信用等级公告

联合[2018] 1527 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广汇汽车服务有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“17 广汇汽车 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广汇汽车服务有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用：

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 广汇汽车 MTN001	7.5 亿元	2020/3/14	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 5 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.51	49.97	146.65	52.89
资产总额(亿元)	755.25	877.37	1069.65	992.98
所有者权益(亿元)	216.34	226.42	307.25	319.88
短期债务(亿元)	414.69	407.86	453.64	380.20
长期债务(亿元)	39.16	115.82	152.24	126.37
全部债务(亿元)	453.85	523.69	605.88	506.57
营业收入(亿元)	937.00	1183.04	1261.05	309.79
利润总额(亿元)	27.34	38.07	49.75	14.32
EBITDA(亿元)	48.57	61.85	78.48	--
经营性净现金流(亿元)	55.45	21.77	26.51	-89.66
营业利润率(%)	8.92	8.50	9.27	9.75
净资产收益率(%)	9.95	13.38	13.23	--
资产负债率(%)	71.36	74.19	71.28	67.79
全部债务资本化比率(%)	67.72	69.81	66.35	61.29
流动比率(%)	97.61	91.53	105.71	98.56
经营现金流动负债比(%)	11.43	4.20	4.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.34	8.47	7.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	4.50	4.42	--

注：1.2018 年 1~3 月财务数据未经审计；
2.现金类资产已剔除使用受限部分。

分析师

贺苏凝　陈　婷　刘　然

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“公司”）是国内大型乘用车经销与综合服务集团，经销中高端品牌为主，销售网络和产业链优势明显，售后服务增值业务盈利能力强；跟踪期内，通过新建和收购方式大力扩展网点，权益、收入和利润规模持续攀升，主业盈利能力稳定，整体经营效率较好。股东广汇汽车服务股份公司（以下简称“广汇股份”）2017 年对公司实施增资，公司资本实力有力提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，受租赁业务拓展影响，公司经营活动获现水平波动，营运资金需求和资本支出保持较大规模，有息债务负担较重；货币资金受限比重高且短期债务规模大；并购形成了大规模商誉，若被收购企业未来业绩不及预期，存在商誉减值风险；上述因素可能给公司经营带来不利影响。

未来，公司规模扩张相应带来门店管理以及消费金融风控难度的加大，乘用车市场增速波动也会影响业绩的稳定增长。考虑到公司经销网络铺设较广，在保有量偏低的中西部地区具有较强市场优势，可凭借自身规模和资源优势来进一步拓展市场空间。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，“17 广汇汽车 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 《汽车销售管理办法》的出台为经销商带来更多的经营自主性，公司凭借规模和资源优势，有望进一步获得市场拓展空间。
2. 公司是国内大型乘用车经销与综合服务集团，经销 57 个乘用车品牌，运营 729 家门店（包括 678 间 4S 店），在新疆、广西、重庆、青海、甘肃等省市拥有较高的市场占

有率，销售网络和产业链优势明显。公司战略定位于中高端乘用车品牌和中西部市场，奥迪、奔驰、凯迪拉克、沃尔沃等高端品牌的经销门店达 100 家。

3. 公司股东广汇股份 2017 年非公开发行完成后，对公司进行增资，提升公司资本实力的同时，缓解了融资租赁发展中面临的资金压力。
4. 跟踪期内，公司通过并购和新建不断拓展经销网络，收入、利润持续增长，主业盈利能力稳定；同时基于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。
5. 公司 EBITDA 对“17 广汇汽车 MTN001”保障能力较强，公司经营活动现金流入量对公司应付债券余额保障能力较强。

关注

1. 汽车经销行业集中度仍然较低，行业竞争激烈，新车销售业务毛利率普遍较低，融资租赁业务存在风控难度和资金回收风险。
2. 公司依靠外延式并购扩张业务，新布局的经销网点存在管理和整合难度；且持续收购形成大额商誉，若并购业务发展未及预期，存在商誉减值风险。
3. 公司货币资金受限比重高，存货和预付款项规模大，有息债务负担较重，短期债务规模大；若未来保持并购进度，将带来较大的资本、运营资金支出需求，债务负担可能加重。
4. 公司自有或租赁的部分土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐备、物业租赁手续不完备等情形。

声　明

一、本报告引用的资料主要由广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广汇汽车服务有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“公司”）的前身广汇汽车服务股份公司（以下简称“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（以下简称“广汇集团”）、广西物资集团总公司、新疆机电设备有限责任公司工会委员会上海汇能投资管理有限公司、新疆专用汽车有限责任公司、新疆滚动轴承制造有限责任公司、河南物产有限公司、朱玉喜、沈国明和龙汉维共同发起设立，初始注册资本为 6.51 亿元（主发起人广汇集团认购出资额的 49.66%），其中货币实缴出资 0.92 亿元（全部由广汇集团认购），股权认购出资 5.59 亿元（认购出资的股权为新疆机电设备有限责任公司、广西壮族自治区机电设备有限责任公司及河南省裕华汽车贸易集团有限公司三家公司 100%的股权，评估价值合计 4.89 亿元，合计作价 5.59 亿元计入股权出资）。后经多次股本增减及股权结构调整，并于 2007 年初引入外资转为中外合资企业[1]，原广汇股份注册资本于 2014 年底增至 42.50 亿元，第一大股东为广汇集团（持有 44.25%股权）。

2015 年 6 月，原广汇股份与上市公司美罗药业股份有限公司（以下简称“美罗药业”，股票代码“600297”）完成重大资产重组：美罗药业以其截至 2014 年 6 月 30 日除可供出售金融资产外合法拥有的全部资产及负债（以下简称“置出资产”）与广汇集团、CGA 等（以下简称“交易对方”）持有的原广汇股份 100%股权（以下简称“置入资产”）进行资产置换，置入、置出资产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（以下简称“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（以下简称“广汇股份”），持有公司 100%股权。之后经过股东向公司注资，截至 2018 年 5 月底[2]，公司实收资本为 155.41 亿元，广汇股份持有公司 100%股权，实际控制人为孙广信先生。

截至 2017 年底，公司总资产 1069.65 亿元，所有者权益合计 307.25 亿元（含少数股东权益 10.41 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 1261.05 亿元，利润总额 49.75 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司总资产 992.98 亿元，所有者权益合计 319.88 亿元（含少数股东权益 11.10 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 309.79 亿元，利润总额 14.32 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（以下简称“CGA”）以 1.06 亿美元对原广汇股份增资，原广汇股份注册资本增至 11.23 亿元，CGA 实际控制人德克萨斯太平洋集团 TPG 是美国大型私人股权投资公司。

[2]2017 年 12 月，广汇股份通过非公开发行股票募集资金净额 79.41 亿元；其中 55.41 亿元用于对公司增资，公司收到增资资金后 3 个工作日内，向汇通信诚租赁有限公司（以下简称“汇通租赁”）增资 14.00 亿元，其余 41.41 亿元以无息借款方式注入汇通租赁，用于发展融资租赁业务。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 3 月发行额度为 7.5 亿元的中期票据“17 广汇汽车 MTN001”，募集资金全部用于偿还银行借款，截至 2018 年 5 月底，公司募集资金已按照募集用途使用完毕，利息按时偿付。

四、宏观经济和政策环境

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

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

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

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

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较上年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，

同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

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

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

五、行业及区域经济分析

1. 汽车行业概况

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

2017 年，中国乘用车市场总销量 2471.83 万辆，同比增长 1.40%，增速较上年同期回落 13.53 个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量 SUV 增速下滑。分车型看，轿车累计销售 1184.80 万辆，同比下降 2.48%；SUV 累计销售 1025.27 万辆，同比增长 13.33%，成为年内唯一增长的车型；MPV 和交叉型乘用车销售规模偏小，销量降幅接近 20%。分排量看，1~1.6 升排量汽车累计销售 1688.92 万辆，同比下降 1.40%；1.6~2 升排量销售 612.99 万辆，同比增长 11.47%，增幅同比推高（轿车以及二轮、四轮驱动 SUV 销量均稳中有升）；排

量低于 1 升或超过 2 升的汽车规模小但销量波动较大。分国别看，中国品牌乘用车共销售 1084.67 万辆，同比增长 3.02%，占乘用车销售总量的 43.88%，占有率同比提升 0.69 个百分点；德、日、美、韩、法系乘用车销量分别占乘用车总销量的 19.62%、17.01%、12.30%、4.63%和 1.84%，与上年相比，韩系和法系品牌销量均有明显下降（2016 年两者销量份额分别为 7.35%和 2.64%），其他外国品牌均呈增长态势，日系品牌增长最明显。

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

表1　2016~2017年各细分市场的销量及同比变动情况（单位：万辆、%）

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

数据来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆。

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

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

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

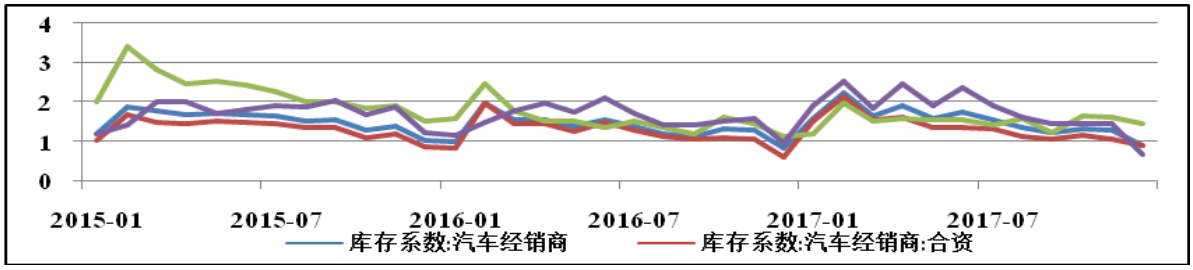
新能源汽车方面，尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，2017 年累计销量达 77.70 万辆，同比增长 53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长 59.41%和 27.55%），增速与上年持平。纯电动车和插电式混合动力车两个细分领域的体量存在明显差距，前者实现销量 65.20 万辆，后者实现销量 12.50 万辆；新能源客车累计销售超过 8 万辆，同比出现下降，其中 1~5 月销量大幅下滑，6 月起市场呈现复苏。

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

经销商库存方面：汽车经销商库存系数

自 2016 年 2 月起震荡下行，处于近年的较低水平，2017 年以来明显增长，6 月达到高点的 1.75，后逐步回落至 9 月的 1.21（略高于上年同期）；后续由于购置税优惠即将到期等因素，经销商多于 10 月补充了库存，10~11 月库存系数有所回升，12 月再度回落至 0.90 的低点（略高于上年同期）。2015~2017 年，汽车经销商库存系数的年度平均值（按“月度库存系数之和/12”计算）分别为 1.53、1.35 和 1.53。从品牌角度分析，近三年，合资品牌库存系数在多数月份低于自主品牌库存系数，前者的年度均值分别为 1.33、1.23 和 1.35，后者均值分别为 1.74、1.57 和 1.80，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

图1　近年来中国汽车经销商库存指数



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

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

表 3　2017 年度中国汽车经销商集团百强前十名

（单位：亿元、万辆）

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

资料来源：中国汽车流通协会
注：上表中销量包含二手车销量

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

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

2. 行业政策

2017 年的市场态势受政策影响较为显著。一方面，2016 年公布的油品标准升级、新版《GB1589-2016》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等政策促进了商用车市场产品结构的调整，

2015年10月以来施行的小排量乘用车购置税优惠政策自2017年起“优惠退坡”（财政部、国家税务总局发布：于2017年对购置1.6升及以下排量的乘用车按7.5%税率征收车辆购置税，于2018年初恢复10%的法定税率。），抑制了1.6升（含）以下车型的销售，乘用车市场增速大幅回落。另一方面，2017年内新出台多项政策，主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域（见表4），前者对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，后者意图弱化品牌厂商对售后环节的垄断，降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离，该等政策的影响将延续至2018年。同时，中美贸易战项下的关税加征政策对相关整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响以及各方对该政策的应对方式仍有待关注。

表4　2017年内汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述		政策影响
新能源汽车推广应用财政支持将逐步“退坡”	2015年4月，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委发布《关于2016~2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，提出“2017~2018年在2016年基础上下降20%，2019~2020年在2016年基础上下降40%”。2016年末，四部委再度发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，提出设置中央和地方补贴上限，其中地方财政补贴（地方各级财政补贴总和）不得超过中央财政单车补贴额的50%。	2016年初，四部委发布《关于开展新能源汽车推广应用核查工作的通知》，工信部等分批开展核查并通报处罚结果。 新能源核查的执行配合已经实施的补贴退坡，整肃行业内企业的规范经营和申报，最终使企业脱离政策补贴后仍能良好运营。但目前阶段，新能源市场的高速增长对产业推广政策存在依赖性，财政补贴有效缓解了企业的前期研发、制造成本压力，支撑企业利润增长，但考虑到产业链上各项配套和自有技术并不成熟，资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，新能源补贴的“退坡”可能会影响部分企业的销售和获利。
免征新能源汽车车辆购置税政策延续	2017年12月26日，财政部、税务总局、工信部、科技部联合发布公告，自2018年1月1日至2020年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税；对免征车辆通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（以下简称“《目录》”）实施管理，2017年12月31日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。	该政策的出台，是对前序“免征新能源汽车车辆购置税”优惠政策（执行期为2014年9月1日至2017年12月31日）的延续。明确了未来3年仍将对新能源汽车免征车辆购置税，在新能源补贴“退坡”的大环境下，对主机厂和消费者均是形成重要利好。
乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理	2017年9月27日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（以下简称“《办法》”），自2018年4月1日起施行。 《办法》共八章、四十条，主要包括建立积分核算制度和积分管理平台、明确积分核算方法、有条件地放宽小规模企业的燃料消耗量达标要求、设立新能源汽车积分比例要求的门槛、实行积分并行管理以及完善监督管理制度等内容，并规定了企业若未能按照积分管理要求及时将负积分抵偿归零，可能面临的处罚。	《办法》是在近年出台的《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和新能源汽车推广应用等支持政策的基础上实行积分并行管理，促进了节能和新能源汽车产业协同发展。并且考虑到小规模企业短期内规模效益难以体现，降耗难度大，对小规模提升节能技术水平、拓展生存空间提供一定缓冲时间，同时，新能源汽车正积分交易的自由度较高，在“补贴退坡”环境下，为新能源企业提供新“收益渠道”，并鼓励传统燃油汽车厂商进入新能源产业。 若未按《办法》规定完成达标，乘用车企业在年度生产计划、新产品推出等方面均会受到限制。 值得关注的是，《办法》未对积分转让的定价做出规定，也未对在积分交易中的潜在不合理行为作出处罚规定。
四部委就2016年度、2017年度乘用车企业平均燃料消耗量管理工作提出具体要求	2017年11月2日，工信部、商务部、海关总署、质检总局发布《关于2016年度、2017年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），尽管《办法》于2018年4月1日开始实施，但针对2016~2017年度的企业平均燃料消耗量管理，《通知》仍提出了明确的抵偿要求。 《通知》确定了乘用车企业2016年度、2017年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分的核算方法，并要求相关企业对2016年度、2017年度平均燃料消耗量负积分进行抵偿，同时提出“2013~2016年企业平均燃料消耗量正积分每向后结转一次，均需乘以80%的比例，结转有效期不超过3年；2016年的新能源汽车正积分可以等额结转1年”。	《通知》表示对2016年之前的燃料消耗量负积分不做考虑和处罚，但2013~2015年的燃料消耗量正积分可以向后结转，能够适度缓解企业的积分压力。 《通知》对2016~2017年的负积分提出了抵偿要求，且2016年的新能源积分可以等额结转，市场可能会迎来首批新能源积分交易，届时应对于具体的执行案例、评价标准等予以关注，进而对后续的操作改进提供指导。 值得关注的是，从公示的2016年乘用车企业平均燃料消耗量情况看，未达标企业既包括国内乘用企业、也包括进口乘用车企业，国内汽车企业已纷纷布局新能源市场，而部分进口汽车企业由于豪华、超豪华品牌因自身大排量产品较多等原因存在达标难度或达标压力，未来可能通过调整产品结构、提升降耗投入、进行积分交易等方式来应对监管压力。
商务部颁布《汽车销售管理办法》	《汽车销售管理办法》（商务部令2017年第1号文，以下简称“新《办法》”）于2017年4月正式颁布，自7月1日起实施；《汽车品牌销售管理实施办法》（以下简称“旧《办法》”）同时废止。新《办法》包括总则、销售行为规范、销售市场秩序、监督管理、法律责任、附则等6章共计37条，核心在于规范市场中参与各方的权责及约束。	新《办法》在保障消费者权益的基础上，放宽市场准入，推动销售、售后分离，提倡资源共享，降低经销商的投资门槛和营运开支，促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”，鼓励尝试营销新模式，行业集中度和运行效率有望进一步提升。 但同时也应关注到，非授权经销商的运营水平和服务质量仍有待提高，运作成熟的“以4S店为标志的品牌授权经营模式”

	相对于旧《办法》，新《办法》在法规名称、适用范围、授权制度和期限、销售及售后服务、供应商对经销商禁止实施行为等多方面做出了调整，并新增鼓励共享、节约型汽车销售的条款。	可能仍是市场主要业态；经销商虽被松绑，但新制度下的多元化发展将引入更多竞争、加速优胜劣汰，初期也会出现抬升流转成本、非合理竞争的短期行为，厂商和监管机构应在新《办法》的宏观框架下，对经销群体加强合同约定、举报和监督，进而达到“发展共享型、节约型、社会化的汽车销售和售后服务网络”的目标。
汽车整车和零部件关税下调	《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》于2018年5月22日颁布，自7月1日起实施，将汽车整车税率为25%的135个税号和税率为20%的4个税号的税率降至15%，将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。	目前中国仍处于“贸易战”中，但降低汽车关税也是长远规划之一。一方面，有利于降低汽车进口壁垒，引入更多有竞争力的海外车型；另一方面，进口车关税下降，对国内品牌、尤其是中高端品牌形成了竞争压力。 对于经销商，关税下降使其购车成本下调，将有更多利润空间用于市场拓展和加大优惠力度。 对于消费者，由于终端价格的影响因素多种，除关税外，未来国家是否对包括国产车在内的新车税收做出调整，也是影响终端车价的重要因素。同时，进口车中的大排量汽车占一定比重，由于排量在4L以上的进口车消费税率可达40%，市场可能出现排量越大、关税对车价影响越小的情况，购买相对小排量进口车的红利更明显。
对原产于美国的500亿美元进口商品加征关税	根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会发布公告决定，对原产于美国的659项目约500亿元美元进口商品加征25%关税，其中对农产品、汽车、水产品等545项约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。	该政策是对美国政府于2018年6月15日发布《加征关税商品清单》的回应，该《清单》显示美国将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税，同时就约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。 该政策对各品牌在美国本土的整车及零部件业务乃至投资均带来一定负面影响；对于美国本土生产的进口汽车的潜在消费者，关税上调可能带来价格上涨的压力，可能导致其观望态度和消费调整。而对于自主品牌汽车和非美产地进口汽车厂商，该政策可能为其带来潜在的市场机遇。

数据来源：联合资信评估有限公司整理

六、重大事项

1. 股东完成非公开发行暨公司增资

2017年12月14日，广汇股份向7名特定投资者非公开发行9.94亿股股票（8.05元/股），募集资金净额79.41亿元，用于汽车融资租赁项目及偿还有息债务。本次非公开发行后，广汇集团持有广汇股份的股比降至32.71%，仍为其控股股东。由于公司旗下汇通租赁是广汇股份体系内的汽车融资租赁业务经营主体，广汇股份再度对公司注资，公司实收资本增至155.41亿元，融资租赁业务发展过程中面临的资金压力将得到缓解。

2. 近期并购项目

2016年，公司通过下属多家子公司（如下表）完成了对贵州华通（1月）、大连尊荣（一季度）、西上海信杰（5月）、云南中致远（5月）、宁夏和锐（1月）、深圳鹏峰（7月）等多个项目的收购，推进了在全国范围内的布局和扩张，同时，2016年底商誉也由75.68亿元大幅推高至103.78亿元。其中，大连尊荣项目是对尊荣亿方集团大连投资有限公司100%股权的收购，该企业拥有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。深圳鹏峰项目是对深圳市鹏峰汽车（集团）有限公司及其直接控制的23家全资子公司100%股权的收购，该企业拥有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家二手车公司和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。

2017年，公司再度完成对西安英和（7月）、西安龙达（11月）、天津四联（8月）、佛山项目（10月）、宁夏怡通（4月）、宁夏金顺通（7月）、新疆大华商贸（9月）、甘肃长安（11月）等项目的收购，2017年底商誉相应增长至114.85亿元。

表 5　2016 年完成的重要收购项目及其收益贡献（单位：亿元）

购买方名称	被收购项目	股权取得成本	购买日至期末被购买方的收入	购买日至期末被购买方的净利润
新疆龙泽汽车服务管理有限责任公司	大连尊荣等	28.17	75.99	3.39
新疆天汇汽车服务有限公司	宁夏和锐等	2.18	10.64	0.66
上海德新汽车服务有限公司	深圳鹏峰等	11.09	24.37	0.99

资料来源：2016年审计报告-财务报表附注

表 6　2017 年完成的重要收购项目及其收益贡献（单位：亿元）

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

资料来源：2017年审计报告-财务报表附注

公司近年来持续推进项目并购，资金支出规模大，新布局的门店存在管理和整合难度，且收购形成大规模商誉，若并购业务发展未及预期，存在商誉减值风险。

七、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 5 月底，公司注册资本为 155.41 亿元[3]，唯一股东为广汇股份；孙广信先生通过广汇集团（持股 63.60%）持有广汇股份 32.80%股权，是公司的实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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。

截至 2018 年 3 月底，公司经销 57 个乘用车品牌，建立了覆盖国内 28 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，运营 729 家门店，其中包括 678 间 4S 店。公司战略定位于中高端乘用车品牌和中西部市场，奥迪、奔驰、凯迪拉克、沃尔沃等高端品牌的经销门店达 100 家；经销业务起步于新疆、广西和河南，在新疆、广西、重庆、青海、甘肃等省市拥有较高的市场占有率。

总体看，广汇股份在汽车经销商集团百强排行榜中位居榜首，公司作为其营业收入的主要贡献方，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。

八、管理分析

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

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

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务包括整车销售、维修服务、佣金代理、汽车租赁等，其中整车销售业务的收入比重始终在 86%以上，主业突出。

[3]2017 年 12 月，广汇股份通过非公开发行股票募集资金净额 79.41 亿元；其中 55.41 亿元用于对公司增资，公司收到增资资金后 3 个工作日内，向汇通租赁增资 14.00 亿元，其余 41.41 亿元以无息借款方式注入汇通租赁，用于发展融资租赁业务。

2017 年，乘用车市场受小排量购置税优惠“退坡”的影响，市场增速明显回落，收入增速降至 6.59%。分板块看，公司整车销售、维修服务、佣金代理和汽车租赁四大板块 2017 年收入比重分别为 87.89%、7.53%、3.03%和 1.55%，其中，整车销售收入增长和维修服务收入增长匹配度高，佣金代理收入由于规模经济效益、二手车品牌效应、保险产品集中采购等优势而保持了快速扩张，汽车租赁收入同比增长 12.44%至 19.43 亿元。

跟踪期内，公司主营业务综合毛利率为 9.44%，稳定性良好。由于所处行业特性，公司整车销售毛利率处较低水平，且由于市场竞争激烈、收购标的原有盈利水平较低等因素影响，呈现小幅下滑态势，2017 年为 3.93%。维修服务业务毛利率保持良好水平，2017 年为 33.30%。佣金代理和汽车租赁业务毛利率均保持在高水平，2017 年分别为 79.66%和 68.77%，主要受益于其业务开展是附加在整车销售的基础上展开，板块自身成本较低（佣金代理服务的主要成本为人力成本，汽车租赁服务的主要成本为人力成本和资金成本）。

2018 年 1~3 月，公司主营业务收入为 308.89 亿元，同比增长 21.56%；综合毛利率为 10.01%（上年同期为 10.83%）。

表 7　公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车销售	826.02	88.49	4.21	1049.58	88.99	4.08	1105.02	87.89	3.93	268.26	86.85	4.80
维修服务	73.42	7.87	33.03	87.26	7.40	30.84	94.67	7.53	33.30	24.82	8.03	23.38
佣金代理	15.31	1.64	77.19	25.36	2.15	78.98	38.11	3.03	79.66	10.19	3.30	77.93
汽车租赁	18.67	2.00	71.18	17.28	1.46	70.28	19.43	1.55	68.77	5.62	1.82	76.74
合计	**933.43**	**100.00**	**9.01**	**1179.48**	**100.00**	**8.64**	**1257.24**	**100.00**	**9.44**	**308.89**	**100**	**10.01**

资料来源：公司提供

业务区域分布方面，公司业务开展主要依托于各地 4S 店，公司 4S 店主要布局在中西部经济欠发达地区，且分布相对分散。2017 年，公司销售收入占比最高的 3 个区域为华北大区（主要包括京津冀、山东等地）、西北大区（主要包括甘肃、新疆、青海等地）和广西区域（主要包括广东、广西、湖南等地），分别占主营业务收入的 21.04%、19.45%和 11.81%，合计占比超过 50%，考虑到公司大多数销售区域的贡献比重位于 10%以下，有助于分散销售终端过于集中而带来的风险。

表8　公司销售收入区域分布情况（单位：%）

地区	2016 年	2017 年
华北大区	21.20	21.04
西北大区	20.80	19.45
北方区域	9.20	8.76
广西区域	10.20	11.81
重庆区域	8.00	7.57
四川区域	7.80	6.98
贵州区域	5.20	4.80
安徽区域	5.30	4.98
江西区域	4.70	4.55
陕西区域	4.30	5.28
华东区域	0.30	0.39
云南区域	1.60	2.85
其他	1.40	1.54
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着业务规模扩张和并购效益释放，公司经营规模持续拓展，主业盈利能力稳定，汽车后市场毛利率水平高；但整车销售作为公司第一大板块，行业竞争的激烈性使板块毛利率较低且有所下滑。公司业务区域相对分散，在一定程度上分散了销售终端过度集中的风险，但也相应增加了管理难度。

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。近年来，公司通过外部收购和自身新建的方式增加 4S 店数量，带动了整车销售收入的稳步增长。截至 2018 年 3 月底，公司拥有各类乘用车品牌授权 4S 店 678 家，经销品牌涵盖了中高端乃至豪华品牌 57 个，对中国乘用车市场主流品牌的覆盖度较高。

公司新车销量稳中有升，2017 年完成了 77.76 万辆的新车销售。公司经销网络的铺设扩大了消费者覆盖范围，带动维修服务需求，2017 年实现维修服务收入 94.67 亿元，完成入场维修台次 646.62 万次，两者同比分别增长 8.49%和 8.43%。2018 年一季度，公司整车销售和维修服务收入分别为 268.26 亿元和 24.82 亿元，同比分别增长 21.91%和 10.80%；毛利率分别为 4.80%和 23.38%，较上年同期分别下降 0.77 个百分点和 5.67 个百分点，后者下降较多主要由于人工成本上升以及公司对新收购项目资产盘点中发现的超期零备件等超期库存进行集中清理的影响；同期的新车销量为 17.21 万辆，相比上年同期增长 12.61%。

截至 2018 年 3 月底，公司经销 57 个乘用车品牌，品牌覆盖面较广，囊括了一汽奥迪、捷豹路虎、梅赛德斯-奔驰、沃尔沃、通用凯迪拉克等高端品牌以及通用别克、上海大众、东风日产、一汽大众、东风本田、北京现代、长安福特、一汽丰田等中端品牌，2017 年，高端豪华品牌和中端品牌分别贡献了整车销售收入的 23.41%和 73.28%。相应地，公司的品牌采购也较为集中，2017 年，公司前五大供应商的采购比重为 58.01%。

表 9 公司前十大品牌乘用车销售情况（单位：万辆）

汽车品牌	2016 年	汽车品牌	2017 年
上海通用别克	11.56	上海通用别克	11.25
上海大众	7.31	上海大众	7.82
北京现代	6.55	一汽大众	6.44
一汽大众	6.34	东风日产	6.40
东风日产	5.81	东风本田	4.91
通用雪佛兰	3.85	通用雪佛兰	4.30
一汽奥迪	3.49	北京现代	4.25
奔驰	1.03	长安福特	3.61
沃尔沃	0.96	一汽奥迪	3.50
通用凯迪拉克	0.53	一汽丰田	3.00
合计	**47.43**	**合计**	**55.48**

资料来源：公司提供

表 10 2017 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商	采购额	比重
上海通用汽车有限公司	213.50	18.72
一汽-大众销售有限责任公司	205.03	17.98
上海上汽大众汽车销售有限公司	112.34	9.85
东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	71.14	6.24
东风本田汽车有限公司	59.49	5.22
总计	**661.51**	**58.01**

资料来源：公司提供

经销模式：公司与汽车整车厂商签订授权经营合同进行经营，合同期限一般为 1~3 年，均属一级直接授权经营，合同期满经双方协商一致后可续约，部分合同约定到期后无书面异议则自动续期。

盈利模式：整车销售利润来源包括购销差价及厂商返利，由于经销环节价格竞争激烈，很难通过供销价差获利，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），返利主要通过在经销商下次购车的成本中扣减。

采购和结算：①整车采购方面，年度的采购计划及购买价格基本由整车厂商主导，由各经销商依据整车厂商公布的指导价采购新车，具体执行时，经销商会根据自身库存及销售情况不定期向整车厂商提出采购申请，厂商统一配送，经销商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；经销商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；2016 年以来，由于乘用车行业竞争更趋激烈、部分品牌仍存库存压力，整车厂商纷纷加大对经销商的支持，厂家金融方式的比重逐年上升，同时电汇使用比重明显下降，2017 年使用上述两类方式结算的比重分别为 19.59%和 23.58%，综合考虑各方面的成本因素和风险控制，票据始终是主导的采购支付方式。②配件采购方面，公司 70%的配件采购是以标准价格从整车厂商处采购，另有少量以招标方式集中采购，依靠采购规模获得较强的议价能力与成本优势。

表 11　公司整车采购各支付方式比重（单位：%）

年度	票据	厂家金融	电汇
2015 年	57.49	13.83	28.67
2016 年	54.72	18.95	26.33
2017 年	56.82	19.59	23.58
2018 年 1~3 月	56.28	17.35	26.38

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。

2017 年公司以并购中西部、东部地区门店为主，期间配合一定数量的门店新建，以及因拆迁、策略性调整而关闭部分门店。截至 2018 年 3 月底，公司共经营 678 家 4S 店，以自有物业为主（按面积），其中高端豪华品牌 4S 店 100 家、中端品牌 486 家，覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市。截至 2018 年 3 月底，公司拥有约 6600 亩土地；其中 289 亩为待开发的储备土地，主要集中于西北、华北、陕西、北区、华中等区域。

表 12　近年公司 4S 店数量变化情况（单位：家）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
收购 4S 店	77	93	45	23
新建 4S 店	13	23	16	0
关闭 4S 店	2	16	4	0
年末保有量	498	598	655	678

资料来源：公司提供

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司自有或租赁的部分土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐备、物业租赁手续不完备等情形。截至 2017 年底，公司及下属公司拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的土地使用权面积占其使用的土地使用权总面积的 12.81%，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 64.05%；其中，分别有合计占比为 8.80%（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的 68.79%）的土地及合计占比为 36.12%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的 56.39%）的房屋已获得行政主管部门的书面确认，确认该等部门会继续允许/支持公司及下属公司在该等土地上或该等房屋内的经营行为。目前，公司尚未被告知必须停止使用相关瑕疵物业。

上述存在各种瑕疵的土地和房屋大部分系 2015 年度重大资产重组并收购广汇有限股权时进入上市公司-广汇股份的。根据广汇股份 2016 年 3 月 26 日披露的《2016 年度非公开发行股票申请文件反馈意见回复》，针对上述情况中涉及的部分物业，其股东广汇集团和公司实际控制人孙广信先生已出具承诺函（见表 13）。

表13　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	解决土地等产权瑕	广汇集团	在广汇宝信成为广汇股份的控股子公司后，如广汇宝信及其子公司因其在成为广汇股份的控股子公司之前拥有和/或租赁的土地和/或房屋	2015 年 12 月	否

变动报告书中所作承诺	疵		不符合相关的法律法规，而被有关政府主管部门要求收回土地或拆除房屋或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任，广汇集团愿意承担广汇宝信及其子公司因前述土地收回、房屋拆除或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用，并使广汇股份、广汇宝信及其子公司免受损害。		
与重大资产重组相关的承诺	解决土地等产权瑕疵	孙广信、广汇集团	如广汇股份及其子公司因其拥有和/或租赁的土地和/或房屋不符合相关的法律法规，而被有关政府主管部门要求收回土地或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任，承诺人承诺愿意连带承担广汇股份及其子公司因前述土地收回或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用，并使广汇股份及其子公司免受损害。	2015 年 5 月	否

资料来源：广汇股份2017年年度报告

综上所述，2017 年公司汽车销量稳中有升，销售区域分布和品牌覆盖面较广，行业地位显著，维修服务板块盈利能力良好；但需关注到，近年不断的门店并购以及销售区域的相对分散导致公司管理难度较大，汽车经销市场竞争激烈，整车销售利润承压。未来，随着新《办法》的出台为经销商带来更多经营自主性，公司凭借区位优势和规模效益，有望获得进一步的市场拓展空间。

3. 佣金代理业务

公司的佣金代理服务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务、二手车交易代理服务，其中融资代理服务和保险代理服务是主要的收入和利润来源。2017 年，公司完成二手车代理台次 17.53 万辆；2018 年一季度完成 6.02 万辆，同比增长 73.99%。受益于客户保有量提升和保险产品集中采购等优势，公司佣金代理收入以年均 57.78%的速度快速增长，2017 年实现收入 38.11 亿元；跟踪期内业务毛利率位于 77%以上，盈利能力很强。2018 年一季度，公司该业务收入为 10.19 亿元，同比增长 44.95%，毛利率为 77.93%。

4. 汽车租赁业务

公司汽车租赁业务主要从事乘用车融资租赁，另有少量经营性租赁，收入主要源于租赁利息收入。公司该项业务主要由新疆广汇租赁服务有限公司（以下简称“广汇租赁”）和汇通租赁负责经营（汇通租赁持有广汇租赁 100%股权），汇通租赁全面运营自 2013 年以来的新增融资租赁业务，广汇租赁负责管理原有的存量合同。截至 2018 年 3 月底，公司已为超 70 万客户提供了超 550 亿元的购车融资租赁服务，并为超 15 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，并参股陕西长银消费金融有限公司。

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（跟踪期内，平均租赁期有所缩短），租赁期内若客户违约，公司将有权收回汽车或采取其它保全措施；租赁期满后，租赁车辆归承租人所有。单个消费者的最高贷款额度为 100 万元。截至 2018 年 3 月底，逾期超过 30 天的融资租赁账户数量占总量的 1.33%，逾期超过 90 天的融资租赁账户余额比重为 0.71%。

2017 年，公司乘用车融资租赁发生台次为 21.06 万辆，业务拓展速度加快，同期保持增长，为 19.43 亿元；汽车租赁业务毛利率为 68.77%，毛利率略有下滑，主要由于生息资产中被打包出售部分的收益相对较低且被锁定。2018 年一季度，公司汽车租赁收入为 5.62 亿元，同比增长 21.65%，毛利率为 76.74%；季末生息资产升至 181.58 亿元，较上年底增长 11.99%。

表 14 近年来汽车融资租赁发生台次及生息资产余额

（单位：辆、亿元）

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

资料来源：公司提供

注：生息资产为公司汽车租赁业务中用于融资租赁汽车资产的本金部分，计入财报中长期应收款和一年内到期的非流动资产科目。

由于汽车租赁业务需要一次性向整车厂商支付采购款，后续按租赁期分批回笼资金，导致期内经营活动现金流波动较大，2015~2017年租赁业务的经营性净现流分别为19.06亿元、-9.65亿元和-35.73亿元，对公司经营活动获现情况存在一定影响。考虑到股东广汇股份非公开发行股票募集资金部分用于发展租赁业务，可补充租赁业务资本金、降低综合资金成本，且随着租赁业务逐步成熟，租赁合同回款额稳步提升，未来收付款的差额将会逐步缩小。

跟踪期内，公司佣金代理、汽车租赁等汽车后服务业务较快发展，盈利能力强，有助于在整车销售的基础上开发高附加值业务，但需关注融资租赁业务发展带来的风险控制和资金回流问题。

5. 经营效率

随着公司销售规模不断增长，公司存货周转次数不断提升，销售债权周转次数和总资产周转次数波动回落。2017年，上述三项指标分别为8.94次、52.33次和1.30次。整体看，公司经营效率较好。

6. 未来发展

公司在建工程主要包括4S店工程、汽车城及汽车工业园建造工程、综合楼及办公楼工程、装修工程等。截至2018年3月底，公司在建工程账面余额为10.96亿元，主要为网点工程和汽车城项目，其中汽车城项目已基本完成投资并部分转固（项目规划建设门店53家，已建成投运30家门店，预计2018年内新投运8家门店），未来主要的投资将集中于网点建设工程。

网点建设工程：北方区域新建1家、改建4家网点；华北区域新建1家、改建3家网点；广西区域改建4家网点；华中区域改建1家网点；新疆区域新建1家、改建6家；江西区域改建1家网点；四川区域新建1家；甘肃区域改建1家网点；华东区域新建1家、改造2家；重庆区域改建1家。公司目前的新建4S店均已获得厂商授权。截至2018年3月底，网点建设项目的投资进度为86.80%。

2018～2019年，公司计划每年用于收购的资金支出为20～30亿元，每年用于新建投资的资金支出为8～10亿元。

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

十、财务分析

公司提供了2017年财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计并出具了标准无保留的审计结论。公司2018年1～3月财务数据未经审计。

2017年公司合并范围相比2016年的主要变动包含：①非同一控制下的企业合并：新增西安广汇汽车实业发展有限公司、河北广汇投资有限公司等下属子公司在各地收购的汽车销售主体股权；②处置子公司：当期出售长春市威孚汽车销售服务有限公司等4家子公司股权；③出资设立：当期以现金出资设立的10家全资子公司。2018年一季度公司合并范围相比2017年变化不大。近年来，公司对外收购较多，资产、负债规模均有较大增长，合并范围变动对财务数据可比性存在一定影响。

截至2017年底，公司总资产1069.65亿元，所有者权益合计307.25亿元（含少数股东权益10.41亿元）；2017年，公司实现营业收入1261.05亿元，利润总额49.75亿元。

截至2018年3月底，公司总资产992.98亿元，所有者权益合计319.88亿元（含少数股东权益11.10亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入309.79亿元，利润总额14.32亿元。

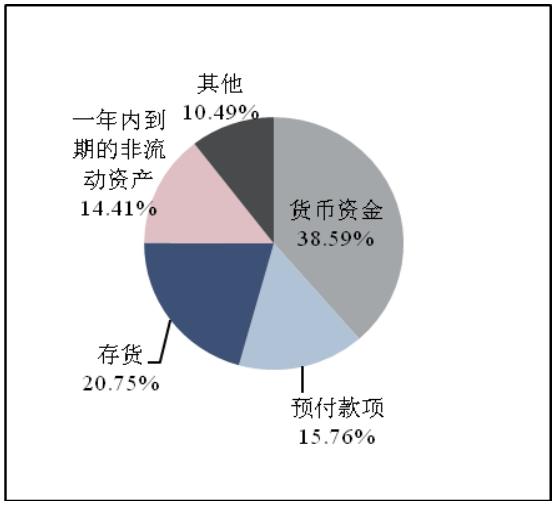
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额同比增长 21.92%至 1069.65 亿元。其中流动资产占 58.64%，非流动资产占 41.36%。

流动资产

截至 2017 年底，流动资产 627.24 亿元，同比增长 32.11%。构成主要以货币资金、预付款项、存货和一年内到期的非流动资产为主。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，货币资金总额 242.07 亿元，同比增长 75.54%；其他货币资金 95.43 亿元，主要为票据保证金和借款保证金，货币资金受限比重高。

跟踪期内，随着经营规模扩大带动采购金额增长，公司应收账款、预付款项均保持增长。截至 2017 年底，应收账款、预付款项分别同比增长 5.62%和 24.47%至 24.73 亿元和 98.83 亿元（账龄 1 年之内的款项占比均超过 90%）；应收账款累计计提坏账准备 0.39 亿元。

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。截至 2017 年底，公司其他应收款为 34.00 亿元，同比下降 6.53%；其他应收款主要为应收关联方款项 9.27 亿元（以应收股东广汇股份款为主，用于公司正常运营），另有部分应收生产厂家保证金（6.32 亿元）和应收被收购单位原股东及其关联方款项（11.27 亿元）；账龄方面，1 年以内的占 91.50%，账龄较短；累计计提坏账准备 0.37 亿元。

截至 2017 年底，存货账面价值为 130.16 亿元，同比增长 4.28%，主要为库存商品；累计计提跌价准备 1.08 亿元，主要系部分积压库存车辆预计可变现净值低于账面价值所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动资产 90.37 亿元，同比增长 34.66%，主要系公司融资租赁业务所产生的应收融资租赁款项；已累计计提坏账准备 0.74 亿元。

非流动资产

公司非流动资产保持增长，公司通过新建及收购扩大资产和业务规模，新车销售和融资租赁发生台次均有较快增长。截至 2017 年底，非流动资产 442.41 亿元，同比增长 9.89%，主要为固定资产（占 19.62%）、商誉（占 25.96%）、无形资产（占 13.53%）及长期应收款（占 18.74%）。

截至 2017 年底，长期应收款 82.93 亿元，同比增长 29.10%，主要系应收融资租赁款增长所致，公司当期计提坏账准备 0.73 亿元。截至 2017 年底，受限长期应收款为 97.17 亿元（包含一年内到期的部分），主要为公司长短期借款质押物、专项资产管理计划款的基础资产等。

在公司新建项目及并购企业的带动下，固定资产、商誉均快速增长，截至 2017 年底，固定资产、商誉分别同比增长 4.42%、10.66%至 86.78 亿元、114.85 亿元，固定资产主要为房屋和建筑物；商誉增长主要源于陕西区域、华北区域的项目并购[4]，商誉规模大且持续增长，存在一定减值风险。公司无形资产波动增长，截至 2017 年底为 59.88 亿元，同比稍有下滑，无形资产主要由土地使用权和特许经营权组成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 53.60 亿元，主要系 2016 年通过上海汇涌[5]对广汇宝信的股权投资，使该科目由 2015 年的 2.69 亿

[4]截至 2017 年底，公司的 114.85 亿元商誉主要源于北方区域（26.18 亿元）、西北区域（20.25 亿元）、华北区域（20.37 亿元）和四川区域（15.83 亿元）；其中，2017 年增加最为明显的是华北区域和陕西区域，当期分别增加商誉 2.96 亿元和 3.07 亿元。

[5]截至 2017 年底，上海汇涌资产总额 446.70 亿元，净资产 183.34 亿元；2017 年营业收入 347.53 亿元，净利润 6.69 亿元。

元快速增至 49.24 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 7.17%至 992.98 亿元，流动资产和非流动资产分别占 52.59%和 47.41%，流动资产比重有所下降。其中，货币资金较上年底下降 53.79%至 111.87 亿元，主要由于偿还借款、兑付到期应付票据及支付股权收购款等；长期股权投资较上年底增长 25.90%至 67.48 亿元，系对上海爱卡投资中心（有限合伙）持股比例增加，从可供出售金融资产调整至长期股权投资。

公司受限资产主要为受限货币资金、用于抵押借款的固定资产、无形资产、长期应收款等。截至 2017 年底，公司受限资产规模为 196.91 亿元，占资产总额的 18.41%，主要为受限货币资金（95.43 亿元）和受限长期应收款（97.17 亿元）；截至 2018 年 3 月底，受限资产规模降至 151.61 亿元，占资产总额的 15.27%，主要为受限货币资金（59.12 亿元）和受限长期应收款（85.97 亿元）。整体看，公司受限资产规模较大，占比较高。

综上所述，公司通过新建和收购项目不断扩张资产规模，经营效率较好，存货、预付款项及融资租赁业务的扩张加大了营运资金占用，货币资金受限比重高、部分长期应收融资租赁款用于借款质押，商誉规模大，若被收购企业未来业绩不及预期，存在商誉减值风险。整体看，公司资产质量尚可，资产流动性一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 307.25 亿元，同比增长 35.70%，主要源于广汇股份对公司增资及利润累计；所有者权益中，归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 52.35%）、资本公积（占 11.45%）和未分配利润（占 34.42%）等科目构成。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 319.88 亿元，金额及结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，通过广汇股份对公司的增资，公司所有者权益得以充实，资本充足率和权益稳定性得以提升。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额同比增长 17.12%至 762.40 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 77.83%和 22.17%，较 2016 年底变动不大。

截至 2017 年底，公司流动负债同比增长 14.38%至 593.35 亿元，主要源于应付票据和一年内到期的非流动负债的增长；流动负债主要包括短期借款（占 22.30%）、应付票据（占 34.40%）、其他应付款（占 12.59%）和一年内到期的非流动负债（占 19.75%）等。

截至 2017 年底，短期借款 132.29 亿元，同比下降 23.71%，信用借款、短期融资券（包括 17 广汇汽车 CP001、17 广汇汽车 SCP006、17 广汇汽车 SCP007，共计 16 亿元）、抵押借款分别占 35.10%、12.09%和 35.28%。

随着公司销售规模的扩张，公司应付票据增速较快，截至 2017 年底，应付票据 204.14 亿元，同比增长 10.94%，全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，其他应付款 74.72 亿元，同比增长 64.31%，主要由于应付关联方往来款大幅增长所致。其他应付款构成以应付股权收购款（22.49 亿元，主要为应付云南中致远、深圳鹏峰、大连尊荣、广州溢航等项目的收购款）、应付关联方往来款（26.58 亿元，主要为广汇宝信发行美元高级永续证券后，以委托贷款形式拆入公司的资金）和保证金（11.94 亿元）为主。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 117.21 亿元，同比提升 132.32%，主要构成为一年内到期的长期借款 64.18 亿元和一年内到期的应付债券 50.70 亿元。

截至 2017 年底非流动负债合计 169.05 亿元，同比增长 27.87%，主要由长期借款（占 62.58%）和应付债券（占 27.48%）构成。

截至 2017 年底，长期借款 105.79 亿元，同比大幅增长 123.54%；应付债券波动增长，

截至 2017 年底应付债券 46.45 亿元，同比下滑 32.19%。

截至 2018 年 3 月底，公司总负债为 673.10 亿元，较上年底下降 11.71%，其中应付票据下降 33.82%至 135.10 亿元，主要由于当期支付到期的银行承兑汇票；其他应付款较上年底增长 18.09%至 88.24 亿元，主要系应付股权收购款增加所致；长期借款及应付债券分别较上年底下降 14.72%和 22.17%。

截至本报告日，公司本部存续债券（见表 15）的发行金额合计 86.15 亿元，当前剩余额度为61.46亿元，存续期内债券主要集中于2019年到期兑付，届时将面临一定集中偿付压力。

表 15　截至本报告日公司本部存续债券情况（单位：亿元）

证券名称	起息日期	到期日期	发行规模	当前余额
17 广汇 G2	2017-10-11	2020-10-11	9.45	9.45
17 广汇 G1	2017-07-11	2020-07-11	11.70	11.70
17 广汇汽车 MTN001	2017-03-14	2020-03-14	7.50	7.50
16 广汇汽车 MTN001	2016-10-25	2019-10-25	7.50	7.50
16 广汇 G3	2016-08-03	2019-08-03	10.30	10.30
16 广汇 G2	2016-07-05	2019-07-05	25.70	7.66
16 广汇 G1	2016-05-18	2019-05-18	14.00	7.35
合计			**86.15**	**61.46**

资料来源：联合资信整理

有息债务方面，截至 2017 年底，全部债务 605.88 亿元，其中短期债务占 74.87%，长期债务占 25.13%。截至 2017 年底，得益于公司权益规模的扩大，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为 71.28%、66.35%和 33.13%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 506.57 亿元，较上年底下降 16.39%，债务结构较上年底变化不大；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.79%、61.29%和 28.32%，较上年底均有所下降。

跟踪期内，公司债务规模增长快，有息债务负担较重；2016 年以来，由于维持了较高的对外投资规模，融资需求有所调整，公司债务期限结构相应有所优化。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司通过自建和并购门店释放效益，对公司收入、利润的增长形成了有力支撑，整车销售及汽车后市场业务均得到拓展。2017 年，公司营业收入同比增长 6.59%至 1261.05 亿元，营业利润率为 9.27%，较上年的 8.50%有所提升，主营业务盈利能力稳定。

公司期间费用不断增长，2017 年期间费用共计 70.91 亿元，同比增长 14.47%，占营业收入的比重为 5.62%，较上年的 5.24%略有上升，费用控制能力较好。同期，公司发生资产减值损失 3.43 亿元，同比增长 5.62%，主要由于存货跌价损失和长期应收款减值损失的计提有所回落。同期，公司投资收益 5.70 亿元，增长明显，一方面源于权益法核算的联营企业投资收益增至 2.48 亿元（其中上海汇涌产生投资收益 2.21 亿元，当年未有现金股利），另一方面源于处置子公司产生的 2.88 亿元投资收益。

公司营业外收入基本稳定（政府补助约占 70%），2017 年计入其他收益的政府补贴及税收返还 1.54 亿元；非经营性损益对公司利润水平影响小。

近年来公司利润总额保持稳定增长，2017 年实现利润总额 49.75 亿元，当期总资本收益率和净资产收益率分别为 6.34%和 13.23%，整体盈利能力较强。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 309.79 亿元，同比增长 21.57%，营业利润率为 9.75%，

较 2017 年有所提升；公司实现利润总额及净利润分别为 14.32 亿元和 11.91 亿元，同比增长 11.99%和 13.18%。

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

4. 现金流分析

经营活动方面，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入同比分别增长 6.04%和 5.90%至 1519.41 亿元和 1532.74 亿元；购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出同比分别增长 5.09%和 5.66%至 1400.47 亿元和 1506.23 亿元，增幅稍低于现金流入的增幅，经营活动现金流净额同比提升 21.78%至 26.51 亿元。2017 年，公司现金收入比为 120.49%，基本与上年持平，保持了良好的收入实现质量。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入同比大幅增长至 249.78 亿元，主要由于收回投资收到现金由上年的 3.85 亿元升至 214.87 亿元（主要用于购买短期理财产品等）。同期，公司投资活动现金流出同比增长 152.85%至 269.02 亿元，投资活动现金流出主要由投资支付的现金（218.51 亿元）构成。公司当期的投资性净现金流由上年的-52.90 亿元变动至-19.24 亿元，呈持续净流出，资金缺口有所收窄。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 467.84 亿元，同比增长 28.84%，其中吸收投资收到现金 55.41 亿元，同比增长明显，主要系广汇股份增资所致；筹资活动现金流出同比增长 18.08%至 378.41 亿元，主要用于偿还债务；公司筹资性净现金流由上年的 42.65 亿元升至 89.43 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流入 381.65 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 372.94 亿元，同比增长 20.01%；现金收入比为 120.38%；经营活动净现流为-89.66 亿元（上年同期为-68.12 亿元），净流出规模同比有所上升，主要是公司经营规模扩大，整车采购支出加大。同期，公司投资活动现金流净额 38.06 亿元（上年同期为 38.00 亿元），同比变动不大；筹资活动现金流净额-42.30 亿元，较上年同期 48.98 亿元净流入变动较大，主要系上年同期外部融资取得借款规模较大。

跟踪期内，公司经营性现金流入规模大且持续增长，收入实现质量好，经营获现水平受租赁业务扩展的影响而有所波动；资本性支出近年来保持较大规模，存在外部融资需求，目前外部融资主要以借款及发行债券为主。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 105.71%和 83.77%，较上年底分别提升 14.18 个百分点和 16.31 个百分点；得益于经营性净现金流增长，公司经营现金流动负债比较上年底提升 0.27 个百分点至 4.47%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率回落至 98.56%和 69.79%。由于公司短期债务规模大，货币资金受限比重高，存货、预付款项及长期应收款等经营性占款占比高，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 同比增长 26.89%至 78.48 亿元；同期的 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 两项指标分别为 4.42 倍和 7.72 倍，全部债务/EBITDA 较上年有所下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保合计 1.43 亿元，均为对客户提供购车分期付款担保。整体看，公司对外担保金额不大，目前被担保企业及个人均未出现延期或者未能偿还的情况，或有负债风险较低。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家金融机构授信总额度 629.99 亿元，尚未使用额度 247.23 亿元，间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（2012银行版）》，截至2018年7月2日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司作为国内大型乘用车经销与综合服务集团，近年通过并购和新建持续扩展经销网点和品牌渗透，营业收入规模大，售后服务增值业务毛利率水平高，整体盈利能力稳定，权益和利润水平保持增长。股东广汇股份于2015年和2017年两次对公司增资，提升公司资本实力。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强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

2017年，公司EBITDA为“17广汇汽车MTN001”的10.46倍，对“17广汇汽车MTN001”保障能力较强。

截至本报告日，公司本部存续债券余额为61.46亿元。以下一行权日计，公司将于一年内（按截至2019年7月底计）到期的债券余额为26.71亿元，分别为“16广汇G1”、“16广汇G2”和“17广汇G1”（期限为2+1年，第二年末附投资者回售权和发行人调整票面利率选择权）。截至2018年3月底，公司剔除受限部分的现金类资产为52.89亿元，为一年内到期债券余额的1.98倍，保障能力较强；2017年，公司经营活动现金流入量为应付债券余额的24.94倍，经营活动现金流量净额为应付债券余额的0.43倍，EBITDA为应付债券余额的1.28倍，公司经营活动现金流入量对公司应付债券余额保障能力较强。

表16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017年
一年内到期债券余额	26.71
现金类资产/一年内到期债券余额	1.98
经营活动现金流入量/应付债券余额	24.94
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.43
EBITDA/应付债券余额	1.28

资料来源：联合资信整理

注：1.现金类资产已剔除使用受限部分；

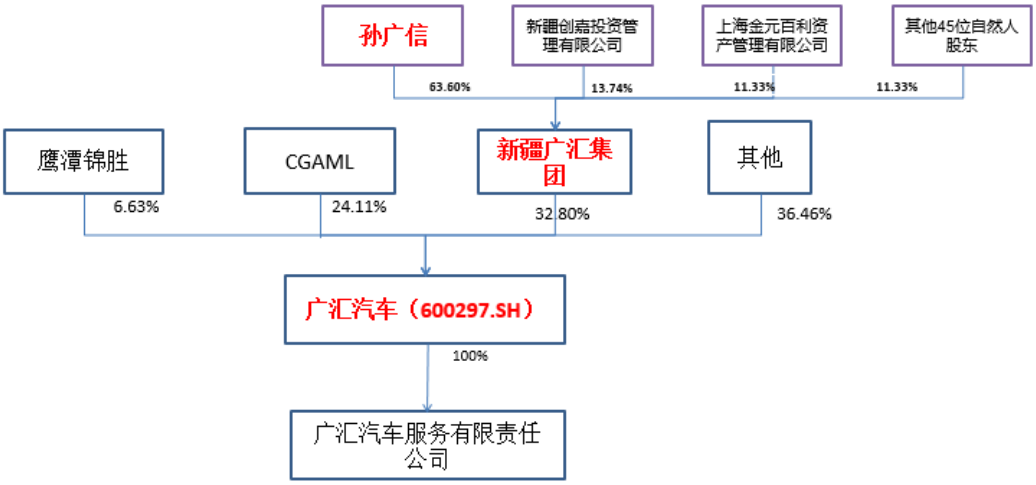
2.一年内到期的债券余额按公司发行债券的下一行权日在2019年7月底之前计。

总体看，公司EBITDA对“17广汇汽车MTN001”保障能力较强，公司经营活动现金流入量对公司应付债券余额保障能力较强。

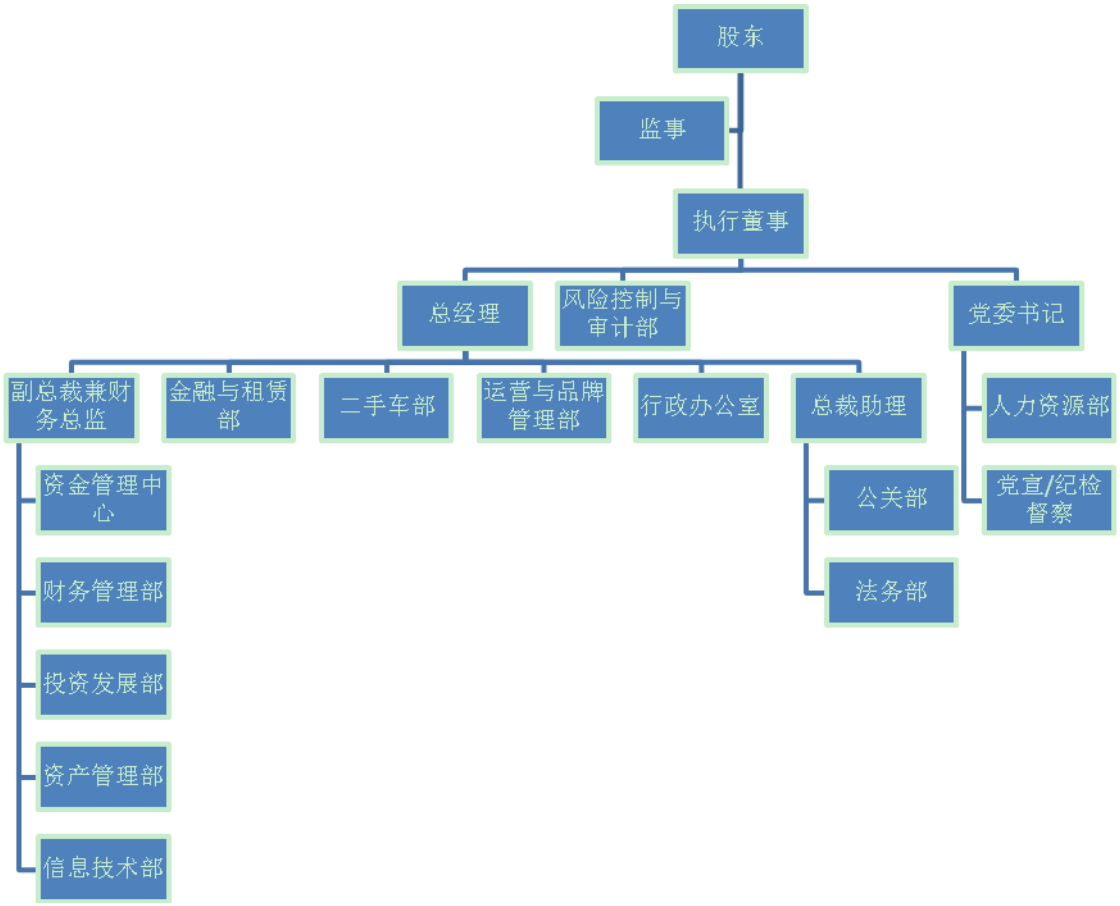
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“17广汇汽车MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.51	49.97	146.65	52.89
资产总额(亿元)	755.25	877.37	1069.65	992.98
所有者权益(亿元)	216.34	226.42	307.25	319.88
短期债务(亿元)	414.69	407.86	453.64	380.20
长期债务(亿元)	39.16	115.82	152.24	126.37
全部债务(亿元)	453.85	523.69	605.88	506.57
营业收入(亿元)	937.00	1183.04	1261.05	309.79
利润总额(亿元)	27.34	38.07	49.75	14.32
EBITDA(亿元)	48.57	61.85	78.48	--
经营性净现金流(亿元)	55.45	21.77	26.51	-89.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	64.59	59.03	52.33	--
存货周转次数(次)	6.38	8.17	8.94	--
总资产周转次数(次)	1.37	1.45	1.30	--
现金收入比(%)	121.75	121.12	120.49	120.38
营业利润率(%)	8.92	8.50	9.27	9.75
总资本收益率(%)	5.06	5.81	6.34	--
净资产收益率(%)	9.95	13.38	13.23	--
长期债务资本化比率(%)	15.33	33.84	33.13	28.32
全部债务资本化比率(%)	67.72	69.81	66.35	61.29
资产负债率(%)	71.36	74.19	71.28	67.79
流动比率(%)	97.61	91.53	105.71	98.56
速动比率(%)	68.87	67.46	83.77	69.79
经营现金流动负债比(%)	11.43	4.20	4.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	4.50	4.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.34	8.47	7.72	--

注：1.2018 年 1~3 月财务数据未经审计；
2.现金类资产已剔除使用受限部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。