	19	8
关闭 4S 店	2	16	8	5
期末保有量	498	674	737	773

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 2018 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 13.35%，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 59.76%；其中，分别有合计占比为 8.43%（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的 52.42%）的土地及合计占比为 36.24%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的 53.07%）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 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。2015~2018年前三季度，公司完成二手车代理台次分别为4.6万辆、9.0万辆、20.33万辆和21.76万辆。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2018年9月底，该拍卖平台已覆盖28个省市，成交台次约4.13

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%，维持较高水平。

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9月底，逾期超过30天的融资租赁账户数量占总量的1.56%，逾期超过90天的融资租赁账户余额比重为0.83%。

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⁴，使得租赁收入以及年末生息资产的增速均明显低

⁴截至2018年9月底，公司处于存续期的资产证券化产品共计9期，总发行金额为102.27亿元（优先级资产金额为88.17亿元），优先级剩余金额41.90亿元。

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 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 1-9 月
融资租赁总台次	113110	165795	210630	180474
期末生息资产余额	104.93	117.79	162.14	189.88

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，2015~2018 年前三季度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、-35.73 亿元和 -17.48 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。

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、综合楼及办公楼工程以及装修工程。截至 2018 年 9 月底，公司在建工程账面余额为 3.13 亿元，主要为网点工程、综合楼及办公楼工程，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：北区区域改建 5 家；华北区域迁建 2 家；广西区域迁建 1 家；华中区域新建 2 家网点；新疆区域改建 1 家、新建 1 家；四川区域改建 1 家；甘青宁区域改建 5 家网点；重庆区域改建 3 家网点；陕西区域改建 3 家；江西改建 2 家。公司目前的新建 4S 店均已获得厂商授权。截至 2018 年 9 月底，网点建设项目的投资进度约为 30%。

近年来，公司进行了较大规模的收购，业务规模快速扩张，2018~2019 年，公司从战略层面做出新的调整，未来将更加专注于主业，在原有业务基础规模上进行挖潜，收购兼并的步伐将有所放缓。

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。2018 年以来，公司战略方向有所调整，未来收购兼并步伐将有所放缓，对应的资金压力和融资需求将有所缓解。

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 1~9 月财务数据未经审计。

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 年前三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 9 月底，公司总资产 1365.02 亿元，所有者权益合计 461.26 亿元（含少数股东权益 91.62 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 1204.04 亿元，利润总额 46.60 亿元。

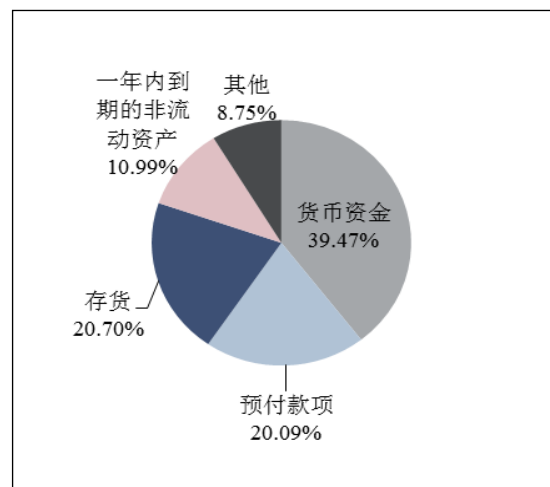
2. 资产质量

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 2 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⁵，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 9 月底，公司资产总额 1365.02 亿元，较上年底变动不大，流动资产和非流动资产分别占 57.10 和 42.90%，流动资产占比有所下降。其中，货币资金较上年底下降 46.94%至 172.31 亿元，主要用于偿付到期应付票据及采购新车等；存货较上年底增长 26.09%至 214.77 亿元，主要系公司经营规模扩大及预备存货增加所致；其他流动资产较上年底增加 20.87 亿元，主要是购买理财产品款项；长期应收款较上年底增长 22.37%至 100.86 亿元，主要由于租赁业务渗透率提升，生息资产规模扩大所致；长期股权投资较上年底增加 12.27 亿元，系对上海爱卡投资中心（有限合伙）增加投资

至具有重大影响，由可供出售金融资产转为长期股权投资核算；公司无形资产较上年底增加 13.82 亿元，主要系购置土地及收购子公司确认的特许经营权。

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 9 月底，受限资产规模为 210.35 亿元，占资产总额的 15.41%，主要为受限货币资金（87.82 亿元）和受限长期应收款（116.73 亿元）。整体看，公司受限资产规模较大，货币资金受限比重高。

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

⁵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。

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 9 月底，公司所有者权益合计 461.26 亿元，金额及结构较上年底变化不大，其他综合收益较上年底下降 39.18% 至 -2.72 亿元，主要系人民币相对美元贬值，部分汇兑损失直接计入权益形成外币报表折算差额所致。

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⁶），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 9 月底，公司总负债为 903.76 亿元，较上年底微降，其中短期借款较上年底增长 43.24% 至 249.78 亿元；应付票据及应付账款较上年底下降 27.44% 至 203.86 亿元，主要系当期承兑较多到期应付票据所致。

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

⁶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。

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 9 月底，公司全部债务 777.68 亿元，规模及构成均较上年底变动不大；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 66.21%、62.77%和 29.13%，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，当期总资产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 1~9 月，公司实现营业收入 1204.04 亿元，同比增长 7.38%，营业利润率为

10.38%，较 2017 年有所提升；当期公允价值变动收益为 2.25 亿元（上年同期为-0.25 亿元），主要由于收购项目或有对价减少，公允价值变动收益增加、投资性房地产公允价值变动及汇率波动带来的外汇远期合约公允价值变动等；公司实现利润总额及净利润分别为 46.60 亿元和 37.08 亿元，同比增长 10.85%和 9.58%。

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 1~9 月，公司经营活动现金流入 1487.16 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 1453.31 亿元，同比增长 6.61%；现金收入比为 120.70%；收到及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，分别为 33.76 亿元和 77.62 亿元，收现主要包括往来款、利息收入、政府补助及租金收入等，付现主要包括往来款、日常费用支出、租金支出等；经营活动净现金流为 -100.04 亿元（上年同期为 -22.80 亿元），净流出规模同比有所上升，主要原因包括：公司融资租赁业务渗透率提升，生息资产规模扩大，应收融资租赁款增加、当期承兑的到期票据规模较大、整车采购支出加大等。同期，公司投资活动现金流净额 -12.98 亿元（上年同期为 16.02 元），同比下降 181.00%，系本期取得子公司支付的现金及购买理财产品投资支付的现金同比增加所致，其中，收到其他与投资活动有关的现金 48.77 亿元，包括建店保证金返还、收到的二级网点保证金及收回的股权收购意向投资款等；筹资活动现金流净额 -1.91 亿元，同比大幅下降 114.92%，主要是 2017 年底非公开发行资金到位，当期融资规模相对较小所致。

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；受融资租赁业务投入影响，经营性现金净流量存在波动，2018 年前三季度净流出加大，外部融资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 9 月底，公司流动比率和速动比率回升至 113.50%和 82.23%。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 9 月底，公司对外担保合计 0.87 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 2018 年 9 月底，公司共获得各家金融机构授信总额度 923.27 亿元，尚未使用额度 378.67 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 12 月 11 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，具备通畅的直接和间接融资渠道。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 4 亿元，占 2018 年 9 月底公司全部债务和长期债务的 0.51% 和 2.11%，对其现有债务水平影响不大。

截至 2018 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 66.21%、62.77% 和 29.13%，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还金融机构借款，实际发行后上述指标变动不大。

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 292.28 倍、415.22 倍和 485.46 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 13.91 倍、8.27 倍和 12.47 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 12.06 倍、18.05 倍和 24.59 倍。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，近三年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。

了营运资金的占用，筹资压力和短期偿付压力持续存在。

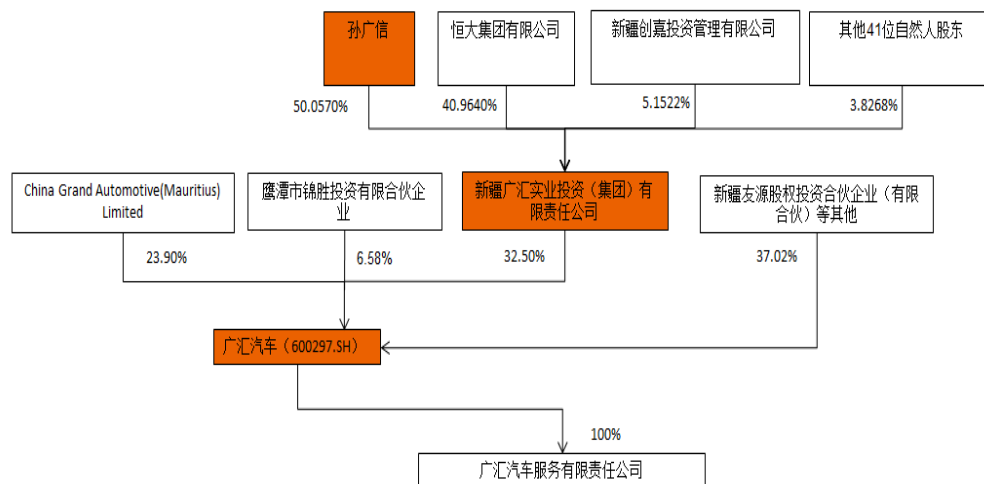
随着乘用车市场增速趋缓，经销行业竞争激烈，公司收购形成的大额商誉存在减值风险，融资租赁的进一步拓展相应增加了风险控制难度和回款风险。考虑到公司近年来多笔收购针对高端乃至豪华品牌，且经销网络铺设较广，在保有量偏低的中西部地区具有较强的市场优势，未来增长潜力较大。

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。

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

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.95	92.26	199.29	84.52
资产总额(亿元)	758.11	1119.60	1352.46	1365.02
所有者权益(亿元)	219.02	287.55	442.37	461.26
短期债务(亿元)	414.69	532.90	562.75	588.07
长期债务(亿元)	39.16	165.92	203.10	189.61
全部债务(亿元)	453.85	698.82	765.85	777.68
营业收入(亿元)	937.00	1354.22	1607.12	1204.04
利润总额(亿元)	27.00	39.76	57.47	46.60
EBITDA(亿元)	48.23	72.19	98.36	--
经营性净现金流(亿元)	55.63	33.08	49.87	-100.04
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	120.70
营业利润率(%)	8.92	8.57	9.41	10.38
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	29.13
全部债务资本化比率(%)	67.45	70.85	63.39	62.77
资产负债率(%)	71.11	74.32	67.29	66.21
流动比率(%)	97.82	99.00	120.51	113.50
速动比率(%)	69.07	75.01	95.57	82.23
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 1~9 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 2019 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。