跟踪评级公告

联合[2017] 1274 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，并维持“17广汇汽车CP001”的信用等级为A-1，“17广汇汽车MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十九日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
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

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 广汇汽车 CP001	5 亿元	2017/2/17~2018/2/17	A-1	A-1
17 广汇汽车 MTN001	7.5 亿元	2017/3/14~2020/3/14	AA	AA

评级时间：2017 年 6 月 29 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	47.90	38.51	49.97	47.93
资产总额(亿元)	614.90	755.25	877.37	875.45
所有者权益(亿元)	160.11	216.34	226.42	236.99
短期债务(亿元)	324.74	414.69	407.86	368.08
长期债务(亿元)	74.12	39.16	115.82	148.98
全部债务(亿元)	398.87	453.85	523.69	517.06
营业收入(亿元)	863.57	937.00	1183.04	254.83
利润总额(亿元)	22.95	27.34	38.07	12.79
EBITDA(亿元)	39.67	48.57	61.85	--
经营性净现金流(亿元)	12.64	55.45	21.77	-68.12
营业利润率(%)	8.18	8.92	8.50	10.49
净资产收益率(%)	11.21	9.95	13.38	--
资产负债率(%)	73.96	71.36	74.19	72.93
全部债务资本化比率(%)	71.36	67.72	69.81	68.57
流动比率(%)	99.57	97.61	91.53	99.85
经营现金流动负债比(%)	3.39	11.43	4.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.06	9.34	8.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	3.76	4.50	--

注：1.上表中现金类资产为剔除使用受限部分后的金额；
2.公司 2017 年 1~3 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，经销中高端品牌为主，2016 年以来，公司延续经销网络的扩张态势，收入规模和利润水平进一步攀升，期间费用控制加强，主业盈利能力稳定。同时，联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）也关注到，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，有息债务负担偏重；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《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，公司销售网络多布局于保有量偏低的中西部地区，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。

公司现金类资产（剔除受限）和经营活动现金流对“17 广汇汽车 CP001”和“17 广汇汽车 MTN001”均具有良好保障能力，债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“17 广汇汽车 CP001”A-1 的信用等级，维持“17 广汇汽车 MTN001”AA 的信用等级。

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. 公司是全国最大的乘用车经销与综合服务集团，经销中高端品牌为主，销售网络和品

牌优势明显，资产、权益、收入不断攀升。

3. 公司通过并购和新建不断拓展经销网络，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。
4. 公司主业盈利能力稳定，期间费用管控能力加强，利润水平实现较快增长。
5. 公司经营活动现金流对“17 广汇汽车 CP001”和“17 广汇汽车 MTN001”均具有良好的保障能力。

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；近年收购形成大规模商誉，若并购业务发展未及预期，存在商誉减值风险。
3. 公司货币资金受限比重高，存货和预付款项规模较大，有息债务负担重，短期债务规模大，存在短期支付压力。
4. 公司自有或租赁的部分土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐备、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主体长期信用及“17 广汇汽车 CP001”、“17 广汇汽车 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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”）完成重大资产重租：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 2017 年 3 月底，公司注册资本 100 亿元，广汇股份持有公司 100%股权，实际控制人为孙广信先生。

截至 2016 年底，公司资产总额 877.37 亿元，所有者权益合计 226.42 亿元（含少数股东权益 9.67 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 1183.04 亿元，利润总额 38.07 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 875.45 亿元，所有者权益合计 236.99 亿元（含少数股东权益 10.03 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 254.83 亿元，利润总额 12.79 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

截至 2017 年 3 月底，公司存续债券“17 广汇汽车 CP001”的发行额度和发行期限分别

[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。

为 5 亿元和 1 年，“17 广汇汽车 MTN001”的发行额度和发行期限分别为 7.50 亿元和 3 年，上述两期债券所募资金已全部使用完毕，用途未发生变更。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增

价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济分析

1. 汽车行业概况

2016 年，中国汽车产销再次步入较快增长，全年产销量分别完成 2811.9 万辆和 2802.8 万辆，同比分别增长 14.5%和 13.7%，增速分别高于上年 11.2 和 9.0 个百分点；其中乘用车销量 2437.7 万辆，同比增长 14.9%，商用车销量 365.1 万辆，同比增长 5.8%，受益于货车销量拉动，商用车销量增速实现了 2014 年以来的首次正向增长。进出口方面，根据中汽协编辑整理的海关总署数据显示，2016 年，国内汽车市场需求回升，汽车整车进口总量 107.70 万辆，同比下降 2.26%，降幅收窄 20.47 个百分点，其中轿车进口量同比止跌回升，越野车略有下降，小型客车降幅依然明显；出口量达 80.98 万辆，同比增长 7.19%，其中客车同比增长明显。

2017 年 1~3 月，汽车产销平稳增长，同比分别增长 7.99%和 7.02%至 713.31 万辆和 700.20 万辆；其中，乘用车产销分别完成 610.73 万辆和 594.76 万辆，同比增长 6.84%和 4.63%，商用车产销 102.57 万辆和 105.45 万辆，同比增长 15.37%和 22.85%，商用车增幅显著提升。

从库存系数来看，根据中国汽车流通协会统计：一方面，合资品牌的经销商库存系数整体低于（优于）自主品牌库存系数，从动态均衡的角度看（比如，以年为周期计算平均值），两者差距在 0.35~0.40 的区间内，说明合资品牌汽车相比自主品牌具备更优的去库存效率；另一方面，2014~2016 年，汽车经销商库存系数是在逐渐下降的，合资品牌汽车近三年的库存系数均值（按“月度库存系数之和/12”计算）分别为 1.48、1.33 和 1.23，自主品牌分别为 1.84、1.74 和 1.57，但按照行业惯例，当期末库存量超过当期销量 50%时，应当及时关注资金周转灵活度和控制库存压力，可见自主品牌库存系数偏高。

新能源汽车市场

根据中汽协的统计，2016 年，新能源汽车增速相比上年有所放缓，产销分别完成 51.7 万辆和 50.7 万辆，同比分别增长 51.7%和 53.0%，仍呈快速增长态势。其中，纯电动汽车产销分别完成 41.7 万辆和 40.9 万辆，同比分别增长 63.9%和 65.1%；插电式混合动力汽车产销分别完成 9.9 万辆和 9.8 万辆，同比分别增长 15.7%和 17.1%。

2016 年，新能源乘用车中，纯电动乘用车产销分别完成 26.3 万辆和 25.7 万辆，同比

分别增长 73.1%和 75.1%；插电式混合动力乘用车产销分别完成 8.1 万辆和 7.9 万辆，同比分别增长 29.9%和 30.9%；新能源商用车中，纯电动商用车产销分别完成 15.4 万辆和 15.2 万辆，同比分别增长 50.2%和 50.7%；插电式混合动力商用车产销分别完成 1.8 和 1.9 万辆，同比分别下降 22.5%和 19.3%。

乘用车市场

乘用车市场作为汽车市场的主要构成，2015 年销量首次超过 2000 万辆，2016 年销量完成 2437.7 万辆，同比增长 14.9%，增速相比上年提升 7.63 个百分点；受益于购置税减半政策，2016 年，1.6 升及以下乘用车销售 1760.7 万辆，同比增长 21.4%（上年增速为 10.38%），占乘用车销量 72.2%（上年为 68.6%），是支撑乘用车市场增长的主力细分。分车型看，2016 年，轿车销售 1215.0 万辆，同比增长 3.4%，SUV 销售 904.7 万辆，同比增长 44.6%，MPV 销售 249.7 万辆，同比增长 18.4%，交叉型乘用车销售 68.4 万辆，同比下降 37.8%；SUV 延续快速增长，MPV 增速进一步提升，体量最大的轿车增速转正，交叉性乘用车持续下滑。

表1　乘用车各细分市场销量增幅对比（单位：%）

细分市场	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年一季度
轿车	3.1	-5.3	3.4	0.6
SUV	36.4	52.4	44.6	20.9
MPV	46.8	10.1	18.4	-17.4
交叉型乘用车	-18.1	-17.5	-37.8	-22.7
乘用车市场合计	**9.9**	**7.3**	**14.9**	**4.6**

数据来源：根据中国汽车工业协会资料整理

2017 年一季度，中国市场中的乘用车销量为 594.76 万辆，同比增长 4.63%，增速较上年同期下降 2.12 个百分点。按车型分类：轿车销售 283.95 万辆，同比增长 0.59%；SUV 销售 238.61 万辆，同比增长 20.91%；MPV 销售 55.34 万辆，同比下降 17.40%；交叉型乘用车销售 16.86 万辆，同比下降 22.74%。

从整体价格趋势看，根据中国汽车流通协会的统计，2016 年 1~12 月的乘用车整体价格变化指数（当月值）均为负数，价格走势持续下行；而对比增速相对低的 2014~2015 年，其二、三季度仍能呈现一定幅度的价格回升，可见 2016 年乘用车市场价格压力明显。进入 2017 年，1 月该指数仍为负数，2~3 月由负转正，比往年更早进入价格上升通道。

总体看，受益于购置税减半政策对相应车型的拉动作用，2016 年乘用车销量增速再度回升，轿车实现正向增长，SUV 销量持续快速攀升，MPV 销量增速进一步提高，但从价格趋势可见，价格下行压力集中凸显于 2016 年。2017 年一季度看，由于购置税优惠政策退坡等因素影响，乘用车销量略有回落，但价格有所恢复，随着未来各品牌新车型的逐步推出以及四季度传统旺季的到来，2017 年乘用车市场仍有望获得平稳增长。

2.　汽车经销

2016 年，中国汽车经销商百强企业营业收入为 1.5 万亿，同比增长 17.9%；整车销售 780.3 万辆（含二手车），同比增长 19.8%；同时盈利规模有明显提升，毛利润总额为 771.7 亿元，同比增长 34.6%，净利润为 197.3 亿元，同比上升 34.6%。但另一方面，据国家统计局发布的 2017 年 1~4 月汽车类消费的累计增速为 3.4%，而流通协会库存预警指数已连续 4 个月超过或接近 60%，位于收缩区间、库存系数持续处于警戒线以上，汽车市场下行压力仍存在。

表 2　2016 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	1354.22	91.50
2	中升集团控股有限公司	715.99	32.80
3	利星行汽车	661.77	15.75
4	庞大汽贸集团股份有限公司	660.09	52.18
5	上海永达控股（集团）有限公司	559.89	17.26
6	国机汽车股份有限公司	505.85	17.07
7	恒信汽车集团股份有限公司	442.84	24.12

8	大昌行集团有限公司	399.57	8.33
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	363.94	23.20
10	中国正通汽车服务控股有限公司	315.19	10.56

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

3. 行业政策及关注事项

减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税

2016 年 12 月，财政部、国家税务总局发布《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》，自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5%税率征收车辆购置税；自 2018 年 1 月 1 日起，恢复 10%的法定税率。本次《通知》是在 2015 年发布的“2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日购买 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”基础上，相应降低了购置税优惠力度。

从 2016 年销量看，之前实施的购置税减半政策有力促进了相应车型的销售，尤其在 6~11 月，乘用车当月销量同比增速均在 17%以上，下半年贡献了全年销量的 55%（2015 年贡献率是 52%），一定程度透支了后续的消费需求。随着新优惠政策出台，一方面对 2017 年的销售增长带来阶段性影响，另一方面相应企业也可能调整新车型的布局计划。

商务部正式发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》（下称“《办法》”）自 2016 年 1 月公开征求意见，已于 2017 年 2 月经商务部审议通过，自 2017 年 7 月 1 日起施行；同时废止《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令 2005 年第 10 号）。《办法》在“总则”之后，通过对销售行为规范、销售市场秩序、监督管理、法律责任几个方面具体阐述，相比之前，将适用范围“销售”扩展到“销售+售后”，重点明确供应商、经销商、售后服务商等市场主体的权责，同时从明示收费标准、建立投诉制度等方面强化消费者权益。

《办法》对市场主体权责规范进行了部分修订，对重点修订的分析如下：①取消单一的品牌授权模式：经销市场可能会出现授权经营和非授权经营两种形式，可使经销商门槛降低，市场渠道多元化；②若供应商采取授权方式，规定品牌授权期（不含店铺建设期）一般每次不低于 3 年，首次授权一般不低于 5 年（原先规定 1 年 1 次）：由于 4S 店具一定投资门槛，面临人工和租金成本上涨压力，延长授权期能够维护经销商投资利益；③规定供应商、经销商不能对消费者限定汽车相关用品的提供商和售后服务商、强制消费者购买保险等业务（原先规定由汽车供应商安排销售和售后服务）：有助于打破整车厂商对汽配维修等售后的专营，引入竞争因素，也从另一方面倒逼厂商让度部分售后利润；④规定供应商不得要求经销商同时具备销售和售后服务等功能，不得规定汽车销量以及整车、配件库存品种或数量（双方在签署授权合同或合同延期时达成一致的除外），不得限制经营其他供应商商品以及为其他供应商提供配件等售后服务，不得对经销商搭售未订购的商品，不得限制经营本企业汽车产品的经销商之间相互转售（之前仅限定供应商不得强行规定经销数量和进行品牌搭售）：在货源及备货、跨区域供货、销量及价格等方面，削弱供应商对经销商的限制，另经销商有更多自主销售、资源调配的空间；⑤新增新能源汽车和三四线城市汽车经销模式创新的要求，管理发展电子商务（之前未有涉及）：对目前快速增长的新能源汽车销售模式提出了发展建议。

随着汽车市场不断扩展，品牌竞争加剧使得盈利承压，上游厂商和下游经销商在经销准入门槛、投资回报、垫资压力、经营自主权方面的不对等地位凸显，厂商地位相对强势。新出台的《办法》允许非授权经营，放宽市场准入，意图打破品牌厂商对售后环节的垄断，推动销售、售后分离，削弱厂商对经销商的控制力度；一方面重新规范上下

游的资源分配和话语权，另一方面通过促进渠道多元化、信息透明化来保障消费者权益，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。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规范和提高，运作成熟的“以4S 店为标志的品牌授权经营模式”可能仍是市场主要业态；经销商虽被松绑，但新制度下的多元化发展将引入更多竞争、加速优胜劣汰，而随松绑可能带来“热销车型多层转售、大型经销商压价竞争、通过关联销售及转售虚报销量”等提高流转成本、非合理竞争行为，厂商也应对此加强合同约定和监督。

持续打击汽车产业价格垄断

2014 年 8 月以来，国家发改委及各地物价局每年均会针对汽车产业链各端的价格垄断协议行为通报并罚款，“反垄断”监管具有持续性；2016 年 4 月，国家发改委对上海韩泰轮胎及相关经销商处以 217.52 万元罚款，同年 12 月，上海市物价局对上汽通用限定车型最低售价行为开出 2.01 亿元罚款。同时，国家发改委同关部门研究起草《关于汽车业的反垄断指南》，已于 2016 年 3 月公开征求意见，该《指南》重点关注与新车销售、售后配件流通、售后维修服务以及滥用市场支配地位的行为，在结构上匹配《反垄断法》。

目前，反垄断指南正式推出在即，反垄断处罚已覆盖上游零部件、中游厂商、下游经销商及汽车后市场等产业链各端，且由于话语权较强的整车厂商由于销售规模大导致罚单金额高（通常按上一年度涉案产品销售额的 4%计）。可见，反垄断监察具有较强的连续性和处罚力度，行政监管对整车生产和经销环境的整治是长期存在的目标。

六、重大事项

1. 间接参股宝信汽车集团有限公司

公司与广汇股份通过下属的广汇汽车服务（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%）于 2016 年 6 月 27 日完成对宝信汽车集团有限公司（下称“宝信汽车”，股票代码为 1293.HK）75%股权的要约收购（以股份变更登记日为准）。公司将宝信汽车股权投资计入“长期股权投资”科目，自 2016 年 6 月 1 日起享有其收益；广汇股份将宝信汽车纳入合并范围。

截至 2016 年底，宝信汽车总资产 216.90 亿元，所有者权益合计 50.41 亿元；2016 年，宝信汽车实现收入 257.04 亿元，同比增长 8.11%；受益于期间费用控制能力的强化，除税前利润同比大幅增长 58.02%至 5.92 亿元。

2. 广汇股份完成 2016 年业绩承诺

广汇集团承诺：广汇股份 2015、2016、2017 年净利润不低于 182952.17 万元、232406.67 万元和 280341.23 万元。上述净利润均为扣除非经常性损益（依法取得的财政补贴及税收减免除外）后的净利润。

2016 年度，广汇股份盈利实现数为 276960.05 万元，较盈利预测中的 2016 年度预测净利润增加 44553.38 万元，实现率为 119.17%。

3. 陕西长银消费金融有限公司开业

汇通信诚作为一般出资人现金出资 9000 万元（持股 25%）与长安银行股份有限公司（下称“长安银行”）、北京意德辰翔投资有限公司共同参与发起设立陕西长银消费金融有限公司（下称“长银金融”）的事项已经监管机构核准。长银金融于 2016 年 11 月正式开业，注册资本金 3.6 亿元，总部设在西安市，其业务主要依托股东资源、商业零售机构、自营网点及互联网等渠道，为有稳定收入的中低收入客户群提供消费金融需求（单笔贷款额度最高不超过 20 万元）。

4. 母公司计划非公开发行 A 股股票

根据母公司广汇股份发布公告称：广汇

股份拟申请向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过（含）9.94 亿股 A 股（8.05 元/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），中国证监会于 2016 年 6 月 3 日审核通过了上述申请，尚待证监会核准发行的正式文件[2]。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，未来若募投资金完成注入，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。

七、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. 企业规模和竞争力

母公司广汇股份 2016 年以 1354.22 亿元的营业收入和 91.50 万辆的年度销量（含二手车）位列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”第 1 位；作为广汇股份的重要子公司，公司 2016 年实现营业收入 1183.04 亿元，超过第 2 名的中升集团控股有限公司逾 460 亿元，规模优势显著。

截至 2016 年底，公司经销近 60 个乘用车品牌，建立了覆盖 27 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，拥有近 600 家 4S 店。公司战略性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、雷克萨斯、英菲尼迪、讴歌等高端品牌的经销服务网点达 60 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，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。

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

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。

2016 年，在整车销售及汽车后市场业务持续攀升的拉动下，公司主营业务收入同比增长 26.36%至 1179.48 亿元，其中整车销售、维修服务、佣金代理和汽车租赁业务分别占 88.99%、7.40%、2.15%和 1.46%，前三项业务同比分别增长 27.06%、18.85%和 65.67%，维修和销售业务增长匹配度高，佣金代理业务快速扩张；汽车租赁业务同比下降 7.48%，主要是公司出于风控考虑而放慢扩张节奏，同时为加强流动性，将部分融资租赁生息资产通过资产证券化方式打包出售（不体现在资产负债表中），使得日均资产水平和总收益有所回落。

毛利率方面，2016 年，公司主营业务综合毛利率为 8.64%，较上年的 9.01%略有下降，除了佣金代理业务毛利率小幅上升 1.79 个百分点外，其余 3 项业务均有 0.1~2.2 个百分点的回落，整体变动不明显。其中，整车销售毛利率为 4.08%，经销类业务竞争激烈、毛利率偏薄，维修服务业务毛利率为 30.84%，保持在良好水平；佣金代理和汽车租赁业务毛利率均位于 70%以上，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

[2]保荐机构西南证券股份有限公司（下称“西南证券”）于 2017 年 5 月收到中国证监会的《处罚决定书》，公司本次非公开发行的保荐代表人不涉及处罚相关事项。西南证券已于 2017 年 4 月根据相关法规向中国证监会报送了广汇股份非公开发行项目的复核报告，非公开项目目前仍处于证监会审核流程中。

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）。整体看，公司主业盈利能力稳定，汽车后市场毛利率水平高。

截至 2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 254.10 亿元，较上年同期微降 1.27%，综合毛利率为 10.83%，较上年同期上升了 1.48 个百分点。

表 3　公司主营业务收入和毛利率构成　(单位：亿元、%)

分行业	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	763.30	88.64	3.83	826.02	88.49	4.21	1049.58	88.99	4.08	220.05	86.60	5.57
维修服务	70.23	8.15	32.07	73.42	7.87	33.03	87.26	7.40	30.84	22.40	8.82	29.05
佣金代理	11.18	1.29	74.38	15.31	1.64	77.19	25.36	2.15	78.98	7.03	2.76	79.50
汽车租赁	16.37	1.92	69.78	18.67	2.00	71.18	17.28	1.46	70.28	4.62	1.82	68.61
合计	**861.07**	**100.00**	**8.30**	**933.43**	**100.00**	**9.01**	**1179.48**	**100.00**	**8.64**	**254.10**	**100.00**	**10.83**

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。2016 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 21.20%、20.80%和 10.20%，合计占比超过 50%；2017 年第一季度，销售前三强仍是上述 3 个区域，其中华北、西北大区的贡献比重分别下降 1.50 个和 0.90 个百分点，广西区域的贡献比重上升 2.3 个百分点，上述区域的居民消费和经济增长情况可能会影响到区内的销售收入，考虑到公司大多数销售区域的贡献比重位于 10%以下，有助于分散销售终端过于集中而带来的风险。

表 4　公司销售收入区域分布情况（单位：亿元、%）

地区	2016 年		2017 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比
华北大区	250.27	21.20	50.01	19.70
西北大区	245.55	20.80	50.66	19.90
北方区域	108.68	9.20	23.21	9.10
广西区域	120.36	10.20	31.79	12.50
重庆区域	94.11	8.00	20.52	8.10
四川区域	91.49	7.80	17.08	6.70
贵州区域	61.00	5.20	13.50	5.30
安徽区域	62.05	5.30	13.25	5.20
江西区域	55.52	4.70	9.80	3.90
陕西区域	50.68	4.30	11.08	4.40
华东区域	3.65	0.30	1.12	0.40
云南区域	19.38	1.60	7.53	3.00
其他	16.75	1.40	4.56	1.80
合计	**1179.48**	**100.00**	**254.10**	**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，公司收入规模进一步攀升，主业盈利能力稳定，汽车后业务盈利能力强；但整车销售作为公司第一大板块，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

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，截至 2016 年底的经销区域平台达 10 个，拥有各类乘用车品牌授权 4S 店近 600 家，较上年末增加 100 家，2016 年汽车销量延续上升态势，同比增长 30%至 82.30 万辆，整车销售收入同比增长 27.06%至 1049.58 亿元；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，2016 年实现维修服务收入 87.26 亿元，完成入场维修台次 596.34

万次，两者同比分别增长 18.85%和 6.87%，增速相比上年的 4.55%和 4.86%明显提升；但由于汽车行业竞争激烈、产品价格下沉，2016 年整车销售和维修服务的毛利率均有小幅下降，分别为 4.08%和 30.84%。2017 年一季度，公司整车销售和维修服务收入分别为 220.05 亿元和 22.40 亿元，毛利率分别为 5.57%和 29.05%。

截至 2016 年底，公司经销近 60 个乘用车品牌，主要以通用别克、通用雪佛兰、北京现代、上海大众、东风日产、一汽大众、通用凯迪拉克、一汽奥迪、沃尔沃、奔驰等中高端品牌为主（2016 年上述品牌销量占 60%），以中高端品牌汽车的销售为主。相应地，公司的品牌采购也较为集中，2016 年，公司向前五大供应商的采购占比为 59.38%，较上年集中度提升 7.05 个百分点，其中对上海通用和上汽大众的采购额增长较快（同比分别增长 106.35%和 63.30%），其余 3 家厂商的采购额同比均有 6~22%的增长。

表 5　近年公司主要品牌乘用车销量情况（单位：万辆）

汽车品牌	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
通用别克	6.73	9.52	11.56	1.82
通用雪佛兰	3.57	4.36	3.85	0.67
通用凯迪拉克	0.33	3.07	0.53	0.21
北京现代	6.89	6.29	6.55	0.90
上海大众	5.71	5.18	7.31	1.29
东风日产	4.45	5.05	5.81	1.13
一汽大众	4.48	5.41	6.34	1.17
合计	**32.16**	**36.12**	**41.95**	**7.19**

资料来源：公司提供

表 6　2016 年公司前五大供应商情况（单位：亿元）

供应商	采购额	采购占比
上海通用汽车有限公司	213.25	19.76
一汽-大众销售有限责任公司	173.06	16.04
上海上汽大众汽车销售有限公司	115.08	10.66
北京现代汽车有限公司	69.92	6.48
东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	69.49	6.44
总计	**640.79**	**59.38**

资料来源：公司提供

2016 年，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，年内收购和新建的 4S 店分别为 93 家和 23 家，由于拆迁及策略性调整，公司年内关闭门店 16 家；2017 年一季度通过收购方式增加门店 2 家。截至 2017 年 3 月底，公司共经营 600 家 4S 店，以自有物业为主（按面积），其中豪华 4S 店 112 家、中高端品牌 488 家，以中高端及以上品牌门店为主，覆盖全国 27 个省、自治区、直辖市。截至 2017 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 7　近年公司 4S 店数量变化情况（单位：家）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
收购 4S 店	1	77	93	2
新建 4S 店	12	13	23	0
关闭 4S 店	8	2	16	0
年末保有量	410	498	598	600

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、物业权属证明不齐备、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 2017 年 3 月底，公司使用的瑕疵土地合计宗地面积 51.14 万平方米（占公司全部土地使用权总面积 11.57%），使用的瑕疵房屋合计建筑面积为 182.92 万平方米（占使用的房屋总面积 59.25%）。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8 公司实际控制人和广汇集团针对使用物业产权瑕疵情况的承诺事项

承诺背景	承诺类行	承诺方	承诺内容	承诺时间	是否有履行期限
收购报告书或权益变动报告书中所作承诺	解决土地等产权瑕疵	广汇集团	在宝信汽车成为广汇股份的控股子公司后，如宝信汽车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，并使广汇股份、宝信汽车及其子公司免受损害。	2015 年 12 月	否
与重大资产重组相关的承诺	解决土地等产权瑕疵	孙广信、广汇集团	如广汇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《2016年年度报告》

按行业惯例，公司在整车采购时以每种车型的厂商指导价作为固定购买价格，订购车辆采用现金、票据或厂商金融的方式进行预付货款；公司主要以现金和票据形式向上游厂商预付全款（厂商会根据经销商库存情况给予一定贴息），少量情况下或上游厂商根据市场状况决策后，上游厂商会使用厂商金融形式（给予经销商购车付款一定的赊销额度和时间，一般不超过 60 天，车辆在经销商出库后必须付款）。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出现明显的上升，2016 年占比为 18.95%，2017 年一季度再度上升至 24.00%；同时电汇使用比重明显下降，票据始终是主导的采购支付方式。

表 9 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
2014 年	77.59	14.05	8.36
2015 年	57.49	13.83	28.67
2016 年	54.72	18.95	26.33
2017 年 1~3 月	59.38	24.00	16.61

资料来源：公司提供

综上所述，2016 年，公司整车销量稳步提升，行业地位显著，维修服务业盈利能力良好；但公司销售区域分布较广、存在一定管理难度，经销市场竞争激烈，整车销售利润承压。随着新《办法》的出台为经销商带来更多的经营自主性，公司凭借规模和资源优势，有望获得进一步的市场推展空间。

3. 佣金代理业务

公司的佣金代理服务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务、二手车交易代理服务，其中融资代理服务和保险代理服务是主要的收入和利润来源。2016 年，公司佣金代理收入同比增长 65.67%至 25.36 亿元，受益于客户保有量不断上升，公司佣金代理服务的客户基础增大，拉动收入增长，该业务毛利率为 78.98%，较上年增加了 1.79 个百分点；2017 年一季度，公司该业务的收入和毛利率分别为 7.03 亿元和 79.50%。

4. 汽车租赁业务

公司汽车租赁业务主要为乘用车融资租赁业务，并含有少量经营性租赁。截止 2017 年 3 月底，公司已为超 57.5 万客户提供了超 451.7 亿元的购车融资租赁服务，并为超 12.3 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，并参与发起设立消费金融公司-长银金融。

2016 年，公司进一步拓展汽车租赁业务，融资租赁总台次达 16.58 万辆，同比大幅增长 46.58%；由于年内公司将部分融资租赁生息资产通过资产证券化方式打包出售[3]，使得租赁收入以及年末生息资产的增速均明显低于租赁台

[3]截至 2017 年 3 月底，公司处于存续期的资产证券化产品共计 11 期，总发行金额为 120.22 亿元（优先级资产金额为 107.80 亿元），优先级剩余金额 33.84 亿元；其中 2 期资产证券化产品出表，发行金额分别为 13.29 亿元和 11.58 亿元。

次的增速，公司当期汽车租赁收入同比下降7.48%至17.28亿元，期末生息资产额度较上年末增长12.26%至117.79亿元；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，公司汽车租赁毛利率较上年微降0.90个百分点，2016年为70.28%。2017年一季度，公司汽车租赁收入和毛利率分别为4.62亿元和68.61%，季末生息资产升至121.89亿元，增幅不大。截至2016年底，逾期超过30天的融资租赁账户数量占总量的1.09%，逾期超过90天的融资租赁账户余额比重是0.78%。

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，2014~2016年租赁业务的经营性净现流分别为-11.44亿元、19.06亿元和-9.65亿元；考虑到母公司广汇股份拟进行的非公开发行股票募集资金将部分用于发展租赁业务，若顺利完成有利于充实融资租赁业务资本金；同时，随着公司租赁业务逐步成熟，增长速度相应回落，租赁合同回款额稳步提升，未来收付款的差额会逐步缩小。

表10　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	2014年	2015年	2016年	2017年一季度
融资租赁总台次	107558	113110	165795	40641
期末生息资产余额	115.00	104.93	117.79	121.89

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。

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

5. 经营效率

随着公司销售规模不断增长，2016年，公司存货周转次数和总资产周转次数不同程度提升，分别为8.17次和1.45次（上年分别为6.38次和1.37次）；应收账款增长快于收入增长，公司销售债权周转次数小幅降至59.03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2017年3月底，公司在建工程余额为12.32亿元，较2015年底的11.35亿元有所增长，主要由于2016年以来各项工程累计投入增加导致；公司各项工程中，汽车城及汽车工业园建造和4S店工程投资规模较大，2017年3月底的余额分别为8.15亿元和3.00亿元。

网点建设工程：截至2017年3月底，公司在建的网点工程主要是对目前现有的经销网点进行改建、迁建和新建，目前在建的工程主要包括：北区改建4家，华北区新建1家4S店、改建2家4S店，广西区新建5家4S，华中区改建1旧车市场，新疆区域新建5家4s店、，江西区域新建6家、改建4家4S店，贵州区域改建7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、改建2家4S，甘肃区域新建1家4S店、改建2家4S店。公司目前的新建4S店均已获得厂商授权。

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，其中项目借款额1.50亿元，为国家开发银行发放的项目贷款，到期日为2020年。

截至2017年3月末，公司在建项目预计总投资8.70亿元，已投资6.15亿元，尚需投资2.55亿元。2017年和2018年，公司计划用于收购的资金支出为20~30亿元，2017~2018年用于新建投资的资金支出为6~10亿元。未来，公司将在经营网点扩张上加大投入，加快二级网络建设，预计资金支出规模较大。

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。

十、财务分析

公司提供了 2014~2016 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 2017 年 1~3 月财务数据未经审计。

合并范围（一级子公司层面）：截至 2016 年底以及 2017 年 3 月底，公司合并范围相比 2015 年底未发生变动，财务数据具备可比性（门店并购发生在二级或二级以下子公司层面）。

截至 2016 年底，公司资产总额 877.37 亿元，所有者权益合计 226.42 亿元（含少数股东权益 9.67 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 1183.04 亿元，利润总额 38.07 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 875.45 亿元，所有者权益合计 236.99 亿元（含少数股东权益 10.03 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 254.83 亿元，利润总额 12.79 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额同比增长 16.17%至 877.37 亿元，其中流动资产同比基本持平，非流动资产由于并购导致同比快速增长 42.89%，相应地，非流动资产比重较上年底增加了 8.58 个百分点至 45.88%，但总资产始终以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产基本与上年持平，为 474.79 亿元，主要由货币资金（占 29.04%）、预付款项（占 16.72%）、存货（占 26.29%）和一年内到期的非流动资产（占 14.13%）等科目构成。相比上年末：随着经营规模扩大带动采购金额增长，公司应收账款、预付款项增长 41.55%和 45.31%至 23.42 亿元和 79.40 亿元（账龄 1 年之内的款项比重均超过 92%）；销量增长带动了库存去化，存货下降 10.48%至 124.83 亿元；在经营活动持续获现、投资支出缺口收窄、融资力度加大等因素的综合作用下，公司货币资金增长 9.17%至 137.90 亿元，其他货币资金为 87.96 亿元[4]，基本与上年底持平，主要为各类保证金，货币资金受限比重高；一年内到期的非流动资产（一年内到期的应收融资租赁款项）基本与上年持平。

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的增长，截至 2016 年底，在前述因素的推动下，公司非流动资产同比增长 42.89%至 402.58 亿元，非流动资产主要由长期应收款（占 15.96%）、固定资产（占 20.64%）、无形资产（占 15.02%）和商誉（占 25.78%）等科目构成。相比上年末：在新建项目以及并购企业的带动下，公司固定资产、无形资产、商誉分别增长 11.81%、25.31%和 37.14%，其中无形资产增长主要源于并购带来的特许经营权增加，商誉增长主要源于北方区域、广西区域的项目并购[5]，商誉规模大且持续增长，存在一定减值风险；由于对上海汇涌汽车销售有限公司（下称“上海汇涌”，公司持股 46.41%，上海汇涌通过控股子公司持有宝信汽车 74.99%的股权）[6]追加投资 45.65 亿元，公司长期股权投资由 2.69 亿元快速攀升至 49.24 亿元；在应收融资租赁款增长的带动下，公司长期应收款增长 39.35%至 64.23 亿元。

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 2016 年底，公司受限资产规模为 130.63 亿元，占资产总额的 14.89%（2015 年底的比重

[4] 截至 2016 年底的使用权受限的 87.96 亿元货币资金主要包含：票据保证金 79.52 亿元，借款保证金 8.42 亿元，质押给银行用于向银行贷款收购宝信汽车的保证金 15.83 亿元。

[5] 截至 2016 年底，公司的 103.78 亿元商誉主要源于北方区域（28.14 亿元）、西北区域（18.39 亿元）、华北区域（17.41 亿元）和四川区域（13.27 亿元）；其中，2016 年增加最为明显的是北方区域和广西区域，当期分别增加商誉 12.33 亿元和 8.34 亿元。

[6] 截至 2016 年底，上海汇涌资产总额 305.68 亿元，净资产 115.31 亿元；2016 年营业收入 171.56 亿元，净利润 2.73 亿元，综合收益总额-0.15 亿元（明显低于净利润，主要受其他综合收益-2.88 亿元的影响）。

为 21.28%）；截至 2017 年 3 月底，受限资产规模降至 99.39 亿元，占比降至 11.35%。公司受限资产规模较大，但比重有明显回落。

表 11　近期的公司资产受限情况

受限资产明细	2016 年底	2017 年 3 月底
使用受限的货币资金	87.96	58.18
使用受限的固定/无形资产	4.06	4.13
使用受限的长期应收款	38.61	37.08

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 875.45 亿元，基本与上年末持平，流动资产和非流动资产比重维持稳定。相比上年末：货币资金下降 23.08%至 106.07 亿元，主要由于公司兑付了一定量的承兑汇票，使用受限的金额相应下降 33.86%至 58.18 亿元；其他应收款和存货分别增长 46.12%和 15.59%至 53.15 亿元和 144.28 亿元，前者增长主要由于应收关联方款项的增加。

总体看，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，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. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益同比增长 4.66%至 226.42 亿元，主要由实收资本（占 44.17%）、资本公积（占 14.88%）和未分配利润（占 35.22%）等科目构成；权益构成较上年底差异不大。截至 2017 年 3 月底，由于未分配利润的积累，公司所有者权益进一步增至 236.99 亿元。公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额同比增长 20.79%至 650.95 亿元，流动负债和非流动负债同比分别增长 6.94%和 145.65%，后者的高增速是其占负债总额的比重由上年底的 9.99%提升至 20.31%，公司负债结构有所调整。

截至 2016 年底，公司流动负债同比增长 6.94%至 518.74 亿元，主要源于短期借款的增长（较上年底增加 41.35 亿元），公司流动负债主要以短期借款（占 33.43%）和应付票据（占 35.47%）科目为主，其中应付票据保持稳定。相比上年底：由于多次发行短期融资券和超短期融资券，公司短期借款同比增长 31.32%至 173.40 亿元；由于应付股权收购的大幅增加，公司其他应付款同比增长 56.31%至 45.48 亿元；由于上年集中偿付了一批到期应付债券，公司一年内到期的非流动负债同比下降 47.28%至 50.45 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债同比增长 145.65%至 132.20 亿元，主要由长期借款（占 35.80%）和应付债券（占 51.81%）科目构成，其中长期借款同比增长 123.63%至 47.32 亿元，应付债券同比增长 280.56%至 68.50 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额较上年末略降 1.92%至 638.46 亿元；其中，由于部分应付票据到期兑付，公司流动负债较上年末下降 8.62%至 474.03 亿元，长期借款和应付债券进一步上升，非流动负债较上年末增长 24.38%至 164.43 亿元，流动负债和非流动负债分别占总负债的 74.25%和 25.75%，非流动负债比重进一步攀升，但仍以流动负债为主。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务同比增长 15.39%至 523.69 亿元，短期债务和长期债务分别占 77.88%和 22.12%，由于长期债务的快速增长，长期债务比重较上年增加了 13.49 个百分点；截至 2017 年 3 月底，公司全部债务较上年末有所回落，下降 1.27%至 517.06 亿元，长期债务的比重较上年末再次上涨 6.70 个百分点至 28.81%。2016 年以来，由于公司维持了较高的对外投资规模，公司债务水平上升的同时，债务期限结构也有所调整。

债务指标方面，截至 2016 年底，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均有所提升，分别为 74.19%、69.81%和

33.84%；截至 2017 年 3 月底，上述指标分别变动至 72.93%、68.57%和 38.60%，较上年末变动不大。公司有息债务负担重。

综上分析，公司债务规模有所增长，有息债务负担重；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，公司的债务期限结构相应也有所优化。

3. 盈利能力

2016 年，公司整车销售及汽车后市场业务持续攀升，营业收入同比增长 26.26%至 1183.04 亿元，营业成本相应增长 26.87%至 1079.12 亿元，增速与营业收入基本持平；同期的营业利润率为 8.50%，主营业盈利能力稳定。

2016 年，公司期间费用合计 61.95 亿元，同比增长 14.57%，低于营业收入增速 11.69 个百分点，使得期间费用占营业收入的比重较上年下降 0.53 个百分点至 5.24%，并购带来的规模效应有所显现，费用控制能力进一步强化；其中，销售费用、管理费用和财务费用同比分别增长 16.78%、18.09%和 6.62%至 29.04 亿元、18.25 亿元和 14.65 亿元。同期，公司发生资产减值损失 3.25 亿元，同比下降 14.86%，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。

2016 年，受益于营业收入的攀升以及期间其费用控制的强化，公司营业利润同比增长 39.97%至 36.49 亿元（含投资收益 1.17 亿元）；营业外收入基本稳定（超过 70%为政府补助），利润总额同比增长 39.27%至 38.07%，且非经营性损益对公司利润水平影响小（当期投资收益、营业外收入合计占利润总额的 9.84%）；指标方面，公司当期总资本收益率和净资产收益率分别为 5.81%和 13.38%，较上年分别增加 0.75 个和 3.43 个百分点，公司整体盈利能力向好。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 254.83 亿元，同比略降 1.27%，营业利润率为 10.49%，较上年同期提升 1.28 个百分点，期间费用率较上年同期增长 0.34 个百分点至 5.44%；营业利润和利润总额分别为 12.75 亿元和 12.79 亿元，同比分别增长 23.76%和 21.51%，为 2016 年全年水平的 34.94%和 33.58%。

综上分析，受益于并购及新建销售网点的贡献，公司营业收入和利润水平进一步攀升，期间费用控制能力较好，主业盈利能力稳定。

4. 现金流分析

经营活动方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入和经营活动现金流入同比分别增长 25.60%和 23.77%至 1432.87 亿元和 1447.36 亿元；购买商品、接受劳务支付的现金流出和经营活动现金流出同比分别增长 30.43%和 27.98%至 1332.59 亿元和 1425.59 亿元，增幅大于现金流入的增幅，使得经营性净现流同比下降 60.74%至 21.77 亿元，主要受到了租赁业务产生的经营活动现金流量净额波动较大的影响（如下表），剔除租赁业务影响后，由于业务扩张导致预付货款有较大增长，公司经营活动现金流量净额仍有所下降，但降幅相对收窄（降幅大约为 14%）。2016 年，公司现金收入比为 121.12%，基本与上年持平，保持了良好的收入实现质量。

表 12 剔除租赁业务前后公司经营活动获现情况对比

（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
经营活动现金流量净额	11.92	55.45	21.77
租赁业务产生的经营活动现金流量净额	-11.44	19.06	-9.65
剔除掉租赁业务后经营活动现金流量净额	23.36	36.39	31.42

资料来源：公司提供

注：上表中融资租赁业务产生的经营活动现金流净额源于子公司新疆广汇租赁服务有限公司和汇通信诚租赁有限公司现金流量表

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入同比大幅回落 62.92%至 53.49 亿元，主要由于收回投资收到现金由上年的 92.23 亿元（主要是多次赎回保本型理财产品及开票保证金增加所致）降至 3.85 亿元；公司投资活动现金流入主要由收到其他与投资活动相关的现金构成（2016 年为 43.36 亿元，同比基本持平，主要由资金拆借款收回和建店保证金净流入构

成）。同期，公司投资活动现金流出同比大幅下降 53.47%至 106.40 亿元，主要由于投资支出的现金减少 38.55 亿元以及支付其他与投资相关的现金减少 92.36 亿元（资金拆借款支付金额大幅回落）导致；公司投资活动现金流出主要由取得子公司及其他营业单位收到的现金净额（24.94 亿元）和投资支付的现金（54.58 亿元）。由于现金流入的降幅大于现金流出的降幅，公司 2016 年投资性净现流由上年的-84.40 亿元变动至-52.90 亿元，资金缺口有所收窄，但经营活动获现仍无法满足投资支出缺口，公司始终存在外部融资需求。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动主要由取得借款收到的现金以及偿还债务本息支付的现金为主要构成，公司筹资活动现金流入和流出分别为 363.12 亿元和 320.48 亿元，同比分别增长 27.18%和 20.84%，导致现金流入净额由上年的 20.31 亿元提升至 42.65 亿元，债务性融资规模加大。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 315.94 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 310.75 亿元，同比变动不大；现金收入比为 121.94%，同比提升 3.64 个百分点；经营活动净现流为-68.12 亿元，相比上年同期的-42.43 亿元，净流出规模有所上升。同期，公司投资活动现金流净额同比增长 36.50%至 38.00 亿元，主要受拆借款净流入增加的影响；筹资活动现金流净额同比增长 71.31%至 48.98 亿元，主要受外部融资净流入增加的影响。

综上分析，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；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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 91.53%和 67.46%，较上年末分别下降 6.08 和 1.40 个百分点；受经营性净现流回落的影响，公司经营现金流动负债比较上年末下降 7.23 个百分点至 4.20%。截至 2017 年 3 月底，公司流动比例和速动比率再度回升至 99.85%和 69.42%。由于公司短期债务规模大，货币资金受限比重偏高，存货占比高，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2016 年，随着利润水平的攀升，公司 EBITDA 同比增长 13.28%至 61.85 亿元；同期的 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 两项指标分别为 4.50 倍和 8.47 倍，前者较上年增加 0.73 倍，后者减少 0.88 倍。整体看，公司利润规模大，长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保合计 2.66 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 2017 年 3 月底，公司共获得各家金融机构授信总额度 702.91 亿元，尚未使用额度 336.24 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，获资金支持力度较大。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行查询的《企业信用报告（2012 银行版）》，截至 2017 年 6 月 14 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，履约记录良好。

7. 抗风险能力

公司作为全国最大的乘用车经销与综合服务集团，营业收入规模大，通过并购和新建项目不断扩展经销网点，销售网络和品牌优势明显，主业盈利能力稳定，期间费用控制能力加强。2016 年以来，公司资产、权益、利润规模持续攀升，债务期限结构逐步调整，具备通畅的间接融资渠道。基于对公司整体经营及财务风险的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

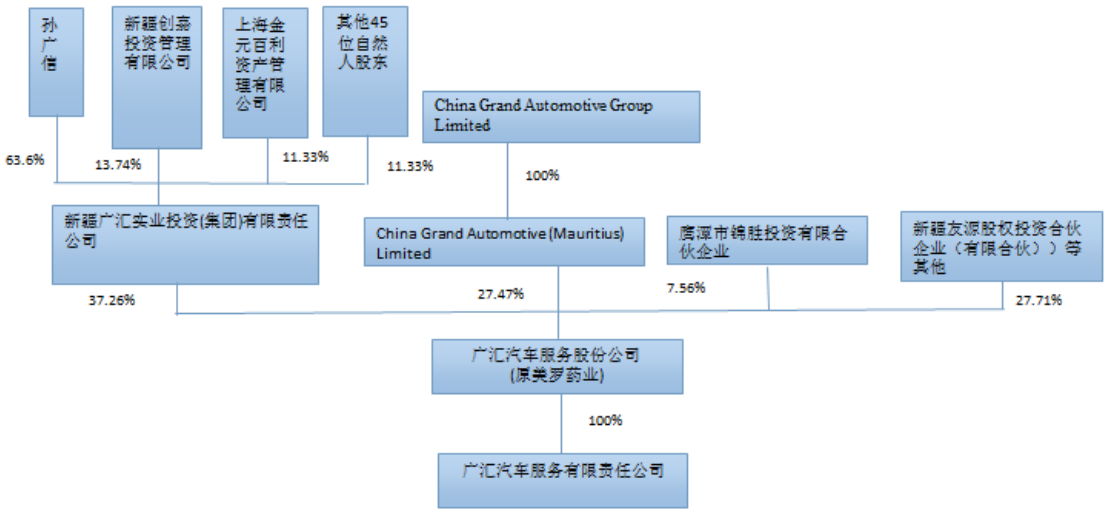
公司存续的“17 广汇汽车 CP001”和“17 广汇汽车 MTN001”由联合资信评定，发行金额合计 12.50 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司剔除受限后的现金类资产为 47.93 亿元，为“17 广汇汽车 CP001”的 9.59 倍；2016 年 EBITDA 是“17 广汇汽车 MTN001”的 8.25 倍；2016 年经营活动现金流入和现金流净额分别为上述两期债券合计金额的 115.79 倍和 1.74 倍。

综上，公司经营活动现金流对上述两期债券具有良好的保障能力，现金类资产（剔除受限）对“17 广汇汽车 CP001”的保障能力强，EBITDA 对“17 广汇汽车 MTN001”的保障能力较强。

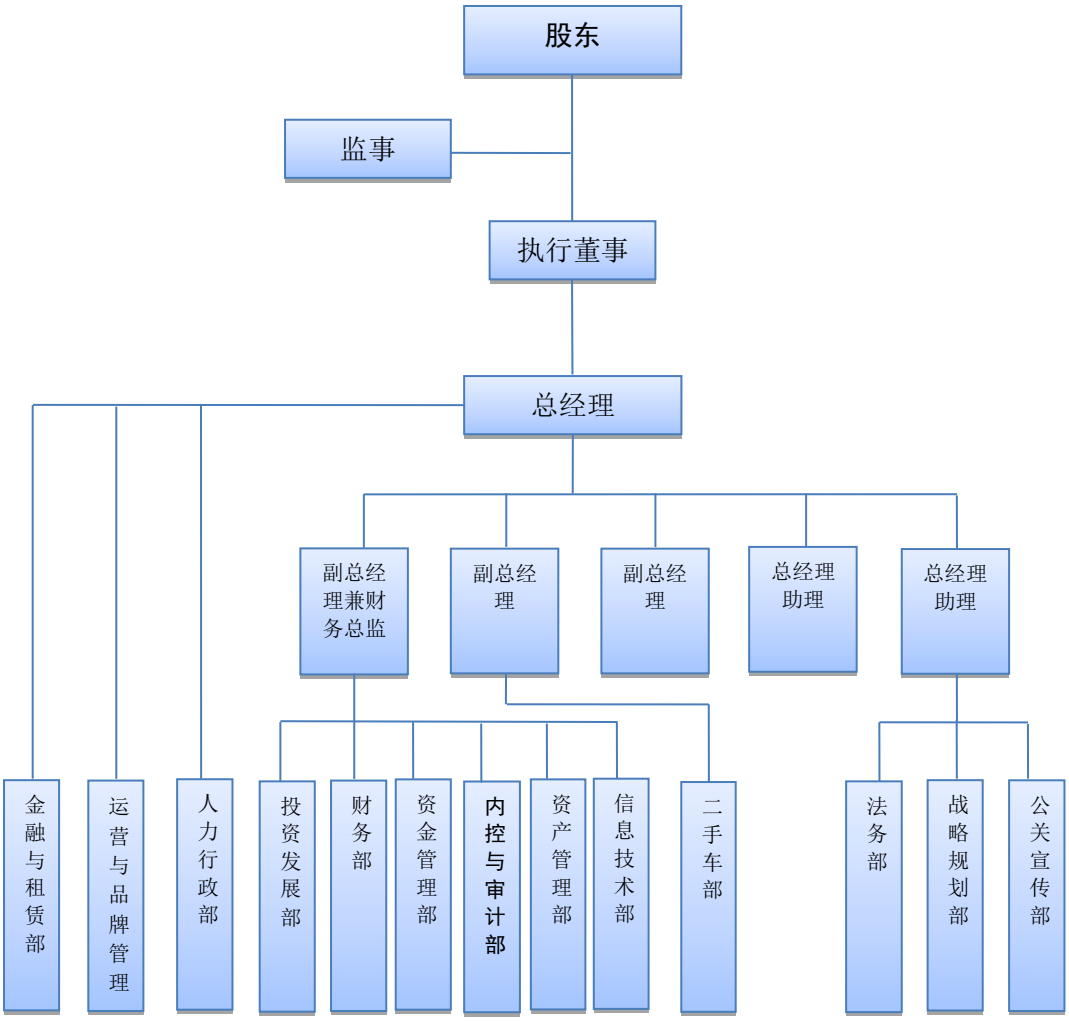
十二、结论

综合上述分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；并维持“17 广汇汽车 CP001”A-1 的信用等级，维持“17 广汇汽车 MTN001”AA 的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.90	38.51	49.97	47.93
资产总额(亿元)	614.90	755.25	877.37	875.45
所有者权益(亿元)	160.11	216.34	226.42	236.99
短期债务(亿元)	324.74	414.69	407.86	368.08
长期债务(亿元)	74.12	39.16	115.82	148.98
全部债务(亿元)	398.87	453.85	523.69	517.06
营业收入(亿元)	863.57	937.00	1183.04	254.83
利润总额(亿元)	22.95	27.34	38.07	12.79
EBITDA(亿元)	39.67	48.57	61.85	--
经营性净现金流(亿元)	12.64	55.45	21.77	-68.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	70.59	64.59	59.03	-
存货周转次数(次)	6.64	6.38	8.17	-
总资产周转次数(次)	1.47	1.37	1.45	-
现金收入比(%)	118.82	121.75	121.12	121.94
营业利润率(%)	8.18	8.92	8.50	10.49
总资本收益率(%)	4.86	5.06	5.81	--
净资产收益率(%)	11.21	9.95	13.38	--
长期债务资本化比率(%)	31.65	15.33	33.84	38.60
全部债务资本化比率(%)	71.36	67.72	69.81	68.57
资产负债率(%)	73.96	71.36	74.19	72.93
流动比率(%)	99.57	97.61	91.53	99.85
速动比率(%)	65.39	68.87	67.46	69.42
经营现金流动负债比(%)	3.39	11.43	4.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	3.76	4.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.06	9.34	8.47	--

注：1.上表中现金类资产为剔除使用受限部分后的金额；
2.公司 2017 年 1~3 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	（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%
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。

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息