

信用等级公告

联合[2017] 078 号

联合资信评估有限公司通过对广汇汽车服务有限责任公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

广汇汽车服务有限责任公司

主体长期信用等级为

AA

广汇汽车服务有限责任公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年一月十六日



广汇汽车服务有限责任公司

2017 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: 7.50 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本付息

募集资金用途: 归还发行人及下属子公司银行借款

评级时间: 2017 年 1 月 16 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	111.78	117.88	126.41	120.06
资产总额(亿元)	559.19	614.90	755.25	848.01
所有者权益(亿元)	150.63	160.11	216.34	238.56
短期债务(亿元)	277.25	324.74	414.69	397.41
长期债务(亿元)	68.76	74.12	39.16	100.26
全部债务(亿元)	346.01	398.87	453.85	497.67
营业收入(亿元)	840.64	863.57	937.00	815.32
利润总额(亿元)	23.25	22.95	27.34	28.44
EBITDA(亿元)	39.25	39.67	48.57	--
经营性净现金流(亿元)	-0.66	12.64	55.45	-20.20
营业利润率(%)	7.99	8.18	8.92	8.85
净资产收益率(%)	12.99	11.21	9.95	--
资产负债率(%)	73.06	73.96	71.36	71.87
全部债务资本化比率(%)	69.67	71.36	67.72	67.60
流动比率(%)	99.07	99.57	97.61	94.06
经营现金流动负债比(%)	-0.20	3.39	11.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.82	10.06	9.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.57	4.08	3.89	--

注: 2016 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

贺苏凝 陈 婷

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

广汇汽车服务有限责任公司(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、品牌及产业链优势明显,近年通过新建和收购方式大力扩展网点,资产、收入持续增长,主业盈利稳定。2015 年,母公司广汇汽车服务股份公司(下称“广汇股份”)完成借壳上市,并两次对公司增资,资本实力显著提升。同时,联合资信评估有限公司(下称“联合资信”)也关注到,公司货币资金受限比重高,债务负担重,短期债务规模大,持续收购带来管控难度和大额商誉减值风险,上述因素给公司经营带来不利影响。

未来看,资本支出需求以及新建门店初期的流动资金需求可能进一步增加债务,资金压力加大,融资租赁的进一步拓展相应增加了风险控制难度和回款风险。考虑到公司销售网络多布局于保有量偏低的中西部地区,在建 4S 店逐步投运以及汽车售后业务的发展,公司业绩有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 公司是全国最大的乘用车经销与综合服务集团,以经营中高端品牌为主,销售网络和品牌优势明显,营业收入不断攀升,主业盈利能力稳定。
2. 基于公司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. 2015 年 6 月，母公司广汇股份完成借壳上市并募集配套资金，公司作为其核心子公司获其多次增资，资本实力得到提升。
4. 公司经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 均对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 近年来汽车市场增速波动，汽车经销行业竞争激烈，公司新布局网点需经历培育期方实现盈利，大额投入资金的效益释放仍有待观察。
2. 公司有息债务负担重，短期债务规模大，货币资金受限比重高，存货占比高，存在较大短期支付压力。
3. 公司汽车租赁业务规模较大，风险控制难度较大。
4. 公司近年收购形成的商誉规模大，存在一定减值风险。
5. 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。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广汇汽车服务有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广汇汽车服务有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因广汇汽车服务有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广汇汽车服务有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广汇汽车服务有限责任公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

广汇汽车服务有限责任公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

广汇汽车服务有限责任公司（下称“公司”）的前身广汇汽车服务股份公司（下称“原广汇股份”）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、新疆等企业及朱玉喜、沈国明和龙汉维 3 名自然人共同发起设立，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，原广汇股份注册资本于 2014 年末增至 42.50 亿元，第一大股东为广汇集团（持有 44.25% 股权）。

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

或其指定的第三方，美罗集团支付所持有的 3000 万股美罗药业股票作为承接置出资产的对价。同时，上市公司向特定对象发行 2.97 亿股募集配套资金 60.00 亿元，用于进一步提升重组整合绩效。

上述重大重组事项完成后，原广汇股份由于股权全部过户至美罗药业名下，不再具备股份有限公司组织形式，其名称变更为广汇汽车服务有限责任公司；美罗药业更名为广汇汽车服务股份公司（下称“广汇股份”），持有公司 100% 股权。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 100 亿元，广汇股份持有公司 100% 股权，实际控制人孙广信先生间接持有公司 37.26% 股份。

公司及子公司主要经营进口汽车品牌销售、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、汽车租赁及汽车信息咨询等业务。公司下设金融与租赁部、运营与品牌管理部、人力行政部、投资发展部、财务部、资金管理部、内控与审计部、资产管理部、信息技术部、二手车部、法务部、战略规划部、公共宣传部等 13 个部门（见附件 1-2）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 755.25 亿元，所有者权益合计 216.34 亿元（含少数股东权益 9.19 亿元）；2015 年公司实现营业收入 937.00 亿元，利润总额 27.34 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 848.01 亿元，所有者权益合计 238.56 亿元（含少数股东权益 9.60 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 815.32 亿元，利润总额 28.44 亿元。

公司注册地址：桂林市中山北路 147 号；
法定代表人：李建平。

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

二、中期票据概况

公司于 2016 年注册中期票据额度 15 亿元,本期计划发行 2017 年第一期中期票据(下称“本期中期票据”),本期中期票据计划发行额度为 7.50 亿元,期限为 3 年;本息偿还方式采取按年付息,到期一次性还本付息,所募集资金将用于归还公司及下属子公司银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年 GDP 同比实际增长 6.9%,增速创 25 年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015 年,中国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,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)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,中国就业形势总体稳定。

2015 年,中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元,比上年增长 8.4%,增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元,比上年增长 15.8%,同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元,赤字率上升至 3.5%,显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年,央行继续实施稳健的货币政策,灵活运用多种货币政策工具,引导货币信贷及社会融资规模合理增长,改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准,降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP,资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软,传统产业调整带来

经济下行压力的背景下,2016 年前三季度,中国坚定不移推进供给侧结构性改革,适度扩大总需求,加快培育新动能,通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效,财政减税效应逐步显现,财政支出力度继续加大,对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕,随着经济运行的逐步企稳,在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调,维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下,2016 年前三季度,中国经济运行状况整体平稳,国内生产总值(GDP)一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%,经济增速保持在 2009 年以来的较低水平,但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长,工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度,中国农业生产基本稳定,工业运行平稳,服务业保持较快发展;第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高,产业结构继续改善;工业发电量、用电量同比有所回升,显示工业继续回暖;企业利润状况持续改善,国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业,国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳,制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度,中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%,增速较上半年回落 0.8 个百分点,较 1-8 月回升 0.1 个百分点;制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%,较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点,但较今年 1-8 月有所回升,民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大;由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降,基础设施建设投资支撑力有所下降;随着房地产市场调控政策的推行,今年以来明显回升的房地产投资增速三季度

有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济分析

1. 行业发展状况与特征

汽车行业概况

近年来，受益于政策刺激和人民生活水平的提高，中国汽车工业自 2000 年以来步入快速发展，2009 年首次超过美国成为世界汽车产销第一大国；2011 年以来，受取消购置税减免以及汽车以旧换新等政策到期因素影响，销量增速的整体水平相比之前年度有显著放缓。从汽车普及程度来看，目前，中国的千人保有量相当于美国上世纪三十年代水平，普遍低于欧美发达国家（美国 770 辆/千人、加拿大 625、德国 526、日本 526 辆/百人、中国大约 110~120 辆/百人），在发展中国家也只能算中等水平。

2014 年，由于宏观经济下行压力增大以及商用车市场下探，中国汽车市场销量增速出现下滑，由上年的 13.9% 降至 6.9%。

2015 年，中国汽车产销分别完成 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，同比分别增长 3.3% 和 4.7%，低速平稳增长（乘用车销量同比增长 7.3%，商用车同比下降 9%）；产销增速进一步回落，较上年分别下降 4.0 和 2.2 个百分点；月度产销呈“中间低两头高”特征，前 8 月累计增速逐月下滑，从 9 月开始回升。新能源汽车方面，2015 年，新能源汽车销量 331092 辆，同比增长 3.4 倍；其中纯电动汽车销量 247482 辆，同比增长 4.5 倍（纯电动乘用车销量 146719 辆，同比增长 3 倍）；插电式混合动力汽车销量 83610 辆，同比增长 1.8 倍（其中插电式混合动力乘用车销量 60663 辆，同比增长 2.5 倍），延续高速增长态势。出口方面，2015 年，由于全球经济形势依旧低迷，受新兴市场宏观经济不景气、出口国贸易壁垒及海外市场竞争加剧等不利因素影响，导致中国整车出口量仍有小幅下滑，但降幅相比上年已大幅减缓，且整车出口金额有所增长。据中国汽车工业协会统计的企业上报的

出口数据, 2015 年, 汽车累计出口 72.82 万辆, 比上年下降 20%。其中乘用车出口 42.77 万辆, 比上年下降 19.8%; 商用车出口 30.05 万辆, 比上年下降 20.4%。在汽车整车出口主要品种中, 与上年相比, 轿车降幅有所扩大, 载货车和客车均结束增长, 呈较快下降。截至 2015 年 12 月末, 中国的汽车保有量达 1.72 亿辆, 相比上年末增长 11.35%, 千人保有量超过 110 辆。

2016 年 1~10 月, 中国汽车产销量分别为 2201.60 万辆和 2201.72 万辆, 同比分别增长 13.79% 和 13.83%, 增幅分别比上年同期提升 13.77 个和 12.32 个百分点。其中: 乘用车产销量分别为 1910.50 万辆和 1909.58 万辆, 同比分别增长 15.27% 和 15.40%; 商用车产销量分别为 291.10 万辆和 292.14 万辆, 同比分别增长 4.93% 和 4.58%。截至 2016 年 10 月底, 中国的汽车保有量达 1.88 亿辆, 相比上年末增长 9.45%。

整体看, 汽车工业作为拉动中国经济增长的主导力量之一, 经历了早期的快速增长阶段之后, 进入了品牌竞争日益激烈销量增速放缓的阶段, 整个产业链的经营压力不断加大。汽车普及率与发达国家仍有较大差距, 一二线城市由于保有量水平已较高、人口和交通压力大, 未来一个阶段的增长潜力有限; 三四线城市购车需求增长, 且随着城镇化和工业化进程的推进, 汽车普及、尤其是 SUV 和 MPV 仍有较大的消费增长空间, 是未来增长的主要动力。

汽车经销

2005 年前, 国内汽车销售行业经营形态包括有形市场、4S 店、二三级经销商甚至无资质汽车销售店, 整体呈现“散、乱、杂”局面。为了促进汽车销售行业的规范发展, 国家于 2005 年 4 月 1 日开始实施《汽车品牌销售管理办法》(下称“《办法》”), 规定汽车经销商应当在汽车供应商授权的范围内从事汽车销售、售后服务、配件供应等活

动, 不得以任何形式从事非授权品牌汽车的经营。《办法》的出台推动了国内 4S 店快速发展, 使其成为汽车销售的主要模式; 但也令汽车经销商在经营规模、范围、地域、利润空间(整车进货及销售价格均由整车厂商决定)等方面受到整车制造厂商的制约, 对上游的议价能力较弱。

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、庞大集团为代表的全线品牌型, 国机汽车、中升集团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。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知名度、资本投资和地区市场资源整合等方面具备竞争实力, 尤其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。

汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。2014 年, 在汽车市场销量增速放缓的背景下, 汽车经销市场竞争日趋激烈, 部分整车销售价格下探, 进销差价空间萎缩, 加上需求降低导致汽车经销商去库存压力加大, 新车销售利润率下降, 部分经销商发生亏损。2015 年, 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, 当期的汽车市场销量增速进一步下滑, 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。

根据中国汽车流通协会统计数据显示: 截至 2015 年底, 中国汽车经销商百强企业共设立 4S 网点 5526 家, 同比增长 6.68% (2014 年同比增长 6.13%); 2015 年完成整车销量 653 万辆, 同比增长 4.63% (2014 年同比增长 12.46%), 但单店销量持续下滑, 2015 年同比下降 7.37% 至 804 辆 (2014 年同比下降 17.49%)。收入和盈利方面, 2015 年, 中国

汽车经销商百强企业实现营业收入 12714 亿元，同比增长 3.21%（2014 年同比增长 9.38%），其中营业收入超 100 亿元的 37 家（比 2014 年减少 1 家）、超 500 亿元的 5 家（比 2014 年增加 1 家）；盈利指标持续下探，2013~2015 年分别为 7.50%、6.13%和 4.47%，

同期的净利率分别为 1.60%、1.52%和 1.22%。整体看，2015 年中国规模以上汽车销售企业的 4S 店数量和营业收入呈上升态势，但单店销量逐年回落；同时受制于市场竞争造成的成本上升影响，盈利能力逐步下滑，利润空间较薄。

表 1 2015 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	937.00	67.82
2	国机汽车股份有限公司	641.89	22.29
3	中升集团控股有限公司	591.43	26.04
4	庞大汽贸集团股份有限公司	563.75	45.07
5	利星行汽车	522.09	11.74
6	上海永达控股（集团）有限公司	451.19	13.44
7	恒信汽车集团股份有限公司	381.83	21.60
8	广物汽贸股份有限公司	307.50	23.63
9	中国正通汽车服务控股有限公司	297.86	9.54
10	宝信汽车集团	290.16	7.10

资料来源：中国汽车流通协会

汽车售后服务

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%，其余均源于包含零部件供应在内的汽车后市场。

汽车厂商一般会给新车提供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 年内达到最大。随着中国汽车保有量基数逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

目前，中国的汽车后市场尚处于逐渐成熟的初期阶段，与发达国家相比仍有一段距离；对于国内经销商来讲，新车销售仍是主要利润来源，贡献率可达到 50%左右，其次

为零部件及售后服务，贡献率约为 40%，金融、保险和二手车业务比重较低。由于盈利结构的差距以及汽车经销环节的利润率偏低，国内汽车经销商正在逐渐向拥有更高利润率的环节——即汽车产业链的后部转移。

2. 近年主要行业政策

反垄断处罚力度加大

2014 年 6 月 10 日，商务部宣布对国内汽车市场上潜在的垄断行为进行调查。2014 年 8 月 20 日，国家发改委宣布，对日本住友等 8 家零部件企业、日本精工等 4 家轴承企业价格垄断行为依法罚款约 12.4 亿元，成为迄今为止反垄断开出的最大罚单；同年 9 月初，国家发改委对一汽大众销售有限责任公司及部分奥迪经销商在湖北省内的价格垄断行为开出 2.7854 亿元罚单，对克莱斯勒（中国）汽车销售有限公司及其部分上海地区经销商的价格垄断行为开出 3382.41 万元罚单，并对浙江保险协会及多家相关财产保险公司开出 1.10 亿元罚单。反垄断调查力度加大，且具

持续性。2015 年 4 月，江苏省物价局对奔驰公司的限制江苏省内部分整车的最低转售价格）罚款 3.5 亿元，对奔驰南京、无锡和苏州三地的经销商罚款 786.9 万元；同年 6 月，国家发展改革委价格监督检查与反垄断局在其组织召开的相关筹备会上正式宣布，中国正式启动汽车业反垄断指南的研究起草工作。

需关注的是，上述反垄断措施主要针对汽车上游及汽车后产业的横向垄断行为，暂未提出针对市场内更具话语权的整车企业在产业链方面是否存在纵向垄断的处罚。

工商总局叫停汽车品牌经销商备案

2005 年颁布实施的《汽车品牌销售管理实施办法》要求，汽车品牌经销商应当与汽车供应商签订授权经营合同，并在汽车供应商的授权范围内从事汽车品牌销售、售后服务、配件供应等活动。对于境外汽车生产企业在我国销售汽车，须授权中国企业或按国家有关规定在境内设立企业作为其汽车总经销商，汽车总经销商可以直接从事汽车品牌销售，或授权其他汽车经销商从事授权汽车品牌的销售活动。

2014 年 8 月，国家工商行政管理总局发布《工商总局关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》，宣布 2014 年 10 月 1 日起，停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作，从事汽车品牌销售的汽车经销商（含总经销商），按照工商登记管理相关规定办理，其营业执照经营范围统一登记为“汽车销售”，已将营业执照经营范围登记为“XX 品牌汽车销售”的汽车总经销商及品牌授权经销商，可以申请变更登记为“汽车销售”。

在传统的汽车品牌销售模式下，容易形成市场资源的垄断，经销商对价格的控制力度强，汽车品牌授权经销商备案的停止实施，将加大市场竞争力度以及市场调节能力，促进了经销商服务的规范性和价格的合理性。

1.6 升及以下排量乘用车购置税减半

2015 年 9 月，国务院常务会议确定支持新能源和小排量汽车发展措施，促进调结构扩内需，会议提出三项具体措施：①完善新能源汽车扶持政策，支持动力电池、燃料电池汽车等研发，开展智能网联汽车示范试点（财税[2015]104 号）；各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。②从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6 升及以下排量乘用车，实施减半征收车辆购置税的优惠政策。③加快淘汰营运黄标车，开展清理整顿专项行动。允许地方政府将盘活的财政存量资金用于推动淘汰工作，确保到 2017 年全国基本淘汰黄标车。上述政策一方面将刺激小排量汽车的销量，同时对于较少采用涡轮增压技术、排量多在 1.6 升以上的车型销售一定程度上有所影响。

限行、限购政策的实行

为解决城市交通拥堵问题，近年陆续有城市出台限购汽车政策，目前已有北京、上海、广州、贵阳、天津、杭州、深圳和石家庄（对于家庭的第三辆个人轿车实施限行、限购，对于第 1~2 辆还是不予限制的）共 8 个城市实行了限行、限购政策，其他大中城市推行汽车限购限行政策的预期也在不断升温，对所涉城市增购新车的需求形成了一定的制约。同时，政策的出台以及相关预期也会影响国内的消费格局：中低端产品的需求将转向相对高端的汽车品牌以求一步到位的消费，对产品以中低端产品为主的自主品牌车企形成较大的压力；鉴于在一线城市将面临的更大销售压力，中低端产品进而选择转向二、三线城市，销售渠道进一步下沉。

3. 行业未来发展

整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在国内、特别是在沿海地区已相对饱和，短期内市场步入低速增长已难以避免，在整车销售领域竞争日益激烈，同时加上土地价格上升、环保压力增大、

“限购”、“限行”、“限迁”等抑制汽车消费的外部不利条件，由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势。而且从海外汽车流通发展经验看，汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领域转移。

汽车金融业务

在欧美发达国家，汽车金融服务已成为汽车产业环节中最具有价值的环节，全球通过金融方式实现汽车消费额 70%，汽车融资服务总额在 1 万亿美元以上，其中美国超 80%。

未来，中国经济结构转型和城镇化建设为未来汽车金融发展提供了基础，未来城镇居民、年轻人等将成为购车主力军，对汽车金融的需求较大。

消费需求向三、四线城市转移

随着宏观经济下行趋势的延续、环境问题持续引起关注、实行限购限行一、二线城市数量的增加，汽车销量增速大幅放缓，国内汽车市场已经出现了需求向三、四线城市转移的迹象以及从东部向西部转移的趋势。

五、重大事项

1. 母公司借壳上市暨公司增资

2015 年 6 月 4 日，母公司广汇股份收到中国证监会《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》，批准其重大资产重组方案（见主体概况）。广汇股份于 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（下称“汇通租赁”）16.67%股权（21.82 亿元，本次交易前公司已持有其 83.33%股权）及发展乘用车融资租赁业务（38.18 亿元）以提高本次重组整合绩效。

截至 2015 年底，汇通租赁总资产 141.62 亿元，净资产为 53.42 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，2015 年净利润为 8.58 亿元（2014 年为 5.56 亿元）。

广汇集团在与美罗药业签署的《盈利预测补偿协议》中承诺：广汇股份 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。若承诺未达，广汇集团作为补偿义务人，需以上市公司股份对利润差额进行补偿。2015 年，广汇股份实现归属上市公司股东的净利润为 198834.12 万元（经审计），扣除非经常性损益后为 187752.30 万元，实现 2015 年盈利预测。

广汇股份借壳上市完成后，于 2015 年 6~7 月先后两次向公司注资（首次注资 21.82 亿元用于收购汇通租赁少数股东权益）。公司实收资本最终增至 100 亿元，资本实力显著增强，同时通过直接、间接方式合计持有汇通租赁 100%股权（不导致合并范围变动）。作为上市公司广汇股份重要的经营主体和利润贡献方，一方面，公司可一定程度享受资本市场的融资便利，有助于拓宽融资渠道，且减轻了发展融资租赁业务带来的资金压力；另一方面，公司需部分承担广汇股份业绩承诺，未来将进一步拓展业务和利润水平。

2. 与母公司共同出资收购宝信汽车集团有限公司 75%股权

根据广汇股份 2015 年底发布公告，公司与广汇股份拟通过下属全资子公司广汇汽车服务（香港）有限公司（下称“广汇香港”，公司间接持股 44.23%，广汇股份间接持股 55.77%）以附先决条件的自愿性现金部分要约收购宝信汽车集团有限公司（下称“宝信汽车”，股票代码为 1293.HK）不超 75%股份及注销不超 75%的尚未行使购股权，现金

要约收购价格为5.99港元/股,收购总价约115亿港元。2016年6月27日,广汇香港根据部分要约所提呈接纳及承购的股份已登记至其名下,公司将该部分股权投资计入“长期股权投资”科目,自6月1日起享有其收益。

宝信汽车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,公司及母公司对其的收购有助于优化自身品牌结构,增强高端豪华品牌的覆盖。宝信汽车在中国汽车流通协会发布的“2015年中国汽车经销商集团百强排行榜”中位居第10名。

截至2016年6月底,宝信汽车资产总额为177.25亿元,净资产49.49亿元;2014~2015年实现净利润7.14亿元和2.24亿元,2016年上半年实现净利润0.67亿元,由于受反垄断调查以及外部市场低迷的影响,豪华车市场有所降温、终端折扣加大,品牌价格出现下降,宝信汽车利润水平出现下滑。根据中国汽车流通协会发布的数据,宝信汽车2015年实现销量61766辆,相比上年下降15.05%。

3. 参与发起设立陕西长银消费金融有限公司

陕西省西安市筹建陕西长银消费金融有限公司(下称“长银金融”)的方案于2016年7月经《中国银监会关于筹建陕西长银消费金融有限公司的批复》核准:汇通租赁作为一般出资人现金出资0.90亿元与长安银行股份有限公司、北京意德辰翔投资有限公司共同发起设立长银金融(公司持有25%股份),目前,长银金融的相关筹建工作正在进行中。

4. 近期其他重大股权投资

公司拟通过全资子公司上海德新汽车服务有限公司以其自有资金收购深圳市鹏峰汽车(集团)有限公司(下称“深圳鹏峰”)100.00%的股权,收购价格为10.06亿元。深圳鹏峰共有17家4S店(3家广汽本田、4家

广汽丰田、3家奥迪、2家奔驰、2家东风本田、1家北京现代、1家路虎捷豹、1家一汽丰田)、1家控股平台公司、1家分公司、1家二手车公司以及4家商务公司,并持有郴州鹏龙驰峰汽车销售服务有限公司49%股权,业务主要分布在广东省和湖南省。截至2015年底,深圳鹏峰资产总额24.00亿元,净资产2.47亿元;2015年营业收入和净利润分别为47.42亿元和0.78亿元。根据2016年10月底发布的相关公告,深圳鹏峰的经营管理权已完成转移,并纳入公司合并范围。公司通过对其的收购,有助于将业务进一步拓展至湖南省,并提高在广东区域的网点覆盖。

2016年以来,公司通过下属全资控制的子公司分别收购了大连尊荣项目、云南中致远项目、宁夏和锐项目等(均为标的公司的100%股权收购)多项目。其中,大连尊荣项目主要指收购尊荣亿方集团大连投资有限公司100%股权,其拥有18家4S店(9家捷豹路虎、9家沃尔沃)、1家控股平台公司、1家保险代理公司和1家精品公司,业务主要分布在东北地区,截至2016年6月底,其总资产15.52亿元、净资产8.46亿元,2016年2~6月实现净利润1.50亿元。

5. 母公司计划非公开发行A股股票

2016年初,母公司广汇股份发布公告称其拟申请向不超过10名特定投资者非公开发行不超过(含)7.50亿股A股,募集资金总额不超过80亿元,用于汽车融资租赁项目(56亿元)及偿还有息负债(24亿元);同年6月3日公告称,中国证监会审核通过了上述申请,目前正在等待中国证监会核准发行的正式文件。公司下属的汇通租赁作为广汇股份旗下汽车融资租赁业务的经营主体,未来募投资金的注入,将有助于缓解租赁业务发展过程中的资金压力,进一步拓展业务。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 100 亿元，唯一股东为广汇股份；孙广信先生通过广汇集团（其持有广汇集团 71.73% 的股权）间接持有公司 37.26% 股权，是公司的实际控制人（见附件 1-1）。

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。2015 年，公司在中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商集团百强排行榜”中位居第 1 位，实现营业收入 937 亿元，超出第 2 名国机汽车股份有限公司 300 亿元左右。

公司的汽车经销业务起步于新疆、广西和河南，在中西部地区具有显著的渠道优势。截至 2016 年 9 月底，公司已拥有奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等 50 余个汽车品牌，以及 570 家 4S 店面，覆盖新疆、广西、河南、重庆、安徽、甘肃和青海等国内 28 个省、自治区、直辖市。

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

2015 年，公司全年共销售新车 632626 台，同比增长 10.69%；整车销售收入 826.02 亿元，同比增长 8.22%，毛利率 4.21%。在维修服务方面，维修进场台次 558.05 万台，同比增长

4.86%；维修服务收入 73.42 亿元，同比增长 4.55%，毛利率 33.03%。佣金代理方面，全年完成收入 15.31 亿元，同比增长 36.98%，毛利率 77.19%。二手车交易代理服务方面，全年代理交易台次 45564 台，同比增长 29.99%。汽车租赁方面，全年完成融资租赁台次 11.3 万台，租赁业务收入同比增长 14.11%。

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

3. 股东背景

广汇股份控股股东广汇集团前身为创建于 1989 年的乌鲁木齐市广汇工贸公司，1994 年更为现名，截至 2016 年 6 月底实收资本为 355570.36 万元，员工总数超过 8 万名，位列 2015 年“中国企业 500 强”第 143 位和“中国民营企业 500 强”第 6 位，目前已形成“汽车服务、能源开发、房产置业”三大产业，下辖 2 家上市公司广汇能源股份有限公司（股票代码为 600256）和广汇汽车服务股份公司（股票代码为 600297）。

公司母公司广汇股份于 2015 年 6 月完成借壳上市，目前下属的经营主体主要为公司和宝信汽车 2 家；截至 2016 年 9 月底，广汇股份资产总额 1088.80 亿元，所有者权益合计 254.82 亿元，2016 年 1~9 月实现营业收入和利润总额分别为 896.85 亿元和 28.25 亿元。广汇股份于 2015 年内对公司 2 次增资，有力增强了公司的资本实力和融资租赁业务的拓展基础，对公司支持力度明显。

4. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司高管团队共 6 人，其中包括执行董事 1 人，总经理 1 人，副总经理 3 人（其中 1 人兼任财务总监），总经理助理 1 人。

公司执行董事李建平先生，中共党员，1960年8月出生，中国国籍，本科学历。1988年8月至2008年4月任公司下属新疆军工进口汽车配件有限公司董事长兼总经理。2008年4月至2013年8月任公司下属新疆天汇汽车服务有限公司董事长兼总经理。2012年5月至2013年8月任公司副总裁。2013年9月至今任公司执行董事。

公司总经理王新明先生，1972年9月出生，中国国籍，无境外居留权。2002年1月至2008年11月任石家庄天河汽车贸易有限公司店面总经理、公司多店业务总经理。2008年11月至2010年11月任公司河北区域管店副总经理；2010年6月至2010年11月担任公司河北区域运营副总经理。2010年12月至2011年10月担任公司河北区域总经理；2011年10月至2013年11月担任公司华北区域总经理；2013年12月至2016年4月担任公司华北大区总经理。2016年8月至今担任公司总经理。

公司副总经理兼财务总监卢翱先生，1973年3月出生，2004年在北京大学北京国际MBA项目取得福特汉姆大学工商管理硕士学位，注册会计师。2004年1月至2005年8月担任普华永道中天会计师事务所的企业投资及兼并战略咨询部经理，2005年8月至2006年9月担任达能集团亚太地区企业发展部经理；2007年加入公司，担任投资发展部总经理至2011年4月；2011年5月至2013年3月曾任副总裁兼首席业务发展官；2013年3月至今担任公司副总经理兼财务总监。

截至2016年9月末，公司共有员工39233人。从岗位构成看，管理人员占2.66%、业务人员占39.01%、售后人员占44.83%、财务人员占8.53%、行政人员占4.97%，以业务人员及售后服务人员为主；从学历构成看，本科及以上含14.58%、大专占47.85%、其他占37.57%；从年龄结构看，30岁及以下占58.65%、31~40岁占30.10%、41~50岁占

8.66%、50岁以上占2.59%。

综上所述，公司高管具备多年从业经历和丰富的管理经验，员工学历水平一般，员工结构符合汽车经销行业特点。目前的人才结构基本可以满足公司发展的需求。

5. 税收优惠

公司大量子公司位于中国西部地区，主营业务属于《西部地区鼓励类产业目录》中鼓励类产业项目，符合《国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》的规定，可减按15%税率缴纳企业所得税。2015年度，公司下属148家子公司获得各地主管机关批准，享受减按15%的税率缴纳企业所得税。

公司在新疆地区的部分子公司，经营范围符合《关于新疆困难地区新办企业所得税优惠政策的通知》中的相关规定，2015年度，公司下属4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》及其他相关法律法规，制订了《公司章程》、及各项制度，不断改善公司治理。

公司不设股东会，由股东广汇股份行使股东会职权。公司不设董事会，设执行董事1名，任期3年，由股东任免；执行董事任期届满，可以连任，对股东负责。公司不设监事会，设监事1人；监事任期每届3年，任期届满，可以连任。公司设总经理1名，由股东聘任或者解聘，总经理每届任期3年，届满可以连选连任，总经理对股东负责。

公司治理结构较为简单，基本能够满足公司经营发展的需要。

2. 管理水平

资金管理方面，公司实行资金统一管理，并在管理总部和区域公司设置资金管理中心，各区域建立资金池，实现区域资金集中管理。管理总部对各区域公司进行资金余额管理，并辅以资金日报表监控。现金收款方面，区域公司结算中心通过开设统一的银行母子账户将下属成员单位收到的营业款项每日进行自动归集上划至区域公司，对其它未纳入统一账户的资金于 1 个工作日内划入资金管理中心账户；现金付款方面，公司以资金预算为前提严格执行分级授权管理，在支付方式上采取“联动付款”，即资金中心收到支付申请后，通过系统从公司总户下拨资金到成员单位支出户；对外融资方面，由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，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。

项目投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》，适用于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。公司执行董事为对外投资的决策人，总经理为对外投资的领导人，财务总监为对外投资实施的主要负责人。投资发展部负责公司重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜的研究和评估，监督重大投资项目的执行进展，及时报告投资项目异常，并负责投资项目风险管理，定期提交公司项目管理风险分析报告。财务部通过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。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执行董事或总经理向公司汇报工作等进行了规定。公司于 2015 年引入 SAP 系统，应用于公司精细化管理，并向全国各区域进行试点和推广。

运营管理方面，公司运用 KPI（关键业绩指标）运营管理体系对各区域及成员单位进行集中管理：通过对新车进货、新车销售、客户管理的 KPI 数据收集，对销售流程进行管理，建立标准的销售、维修、增值各项业务流程、库存管理及订单流程、运营系统审批及修改流程、运营管理系统结构及详细的各项系统流程；对 4S 店的销售量、维修产值、增值服务进行数据统计，进而对未达标店提出改进措施，并进行持续的跟踪，最终完成年度 KPI 指标。运营管理体系的运用，促进了下属 4S 店运营能力的提高，有效地解决了

业务运营过程中的质量控制问题。

总体看，公司作为上市公司的重要经营主体之一，已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较完善，运作较规范；但考虑到公司近年多次并购，业务持续拓展，对公司管理水平提出了更高要求。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要包括整车销售、维修养护服务、佣金代理、汽车租赁 4 个板块，其中收入主要源于整车销售业务（近年的比重均在 88%以上），主业突出。

2013~2015 年，公司主营业务收入以年均 5.47% 的速度稳步提升，2015 年实现主营业务收入 933.43 亿元。从收入构成看，2015 年，整车销售、维修养护服务、佣金代理、汽车租赁实现收入分别占主营业务收入的为 88.49%、7.87%、1.64% 和 2.00%，近三年的复合增长率分别为 5.35%、-0.13%、22.56% 和 30.09%，整车销售和维修服务业务稳定性良好，佣金代理和汽车租赁业务增长较快。

毛利率方面，2013~2015 年，公司主营业务的综合毛利率分别为 8.19%、8.30% 和 9.01%，受益于高毛利率业务的快速增长，主

业盈利能力稳步提升。分板块看，整车销售毛利率分别为 4.11%、3.83% 和 4.21%，呈现波动增长态势，一方面汽车销售业务利润较薄，另一方面市场竞争激烈使得毛利率存在波动；维修服务业务毛利率稳中有增，2015 年为 33.03%；佣金代理和汽车租赁的毛利率保持在高水平，2015 年分别为 77.19% 和 71.18%，主要由于其业务开展是附加在整车销售的基础上展开的，成本较低（佣金代理服务的主要成本为人力成本，汽车租赁服务的主要成本为人力成本和资金成本）。

2016 年 1~9 月，受益于公司业务规模扩张以及 2015 年以来收购多个项目的效益释放，整车销售和维修服务收入均进一步攀升，前者毛利率较上年略有下降，后者毛利率保持稳定；佣金代理增长快速，前三季度收入已超过上年全年水平，主要源于保险和车贷佣金增长，毛利率小幅提升；汽车租赁收入同比略有下降，主要由于公司 2015 年下半年采用资产证券化方式以改善经营现金流，使得日均生息资产有所下降，但受益于发行股份募集资金投入融资租赁业务，该业务毛利率维持高位。在上述因素影响下，2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 812.28 亿元，占 2015 年全年实现收入的 87.02%；综合毛利率为 8.85%，相比 2015 年略有下降。

表 2 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	744.29	88.70	4.11	763.30	88.64	3.83	826.02	88.49	4.21	719.16	88.54	3.95
维修服务	73.61	8.77	31.29	70.23	8.15	32.07	73.42	7.87	33.03	63.68	7.84	33.41
佣金代理	10.19	1.21	67.15	11.18	1.29	74.38	15.31	1.64	77.19	16.74	2.06	79.47
汽车租赁	11.03	1.32	74.72	16.37	1.92	69.78	18.67	2.00	71.18	12.70	1.56	70.02
合计	839.13	100.00	8.19	861.07	100.00	8.30	933.43	100.00	9.01	812.28	100.00	8.85

资料来源：公司提供

业务区域分布方面，公司的业务开展主要依托于各地 4S 店，公司 4S 店主要布局在中西部经济欠发达地区，且分布相对分散。按照省份/直辖市划分，近三年，公司销售收入占比最高的省份为新疆（2015 年占比 11.80%），广西、

重庆、河南、河北和四川等省/直辖市的收入贡献也较高（2015 年占比分别为 9.01%、9.05%、7.76%、8.45% 和 9.70%）。其中，由于公司近年通过对行业内汽车经销商平台实施收购整合，内蒙古、甘肃、四川等地持续增长；受汽

车行业增速回落的影响，新疆、重庆、广西、陕西等地区收入有所波动。

表3 公司销售收入区域分布情况（单位：亿元、%）

地区	2013 年度		2014 年度		2015 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
新疆	117.19	13.97	108.72	12.63	110.14	11.80
广西	94.32	11.24	80.57	9.36	84.10	9.01
重庆	80.80	9.63	94.10	10.93	84.50	9.05
河南	72.85	8.68	74.93	8.70	72.40	7.76
河北	72.90	8.69	78.78	9.15	78.91	8.45
安徽	52.14	6.21	51.21	5.95	54.42	5.83
陕西	40.69	4.85	44.94	5.22	42.50	4.55
甘肃	54.90	6.54	52.06	6.05	58.80	6.30
内蒙古	21.91	2.61	20.46	2.38	53.67	5.75
四川	64.79	7.72	76.30	8.86	90.50	9.70
其他	166.64	19.86	179.01	20.79	203.49	21.80
合计	839.13	100.00	861.07	100.00	933.43	100.00

资料来源：公司提供

综上所述，随着业务规模的扩张和并购效益的释放，公司主营业务收入规模稳步攀升，主业盈利能力稳定，高附加值业务增长较快；但整车销售作为公司收入规模最大的板块，行业竞争的激烈性使得板块毛利率较低且存在波动。公司业务区域相对分散，在一定程度上分散了销售终端过度集中的风险，但也增加了管理难度。

2. 整车销售及维修

公司整车销售业务主要为乘用车销售，并有少量的商用车、汽车配套装饰装潢的销售业务；维修养护业务主要为车辆维修、车辆养护、零部件销售等。近三年，公司整车销售收入以年均 5.35% 的速度稳步增长，维修服务收入变动不大，2015 年分别为 826.02 亿元和 73.42 亿元；毛利率均有小幅提升，2015 年分别为 4.21% 和 33.03%。

经营规模：公司在中国汽车流通协会发布的“2015 中国汽车经销商百强排行榜”中位居第一，规模优势明显。2013~2015 年，公司实现整车销售数量分别为 54.63 万辆、57.20 万辆和 63.26 万辆，销量持续提升，2016 年 1~9 月

销售 55.69 万辆，达 2015 年全年销量的 88%；2015 年入场维修台次 558 万次，同比增长 4.86%，2016 年 1~9 月接受入厂维修服务 550 万台次（同比增长 7.42%）。截至 2016 年 9 月底，公司共经营 611 家营业网点（包括 570 家 4S 店），其中高端品牌 4S 店 106 家、中高端品牌 429 家，以中高端及以上品牌门店为主，覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市；目前经销品牌包括奔驰、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 余个，中高端品牌汽车在公司整车销量中占比较高。

4S 店建设：公司通过对非同一控制企业的收购和自身新建以增加 4S 店数量，2013~2015 年，公司收购 4S 店数量分别为 23 家、1 家和 77 家；2014 年受制于筹备上市，公司减缓了网点扩张速度；2015 年在“中西部、中高端”的基础上并购奥捷、枣庄项目、贵州华通、江西运通等项目以加速布局北方、西北等地高端品牌市场，2016 年完成对大连尊荣等汽车经销集团的收购，以期强化品牌覆盖和地域布局。截至 2016 年 9 月底，公司共有 4S 门店 570 家，以自有物业为主（按面积）；由于一线城市土地紧张，公司门店多采用租赁方式（租期主要分为 10 年、20 年和 30 年），非一线城市由于公司拿地较早、地价相对优惠，门店主要为自有物业。截至 2016 年 9 月底，公司尚有约 6600 亩储备土地待开发，主要集中于西北、华北、陕西、北区、华中等区域。

表 4 近年公司 4S 店数量变化情况（单位：家）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
收购 4S 店	23	1	77	71
新建 4S 店	14	12	13	1
关闭 4S 店	25	8	2	0
年末保有量	405	410	498	570

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 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。根据母公司广汇股份于 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。据统计，截至 2016 年 9 月底，公司使用的瑕疵土地合计宗地面积 51.14 万平方米

（占使用的土地使用权总面积 11.90%），使用的瑕疵房屋合计建筑面积为 174.72 万平方米（占使用的房屋总面积 61.09%）。针对上述情况中涉及的部分物业，广汇股份股东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5 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	承诺时间及期限
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
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 12 月

资料来源：2016年第三季度报告

产品结构：公司经销品牌以中高端为主，中端品牌以别克、北京现代、上海大众、一汽大众、雪佛兰和东风日产为主，2015 年销量占比分别为 15.05%、9.95%、8.19%、8.57%、6.89% 和 7.98%，另有长安福特、东风本田、一汽丰田和广汽丰田等品牌；高端品牌以一汽奥迪、沃尔沃、奔驰和凯迪拉克为主，2015 年销量占比分别为 4.21%、0.85%、1.07%和 0.49%。

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，很难通过供销价差获利，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，由各家 4S 店依据整车厂商公布的指导价采购新车，具体执行时，4S 店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，厂家统一配送，主要采用预付货款模式（大型整车厂商很少允许赊销，赊销期不超过 60 天，但会根据经销商库存情况给予一定贴息），可通过现金、票据或厂商金融等方式支付（以银行承兑汇票结算为主，2015 年以来票据结算比重有所下降）；4S 店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，另有部分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。公司的供应商主要包括上海大众、上海通用、北京现代、东风日产、一汽奥迪、一汽大众、一汽丰田、一汽马自达、广州本田、广州丰田和长安福特等，主要集中于上海通用、一汽大众和北京现代等规模较大的供应商。2015 年，公司前五大供应商采购占比为 52.33%，采购较为集中。

表 6 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
2013 年	63.03	13.80	23.17
2014 年	77.59	14.05	8.36
2015 年	57.49	13.83	28.67
2016 年 1~9 月	56.27	19.27	24.46

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。

综上所述，公司通过对非同一控制企业的收购和自身新建以实现业务扩张，销量稳步提升，以中高端品牌为主，区域布局较广，行业地位显著，但存在一定管理难度。上游整车厂商在采购环节具备主导话语权，且汽车经销市场竞争激烈，整车销售盈利空间相对较薄，维修服务盈利良好，对主业获利形成支撑。

3. 佣金代理业务

公司的佣金代理服务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务、二手车交易代理服务，其中融资代理服务和保险代理服务是主要的收入和利润来源。

融资代理业务是指公司通过自身销售平台为购买新车和二手车的客户提供相关汽车金融公司和商业银行的融资产品代办服务，代办服务完成后向汽车金融公司和商业银行收取佣金，佣金比例视不同车型、融资办理的期限、融资费率的不同有所区别。

保险代理业务是指公司通过区域门店为客户提供汽车保险业务的咨询、出单及其他服务，同时向保险公司收取佣金，合作保险公司包括

中国人民财产保险股份有限公司及中国平安保险（集团）股份有限公司。延保代理服务是指公司在部分区域与专业的第三方延保供应商合作（自 2012 年 8 月起），为客户提供超过原厂保修期限的汽车保修服务，同时向延保供应商收取佣金。

二手车交易代理是指公司通过 4S 店营销网络，以委托代理业务模式在部分区域陆续开展该业务，一般按照二手车购买价的 5%收取佣金；客户购买的二手车可以享受在公司门店半年或一万公里质保。2014 年 8 月，公司与阿里巴巴集团签署战略合作协议，共同打造二手车 O2O 交易平台，目前该平台日均车辆交易数约 20 台。2015 年 1 月，公司成为中国汽车流通协会二手车行认证授权的首批签约单位，享有国家级二手车评估检测标准评定权。2013~2015 年，公司完成二手车代理台次分别为 3.36 万辆、3.51 万辆和 4.56 万辆；2016 年 1~9 月完成 5.37 万辆，同比增长 70.48%。

2013~2015 年，依赖于庞大的客户基础，公司佣金代理收入以年均 22.56%的速度增长，2015 年为 15.31 亿元；同期的毛利率分别为 67.15%、74.38%和 77.19%，盈利能力很强，主要由于其业务开展是附加在整车销售的基础上，成本较低（佣金代理服务的主要成本为人工成本）。2016 年 1~9 月，公司佣金代理业务在车险和车贷业务的拉动下，共实现收入 16.74 亿元，达 2015 年全年水平的 1.09 倍，毛利率 79.47%。

4. 汽车租赁业务

公司汽车租赁业务主要从事乘用车融资租赁，另有少量经营性租赁，主要由新疆广汇租赁服务有限公司（下称“广汇租赁”）和汇通租赁负责经营（汇通租赁持有广汇租赁 100%股权），收入主要源于租赁利息收入。截至 2016 年 9 月底，汇通租赁和广汇租赁的注册资本分别为 21.60 亿元和 13.00 亿元；2013 年以来，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 2015 年底，逾期超过 30 天的融资租赁账户数量占总量的 1.10%，逾期超过 90 天的比重是 0.73%。

截至 2015 年底，公司已为超 36 万客户提供了超 320 亿元的购车融资租赁服务，并为超 8 万客户提供了二手车融资租赁服务，业务覆盖全国 30 个省、自治区和直辖市。

2013~2015 年，公司乘用车融资租赁发生台次分别为 9.07 万辆、10.76 万辆和 11.31 万辆。2013 年以来，公司汽车融资租赁总台次及生息资产余额情况如下表。

表 7 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
融资租赁总台次	90709	107558	113110	111321
期末生息资产余额	95.23	115.00	104.93	106.85

资料来源: 公司提供

2013~2015 年，公司汽车租赁收入以年均 30.09% 的速度快速提升，但基于回款风险控制的考虑，2015 年以来放缓了扩张速度，2015 年实现收入 18.67 亿元；同期的毛利率分别为 74.72%、69.78% 和 71.18%，盈利能力很强。2016 年 1~9 月，公司汽车租赁业务收入和毛利率分别为 12.70 亿元和 70.02%。

由于开展租赁业务需要一次性向汽车生产商支付采购款，后按租赁期分批回笼资金，使得公司在汽车租赁业务快速增长阶段的资金投入量很大，租赁业务现金收支的差额较大，预计至 2017 年公司需要新增融资租赁投放金额合计在 130 亿元左右，资金需求很大。母公司广汇股份 2016 年公告的非公开定向增发募集

资金不超过 80 亿元的事项目前已获中国证监会核准（正等待中国证监会核准发行的正式文件），其中 56 亿元将用于发展租赁业务，资金的到位有望缓解业务发展的资金压力。

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；但随着融资租赁业务的进一步拓展，公司资金投入压力和风险控制难度均加大。

5. 经营效率

随着公司并购的完成，资产规模快速增长，增速超过收入规模增速，使得近年来相应周转指标有所下降，但仍处于较高水平；2013~2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数的平均值分别 69.40 次、6.64 次和 1.45 次，2015 年分别为 64.59 次、6.38 次和 1.37 次，公司经营效率较好。

6. 未来发展

公司在建工程包括网点工程、汽车城及汽车工业园建设工程、综合楼及办公楼工程以及装修工程。截至 2016 年 9 月末，公司在建工程中网点工程和汽车城的投资规模所占比重较大。

网点建设工程：主要是对目前现有的经销网点进行改建、迁建和新建，目前在建的工程主要包括：北区改建 5 家，华北区新建 2 家 4S 店、改建 7 家 4S 店，广西区新建 1 家二手车展厅，华中区新建 1 家 4S 店、改建 1 栋综合楼，新疆区域新建 1 家 4s 店、改建 1 家 4S 店，江西区域改建 1 家 4S 店，贵州区域迁建 3 家 4S 店、改建 1 家 4S 店，四川区域新建 1 家 4S 店、1 家平行进口车店、1 家二手车展厅和 1 家综合品牌店，甘肃区域新建 2 家 4S 店、改建 4 家 4S 店。公司目前的新建 4S 店均已获厂商授权。

汽车城项目：乌鲁木齐汽车城项目位于乌鲁木齐米东区高新技术工业园区，总投资预算为 23.57 亿元，项目资金来源为自有资金和广

汇集团借款，其中项目借款金额为 1.50 亿元，为国家开发银行发放的项目贷款，贷款到期日为 2020 年。该项目规划建设门店 53 个，已建成投运 25 个。截至 2016 年 9 月已累计投入 23.8 亿元（已部分转固），投资进度为 100%。

截至 2016 年 9 月末，公司在建项目预计总投资 23.60 亿元，已投资 10.18 亿元，尚需投资 13.42 亿元。2017 年和 2018 年，公司计划用于收购的资金支出为 20 亿元至 30 亿元之间，2017~2018 年用于新建投资的资金支出为 6 亿元至 10 亿元之间，未来资金支出规模较大。

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

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年审计报告经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留的审计结论。公司 2016 年 1~9 月财务数据未经审计。

公司 2013 年纳入合并报表范围的主要子公司共有 133 家，2014 年合并报表范围增加 8 家主要子公司同时减少 5 家主要子公司，2015 年公司新增加 15 家主要子公司，同时减少 5 家主要子公司，2016 年 1~9 月合并报表范围增加 3 家主要子公司，同时未有减少主要子公司。公司合并报表范围变动主要由于收购其他汽车销售企业导致，资产规模发生相应扩张，但相比原先业务规模，收购企业业务规模相对不大，财务数据仍具备一定可比性。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 755.25 亿元，所有者权益合计 216.34 亿元（含少数股

东权益 9.19 亿元）；2015 年公司实现营业收入 937.00 亿元，利润总额 27.34 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 848.01 亿元，所有者权益合计 238.56 亿元（含少数股东权益 9.60 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 815.32 亿元，利润总额 28.44 亿元。

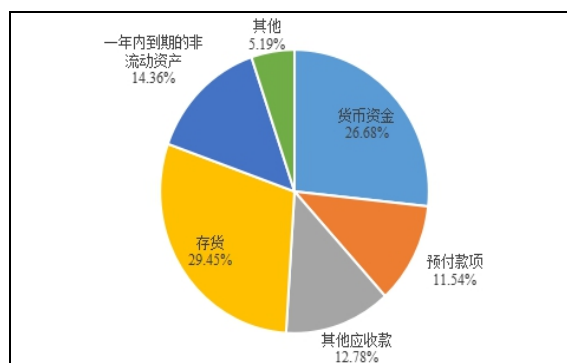
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额快速增长，年复合增长 16.22%，截至 2015 年底，公司资产总额 755.25 亿元，同比增长 22.83%。截至 2015 年底，公司流动资产占比 62.69%，非流动资产占比 37.31%，资产结构中流动资产占比高，符合汽车流通行业特点。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年复合增长 19.89%。截至 2015 年底，公司流动资产 473.51 亿元，同比增长 27.66%，以货币资金（占 26.68%）、预付账款（占 11.54%）、其他应收款（占 12.78%）、存货（占 29.45%）和一年内到期的非流动资产（占 14.36%）为主。

图 1 2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金有所增长，年复合增长率为 6.33%。截至 2015 年底，公司货币资金 126.32 亿元，同比增长 7.93%。货币资金主要由银行存款（占 30.32%）和存放在金融机构的各类保证金（占 69.58%）组成。截至 2015 年底，公司受限资金为 87.90 亿元，受限比重较高，其中包括质押给银行用于开立银行

承兑汇票的票据保证金 79.48 亿元（公司与厂家货款结算主要采取银行承兑汇票的方式）以及为母公司广汇股份收购宝信汽车申请港币借款的保证金 5.00 亿元。

2013~2015 年，公司预付账款波动增长，年均复合增长 28.20%。截至 2015 年底，公司预付账款 54.64 亿元，同比大幅增长 48.58%，主要为公司向整车厂商及零配件供应商支付的预付货款，增长较快是源于业务扩张带来的采购增长。从账龄上看，预付账款账龄在 1 年以内的占 99.75%，整体账龄较短。

公司其他应收款主要由各类保证金及关联方往来款等构成。2013~2015 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 162.98%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 60.53 亿元，同比增长 644.45%，主要系应收关联方款项大幅增长所致。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 60.82 亿元，主要为应收关联方款项 47.69 亿元（以应收母公司广汇股份款为主，用于开具其收购宝信汽车所需的融资保函），另有部分应收生产厂家保证金（4.40 亿元）和应收被收购单位原股东及其关联方款项（4.02 亿元）；账龄方面，1 年以内的占 95.60%，账龄较短；累计计提坏账准备 0.29 亿元。

2013~2015 年，公司存货不断增长，年均增长率为 12.20%。截至 2015 年底，公司存货 139.44 亿元，同比增长 9.51%，主要为库存商品（占 85.46%）；公司累计计提跌价准备 0.95 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。

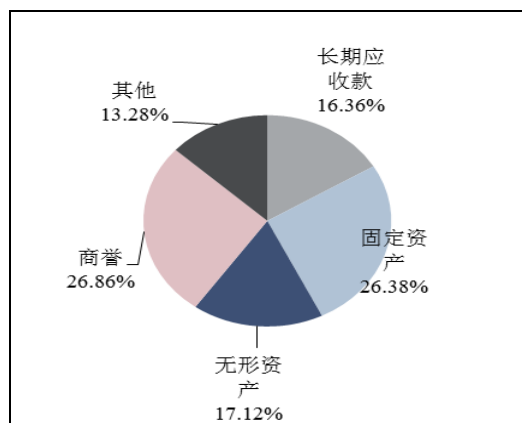
2013~2015 年，公司一年内到期的非流动资产快速增长，年均复合增长 20.10%，截至 2015 年底为 68.02 亿元，同比增长 10.67%，主要系一年内到期的融资租赁业务所产生的应收融资租赁款项等。截至 2015 年底，公司长期应收款（含一年内到期部分）中，包含应收融资租赁款总额 126.30 亿元（含未确认融资收益 19.67 亿元）和其他长期应收款总额 10.11 亿元（含未确认融资收益 1.48 亿元），累计计提坏

账准备共计 1.15 亿元，账面净额为 114.11 亿元；其中，一年内到期的应收融资租赁款和其他长期应收款的总额分别为 77.75 亿元和 5.15 亿元，剔除未确认融资收益（合计 14.03 亿元）和计提坏账准备（合计 0.85 亿元）后的净额 68.02 亿元计入“一年内到期的非流动资产”科目；余下净额 46.10 亿元计入“长期应收款”科目。截至 2015 年底，公司有账面价值为 24.36 亿元的长期应收融资租赁款（包括一年内到期部分）作为 21.37 亿元长期借款的质押物。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产持续增长，年复合增长 10.92%。截至 2015 年底，公司非流动资产 281.75 亿元，以长期应收款（占 16.36%）、固定资产（占 26.38%）、无形资产（占 17.12%）和商誉（占 26.86%）为主。

图 2 2015 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期应收款有所波动，三年分别为 50.50 亿元、57.51 亿元和 46.10 亿元，该款项主要计量非一年内到期的融资租赁业务款为主的长期应收款项；2015 年公司为降低回款风险，降低了车辆的融资金额，使得长期应收款同比下降 19.84%。2014 年以来，公司将部分融资租赁长期应收款以资产证券化方式取得长期借款（见上文对一年内到期的非流动资产的分析），以满足资金需求。

2013~2015 年，公司固定资产年均复合增长 11.44%。截至 2015 年底，公司固定资产账面余额 74.32 亿元，同比增长 20.22%，构成主

要为房屋及建筑物、运输工具等资产；其中房屋及建筑物占 79.04%（公司在二三线城市建 4S 店主要以拿地自建为主），运输工具占 15.27%；公司累计计提折旧 26.70 亿元，计提减值准备 0.68 亿元。截至 2015 年底，公司将账面价值 4.43 亿元的房屋建筑物及账面价值 0.58 亿元的土地使用权用于抵押；公司尚有账面价值 17.55 亿元房产尚未办妥土地使用权证及房产证。

2013~2015 年，公司无形资产年均增长 4.62%。截至 2015 年底，公司无形资产 48.24 亿元，同比增长 17.93%，主要为土地使用权（占 55.02%）和特许经营权（占 43.18%）。截至 2015 年底，公司将账面价值 1.22 亿元的土地使用权及账面价值 1.15 亿元的房屋建筑物用于抵押。

2013~2015 年，公司商誉快速增长，年均复合增长 15.98%。截至 2015 年底，公司商誉共计 75.68 亿元，同比增长 33.77%，主要由于收购规模较大、溢价较多导致，溢价收购主要集中于西北、华北、北方和四川区域。公司每年通过对比各 4S 店的预计可收回金额和账面价值进行减值测试，截至 2015 年底，公司累计计提减值准备 0.29 亿元（主要针对华北区域的收购项目）。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 848.01 亿元，较 2015 年底增长 12.28%；其中流动资产占比 54.76%，非流动资产占比 45.24%，流动资产比重较上年末下降 7.93 个百分点。其中，货币资金和其他应收款较上年末分别下降 4.96%和 33.50%至 120.05 亿元（使用受限部分为 72.41 亿元）和 40.25 亿元，其他应收款一定程度回落主要由于关联方往来的减少；经营规模扩大带来采购增长，存货和预付款项较上年末分别增长 1.69%和 35.14%至 141.79 亿元和 73.84 亿元；长期股权投资较上年末大幅增长至 50.11 亿元，主要由公司对上海汇通汽车销售有限公司（下称“上海汇通”）增资 45.65 亿元（实现重大影响，并未达到控制）及子公司汇通租赁对陕西长银消费金融有限公司投资 9000 万元构成；由于规模扩张、收购项目

并表以及经销商特许经营权评估增值，固定资产、无形资产和商誉均有不同程度增长。

总体看，公司通过收购不断扩张资产规模，经营效率较好，货币资金和存货占比高，符合汽车流通行业特征；同时，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，近年持续收购使得商誉增长较快，在当前行业增速波动的情况下，商誉存在一定减值风险。整体看，公司资产质量尚可，资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 19.84%。截至 2015 年底，公司所有者权益 216.34 亿元，同比增长 35.12%，主要来自实收资本和未分配利润的增长；归属于母公司权益中，股本占 48.27%，资本公积占 16.20%，盈余公积占 1.33%，未分配利润占 34.20%。

截至 2015 年底，公司实收资本 100.00 亿元，同比增长 135.29%，主要由于母公司广汇股份于 2015 年 6 月以现金形式向公司增资 57.50 亿元。

截至 2015 年底，公司资本公积 33.55 亿元，同比下降 29.43%。公司 2015 年支付对价 22.25 亿元，收购账面价值 8.26 亿元的少数股东权益，使得当期股本溢价降低 13.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益 238.56 亿元，较 2015 年底增长 10.27%，主要来自未分配利润的增长。整体看，公司所有者权益稳定性一般。

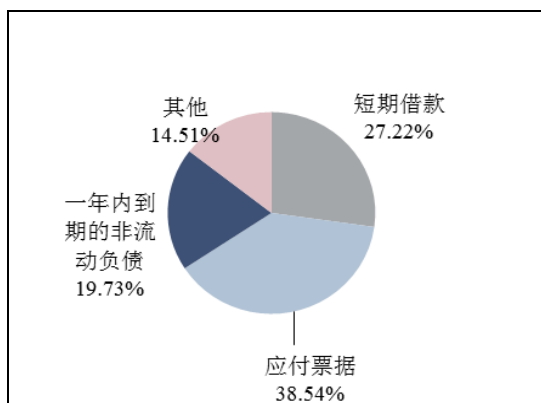
负债

2013~2015 年，公司负债不断增长，年均复合增长 14.85%。截至 2015 年底，公司负债合计 538.91 亿元，其中流动负债占 90.01%，非流动负债占 9.99%。

2013~2015 年，公司流动负债年均大幅增长 20.64%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 485.10 亿元，主要以短期借款（占 27.22%）、

应付票据（占 38.54%）、一年内到期的非流动负债（占 19.73%）为主。

图3 2015年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动增长，年均增长率为 10.69%。截至 2015 年底，公司短期借款 132.04 亿元，同比增长 29.09%，主要系公司于 2015 年发行了合计金额 40.00 亿元的 4 期超短期融资券和金额为 7.50 亿元非公开发行一年期债券。

2013~2015 年，公司应付票据快速增长，年均复合变动 16.12%。截至 2015 年底，公司应付票据 186.94 亿元，同比增长主要系公司以银行承兑汇票方式与厂商进行货款结算，随着公司销售的增长而增长。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债年均大幅增长 76.22%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 95.70 亿元，同比上升 47.49%，系公司将较多一年内到期的应付债券重分类至本科目所致；截至 2015 年底，主要由一年内到期的长期借款（53.33 亿元）、一年内到期的应付债券（41.50 亿元）和一年内到期的融资租赁业务押金（0.88 亿元）组成。

2013~2015 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 15.44%。波动主要来自长期借款和应付债券。截至 2015 年底，公司非流动负债 53.82 亿元，同比大幅下降 34.59%。从构成看，公司非流动负债主要由长期借款（占 39.32%）和应付债券（占 33.45%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款波动下降，

年均复合下降 11.07%。截至 2015 年底，公司长期借款为 21.16 亿元，同比大幅下降 35.14%，主要系公司较多长期借款重分类至一年内到期的流动负债和新增长期借款减少所致。

2013~2015 年，公司应付债券持续下降，年均下降 34.53%。截至 2015 年底，公司应付债券 18.00 亿元，主要系公司近年来发行的中期票据。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 609.45 亿元，较 2015 年底增长 13.09%；其中短期借款上升 39.23%至 183.85 亿元；其他应付款增长 81.35%至 52.76 亿元，主要由于应付股权收购款（收购宝信汽车）的增加以及收购项目的并表；长期借款和应付债券也分别增至 39.26 亿元和 61.00 亿元。

有息债务方面，2013~2015 年，公司债务规模持续扩大，年均增幅 14.53%。截至 2015 年底，公司全部债务 453.85 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 91.37%和 8.63%，短期债务比重高；截至 2016 年 9 月底，公司全部债务合计 497.67 亿元，较 2015 年底增长 9.65%，长期债务比重上升 11.52 个百分点至 20.15%。

债务指标方面，随着 2015 年业务快速扩张，公司债务规模持续增长，但受益于当年股东增资，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同比均有所回落，分别为 71.36%、67.72%和 15.33%，分别较上年减少 4.45 个百分点、3.63 个百分点和 16.32 个百分点。截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率基本与上年末持平，长期债务资本化比率增至 29.59%。

总体看，公司债务规模大，债务结构有待改善，有息债务负担重。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入不断增长，年均复合增长 5.58%，2015 年为 937.00 亿元，同比增长 8.50%；营业成本增速略低于营业收入，同比增长 7.58%至 850.54 亿元，使得公司

营业利润率有所提升，2015 年公司营业利润率较上年上升 0.74 个百分点至 8.92%。

近三年公司期间费用不断增长，截至 2015 年底，公司期间费用总额为 54.07 亿元，年均增长率为 9.10%。其中，公司销售费用 24.87 亿元，同比增长 10.01%，主要是职工薪酬及劳务费的增长所致；财务费用 13.74 亿元，同比增长 27.43%，主要来自公司利息支出的增加。2015 年公司期间费用占营业收入比重为 5.77%，较上年增加 0.21 个百分点，期间费用占营业收入的比重不高。

2013~2015 年，公司营业外收入波动增长，2015 年，公司营业外收入为 2.51 亿元，同比下降 13.46%，构成主要为各地政府补助和处置非流动资产利得，其中收到的政府补助 1.84 亿元。2015 年公司营业外收入总额占利润总额比重为 9.31%，较上年降低 0.03 个百分点，对公司利润水平贡献小。近三年，公司投资收益分别为 1.65 亿元、1.44 亿元和 0.35 亿元，规模较小、逐年下降，2013~2014 年主要为处置长期股权投资产生的收益，2015 年投资收益明显下降主要由于未获得处置收益。整体看，非经营性损益对公司利润水平影响小。

2013~2015 年，公司利润总额波动增长，分别为 23.25 亿元、22.95 亿元和 27.34 亿元。从盈利指标来看，总资本收益率和净资产收益率均呈现波动下降，2015 年两项指标分别为 5.06%和 9.95%，公司整体盈利能力较强。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 815.32 亿元，占 2015 年全年的 87.01%，同比增长 24.10%；营业利润率为 8.85%，较上年略有下降。2016 年 1~9 月，公司期间费用占营业收入的比重为 5.28%，较 2015 年下降 0.49 个百分点。同期，公司实现利润总额 28.44 亿元，同比增长 63.55%，为 2015 年全年水平的 104.04%。

综上所述，公司营业收入规模大且不断扩张，主业盈利能力稳中有升，利润水平较高。

5. 现金流分析

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营活动现金流入不断增长，年均增长 12.20%。2015 年公司经营活动现金流入 1169.37 亿元，同比增长 11.62%，其中销售商品、提供劳务收到的现金流入 1140.84 亿元，同比增长 11.18%。收到其他与经营活动有关的现金同比增长 33.21%至 28.48 亿元，主要为企业间往来款。公司经营活动现金流出 1113.91 亿元，同比增长 7.63%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金流出 1021.68 亿元，同比增长 6.97%；支付其他与经营活动有关的现金同比增长 21.78%至 39.94 亿元，主要为支付给厂商的保证金等。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 55.45 亿元。从收入实现质量来看，2013~2015 年，公司现金收入比分别为 108.26%、118.82%和 121.75%，公司收入实现质量好。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均增长 133.97%。2015 年投资活动现金流入 144.28 亿元，以收回投资收到的现金（近年持续增长主要由于多次赎回保本型理财产品及开票保证金增加所致）、收到其他与投资活动有关的现金（主要系收回建店保证金）为主；公司投资活动现金流出量快速增长，年均增长 89.42%，主要由于持续收购 4S 店等对外投资支出较大。2015 年投资活动现金流出 228.67 亿元，以投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（预付股权款）为主。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-37.38 亿元、-31.82 亿元和 -84.40 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-38.04 亿元、-19.18 亿元和-28.94 亿元，公司经营活动现金流不能覆盖公司投资活动，公司对外筹资压力较大。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长率为 8.15%，2015 年为 285.53 亿元，主要为取得借款和吸收投资收到的现金（2013 年和 2015 年

吸收投资收到的现金分别为 31.40 亿元和 57.55 亿元)。受偿还债务影响,公司筹资活动现金流出快速增加,年均复合增长 16.93%,2015 年为 265.22 亿元。近三年,公司筹资活动现金流量净额分别为 50.16 亿元、9.68 亿元和 20.31 亿元。

2016 年 1~9 月,公司经营活动现金流入 997.18 亿元,其中销售商品、提供劳务收到的现金 981.21 亿元,现金收入比为 120.35%,经营活动净现金流为-20.20 亿元,相比上年同期的-12.36 亿元,净流出规模有所上升;当期公司收到其他与投资活动有关的现金 72.80 亿元,主要为收回被收购单位原股东及关联单位款项;公司投资活动净现金流为-12.25 亿元,相比上年同期的-39.33 亿元,资金支出缺口明显收窄;公司筹资活动净现金流为 53.74 亿元。

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

6. 偿债能力

从短期偿债指标看,2013~2015 年,公司流动比率与速动比率基本保持稳定,截至 2015 年底,上述两指标分别为 97.61%和 68.87%。受经营性现金流净额大幅扩张驱动,近三年公司经营现金流动负债比有所上升,三年分别为-0.20%、3.39%和 11.43%。截至 2016 年 9 月底,公司流动比率和速动比率分别为 94.06%、65.35%,较去年底略有下降。公司短期债务规模大,货币资金受限比重偏高,存货占比高,短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看,2013~2015 年,随着利润水平的攀升,公司 EBITDA 以年均 11.24%的速度逐年增长,2015 年为 48.57 亿元。近三年,公司全部债务/EBITDA 指标波动上升,EBITDA 利息倍数指标有所下降,2015 年上述两指标分别为 9.34 倍和 3.89 倍。公司利润规模较大,长期偿债能力一般。

截至 2016 年 9 月底,公司对外担保合计 3.06 亿元,包括为客户提供购车分期付款担保 2.76 亿元,为河南新希望汽车销售服务有限公司向上汽通用汽车金融有限责任公司办理的贷款提供 0.30 亿元的担保(该项担保截止日为 2016 年 11 月 14 日,目前已解除担保)。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 2016 年 9 月底,公司共获得各家金融机构授信总额度 653.49 亿元,尚未使用额度 308.05 亿元,间接融资渠道畅通。母公司广汇股份为上交所上市企业,公司做为广汇股份重要的经营主体,2015 年获得母公司 2 次增资,资金支持力度较大。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:G10450303112810414),截至 2017 年 1 月 5 日,公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

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,销售网络和品牌优势明显,售后服务增值业务盈利能力强,近年来资产、收入规模以及利润水平持续上升。2015 年 6 月,母公司广汇股份完成借壳上市并募集配套资金,公司作为广汇股份核心子公司获得资金支持力度较大,公司自身间接融资渠道通畅。基于对公司整体经营及财务风险的分析,联合资信认为,公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度 7.50 亿元,占 2016 年 9 月底公司全部债务和长期债务的 1.51%和 7.48%,对其现有债务水平影响不大。

截至 2016 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 71.87%、67.60% 和 29.59%，以公司 2016 年 9 月底报表财务数据为基础，考虑到公司于 2016 年 10 月 21 日发行的 7.50 亿元中期票据“16 广汇汽车 MTN001”以及 2016 年 10 月 12 日发行的 5.00 亿元短期融资券“16 广汇汽车 CP004”，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别升至 72.52%、68.45% 和 32.58%，公司债务负担趋重。考虑到本期中期票据募集资金将用于公司及下属子公司归还银行借款，本期中期票据发行并使用后公司实际债务指标将小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期拟发行中期票据额度的 122.13 倍、139.68 倍和 155.92 倍；近三年的经营活动产生现金流量净额分别为本期拟发行中期票据额度的 -0.09 倍、5.29 倍和 6.48 倍。近三年，公司 EBITDA 分别为 39.25 亿元、39.67 亿元和 48.57 亿元，分别为本期中期票据的 5.23 倍、5.29 倍和 6.48 倍。

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

十一、结论

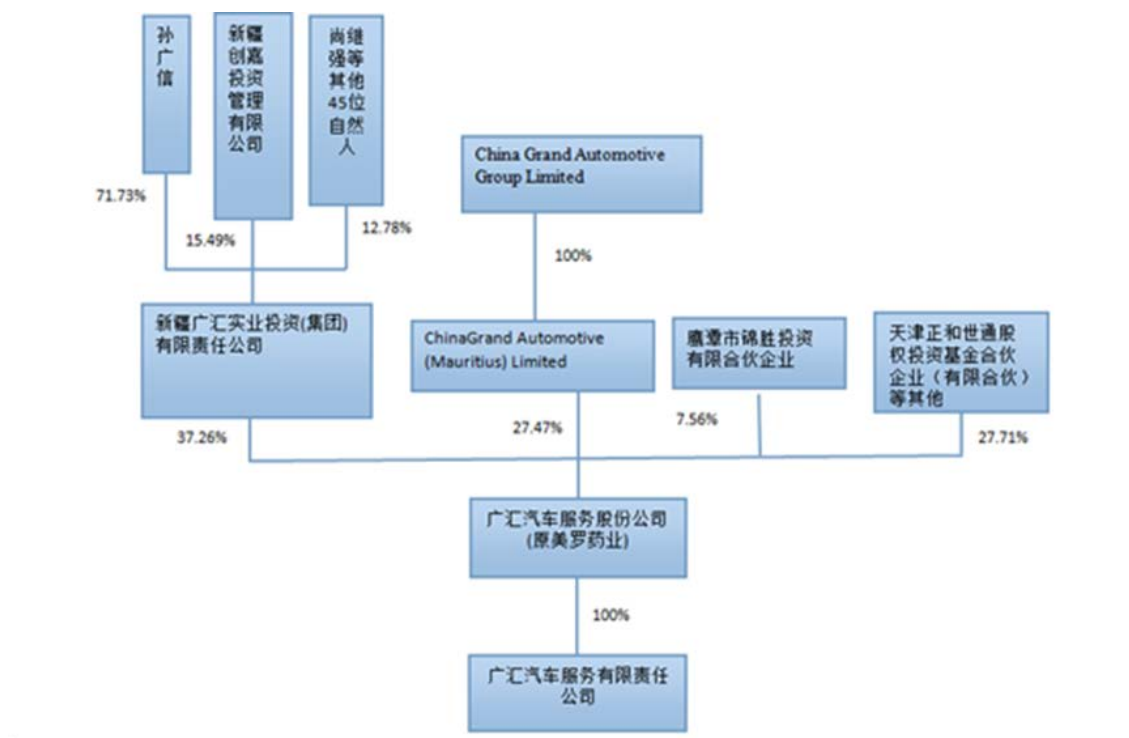
公司作为全国最大的乘用车经销与综合服务集团，网络规模和品牌优势明显，售后增值业务盈利能力强，近年通过新建和收购方式扩展网点布局，资产、收入持续增长，主业盈利稳定，整体经营效率较好。2015 年 6 月，母公司广汇股份完成借壳上市并募集配套资金，公司作为其核心子公司获得资金支持力度大。联合资信也关注到，公司近年来持续收购带来较大管控难度、大额商誉减值风险和不断增长的债务负担，货币资金受限比重高，存货规模较

大；若未来仍保持一定网点扩张速度，筹资压力和短期偿付压力将趋重。

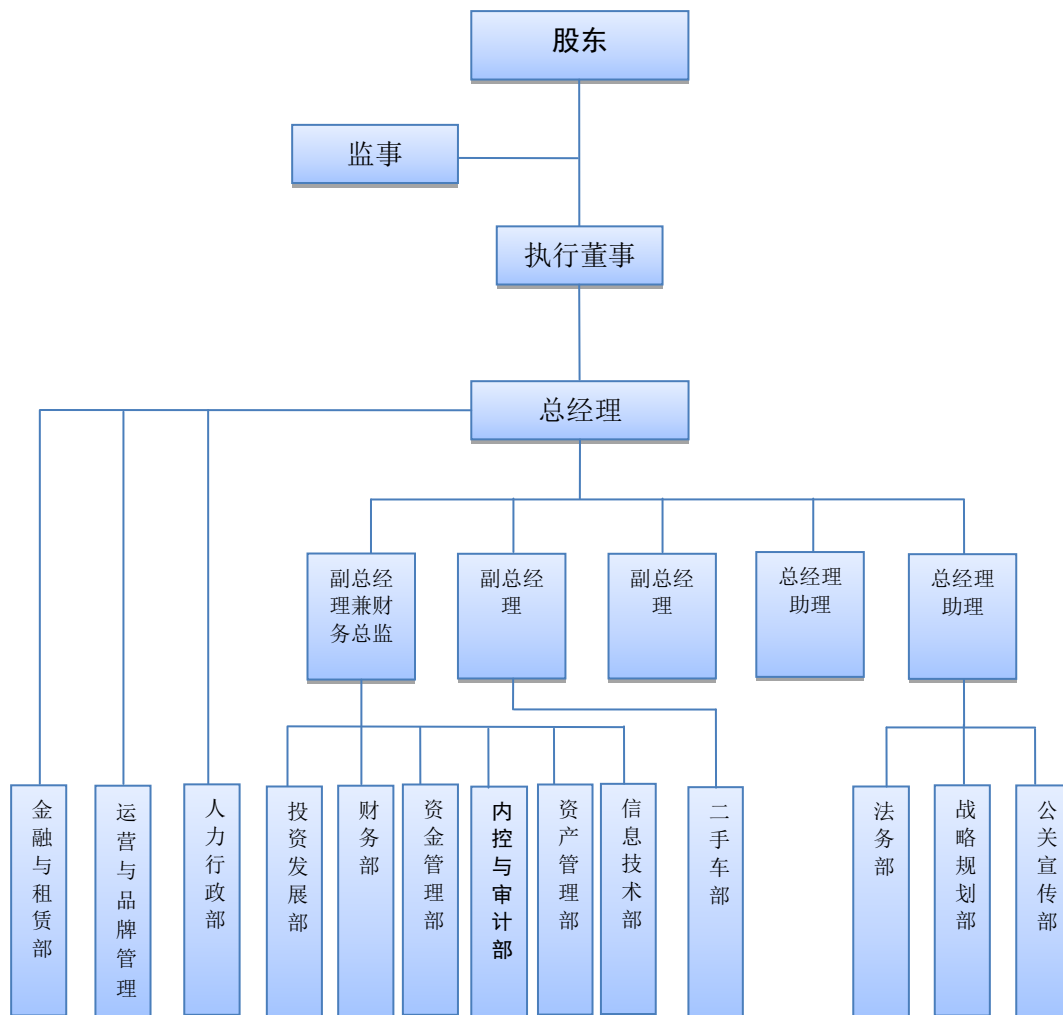
近年来，汽车市场增速趋缓，经销行业竞争激烈，高端品牌出现价格下沉，公司收购形成的大额商誉存在减值风险，融资租赁的进一步拓展相应增加了风险控制难度和回款风险。考虑到公司销售网络多布局于保有量偏低的中西部地区，未来增长潜力较大。

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

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	111.78	117.88	126.41	120.06
资产总额(亿元)	558.42	614.90	755.25	848.01
所有者权益(亿元)	150.63	160.11	216.34	238.56
短期债务(亿元)	277.25	324.74	414.69	397.41
长期债务(亿元)	68.76	74.12	39.16	100.26
全部债务(亿元)	346.01	398.87	453.85	497.67
营业收入(亿元)	840.64	863.57	937.00	815.32
利润总额(亿元)	23.25	22.95	27.34	28.44
EBITDA(亿元)	39.25	39.67	48.57	--
经营性净现金流(亿元)	-0.66	12.64	55.45	-20.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	79.66	70.59	64.59	-
存货周转次数(次)	7.28	6.64	6.38	-
总资产周转次数(次)	1.65	1.47	1.37	-
现金收入比(%)	108.26	118.82	121.75	120.35
营业利润率(%)	7.99	8.18	8.92	8.85
总资本收益率(%)	5.64	4.86	5.06	--
净资产收益率(%)	12.99	11.21	9.95	--
长期债务资本化比率(%)	31.34	31.65	15.33	29.59
全部债务资本化比率(%)	69.67	71.36	67.72	67.60
资产负债率(%)	73.06	73.96	71.36	71.87
流动比率(%)	99.07	99.57	97.61	94.06
速动比率(%)	65.84	65.39	68.87	65.35
经营现金流动负债比(%)	-0.20	3.39	11.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.57	4.08	3.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.82	10.06	9.34	--

注：2016 年 1~9 月财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

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 广汇汽车服务有限责任公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广汇汽车服务有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广汇汽车服务有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件广汇汽车服务有限责任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有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现广汇汽车服务有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如广汇汽车服务有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广汇汽车服务有限责任公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一七年一月十六日

