跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1071 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湖北恒信德龙实业有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16恒信德龙CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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

湖北恒信德龙实业有限公司短期融资券跟踪评级报告

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	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 恒信德龙 CP001	5 亿元	2016/04/01-2017/04/01	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.54	10.29	18.85	17.01
资产总额(亿元)	126.94	150.00	199.06	192.45
所有者权益(亿元)	38.26	45.47	54.58	56.00
短期债务(亿元)	49.83	59.57	91.39	84.73
全部债务(亿元)	73.06	84.36	124.33	117.12
营业收入(亿元)	155.16	235.45	287.31	80.12
利润总额 (亿元)	13.16	9.59	14.50	1.58
EBITDA(亿元)	17.02	17.28	23.65	--
经营性净现金流(亿元)	1.96	4.76	13.95	5.60
营业利润率(%)	10.09	8.77	8.70	8.30
净资产收益率(%)	25.57	15.91	18.77	--
资产负债率(%)	69.86	69.69	72.58	70.90
全部债务资本化比率(%)	65.63	64.98	69.49	67.65
流动比率(%)	132.43	116.06	119.48	122.55
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	4.88	5.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.72	3.23	4.00	--
经营现金流动负债比(%)	3.35	6.60	13.83	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；2.计入其他应付款的短期融资券已计入公司有息债务；3.现金类资产中已扣除使用受限制的货币资金。

分析师

杨 涵 王 慧

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）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，湖北恒信德龙实业有限公司（以下简称“公司”）汽车销售网络快速扩大，公司资产、收入规模亦保持较快增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，汽车经销行业整体竞争激烈，公司未来投资规模较大，债务负担加重等因素给公司经营带来的不利影响。

未来，随着公司4S店规模扩张以及旗下商业地产持续运作，公司有望继续保持快速发展。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合分析，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“16 恒信德龙 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 公司是国内大型乘用车经销集团，具有健全的销售网络和一定的品牌优势。
2. 跟踪期内，公司主营业务突出，期间费用控制能力有所增强，营业收入和利润总额增长较快。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对跟踪期内存债券保障程度较强。

关注

1. 跟踪期内，公司汽车板块销售收入增速和毛利率出现下滑，可能对未来持续盈利能力造成一定影响。
2. 跟踪期内，公司利润总额对公允价值变动损益依赖程度过高。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续上升，债务负担重。
4. 跟踪期内，公司存货增长快，使用受限比重高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湖北恒信德龙实业有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湖北恒信德龙实业有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因湖北恒信德龙实业有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湖北恒信德龙实业有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 恒信德龙 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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湖北恒信德龙实业有限公司主体长期信用及存续期内“16 恒信德龙 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湖北恒信德龙实业有限公司原名湖北恒信德龙工贸有限公司，成立于 2000 年 9 月 24 日，其前身为湖北恒信华凌电器有限公司，由代德明、秦道禄、宜昌恒信机电有限公司发起设立，注册资本 1000 万元，其中代德明持股 90%、秦道禄持股 5%、宜昌恒信机电有限公司持股 5%；2006 年 3 月 23 日，湖北恒信德龙工贸有限公司更名为湖北恒信德龙实业有限公司；经过多次增资扩股和股权转让，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为 52000 万元，其中代德明持股 90.00%，钟小玲持股 10.00%；两人为夫妻关系，钟小玲是代德明的一致行动人，公司实际控制人为代德明。

公司经营范围为：房地产开发；机电工程施工安装；空调、家用电器、五金交电、百货、建材、家装材料、家具、化工产品（不含化学危险品）、机电产品、计算机通讯产品的销售；空调、家用电器维修；物业管理、房屋出租、汽车商务信息咨询；汽车及配件销售。公司主营业务为汽车经销服务和商业地产开发与运营。

公司下设汽车股份公司和地产事业部，分别负责汽车板块和地产板块的运营。截至 2016 年 3 月底，公司拥有全资及控股子公司 274 家，拥有在职员工 13088 人。

截至 2015 年底，公司资产总额 199.06 亿元，所有者权益 54.58 亿元（含少数股东权益 2.63 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 287.31 亿元，利润总额 14.50 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 192.45 亿元，所有者权益 56.00 亿元（含少数股东权益 2.99 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 80.12 亿元，利润总额 1.58 亿元。

公司注册地址：武汉市汉阳区龙阳大道特 6 号；法定代表人：代德明。

三、宏观经济和政策环境分析

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

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增

速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年底，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济分析

1．行业分析

公司主营业务为汽车经销服务和房地产开发与运营，分属汽车经销行业和商业地产行业。

（1）汽车经销行业

在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自2000年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段。2015年乘用车产销分别完成2107.94万辆和2114.63万辆，比2014年分别增长5.8%和7.3%，增速高于汽车产业总体增速分别达2.5和2.6个百分点，比2014年分别下降4.4和2.6个百分点，首次超过2000万辆。目前，乘用车是中国汽车产品的主体，2015年的比例进一步提高，已达到汽车总量的86%。从2015年全年乘用车销售情况来看，第4季度产销量增长明显，6至8月销量低于同期，10月份后增长迅猛；其次增速较快的是MPV车型，销量为210.67万辆，同比增长10.05%。而轿车和交叉型乘用车销量则呈现不同程度下降。中汽协表示，1.6升及以下购置税减半政策促进汽车增长，对汽车总销量增长贡献度达到124.6%。

同时，新能源汽车实现绝对高速增长。2015年新能源汽车的销量为33.11万辆，相比去年同比增长了340%。其中，纯电动汽车销量为24.75万辆，同比增长450%；插电式混合动力汽车销量为8.36万辆，同比增长180%。新能源乘用车中，纯电动乘用车销量为14.67万辆，同比增长300%；插电式混合动力乘用车销量为6.07万辆，同比增长250%。

总体看，受国内宏观经济增速放缓影响，中国汽车市场增速有所下降。未来，在中国国民经济持续增长、居民收入不断增加和消费升级因素拉动下，中国汽车行业仍将具有较大的市场空间。

（2）商业地产行业

商业地产是指用于各种零售、餐饮、娱乐、健身服务、休闲等经营用途的房地产形式，具备地产、商业与投资三重特性。

商业地产具有明显的周期性。写字楼、商铺的需求随外部经济环境的变化而变动：经济上升阶段，公司扩张、零售消费指标上升、商业地产租金上升；经济下行阶段，公司规模削

减、居民收入减少、商业地产租金下降。

据国家统计局统计，截至 2015 年底，全国商品房销售面积 128495 万平方米，比 2014 年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。商品房销售额 87281 亿元，增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。

作为传统的商业腹地，武汉一直是商业地产巨头的重要投资区域，根据 2015 年武汉市国民经济发展统计公报数据显示，2015 年房武汉市完成商业营业用房投资 310.45 亿元，同比下降 13.3%。全年商品房销售面积 2627.19 万平方米，增长 15.6%。商品房销售额 2247.76 亿元，增长 24.4%。在总体经济放缓形势下，供应井喷或将为武汉商业市场带来较大的挑战。而且，武汉市大多数商业地产都是对综合体的简单复制，均为“购物中心+商业街+酒店+写楼+公寓”模式，同质化程度较高，存在一定的结构性泡沫。

总体来看，商业地产利润率高，行业竞争激烈，且周期性明显；作为商业腹地的武汉地区，商业地产的建设速度较快，同质化程度较高，存在一定的结构性泡沫。

2. 区域经济分析

武汉市位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心，中国重要的工业基地。目前，武汉正在大力发展现代制造业，着力推进产业技术升级、集群发展；重点发展钢铁、汽车及机械装备、电子信息、石油化工、环保、烟草及食品、家电、纺织服装、医药、造纸及包装印刷十大主导产业。

2015 年，武汉市全年生产总值 10905.60 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.8%。其中，第一产业增加值 359.81 亿元，增长 4.8%;第二产业增加值 4981.54 亿元，增长 8.2%;第三产业增加值 5564.25 亿元，增长 9.6%。人均生产总值 104132 元，增长 6.8%。其中，汽车零售额较上年增长 14.6%。

武汉市地理位置重要，工业基础较好，商贸活跃，在中西部发展战略中得到国家重视，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3月底，公司注册资本为52000万元，其中代德明持股 90.00%，钟小玲持股10.00%。两人为夫妻关系，钟小玲是代德明的一致行动人，公司实际控制人为代德明。

2. 企业规模与竞争力

截至 2016 年 3 月底，公司获得奔驰、奥迪、凯迪拉克、雷克萨斯、英菲尼迪、一汽大众、上海大众、福特、起亚、启辰、丰田、本田、日产、现代、别克、雪佛兰、斯柯达、北京汽车、捷豹路虎等汽车厂商正式销售授权 4S 店 195 家。

公司销售区域以湖北省为主，辐射中西部地区重点城市（包括郑州、西安、合肥、长沙、南昌、南宁等城市）。2013 年开始扩大销售网络，逐步在其它省份实现土地储备和建店经营，截至 2016 年 3 月底，公司已在湖北、湖南、河北、河南、江西等 12 个省份设立了汽车品牌店。在汽车 4S 店的建设中，公司采取集中规划，统一调配的开拓模式，在同一销售区域，多家汽车品牌集中经营，形成汽车销售产业街，充分发挥规模效应。在不同区域代理同品牌汽车在一定程度上可通过门店间协调调配，发挥网络优势，加快汽车销售周转率。

业务创新方面，公司旗下各 4S 店都建立起了专业的网络营销团队，设立专业的网络营销销售顾问团队，通过与汽车之家、易车、百度、新浪、腾讯等互联网媒介合作的模式，每月新增有效集客量已逾 12 万，网络渠道客户成交量占据整体销量的 40%；利用互联网创新思维优

势，打造汽车电商平台、金融支付、大数据三个相对独立板块；为配合电商网站的发展需要，2015 年启动恒信支付项目，注册恒信优易宝科技股份有限公司，目前处于央行三方牌照申领阶段，后期将为电商平台提供支付支持。

公司旗下各品牌公司严格按照各主机厂标准要求建设，均拥有该品牌在该地区的特约维修资格，检修设备先进，人员配备专业。公司从事汽车销售时间较长，网络遍布湖北省，积累了大量的客户资源，汽车维修客户群体规模较大。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务构成基本保持稳定。其中，受益于公司汽车销售网络扩大，公司汽车板块收入仍呈快速增长趋势，但增速明显降低，汽车板块为公司重要的利润与收入来源，2015 年，汽车板块实现收入 282.21 亿元，同比增长 20.55%，增速较上年同期下滑 31.99 个百分点，该业务板块形成收入占公司当年营业收入的 98.22%，同比有所降低；同期，受公司结转荆州恒信春秋府和宜昌恒信中央公园项目销售收入影响，公司商业地产业务实现收入 5.10 亿元，同比大幅增长 3.75 亿元，占公司营业收入的 1.78%。

毛利率方面，2015 年公司总额毛利率为 8.98%，同比变化不大：其中，2015 年汽车板块毛利率同比下降 0.92 个百分点，为 7.81%，主要由于公司新开门店为了抢占市场份额放弃部分毛利所致；同期，商业地产板毛利率上升 3.16 个百分点，为 41.96%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 80.12 亿元，同比增长 4.87%，毛利率为 8.47%，同比增长 0.94 个百分点：其中，公司汽车板块收入 79.60 亿元，同比增长 4.72%，占 2015 年全年汽车板块收入的 28.21%，由于当期公司没有新开门店让利影响，毛利率为 7.95%，较 2015 年底变化不大；商业地产收入 0.52 亿元，同比增长 36.84%，占 2015 年全年收入的 10.20%，毛利率为 87.94%，较 2015 年大幅上升，主要由于 2015 年 4~12 月，公司下属毛利较高的摩尔城项目进入闭店升级改造期，期间公司存续的商业地产项目中，毛利率较低的联营商户占比重，影响整体毛利率，2016 年 1 季度，摩尔城项目恢复运营，租金上涨，商业地产板块盈利能力得到有效提升。

整体来看，跟踪期内，随着公司汽车销售网络的扩张和商业地产项目收入增长，公司收入和利润规模呈快速增长趋势，但汽车板块销售收入增速下降明显，毛利率出现下滑，可能对未来公司持续盈利能力造成一定影响。

表 1　公司营业收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

分行业	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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
汽车板块	153.47	98.91	9.63	234.10	99.43	8.73	282.21	98.22	7.81	79.60	99.35	7.95
商业地产	1.69	1.09	68.93	1.35	0.57	38.80	5.10	1.78	41.96	0.52	0.65	87.94
合计	**155.16**	**100.00**	**10.28**	**235.45**	**100.00**	**8.90**	**287.31**	**100**	**8.98**	**80.12**	**100**	**8.47**

资料来源：公司提供

2. 汽车板块

公司汽车板块主要包括汽车销售和汽车售后服务两部分。公司汽车售后服务包括汽车维修服务和汽车用品销售两部分。随着经营门店数量和经营品牌的扩大，公司汽车销售保持增长态势，并带动汽车后服务（汽车维修服务和汽车用品销售）规模快速增长。

表2　2013年~2016年3月公司汽车板块收入情况(单位：亿元、%)

业务	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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
汽车销售	135.85	88.52	5.39	212.30	91.41	4.82	253.13	89.70	2.15	71.99	90.46	2.61
汽车售后	15.43	10.05	47.51	17.10	7.30	43.49	23.25	8.24	56.17	6.99	8.78	54.92
汽车后市场	2.19	1.43	47.54	4.70	1.29	89.88	5.83	2.06	98.46	0.61	0.76	99.50
合 计	**153.47**	**100.00**	**9.63**	**234.10**	**100.00**	**8.73**	**282.21**	**100.00**	**7.81**	**79.59**	**100.00**	**7.95**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司汽车板块收入持续增长，毛利率则受新开门店让利影响下降。从收入结构看，受汽车后服务收入大幅增长影响，汽车销售收入比重小幅下降。从盈利水平看，汽车售后服务毛利率水平高，是汽车板块盈利能力的重要支撑。

汽车销售

汽车销售业务是公司传统业务，也是公司收入和利润的主要来源。公司代理汽车包括梅赛德斯-奔驰、奥迪、宝马、凯迪拉克、英菲尼迪、雷克萨斯、丰田、本田、日产、沃尔沃、大众和北京现代等20多个国内外著名品牌。

门店建设方面，2015年，公司新增汽车品牌店17家，总数量达到195家，公司门店均为自建。经营品牌方面，2015年，公司新增福建奔驰宝马两个品牌4S店，品牌覆盖进一步扩大，同时公司已经成为上海大众、一汽大众和现代三个品牌中国范围内拥有4S店数量最多的经销商。截至2016年3月底，公司4S店数量较2015年没有变化。为提高汽车销售的毛利率水平，公司计划将汽车销售向高档车倾斜。

表 3　近年公司各品牌 4S 店分布情况（单位：家）

经营品牌	2013年	2014年	2015年	2016年3月底
奔驰	4	6	11	11
福建奔驰	-	-	1	1
宝马	-		4	4
雷克萨斯	2	2	3	3
奥迪	10	14	15	16
凯迪拉克	10	11	10	10
英菲尼迪	1	4	4	4
沃尔沃	2	3	4	4
一汽丰田	5	7	12	12
别克	6	8	9	9
斯柯达	1	1	1	1
日产	12	12	12	12
现代	17	19	19	19
广州本田	5	5	5	5
东风本田	9	13	15	15
一汽大众	13	17	17	17
上海大众	13	19	18	18
雪佛兰	7	8	8	8
马自达	1	1	1	1
荣威	1	-	-	-
标致	6	5	4	4
雪铁龙	4	4	3	3
福特	4	5	5	5
起亚	4	5	5	5
启辰	2	2	2	1
克莱斯勒	1	5	5	5
北京汽车	1	1	1	1
捷豹路虎	-	1	1	1
广汽丰田	-	-	-	**1**
合计	**141**	**178**	**195**	**196**

资料来源：公司提供

注：2016年一季度贵州安顺启辰店改造成广汽丰田店。

汽车销量方面，由于公司新建门店数量减慢，2015 年，汽车板块实现收入 282.21 亿元，同比增长 20.55%，增速较同期下滑 31.99 个百分点。从品牌角度来看，一汽大众、上海大众、现代和奥迪为公司销售的主要品牌，分别占公

司汽车销量的 12.85%、14.56%、11.55%和9.02%。随着市场变动以及公司新建门店的投入运营，未来销售汽车的品牌结构或将有所调整。

表 4　公司 2013~2016 年 3 月公司汽车销量

（单位：辆）

品牌	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
奔驰	3559	4773	7230	2502
雷克萨斯	653	584	952	415
奥迪	6348	12962	15209	3887
凯迪拉克	2521	3613	4644	1120
丰田	2844	4703	7435	2412
别克	3030	7960	11822	3429
斯柯达	433	433	436	118
日产	7153	8671	8537	2384
现代	11005	16822	19485	6000
广州本田	4547	6120	8386	2352
东风本田	6602	7377	11521	3708
一汽大众	13257	19995	21672	5623
上海大众	12398	19174	24557	6583
雪佛兰	4362	7935	9403	2117
马自达	95	84	174	31
英菲尼迪	260	673	1359	322
荣威	333	162		
标致	776	2708	2794	654
沃尔沃	678	1122	1314	325
雪铁龙	1071	1645	1234	311
东风启辰	86	587	731	186
福特	316	2944	3407	983
克莱斯勒	118	1251	2542	997
悦达起亚	350	2773	3595	1045
路虎	0	16	143	36
北京汽车	0	0	81	32
宝马	0	0	6	368
合计	**82795**	**135087**	**168669**	**47940**

资料来源：公司提供

业务区域方面，2013年公司进入安徽、陕西和江西三个区域，2014年开始进入广西，2016年开始进入广东，销售区域不断扩大。各销售区域采取集中规划，统一调配的开拓模式，在同一销售区域，多家汽车品牌集中经营，形成汽车销售产业街，能充分发挥规模效应，防御风险。目前，公司在湖北地区汽车经销行业占据主导地位。2015年，公司新建门店和销售核心区域均集中在湖北省地区。

表5　2013~2016年3月公司销售区域分布表

（单位：家，%）

区域	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	门店	收入占比	门店	收入占比	门店	收入占比	门店	收入占比
湖北	71	73.65	80	44.94	93	61.00	93	59.35
湖南	4	5.95	4	2.25	5	4.21	5	3.98
河北	4	2.7	5	2.81	5	2.00	5	2.04
河南	4	2.28	10	5.62	10	3.79	10	3.82
宁夏	6	2.02	7	3.93	7	2.13	7	2.16
贵州	19	1.36	24	13.48	25	8.51	25	9.00
甘肃	12	1.36	20	11.24	19	3.67	19	3.92
安徽	7	3.67	13	7.30	13	7.67	13	8.24
陕西	3	0.71	5	2.81	6	2.28	6	1.80
江西	3	0.71	5	2.81	5	3.60	5	3.41
广西	-	-	5	2.81	7	1.14	7	2.19
广东	-	-	-	-	-	-	1	0.09
合计	**141**	**100.00**	**178**	**100.00**	**195**	**100.00**	**196**	**100.00**

资料来源：公司提供

盈利模式方面，公司的销售利润主要来自厂商提供的销售返点。在返点方式上，厂商通过市场占有率、销售量、客户满意度等指标考核，不同车型的返点率不同，一般为4%~11%，

公司一般获得的返点率约为6%。在产品定价方面，主要由主机厂统一定价，预留给经销商较小的浮动空间。

采购和结算方面，公司整车配件采购基本以主机厂为主，一般为公司先支付款项，主机厂统一配送；对允许三方金融的主机厂，公司在付款过程中采用三方金融付款方式；在付款中除通用金融认可公司承担比例为15%、银行承担85%外，其他金融公司都认可公司承担20%，银行承担80%；采购成本为主机厂统一结算价格。

总体来看，公司已经建立了较为完善的销售网络，跟踪期内销售网络快速扩大，汽车销量增速大幅上升。未来随着公司新建门店的投入运营，公司汽车销量及收入规模有望进一步增长。

汽车后服务

公司汽车售后服务业务以汽车维修业务和汽车用品销售为主，其中，汽车维修业务收入占比较高。由于汽车售后服务受汽车保有量影响较大，所以该项业务的收入相对于汽车销售较为稳定，且所需的流动资金规模较小，利润率较高。

汽车维修业务（即汽车售后）方面，公司汽车维修均采用专业的、品牌厂家指定的维修设备，所有的维修技师除了通过品牌厂家的技术认证外，公司每年还会对核心技术人员进行深层次技术培训，以保持在当地维修行业技术的领先。公司对主流的汽车品牌均拥有多家4S经销店，同一品牌内部实现维修技术共享，不断提升维修技术水平。汽车维修业务方面，2015年公司汽车维修服务收入为23.25亿元，同比增长13.59%；毛利率为56.17%，较2014相比增长12.68个百分点；公司汽车维修业务发展情况较好。

汽车用品销售（即汽车后市场）方面，公司的汽车用品销售一般可分为汽车电子产品、装饰美容产品、汽车养护用品等。公司在销售汽车时会配套销售一定的汽车用品，并制定了相应的配套标准，作为销售人员重要的考核指标，具备较强的激励作用。2015年公司汽车用品销售入为5.83亿元，同比增长24.04%；毛利率为98.46%，较2014年相比提高5.44个百分点；公司汽车后市场业务发展迅速。

总体来看，跟踪期内公司汽车售后服务业务发展情况较好，未来，公司将加强开拓汽车售后服务业务，进一步提高公司的盈利能力。

3. 商业地产板块

目前，公司商业地产项目主要有四部分，分别为武汉摩尔城、荆州春秋府和奔驰商务酒店、宜昌恒信中央公园。

武汉摩尔城项目位于武汉市汉阳区王家湾商圈的综合功能服务园区。摩尔城项目主体建筑包括地下两层，地上六层，其中地上又分成A、B、C三栋，经营面积16.3万平米。

2013年，公司对摩尔城局部进行了进一步装修，引进优衣库、海底捞、荷花亭、COFFEE BENE等入驻，2014年引入ZARA、IT、MUJI等国际品牌。2014年，摩尔城租金及其他收入金额合计为13501.00万元，出租率达到100%。2015年4~12月，公司投入1.2亿元对武汉摩尔城进行装修改造和配套设施完善，并与武汉地铁3号线、4号线直接对接，全年实现收入大幅下降，全年实现收入6505.73万元，2016年，预计摩尔城项目可实现收入1.60亿元。

荆州春秋府项目位于沙市区江津西路北侧，由子公司荆州房地产开发有限公司开发。公司原荆州摩尔城项目由于拆迁工作执行力度较弱，导致政府无法按时交付净地，经与政府协商，2013年底公司已退出该项目，并由政府退还公司全部4.2亿元投资。同时，当地政府计划建设一个标志性项目——荆州春秋府，为补偿公司投资损失，当地政府通过出让方式将相应地块P(2013)012的土地使用权转让给公司，面积为98863平方米。荆州恒信春秋府项目规划用地面积98863平方米，总建筑面积499553.8平

方米，其中住宅建筑面积370466平方米，商业建筑面积20928.2平方米，物业管理用房面积1500平方米，社区用房面积699.6平方米，幼儿园面积900平方米，配电房及开闭所面积960平方米，地下车库面积及设备用房104100平方米。该项目分四期开发，预计四期总投入20亿元，计划销售额32亿元。其中：一期开发含地下约9.5万平方米。开发贷款为中国银行授信2亿元，目前已使用1.5亿元。截至2016年3月底，已投入约12亿元（含土地及相关规费9.5亿元）。截至目前，已建成正预售的有4栋，1#楼256套，面积27388平方米，2#楼204套，面积26106平方米。3#136套，15123平方米，4#楼136套，面积13666平方米，3-4#楼于2015年5月1日开盘，共计认筹及签约89套，金额4853万元。1-2#楼于2016年1月30日开盘，截至目前，1-2#已认筹并缴纳定金的62套，金额为585万元，其中正式签约的有49套，金额548万元。另4栋即将封顶，一期及二期共8栋高层住宅，已办理预售许可证，目前销售正常，月销售约30套。截至2016年3月底，土地款已全部付清，该项目根据市场销售情况再来制定后三期的开发。截至2015年底，该项目实现已收款销售收入0.53亿元，2016年1~3月实现已收款销售收入0.46亿元，2016年4~5月实现已收款销售收入0.67亿元，截至2016年3月累计回笼资金1.00亿元，预计2016年底可实现回笼资金5~6亿元。

恒信美居酒店（原奔驰商务酒店）位于武汉市江汉区常青路，于2009年开始建设，2013年9月完成竣工手续。该商务酒店共20层，建筑面积20602平方米，裙楼为星威奔驰旗舰4S店（公司旗下的奔驰4S店）；该项目总投资1.2亿元，资金主要来源于银行贷款（8000万元）和自有资金（4000万元）。2014年3月，奔驰商务酒店与雅高集团签订合作协议，将此酒店命名为恒信美居酒店，公司委托雅高集团进行酒店管理。美居酒店合计总建筑面积20602平方米，其中主体建筑面积16062平方米，地下人防、设备房、车库等面积合计4540平方米。酒店已于2015年11月开业。目前月平均营业收入约280万元左右，预计2016年可实现收入3600万元。

宜昌恒信中央公园由子公司宜昌恒信德龙商业开发管理有限公司（以下简称“宜昌商业开发公司”）开发。宜昌恒信中央公园位于宜昌市发展大道与三峡高速交汇处，是宜昌的地理中心。宜昌恒信中央公园占地面积为41320平方米，规划用地性质为居住用地，开发面积约18万方，总投入7亿元（含代付0.94亿元），该项目由宜昌市农商行提供开发贷款，2014年底基本竣工，预计2016年底可全部销售完毕。截至2016年3月，该项目已投入6亿元（含土地费用1.5亿元），建筑主体工程全部完工，目前已销售10万多平方米，签订购房合同金额超过5亿元，销售额回款约5.4亿元（由于地产项目收入为完工验收合格且房款收清后方可确认，暂挂在预收账款科目）。该商业地产项目已完工，截至目前，已售面积占比约70%，已回收的资金已完全覆盖该项目投入的土地及建设成本，其他30%待售部分的销售收入即为该项目的销售利润。

4.未来发展

未来，公司在继续坚持加大高档车销售门店建设力度的同时，将逐步进入新能源汽车销售领域。2016年拟建35家汽车4S店，其中高档店15家，中档店16家，新能源店4家，资金需求总共约6.50亿元，其中贷款融资4.40亿元，自筹2.10亿元；2017年计划新建4S店35家，其中高档店15家，中档店14家，新能源店6家，计划投资6.40亿元，其中贷款融资4.20亿元，自筹2.20亿元；2018年计划新建35家4S店，包括15家高档店、12家中档店、新能源店8家，共需投资6.20亿元，其中贷款融资4.10亿元，自筹2.10亿元。

总体看，新 4S 店的建成运营将有助于提升公司的盈利能力。公司门店扩张较快、投资规模较大，且新建门店初期经营需要持续的流动资金支持，公司存在一定的资金压力，融资需求较大。

表 6　公司未来投资规划（单位：亿元，家）

汽车品牌店	2016 年				2017 年				2018 年			
	数量	投资金额	金额		数量	投资金额	金额		数量	投资金额	金额	
			贷款	自筹			贷款	自筹			贷款	自筹
高档	15	4.50	3.00	1.50	15	4.50	3.00	1.50	15	4.50	3.00	1.50
中档	16	1.70	1.20	0.50	14	1.50	1.00	0.50	12	1.20	0.80	0.40
新能源	4	0.30	0.20	0.10	6	0.40	0.20	0.20	8	0.50	0.30	0.20
合 计	**35**	**6.50**	**4.40**	**2.00**	**35**	**6.40**	**4.20**	**2.20**	**35**	**6.20**	**4.10**	**2.10**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

截至目前，募集资金已按披露用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计结论；2016 年一季度财务数据未经审计。2015 年公司纳入合并范围子公司共计 260 家，较 2014 年增加 29 家子公司，主要为公司新开业的汽车销售店以及相关汽车交易服务公司，注销公司 4 家，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司资产总额 199.06 亿元，所有者权益 54.58 亿元（含少数股东权益 2.63 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 287.31 亿元，利润总额 14.50 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 192.45 亿元，所有者权益 56.00 亿元（含少数股东权益 2.99 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 80.12 亿元，利润总额 1.58 亿元。

1．盈利能力

2015年，公司实现营业收入287.31亿元，同比增长22.03%，主要系公司门店数量快速增长所致；2015年，公司营业利润率为8.70%，同比变化不大。

期间费用方面，受公司销售收入快速上升影响，2015年，公司销售费用、管理费用与财务费用均呈现增长态势，分别同比增长27.98%、10.75%和10.48%，期间费用率为6.66%，同比下降0.28个百分点，公司期间费用控制能力较好。

2015年，公司公允价值变动收益对利润总额影响大，为8.13亿元，占公司当期利润总额的56.04%，主要由于武汉摩尔城由固定资产转换为投资性房地产以及后续公允价值变动所致。2015年，公司营业外收入为0.62亿元，主要构成为固定资产处置利得和政府补助。

受公司负债规模增长影响，公司总资本收益率有所下滑，2015年为9.03%，受公司利润总额增长影响，公司净资产收益率为18.77%，同比增长2.86个百分点。考虑到公司利润总额中公允价值变动收益占比达，公司整体盈利能力尚可。

2016年1~3月，公司营业收入为80.12亿元，同比增长4.87%，利润总额1.58亿元，同比增长，43.88%，主要系当期公司营业成本增速慢于营业收入增长，财务费用同比下降所致。当期，公司营业利润率8.30%，同比提升0.94个百分点，主要系公司扩增门店数量同比降低，销售折扣同比下降所致。

跟踪期内，公司营业收入和利润规模稳定增长，但利润总额受投资性房地产公允价值变动影响大；公司期间费用控制水平有所提升，总体盈利能力尚可。

2．现金流及保障

经营活动现金流方面，2015年，受益于公司销售门店快速增加影响，公司经营活动现金

流入为358.61亿元，同比增长23.47%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为337.25亿元，同比增长17.68%；公司经营活动现金流出规模为344.67亿元，同比增长20.65%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为307.85亿元，同比增长14.88%；公司经营活动现金净流量为13.95亿元；2015年，公司现金收入比为117.38%。总体看，跟踪期内公司经营现金流增长较快，收入实现质量好。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入为 0.22 亿元，主要为取得处置固定资产和其他长期资产收回的现金；公司投资活动支出的现金为 7.82 亿元，同比下降 21.89%，主要为公司持续新建 4S 店和购买土地支付的现金；2015 年，公司投资活动现金净流量为-7.60 亿元，较 2014 年下降较大，主要系公司 2015 年新店扩张速度放缓所致。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为 6.35 亿元，经营活动现金净流入可以覆盖公司投资支出需要。2015 年，公司筹资活动现金流入为 203.43 亿元，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出为 204.04 亿元，主要为偿还债务支付的现金；2015 年，公司筹资活动现金净流量为-0.61 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流入量为 102.99 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 5.60 亿元，现金收入比为 117.91%，较 2015 年同期有所增长；公司投资活动产生的现金流量净额为-1.80 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-8.86 亿元。

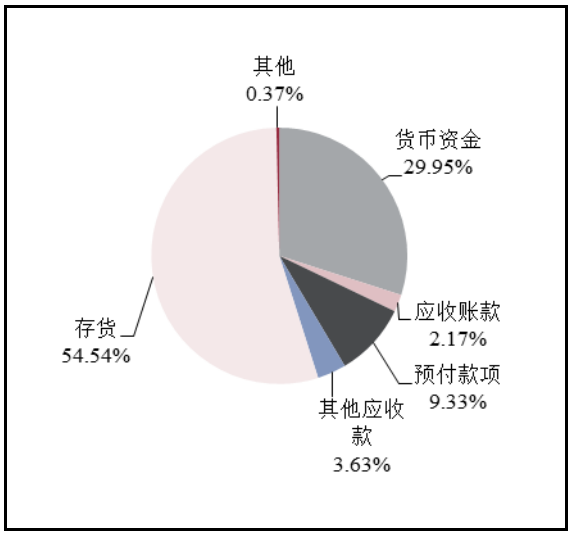
跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入规模稳步增长，投资支出规模较大，但总量出现回落，经营性净现金流量可以覆盖投资活动支出需要。

3．资本及债务结构

截至 2015 年底，公司合并资产总额 199.06 亿元，同比增长 32.71%，主要原因为：（1）公司当期建设店面 29 家，造成公司存货规模、运营所需的货币资金和固定资产同比增长；（2）公司投资性房地产发生公允价值调整。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产占 60.55%，非流动资产占 39.45%，公司资产以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 120.53 亿元，同比增长 44.03%，主要由货币资金（占 29.95%）、预付款项（占 9.33%）和存货（占 54.54%）构成。

图 1　2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 36.10 亿元，同比增长 83.65%，主要原因为：（1）公司当期运营店面增加，所需运营所需的货币资金同比增长；（2）公司当期票据支付结算量同比增长。截至 2015 年底，公司货币资金中现金、其他货币资金和银行存款分别占 0.04%、41.05%和 58.91%。其他货币资金包括信用保证金、承兑保证金、POS 款及其他。截至 2015 年底，公司货币资金中使用受限的货币资金为 14.03 亿元，占公司货币资金比重高，对公司流动资产占用较大。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 2.62 亿元（主要为客户汽车消费贷款垫付资金），同比增长 19.56%，主要由于新建门店增多，为客户汽车消费贷款垫付资金增加所致（由于银行个人汽车消费贷款申请周期较长，公司

一般为客户先期垫付贷款资金）。公司计提坏账准备 56.16 万元，计提比例较低；从账龄来看，1 年以内应收账款占 97.93%，1~2 年占 1.98%，2 年以上的占 0.09%；从集中度来看，公司前五名应收账款客户占 39.85%，集中程度较高。总体看，公司应收账款规模较小，账龄较短，欠款客户多为知名汽车主机厂下属企业，应收账款坏账风险不大。

截至 2015 年底，公司预付款项 11.25 亿元，同比增长 52.57%，主要系公司运营的店面增加，所需汽车订货预付款同比增长所致。

截至 2015 年底，公司其他应收账款 4.38 亿元，同比下降 16.29%，主要为新店建设的汽车金融公司的保证金和对河南乘龙汽车服务有限公司（0.53 亿元，账龄为 1 年内）和湖北真快活美乐园娱乐管理有限公司（0.19 亿元，账龄为 2~3 年）的借款，同比下降原因为前期支付的新店扩建的工程款结转所致。截至 2015 年底，公司的其他应付款中，账龄 1 年以内其他应收款占 48.89%，1～2 年的其他应收款占 15.53%，2~3 年以上的占 22.71%,3~4 年的占 12.87%，累计计提坏账准备 0.36 亿元（占 7.69%）。公司应收账款中前五名欠款客户占欠款总额的 51.39%。整体看，公司其他应收款集中度较高，账龄较长，存在一定坏账风险。

截至 2015 年底，公司存货为 65.74 亿元，同比增长 34.08%，主要系当期公司运营店面数量增长，所需库存增长所致。截至 2015 年底，公司存货主要为库存商品汽车（占 60.05%）、商业地产开发成本分别占（22.48%）原材料及辅料（占 3.17%），截至 2015 年底，公司没有对存货计提跌价准备，存在一定跌价风险。截至 2015 年底，公司存货中使用受限的部分为 26.23 亿元，占公司全部存货的 39.91%，占公司全部存货比重高，其中账面价值 20.37 亿元的整车存货用于获得汽车合格证质押贷款，存在一定经营风险。

截至 2015 年底，公司非流动资产 78.53 亿元，同比增长 18.42%，主要系当期公司投资性房地产公允价值调整所致。截至 2015 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 57.49%）、固定资产（占 15.51%）和无形资产（占 17.39%）构成。

2015 年，公司投资性房地产为 45.15 亿元，同比增长 25.18%，主要由于公司主要商业地产武汉摩尔城项目的公允价值调整（公司采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量）所致。截至 2015 年底，公司投资性房地产全部为房屋、建筑物，本期通过购置增加 0.96 亿元，通过公允价值调整增加 8.13 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产为 12.18 亿元，同比增长 19.21%，主要系公司汽车销售门店增长所致。公司固定资产主要构成为房屋、建筑物（占 61.48%）、机器设备（占 5.82%）、运输工具（占 12.06%）和电子设备（占 4.05%）等。

2015 年，公司无形资产为 13.66 亿元，同比增长 4.92%，主要系公司 4S 店数量增长，土地使用权随之增加所致。截至 2015 年底，公司无形资产主要构成为土地使用权（占 99.81%）。

2015 年，公司商誉为 1.38 亿元，同比增长 34.91%，系公司当期收购武汉黄浦丰田汽车销售服务有限公司（持股比重 90%）增加商誉 0.36 亿元。

随着公司扩张速度的加快，公司长期待摊费为 4.04 亿元，同比变化不大，主要为公司汽车销售新店开办费用和装修费用。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 192.45 亿元，同比下降 3.32%。截至 2016 年 3 月底，公司资产总额中流动资产和非流动资产分别占 59.48%和 40.52%，资产结构与 2015 年底相比变动不大。由于 2016 年一季度公司偿还应付票据和短期借款，公司货币资金为 31.04 亿元，较 2015 年底下降 14.02%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，公司流动资产中存货占比较高且呈逐年提高的趋势，资产流动性尚可；非流动资产以投资性房地产为主，整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 54.58 亿元（含少数股东权益 2.63 亿元），同比增长 20.02%，主要系公司未分配利润规模增长所致。其中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占比 9.53%、8.07%和 75.70%，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱，但公司出具了股东会决议，承诺在“16 恒信德龙 CP001”存续期内，对未分配利润分配不得超过 2015 年 9 月底所有者权益的 10%，有助于保障公司所有者权益的稳定性。截至 2015 年底，公司持有恒信汽车集团股份有限公司的股份由期初的 90.00%下降到 74.07%，被动稀释导致资本公积减少 11850846.60 元，盈余公积减少 205561735.62 元，截至 2015 年底，公司资本公积为 0 元。截至 2015 年底，公司少数股东权益为 2.63 亿元，同比增长 1.87 亿元，为公司于当期新建控股企业并入的少数股东权益。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 56.00 亿元（含少数股东权益 2.99 亿元），较 2015 年底增长 2.02%，所有者权益结构较 2015 年底变化不大。

负债

截至2015年底，公司负债总额为144.49亿元，同比增长38.23%，主要系公司流动负债增长所致，截至2015年底，公司负债中流动负债占比69.82%，非流动负债占比30.18%，公司流动负债比重进一步提高。

截至 2015 年底，公司流动负债 100.88 亿元，同比增长 39.32%，主要系当期公司短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 34.48%）、应付票据（占 41.63%）和一年内到期的非流动负债（占 14.48%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 34.79 亿元，同比增长 22.33%，主要由质押借款、保证借款和保证借款构成，短期借款同比增长，主要系抵押借款和保证借款的大幅增长所致。

截至 2015 年底，公司应付票据为 41.99 亿元，全部为银行承兑汇票，同比增长 78.37%，主要系公司票据结算量增长所致。

截至 2015 年底，公司应付账款为 3.92 亿元，同比增长 6.54%，其中，账龄在 1 年内的占 90.45%，账龄在 1 以上的占 9.55%，账龄较短。

截至 2015 年底，公司预收款项为 3.74 亿元，同比下降 28.96%，主要系公司结转当年商业地产板块预收房款所致，截至 2015 年底，公司预收款项主要构成为客户预先支付的汽车销售款。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 4.22 亿元，主要构成为政府为支持地方企业发展，创造更多的税源，同时解决更多的人员就业，政府给予公司一定程度的建设资金奖励政策，公司对于已收到但尚未下发正式文件的奖励款暂挂其他应付款科目，待相关政府文件下发后再转入营业外收入。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 14.61 亿元。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债构成为公司于一年内兑付的 3 亿元中期票据“13 鄂恒信 MTN1”和 11.61 亿元一年内到期的长期借款。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 43.61 亿元，同比增长 34.46%，主要系公司长期借款和递延收益增长所致。2015 年底的非流动负债以长期借款（占 75.55%）、递延收益（占 22.35%）为主。

截至 2015 年，公司长期借款 32.94 亿元，同比增长 51.18%，主要系当期质押贷款大幅增长所致。

截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 9.75 亿元，主要为公司收到的政府补助。

截至2015年底，公司债务规模124.33亿元，同比增长53.41%，主要系公司短期借款和长期借款增长所致。截至2015年底，公司全部债务中短期债务占73.50%，长期债务占26.50%，短期债务占比较高。截至2015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

比率均有所上升，分别为72.58%、69.49%和37.64%。

截至2016年3月底，公司债务规模117.12亿元，较2015年底下降5.80%，其中短期债务占71.35%，长期债务占27.65%，债务结构变化不大；截至2016年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为70.90%、67.65%和36.64%，公司债务负担较重。

跟踪期内，公司负债水平和债务负担有所增长，考虑到公司近年来投资性房地产公允价值调整较大，公司资产负债率实际已经处于较高水平；此外，公司全部债务中短期债务占比高，债务结构有待改善。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率和速动比率均较 2014 年同期有所增长，分别为 119.48%和 54.31%；2016 年第一季度，两项指标分别为 122.55%和 51.61%；公司经营流动负债比为 13.83%，同比增长较大。总体看，公司流动资产基本可以覆盖流动负债，现金类资产对短期债务的保障能力一般，综合考虑，公司运营资金需求、偿债压力和资产流动性，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA为23.65亿元，同比增长36.83%。2015年，EBITDA利息倍数为4.00倍，同比大幅增长，主要系公司利润总额同比增长所致；全部债务/EBITDA为5.26倍，同比有所增长。考虑到公司利润总额中公允价值变动净收益同比大幅上升，跟踪期内公司长期偿债能力实际呈下滑态势。

公司存续期内债券包括“16恒信德龙CP001”。

截至2015年底，公司经营活动产生的现金流入为358.61亿元，为公司待偿还短期融资券本金（“16恒信德龙 CP001”5亿元）的71.72倍；经营活动产生的现金流量净额为13.95亿元，为全部待偿还短期融资券本金的2.79倍；截至2016年3月底，公司扣除使用受限的货币资金后的现金类资产为17.01亿元，为公司待偿还短期融资券本金（“16恒信德龙 CP001”5亿元）的3.40倍。公司经营活动现金流入量为358.61亿元，为公司待偿还短期融资券本金（“16恒信德龙 CP001”5亿元）的71.72倍，公司经营活动现金流入量净额为13.95亿元，，为公司待偿还短期融资券本金（“16恒信德龙 CP001”5亿元）的2.79倍。总体看，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对待偿还短期融资券的保障能力较强。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

截至2016年3月底，公司共获得各类金融机构授信128.24亿元，其中已使用95.60亿元，尚未使用额度为32.64亿元，公司已使用授信额度占比较高，存在一定融资渠道扩充压力。

5．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10420105000634902），截至2016年5月23日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6．抗风险能力

公司已经建立了较为完备的销售网络，业务区域分布在湖北、贵州、甘肃、安徽、宁夏等十余个省份，跟踪期内，公司销售网络进一步扩大，门店数量保持快速增长，新增门店处于中西部汽车需求发展潜力较大的地区，未来随着新建门店的投入运营，公司收入和利润规模有望进一步提高。

跟踪期内，公司资产构成稳定，营业收入规模持续增长，经营获现能力较强。受 4S 店扩张较快影响，公司债务规模增长较快，债务结构有待改善。

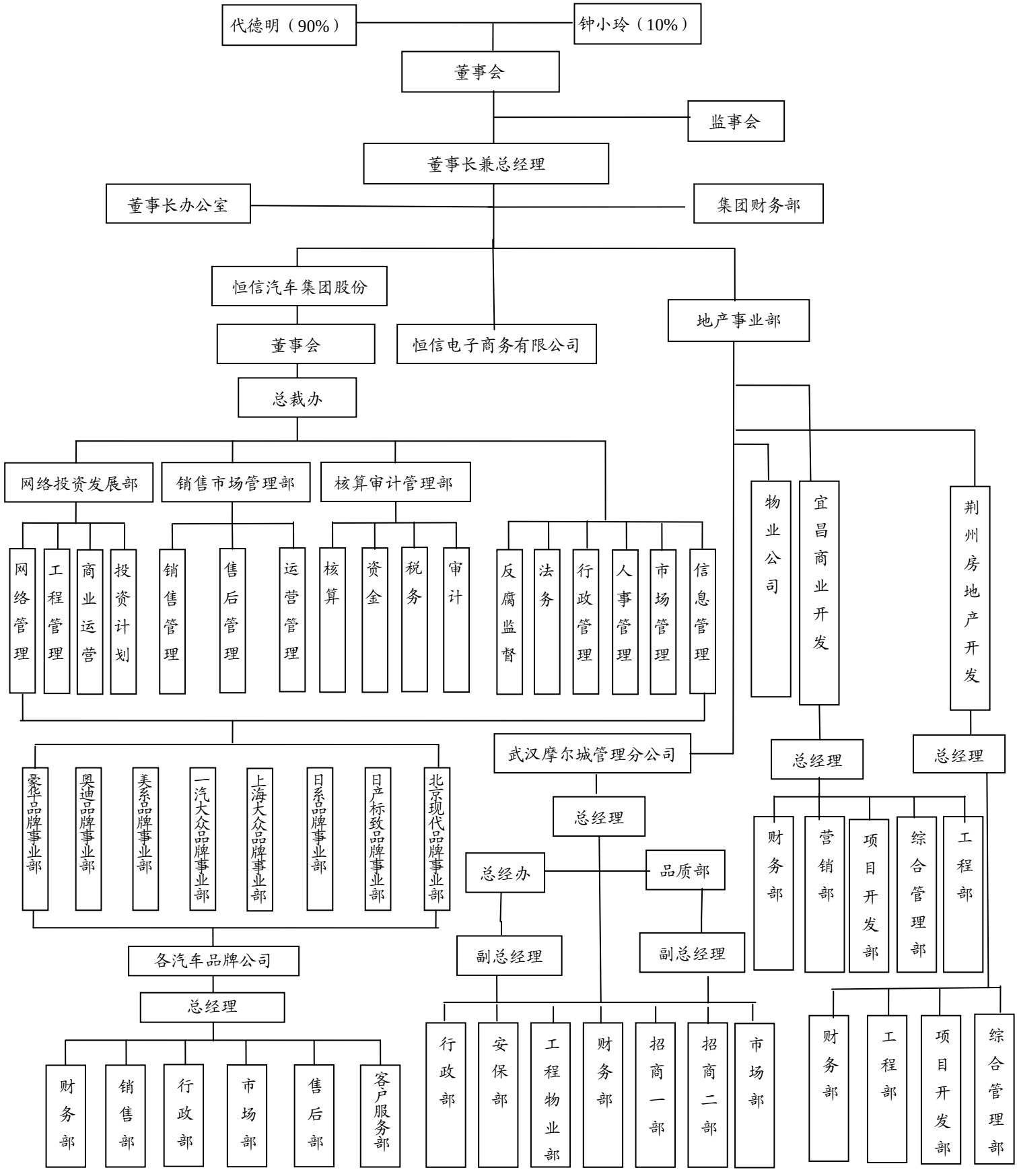
总体看，公司整体抗风险能力较强。

十一、结论

综合分析，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“16
恒信德龙 CP001”A-1 的信用等级。

附件 1　股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.54	10.29	18.85	17.01
资产总额(亿元)	126.94	150.00	199.06	192.45
所有者权益(亿元)	38.26	45.47	54.58	56.00
短期债务(亿元)	49.83	59.57	91.39	84.73
长期债务(亿元)	23.23	24.79	32.94	32.39
全部债务(亿元)	73.06	84.36	124.33	117.12
营业收入(亿元)	155.16	235.45	287.31	80.12
利润总额(亿元)	13.16	9.59	14.50	1.58
EBITDA(亿元)	17.02	17.28	23.65	--
经营性净现金流(亿元)	1.96	4.76	13.95	5.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	112.57	115.95	119.49	--
存货周转次数(次)	4.94	4.88	4.56	--
总资产周转次数(次)	1.57	1.70	1.65	--
现金收入比(%)	116.79	121.71	117.38	117.91
营业利润率(%)	10.09	8.77	8.70	8.30
总资本收益率(%)	11.30	9.42	9.03	--
净资产收益率(%)	25.57	15.91	18.77	--
长期债务资本化比率(%)	37.77	35.28	37.64	36.64
全部债务资本化比率(%)	65.63	64.98	69.49	67.65
资产负债率(%)	69.86	69.69	72.58	70.90
流动比率(%)	132.43	116.06	119.48	122.55
速动比率(%)	66.33	48.06	54.31	51.61
经营现金流动负债比(%)	3.35	6.60	13.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.72	3.23	4.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	4.88	5.26	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；2.计入其他应付款的短期融资券已计入公司有息债务；3.现金类资产中已扣除使用受限制的货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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　主体长期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，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其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