信用等级公告

联合〔2019〕1945 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”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十五日

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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 15 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	49.97	146.65	75.86	74.02
资产总额(亿元)	877.37	1069.65	1126.28	1077.51
所有者权益(亿元)	226.42	307.25	340.25	348.07
短期债务(亿元)	407.91	480.20	565.37	516.22
长期债务(亿元)	115.82	152.24	108.77	114.11
全部债务(亿元)	523.73	632.44	674.14	630.33
营业收入(亿元)	1183.04	1261.05	1286.57	293.69
利润总额(亿元)	38.07	49.75	43.75	11.44
EBITDA(亿元)	61.85	78.48	77.22	--
经营性净现金流(亿元)	21.77	26.51	14.65	-75.59
营业利润率(%)	8.50	9.27	10.15	10.46
净资产收益率(%)	13.38	13.23	10.21	--
资产负债率(%)	74.19	71.28	69.79	67.70
全部债务资本化比率(%)	69.82	67.30	66.46	64.42
流动比率(%)	91.53	105.71	99.96	101.16
经营现金流动负债比(%)	4.20	4.47	2.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.47	8.06	8.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.50	4.42	3.69	--

注：1.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除使用受限部分；3.其他应付款中有息部分已调整至短期借款及其他相关指标核算

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”）是国内大型乘用车经销与综合服务集团，销售网络和产业链优势明显。跟踪期内，公司在延续并购整合发展战略的同时，优化品牌组合、发展售后综合服务，在汽车行业整体下行的环境下维持了收入规模及主业盈利能力的稳定。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，有息债务负担重，短期偿债压力大；并购形成了大规模商誉，若被收购企业未来业绩不及预期，存在商誉减值风险等因素可能给公司经营带来不利影响。

公司EBITDA对“17广汇汽车MTN001”保障能力强。

未来，公司规模扩张将相应加大门店管理以及消费金融风控难度，乘用车市场结构性下滑也对业绩稳定增长产生影响。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的市场优势，可凭借自身规模和资源优势来进一步拓展市场空间。

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 50 多个乘用车品牌，运营 686 家 4S 店；公司战略定位于中高端乘用车品牌和中西部市场，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。
3. 跟踪期内，随着经销网点的拓展以及客户的

积累，公司售后综合服务体量保持增长，汽车后业务盈利能力强。

4. 公司 EBITDA 对“17 广汇汽车 MTN001”保障能力强。

关注

1. 汽车经销行业集中度较低，竞争激烈，新车销售业务毛利率普遍较低；2018 年，中国乘用车市场首次出现下滑，汽车经销商面临较大的整车销售压力。
2. 跟踪期内，随着融资租赁业务快速扩张，公司生息资产余额增长快，风控难度和资金回收风险增大；同时，融资租赁业务经营活动现金流波动较大。
3. 公司依靠外延式并购扩张业务，新布局的经销网点存在管理和整合难度；近年收购形成大规模商誉，若并购业务发展未及预期，存在商誉减值风险。
4. 公司货币资金受限比重高，存货和预付款项规模大，有息债务负担重且短期债务占比高，存在一定集中兑付压力。
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（以下简称“联合资信”）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跟踪评级。

二、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（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。之后经过股东向公司注资，截至 2019 年 3 月底，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 2018 年底，公司总资产 1126.28 亿元，所有者权益合计 340.25 亿元（含少数股东权益 12.51 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 1286.57 亿元，利润总额 43.75 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司总资产 1077.51 亿元，所有者权益合计 348.07 亿元（含少数股东权益 12.82 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 293.69 亿元，利润总额 11.44 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。

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

[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 是美国大型私人股权投资公司。

金全部用于偿还银行借款，截至报告出具日，募集资金已按照募集用途使用完毕。跟踪期内，“17广汇汽车MTN001”正常付息。

表1　截至2019年5月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17广汇汽车MTN001	7.50	7.50	2017/03/14	2020/03/14

资料来源：Wind资讯

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府

性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有

望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

1. 汽车行业概况

根据公安部统计数据，截至2018年底，中国的汽车保有量达2.40亿辆，相比上年底增长10.51%；其中，私人汽车保有量为2.07亿辆，相比上年底增长10.89%。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。2018年，中国汽车产销规模已连续10年蝉联全球第一，产销规模分别为2808.06万辆和2780.92万辆。

2017年，中国汽车市场销量为2887.89万辆，同比增长3.04%，增速较上年大幅回落，步入低速增长；二手车交易量1240.09万辆，同比增长19.33%，占新车市场销量的42.94%。其中，乘用车销量2471.83万辆，同比增长1.40%，增速较上年同期回落13.53个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量SUV增速下滑；商用车销量416.06万辆，同比增长13.95%，增速较上年增加8.15个百分点，主要源于货车销量的增长，一方面是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等对轻型货车、新能源车的需求增长，另一方面由于国五油品标准、治超新规的执行以及产品配置升级，牵引车、重型货车销量持续攀升。尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，2017年累计销售77.70万辆，同比增长53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长59.41%和27.55%），增速与上年持平。

2018年，受乘用车市场下滑的拖累，中国汽车市场首度出现负增长，实现销量2808.06万辆，同比下降2.76%；但与此同时，二手车交易量仍维持了两位数的增长，同比增长11.46%至1382.19万辆，交易量占新车市场销量的比重进一步提升至49.22%。其中，乘用车销量2370.98万辆，同比下降4.08%，之前年度高速增长的SUV销量首次出现小幅回落，轿车、MPV等车型销量呈不同程度下滑；中国品牌乘用车销量同比下降7.99%至997.99万辆，占乘用车总销量的42.09%，占有率同比减少1.79个百分点。商用车在上年销量大幅释放的基础上仍实现了稳定增长，主要由于治超新规等政策因素的影响以及物流、地产行业的采购需求仍有所延续，叠加消费者2010-2011年间（销量均位于400万辆以上）购置的车辆面临更新换代，当年销量同比增长5.05%至437.08万辆；其中，客车市场延续下

滑态势，货车市场同比增长6.94%，主要源于重型车和轻型车的销量拉动。新能源市场仍维持快速扩张，2018年累计销售125.62万辆，同比增长61.67%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为98.37万辆和27.09万辆，同比增长50.88%和116.74%。

表2　2016-2018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
2018 年	1152.78	173.46	999.47	45.26	2370.98	48.52	388.56	437.08
同比	-2.70	-16.23	-2.52	-17.26	-4.08	-7.98	6.94	5.05

数据来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

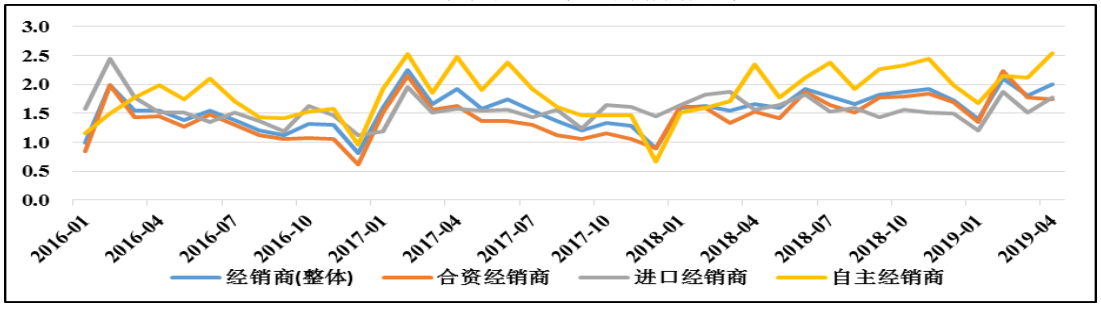
注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆

2019年1-4月，中国汽车销量为835.33万辆，同比下降12.12%，降幅比1-3月扩大0.80个百分点。其中，乘用车销量683.76万辆，同比下降14.65%，降幅较1-3月扩大0.93个百分点，轿车、SUV和MPV销量同比分别下降12.56%、15.77%和24.24%；商用车销量151.58万辆，同比增长1.49%，增速比1-3月下降0.73个百分点，客车和货车销量的同比变动率分别为-2.96%和1.94%。新能源汽车实现销量36.00万辆，同比增长约60%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为27.76万辆和8.22万辆，同比增长约65%和44%。

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，累计进口汽车和汽车底盘124.15万辆，同比增长16.74%，进口金额506.58亿美元，同比增长14.65%；累计出口104.46万辆，同比增长44.19%，出口金额133.54亿美元，同比增长25.17%。2018年，受中美贸易摩擦和国内需求疲弱影响，中国整车进口再度步入下滑，平行进口汽车出现近年来首次下滑，出口增速也有明显回落，累计进口汽车和汽车底盘113.17万辆，同比下降7.52%，进口金额506.76亿美元，同比略增1%；累计出口115.17万辆，同比增长12.32%，出口金额148.54亿美元，同比增长12.29%，进口量和进口金额增速较上年分别下跌31.86个和12.89个百分点。

经销商库存方面：汽车经销商库存系数自2016年2月起震荡下行，相比往年处于较低水平，2017年以来出现明显增长，下半年则震荡回落，12月降至0.90的低点（略高于2016年12月）；2018年以来，库存系数整体处于近三年的高位，除前4个月稳定在1.59~1.66之间（低于2017年同期），其余月份均高于2017年同期，12月为1.73。从品牌角度分析，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

图1　近年来中国汽车经销商库存系数



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

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

表 3　2017 年中国汽车经销商集团前十名企业
（单位：亿元、万辆）

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

资料来源：中国汽车流通协会
注：上表中销量包含二手车销量；2018 年中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜暂未发布

综上所述，由于现有市场基础规模大、之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受制于人口密度大、部分城市交通拥堵的现状，2017年以来汽车市场增速明显放缓，2018年首度出现负向增长，行业整体需求偏弱，且受SUV增速由正转负的影响，自主品牌销售承压。由于产业链的传导，汽车经销商面临库存压力。

2. 行业政策

2017年的市场态势受政策影响较为显著。一方面，2016年公布的油品标准升级、新版《GB1589-2016》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等政策促进了商用车市场产品结构的调整，2015年10月以来施行的小排量乘用车购置税优惠政策自2017年起“优惠退坡”（财政部、国家税务总局发布：于2017年对购置1.6升及以下排量的乘用车按7.5%税率征收车辆购置税，于2018年初恢复10%的法定税率），抑制了1.6升（含）以下车型的销售，乘用车市场增速大幅回落。另一方面，2017年内新出台多项政策，主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域，前者对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，后者意图弱化品牌厂商对售后环节的垄断，降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离，该等政策的影响在时间上具备延续性。

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

表4　2018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
外商投资负面清单发布	2018 年 4 月，国家发改委官网在“就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问”中公布，汽车行业将分类型实行过渡期开放。 2018 年 6 月，国家发改委颁布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》，该负面清单长度由 63 条减至 48 条，共在 22 个领域推出开放措施，放宽外资市场准入，自同年 7 月 28 日起施行，其中包括“2018 年取消专用车、新能源汽车整车制造外资股比限制，2020 年取消商用车外资股比限制，2022 年取消乘用车	国家发改委发布新的外商投资负面清单：其一，放宽了外资的市场准入，增加了中高档汽车及车型的供给，有助于推动本土企业与外资企业在基础材料、零部件配套、整车组装和汽车后服务等各方面的竞争和合作；其二，为外商独资或控股新能源车企创造了条件，促进新能源产业竞争的同时，对国内自主品牌也带来了压力，倒逼自主品牌降低产业链成本、提升生产效率；其三，该时间表给予乘用车企业一定缓冲期，而且落实了“专用车、新能源车、商用车、乘用车”的开放顺序，有助于本土、合资品牌做好应对准备。

	外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。”	
中美贸易摩擦升级	2018 年 3 月 22 日，美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并于同月 9 日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收 25%和 10%的关税；6 月 15 日，美国政府发布加征关税的商品清单；9 月 17 日，美国政府宣布将于 9 月 24 日起对约 2000 亿美元的中国产品加征关税，税率为 10%，并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。 针对上述加征关税措施，中国商务部陆续出台相应的政策措施。2018 年 4 月 2 日，中国对自美进口的 128 项产品加征 15%或 25%的关税；8 月 3 日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5%不等的关税。 2019 年 5 月 10 日，美国正式将对 2000 亿美元中国进口商品关税征收率从 10%提高到 25%。国务院关税税则委员会随即决定自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施 25%、20%或 10%加征关税，对之前加征 5%关税的税目商品，仍继续加征 5%关税。	2018 年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级，始终未得到最终解决。对全球汽车产业乃至中国汽车市场的发展均带来影响。 其一，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；且在当前“汽车合资企业股比逐步放开”的大环境下，跨国车企的全球产能布局、全球研发布局均可能有所调整。 其二，中国汽车企业现阶段将面临产销下行、出口受阻以及中美贸易摩擦带来的进口成本上涨（钢铝成本以及部件成本均有涉及）、跨国公司调整布局等多重压力，但也有望获得替代进口、进入跨国企业本土化供应链的市场机遇。 但综合来看，中美贸易摩擦对汽车产业链的影响仍充满不确定性。
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“贸易摩擦”中，但降低汽车关税也是长远规划之一。 对于整车厂商，关税下调有助于引入更多有竞争力的海外车型，消费者将面对更多选择，也相应对国内市场现有品牌、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。
双积分	2017 年 9 月，五部委联合发布《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》，乘用车企业将按照乘用车平均燃料消耗量积分与新能源汽车比重积分进行考核，2019-2020 年乘用车企业新能源汽车积分的比例要求分别为 10%和 12%。 2018 年 7 月 2 日，工信部装备工业司发布《关于乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分交易平台上线的通知》，明确积分交易平台地址、交易平台账号获取及功能开通，积分交易相关要求，积分交易审核等内容。	双积分政策意在促进节能减排，以及通过财政补贴之外的途径来鼓励新能源汽车的生产销售，部分抵消补贴退坡带来的影响。积分交易或可为行业排名靠前的新能源车企提供较为稳定的利润来源。 展望 2019 年，无论自主品牌还是合资品牌，新能源产品都将面临集中的布局和投放，随着 2019 年进入考核期，各家车企申报、考核、交易的实施进展有待关注。
商业车险费率改革	2018 年 7 月 20 日，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》（自发布之日起施行），规定各财产保险公司在报送各地区（不含广西壮族自治区、陕西省和青海省）商业车险费率方案时，不得以任何形式开展不正当竞争；要报送新车业务费率折扣系数的平均使用情况；应报送手续费的取值范围和使用规则；原有商业车险产品最迟可销售至 9 月 30 日。 根据《通知》，手续费为财产保险公司向保险中介机构和个人代理人（营销员）支付的所有费用，包括手续费、服务费、推广费、薪酬、绩效、奖金、佣金等，其中新车业务手续费的取值范围和使用规则应单独列示。这是银保监首次明确要求财保险公司报送商业车险手续费率。	监管机构希望通过对商业车险费率的监管，达到“推动车险市场由价格战转向以产品、服务为核心的良性竞争方式”，进而倒逼保险公司实现精准定价。
新能源补贴出台新政	2019 年 3 月，财政部等四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，该版《通知》规定 3 月 26 日至 6 月 25 日为过渡期，过渡期内，符合 2018 年技术指标要求但不符合 2019 年指标要求的销售上牌车辆，按 2018 年版《通知》标准 0.1 倍补偿；符合 2019 年指标要求的销售上牌车辆，按 2018 年版《通知》标准 0.6 倍补偿；正式期补贴退坡基本维持在 50%左右，且地方不再对新能源汽车（公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。	2009 年以来，中央财政开始大力支持新能源汽车推广应用，中国新能源汽车产销规模在各方努力下呈现持续性的快速增长。但行业高速发展中，也出现了企业依赖于补贴而自身竞争力不足，补贴还款周期长、企业营运资金占用压力大，部分地区对使用环节投入不足、消费应用环境待改善以及新能源汽车产品存在运行安全风险等问题。 为应对上述问题，2019 年版《通知》提出了分阶段释放“补贴退坡”压力、优化清算制度（预拨部分资金算）、设置政策过度期（考虑技术升级周期及库存去化周期）、营造公平竞争环境（取消地方购车补贴）、加强产品质量监管等要求和措施。 考虑到 2018 年以来，汽车行业增速明显放缓，各家车企纷纷加大布局新能源汽车，新能源业务也有望成为新的利润增长点。但考虑新能源汽车产业链上各项配套和自有技术尚有待进一步磨合和提升，

	2019 年版《通知》提高了对新能源汽车的技术要求。以纯电动汽车为例：首先，续航里程补贴门槛从 2018 年的 150km 提升至 250km；其次，针对各档续航里程的退坡程度不同，续驶里程 250（含）～400km 的纯电动乘用车补贴金额为 1.8 万元（2018 年分为 3.5 万元和 4.5 万元两档），续航里程大于等于 400km 的纯电动乘用车补贴金额为 2.5 万元（2018 年为 5 万元）。同时，对电池组能量密度的要求也有所调整：首先，能量密度的最低标准从 2018 年的 105Wh/kg 调整至 125Wh/kg；其次，补贴系数的分档也更细，125（含）～140Wh/kg 的车型按 0.8 倍补贴，140（含）～160Wh/kg 的车型按 0.9 倍补贴，160Wh/kg 及以上的车型按 1 倍补贴。 为应对企业营运资金占用压力大和行业安全问题，《通知》规定对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨部分资金，满足里程要求后再予以清算，同时要求由行业主管部门加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。	资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，政策“退坡”对整个行业的销售和获利产生较大影响。
车辆购置税立法	《中华人民共和国车辆购置税法》（以下简称“《车辆购置税法》”）已由第 13 届全国人民代表大会常务委员会第七次会议于 2018 年 12 月 29 日通过，自 2019 年 7 月 1 日起施行。 《车辆购置税法》明确规定，所有应税车辆的税率都定为 10%，但对于新能源汽车购置税的相关事宜，未做明确规定（也未在“免征车辆购置税”的情况中）。 《车辆购置税法》同时规定，纳税人购买自用应税车辆的计税价格，为纳税人实际支付给销售者的全部价款。	《车辆购置税法》对税率作了具体的规定，导致短期内，针对购置税的优惠政策出现的可能性不大；且对计税价格的明确定义，进一步规范了流通各环节的操作。 《车辆购置税法》未对新能源汽车购置税提出明确要求。目前看来，新能源汽车购置税的设定仍通过《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。
国六标准提前实施	环保部于 2016 年 12 月 23 日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，提出轻型车国六标准采用分步实施的方式，设置国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，自 2020 年 7 月 1 日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合国六（a）限值要求。自 2023 年 7 月 1 日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本国六（b）限值要求。 国务院于 2018 年 7 月 3 日公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出自 2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。	尽管国家环保部对国六全国性的实施时间做了规定，但为相应《打赢蓝天保卫战三年行动计划》。据初步统计，截至 2019 年 5 月初，全国共有 15 个省、直辖市相继出台了 2019 年提前实施国六排放标准的文件，除深圳、北京、河南、安徽对部分重型车、柴油车有要求外，大部分针对轻型汽车。 国六排放标准的提前实施可能对车企和经销商形成较大的影响：其一，可能会加大经销商国五车型的库存去化压力；其二，消费者在现阶段可能会持观望态度，延迟购车，短期内对汽车销量产生一定压力；其三，国六排放的提前实施，可能会促进部分车企调整产品布局方案和时间表，对现有的竞争环境、尤其是自主品牌竞争环境带来一定影响。

数据来源：联合资信整理

六、重大事项

1. 2018 年并购项目

2018年，公司收购兼并步伐有所放缓，全年共完成29家4S店的收购（2016-2017年分别为93家和45家），包括对富星项目（1月）、宝泓项目（4月）等收购，收购支付的现金共计9.29亿元，截至2018年底公司商誉增至120.98亿元。

表 5　2018 年完成的重要收购项目及其收益贡献（单位：亿元）

购买方名称	被收购项目	股权取得成本	购买日至期末被购买方的收入	购买日至期末被购买方的净利润
广汇有限	富星项目等	4.39	16.01	0.58
江西运通华融汽车服务有限公司	赣州君鹏项目等	1.52	9.89	0.54
尊荣亿方集团大连投资有限公司	新大连尊荣项目	1.65	6.67	0.40
其他	嘉禾美悦项目等	1.73	7.02	0.33

资料来源：2018年年度报告

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。

2. 广汇集团与恒大集团战略合作

2018 年 9 月 21 日，广汇股份控股股东广汇集团、实际控制人孙广信与恒大集团有限公司（以下简称“恒大集团”）签署了《战略合作协议》和《投资协议》，旨在进一步促进企业未来发展，在能源、汽车、物流、地产等四大领域建立全方位战略合作。截至 2018 年 10 月 16 日，广汇集团已办理完毕上述协议所涉及的股权转让及增资事项的工商变更手续。

按照协议约定，由恒大集团以广汇集团现有股东受让股权并向广汇集团增资的方式进行投资，本次投资以剥离部分净资产后的估值作为净资产计价基准，投资总金额为 1449000 万元，其中：股权转让对价金额为 668000 万元（获得广汇集团 23.865%股权，增资摊薄后为 18.505%）；增资金额为 781000 万元（获得广汇集团 22.459%的股权）。截至 2018 年 11 月 9 日，交易程序已全部完成，恒大集团合计持有广汇集团 40.964%的股权，为广汇集团第二大股东。

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

联合资信将持续关注广汇集团与恒大集团战略合作事项进展以及可能对公司经营发展产生的影响。若未来战略合作如约顺利推进，将有助于公司的优势巩固和业务拓展。

七、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 155.41 亿元，唯一股东为广汇股份；孙广信先生通过广汇集团（持股 50.057%）持有广汇股份 32.50%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 年底，公司经销 50 多个乘用车品牌，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 686 家 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、沃尔沃等豪华品牌的经销门店达 138 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

跟踪期内，公司在高管团队、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。

2018年，受宏观经济变化、中美贸易摩擦、消费因政策变动提前释放等因素影响，中国汽车市场多年来首次出现下滑。面对市

场环境的变化，公司在原有店面基础上，优化品牌组合，通过扩充高端品牌经销网点，抵御市场变化；同时，加强汽车后市场的服务，公司主营业务收入同比增长1.95%至1281.78亿元，整车销售、维修服务、佣金代理、汽车租赁等四大板块分别占86.39%、8.39%、3.42%和1.80%。其中，维修业务、佣金代理和汽车租赁收入分别同比增长13.53%、15.06%和18.79%，汽车衍生业务的快速发展，有效缓冲了整车销售增速下滑的影响。

2018年，公司主营业务综合毛利率为10.30%，稳定性良好。整车销售毛利率受市场竞争激烈、收购标的原有盈利水平较低等因素影响处于较低水平，2018年为4.26%，同比微增。维修业务及佣金代理业务毛利率同比小幅下降，分别为31.75%和77.52%，主要受新收购项目毛利率偏低影响。汽车租赁业务毛利率增至72.20%，主要受益于2017年底非公开发行资金到位后资金成本的降低。

2019 年 1-3 月，乘用车市场环境仍较低迷，汽车销量及盈利能力同比均有所下滑，公司整车销售收入同比下滑 6.89%至 249.79 亿元，毛利率同比减少 0.49 个百分点至 4.31%。同期，公司维修台次稳定增加，汽车保险、车贷、二手车交易等业务持续拓展，使得维修服务和佣金代理收入同比保持增长，分别为 26.92 亿元和 10.57 亿元，毛利率均维持在良好水平。汽车租赁收入同比变动不大，毛利率受资金环境趋紧影响同比下滑 6.16 个百分点至 70.58%。

表 6　公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	1049.58	88.99	4.08	1105.02	87.89	3.93	1107.37	86.39	4.26	249.79	85.28	4.31
维修服务	87.26	7.40	30.84	94.67	7.53	33.30	107.48	8.39	31.75	26.92	9.19	32.45
佣金代理	25.36	2.15	78.98	38.11	3.03	79.66	43.85	3.42	77.52	10.57	3.61	76.88
汽车租赁	17.28	1.46	70.28	19.43	1.55	68.77	23.08	1.80	72.20	5.63	1.92	70.58
合计	**1179.48**	**100.00**	**8.64**	**1257.24**	**100.00**	**9.44**	**1281.78**	**100.00**	**10.30**	**292.91**	**100.00**	**10.78**

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

表7　公司销售收入区域分布情况（单位：%）

地区	2017 年	2018 年
华北大区	21.04	21.83
西北大区	19.45	17.81
北方区域	8.76	6.51
广西区域	11.81	12.50
重庆区域	7.57	--
四川区域	6.98	7.48
贵州区域	4.80	--
安徽区域	4.98	4.81
江西区域	4.55	4.97
陕西区域	5.28	8.42
华东区域	0.39	0.05
云南区域	2.85	--
西南大区	--	13.83
汽车租赁及其他	1.54	1.79
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营规模和主业盈利能力保持稳定，汽车后市场快速增长且毛利率水平

高。但受汽车市场环境下行及行业竞争激烈等因素影响，整车销售增速放缓且毛利率水平较低。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。2018 年，公司延续并购整合的发展战略，利用产业变革的契机，低成本巩固网状营销体系，在原有店面基础上，优化品牌组合，持续稳健的布局全国经销网络，以较好的抵御市场消费需求变化及品牌周期性风险。截至 2019 年 3 月底，公司经销品牌涵盖了从超豪华、豪华到中高端等不同档次的 50 多个乘用车品牌，基本实现对中国乘用车市场主流品牌的高度覆盖；不断通过收购、自建等方式提升 4S 店数量，已在国内 28 个省、自治区及直辖市拥有 4S 店 686 家。同时，公司加强了超豪华、豪华车辆的综合服务能力，已布局超豪华、豪华品牌 4S 店 140 家，占比为 20.41%。

跟踪期内，汽车市场环境下行，品牌分化明显。公司通过收购新建门店、调整品牌结构及加强店面销售流量管理等，完成76.80万辆的整车销售台次和1107.37亿元的销售收入，同比增长放缓，但保持了逆势小幅增长。2018年新车销售毛利率仍处于较低水平，在4%附近波动。2019年1-3月，公司新车销量为17.61万辆，同比增长2.32%，而新车销售收入同比下滑6.89%至249.79亿元，主要由于当期中高端车型销量占比同比下滑所致；板块毛利率为4.31%，同比下降0.49个百分点。

依托基盘客户的增长以及经销网络覆盖范围的扩张，公司维修服务快速增长，2018 年，公司维修服务收入 107.48 亿元，实现维修台次 714.31 万台，同比分别增长 13.53%和 10.47%；板块毛利率维持在良好水平，2018 年为 31.75%，同比稍有下滑主要系新收购项目交割后公司对超期零备件库存集中清理所致。2019 年 1-3 月，公司入场维修台次和维修服务收入分别为 175.86 万次和 26.92 亿元，同比均保持增长，由于售后服务及内部管理能力的优化，维修服务整体毛利率同比提升 9.07 个百分点至 32.45%，仍维持良好水平。

截至 2019 年 3 月底，公司经销 50 多个乘用车品牌，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。2018 年，高端豪华品牌和中端品牌分别贡献了整车销售收入的 9.02%和 67.86%。相应地，公司的品牌采购也较为集中，2018 年，公司前五大供应商的采购比重为 52.87%。

表 8 公司前十大品牌乘用车销售情况（单位：万辆）

汽车品牌	2017 年	汽车品牌	2018 年
上海通用别克	11.25	上海通用别克	10.58
上海大众	7.82	上海大众	8.00
一汽大众	6.44	东风日产	7.02
东风日产	6.40	一汽大众	6.40
东风本田	4.91	通用雪佛兰	4.44
通用雪佛兰	4.30	北京现代	4.22
北京现代	4.25	东风本田	4.11
长安福特	3.61	一汽奥迪	3.64
一汽奥迪	3.50	一汽丰田	3.39
一汽丰田	3.00	广汽丰田	2.99
合计	**55.49**	**合计**	**54.80**

资料来源：公司提供

表 9 2018 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	203.37	17.69
一汽-大众销售有限责任公司	149.93	13.04
上海上汽大众汽车销售有限公司	116.05	10.09
东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	81.29	7.07
东风本田汽车有限公司	57.23	4.98
总计	**607.87**	**52.87**

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；经销商主要以现金和票据形式向上游厂商预付全款（厂商会根据经销商库存情况给予一定贴息），少量情况下上游厂商根据市场状况决策后，会使用厂商金融形式（给予经销商购车付款一定的赊销额度和时间，一般不超过60天，车辆在经销商出库后必须付款）；经销商与整车厂商维持长期合作，以利于获得更多热销车型、更优惠的厂商政策和更高的厂商评级。②配件采购方面，公司70%的配件采购是以标准价格从整车厂商处采购，另有少量以招标方式集中采购，依靠采购规模获得较强的议价能力与成本优势。近年来，由于乘用车行业竞争加剧、部分品牌仍存库存压力，整车厂商纷纷加大对经销商的支持，厂家金融方式的比重持续上升，但电汇比重波动下降，综合考虑各方面的成本因素和风险控制，票据支付始终是主导的采购支付方式。

表 10　公司整车采购各支付方式比重（单位：%）

年度	票据	厂家金融	电汇
2016 年	54.72	18.95	26.33
2017 年	56.82	19.59	23.58
2018 年	55.33	20.92	23.75

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。

2018 年公司以并购华北、江西及四川区域门店为主，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 2019 年 3 月底，公司在全国共有 686 家 4S 店，以自有物业为主（按面积）；由于一线城市土地紧张，公司门店多采用租赁方式（租期主要为 10 年、20 年和 30 年），非一线城市由于拿地较早、地价相对优惠，门店主要为自有物业。截至 2019 年 3 月底，公司拥有约 5954 亩土地；其中 230 亩为待开发的储备土地，主要集中于西北、华北、四川、北区、华中等区域。

表 11　近年公司 4S 店数量变化情况（单位：家）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
收购 4S 店	93	45	29	1
新建 4S 店	23	16	7	3
关闭 4S 店	16	4	5	4
年末保有量	598	655	686	686

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2019年3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15.23%，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72.34%；其中，分别有合计占比为12.47%

（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的81.88%）的土地及合计占比为19.80%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的27.37%）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，广汇集团和实际控制人孙广信先生已出具承诺函。

表12　公司实际控制人和广汇集团针对使用物业产权瑕疵情况的承诺事项

承诺背景	承诺类行	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	在广汇宝信汽车集团有限公司（以下简称“广汇宝信”）成为广汇股份的控股子公司后，如广汇宝信及其子公司因其在成为广汇股份的控股子公司之前拥有和/或租赁的土地和/或房屋不符合相关的法律法规，而被有关政府主管部门要求收回土地或拆除房屋或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任，广汇集团愿意承担广汇宝信及其子公司因前述土地收回、房屋拆除或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用，并使广汇股份、广汇宝信及其子公司免受损害	2015 年 12 月	否
与重大资产重组相关的承诺	解决土地等产权瑕疵	孙广信、广汇集团	如广汇股份及其子公司因其拥有和/或租赁的土地和/或房屋不符合相关的法律法规，而被有关政府主管部门要求收回土地或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任，承诺人承诺愿意连带承担广汇股份及其子公司因前述土地收回或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用，并使广汇股份及其子公司免受损害	2015年5月	否

资料来源：广汇股份2018年年度报告

综上所述，2018年受行业环境影响，公司门店扩张速度有所放缓；通过加强门店管理及品牌结构调整保持了汽车销量及销售收入的稳定。公司行业地位显著，销售区域分布较广，维修服务板块盈利能力良好。但需关注到，收购的推进导致公司管理难度较大，汽车行业环境变化、经销市场竞争激烈，整车销售增长乏力且盈利能力承压。

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[2]、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。2018 年，公司不断完善保险业务管理模式，通过“保险云”平台，完成与主要保险公司的业务数据对接，实现了业务操作全界面的平台化管控，有效提升了首保率、续保率、延保总渗透率，佣金代理业务实现收入 43.85 亿元，延续了快速增长态势，同期，佣金代理业务毛利率为 77.52%，盈利能力很强。

此外，在二手车业务方面，公司发挥全国性汽车经销商集团优势，以 4S 店车源为基础，以连锁专业化二手车销售服务中心为业务拓展路径，打造二手车供销服务平台。2018 年公司累计实现代理交易量 26.62 万台，同比增长 51.80%。

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），并参与发起设立消费金融公司-陕西长银

[2] 2019 年 6 月 7 日，广汇股份发布《关于全资附属公司收到中国银保监会上海监管局行政处罚的情况说明公告》，广汇股份全资附属公司上海广汇德太保险代理有限公司（以下简称“德太保险”）收到《中国银保监会上海监管局行政处罚决定书》（沪银保监保罚字【2019】50 号），德太保险因编制或者提供虚假的报告、报表、文件或者资料、财务事项不真实、未按规定管理业务档案的行为被中国银保监会上海监管局责令改正，给予警告，并处罚款 43 万元。

消费金融有限公司。其中，汇通租赁全面运营所有新增融资租赁业务，广汇租赁负责管理原有的存量合同。截至2018年底，汇通租赁资产总额为185.84亿元，净资产为67.68亿元，2018年，汇通租赁实现营业收入25.09亿元，利润总额7.15亿元。

2018年，公司乘用车融资租赁总台次达23.03万辆，同比增长9.33%，同期实现收入23.08亿元，同比增长18.79%，租赁业务毛利率为72.20%，盈利能力很强。

表 13　近年来汽车融资租赁发生台次及生息资产余额

（单位：辆、亿元）

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
融资租赁总台次	165795	210630	230272	51585
期末生息资产余额	117.79	162.14	186.71	186.45

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，2016-2018年租赁业务的经营活动现金流净额分别为-9.65亿元、-35.73亿元和-0.36亿元，对公司经营活动获现情况存在一定影响。考虑到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风险。

5. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数提升至54.43 次；由于存货增长较快，公司存货周转次数同比下降至 7.81 次；总资产周转次数同比下降至 1.17 次。整体看，公司经营效率较好。

6. 未来发展

截至2019年3月底，公司在建工程账面余额为2.13亿元，主要为网点工程建设项目。

网点建设工程：目前在建的网点工程主要是对目前现有的经销网点进行改建、迁建和新建，主要包括：北区区域改建2家、迁建1家；华北区域改建1家；华中区域改建2家网点；新疆区域新建1家；四川区域改建1家；甘青宁区域改建3家网点；重庆区域新建1家、改建3家网点；陕西区域改建4家；江西区域改建4家。公司目前的新建4S店均已获得厂商授权。截至2019年3月底，网点建设项目的投资进度约为30%。

2019年，公司将继续坚持新建和收购并举的发展战略，持续优化全国网点布局，以主流及豪华品牌为主。同时，密切关注行业发展趋势，重点考察品牌和项目的盈利能力、市场竞争力，快速补充和完善公司的品牌体系和网点布局。以提高投资回报率为核心目标，加强现有网点和前期收购项目的快速整合运营能力，将企业的内控系统、管理理念、企业文化、创新业务推广到新收购店面，构建完善的运营体系，最大程度发挥网络协同力，形成整合效应。

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。

十、财务分析

公司提供了 2018 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 2019 年 1-3 月财务数据未经审计。

2018 年公司合并范围相比 2017 年的主要变动包含：①非同一控制下的企业合并：公司及江西运通华融汽车服务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同一控制下企业合并：公司收购了广汇股份持有的德州市庞大之星汽车销售服务有限公司等庞大项目的股权；③处置子公司：当期出售贵州汇和汽车销售服务有限公司等 2 家子公司股权；④出资设立：当期以现金出资设立的 9 家全资子公司。2019 年一季度公司合并范围相比 2018 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 2018 年底，公司总资产 1126.28 亿元，所有者权益合计 340.25 亿元（含少数股东权益 12.51 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 1286.57 亿元，利润总额 43.75 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司总资产 1077.51 亿元，所有者权益合计 348.07 亿元（含少数股东权益 12.82 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 293.69 亿元，利润总额 11.44 亿元。

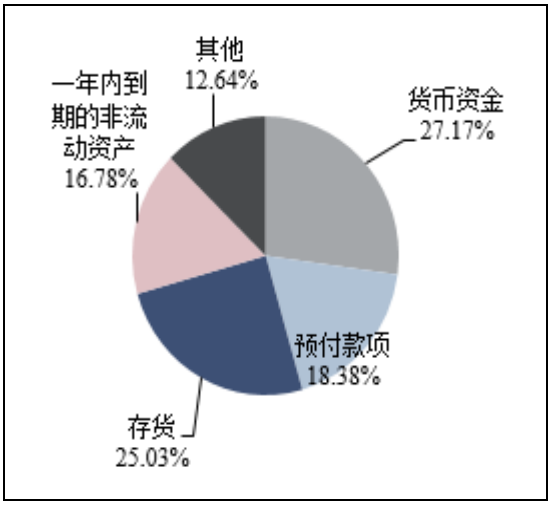
1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额同比增长5.29%至1126.28亿元。其中流动资产占58.48%，非流动资产占41.52%。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为658.59亿元，同比增长5.00%。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 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2018年底，货币资金总额178.97亿元，同比下降26.07%，主要系整车采购备货增加所致。其中，其他货币资金103.56亿元，主要为票据保证金和借款保证金等，使用受限。

截至2018年底，预付款项同比增长22.48%至121.04亿元（账龄1年之内的款项占99.66%），主要为预付整车及零部件采购款；预付款项余额前五名总额51.48亿元，占预付款总额的42.53%，集中度较高。

截至2018年底，公司其他应收款为36.57亿元，同比增长7.57%。其他应收款中，往来款及应收生产厂家保证金占比高；公司对其他应收款计提坏账准备0.67亿元。

截至2018年底，存货账面价值为164.84亿元，同比大幅增长26.64%，主要为库存商品；公司累计计提跌价准备0.16亿元，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 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 110.49 亿元，同比增长 22.26%，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 1.08 亿元。截至 2018 年底，公司其他流动资产同比大幅增长至 23.41 亿元，主要由购买的基金投资和理财产品（13.19 亿元）和待抵扣或预缴税金（10.07 亿元）构成。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为467.68亿元，同比增长5.71%，主要为固定资产（占21.35%）、商誉（占25.87%）、无形资产（占14.39%）及长期应收款（占17.47%）。

截至2018年底，公司长期应收款为81.71亿元，同比变动不大，主要为融资租赁业务产生的款项。公司累计计提坏账准备0.67亿元。截至2018年底，受限长期应收款为108.60亿元（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。

截至2018年底，公司长期股权投资为63.86亿元，同比增长19.14%。公司所投联营企业中，投资规模较大的对象包括上海爱卡投资中心

（10.21亿元，持股比例为43.48%）和上海汇通汽车销售有限公司（48.75亿元，持股比例为46.05%）。

截至2018年底，固定资产、无形资产和商誉分别同比增长15.05%、12.37%和5.34%至99.84亿元、67.28亿元和120.98亿元，其中无形资产增长主要源于并购带来的特许经营权增加。商誉增长主要源于陕西区域、西南区域、华北区域等项目并购[3]，商誉规模大且持续增长，公司累计计提的商誉减值准备为1.24亿元，计提比例低，存在一定减值风险。固定资产中账面价值为4.17亿元的房屋及建筑物已作为借款抵押物。

截至2019年3月底，公司资产总额1077.51亿元，较上年底下降4.33%，流动资产和非流动资产分别占56.27%和43.73%，构成较上年底变动不大。其中，货币资金较上年底下降34.62%至117.02亿元，主要用于偿还到期应付票据。可供出售金融资产调整至其他非流动金融资产科目核算。其余科目变动不大。

公司受限资产主要为受限货币资金、用于抵质押借款的固定资产、无形资产、长期应收款等。截至2019年3月底，公司受限资产规模为184.36亿元，占资产总额的17.11%，主要为受限货币资金（56.44亿元）和受限长期应收款（122.48亿元，含一年内到期部分），公司受限资产规模较大。

跟踪期内，公司资产规模有所波动，存货和预付款的增长加大了营运资金占用，货币资金受限比重高、部分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。总体看，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 2018 年底，公司所有者权益 340.25 亿元，同比增长 10.74%，主要源于利润的累计和少数股东权益的增长；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 47.42%）、资本公积（占 10.12%）和未分配利润（占 40.53%）等科目构成。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 348.07 亿元，金额及结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司权益规模保持增长，未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额同比增长 3.10%至 786.02 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 83.82%和 16.18%，流动负债占比有所上升。

截至 2018 年底，公司流动负债同比增长 11.04%至 658.85 亿元，主要源于短期借款、其他应付款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 24.90%）、应付票据（占 31.25%）、其他应付款（占 15.96%）和一年内到期的非流动负债（占 20.43%）等。

截至 2018 年底，短期借款 164.08 亿元，同比增长 24.03%，信用借款、抵押借款、保证借款分别占 35.95%、34.17%和 26.47%。由于票据结算仍为公司整车采购的主要方式，应付票据保持在较大规模，2018 年底为 205.92 亿元，同比变动不大，全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，其他应付款 105.14 亿元，同比增长 40.71%，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关联方款项（58.31 亿元，主要包括应付广汇股份 32.17 亿元有息借款及应付 Baoxin Auto Finance I Limited 28.28 亿元有息借款）、应付股权收购款（11.80 亿元）和应付保证金（13.99 亿元）等。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 134.59 亿元，同比提升 14.82%，主要构成为一年内到期的长期借款 79.79 亿元和一年内到期的应付债券 53.88 亿元。

[3]截至 2018 年底，公司 122.22 亿元商誉原值主要源于华北区域（24.97 亿元）、西北区域（20.89 亿元）、北方区域（19.53 亿元）和陕西区域（16.67 亿元）；其中，2018 年增加主要来自的是陕西区域和西南区域，当期分别增加商誉 7.48 亿元和 7.47 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 127.17 亿元，同比下降 24.77%，非流动负债主要由长期借款（占 67.83%）和应付债券（占 17.70%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款 86.26 亿元，同比下降 18.46%；应付债券同比下降 51.54%至 22.51 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 729.44 亿元，较上年底下降 7.20%，其中应付票据下降 38.68%至 126.26 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下降 13.50%至 90.95 亿元，主要系应付往来款减少所致；应付债券较上年底下降 29.94%至 15.77 亿元。

截至 2019 年 5 月底，公司本部存续债券（如下表）的发行金额合计 90.61 亿元，当前剩余额度为 72.57 亿元，将于一年内到期或行权的债券余额合计 54.11 亿元，到期/行权日以 2019 年下半年居多，公司存在一定集中兑付压力。

表 14　截至 2019 年 5 月底公司存续债券情况

证券名称	发行日期	到期日期	行权日	发行规模（亿元）	当前余额（亿元）
18 汽车 G3	2018-12-17	2021-12-20	2020-12-20	7.96	7.96
18 广汇 G2	2018-09-17	2021-09-20	2020-09-20	3.50	3.50
18 广汇 G1	2018-08-06	2021-08-08	--	7.00	7.00
17 广汇 G2	2017-10-09	2020-10-11	2019-10-11	9.45	9.45
17 广汇 G1	2017-07-07	2020-07-11	2019-07-11	11.70	11.70
17 广汇汽车 MTN001	2017-03-13	2020-03-14	--	7.50	7.50
16 广汇汽车 MTN001	2016-10-21	2019-10-25	--	7.50	7.50
16 广汇 G3	2016-08-02	2019-08-03	--	10.30	10.30
16 广汇 G2	2016-07-04	2019-07-05	--	25.70	7.66
合计				**90.61**	**72.57**

资料来源：联合资信整理

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 674.14 亿元，同比增长 6.59%；其中短期债务占 83.86%，长期债务占 16.14%。截至 2018 年底，得益于公司权益规模的增长，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 69.79%、66.46%和 24.22%。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 630.33 亿元，较上年底下降 6.50%，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 67.70%、64.42%和 24.69%，较上年底变动不大。

跟踪期内，公司债务规模有所波动，有息债务负担重且短期债务占比进一步提升，债务结构有待改善；此外，公司将于一年内到期/行权的债券余额较大，存在一定集中兑付压力。

3. 盈利能力

2018年，公司营业收入同比增长2.02%至1286.57亿元，营业利润率为10.15%，较上年的9.27%有所提升，主营业务盈利能力稳定。

从期间费用来看，2018年期间费用共计83.69亿元，同比增长12.78%，占营业收入的比重为6.51%，较上年的5.62%有所上升，费用控制能力尚可。同期，公司发生资产减值损失7.02亿元，同比增长104.40%，主要由存货跌价损失和长期股权投资减值损失（公司持有上海爱卡投资中心股权，该公司近年来持续亏损）构成。2018年公司实现营业利润43.58亿元，同比下滑12.73%，实现利润总额43.75亿元，当期总资本收益率和净资产收益率分别为5.48%和10.21%，盈利能力有所下降。

2018年，公司计入其他收益的政府补贴为1.27亿元，营业外收入为0.76亿元；规模较小。

2019年1-3月，受整车市场持续下行，公司

实现营业收入293.69亿元，同比下降5.20%，营业利润率为10.46%，较2018年有所提升；公司实现利润总额及净利润分别为11.44亿元和9.50亿元，同比下降20.17%和20.29%。

跟踪期内，公司经营规模保持领先，并购整合后的规模效应逐步形成，通过持续的品牌优化、全国性网点布局以及汽车后业务的发展，对行业下行形成了一定抵御，主业盈利能力较为稳定。但受期间费用上升及非经常性损益规模变化影响，公司利润水平有所下降。

4. 现金流分析

2018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4.03%和4.40%至1580.60亿元和1600.15亿元；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5.47%和5.26%至1477.08亿元和1585.50亿元，增幅略高于现金流入的增幅，经营性净现金流同比下降44.75%至14.65亿元，主要系销售备货使得存货及预付款项同比增加所致。2018年，公司现金收入比为122.85%，较上年稍有提升，保持了良好的收入实现质量。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入同比大幅下降至96.53亿元，主要由于收回投资收到现金由上年的214.87亿元降至63.39亿元（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下降40.76%至159.37亿元，投资活动现金流出主要由投资支付的现金构成（89.67亿元）。公司当期的投资性净现金流由上年的-19.24亿元变动至-62.85亿元。经营活动获现无法满足投资支出缺口，公司存在外部融资需求。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入374.00亿元，同比下降20.06%，主要来自取得借款和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出同比增长4.92%至397.03亿元，主要用于偿还债务；公司筹资性净现金流由上年的89.43亿元降至-23.03亿元。

2019年1-3月，公司经营活动现金流入370.46亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金364.19亿元，同比下降2.35%；现金收入比为124.00%；经营活动净现金流为-75.59亿元（上年同期为-89.66亿元），净流出规模同比稍有下降，当期整车采购支出有所减少。同期，公司投资活动现金流净额41.22亿元（上年同期为38.06亿元），同比大幅增长，一方面由于2019年收购计划放缓，取得子公司支付的现金同比减少，另一方面系当期因兑付银行承兑汇票而解除使用限制的保证金增加，使得收到其他与投资活动有关的现金增长所致；筹资活动现金流净额19.54亿元，上年同期为-42.30亿元，主要系本期取得借款增加所致。

跟踪期内，公司经营性现金流入规模大且整体保持增长，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。考虑到公司未来仍将持续扩张网点，公司存在融资需求。

5. 偿债能力

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为99.96%和74.94%，较上年底分别减少5.75和8.83个百分点；由于经营性净现金流净流量同比下滑，公司经营现金流动负债比较上年减少2.25个百分点至2.22%。截至2019年3月底，公司流动比率回升至101.16%，速动比率由于存货的增长降至72.44%。考虑到公司短期债务规模大，货币资金受限比重高，存货、预付款项及应收融资租赁款等经营性占款占比高，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA同比下降1.61%至77.22亿元；同期EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA两项指标分别为3.69倍和8.73倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年3月底，公司对外担保合计0.62亿元，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2019年3月底，公司共获得各家金融机

构授信总额度684.82亿元，尚未使用额度300.11亿元，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2019年6月11日，公司无不良信贷信息记录，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

2018 年，公司 EBITDA 为“17 广汇汽车 MTN001”的 10.30 倍，对“17 广汇汽车 MTN001”保障能力强。

截至 2019 年 5 月底，公司存续债券共计 72.57 亿元。以行权日计，公司将于一年内到期的债券余额为 54.11 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司剔除受限部分的现金类资产为 74.02 亿元，为一年内到期债券余额的 1.37 倍，保障能力较强；2018 年，公司经营活动现金流入量为应付债券余额的 22.05 倍，经营活动现金流量净额为应付债券余额的 0.20 倍，公司 EBITDA 为应付债券余额的 1.06 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强。

表15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	54.11
现金类资产/一年内到期债券余额	1.37
经营活动现金流入量/应付债券余额	22.05
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.20
EBITDA/应付债券余额	1.06

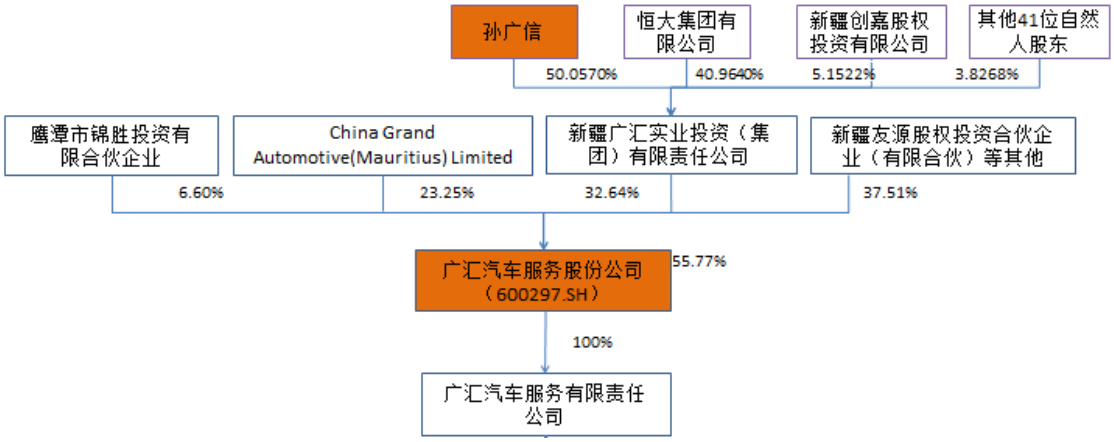
资料来源：联合资信整理

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

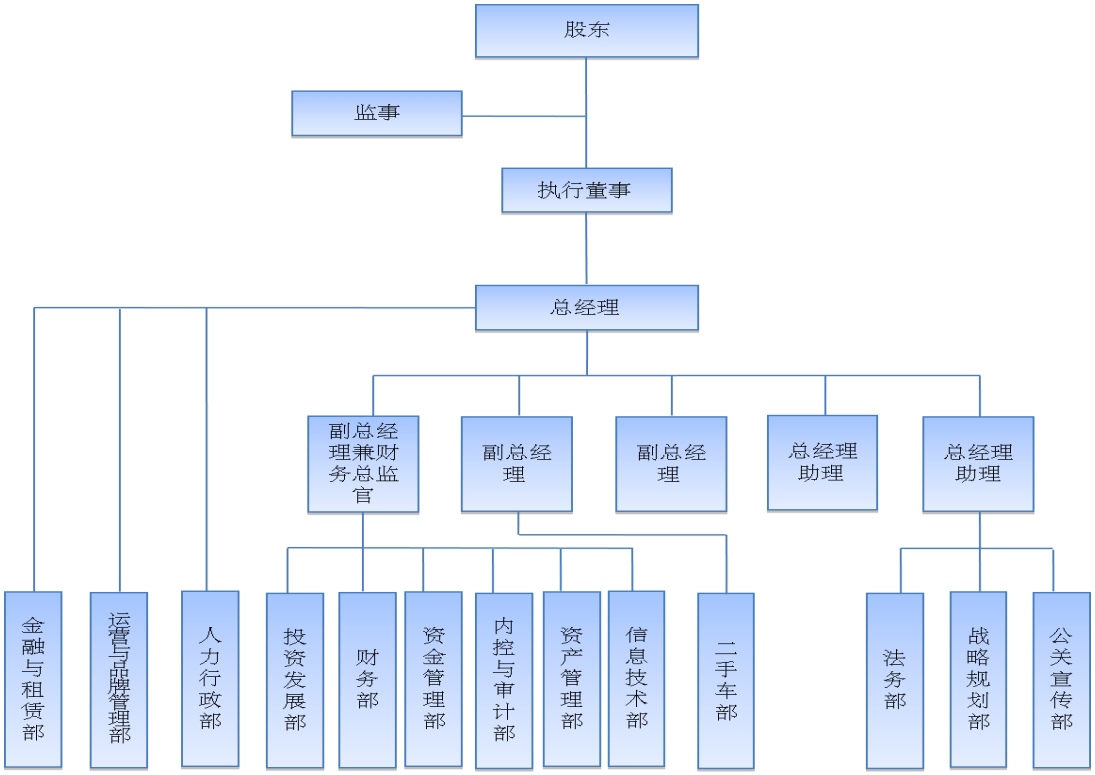
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.97	146.65	75.86	74.02
资产总额(亿元)	877.37	1069.65	1126.28	1077.51
所有者权益(亿元)	226.42	307.25	340.25	348.07
短期债务(亿元)	407.91	480.20	565.37	516.22
长期债务(亿元)	115.82	152.24	108.77	114.11
全部债务(亿元)	523.73	632.44	674.14	630.33
营业收入(亿元)	1183.04	1261.05	1286.57	293.69
利润总额(亿元)	38.07	49.75	43.75	11.44
EBITDA(亿元)	61.85	78.48	77.22	--
经营性净现金流(亿元)	21.77	26.51	14.65	-75.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	59.03	52.33	54.43	--
存货周转次数(次)	8.17	8.94	7.81	--
总资产周转次数(次)	1.45	1.30	1.17	--
现金收入比(%)	121.12	120.49	122.85	124.00
营业利润率(%)	8.50	9.27	10.15	10.46
总资本收益率(%)	5.81	6.16	5.48	--
净资产收益率(%)	13.38	13.23	10.21	--
长期债务资本化比率(%)	33.84	33.13	24.22	24.69
全部债务资本化比率(%)	69.82	67.30	66.46	64.42
资产负债率(%)	74.19	71.28	69.79	67.70
流动比率(%)	91.53	105.71	99.96	101.16
速动比率(%)	67.46	83.77	74.94	72.44
经营现金流动负债比(%)	4.20	4.47	2.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.50	4.42	3.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.47	8.06	8.73	--

注：1.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除使用受限部分；3.其他应付款中有息部分已调整至短期借款及其他相关指标核算

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　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