

信用等级公告

联合[2016] 193 号

联合资信评估有限公司通过对湖北恒信德龙实业有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

湖北恒信德龙实业有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年二月二日



湖北恒信德龙实业有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2016 年 2 月 2 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	76.47	126.94	150.00	159.06
所有者权益(亿元)	26.65	38.26	45.47	48.34
长期债务(亿元)	12.47	23.23	24.79	33.26
全部债务(亿元)	39.33	73.06	84.36	91.56
营业收入(亿元)	95.57	155.16	235.45	215.77
利润总额(亿元)	8.59	13.16	9.59	3.29
EBITDA(亿元)	11.20	17.02	17.28	--
营业利润率(%)	11.74	10.09	8.77	7.60
净资产收益率(%)	23.85	25.57	15.91	--
资产负债率(%)	65.15	69.86	69.69	69.61
全部债务资本化比率(%)	59.61	65.63	64.98	65.45
流动比率(%)	128.70	132.43	116.06	129.56
全部债务/EBITDA(倍)	3.51	4.29	4.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.78	5.72	3.23	--

注：1.2015 年三季度财务数据未经审计；2.现金类资产计算中已剔除受限货币资金；3.2012 年财务数据采用 2013 年审计报告的期初数据。

分析师

王慧 杨涵

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

湖北恒信德龙实业有限公司（以下简称“公司”）是以乘用车品牌销售为核心产业，兼顾商业房地产经营的大型民营企业，在汽车销售的规模、品牌和网络渠道等方面具备竞争优势。近年来，随着汽车销售网络快速扩大，公司资产、收入规模均保持较快增长。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，随着在建 4S 店的建成运营，公司收入和利润规模将持续增长，对公司信用水平形成良好支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内中西部地区领先的乘用车经销集团，湖北省最大的乘用车销售公司，销售网络和品牌优势明显。
2. 公司与国内多家汽车主机厂建立了长期的合作关系，具有较为稳定的采购渠道。
3. 公司主营业务突出，营业收入和 EBITDA 增长较快。

关注

1. 汽车经销行业集中度低，市场竞争激烈，议价能力弱，行业毛利率呈下行态势。
2. 公司债务规模持续上升，债务负担趋重，未来随着公司 4S 店的不断扩张，融资压力较大。
3. 近年来公司主业盈利能力持续下降，投资性房地产项目公允价值变动收益对利润总额贡献率较大。

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、湖北恒信德龙实业有限公司主体长期信用等级自 2016 年 2 月 2 日至 2017 年 2 月 1 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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 2015 年 9 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 2015 年 9 月底，公司拥有全资及控股子公司 261 家，拥有在职员工 12096 人。

截至 2014 年底，公司资产总额 150.00 亿元，所有者权益 45.47 亿元（含少数股东权益 0.76 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 235.45 亿元，利润总额 9.59 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 159.06 亿元，所有者权益 48.34 亿元（含少数股东权益 1.87 亿元）；2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 215.77 亿元，利润总额 3.29 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。

二、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年

增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 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，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，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，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济分析

1. 汽车销售行业

行业概况

近年中国汽车整车行业发展迅速，受益于政策刺激和人民生活水平的提高，近年来中国汽车产业保持高速增长，2015 年 1~11 月，中国汽车产销量分别为 2223.70 万辆和 2178.66 万辆，同比增长 1.40% 和 3.34%，保持平稳增长，但增速低于年初预期。其中，

乘用车产销分别同比增长 4.17% 和 5.89%；商用车产销同比下降 10.53% 和 9.71%。节能汽车推广政策、节约能源与新能源汽车车辆购置税优惠政策的实施，积极地引导了节能与新能源汽车产品的消费。2015 年 1~10 月，中国新能源汽车有了较快的发展，全年新能源汽车销量为 17.11 万辆，为 2014 年全年销量的 2.29 倍。

随着中国经济的高速增长，轿车近年销量迅速扩大，成为拉动中国汽车消费快速增长的主导力量，而中国汽车普及率相比发达国家很低，2015 年中国汽车产量蝉联全球第一，但中国人均汽车拥有量相当于美国 1917 年的水平（目前美国 75 辆/百人、日本 54 辆/百人、欧洲 45 辆/百人、中国 7 辆/百人），在发展中国家也只能算中等水平，中国汽车消费的增长空间很大。

竞争格局

现阶段，中国国产汽车经销的经营模式主要包括汽车专卖店及汽车市场两种。目前各个品牌均在全国各大城市设立了 4S 店，汽车销售整体竞争较为激烈。从汽车销售网络建设上看，中国汽车 4S 店数量快速增长，根据中国汽车流通协会统计数据显示，截至 2014 年底，中国汽车经销商百强企业共设立 4S 网点 5180 家，同比增长 6.13%。从收入规模上看，2014 年中国汽车经销商百强企业实现营业收入 12318 亿元，同比增长 9.38%。从利润率上看，2014 年中国汽车经销商百强企业毛利率整体出现下滑趋势，2014 年为 6.13%，同比下降 1.37 个百分点。整体看，2014 年中国规模以上汽车销售企业收入呈现上升态势，但受制于市场竞争造成的成本上升影响，整体利润率出现下滑。

汽车经销商的利润主要来源于汽车销售、零配件业务及维修养护服务等。汽车销售的利润率通常较低，随着中国汽车市场竞争的不断加剧，该数值可能会进一步降低。因此，汽车经销商的收入构成会逐渐向拥有

更高利润率的环节，即汽车产业链的后部转移，以对汽车销售面临的潜在利润率降低进行补偿。如今，欧美国家的成熟市场已经呈现这种局面，而中国汽车经销商的盈利结构还存在较大差距。由于盈利结构的差距，中国汽车经销商潜在利润增长点是汽车维修养护服务。中国汽车经销商的服务收入比重逐年增加。

行业政策及关注

2014 年，政府层面对市场资源配置、环境保护及城市交通治理的重视程度明显加强，使得汽车行业的反垄断、限购和发展新能源政策成为全年宏观政策层面的最显著特征。

(1) 反垄断处罚力度加大

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

需关注的是，上述反垄断措施主要针对汽车上游及汽车后产业的横向垄断行为，暂未提出针对市场内更具话语权的整车企业在产业链方面是否存在纵向垄断的处罚；考虑到整车企业大多建立了可控制的配件、物流等系统，在关键零部件方面拥有独立、封闭的供应体系，如果整车企业存在对上游市场中调节资源配置的价格机制产生影响的情况，企业将面临被取证调查和责令整改的风险。

(2) 工商总局叫停汽车品牌经销商备案

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

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

(3) 上海自贸区平行进口放开

2014 年 11 月，国务院发布《国务院办公厅关于加强进口的若干意见》，明确要进一步优化进口环节管理，其中包括调整汽车品牌销售有关规定，加紧在中国自由贸易试验区率先开展汽车平行进口试点工作。2015 年 1 月 7 日，上海市商务委员会官网发布《关于在中国（上海）自由贸易试验区开展平行进口汽车试点的通知》（以下简称《通知》），正式在上海自贸试验区启动平行进口汽车试点；1 月 15 日，从外高桥平行进口车交易中心获悉，自贸区平行进口车上海区域内 8 家试点企业在 1 月 15 日正式出售进口车。

针对开展平行进口汽车试点业务企业的资质要求，《通知》提出包括“从事汽车销售业务 5 年以上”、“上一财务年度汽车销售额超过 4 亿元人民币”、“具备与经营规模相适应的维修、服务、零部件供应网点与设施”等规定，以及“试点企业及其在自贸试验区内注册的汽车经销商是平行进口汽车产品质量追溯的责任主体，应当依法履行产品召回、质量保障、售后服务、汽车三包、平均燃料

消耗量核算等义务”，对试点企业的资金实力、售后服务等方面都提出了更加严格的要求。

上海自贸区的平行进口试点，是对创新进口汽车销售模式、完善汽车消费管理制度进行有益的探索。随着越来越多的贸易商取得直接从国外进口汽车的资格，国内消费者有望在购买进口汽车方面获得更优的价格和服务。对于国内的汽车生产企业，平行进口的试点挤占了目前市场中对中高端车型的消费需求，在价格对国内生产的汽车形成了压力；但考虑平行进口尚处试点阶段，销售规模相对小，且存在地域局限，短期内对国内市场的影响有限。

（4）限购城市增至7个

为解决城市交通拥堵问题，近年陆续有城市出台限购汽车政策。2014年12月29日，深圳宣布从18时开始实施汽车限购，有效期暂定5年；每年暂定指标10万个，按月分配，年度指标视交通、大气环境和汽车需求适时调整。深圳成为继北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州之后，全国第7个汽车限购的城市。

随着一线及省会城市陆续推出汽车限购政策，国内消费格局将有所改变：中低端产品的需求将转向相对高端的汽车品牌以求一步到位的消费，对产品以中低端产品为主的自主品牌车企形成较大的压力；鉴于在一线城市将面临的更大销售压力，中低端产品进而选择转向二、三线城市，销售渠道进一步下沉。

（5）2014年新能源行业主要政策

《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》：提出重点发展纯电动汽车、插电式（含增程式）混合动力汽车和燃料电池汽车，以市场主导和政府扶持相结合；各地区要执行全国统一的新能源汽车和充电设施国家标准和行业标准，执行全国统一的新能源汽车推广目录，并加快基础设施建设。截至2014年

底，列入新能源汽车推广应用城市（群）的39个城市（群）88个城市中，已有33个城市（群）70个城市出台了新能源汽车推广应用配套政策措施。

《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》：规定将纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车的补贴标准调整为：2014年在2013年标准基础上下降5%，2015年在2013年标准基础上下降10%，从2014年1月1日起开始执行。

《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》：决定自2014年9月1号到2017年12月31号，对购置的新能源汽车（包括获许在中国境内销售（包括进口）的纯电动、混合动力和燃料电池三类车型）免征车辆购置税。

《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》：京津冀、“长三角”和“珠三角”等大气污染防治重点区域中的城市或城市群，2014年度不低于5000辆，2015年度不低于10000辆；其他地区的城市或城市群，2014年度不低于3000辆，2015年度不低于5000辆；推广数量以纯电动乘用车为标准进行计算，其他类型新能源汽车按照相应比例进行折算。

《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》：明确了政府机关和公共机构公务用车“新能源化”的时间表和路线图，2014~2016年，中央国家机关以及纳入新能源汽车推广应用城市的政府机关和公共机构，购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于30%，以后逐年提高。

《加强乘用车企业平均燃料消耗量管理的通知》：由工信部、发改委等五部委联合发布，力促国内乘用车企业平均燃料消耗量实现2015年降至6.9L/百公里的目标。

2015年1月22日，广东省深圳市出台发布《深圳市新能源发展工作方案》和《深圳市新能源汽车推广应用若干政策措施》，深圳将

对新能源汽车推广应用投资50亿元的扶持资金。除了对新能源车购置给予补贴外，个人和企业在使用环节也可享受到最高每辆6万元优惠。

2015年9月29日，国家总理李克强在主持召开国务院常务会议上打出“组合拳”，表示将通过完善新能源扶持政策，加大对各地公交系统中新能源占比的考核、对1.6L及以下小排量乘用车购置税减半以及加快黄标车淘汰等三大主要手段，以缓解能源与环境压力、推动汽车产业结构优化和消费升级、培育新的经济增长点。会议决定，自2015年10月1日至2016年12月31日，对购买1.6升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策，以促进调结构扩内需。

行业发展

中国汽车产业作为世界汽车产业重要的组成部分，未来十年是中国汽车产业的黄金期，汽车产业已经完成了从小到大的转变过程，正在逐步实现由弱到强的巨大跨越，全球汽车工业将向中国和一些新兴经济体进一步转移。目前，中国汽车市场不仅发展快，而且汽车消费需求变化也快，这对于中国汽车产业来说，将迎来下一个黄金十年，自主品牌将完成从“中国制造”到“中国创造”的发展过程。总体看，中国汽车市场前景较为广阔。

2. 房地产行业

行业概况

2014年中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并

通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

房地产开发方面，2014年，全国房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。2014年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中，住宅新开工面积12.5亿平方米，同比下降14.4%。全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%。全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。

2015年1~10月，全国房地产开发投资78801亿元，同比增长2%，增速回落0.6个百分点。前10个月，商品房销售面积94898万平方米，同比增长7.2%，增速回落0.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.4%。2015年1~10月，房屋新开工面积127086万平方米，下降13.9%。其中，住宅新开工面积87753万平方米，下降14.7%。房屋竣工面积61201万平方米，下降4.2%，降幅收窄5.6个百分点。其中，住宅竣工面积45235万平方米，下降7.2%。

房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为10.5亿平方米，同比下降9.1%，销售额为6.2万亿元，同比下降7.8%；办公楼销售面积为2498万平方米，同比下降13.4%，销售额为2944亿元，同比下降21.4%；商业营业用房销售面积为9075万平方米，同比增长7.2%，销售额为8906亿

元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

2015 年 1~10 月，商品房销售面积 94898 万平方米，同比增长 7.2%，增速回落 0.3 个百分点。其中，住宅销售面积增长 7.9%，办公楼销售面积增长 13.4%，商业营业用房销售面积增长 1.5%。商品房销售额 64790 亿元，增长 14.9%，增速回落 0.4 个百分点。其中，住宅销售额增长 18.0%，办公楼销售额增长 19.2%，商业营业用房销售额下降 2.2%。截至 2015 年 10 月底，商品房待售面积 68632 万平方米，比 9 月底增加 2122 万平方米。其中，住宅待售面积增加 1180 万平方米，办公楼待售面积增加 56 万平方米，商业营业用房待售面积增加 709 万平方米。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期稳定发展的

制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“930”新政），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一、二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，2014 年三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交

回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10月9日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014年以来对公积金调整放宽的省市已近40个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调0.25个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015年以来，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建

部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。

从同比价格指数看，自2014年1月起，70个大中城市新建住宅价格指数快速回落，同比指数由上涨9.0%回落至最低下跌6.3%。2015年5月份起，随着多项利好政策的出台，房屋销售形势开始好转，房价企稳回升，5月起房价同比跌幅开始逐月收窄，至2015年7月份，70个大中城市新建住宅房价同比下跌4.4%，跌幅较4月份收窄1.9个百分点。

总体看，2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、

调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

行业政策

2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。

2014 年 4 月 22 日，住建部发布《住房城乡建设部关于做好 2014 年住房保障工作的通知》，2014 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上；计划基本建成 480 万套，并加强保障性住房配套设施建设；探索发展共有产权住房，目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在 2013 年 10 月，北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自主型改善型商品住房建设的意见》，其中的自主型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014 年 9 月 30 日，中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》明确提出：“对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信

用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。同时，为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力，提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”

2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部、银监会联合发布《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知规定：对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。而此前，二套房贷款执行“首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍”的政策。同日，财政部和国家税务总局又联合发布消息称：从 3 月 31 日起，个人住房转让免征营业税的期限由购房超过 5 年（含 5 年）下调为超过 2 年（含 2 年）。

此次住房金融政策出台在百城房价连续 5 个月环比负增长和房地产投资增速持续回落的背景下，体现了政府定向稳增长控风险的决心，有利于推动购房刚需和改善性需求入市，促使房地产市场交投活跃，缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧，改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响，房贷新政策效果有待观察。

3. 区域经济环境

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。

2014 年，武汉市地区生产总值 10069.48 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.70%。其中，第一产业增加值 350.06 亿元，增长 5.0%；第二产业增加值 4785.66 亿元，增长 10.2%；第三产业增加值 4933.76 亿元，增长 9.5%。其中，社会消费品零售总额 4369.32 亿元，比上年增长 12.7%，其中，汽车零售额较上年增长 23.1%。

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 9 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. 企业竞争力

截至 2015 年 9 月底，公司拥有获得奔驰、奥迪、凯迪拉克、雷克萨斯、英菲尼迪、一汽大众、上海大众、丰田、本田、日产、现代、别克、雪佛兰、斯柯达等汽车厂商正式销售授权 4S 店 178 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 2015 年 9 月底，公司已在湖北、湖南、河北、河南、江西等 11 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。

4. 人员素质

公司现有高层管理人员 5 人。总经理兼董事长 1 人，副总经理 1 人，财务总监 1 人，汽车股份公司总经理 1 人，地产事业部总经理 1 人。

公司董事长兼总经理代德明先生，51 岁，EMBA 学历，历任宜昌县五交化业务经理、宜昌恒信机电有限公司董事长兼总经理，现任公司董事长兼总经理。

公司汽车股份公司总经理熊更先生，45 岁，历任湖北核工业部第 22 建设公司项目经理、湖北恒信机电有限公司副总经理、公司总经理助理、湖北恒信德龙奥迪汽车销售服务有限公司总经理、武汉星凯汽车销售服务有限公司总经理；现任公司汽车股份公司总经理。

公司其他高层管理人员也都具有长期从

事相关工作的业务和管理经验，整体素质较高。

截至 2015 年 9 月底，公司职工总数 12096 人，从学历构成看，中专及以下占 37.94%，大专占 38.74%，本科及以上学历占 23.32%；从工作岗位看，公司销售人员占 35.65%，管理人员占 17.36%，其他人员占 46.99%，岗位构成符合行业特征；从年龄分布来看，30 岁及以下占 76.64%，30 岁至 50 岁占 21.70%，50 岁及以上占 1.66%；公司人员构成较为合理。

综合看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平，熟悉公司整体状况及发展方向，有利于公司的长远发展；公司员工以销售人员为主，符合公司所处的汽车经销行业特点。公司目前的人才结构基本可以满足公司发展的需求。

五、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》的规定，公司治理结构由四个部分组成，股东会由公司全体股东推选股东代表组成，体现的是所有者对公司的最终所有权；公司设董事会，成员 3 人，由股东代表大会选举和办理，对公司的发展目标和重大经营活动做出决策，维护出资人的权益；设监事会，成员 3 人，是公司的监督机构，对公司的财务、董事和经营者的行为发挥监督作用；设总经理，由董事会聘任，是公司的经营者和决策执行者。

公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，但所有权和经营权未实现完全分离。公司组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

2. 管理水平

公司根据国家有关法律、法规，结合自身经营特点和所处环境，建立了内部控制制度，并在执行中不断完善。目前，公司已在

资产管理、财务及预算制度、融资及担保管理、生产经营等各方面建立了内控管理制度，并严格遵照实施。

财务管理制度

公司为了加强财务管理，规范财务工作，促进经营业务的发展，提高经济效益，根据《会计法》、国家有关财务管理法规制度和公司章程相关规定，制定了《湖北恒信德龙实业有限公司财务管理细则》、《湖北恒信德龙实业有限公司管理纲领》、《武汉摩尔城结算管理制度》等独立的财务管理、内部控制制度。

经营管理制度

公司汽车股份公司采取经理负责的 4S 店独立经营模式，武汉摩尔城则是以分公司的名义进行管理，向总经理负责。为了加强对各品牌公司和武汉摩尔城的经营管理，公司建立了内部管控体系，通过预算管理、非经营性管理措施、财务数据上报等方式，提升公司的凝聚力。

人力资源管理制度

为了适应公司的发展战略，根据国家相关法律法规的规定以及相关要求，结合公司实际情况，公司制定了包括劳动合同、编制岗位、合规考核、入职解聘、薪酬福利、培训考勤等方面的制度，逐步建立适应现代企业制度要求的人力资源管理体系，充分发挥绩效考核机制对员工的激励作用，增强公司的凝聚力和竞争力。

投融资管理制度

公司实行集中的投融资管理制度，各子公司于年初制定本年度的资金投入计划及预算并上报公司，公司根据实际情况和发展规划制定当年整体的投资和融资计划，并对筹集资金的使用实行严格监管。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作较为规范，管理效率较高，整体管理水平尚可。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自于汽车（4S店）和商业地产两大业务，分别由对应的汽车股份公司和地产事业部负责，具体运营主体分别为公司下属的4S店和武汉摩尔城管理分公司。

收入方面，2012~2014年，公司营业收入呈快速增长趋势，年复合增长率56.96%，汽车板块收入呈快速增长趋势，商业地产业务收入有所波动；收入结构方面，汽车板块是公司收入的主要来源，占比逐年增长，2014年为99.43%，商业地产业务占比逐年下降，2014年为0.57%，主要来源于武汉摩尔城项目的租金收入。

毛利率方面，2012~2014年，公司综合毛

利率水平逐年下降，其中，汽车板块毛利率逐年小幅下降，受摩尔城项目部分商户退租影响，商业地产业务毛利率降幅明显。汽车板块是公司利润的主要来源，商业地产业务毛利率水平较高，与商业地产板块主营业务相关的毛利润对公司的利润贡献率不高。

2015年1~9月，公司汽车板块收入215.18亿元，为2014年全年的91.92%，毛利率为7.65%，略低于2014年；商业地产收入0.58亿元，为2014年全年的42.96%，毛利率为53.08%，较2014年大幅下降，主要是2015年下半年，公司对武汉摩尔城进行装修改造和配套设施完善，清退了部分商户，致使租金收入大幅下降。

近年来，随着公司汽车销售网络的快速扩张，公司收入和利润规模呈快速增长趋势。

表1 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2012年			2013年			2014年			2015年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车板块	94.34	98.71	11.06	153.47	98.91	9.63	234.10	99.43	8.73	215.18	99.73	7.65
商业地产	1.23	1.29	70.52	1.69	1.09	68.93	1.35	0.57	38.80	0.58	0.27	53.08
合计	95.57	100	11.83	155.16	100.00	10.28	235.45	100.00	8.90	215.77	100.00	7.77

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后服务两部分。公司汽车后服务包括汽车维修服务和汽车用品销售两部分。随着国内汽车需求量的增长，公司汽车销售保持增长态势，并带动汽车后服务规模快速增长。

近三年，受公司4S店建店规模增大，成本压力和销售折让影响，公司汽车板块收入规模逐年增长，但盈利能力呈现逐年下降态势。从收入结构上看，2012~2014年，汽车销售收入占公司板块收入比例呈逐年上升态势，汽车销售收入对汽车板块的收入贡献率分别为88.44%、89.95%和91.41%；汽车后服务业务（包括汽车维修服务和汽车用品）对汽车板块的收入贡献呈逐年下降态势，2012~2014年分别为11.56%、10.05%、8.59%。从利润水平上看，汽车销售利

润率呈逐年下降趋势，2012~2014年分别为6.73%、3.89%和4.06%；汽车后服务毛利率水平高，是汽车板块利润的重要来源，其中汽车维修服务近三年毛利润率相对稳定，2012~2014年分别为44.68%、47.51%和43.49%，由于公司对汽车用品销售板块进行调整，将原本与整车一同销售的部分汽车用品划拨至汽车用品销售部门直接销售，大幅提升了该板块的毛利率，2014年，公司用品销售板块毛利率为93.02%，同比增长5.31个百分点。

2015年1~9月，公司汽车板块收入215.18亿元，其中，汽车销售收入189.94亿元，占比87.98%，汽车后服务收入25.35亿元，占比12.02%，其中汽车维修服务板块收入20.58亿元，为2014年全年的120.35%，汽车用品销售板块收入4.77亿元，为2014年的158.47%，主要原

因是2014年公司建设4S店速度较快，但汽车后服务配套建设尚不完善，2015年1~9月，公司加强了汽车后服务板块建设力度，致使汽车后服务板块收入快速增长。毛利率方面，汽车销售为2.69%，较2014年下降2.13个百分点，主要是主机厂销售返点的时滞所致；汽车后服务中汽车维修服务毛利率为43.54%，较2014年变化不

大，汽车用品销售毛利率为50.50%，较2014年底大幅下降，主要系公司为配合新建4S店销售，做了一定价格折让，并将销售板块进行调整，将原毛利率较高的汽车用品收入划分到其他汽车板块所致，整体看，汽车后服务对汽车板块的利润贡献有所提高。

表2 2012~2015年1~9月公司汽车板块收入情况 (单位: 亿元、%)

业务	2012年			2013年			2014年			2015年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车销售	83.43	88.44	6.73	135.85	88.52	3.89	212.30	90.70	4.06	189.83	88.22	2.69
汽车售后	9.41	9.97	44.68	15.43	10.05	47.51	17.10	7.30	43.49	20.58	9.56	43.54
汽车后市场	1.50	1.59	44.37	2.19	1.43	88.33	4.70	2.00	93.02	4.77	2.22	50.50
合计	94.34	100.00	11.06	153.47	100.00	9.63	234.10	100.00	8.73	215.18	100.00	7.65

资料来源: 公司提供

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。目前，公司销售的汽车包括奔驰、雷克萨斯、奥迪、凯迪拉克、沃尔沃、丰田、别克、广州本田等中高档汽车品牌。

门店建设方面，2012~2014年，公司分别拥有汽车品牌店89家、141家和178家，呈逐年增长趋势，公司门店均为自建。经营品牌方面，公司中高档车门店占比较高。截至2015年9月底，公司门店数达到178家，与2014年底持平，但在汽车4S店品牌上稍有调整。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	2012年底 门店数	2013年底 门店数	2014年底 门店数	2015年 9月底 门店数
奔驰	4	4	6	6
雷克萨斯	1	2	2	2
奥迪	4	10	14	14
凯迪拉克	7	10	11	11
英菲尼迪	1	1	4	4
沃尔沃	1	2	3	4
丰田	4	5	7	11
别克	2	6	8	8

斯柯达	1	1	1	1
日产	10	12	12	12
现代	11	17	19	19
广州本田	5	5	5	5
东风本田	7	9	13	13
一汽大众	11	13	17	17
上海大众	8	13	19	17
雪佛兰	5	7	8	8
马自达	1	1	1	1
荣威	0	1	0	0
标致	1	6	5	4
雪铁龙	4	4	4	3
福特	-	4	5	5
起亚	-	4	5	5
启辰	1	2	2	1
克莱斯勒	-	1	5	5
北京汽车	-	1	1	1
路虎	-	-	1	1
合计	89	141	178	178

资料来源: 公司提供

汽车销量方面，2012~2014年，公司汽车销售量逐年增长，年复合增长率69.91%，2014年为13.51万辆，同比增长63.16%。由于宏观经济景气度下行，汽车行业下游需求增速放缓和汽车经销行业激烈竞争的影响，2014年汽车销售量增速有所放缓。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，2014年占比分别为14.80%、14.19%、12.45%和9.60%。随着公司高档车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2013~2015年前三季度汽车销量(单位:辆)

品牌	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
奔驰	2281	3559	4773	5098
雷克萨斯	653	653	584	559
奥迪	3226	6348	12962	11060
凯迪拉克	903	2521	3613	3339
丰田	2068	2844	4703	4807
别克	2335	3030	7960	7933
斯柯达	415	433	433	286
日产	3859	7153	8671	6217
现代	5433	11005	16822	13918
广州本田	3450	4547	6120	6186
东风本田	5468	6602	7377	8149
一汽大众	7903	13257	19995	15463
上海大众	4225	12398	19174	17872
雪佛兰	3433	4362	7935	6825
马自达	218	95	84	142
英菲尼迪	146	260	673	1092
荣威	402	333	162	-
标致	109	776	2708	2228
沃尔沃	172	678	1122	969
雪铁龙	94	1071	1645	1121
东风启辰	0	86	587	532
福特	0	316	2944	2426
克莱斯勒	0	118	1251	1863
悦达起亚	0	350	2773	2424
路虎	0	0	16	102
北京汽车	0	0	0	62
合计	46793	82795	135087	120673

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,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。公司新建门店主要分布在湖北省之外的地区,未来公司的销售区域将会有所分散。

表5 公司销售区域分布表 (单位:家,%)

区域	2013年		2014年		2015年1~9月	
	门店数	收入占比	门店数	收入占比	门店数	收入占比
湖北	71	73.65	80	44.94	82	61.38
湖南	4	5.95	4	2.25	4	4.34
河北	4	2.7	5	2.81	5	1.97
河南	4	2.28	10	5.62	10	3.60
宁夏	6	2.02	7	3.93	7	2.13
贵州	19	1.36	24	13.48	24	8.57
甘肃	12	1.36	20	11.24	17	3.58
安徽	7	3.67	13	7.30	14	7.45
陕西	3	0.71	5	2.81	5	2.40
江西	3	0.71	5	2.81	5	3.65

广西	0	0	5	2.81	5	0.93
合计	141	100	178	100.00	178	100.00

资料来源:公司提供

盈利模式方面,由于汽车经销环节价格竞争激烈,很难通过供销价差获利,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,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。2012~2014年,公司汽车维修服务收入分别为9.41亿元、15.43亿元和

17.10亿元，呈逐年增长趋势，毛利率保持基本稳定，分别为44.37%、47.51%和43.49%，整体看公司汽车维修业务发展情况良好。

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。2012~2014年，公司汽车用品销售收入和毛利率均呈逐年增长的趋势，2014年分别为3.01亿元和89.88%，主要原因是公司对汽车用品销售板块进行调整，将原本与整车一同销售的部分配件产品划拨至汽车用品销售部门直接销售，大幅提升了该板块的毛利率，整体看，公司汽车用品销售业务发展迅速。

整体来看，近年来公司汽车后服务业务发展情况较好，未来，公司将加强开拓汽车后服务业务，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%。此外，摩尔城地下一层为沃尔玛超市和外租区商户，出租率为100.00%，年租金收入分别为675万元和1945万元。由于2013年7月广州百货从摩尔城退租，联营收入及代售水电费项目同比下降较大，2014年摩尔城项目收入同比下降0.34亿元。

2015年，为了进一步提升摩尔城项目收益水平，公司投资1.2亿元对该项目进行装修改造和配套设施完善，并投入约2亿元完成了摩尔城与武汉地铁3号线、4号线直接对接工程。截至2015年12月底，该项目已经进入试运营阶段。

表6 2014年武汉摩尔城出租情况

栋	楼层	种类	可租面积 (m ²)	已租面积 (m ²)	出租率 (%)	年租金 (万元)	备注
A	1-5 层	摩客广场客户	29160	29160	100	659	
	6 层	真快活健身娱乐	6480	6480	100	188	
B	1-6	摩尔购物中心	40502	40502	100	1892	
C	1-4	美食娱乐中心	21524	21524	100	2018	
	5-6	金逸影院	11000	11000	100	478	保底抽成
地下一层		沃尔玛超市	17024	17024	100	675	
		外租区商户	8500	8500	100	1945	
其他租赁收入		多经收入及停车场收入	-	-	-	1229	
其他收入		联营收入及代售水电费	-	-	-	3771	
合计			134190	134190	100	13501	

资料来源：公司提供

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。公司使用前期退款缴纳了土地款项，现已缴纳45250万元，截至2015年底，公司已经完成该项目第一期10.8万平方米和第二期9.5万平方米项目开发，正在进行的第三、四期项目预计尚需投入资金12亿元。

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。该酒店已经于2015年10月28日正式开业，预计2016年可以实现营业收入3500万元至4000万元。

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。宜昌商业开发公司于2011年以1.5亿元取得宜昌市东山开发区地块，面积55333平方米，用于宜昌恒信中央公园项目，该项目为商业地产兼住宅开发，总建筑面积为

184500平方米，总投入约5亿元。该项目于2013年开工建设，已于2014年8月开盘预售，销售均价约为5000元/平方米。截至2015年底，恒信中央公园已经销售面积占比约为63%，可确认收入约1.80亿元。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数和三年分别为108.76次、112.30次和115.95次，存货周转次数有所下降，5.98次、4.94次和4.88次，总资产周转次数有所上升，三年分别为1.45次、1.53次和1.70次，公司经营效率处于正常水平。

5. 未来发展

公司2015年10~12月，拟建25家汽车4S店，其中高档店15家，中档店10家，资金需求总共约5.5亿元，其中3.5亿元通过贷款解决；2016年计划新建4S店30家，其中高档店15家，中档店15家，计划投资6亿元，其中外部融资4亿元；2017年计划新建30家4S店，包括15家高档店和15家中档店，其中外部融资4亿元，自筹2亿元。

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7 公司未来投资规划（单位：亿元，家）

汽车 品牌店	2015年10~12月				2016年				2017年			
	单价	数量	金额		单价	数量	金额		单价	数量	金额	
			贷款	自筹			贷款	自筹			贷款	自筹
高档	0.3	15	2.9	1.6	0.3	15	3	1.5	0.3	15	3	1.5
中档	0.1	10	0.6	0.4	0.1	15	1	0.5	0.1	15	1	0.5
合计	--	25	3.5	2.0	--	30	4	2	--	30	4	2

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012年财务报告由湖北宜昌长江会计师事务所有限公司审计，2013年财务报告由中勤万信会计师事务所审计，2014年财务

报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计结论；2015年三季度财务数据未经审计。2014年公司纳入合

并范围子公司共计237家，较2013年增加52家子公司，主要为公司新开业汽车销售店以

及相关汽车交易服务公司。

截至 2014 年底，公司资产总额 150.00 亿元，所有者权益 45.47 亿元（含少数股东权益 0.76 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 235.45 亿元，利润总额 9.59 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 159.06 亿元，所有者权益 48.34 亿元（含少数股东权益 1.87 亿元）；2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 215.77 亿元，利润总额 3.29 亿元。

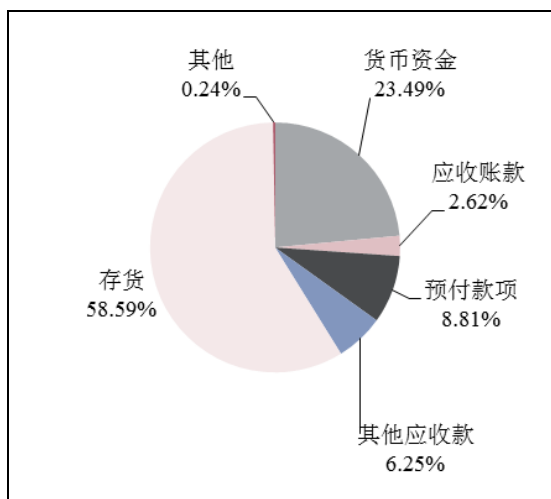
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模快速增长，年复合增长 40.05%。截至 2014 年底，公司资产总额为 150.00 亿元，较上年底增长 18.17%。截至 2014 年底，公司流动资产占 55.79%，非流动资产占 44.21%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产大幅增长，年复合增长 40.73%。截至 2014 年底，公司流动资产为 83.68 亿元，同比增长 7.63%，主要由货币资金（占 23.49%）、预付款项（占 8.81%）、其他应收款（占 6.25%）、存货（占 58.59%）构成。

图 1 2014 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动增长，年复合增长率为 15.51%。截至 2014 年底，公司货币资金 19.66 亿元，其中现金、其他货币

资金和银行存款分别占 0.05%、45.91%和 54.04%。其他货币资金包括信用保证金、承兑保证金、POS 款及其他，资金较为充裕。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年复合增长率为 57.25%。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 2.19 亿元（主要为客户汽车消费贷款垫付资金），同比增长 17.11%，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 18.27 万元；从账龄来看，1 年以内应收账款占 99.17%，1~2 年占 0.76%，2~3 年占 0.07%；从集中度来看，公司前五名应收账款客户占 15.39%，集中程度一般。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。

2012~2014 年，公司预付款项增长较快，年均增幅为 21.83%。截至 2014 年底，公司预付款项 7.37 亿元，主要为汽车订货预付款。

2012~2014 年，公司其他应收款规模波动下降，年均降幅 8.60%。截至 2014 年底公司其他应收账款净额 5.23 亿元，主要为各类保证金。其中，账龄一年期以内其他应收款占 43.90%，1~2 年占 41.32%，2~3 年占 14.78%，公司共计提其他应收款坏账准备 0.31 亿元。截至 2014 年底，其中其他应收款前五名客户占比 26.47%，集中程度较低，主要为公司在汽车金融公司的短期借款保证金。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年复合增长率为 78.42%。截至 2014 年底，公司存货净额为 49.03 亿元，其中库存商品、商业地产开发成本分别占 66.92%、20.84%；2014 年公司存货同比增长 26.33%，主要由于公司新门店开业增加储备库存（库存商品汽车增加 7.21 亿元）以及商业地产开发成本（增加 0.82 亿元）增长所致。公司存货跌价准备的确认标准和计提方法是期末存货采用成本与可变现净值孰低计价，存货可变现净值低于成本时，按单个存

货项目的成本高于其可变现净值的差额提取存货跌价准备，2012~2014 年底，各项存货未发现可变现净值低于成本的情况，故未提取存货跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，三年复合增长率为 39.20%。截至 2014 年底，公司非流动资产 66.32 亿元，同比增长 34.84%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 54.39%）、固定资产（占 15.40%）和无形资产（占 19.63%）构成。

2012~2014 年，公司投资性房地产稳定增长，复合增长 27.43%，截至 2014 年底，公司投资性房地产为 36.07 亿元，同比增长 16.96%，主要由于公司主要商业地产武汉摩尔城项目由固定资产转换为投资性房地产以及投资性房地产公允价值波动（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 2014 年底，公司投资性房地产构成全部为房屋建筑物，原账面价值为 4.51 亿元，本期增加 1.89 亿元，其余全部计入公允价值变动金额。

2012~2014 年，受汽车销售门店规模快速增长影响，公司固定资产大幅增长，年复合增长率为 70.53%。截至 2014 年末，公司固定资产规模同比增长 60.28%，固定资产为 10.22 亿元。公司固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备等，其中房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备分别占比 46.87%、7.14%、23.58%、5.38%。

2012~2014 年，公司在建工程波动下降，年复合下降 12.51%。截至 2014 年底，公司在建工程共计 1.65 亿元，同比下降 32.27%，主要系公司汽车公司改造及新建店项目等在建工程部分转固所致。

2012~2014 年，受公司 4S 店数量增长影响，土地使用权随之增加（新建门店所需土地通过招拍挂程序获得，公司直接获得相应的土地使用权），公司无形资产大幅增长，三年复合增长率为 86.02%，截至 2014 年底，公司无形资产

为 13.02 亿元，同比增长 135.93%，主要为土地使用权（占 99.98%）。

2012~2014 年，公司商誉总量有所增长，年均复合增长率为 8.65%。截至 2014 年底，公司商誉为 1.03 亿元，主要于公司 2012 年收购宜昌市碧彩园生态环境有限公司过程中形成。

随着公司扩张速度的加快，2012~2014 年公司长期待摊费用快速增长，年均复合增长率为 70.18%。截至 2014 年末，公司长期待摊费用 3.96 亿元，同比增长 43.27%，主要为公司汽车销售新店开办费用和装修费用。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 159.06 亿元，流动资产和非流动资产分别占 56.88%和 43.12%，资产结构与 2014 年底相比变动不大。受公司收到 2014 年预付汽车公司的汽车存货影响，预付账款下降 35.30%，存货增长 14.41%。受公司营业规模持续扩大影响，公司应收账款、其他应收款较 2014 年底分别增长 36.61%、18.31%。

总体来看，公司资产构成以流动资产为主，流动资产中存货占比高且呈逐年提高的趋势，资产流动性尚可；公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成，整体看公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益（含少数股东权益）规模逐年增长，年均增长率为 30.63%，主要受益于公司利润规模的增长，其中 2012~2014 年公司通过重估投资性房地产价值确认公允价值变动收益 4.55 亿元、8.61 亿元和 3.34 亿元。由于会计准则调整，2014 年公司将原摩尔城项目由公司自用房地产转化为投资性房地产时公允价值变动增加的 4.89 亿元，转移至其他综合收益。截至 2014 年底，公司所有者权益（含少数股东权益 0.76 亿元）为 45.47 亿元，同比增长 18.84%，主要由于公司其他综合收益和未分配利润增长所致，其中实收资本

和未分配利润分别占比 11.44%和 71.23%，公司所有者权益中未分配利润占比较高，截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益 48.34 亿元（含少数股东权益 1.87 亿元），较 2014 年底增长 6.30%，公司所有者权益结构较 2014 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益以实收资本、其他综合收益和未分配利润为主；公司所有者权益中未分配利润占比大，但公司出具了相应的承诺函，承诺在拟发行的短期融资券存续期内，对未分配利润分配数额不超过 2015 年 9 月公司未分配利润总额的 10%，保证了公司所有者权益的稳定性。

负债

2012~2014 年，受公司新建销售店面规模扩大影响，公司负债规模大幅增长，年复合增长率为 44.84%。截至 2014 年底，公司负债总额为 104.53 亿元，较上年底增长 17.88%，主要源于流动负债的增长。从负债结构上看，公司负债中流动负债占 68.98%，非流动负债占比 31.02%，公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债 72.10 亿元，同比增长 22.80%，主要由短期借款（占 39.44%）、应付票据（占 32.65%）、应付账款（占 5.11%）、预收款项（占 7.30%）、其他应付款（占 8.11%）和一年内到期的非流动负债（占 10.53%）等构成。

2012~2014 年，公司短期借款增长较快，年复合增长率为 29.67%。截至 2014 年底，公司短期借款为 28.44 亿元，主要由质押借款（占 57.12%）、保证借款（占 32.43%）和抵押借款（占 10.45%）构成。公司短期借款中抵质押借款较多，系公司经营性质决定，主要质押标的为公司汽车存货、土地使用权和使用受限的货币资金，其中汽车合格证质押贷款所占比重较大。

2012~2014 年，公司应付票据波动增长，年复合增长率为 43.96%。截至 2014 年底，公司应付票据为 23.54 亿元，同比下降 7.89%，全

部为银行承兑汇票。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年复合增长率为 31.56%。截至 2014 年底，公司应付账款为 3.68 亿元，主要系公司增加销售店面，扩大销售规模，增加采购规模所致。其中账龄在一年以内的应付账款为 3.10 亿元，占全部应付账款的 84.31%。

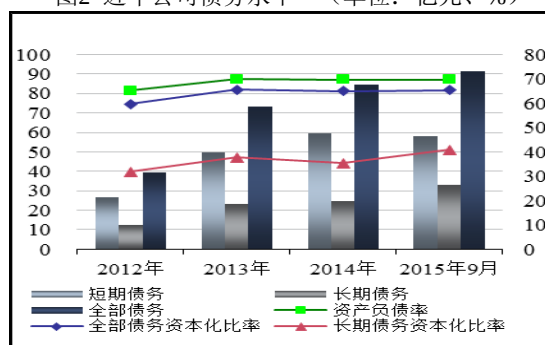
2012~2014 年，公司其他应付款快速上升，年均增幅为 99.64%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 5.85 亿元，主要系公司所辖 4S 店面在 2012 年以来出现大幅增长，所需业务往来款大幅增长所致。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债快速上升，截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 7.59 亿元，同比增长 224.22%，全部为于一年内到期的长期借款。

近年来，公司非流动负债快速增长，年均增幅为 38.13%，2014 年底为 32.43 亿元，同比增长 8.23%，主要系公司长期借款和递延所得税负债增长所致。2014 年底公司非流动负债由长期借款（占 67.20%）、应付债券（占 9.25%）、和递延所得税负债（占 23.55%）构成。

2012~2014 年，受公司 4S 店建设项目等在建工程融资需求影响，公司全部债务快速增长。2014 年底公司全部债务为 84.36 亿元，年均复合增长率为 46.45%，其中短期债务占 70.61%，长期债务占 29.39%。近年来，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率波动增长，2014 年底上述三项指标分别为 69.69%、35.28%和 64.98%。

图2 近年公司债务水平 （单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 110.73 亿元，较 2014 年底增长 5.93%，主要系公司应付票据和长期应付款增长所致。截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.61%、65.45% 和 40.76%，公司全部债务中长期债务比重较 2014 年底有所增长。整体看，近年来，公司债务规模增长较快，债务结构有待改善，有息债务负担较重。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入保持稳定增长，年复合增长 56.96%。2014 年，公司实现营业收入 235.45 亿元，同比增长 51.74%，主要系公司门店数量快速增长所致。

2012~2014 年，公司营业成本快速增长，年复合增长率为 59.67%，增速大于营业收入增速；2014 年公司营业成本为 214.49 亿元，同比增长 54.06%；受公司新开店让利影响，营业利润率下降至 8.77%，同比下滑 1.32 个百分点。

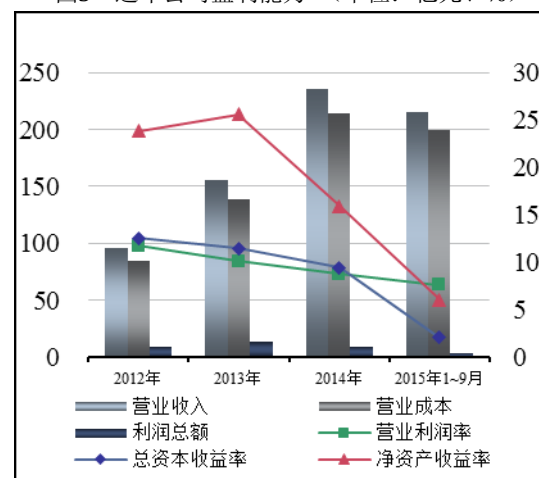
2012~2014 年，公司期间费用稳定增长，年复合增长率为 166.58%，2014 年为 16.35 亿元，同比增长 44.91%。受公司销售收入快速上升和新建店面投入运营支出影响，2014 年，公司销售费用、管理费用与财务费用均呈增长态势，同比分别增长 40.73%、40.08% 和 55.77%。受收入快速增长影响，公司期间费用占营业收入比重较 2013 年下降 0.33 个百分点，为 6.94%，期间费用控制能力较好。

2012~2014 年，公司公允价值变动收益对公司利润总额影响大，三年分别为 4.55 亿元、8.61 亿元和 3.34 亿元，主要系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。

2012~2014 年，公司营业外收入大幅增长，三年复合增长率为 438.40%，截至 2014 年底，公司营业外收入为 2.24 亿元，同比增长 2.04 亿元，主要系公司 2014 年确认政府补助 2.02 亿元所致，2014 年，公司收到的政府补助的主要构成

为公司下属子公司财政补助资金和部分征地补偿款。

图3 近年公司盈利能力（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

受公司业务经营规模逐年扩大和摩尔城项目公允价值变动影响，近年来公司利润总额波动增长，年复合增长率为 5.69%。2014 年公司实现利润总额 9.59 亿元，同比下降 27.12%，主要系公司投资性房地产公允价值变动同比大幅下降所致。从盈利指标看，受公司业务扩大、期间费用上升和投资性房地产公允价值变动影响，2012~2014 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降，2014 年公司营业利润率为 8.77%，同比下降 1.33 个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为 9.42% 和 15.91%，均较 2013 年水平有所降低。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 215.77 亿元，同比增长 23.81%，营业利润率下降至 7.60%，受公司新设 4S 店开业让利影响，营业利润率较去年同期略有下降。同期的利润总额为 3.29 亿元，较 2014 年同期增长 7.38%，其中包括公司获取的营业外收入 1.28 亿元。

总体看，近三年公司收入大幅增长，营业利润率有所下滑，期间费用控制能力有所提升，公允价值变动收益和营业外收入对公司利润影响大。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，受公司扩大经营规模

影响，短期债务和存货增长较快，2012~2014年公司流动比率和速动比率均呈现下降趋势，2014年底分别为116.06%和48.06%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比波动下降，分别为9.92%、3.35%和6.60%，截至2015年9月底，公司流动比率和速动比率分别为129.56%和49.23%。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。整体看，公司存在一定短期偿债压力。

长期偿债能力方面，2012~2014年，受益公司业务规模扩张和投资性房地产公允价值变动收益影响，公司EBITDA快速增长，年复合增长率为24.21%，2014年为17.28亿元。受公司债务规模快速增长影响，公司EBITDA利息倍数下降较快，但依然保持较高水平，分别为5.78倍、5.72倍和3.23倍，全部债务/EBITDA分别为3.51倍、4.29倍和4.88倍；EBITDA对债务及利息的保护能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2015年9月底，公司无对外担保。

截至2015年9月底，公司获得各商业银行综合授信额度115.29亿元，尚未使用额度为28.94亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证编号：G10420105000634902），截至2016年1月11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。

7. 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、宁夏等省份，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。

近年来，公司资产构成稳定，营业收入规模稳步增长，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

有待完善。

基于对公司自身经营和财务风险，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

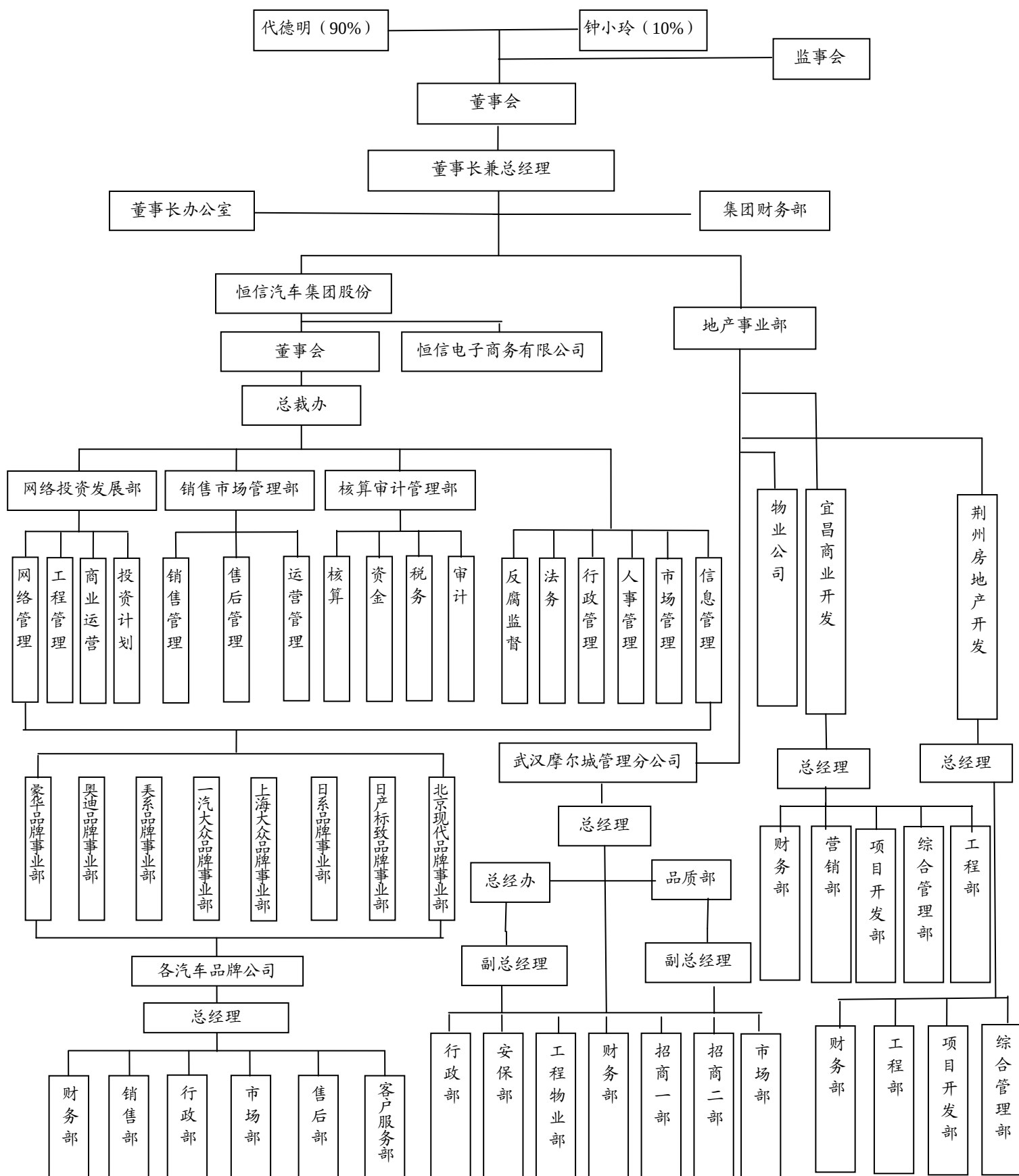
八、结论

公司作为湖北大型乘用车经销商，具备规模、品牌和销售网络优势。依托成熟的营销网络和丰富的客户资源，公司盈利能力处于行业较高水平。

近三年，公司销售网络扩展迅速，公司资产总额快速增长。未来，随着在建门店的投入运营，以及电商平台作用逐步显现，预计公司经营规模将进一步扩大，收入和利润规模将进一步提高。

综合分析，公司主体长期信用风险低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.52	13.68	9.94	10.83
资产总额(亿元)	76.47	126.94	150.00	159.06
所有者权益(亿元)	26.65	38.26	45.47	48.34
短期债务(亿元)	26.87	49.83	59.57	58.30
长期债务(亿元)	12.47	23.23	24.79	33.26
全部债务(亿元)	39.33	73.06	84.36	91.56
营业收入(亿元)	95.57	155.16	235.45	215.77
利润总额(亿元)	8.59	13.16	9.59	3.29
EBITDA(亿元)	11.20	17.02	17.28	--
经营性净现金流(亿元)	3.26	1.96	4.76	4.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	108.76	112.57	115.95	--
存货周转次数(次)	5.98	5.14	4.88	--
总资产周转次数(次)	1.45	1.53	1.70	--
现金收入比(%)	117.24	116.79	121.71	115.89
营业利润率(%)	11.74	10.09	8.77	7.60
总资本收益率(%)	12.57	11.46	9.69	--
净资产收益率(%)	23.85	25.57	15.91	--
长期债务资本化比率(%)	31.87	37.77	35.28	40.76
全部债务资本化比率(%)	59.61	65.63	64.98	65.45
资产负债率(%)	65.15	69.86	69.69	69.61
流动比率(%)	128.70	132.43	116.06	129.56
速动比率(%)	81.78	66.33	48.06	49.23
经营现金流动负债比(%)	9.92	3.35	6.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.78	5.72	3.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.51	4.29	4.88	--

注：1.2015 年三季度财务数据未经审计；

2.现金类资产计算中已剔除受限货币资金；

3. 2012 年财务数据采用 2013 年审计报告的期初数据。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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

联合资信评估有限公司关于 湖北恒信德龙实业有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在湖北恒信德龙实业有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

湖北恒信德龙实业有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。湖北恒信德龙实业有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，湖北恒信德龙实业有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湖北恒信德龙实业有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现湖北恒信德龙实业有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如湖北恒信德龙实业有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送湖北恒信德龙实业有限公司、主管部门、交易机构等。

