

信用评级公告

联合〔2021〕1915号

联合资信评估股份有限公司通过对广汇汽车服务集团股份有限公司及其拟公开发行的2021年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定广汇汽车服务集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行2021年公司债券（第一期）信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监



二〇二一年二月二十三日

广汇汽车服务集团股份有限公司 公开发行2021年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过10亿元（含）

本期公司债券期限：3年期，附第2年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：募集资金扣除发行费用后，拟使用不超过5亿元补充营运资金，拟使用剩余募集资金偿还到期的公司借款

评级时间：2021年3月23日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
零售企业信用评级方法	V3.0.201907
零售企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果	AA ⁺	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由			调整子级	
—			—	

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对广汇汽车服务集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为汽车经销行业龙头企业，近年来不断扩大经营网络，优化品牌组合，规模优势明显，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务，综合竞争力进一步提高。2017—2019年，公司经营规模和营业收入持续增长，经营活动现金流状况良好，汽车后业务盈利能力强。同时，联合资信也关注到，汽车行业景气度下行，公司整车销售毛利率较低，货币资金受限比重很高，大额预付款项和存货对资金存在占用，商誉规模大且存在减值风险，债务负担重且到期债务集中度较高以及新冠肺炎疫情等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期公司债券的保障能力较强。

未来，借助于经销网络的广泛铺设、对之前年度并购项目的深化整合以及对售后综合服务的持续发展，公司经营现状及综合实力有望得以保持。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司行业地位突出，具有规模优势。公司是汽车经销行业龙头企业，近年来多次位居中国汽车经销商销售额首位。截至2020年9月底，公司建立了覆盖28个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，4S店保有量764家。
2. 公司汽车后业务范围广、盈利能力强。公司业务覆盖维修养护、汽车租赁、佣金代理等汽车后市场的主要领域，随着经销网点的拓展以及基盘客户的积累，2017—2019年公司售后综合服务体量持续增长，汽车后业务盈利能力强。
3. 公司经销品牌众多、覆盖多个档位，品牌实现多元化布局。截至2020年9月底，公司经销品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等50多个汽车品牌，涵盖了从豪华到中高端等不同档次，且豪华车销量比重不断提升，品牌持续优化。

分析师：唐玉丽 王喜梅

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

4. 公司营业收入持续增长，收入实现质量高。2017—2019年，公司营业收入逐年增长，现金收入比保持在118%以上，收入实现质量良好；经营活动现金流状况良好，净流入规模分别为49.87亿元、21.60亿元和78.60亿元。

关注

1. 汽车行业景气度下行，叠加2020年以来新冠肺炎疫情影响，短期内汽车经销行业承受较大压力。近年来，受宏观经济增速回落、中美贸易摩擦以及燃油车购置税优惠政策全面退出等因素影响，国内汽车产销增速下降；2020年初新冠肺炎疫情爆发导致消费市场疲软，汽车线下销售受到冲击，对公司主营业务产生了不利影响。
2. 公司整车销售业务毛利率偏低，大额预付款项和存货对资金占用明显。汽车经销行业竞争激烈，新车销售业务毛利率普遍较低。2017—2019年，公司整车销售毛利率分别为3.85%、3.86%和3.82%；公司对整车厂议价能力较弱，2019年底预付款项和存货占流动资产的比重均超过20%，对资金占用明显。
3. 公司融资租赁业务生息资产余额保持在较大规模，关注风控管理和回收情况。截至2020年9月底，公司表内生息资产余额为156.27亿元，存在风控难度和资金回收风险。
4. 公司商誉规模大，存在减值风险。公司对外收购较多，规模扩张较快，形成商誉规模大。截至2019年底，公司商誉余额188.82亿元，未来如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。
5. 公司整体债务负担重，面临一定集中偿付压力。公司有息债务负担重且以短期债务为主，到期债务集中度较高，考虑到公司货币资金受限比例很高，面临一定集中偿付压力。
6. 公司自有或租赁的部分4S店土地及房屋存在瑕疵。公司部分物业存在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2020年9月底，公司及下属公司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13.56%，存在瑕疵的房屋建筑面积占其使用的房屋总建筑面积的67.94%。部分存在瑕疵的土地和房屋总建筑已获得行政主管部门的书面确认可以继续使用。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产(亿元)	324.74	254.30	251.41	197.42
资产总额(亿元)	1352.46	1414.93	1420.80	1371.93
所有者权益(亿元)	442.37	461.85	447.65	471.16
短期债务(亿元)	562.75	645.04	702.63	594.11
长期债务(亿元)	203.10	163.41	141.87	187.78
全部债务(亿元)	765.85	808.45	844.50	781.89
营业收入(亿元)	1607.12	1661.73	1704.56	1082.22
利润总额(亿元)	57.47	52.57	45.47	19.86
EBITDA(亿元)	98.83	95.54	91.90	--
经营性净现金流(亿元)	49.87	21.60	78.60	-72.56
营业利润率(%)	9.41	10.01	9.52	8.81
净资产收益率(%)	10.18	8.60	7.41	--
资产负债率(%)	67.29	67.36	68.49	65.66
全部债务资本化比率(%)	63.39	63.64	65.36	62.40
流动比率(%)	120.51	112.05	107.63	120.10
经营现金流动负债比(%)	7.30	2.83	9.79	--
现金短期债务比(倍)	0.58	0.39	0.36	0.33
EBITDA利息倍数(倍)	3.93	3.72	3.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.75	8.46	9.19	--
公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	438.02	464.75	471.82	471.44
所有者权益(亿元)	402.32	385.95	375.27	380.79
全部债务(亿元)	29.40	54.50	61.90	74.88
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	12.11	-1.39	0.86	-3.41
资产负债率(%)	8.15	16.96	20.46	19.23
全部债务资本化比率(%)	6.81	12.37	14.16	16.43
流动比率(%)	132.09	98.77	102.56	100.03
经营现金流动负债比(%)	-0.57	-0.20	-1.22	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 2020年1-9月财务报表数据未经审计; 3. 合并口径中其他流动负债中的短期应付债券余额已经纳入短期债务及相关指标测算; 4. 2017年底、2018年底及2020年9月底, 公司本部及合并口径所有者权益包括10亿元信托永续债、10亿元信托永续债和8.44亿元可转债权益分摊部分

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/8/15	宁立杰 李昆	零售行业企业主体信用评级方法 V3.0.201907 零售行业企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读原文
AA ⁺	稳定	2019/1/16	贺苏凝 陈婷	零售行业企业主体信用评级方法(2018年) 零售行业企业信用评级模型(2016年)	阅读原文
AA ⁺	稳定	2017/1/16	贺苏凝 陈婷	零售行业企业信用评级方法(2016年) 零售行业企业信用评级模型(2016年)	阅读原文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由广汇汽车服务集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



广汇汽车服务集团股份有限公司

公开发行 2021 年公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

广汇汽车服务集团股份有限公司（以下简称“公司”或“广汇汽车”）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 6.51 亿元。历经多次股本增减及股权结构调整，公司于 2007 年引入外资转为中外合资企业。

2015 年 6 月，公司与上市公司美罗药业股份有限公司（以下简称“美罗药业”，股票代码“600297.SH”）完成重大资产重组，原广汇汽车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，股票简称变更为“广汇汽车”，股票代码不变，公司实现借壳上市。2018 年公司第四次临时股东大会审议通过了《关于变更公司名称及注册地址的议案》，公司变更为现名。2017 年 12 月，公司非公开发行股票 9.94 亿股，募集资金净额 79.41 亿元，股本增至 81.44 亿元，资本实力大幅加强。后经多次股本增减及股权结构调整，截至 2020 年 9 月底，公司股本 81.10 亿元。截至 2020 年 9 月底，控股股东广汇集团持股比例为 32.93%，质押股份占其所持股权的 68.78%，公司实际控制人为孙广信先生。

公司经营范围：汽车及配件销售、二手车销售；汽车维修；汽车保险代理；汽车及配件进出口的项目开发；汽车装饰装潢；汽车租赁；汽车信息咨询。

截至 2020 年 9 月底，公司本部设有风险控

制与审计部、资金管理中心、财务管理部等职能部门（见附件 1）；截至 2020 年 9 月底，公司拥有下属 4S 店 764 家，在职员工 42821 人，纳入合并范围子公司 1036 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1420.80 亿元，所有者权益 447.65 亿元（含少数股东权益 66.75 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 1704.56 亿元，利润总额 45.47 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 1371.93 亿元，所有者权益合计 471.16 亿元（含少数股东权益 68.01 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 1082.22 亿元，利润总额 19.86 亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市甘井子区华北路 699 号；法定代表人：陆伟。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期公司债券概况

经“证监许可（2018）1708 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 40 亿元（含 40 亿元）的公司债券。本期公司债券名称为“广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期公司债券”），发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期公司债券为 3 年期固定利率债券，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期公司债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期公司债券无担保。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，公司拟使用不超过 5 亿元补充营运资金，拟使用剩余募集资金偿还到期的公司借款。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速(%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速(%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80

城镇失业率(%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速(%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速(%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产

从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年末，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年末，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，

较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年中国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现

重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效

应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域经济环境

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

1. 汽车行业概况

受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度的汽车市场处于历史低点，二季度起逐步回暖，商用车恢复速度快于乘用车，景气度快速回升，企业库存水平也相应高于上年同期；乘用车前十月累计销量仍低于上年同期，但企业库存压力也低于上年水平，库存压力的缓解有助于后续的业务拓展。

在已经过去的近十年来，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，2019 年步入个位数增长；同时，随着环保要求全面提升以及消费鼓励政策持续，新能源汽车市场得到快速推广。截至 2019 年底，中国汽车保有量为 2.60 亿辆，相比上年底增长 8.21%；其中，新能源汽车和私人汽车保有量分别为 381 万辆和 2.07 亿辆，相比上年底，前者大幅增长 45.98%，后者略有下滑 0.14%，政策拉动下，新能源汽车实现快速增长。截至 2020 年 9 月底，中国汽车保有量达 2.75 亿辆，较上年底增长 5.77%。

表 2 2017 年以来中国汽车保有量及变动态势
(单位: 亿辆、%)

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
保有量	2.17	2.40	2.60	2.75
增速	11.85	10.51	8.21	--

资料来源: Wind 资讯

中国汽车市场产销规模 2009~2019 年持续

位居全球首位。2019年，中国汽车产销量延续上年下滑态势且降幅较上年更深，产销分别完成2572.10万辆和2576.90万辆，同比分别下降7.50%和8.20%，其中乘用车下滑较快。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对中国汽车市场影响显著（2月市场基本处于冰点），1~3月单月销量同比降幅均在2位数，后随着疫情有效控制、工厂及门店复工而逐月回升，5月以来单月销量同比增速保持2位数，商用车市场（尤其是货车）

表现出强劲回升、乘用车市场增长偏温和；7~9月，中国乘用车和商用车销量较上年同期分别上升7.75%和46.69%，相比1~9月销量增速分别提升20.1和26.6个百分点，三季度回暖主要依赖于宏观经济恢复、市场促销及新车投放力度加大以及去年同期低基数（国六实施的阶段性影响）等因素支撑，10月市场仍维持较快增长。2020年1~10月，中国汽车市场销量仍低于上年同期。

表3 2020年以来中国汽车市场产销走势（单位：万辆、%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	合计
汽车产量	176.72	28.45	142.21	210.16	218.74	232.50	220.11	211.88	252.42	255.19	1897.90
汽车销量	192.72	30.99	143.02	207.00	219.36	229.97	211.18	218.58	256.52	257.32	1969.90
汽车销量增速	-18.59	-79.08	-43.25	4.52	14.69	11.83	16.77	11.66	12.97	12.65	-4.70
--乘用车	-20.50	-81.66	-48.37	-2.46	7.21	2.07	8.95	6.15	8.16	9.44	-9.89
--商用车	-7.46	-67.06	-22.58	31.59	47.95	63.17	59.36	41.56	40.28	30.06	20.86

资料来源：Wind 资讯

市场在疫情有效控制后得以逐月恢复，乘用车和商用车的库存呈现差异化走势。商用车企业库存水平始终处于2018年春节后的高点，销量快速恢复的同时，库存保持充裕，有助于应对四季度销售高峰。乘用车企业库存水平自8月份逐月下滑、整体低于上年水平，10月份降

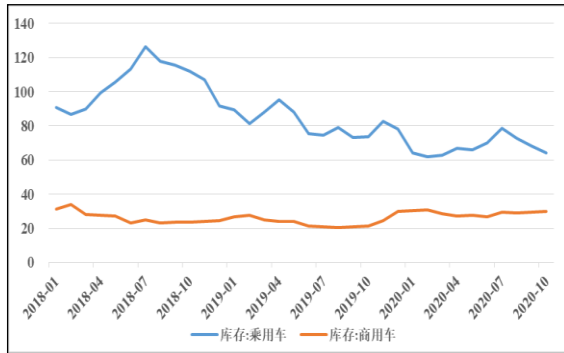
至64.3万辆的低点，库存压力轻，但若对年底销量有较高预期、并配套相应促销规划，后续不排除提高排产；从经销商角度看，2020年7月峰值过后，经销商库存系数整体高于上年，其中合资品牌系数8~10月均高于上年同期，自主品牌8~9月低于上年同期、10月超过上年同期。

表4 2019年以来中国汽车分品类季度销售与库存走势

时期	汽车销量 (万辆)	销量同比 (%)			库存 (万辆)		
		汽车	乘用车	商用车	汽车	乘用车	商用车
2019Q1	636.89	-11.33	-13.77	2.40	113.00	88.30	24.80
2019Q2	594.95	-13.52	-14.34	-9.69	96.60	75.30	21.30
2019Q3	603.67	-5.48	-6.04	-2.26	94.20	73.30	20.90
2019Q4	739.94	-2.50	-3.97	5.81	108.20	78.30	29.90
2020Q1	366.74	-42.42	-45.38	-28.38	91.30	62.80	28.50
2020Q2	656.32	10.32	2.25	46.44	97.20	70.10	27.00
2020Q3	686.28	13.68	7.75	46.49	98.10	68.40	29.60
2020.10	--	--	--	--	94.20	64.30	29.90

资料来源：Wind 资讯

图 1 2018 年以来中国汽车分品类月度库存走势(单位: 万辆)



资料来源: Wind 资讯

(1) 汽车经销行业

汽车经销行业受到整车制造厂商较大的制约, 议价能力较弱; 汽车经销存在一定的地域性和品牌定位, 采购过程中资金占用较为严重; 中国汽车经销商数量较多, 利润空间较薄。

中国于 2017 年 7 月 1 日开始施行《汽车销售管理办法》(以下简称“《办法》”), 《办法》要求供应商、经销商不得对消费者限定汽车配件、用品、金融、保险等产品的提供商和售后服务商, 经销商销售汽车时不得强制消费者购买保险或者强制为其提供代办车辆注册登记等服务, 《办法》的出台可以有效促进汽车市场健康发展, 维护公平公正的市场秩序。

经营模式方面, 国内各大经销商均有自身根植的区域, 存在着较强的地域性特征和一定的品牌定位, 主要包括以广汇汽车为代表的全线品牌型, 国机汽车股份有限公司、中升集团控股有限公司为代表的中高端品牌型, 利星行为代表的单一品牌型, 物产元通为代表的本地主力型等。2019 年, 中国汽车经销商行业集中度进一步提高, 优势资源逐步向头部企业靠拢。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知名度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力。由于在整车及零配件采购时, 经销商一般需要全额支付价款, 资金占用压力较大, 具备规模效益的经销商在市场及信贷环境波动的情况下, 能够体现出更强的抗风险能力, 行业整合将成为未来的发展趋势。

表 5 2020 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(含二手车)
1	广汇汽车服务集团股份有限公司	1704.56	122.51
2	中升集团控股有限公司	1240.43	52.71
3	利星行汽车	856.51	25.83
4	上海永达控股(集团)有限公司	763.87	23.87
5	恒信汽车集团股份有限公司	592.74	28.83
6	上海汽车工业销售有限公司	581.06	42.21
7	国机汽车股份有限公司	521.62	16.71
8	浙江物产元通汽车集团有限公司	469.70	29.76
9	大昌行集团有限公司	436.60	14.45
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	419.70	11.12

资料来源: 中国汽车流通协会

汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。近年来, 由于整车厂商根据上年销量增速制定了较高的销量指标, 汽车经销商为了获得厂商返利超负荷拿车, 但受经济环境和市场增长乏力的影响, 当期汽车市场销量增速进一步下降, 为保障销售指标的完成和库存去化, 市场中出现价格倒挂现象, 经销商利润空间被进一步压缩。

(2) 汽车售后服务

随着汽车保有量的逐年增加, 汽车后市场逐渐扩大, 维修保养等售后服务带来的利润规模逐渐增加。

汽车售后的产业链条较长, 主要包括汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等细分领域。按国际惯例, 在一个完全成熟的国际化汽车市场里, 汽车的销售利润约占整个汽车业利润的 20~30%, 零部件供应利润约占 20%。

汽车厂商一般会给新车提供两至三年或者一定里程内的保修, 过保之后的维修费用需要车主自行承担; 从汽车零部件的使用周期来看, 经过 2~4 年的使用期或行驶四万公里左右里程后, 许多重要部件开始需要更替。因此, 4S 店售后服务的需求会在汽车出售后的第 3 年开

始攀升，第4~9年内达到高峰。随着中国汽车保有量基数逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

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

2. 行业政策

近年，国家陆续出台了针对环保治理（国三柴油车淘汰、治超等）、油标升级、新能源补贴退坡及新能源购置税免征等多项政策，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。

2020年以来，新冠肺炎疫情的防控给汽车

终端销售带来阶段性冲击，2月20日，商务部表示将会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施，同时鼓励各地因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标等举措，之后多省市相继推出新车购置补贴，且部分限购城市放宽限购政策、增加2020年购车指标，上述政策集中释放对汽车市场形成有力提振；同时，政府出台政策延缓新能源补贴退坡、继续免征购置税、确定新版《双积分政策》，以期稳定新能源市场的良性发展，并为更广泛的能源友好类企业提供参与机会。

新能源汽车和智能汽车始终都是汽车行业的转型升级重心，国家层面出台《智能汽车创新发展战略》以及《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，对到2035年、乃至2050年的远期规划提出了产业化目标的大框架。目前，中国在新能源整车制造、配套方面实现了一定规模的量产能力，未来旨在建立完整的新能源产业协同以及汽车智能化产业协同。

表6 2020年以来汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述	政策影响
汽车限购放宽 2020年4月以来，上海市（4万个额度）、杭州市（2万）、深圳市（1万混动）、天津市（3.5万）、北京市（拟2万）等城市相继宣布增加购车指标额度。	全国限购地区包括北京市、上海市、天津市、广州市、深圳市、杭州市、石家庄市、贵阳市和海南省；2019年中期，已有部分城市取消限购（或仅放开新能源市场，实施时间为2020年），广州市和深圳市则宣布新增购车指标（实施时间为2019~2020年）。 若不考虑取消限购的影响，限购城市2020年新增购车指标总数超过22万个，约占2019年全国乘用车销量的1.05%，对乘用车市场形成拉动；且该等拉动作用具有区域性，一二线城市消费能力强，指标新增可能会利好中高端品牌（更新需求）。
新车购置补贴 2020年3月，广东省广州市和佛山市以及吉林省长春市、湖南省湘潭市相继推出新车购置补贴，前者实施时间到年底、后者实施时间截至2021年3月底；同年4月，北京市、四川省、山西省、重庆市陆续出台类似政策；海南省和天津市也于5~6月出台类似政策。 前述政策的有效期主要到2020年底，部分区域延伸至2021年（北京延伸至2021年底），补贴金额主要在2000元至1万元，重点补贴类型包括国六标准燃油车、新能源汽车（上海和天津对新能源汽车进行充电费用的补助）、本地企业生产销售的汽车等。	疫情之下，多地政府在二季度陆续出台政策鼓励新车购置，配合区域性和全国性车展的宣发作用，以期提振下半年的汽车市场；对于疫情严控期间未能释放的购买需求以及由于经历疫情而决定购置汽车的新增需求，消费激励政策的拉动作用将很有潜力。 各地政府对于补贴车型的侧重也有所不同，可能会对区域的汽车销售结构产生影响。
汽车报废补贴、新能源补贴退坡延缓、二手车减税政策等 2020年3月底，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会上提及促进汽车消费的三项举措：①将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年；②中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；③对二手车经销企业销售旧车，自5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。 同年4月22—23日，多部委连发《三部门关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》等两份文件，明确新能源汽车免购置税延续至2022年底，以及新能源	①项：2019年新能源汽车销量首度下滑，若2020进一步退坡可能加大企业压力；政策延迟的提出，给予面临退坡压力企业重要的缓冲期，随着续航里程提升，叠加新能源汽车低维护成本优势，2020年新能源汽车有望获得新一轮消费释放。 ②项：鼓励汽车的以旧换新有利于拉动“更新换代”需求，且时间主要限于2020年，时限的集中更有助于集中释放需求，潜在的报废更新需求量很可观。 ③项：减税政策有助于二手车市场的扩容，二手车产业的标准化经营有利于汽车定价和汽车消费，也为汽车经销企业带来新的业务机会。

	补贴期限延长。	
新版双积分修改确认	历经两次《管理办法》修改公开征求意见，2020年6月，工信部发布《关于修改〈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〉的决定》，自2021年1月1日起施行，相比之前版本的变化主要体现在：①对于NEV积分达标值，新增低油耗车核算时的优惠条件；②新能源积分标准趋严，单车积分下降，比例要求逐步提升；③将醇醚燃料乘用车纳入了积分核算。	新能源双积分标准趋严，体现出鼓励发展低油耗车型、推动传统车企电动化进程的预期，同时将醇醚燃料乘用车纳入核算，为更多能源动力的车企提供参与机会。
《智能汽车创新发展战略》	2020年2月24日，国家发改委等11部委联合印发《智能汽车创新发展战略》（以下简称“《战略》”），展望2050年全面建成中国标准智能汽车体系，保证中国智能汽车产业的健康发展。《战略》提出，到2025年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法律法规、产品监管和网络安全体系基本形成；实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产。到2050年，中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善。	本次11部委共同制定《战略》，预示各领域主管部门达成发展共识，有利于破除产业间壁垒、促进智能汽车各产业协同。按《战略》规划，2025年将是智能汽车取得阶段性量产、市场化发展的关键节点，有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用，布局了企业未来5年的研发方向之一。
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》（以下简称“《规划》”）可被归纳为“四个新”：①顺应新形势：推动电动化与网联化、智能化并行发展；②适应新要求，要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，强化企业在技术路线选择等方面的主体地位；③明确发展新方向：包括“到2025年新能源汽车新车销售占比要达到20%左右”的新目标以及“2035年中国新能源汽车核心技术达到国际先进水平，质量品牌要具备较强的国际竞争力”的远期目标；④提出发展新路径：融合发展、开放合作，延续并深化了《2012年规划》的“三纵三横”研发布局。	类似上一条提及的《战略》，《规划》也提出了新能源汽车产业的中期目标和远期目标，并将重要的产业目标量化（如，新能源汽车销售比重），同时强调提升产业基础能力（“三纵三横”）、提高产业链供应链现代化水平。上述“三纵”是指纯电动汽车、插电式混动、燃料电池汽车，“三横”是指动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术。

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月底，公司股本为81.10亿元，控股股东广汇集团持有公司32.93%股权，公司实际控制人为孙广信先生（持有广汇集团50.06%）¹。

截至2021年2月5日，广汇集团所持公司股权中108129.27万股用于质押，占公司总股本的13.33%，占其直接持有股份的40.48%。

2. 规模与竞争力

2017—2019年，公司业务规模逐年扩大、经销网络覆盖区域广泛、经销品牌以中高端为主，在乘用车经销领域处于行业内领先地位；公司售后及增值服务体系完备，在租赁服务领域具有较强的市场竞争力，在汽车经销领域具

有较高的知名度。

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，实行多区域、中高端品牌经营为主的发展方向，立足乘用车经销行业，以新建与收购并重的策略不断扩张经销网络，2017—2019年，公司业务规模逐年扩大。

根据中国汽车流通协会发布的汽车经销商排行榜，近年来公司在各大经销商集团中营收规模和乘用车销量均排名行业第一。2019年，公司完成新车销量89.67万台，与去年基本持平。截至2020年9月底，公司建立了覆盖28个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，以及821家营业网点，4S店保有量764家，经销品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等50多个汽车品牌。

公司拥有完善的售后及增值服务体系，基于广阔的经销网络和庞大的客户资源基础，可为客户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全方位服务，以满足客户

¹ 2020年11月1日，恒大集团有限公司（以下简称“恒大集团”）与申能（集团）有限公司（以下简称“申能集团”）以及公司实际控制人孙广信先生签署关于广汇集团之股权转让协议书，据此恒大集团将其持有的广汇集团40.964%股权转让予申能集团，转让总金额为148.5亿元。申能集团将受让恒大集团于2018年入股广汇集团时的全部对应股权比例，成为广汇集团第二大股东。以上事项尚在推进。

在汽车使用全周期内的多元化需求。

荣誉方面, 2017年, 公司荣获“2017最佳汽车金融服务经销商集团”奖项。2018年, 公司荣获“2018中国汽车流通行业品牌最具影响力奖”“2018中国汽车流通行业汽车金融服务创新企业”。2019年, 公司荣获“2018年度十佳汽车经销商集团”、中国汽车流通协会 2019年“五星级经销商”等荣誉或奖项。2019年, 公司位居《财富》中国 500 强第 57 位。

3. 人员素质

公司高级管理人员具有多年相关行业管理经验; 业务人员和售后人员占比较大, 符合行业特点; 公司员工学历结构能够满足行业需求。

截至 2020 年 9 月底, 公司董事、监事及高级管理人员共 12 人, 从业时间较长, 对公司所属行业和公司运营发展情况非常熟悉, 具有丰富的管理经验。

公司董事长陆伟先生, 1965 年 2 月出生, 中共党员, 研究生学历; 曾任新疆亚中物流商务网络有限责任公司副总经理、总经理、董事长, 广汇能源股份有限公司董事、总经理, 新疆广汇液化天然气发展有限责任公司董事长, 新疆广汇化工建材有限责任公司董事长, 广汇集团党委副书记, 纪委书记等职, 现任广汇集团副总裁和广汇汽车董事、党委书记, 2020 年 8 月至今担任公司董事长。

公司董事、总裁王新明先生, 出生于 1972 年 9 月, 高中学历。历任石家庄天河汽车贸易有限公司店面总经理, 广汇股份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、副总裁, 广汇有限及其前身总裁助理; 2016 年 6 月至今担任公司董事、总裁。

截至 2020 年 9 月底, 公司在职员工 42821 人。从岗位构成看, 管理人员占 2.25%、业务人员占 44.76%、售后人员占 40.52%、财务和行政人员占 12.48%; 从学历构成看, 本科及以上学历人员占 15.35%、大专学历人员占 51.66%、高中及以下学历人员占 32.99%。

4. 外部环境

公司主要经营网点位于中西部地区, 市场竞争压力较小, 增长潜力较大; 公司位于西部地区的子公司属于国家鼓励类企业, 得到了一定的政策扶持。

公司销售区域主要分布在中国的中西部地区。公司较为熟悉中西部地区的汽车经销业务市场环境, 在管理、销售、客户资源方面有着丰富的经验。公司在新疆、广西、重庆、青海、甘肃等省市的市场拥有较高的占有率。目前, 中西部地区相对竞争较少, 可保证较高毛利率, 且未来市场上存在较大的增长潜力。

公司于新疆、广西、重庆、兰州、安徽、贵州等多个区域的 298 家子公司属于“西部大开发”国家鼓励类产业企业, 按照国家相关政策法规享受企业所得税减按 15% 缴纳等税收减免的优惠政策; 公司 13 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; 公司 156 家子公司满足小型微利企业所得税优惠条件, 对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分, 减按 25% 计入应纳税所得额, 按 20% 的税率缴纳企业所得税; 对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分, 减按 50% 计入应纳税所得额, 按 20% 的税率缴纳企业所得税。

2017—2019 年, 公司其他收益分别为 1.62 亿元、1.96 亿元和 1.64 亿元, 分别占营业利润的 2.82%、3.72% 和 3.62%, 主要为企业扶持基金, 具有一定可持续性。

5. 企业信用记录

公司本部无不良或关注类信贷记录, 过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码: G10210211029483601), 截至 2021 年 2 月 19 日, 公司本部未结清和已结清信贷信息中, 均不存在不良类或关注类记录。

六、管理分析

1. 治理结构

公司治理结构健全，能够满足公司经营发展的需要。

公司依据《公司法》《证券法》《上市公司章程指引》和其他有关规定，建立了健全的法人治理机构。

公司设股东大会，由全体股东组成，是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等。

公司设董事会，由 9 名董事组成，设董事长 1 人，可以设副董事长 1 人。董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任。董事会负责执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会，由 3 名监事组成，设主席 1 人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事每届任期 3 年，可连选连任。监事会负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务等。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。公司设副总裁，由总裁提名、董事会聘任或解聘。总裁每届任期 3 年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。

2. 管理体制

公司通过加强对各项业务的制度化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险；考虑到公司汽车经销业务地域分布分散，下属汽车经销网点数量众多，对公司管理水平提出较高要求，公司因资产、业务和人员分散而导致的管理和风险控制压力较大。

截至 2020 年 9 月底，公司本部根据业务发展的需要，设立了风险控制与审计部、资金管理中心、财务管理部等职能部门，建立了较为

完善合理的管理和内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《会计核算制度》，要求会计核算应当以公司发生的各项交易或事项为对象，记录和反映公司本身的各项生产经营活动，确保会计信息的真实性、完整性以及可比性。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》，以加强公司的对外投资管理，规范公司对外投资行为。该办法界定了公司对外投资的含义与投资范围，明确了公司对外投资的决策机构、领导机构和主要负责人，要求公司投资发展部、财务部、审计部等部门共同协作，以保障对外投资的顺利进行。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，规定分公司不得对外提供任务担保，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，且必须采取必要措施防范风险。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，以规范公司的关联交易，保证公司与各关联人发生的关联交易的合法性、公允性、合理性。该制度规定了公司关联交易的基本原则，确定了关联交易的定价规则，界定了关联交易的基本流程和各部门职责。

对外融资方面，公司由资金管理中心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，对融资申请进行初步审核后，根据公司章程规定的权限，逐级报批。公司明确了对融资事项审核的具体内容，规定了审核的基本流程。

子公司管理方面，公司制订了《子公司管理制度》，对子公司以“总部-区域-门店”的三层“矩阵式”进行管理。该制度明确了公司各级部门的权力职责，将下属子公司预算纳入公司预算管理范畴，由公司统一安排。公司汽车经销业务地域分布分散，下属汽车经销网点数量众多，对公司管理水平提出较高要求。

品牌管理方面，公司将区域管理与品牌管

理相结合，以提高整体管理效率和竞争优势。2015年，公司引入SAP系统，应用于精细化管理，并逐渐向全国各区域进行试点和推广，以提高管理效率、助力公司管理层科学化决策。

资金管理方面，公司专门颁布了《关于可用资金余额管理的通知》，明确了各区域每日资金管理制度，制定了资金借款往来流程，以确保借款资金安全合规使用、提高公司资金使用效率，降低财务成本。

汽车租赁风险管理方面，公司制定了风险控制管理规则，包括《广汇租赁风险控制手册》《逾期客户催收管理规则》《逾期客户外包收车工作管理规定》及《车辆处置工作管理规定》等制度，并通过设立风险控制部门，制定风险控制管理规则，在客户资信审查、合同审批、租赁款催收和租赁车辆收回等方面进行风险控制。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，汽车经销行业经营压力较大，作为汽车经销行业龙头企业，公司通过品

牌优化、加强汽车后市场业务拓展等方式，维持经营规模的持续增长；公司整车销售毛利率水平偏低，汽车后业务盈利能力强，综合毛利率波动上升。2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入与净利润同比不同程度回落。

公司主要经营整车销售、维修保养服务、佣金代理和汽车租赁业务，其中整车销售是公司营业收入的主要来源。2017—2019年，公司营业收入分别为1607.12亿元、1661.73亿元和1704.56亿元；同期，公司营业成本逐年增长，年均复合增长2.92%，增幅与营业收入基本持平。2017—2019年，公司分别实现净利润45.11亿元、39.74亿元和33.15亿元，呈逐年下降趋势，主要系期间费用增幅大于营业收入增幅，以及资产减值损失对利润的侵蚀加重所致。2017—2019年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超过99%，主营业务十分突出；其他业务收入主要包括租赁及物业收入、广告费收入、会员费收入及咨询服务费收入，其他业务收入及利润占比极小。

表7 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2017年			2018年			2019年			2020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	1405.75	87.47	3.85	1426.71	85.86	3.86	1467.41	86.09	3.82	926.27	85.59	2.55
维修服务	132.06	8.22	37.47	152.33	9.17	35.73	155.83	9.14	34.02	103.74	9.59	37.76
佣金代理	45.84	2.85	79.53	54.26	3.27	77.33	54.30	3.19	77.33	34.65	3.20	76.06
汽车租赁	19.44	1.21	72.65	23.29	1.40	73.03	21.86	1.28	65.56	13.96	1.29	54.25
其他	4.02	0.25	51.91	5.14	0.31	55.60	5.17	0.30	43.97	3.60	0.33	57.05
合计	1607.12	100.00	9.72	1661.73	100.00	10.31	1704.56	100.00	9.84	1082.22	100.00	9.13

资料来源：公司提供

从收入构成上看，2017—2019年，公司整车销售收入逐年增长，年均复合增长2.17%，占营业收入的比重分别为87.47%、85.86%和86.09%；公司维修服务收入逐年增长，年均复合增长8.63%，主要系维修送修台次增加所致，占营业收入的比重分别为8.22%、9.17%和9.14%；公司佣金代理业务收入逐年增长，年均

复合增长8.84%，主要系公司进一步拓展了车险代理、银行车贷代理等佣金代理业务的规模所致；公司汽车租赁业务收入逐年增长，年均复合增长6.04%，主要系公司开发差异化的租赁产品所致。

从毛利率水平看，2017—2019年，由于行业特性，公司对整车厂的议价能力较弱，整车

销售毛利率偏低,分别为3.85%、3.86%和3.82%,呈波动下降态势,主要系汽车市场低迷,经销类业务竞争激烈所致;公司维修服务毛利率逐年下降,主要系公司加大对客户的维护支出所致;佣金代理业务毛利率较为稳定,分别为79.53%、77.33%和77.33%,处于行业较高水平;汽车租赁业务毛利率波动下降,其中2019年为65.56%,较上年下降7.47个百分点,主要系资金成本增加以及市场竞争日益激烈所致,整体看,汽车后业务盈利能力强。受上述因素影响,2017—2019年,公司综合毛利率呈波动上升态势,分别为9.72%、10.31%和9.84%。

2020年1—9月,公司实现营业收入1082.22亿元,较上年同期下降11.42%;实现净利润15.39亿元,较上年同期减少45.11%。新冠肺炎疫情影响下,社会整体消费受到较大影响,公司各业务板块收入规模出现不同程度下滑;整车销售、维修服务、佣金代理、汽车租赁收入规模分别同比下降11.73%、8.72%、10.83%和17.05%;其他业务收入为3.59亿元,同比增长17.58%。公司综合毛利率为9.13%,同比减少0.96个百分点。其中,整车销售受加大促销影响,毛利率同比减少1.46个百分点,汽车租赁受资金成本同比增加影响,毛利率同比减少11.05个百分点。

2. 整车销售业务

公司整车销售主要为乘用车销售,此外,包含少量的商用车销售业务以及与汽车销售配套的装饰装潢业务收入

(1) 整车采购

受汽车销售行业特点影响,公司主要以下属4S店自主采购的形式进行整车采购,采购集中度较高;公司整车采购结算造成较大规模的预付款项和库存,资金占用明显。

从采购模式看,公司各经销网点分别依据其与品牌厂家签署的授权合同以及年度政策标准价格向厂家采购新车(依据厂家公布的价格通知),均采用订单采购。公司各经销网点在采

购上致力于与厂商维持长期合作关系,同时争取提升经销网点的厂商评级。

采购流程上,公司下属4S店根据厂商下发的购车计划,结合4S店所属地区的销售情况及竞争品牌情况制定采购计划。厂商在确认车款到账后安排发车。通常自车款到厂商账至新车到4S店的时间约在30天内,但由于公司4S店分布分散,新车到各4S店所花费的时间不尽相同。若是热门车型或厂商暂无库存,新车到4S店的时间也会有所增加。新车到达4S店后,各4S店会安排购车人提车;若暂无购车人,则将直接进库存。

公司运用ERP系统进行库存管理,基本维持库存当量(月末库存/下月销售计划)在1.3的水平,以保证公司汽车销售需求,同时避免存货过高对资金占压。公司重点采购品牌包括一汽大众、上海大众、上海通用、宝马和捷豹路虎等,2017—2019年,公司前五大供应商分别占当期采购总额的56.44%、52.39%和53.68%,采购集中度较高。

表8 2019年公司前五大供应商情况

(单位:亿元、%)

供应商	金额	占比
供应商 A	205.02	13.34
供应商 B	204.22	13.29
供应商 C	179.26	11.66
供应商 D	130.00	8.46
供应商 E	106.48	6.93
合计	824.98	53.68

资料来源:公司提供

采购价格与结算方面,公司整车采购时以每种车型的厂商指导价作为固定购买价格。公司采购整车与上游供货商的结算方式主要是电汇、票据和厂商金融(包括极少量的信用证,占比低于0.01%)。若以电汇或票据采购,公司需向厂商预支付全额车款或开具车款全额的银行承兑汇票;厂商金融(一种结算方式,整车厂商先将汽车赊销给公司,公司销售该批汽车取得的货款全部交给整车生产商,直到抵消采购款为止)主要是汽车厂商给予经销商购车付

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。2017—2019 年，公司整车采购结算情况如下表所示。近年来，公司整车采购结算以票据为主，辅以厂商金融

和现金电汇。整体看，公司整车采购以预付形式为主，产生较大规模的预付款项和存货，资金占用明显，公司会根据实际进销情况采购车辆、调整库存。

表 9 近年来公司整车采购结算方式情况（单位：%）

年度	票据占比	厂商金融占比	电汇占比	合计
2017 年	42.66	20.31	37.03	100.00
2018 年	46.69	21.67	31.64	100.00
2019 年	48.36	22.65	28.99	100.00
2020 年 1—9 月	48.25	23.99	27.76	100.00

资料来源：公司提供

（3）整车销售

2017—2019 年，公司整车销售规模不断扩大，利润来源主要包括购销差价及厂商的返利；公司整车销售区域分散，华北大区和西北大区占比较高，中高端汽车占比较高；销售对象以个人客户为主，销售具有一定季节波动性。

销售模式方面，公司以客户为中心，在标准化销售流程的基础上，根据各区域市场特点，提供同区域多品牌、多样化的市场促销活动服务，以满足不同层次消费者的多重需要。

销售流程上看，公司经销网点的销售流程主要包括了解客户购车意向、建立基础客户档案、介绍款车型并邀请试驾、确定售价并签署销售合同等环节。当客户确定购买之后，销售人员协助其办理申请牌照、购买保险及缴交税费等其它手续，最后在专设的交车车间完成汽车交收，并向客户介绍有关汽车维修养护服务的资料。

在整车购销中，公司的利润来源主要包括购销差价及厂商的返利。厂商的返利政策因厂商、车型和不同时段都会有不同。厂商的返利主要根据对各经销商的评价打分情况确认，评价打分因素主要有销售目标达成率、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。

从销售范围看，公司销售集中于中西部市场、以中高端品牌经营为主，以新建与收购并

重的策略不断扩张经销网络。2017—2019 年，公司 4S 店扩张速度有所减缓，扩张主要通过收购和新建 4S 店的方式进行。2018 年，公司收购 4S 店 33 家，新建 12 家，因受拆迁及策略性调整关闭 5 家；2019 年，公司收购 4S 店 4 家，新建 14 家，因受拆迁及策略性调整关闭 13 家；2020 年 1—9 月，公司新建 4S 店（含升级改造）6 家，关闭 4S 店（含降级为维修网店）24 家，收购节奏明显放缓，主要受汽车行业整体不景气影响。截至 2020 年 9 月底，公司下设 764 家 4S 店（每家 4S 店均具有独立法人资格），建立了覆盖 28 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络。截至 2020 年 9 月底，公司拥有约 6853 亩商业储备土地，其中 230 亩为待开发的储备土地，主要集中于西北、华北、四川、北区、华中等区域。公司自有土地面积规模较大，目前专注于整车销售主业，自有土地主要用于建立 4S 店。

表 10 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司 4S 店数量变化（单位：家）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
收购 4S 店数量	52	33	4	0
新建 4S 店数量	20	12	14	6
关闭 4S 店数量	9	5	13	24
期末 4S 店保有量	737	777	782	764

资料来源：公司提供

公司自有或租赁的部分 4S 店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权

属证明不齐全、物业租赁手续不完备等情形。根据公司于2016年3月26日披露的《2016年度非公开发行股票申请文件反馈意见回复》，上述情况已获相应主管土地/规划/建设/房产管理部门书面确认会继续允许/支持公司在该等土地上/房屋内的经营行为。截至2020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13.56%，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67.94%；其中，有合计占比为15.07%的瑕疵土地以及合计占比为30.92%的瑕疵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。针对上述情况中涉及的部分物业，广汇集团和公司实际控制人孙广信先生出具承诺函，承诺内容如下表。

表11 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	在宝信汽车成为广汇汽车的控股子公司后，如宝信汽车及其子公司因其在成为广汇汽车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，广汇集团愿意承担宝信汽车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，并使广汇汽车、宝信汽车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	如广汇汽车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汽车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，并使广汇汽车及其子公司免受损害	2015年5月	否

资料来源：公司年报

从公司整车销售区域分布看，公司汽车4S店分布较广，分布相对分散。2019年销售收入占比最高的为华北大区，营业收入400.81亿元，占23.51%；其次是西北大区，销售收入253.92

亿元，占14.90%；华东区域和西南大区分别占11.62%和10.21%；其他地区均未超过10%。公司销售收入地区分布较分散，地域集中度风险较低。

表12 2017-2019年公司销售收入分地区构成情况（单位：亿元、%）

区域分布	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北大区	364.24	22.66	385.50	23.20	400.81	23.51
西北大区	253.32	15.76	239.64	14.42	253.92	14.90
四川区域	123.82	7.70	131.05	7.89	129.68	7.61
重庆区域	95.50	5.94	--	--	--	--
广西区域	160.66	10.00	174.04	10.47	169.29	9.93
安徽区域	62.85	3.91	61.87	3.72	69.03	4.05
北方大区	117.73	7.33	90.73	5.46	87.14	5.11
江西区域	57.33	3.57	63.89	3.85	69.61	4.08
陕西区域	82.52	5.13	123.68	7.44	131.09	7.69
贵州区域	60.49	3.76	--	--	-	-
华东区域	173.32	10.78	190.06	11.44	198.07	11.62

云南区域	35.90	2.23	--	--	-	-
西南大区	--	--	177.98	10.71	174.07	10.21
汽车租赁及其他	19.44	1.21	23.29	1.40	21.86	1.28
合计	1607.12	100.00	1661.73	100.00	1704.56	100.00

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

资料来源：公司提供

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

与整车厂的合作关系稳定持续，未发生厂家收回授权的情况。2019 年，公司完成新车销量 89.67 万辆，同比增长 1.71%；其中豪华品牌销量同比增长 5.28% 至 19.11 万辆，收入占比增至 41.25%，品牌结构继续优化。2020 年 1—9 月，公司实现新车销售 51.01 万台，受新冠肺炎病毒疫情影响，销量较上年同期下降 20.56%。

表 13 2017—2019 年公司主要品牌乘用车销量情况（单位：万辆、%、亿元）

品牌	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	比重	收入	销量	比重	收入	销量	比重	收入
高端（豪华车）	15.49	17.58	532.54	18.15	20.70	588.25	19.11	21.31	605.27
一汽奥迪	3.79	4.30	104.48	4.01	4.55	107.05	4.30	4.80	114.13
进口大众	0.29	0.33	9.52	0.23	0.26	7.16	0.20	0.22	7.34
梅赛德斯-奔驰	1.26	1.43	49.42	1.62	1.84	61.02	2.12	2.36	77.55
沃尔沃	1.36	1.54	39.35	1.55	1.76	45.54	1.73	1.93	48.47
通用凯迪拉克	1.18	1.33	30.46	1.36	1.54	32.68	1.38	1.54	31.44
宝马	4.72	5.36	151.35	5.54	6.28	176.12	6.12	6.83	195.69
捷豹路虎	2.00	2.27	97.04	1.86	2.11	83.48	1.28	1.43	55.60
其它	0.89	1.01	50.92	1.98	2.24	75.19	1.98	2.21	75.15
中端（中高端车）	68.46	77.68	836.08	66.51	75.44	812.60	67.05	74.77	829.30
北京现代	4.85	5.51	45.78	4.80	5.44	43.90	4.90	5.46	41.70
上海通用别克	12.39	14.06	166.22	11.61	13.17	157.39	10.76	12.00	139.34
上海大众	7.82	8.87	96.73	8.00	9.08	103.28	9.12	10.17	119.55
上海通用雪佛兰	4.51	5.12	38.26	4.64	5.26	39.96	4.21	4.69	37.26
一汽大众	6.53	7.41	69.32	6.52	7.40	71.50	6.94	7.74	84.71
东风日产	6.99	7.93	83.10	7.73	8.76	95.07	8.03	8.96	100.91
长安福特	3.61	4.10	44.72	1.94	2.20	23.98	0.89	0.99	11.29
东风本田	4.91	5.57	68.66	4.11	4.66	58.71	4.74	5.29	67.37
一汽丰田	3.00	3.41	43.06	3.39	3.85	48.77	3.70	4.13	55.57
广汽丰田	2.24	2.55	31.49	3.18	3.61	50.31	3.54	3.95	56.39
其它中端品牌	11.60	13.16	148.73	10.59	12.01	119.73	10.23	11.41	115.20
其他品牌	4.17	4.74	37.13	3.50	3.97	25.86	3.51	3.91	32.84
总计	88.12	100.00	1405.75	88.17	100.00	1426.71	89.67	100.00	1467.41

资料来源：公司提供

公司采取以相应销售指导价格作为参考、按照市场公允的价格进行销售定价的定价策略。每家 4S 店根据自身的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，根据公司内控授权，获得相应级别管理人员的审批即可。每辆轿车的售价由公司 与消费者共同协商确定，公司销售价格会综合权衡新车指导

价与新车采购价格之间的新车毛利、所在市场的同等级产品的供给需求、经销网点自身成本结构以及厂家返利等因素。

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

汽车经销有一定的季节波动性。总体而言，旺季一般从每年 9 月开始，一直持续到 12 月至第二年春节。由于受到厂商放量和相关促销政策的影响，公司新车销售的高峰在国庆节前后、11 月和 12 月。公司通过采取多元化的产品组合培育出多层次市场，来缓解各类汽车的季节性因素对销售产生的影响。

3. 维修服务

公司维修服务业务以整车销售客户群体为基础，2017—2019 年售后维修进厂台次持续增长，成本较稳定，是公司利润的重要来源。

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

公司历来重视售后维修养护业务的发展，所有 4S 店均设有服务车间，配备经生产商培训的专业维修团队，均能提供车辆维修养护服务。对于在 4S 店与客户按生产商要求的条款订立的销售合同内写明的维修养护范围，在养护期内一般由 4S 店向客户免费提供维修养护服务，并由生产商向 4S 店补偿该部分费用。对于合同所约定范围以外的额外维修养护服务，4S 店采取向客户收费的方式提供销售。

2017—2019 年，公司售后维修进厂台次分别为 718.04 万台次、803.08 万次和 823.42 万次，持续增长，主要系公司 4S 店数量增长所致。2020 年 1—9 月，维修进厂台次 519.90 万次，同比下降 15.46%，主要系新冠肺炎疫情影响。

公司维修服务成本主要包括零部件的采购成本和维修技术人员的人工成本等，其中零部件的采购成本占比 70%左右，维修人工成本占比 20%左右，成本结构整体较为稳定。公司重视维修技术人员的稳定性，在薪酬、福利等方面采取各类措施避免维修技术人员的流失。

上游采购方面，主要由 4S 店自行向厂家采购，结算以预付的方式，与整车采购相同，在汽车养护方面，部分材料由公司分公司广汇汽车服务有限责任公司堆龙分公司进行集中采购，如机油等。

4. 佣金代理业务

公司佣金代理业务依靠整车销售客户群体的扩张而增长，是公司利润的重要组成部分。

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

公司作为整车销售的渠道，是银行车贷、保险公司车险及汽车金融公司与客户接触的媒介，公司利用大体量的 4S 店优势，代理车贷、车险等产品，通过店面向客户提供车贷服务、新车保险续保业务、汽车保险业务的咨询、出单及其他服务，并收取佣金。2019 年，公司在保险业务方面，一方面通过领先行业的“保险云”平台，实现了业务操作全界面的平台化管控；另一方面通过拓展保险业务规模、开发创新保险服务产品（非车险、双保无忧）等措施，有效降低因三次费改对公司保险业务造成的影响。2019 年，新车实现首保率 76.60%，同比提升 2.60 个百分点；续保率 69.50%，与上年同期基本持平；延保总渗透率为 23.60%。

二手车交易代理方面，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。公司充分发挥全国性汽车经销商集团优势，继续坚持以 4S 店为主要车源

基础、以连锁专业化二手车销售服务中心为业务拓展支撑的发展路径，夯实从入口到出口的二手车供销服务链、打造从批售拍卖到零售服务的业务拓展平台。截至 2019 年底，公司在运营的省级交易服务中心 28 家具备检测、估价、整备、拍卖管理、零售、金融服务、交易过户服务、跨地域流通等二手车业务全功能一站式服务的二手车交易服务中心；同时通过大力培养培育专业化的二手车经营管理团队，为企业后续发展夯实基础。2017—2019 年，公司二手车代理交易台次分别为 20.33 万辆、30.27 万辆和 32.84 万辆，呈逐年增长态势。2020 年 1—9 月，公司二手车代理交易台次为 19.13 万辆，同比下降 18.84%，主要受新冠肺炎疫情影响。

5. 汽车租赁业务

公司融资租赁业务在经历前期高速发展后，进入质量管控提升、适度收缩投放规模阶段，2017—2019 年融资租赁总台次波动下降，不良率较低。考虑到公司生息资产保持较大规模，风险管控要求较高，需动态关注款项回收情况。

公司自 2011 年 2 月起，通过下属公司新疆广汇租赁服务有限公司（以下简称“新疆广汇租赁”）逐步开展汽车租赁业务，2013 年起由子公司汇通信诚租赁有限公司（新疆广汇租赁为其全资子公司，以下简称“汇通信诚”）全面运营所有新增融资租赁业务，新疆广汇租赁原则上将不再开办新业务，负责管理原有成交的存量合同。公司依托自身的 4S 店服务网络，将汽车租赁作为其长期发展战略。截至 2019 年底，汇通信诚实收资本 35.60 亿元，资产总额为 186.38 亿元，净资产为 68.99 亿元，2019 年实现净利润 3.21 亿元。

公司汽车租赁业务主要为乘用车融资租赁业务，并含有少量经营性租赁，客户主要为个人。乘用车租赁是客户在支付一定比例首付车款后，通过每月支付租金，即可在租赁期内拥有车辆的使用权。租赁期限一般为 12 个月到

60 个月，平均为 36 个月左右。根据租赁合同，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，租赁车辆归承租方所有。

目前汽车租赁主要通过两种方式进行采购，其一是与客户签订相关租赁合同后进行采购，其二是向厂商一次性购入相应数量车辆。公司综合考虑资金环境及成本变动、风险控制要求，对生息资产规模进行调整；同时在自有资金投入以及资产证券化回款再投入的基础上，引入银行等金融机构（享有一定比例收益）作为资金方，有助于融资渠道多元化。

2017—2019 年，为保证公司融资租赁业务中长期良性发展，公司提高审批门槛，适度放缓资金投放规模，确保新增资产质量，融资租赁总台次呈波动下降态势。2019 年，公司累计完成租赁 20.85 万台次，截至 2019 年底生息资产规模达 171.21 亿元；2020 年前三季度，累计完成租赁台次 14.29 万台，同比下降 7.46%，截至 2020 年 9 月底表内生息资产规模为 156.27 亿元。

表 14 近年来融资租赁台次及期末管理生息资产余额
(单位: 辆、亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
融资租赁总台次	210630	230272	208497	142851
期末管理生息资产余额	162.14	189.72	171.21	160.04
期末表内生息资产余额	156.42	170.02	163.08	156.27
不良率	0.74	0.86	0.76	0.65

注: 1. 生息资产为汽车租赁业务中用于融资租赁汽车资产的待偿还本金部分，计入财报中长期应收款和一年到期的非流动资产科目；2. 截至 2019 年底，广汇汽车表内生息资产余额为 163.08 亿元。3. 不良率=逾期超过 90 天融资租赁账户余额占比=90+逾期金额/期末管理生息资产；4. 期末管理生息资产余额包含表内和出表金额资料来源: 广汇汽车提供

汽车租赁风险管理方面，公司汽车租赁业务与不同消费者的信用记录等级密切相关，信用不良的客户有可能会无法按时偿付定期租金，不排除在将来可能出现呆账、坏账增加的风险。为此，公司采取加强客户背景调查、严格客户

信用评级以及加强还款监督和催收等措施，将上述风险控制在了合理范围。租赁期间，日常维修及可能出现的事故等风险由承租人承担，保险公司理赔。同时，公司建立了严格的征信审核标准及完善的风险管理体系，制定了包括催收管理流程、预警管理流程、收车管理流程等在内的多级化车辆预警管理流程，能有效地控制风险水平。公司将应收融资租赁款逾期超过 90 天的列为不良类应收融资租赁款，并相应采取催收诉讼和收回车辆等，若发生客户逾期支付租金，公司制定了一整套催收标准，主要针对逾期天数采取不同的催收方式，主要包括呼叫中心电话提醒、催收、诉讼、收回车辆、收回车辆处置等。2017—2019 年，公司融资租赁业务不良率分别为 0.74%、0.86%和 0.76%，处于较低水平。

6. 在建项目

公司在建项目主要为网点升级改造，投资规模不大。

公司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，截至 2020 年 9 月底，公司在建工程账面余额为 1.71 亿元，在建的工程主要包括：北区改建 5 家；华北区域改建 3 家；华中区域新建 1 家、改建 2 家；新疆区域新建 1 家；甘青宁区域改建 2 家；西南区域贵州改建 2 家；广西改建 1 家；江西改建 1 家；四川改建 1 家。目前的新建 4S 店均已获得厂商授权，尚需一定规模的资金投入。

7. 经营效率

公司整体经营效率处于行业中上水平。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数分别为 52.44 次、56.51 次和 57.51 次，逐年上升，存货周转次数分别为 8.94 次、7.92 次和 7.98 次，波动下降。2017—2019 年，公司总资产周转率有所下降，分别为 1.30 次、1.20 次和 1.20 次。

从同行业比较看，2019 年，公司销售债权周转次数处于行业较高水平，存货周转次数和

总资产周转次数处于行业中上水平。

表 15 同行业上市公司 2019 年经营效率情况

(单位: 次)

股票代码	股票简称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
600335.SH	国机汽车	7.79	4.52	1.66
0881.HK	中升控股	9.69	10.82	2.11
1728.HK	正通汽车	2.14	8.55	0.81
600297.SH	广汇汽车	57.51	7.98	1.20

注: Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据资料来源: Wind

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表由普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 审计结论均为标准无保留审计意见。公司提供的 2020 年三季度合并报表未经审计。

从合并范围来看, 2017 年, 公司通过非同一控制下企业合并收购子公司 58 家, 投资新设子公司 10 家, 不再纳入合并范围的子公司 6 家。2018 年, 公司投资新设子公司 26 家, 通过非同一控制下企业合并收购子公司 40 家, 不再纳入合并范围的子公司 14 家。2019 年, 公司投资新设子公司 26 家, 通过非同一控制下企业合并收购子公司 4 家, 不再纳入合并范围的子公司 24 家。截至 2020 年 9 月底, 公司合并范围子公司较 2019 年底未发生变化, 公司拥有纳入合并范围的子公司 1036 家。公司新设的子公司规模较小, 对财务数据可比性影响较小, 公司会计政策连续, 主营业务未发生变化, 财务数据可比性较强。

截至 2019 年底, 公司资产总额 1420.80 亿元, 所有者权益 447.65 亿元(含少数股东权益 66.75 亿元); 2019 年, 公司实现营业收入 1704.56 亿元, 利润总额 45.47 亿元。

截至 2020 年 9 月底, 公司资产总额 1371.93 亿元, 所有者权益 471.16 亿元(含少数股东权益 68.01 亿元); 2020 年 1—9 月, 公司实现营业收入 1082.22 亿元, 利润总额 19.86 亿元。

2. 资产质量

公司资产以流动资产为主，预付款项及存货占比较高，符合行业特征；外延并购形成大规模商誉，存在商誉减值风险。考虑到公司受限资产规模大，货币资金受限比例很高，资产流动性有待提升。

2017—2019年末，公司资产总额逐年增长，年均复合增长2.50%。截至2019年底，公司资产总额1420.80亿元，较上年底增长0.41%。其中，流动资产占60.84%，非流动资产占39.16%，流动资产占比较高，符合公司以汽车经销为主的业务特点。

(1) 流动资产

2017—2019年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长2.50%。截至2019年底，公司流动资产864.46亿元，较上年底增长1.16%。公司流动资产主要由货币资金（占29.00%）、预付款项（占29.49%）、存货（占20.74%）和一年内到期的非流动资产（占12.28%）构成。

2017—2019年末，公司货币资金逐年减少，年均复合下降12.13%，主要系2017年底发行新股募集资金到账，货币资金规模处于高位所致。截至2019年底，公司货币资金为250.70亿元，较上年底下降1.18%。货币资金中有179.75亿元受限资金，受限比例为71.70%，受限比例很高，主要为各类保证金。

公司预付款项主要为未结算供应商返利和预付整车及零部件款项。2017—2019年末，公司预付款项逐年增长，年均复合增长24.20%。截至2019年底，公司预付款项为254.92亿元，较上年底增长26.37%，主要系业务规模扩大，未结算供应商返利和预付整车及零部件款项增加所致。其中，一年以内的预付款项占99.83%，账龄较短；从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名占62.01%，集中度较高。

2017—2019年末，公司存货波动增长，年均复合增长2.59%。截至2019年底，公司存货为179.26亿元，较上年底下降13.03%，主要系公司清理库存商品存量，提升存货周转效率所

致。其中，库存商品占74.90%，在途物资占25.10%；公司累计计提存货跌价准备0.39亿元，全部针对库存商品计提，计提比例为0.22%。考虑到公司库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，公司存货跌价准备计提规模尚可。

2017—2019年末，公司一年内到期的非流动资产波动增长，年均复合增长8.34%，主要系一年内到期的应收融资租赁款波动增长所致。截至2019年底，公司一年内到期的非流动资产106.19亿元，较上年底下降4.51%。

(2) 非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产波动增长，年均复合增长2.49%。截至2019年底，公司非流动资产为556.34亿元，较上年底下降0.73%。公司非流动资产主要由长期应收款（占12.59%）、固定资产（占23.63%）、无形资产（占17.55%）和商誉（占33.94%）构成。

2017—2019年末，公司长期应收款逐年减少，年均复合下降7.83%。截至2019年底，公司长期应收款为70.03亿元，较上年底下降14.63%，主要系公司以控制风险、稳定发展融资租赁业务为前提，对生息资产规模进行控制所致。

2017—2019年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长3.36%。截至2019年底，公司固定资产为131.46亿元，较上年底下降3.39%；固定资产主要由房屋及建筑物（占77.49%）和运输工具（占15.69%）构成；累计计提折旧55.63亿元，固定资产成新率71.31%，成新率尚可。

2017—2019年末，公司无形资产波动增长，年均复合增长5.47%。截至2019年底，公司无形资产为97.66亿元，较上年底下降0.90%，变化不大。公司无形资产主要由特许经营权（占64.30%）和土地使用权（占33.34%）构成，累计摊销21.04亿元，计提减值准备0.21亿元。

公司商誉全部系历年收购非同一控制下的汽车经销企业所形成。2017—2019年末，公司商誉逐年增长，年均复合增长2.86%。截至2019

年底，公司商誉为 188.82 亿元，较上年底增长 0.50%；公司累计计提商誉减值准备 2.99 亿元，占比不大。公司商誉规模大，占资产的比重较高，若未来收购的 4S 店经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 1371.93 亿元，较 2019 年底下降 3.44%；流动资产占 60.00%，非流动资产占 40.00%，资产结构较 2019 年底变动不大。公司流动资产为 823.21 亿元，较 2019 年底下降 4.77%。其中，货币资金较 2019 年底下降 21.55% 至 196.66 亿元，主要系应付票据到期兑付导致保证金下降以及存货增加带动营运资金垫付增加所致；存货较 2019 年底增长 14.63% 至 205.49 亿元，主要系 2020 年三季度疫情得到有效控制后，公司销量逐步恢复，库存量增加所致。公司非流动资产为 548.72 亿元，较 2019 年底下降 1.37%，资产科目变动不大。

截至 2020 年 9 月底，公司受限资产总额为 258.29 亿元，受限资产占总资产比重为 18.83%，受限资产规模大。

表 16 截至 2020 年 9 月底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

资产	账面价值	受限原因
货币资金	121.30	银行承兑汇票保证金、借款保证金等
其他非流动资产	0.23	--
固定资产	14.48	用于抵押融资
无形资产		
长期应收融资租赁款(包括一年内到期的部分)	122.28	用于资产证券化融资质押
合计	258.29	--

资料来源: 公司提供

3. 负债和所有者权益

(1) 所有者权益

受回购股份用于股权激励、信托永续债兑付及发行可转换债券影响，公司所有者权益规模有所波动，所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

2017—2019 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 0.59%。截至 2019 年底，公

司所有者权益为 447.65 亿元，较上年底下降 3.07%，主要受股份回购及信托永续债兑付影响。其中，归属于母公司所有者权益占比为 85.09%，少数股东权益占比为 14.91%。归属于母公司所有者权益 380.90 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 21.42%、34.97%、1.52% 和 43.39%，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益为 471.16 亿元，较 2019 年底增长 5.25%，归属于母公司所有者权益较 2019 年底增长 5.84% 至 403.15 亿元，主要来源于未分配利润的增长及新增其他权益工具 8.44 亿元，为三季度发行可转换债券对应权益分摊部分，所有者权益结构变动不大。

(2) 负债

2017—2019 年末，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；整体债务负担重，债务结构有待优化，公司面临一定集中偿付压力。

2017—2019 年末，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 3.41%。截至 2019 年底，公司负债总额为 973.15 亿元，较上年底增长 2.11%。从构成看，流动负债占 76.09%，非流动负债占 23.91%。

2017—2019 年末，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 8.46%。截至 2019 年底，公司流动负债为 803.19 亿元，较上年底增长 5.32%；从构成看，流动负债主要由短期借款（占 27.43%）、应付票据（占 35.97%）和一年内到期的非流动负债（占 22.19%）为主。

2017—2019 年末，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 12.39%。截至 2019 年底，公司短期借款为 220.28 亿元，较上年底增长 9.17%，主要系业务规模扩大补充流动资金所致，公司短期借款主要由信用借款（占 60.15%）和抵押借款（占 35.29%）构成。

2017—2019 年末，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 5.11%。截至 2019 年底，公司应付票据为 288.95 亿元，较上年底增长 4.08%。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流

动负债逐年增长，年均复合增长 18.64%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 178.25 亿元，较上年底增长 22.87%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2017—2019 年末，公司非流动负债逐年减少，年均复合下降 13.54%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 169.96 亿元，较上年底下降 10.76%，主要系一年内到期的非流动负债转至流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 57.78%）、应付债券（占 25.69%）和递延所得税负债（占 11.62%）构成。

2017—2019 年末，公司长期借款逐年减少，年均复合下降 20.82%。截至 2019 年底，公司长期借款为 98.21 亿元，较上年底下降 26.35%，主要系部分长期借款到期转至一年内到期的非流动负债所致；长期借款主要由信用借款（占 43.50%）和质押借款（占 52.76%）构成。从期限分布来看，1~2 年内到期的长期借款占 37.14%，2~5 年内到期的占 60.04%，5 年以上到期的占 2.82%，长期借款期限分布较为分散。

2017—2019 年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降 3.05%。截至 2019 年底，公司应付债券为 43.66 亿元，较上年底增长 45.28%，主要系公司 2019 年发行“19 汽车 01”“19 汽车 02”“19 广汇汽车 MTN001”和高级美元债券等所致。从期限分布来看，按行权口径，1~2 年内到期的应付债券占 71.98%，2~3 年内到期的占 28.02%，公司面临一定集中偿付压力。

表 17 截至本报告出具日公司合并范围存续债券情况
(单位: 亿元)

发行人	债券简称	期末余额	到期日/行权日
广汇汽车	20 汽车 01	10.00	2023-11-26
	20 广汇汽车 SCP002	4.00	2021-07-17
	广汇转债	33.70	2026-08-18
	20 广汇汽车 SCP001	5.00	2021-05-11
	19 汽车 02	10.00	2022-09-25
	19 汽车 01	10.00	2022-01-29
	19 广汇汽车 MTN001	1.92	2022-01-28
	18 广汇汽车	4.34	2021-09-19

	MTN002		
	18 广汇汽车 MTN001	6.00	2021-04-19
	小计	人民币: 84.96	--
广汇有限	广汇汽车 8.885%N20210725	0.83 (美元)	2021-07-25
	18 广汇 G1	7.00	2021-08-08
	18 广汇 G2	1.64	2021-09-20
	18 汽车 G3	5.00	2021-12-20
	广汇汽车 8.625%N20220408	2.53 (美元)	2022-04-08
	20 汽车 G1	9.50	2022-03-27
	20 广汇 G2	5.50	2023-10-30
	小计	人民币: 28.64/ 美元: 3.36	--
	合计	人民币: 113.60/ 美元: 3.36	

资料来源: 联合资信根据公开市场资料整理

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额为 900.77 亿元，较 2019 年底下降 7.44%，公司负债结构仍以流动负债为主。其中，流动负债较 2019 年底下降 14.66%至 685.44 亿元，短期借款为 297.83 亿元，较 2019 年底增长 35.20%，借款主要用于补充公司营运资金；应付票据较 2019 年下降 33.62%至 191.81 亿元，主要系公司兑付了购车款银票，应付票据减少所致；一年内到期的非流动负债 104.47 亿元，较 2019 年底下降 41.39%；其他流动负债 2.49 亿元，较 2019 年底减少 88.86%。非流动负债方面，公司长期借款为 123.93 亿元，较上年底增长 26.19%，借款主要用于汇通信诚租赁助贷业务投放；应付债券为 63.84 亿元，较上年底增长 46.22%，系发行广汇转债和“20 汽车 G1”所致。

2017—2019 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 5.01%。截至 2019 年底，公司全部债务为 844.50 亿元，较上年底增长 4.46%；从构成看，短期债务占 83.20%，长期债务占 16.80%，以短期债务为主。2017—2019 年末，公司资产负债率分别为 67.29%、67.36%和 68.49%，逐年上升；全部债务资本化比率分别为 63.39%、63.64%和 65.36%，逐年上升；长期债务资本化比率分别为 31.47%、26.13%和 24.07%，逐年下降。公司债务负担重，期限结构有待优化。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 781.89 亿元，较 2019 年底下降 7.41%；短期债务占比下降至 75.98%。从债务指标看，公司全部债务资本化比率和资产负债率较 2019 年底均有所下降，分别为 62.40%和 65.66%；长期债务资本化比率上升至 28.50%。

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，但费用控制能力一般，资产及信用减值损失对利润总额造成一定侵蚀，主业盈利能力承压。2020 年 1—9 月，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入与利润总额同比出现下降。

2017—2019 年，公司营业收入年均复合增长 2.99%；2019 年为 1704.56 亿元，较上年增长 2.58%。2017—2019 年，公司营业成本年均复合增长 2.92%，与营业收入增幅相当；2019 年为 1536.84 亿元，较上年增长 3.12%。2017—2019 年，公司利润总额逐年减少，年均复合下降 11.05%，主要系期间费用增幅大于营业收入增幅以及资产减值损失对利润的侵蚀加重所致。2019 年，公司利润总额为 45.47 亿元，较上年下降 13.50%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 10.02%。2019 年，公司期间费用总额为 112.21 亿元，较上年增长 1.54%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 47.73%、23.90%和 28.38%，以销售费用为主。其中，销售费用为 53.55 亿元，较上年增长 2.05%；管理费用为 26.81 亿元，较上年下降 3.79%；财务费用为 31.84 亿元，较上年增长 5.59%，主要系债务规模增加所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 5.77%、6.65%和 6.58%，公司费用控制能力一般。

2017—2019 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 3.43 亿元、7.22 亿元和 8.71 亿元，占公司营业利润的比重分别为 5.96%、13.67%和 19.22%，对公司利润有一定侵蚀。

2019 年，资产减值损失同比大幅增长，主要系公司对长期应收款和商誉计提减值准备所致。投资收益、其他收益、营业外收支等对公司利润影响不大。

从盈利指标看，2017—2019 年公司总资产收益率及净资产收益率逐年下降，2019 年分别为 4.92%和 7.41%，主业盈利能力良好。

2020 年 1—9 月，受新冠疫情影响，公司主要业务板块收入同比出现下滑，公司实现营业收入 1082.22 亿元，同比下降 11.42%；利润总额 19.86 亿元，同比下降 47.53%，系期间费用规模较高所致。2020 年 1—9 月，公司营业利润率为 8.81%；期间费用率为 6.95%。

5. 现金流

2017—2019 年，公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量高，经营活动现金净流入基本能够满足其投资活动现金需求，筹资活动现金由净流入转为净流出。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 1941.86 亿元、2044.19 亿元和 2039.68 亿元；经营活动现金流出量分别为 1891.99 亿元、2022.59 亿元和 1961.08 亿元；经营活动现金流量净额分别为 49.87 亿元、21.60 亿元和 78.60 亿元，2019 年同比增长明显，主要系融资租赁业务资金投放放缓所致。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 119.70%、121.65%和 118.44%，收入实现质量高，经营活动现金流状况良好。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量分别为 237.39 亿元、90.88 亿元和 26.26 亿元，逐年下降，主要系公司收回投资收到的现金减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量分别为 285.90 亿元、156.03 亿元和 72.59 亿元，逐年下降，主要系公司利用闲置资金对外进行投资的规模下降所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -48.50 亿元、-65.15 亿元和 -46.33 亿元，波动下降，年均复合下降 2.27%。

从筹资活动来看, 2017—2019年, 公司筹资活动现金流入量分别为 711.78 亿元、601.21 亿元和 621.55 亿元, 2017 年筹资活动现金流入规模较大主要系非公开发行股票所致。2017—2019 年, 公司筹资活动现金流出量分别为 604.36 亿元、642.97 亿元和 686.41 亿元, 主要系偿债规模增长所致。2017—2019 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 107.42 亿元、-41.76 亿元和 -64.86 亿元, 由净流入转为净流出。

2020 年 1—9 月, 公司经营活动现金流量净额为 -72.56 亿元, 较上年同期净流出有所扩大(上年同期为 -49.49 亿元), 主要系 2020 年 1—2 月受疫情影响经营活动暂定所致; 投资活动现金流量净额为 51.15 亿元, 较上年同期有所增加, 主要系保证金净收回额上升; 筹资活动现金流量净额为 15.75 亿元, 较上年同期由正转负主要源于债券发行融资。

6. 偿债能力

2017—2019 年, 公司偿债能力指标表现一般, 考虑到公司融资渠道畅通、未使用银行授信规模较大、过往债务履约情况良好及行业地位领先等因素, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年末, 公司流动比率分别为 120.51%、112.05% 和 107.63%, 逐年下降; 速动比率分别为 95.57%、85.02% 和 85.31%。2017—2019 年末, 公司现金短期债务比分别为 0.58 倍、0.39 倍和 0.36 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为 98.83 亿元、95.54 亿元和 91.90 亿元。2017—2019 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.93 倍、3.72 倍和 3.10 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2017—2019 年, 公司全部债务/EBITDA 分别为 7.75 倍、8.46 倍和 9.19 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2020 年 9 月底, 公司取得的各类金融机构授信额度合计 977.79 亿元, 尚未使用的授

信额度 377.23 亿元, 公司间接融资渠道畅通。公司为上交所上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2020 年 9 月底, 公司不存在对外担保事项。

截至 2020 年 6 月末, 公司全资子公司广汇有限和新疆龙泽汽车服务管理有限责任公司由于合同纠纷, 收到原告 SEAGULL INVESTMENT CO.LTD 向云南省昆明市中级人民法院提起的诉讼, 涉案金额 3.20 亿元。公司已对该案件提出了诉讼管辖权异议, 截至 2020 年 9 月底, 仍处于管辖权异议阶段。

7. 公司本部财务分析

公司本部作为控股平台, 资产主要为对子公司长期股权投资, 债务负担较轻, 营业利润主要来源于对子公司的投资收益, 经营活动现金流量规模小, 投资活动现金流与筹资活动现金流规模较大。

截至 2019 年底, 公司本部资产总额 471.82 亿元, 较上年底增长 1.52%。其中, 流动资产 68.15 亿元(占 14.44%), 非流动资产 403.67 亿元(占 85.56%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金(占 12.71%)和其他应收款(占 78.42%)构成, 非流动资产主要由长期股权投资(占 100.00%)构成。截至 2019 年底, 公司本部货币资金为 8.66 亿元。

截至 2019 年底, 公司本部负债总额 96.55 亿元, 较上年底增长 22.52%。其中, 流动负债 66.45 亿元(占 68.83%), 非流动负债 30.10 亿元(占 31.17%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款(占 30.75%)、其他应付款(占 51.49%)和一年内到期的非流动负债(占 17.45%)构成, 非流动负债主要由应付债券(占 98.87%)构成。截至 2019 年底, 公司本部资产负债率为 20.46%, 较年初上升 3.51 个百分点。

截至 2019 年底, 公司本部所有者权益为 375.27 亿元, 较年初下降 2.77%, 主要系偿付永续债所致。其中, 股本为 81.60 亿元(占 21.74%)、资本公积 290.63 亿元(占 77.44%)、

未分配利润 1.33 亿元（占 0.35%）、盈余公积合计 3.40 亿元（占 0.91%），所有者权益结构稳定性较好。

2019 年，公司本部作为控股平台，实现投资收益 8.60 亿元，净利润为 0.86 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 0.06 亿元和 0.87 亿元，经营活动现金流量净额为-0.81 亿元；投资活动现金流量净额为-1.24 亿元；筹资活动现金流量净额为-4.18 亿元。

九、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司债务规模影响不大；公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期公司债券保障能力较强。

1. 本期公司债券发行对债务的影响

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 781.89 亿元，本期公司债券拟发行额度不超过 10 亿元（含 10 亿元，以募集资金上限计算），占公司全部债务的 1.28%，本期公司债券发行额度对公司债务水平影响不大。

若本期公司债券按照募集资金上限（10.00 亿元）发行，以 2020 年 9 月底财务数据为基础，本期公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由 65.66%、62.40% 和 28.50% 上升至 65.91%、62.70% 和 29.57%。考虑到本期公司债券部分募集资金将用于偿还公司到期借款，本期公司债券发行后，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期公司债券发行额度（按照募集资金上限计算）的 9.88 倍、9.55 倍和 9.19 倍。从现金流情况来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为本期公司债券发行额度的 4.99 倍、2.16 倍和 7.86 倍。公司 EBITDA 和经营活动现

金流量净额对本期公司债券的保障能力较强。

十、结论

公司为汽车经销行业龙头企业，规模优势明显，经营活动现金流状况良好，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等汽车后市场业务，综合竞争力得到提高。同时，联合资信也关注到汽车行业景气度下行，公司整车销售毛利率较低，部分房屋土地存在瑕疵，货币资金受限比重很高，大额预付款项和存货对资金占用明显，商誉规模大且存在减值风险，债务负担重且到期债务集中度较高以及新冠肺炎疫情等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

未来，随着公司对外收购项目的深化整合，经营网络的不断扩大，以及汽车维修养护、保险代理、二手车代理、租赁等后市场业务的不断扩大，公司经营状况及综合实力有望得以保持。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	324.74	254.30	251.41	197.42
资产总额(亿元)	1352.46	1414.93	1420.80	1371.93
所有者权益(亿元)	442.37	461.85	447.65	471.16
短期债务（亿元）	562.75	645.04	702.63	594.11
长期债务（亿元）	203.10	163.41	141.87	187.78
全部债务(亿元)	765.85	808.45	844.50	781.89
营业收入（亿元）	1607.12	1661.73	1704.56	1082.22
利润总额（亿元）	57.47	52.57	45.47	19.86
EBITDA(亿元)	98.83	95.54	91.90	--
经营性净现金流(亿元)	49.87	21.60	78.60	-72.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	52.44	56.51	57.51	--
存货周转次数(次)	8.94	7.92	7.98	--
总资产周转次数(次)	1.30	1.20	1.20	--
现金收入比(%)	119.70	121.65	118.44	116.44
营业利润率(%)	9.41	10.01	9.52	8.81
总资本收益率(%)	5.81	5.24	4.92	--
净资产收益率(%)	10.18	8.60	7.41	--
长期债务资本化比率(%)	31.47	26.13	24.07	28.50
全部债务资本化比率(%)	63.39	63.64	65.36	62.40
资产负债率(%)	67.29	67.36	68.49	65.66
流动比率(%)	120.51	112.05	107.63	120.10
速动比率(%)	95.57	85.02	85.31	90.12
经营现金流动负债比(%)	7.30	2.83	9.79	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.39	0.36	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	3.93	3.72	3.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.75	8.46	9.19	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2020 年 1-9 月财务报表数据未经审计；3. 合并口径中其他流动负债中的短期应付债券余额已经纳入短期债务及相关指标测算；4. 2017 年底、2018 年底及 2020 年 9 月底，公司所有者权益包括 10 亿元信托永续债、10 亿元信托永续债和 8.44 亿元可转换债券权益分摊部分

资料来源：公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.07	12.25	8.66	12.96
资产总额(亿元)	438.02	464.75	471.82	471.44
所有者权益(亿元)	402.32	385.95	375.27	380.79
短期债务(亿元)	20.35	38.66	32.14	49.78
长期债务(亿元)	9.05	15.85	29.76	25.10
全部债务(亿元)	29.40	54.50	61.90	74.88
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	12.11	-1.39	0.86	-3.41
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.15	-0.13	-0.81	-0.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	3.01	-0.36	0.23	--
长期债务资本化比率(%)	2.20	3.94	7.35	6.18
全部债务资本化比率(%)	6.81	12.37	14.16	16.43
资产负债率(%)	8.15	16.96	20.46	19.23
流动比率(%)	132.09	98.77	102.56	100.03
速动比率(%)	132.09	98.77	102.56	100.03
经营现金流动负债比(%)	-0.57	-0.20	-1.22	--
现金短期债务比(倍)	0.99	0.32	0.27	0.26
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1-9 月财务报表未经审计；2017 年底、2018 年底及 2020 年 9 月底，母公司所有者权益包括 10 亿元信托永续债、10 亿元信托永续债和 8.44 亿元可转换债券权益分摊部分

资料来源：公司提供

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	
总资产收益率	(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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+存放同业及其他金融机构款项+结算备付金+应收货币保证金+应收质押保证金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+吸收存款及同业存放+卖出回购金融资产+向中央银行借款

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

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 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。

附件 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 广汇汽车服务集团股份有限公司 公开发行 2021 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年广汇汽车服务集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广汇汽车服务集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广汇汽车服务集团股份有限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集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，广汇汽车服务集团股份有限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集团股份有限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集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广汇汽车服务集团股份有限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。

如广汇汽车服务集团股份有限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集团股份有限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。

跟踪评级结果将同时报送广汇汽车服务集团股份有限公司、监管部门、交易机构等。若需在本公司和交易所等网站公布，交易所网站公布时间不晚于本公司等网站。