

信用等级公告

联合[2017] 414 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
二零一七年三月二十日



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: 2017年3月20日

财务数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 9月
现金类资产(亿元)	10.86	4.09	14.83	12.17
资产总额(亿元)	126.94	150.00	199.06	197.34
所有者权益(亿元)	38.26	45.47	54.58	58.00
短期债务(亿元)	49.83	59.57	91.39	82.16
长期债务(亿元)	23.23	24.79	32.94	32.50
全部债务(亿元)	73.06	84.36	124.33	114.67
营业收入(亿元)	155.16	235.45	287.31	247.74
利润总额(亿元)	13.16	9.59	14.50	4.36
EBITDA(亿元)	17.02	17.28	23.65	--
经营性净现金流(亿元)	1.96	4.76	13.95	6.52
营业利润率(%)	10.09	8.77	8.70	7.75
净资产收益率(%)	25.57	15.91	18.77	--
资产负债率(%)	69.86	69.69	72.58	70.61
全部债务资本化比率(%)	65.63	64.98	69.49	66.41
流动比率(%)	132.43	116.06	119.48	121.25
经营现金流流动负债比 (%)	3.35	6.60	13.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	4.88	5.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.56	3.35	4.37	--

注: 2016年1-9月财务数据未经审计; 现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

分析师

姜雨彤 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

湖北恒信德龙实业有限公司(以下简称“公司”)是以乘用车经销与服务为核心产业,兼顾商业地产经营的大型民营企业,在汽车销售规模、品牌和网络渠道等方面具备一定竞争优势。近年来,随着汽车销售网络快速扩张,公司收入规模保持较快增长。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,公司债务负担重、短期偿债压力大、非经营性损益对公司利润贡献大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、保险代理业务的展开,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。

综合考虑,联合资信评定公司主体长期信用等级为AA,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. 公司产业链不断延伸,基于汽车经销的售后业务及汽车新兴业务对公司利润形成有益补充。

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. 公司债务规模呈现上升趋势,债务负担重,短期偿债压力大。
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。
4. 公司货币资金受限比例以及资产抵质押比例较高,资产流动性偏弱;存货和预付款

项规模大，占用大量运营资金。

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 2017 年 3 月 20 日至 2018 年 3 月 19 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。

湖北恒信德龙实业有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

湖北恒信德龙实业有限公司(以下简称“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;后经过多次增资扩股和股权转让,截至2016年9月底,公司注册资本为5.20亿元,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;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、黄金饰品(不含进出口业务)、珠宝的销售;空调、家用电器维修;物业管理、房屋出租、汽车商务信息咨询;计算机软件销售、开发、咨询服务(以上范围以工商部门核定的为准)。

公司下设法务部、综合管理部、市场信息部、审计部、财务部、资金管理部、业务部、网络投资发展部和工程管理部等9个部门(见附件1-2)。截至2016年9月底,公司拥有全资或控股子公司297家,参股公司2家。其中恒信汽车集团股份有限公司(公司直接持股75.86%,以下简称“恒信汽车”)主要负责公司汽车板块的运营。

截至2015年底,公司(合并)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9月底,公司(合并)资产总额197.34亿元,所有者权益58.00亿元(含少数股

东权益3.44亿元);2016年1~9月,公司实现营业收入247.74亿元,利润总额4.36亿元。

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

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,我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(PPIM)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,我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，我国固定资产投资 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，我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，成为拉低我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，我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，我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，我国进出口总值 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，我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，我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，拉低我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，我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。

三、行业及区域经济分析

1. 行业发展状况与特征

汽车行业概况

近年来，受益于政策刺激和人民生活水平的提高，中国汽车工业自 2000 年以来步入快速发展，2009 年首次超过美国成为世界汽车产销第一大国；2011 年以来，受取消购置税减免以及汽车以旧换新等政策到期因素影响，销量增速的整体水平相比之前年度有显著放缓。从汽车普及程度来看，目前，中国的千人保有量相

当于美国上世纪三十年代的水平，普遍低于欧美发达国家（美国 770 辆/千人、加拿大 625 辆/千人、德国 526 辆/千人、日本 526 辆/百人、中国大约 110~120 辆/百人），在发展中国家也只能算中等水平。

2014 年，由于宏观经济下行压力增大以及商用车市场下探，中国汽车市场销量增速出现下滑，由上年的 13.9% 降至 6.9%。2015 年，中国汽车产销分别完成 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，同比分别增长 3.3% 和 4.7%，低速平稳增长（乘用车销量同比增长 7.3%，商用车同比下降 9%）；产销增速进一步回落，较上年分别下降 4.0 和 2.2 个百分点。新能源汽车方面，2015 年，新能源汽车销量 331092 辆，同比增长 3.4 倍；其中纯电动汽车销量 247482 辆，同比增长 4.5 倍（纯电动乘用车销量 146719 辆，同比增长 3 倍）；插电式混合动力汽车销量 83610 辆，同比增长 1.8 倍（其中插电式混合动力乘用车销量 60663 辆，同比增长 2.5 倍），延续高速增长态势。

2016 年 1~10 月，中国汽车产销量分别为 2201.60 万辆和 2201.72 万辆，同比分别增长 13.79% 和 13.83%，增幅分别比上年同期提升 13.77 个和 12.32 个百分点。其中：乘用车产销量分别为 1910.50 万辆和 1909.58 万辆，同比分别增长 15.27% 和 15.40%；商用车产销量分别为 291.10 万辆和 292.14 万辆，同比分别增长 4.93% 和 4.58%。截至 2016 年 10 月底，中国的汽车保有量达 1.88 亿辆，相比上年末增长 9.45%。

整体看，汽车工业作为拉动中国经济增长的主导力量之一，经历了早期的快速增长阶段之后，进入了品牌竞争日益激烈、销量增速放缓的阶段，整个产业链的经营压力不断加大。汽车普及率与发达国家仍有较大差距，一二线城市由于保有量水平已较高、人口和交通压力大，未来一个阶段的增长潜力有限；三四线城市购车需求增长，且随着城镇化和工业化进程的推进，汽车普及，尤其是 SUV 和 MPV 仍有较大的消费增长空间，是未来增长的主要动力。

汽车经销

2005 年前，国内汽车销售行业经营形态包括有形市场、4S 店、二三级经销商甚至无资质汽车销售店，整体呈现“散、乱、杂”局面。为了促进汽车销售行业的规范发展，国家于 2005 年 4 月 1 日开始实施《汽车品牌销售管理办法》（下称“《办法》”），规定汽车经销商应当在汽车供应商授权的范围内从事汽车销售、售后服务、配件供应等活动，不得以任何形式从事非授权品牌汽车的经营。《办法》的出台推动了国内 4S 店快速发展，使其成为汽车销售的主要模式；但也令汽车经销商在经营规模、范围、地域、利润空间（整车进货及销售价格均由整车厂商决定）等方面受到整车制造厂商的制约，对上游的议价能力较弱。

经营模式方面，国内各大经销商均有自身根植的区域，存在着较强的地域性特征和一定的品牌定位，主要包括以广汇汽车、庞大集团为代表的全线品牌型，国机汽车、中升集团为代表的中高端品牌型，利星行为代表的单一品牌型，物产元通为代表的本地主力型等。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知名度、资本投资和地区市场资源整合等方面具备竞争实力，尤其在市场及信贷环境波动的情况下，能够体现出更强的抗风险能力，行业整合将成为未来的发展趋势。

汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。2014 年，在汽车市场销量增速放缓的背景下，汽车经销市场竞争日趋激烈，部分整车销售价格下探，进销差价空间萎缩，加上需求降低导致汽车经销商去库存压力加大，新车销售利润率下降，部分经销商发生亏损。2015 年，由于整车厂商根据上年销量增速制定了较高的销量指标，汽车经销商为了获得厂商返利超负荷拿车，但受经济环境和市场增长乏力的影响，当期的汽车市场销量增速进一步下滑，为保障销售指标的完成和库存去化，市场中出现价格倒挂现象，经销商利润空间被进一步压缩。

根据中国汽车流通协会统计数据显示：截至 2015 年底，中国汽车经销商百强企业共设立 4S 网点 5526 家，同比增长 6.68%（2014 年同比增长 6.13%）；2015 年完成整车销量 653 万辆，同比增长 4.63%（2014 年同比增长 12.46%），但单店销量持续下滑，2015 年同比下降 7.37% 至 804 辆（2014 年同比下降 17.49%）。收入和盈利方面，2015 年，中国汽车经销商百强企业实现营业收入 12714 亿元，同比增长 3.21%（2014 年同比增长 9.38%），其中营业收入超 100 亿元的 37 家（比 2014 年减少 1 家）、超 500 亿元的 5 家（比 2014 年增加 1 家）；盈利指标持续下探，2013~2015 年分别为 7.50%、6.13% 和 4.47%，同期的净利率分别为 1.60%、1.52% 和 1.22%。整体看，2015 年中国规模以上汽车销售企业的 4S 店数量和营业收入呈上升态势，但单店销量逐年回落；同时受制于市场竞争造成的成本上升影响，盈利能力逐步下滑，利润空间较薄。

汽车售后服务

汽车售后的产业链条较长，主要包括汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等细分领域。按国际惯例，在一个完全成熟的国际化汽车市场里，汽车的销售利润约占整个汽车业利润的 20~30%，零部件供应利润约占 20%，其余均源于包含零部件供应在内的汽车后市场。

汽车厂商一般会给新车提供两至三年或者一定里程内的保修，过保之后的维修费用需要车主自行承担；从汽车零部件的使用周期来看，经过 2-4 年的使用期或行驶四万公里左右里程后，许多重要部件开始需要更替。因此，4S 店售后服务的需求会在汽车出售后的第 3 年开始攀升，第 4~9 年内达到最大。随着中国汽车保有量基数逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

目前，中国的汽车后市场尚处于逐渐成熟的初期阶段，与发达国家相比仍有一段距离；对于国内经销商来讲，新车销售仍是主要利润

来源，贡献率可达到 50% 左右，其次为零部件及售后服务，贡献率约为 40%，金融、保险和二手车业务比重较低。由于盈利结构的差距以及汽车经销环节的利润率偏低，国内汽车经销商正在逐渐向拥有更高利润率的环节——即汽车产业链的后部转移。

2. 近年主要行业政策

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，成为迄今为止反垄断开出的最大罚单；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 2.79 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 0.34 亿元罚单，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；2015 年 4 月，江苏省物价局对奔驰南京、无锡和苏州三地的经销商罚款 786.9 万元；同年 6 月，国家发展改革委价格监督检查与反垄断局在其组织召开的相关筹备会上正式宣布，中国正式启动汽车业反垄断指南的研究起草工作。

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。

工商总局叫停汽车品牌经销商备案

2005 年颁布实施的《汽车品牌销售管理实施办法》要求，汽车品牌经销商应当与汽车供应商签订授权经营合同，并在汽车供应商的授权范围内从事汽车品牌销售、售后服务、配件供应等活动。对于境外汽车生产企业在华销售汽车，须授权中国企业或按国家有关规定在境内设立企业作为其汽车总经销商，汽车总经

销商可以直接从事汽车品牌销售，或授权其他汽车经销商从事授权汽车品牌的销售活动。

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。

1.6 升及以下排量乘用车购置税减半

2015年9月，国务院常务会议确定支持新能源汽车和小排量汽车发展措施，促进调结构扩内需，会议提出三项具体措施：①完善新能源汽车扶持政策，支持动力电池、燃料电池汽车等研发，开展智能网联汽车示范试点（财税[2015]104号）；各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。②从2015年10月1日到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。③加快淘汰营运黄标车，开展清理整顿专项行动。允许地方政府将盘活的财政存量资金用于推动淘汰工作，确保到2017年全国基本淘汰黄标车。上述政策一方面将刺激小排量汽车的销量，同时对于较少采用涡轮增压技术、排量多在1.6升以上的车型销售一定程度上有所影响。

限行、限购政策的实行

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，目前已有北京、上海、广州、贵阳、天津、杭州、深圳和石家庄（对

于家庭的第三辆个人轿车实施限行、限购，对于第1~2辆不予限制的）共8个城市实行了限行、限购政策，其他大中城市推行汽车限购限行政策的预期也在不断升温，对所涉城市增购新车的需求形成了一定的制约。同时，政策的出台以及相关预期也会影响国内的消费格局：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。

3. 行业未来发展

整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在国内、特别是在沿海地区已相对饱和，短期内市场步入低速增长已难以避免，在整车销售领域竞争日益激烈，同时加上土地价格上升、环保压力增大、“限购”、“限行”、“限迁”等抑制汽车消费的外部不利条件，由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势。而且从海外汽车流通发展经验看，汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领域转移。此变化对汽车4S店的后市场服务能力提出要求。

汽车金融业务

在欧美发达国家，汽车金融服务已成为汽车产业环节中最具有价值的环节，全球通过金融方式实现汽车消费额70%，汽车融资服务总额在1万亿美元以上，其中美国超80%。

未来，中国经济结构转型和城镇化建设为未来汽车金融发展提供了基础，未来城镇居民、年轻人等将成为购车主力军，对汽车金融的需求较大。

消费需求向三、四线城市转移

随着宏观经济下行趋势的延续、环境问题持续引起关注、实行限购限行一、二线城市数量的增加，汽车销量增速大幅放缓，国内汽车市场已经出现了需求向三、四线城市转移的迹

象以及从东部向西部转移的趋势。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 5.20 亿元，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

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 9 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 店都建立了专业的网络营销团队，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，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。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司有高层管理人员 5 人。总经理兼董事长 1 人，副总经理 1 人，财务总监 1 人，恒信汽车总经理 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，52 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。

公司恒信汽车总经理熊更先生，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；现任恒信汽车总经理。

截至 2016 年 9 月底，公司职工总数 13649 人，从学历构成看，中专及以下占 44.00%，大专占 46.00%，本科及以上学历占 10.00%；从工作岗位看，公司销售人员占 32.52%，管理人员占 21.00%，其他人员占 46.48%；从年龄分布来看，30 岁及以下占 75.04%，30 岁至 50 岁占 21.78%，50 岁以上占 3.18%；公司人员构成较为合理。

综上所述，公司高管人员具备多年从业经历和管理经验，员工文化素质水平一般，员工结构符合汽车经销行业特点。目前人才结构基本可以满足公司发展需求。

五、管理分析

1. 法人治理结构

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

公司恒信汽车采取经理负责的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，整体管理水平较好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要包括汽车销售、售后服务、汽车新兴业务、房地产开发4个板块，其中收入主要源于整车销售业务（近年比重均在87%以上），主业突出。公司汽车销售、售后服务和汽车新兴业务的经营主体为恒信汽车，截至2015年底，恒信汽车资产总额130.37亿元，所有者权益9.88亿元，2015年实现收入282.21亿元，利润总额4.66亿元；截至2016年9月底，恒信汽车资产总额121.40亿元，所有者权益13.39亿元，2016年前三季度实现收入244.89亿元，利润总额4.03亿元。

2013~2015年，随着汽车销售板块收入的增长，公司主营业务收入以年均36.08%的速度快速提升，2015年公司实现主营业务收入287.31亿元。从收入构成看，2015年，汽车销售、售后服务、汽车新兴业务、房地产开发板块实现收入分别占主营业务收入的比重为88.11%、5.99%、4.13%和1.78%，近三年年均复合增长率分别为36.51%、5.16%、132.71%和73.72%。分板块看，汽车销售板块收入增长主要系近年来销售网点增加所致；售后服务板块收入保持稳定；2015年汽车新兴业务收入同比增长152.34%，主要由于汽车销售收入增长带动该板块保险收入增加以及汽车用品销售收入转入该板块所致（公司2015年新设立恒信汽车用品有限公司，以下简称“恒信用品”，对部分汽车用品及装饰品进行集团统一采购，并分销给下属4S店，使得原计入汽车销售板块的汽车用品收入转入新兴业务）；房地产开发板块

2015 年收入同比增长 277.78%，主要系公司宜昌恒信中央公园项目确认收入所致。

毛利率方面，2013~2015 年，公司主营业务的综合毛利率分别为 10.27%、8.90% 和 8.98%，公司毛利率水平有所下滑，主业盈利能力下降。分板块看，汽车销售毛利率分别为 4.06%、4.07% 和 2.15%，呈现波动下滑态势，汽车销售业务本身利润较薄，2015 年毛利率下滑较大主要系公司在中西部城市新建网点，通过让利开拓新市场，以及相对于汽车销售毛利率较高的汽车用品（2015 年毛利率为 15.29%）销售转入汽车新兴业务板块所致；售后服务毛利率相对稳定，2015 年为 45.85%；汽车新兴业务主要为中间业务，故毛利率保持高水平，

2015 年为 73.44%，同比减少 19.75 个百分点，主要由于毛利率相对较低的汽车用品销售业务转入该板块所致；房地产开发毛利率较高，2015 年为 74.12%，主要系宜昌恒信中央公园项目已经交房，但部分成本未完成决算，未与收入匹配所致。

2016 年 1~9 月，受益于公司近年新开店面的培育期已过，公司实现主营业务收入 247.74 亿元，同比增长 14.82%，占 2015 年全年实现收入的 54.46%；综合毛利率为 7.87%，同比略有增长；其中汽车销售毛利率同比略有增长，但相对 2015 年全年有所下降主要系厂商返利集中在第四季度所致。

表 1 公司营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	135.85	87.55	4.06	212.30	90.17	4.07	253.14	88.11	2.15	223.08	90.05	1.98
售后服务	15.43	9.94	47.50	17.10	7.26	43.45	17.21	5.99	45.85	16.72	6.75	54.01
汽车新兴业务	2.19	1.41	88.13	4.70	2.00	93.19	11.86	4.13	73.44	5.13	2.07	88.5
房地产开发	1.69	1.09	69.23	1.35	0.57	38.52	5.10	1.78	74.12	2.81	1.13	54.09
合计	155.16	100.00	10.27	235.45	100.00	8.90	287.31	100.00	8.98	247.74	100	7.87

资料来源：公司提供

注：汽车新兴业务板块主要包括二手车交易服务、汽车保险、汽车租赁和汽车上牌等服务；房地产开发板块包括房地产销售和酒店运营；2015 年公司将原计入售后服务的汽车用品销售和保险代理业务收入转入汽车新兴业务板块。

综上所述，随着公司不断扩张 4S 店网点，公司主营业务收入规模稳步攀升；但整车销售作为公司收入规模最大的板块，行业竞争的激烈性使得板块毛利率较低且存在波动。近年来，公司售后服务和汽车新兴业务盈利能力保持稳定，逐渐成为公司主营业务利润的有利补充，符合行业未来发展趋势。

2. 汽车销售业务

公司汽车销售业务主要为乘用车销售。近三年，公司汽车销售收入以年均 36.51% 的速度快速增长，2015 年为 253.14 亿元；毛利率有所下滑，2015 年为 2.15%。

4S 店建设：公司主要通过自身新建以增加

4S 店数量，2013~2015 年，公司经营的 4S 店数量分别为 141 家、178 家和 195 家；截至 2016 年 9 月底，公司共有 4S 门店 210 家。公司 4S 店门店取得多采用自购地方式（占比约 87%），拿地主要为商业用地；2013~2015 年，公司取得土地面积合计 429.59 亩、170.40 亩和 33.89 亩，拿地价款合计 1.58 亿元、0.84 亿元和 0.17 亿元，2013 年拿地取得政府返款合计 0.53 亿元，截至目前返还已经到账，计入营业外收入科目。2016 年 1~9 月，公司无新取得用于 4S 店建设的土地。2013~2015 年，公司分别新增 4S 店 46 个、37 个和 21 个，2015 年关闭 4S 店 4 个。

业务区域分布方面，公司业务开展主要依托于各地 4S 店，截至 2016 年 9 月底，公司 4S

店主要布局在湖北省，是湖北省最大的乘用车经销商，4S店数量位列区域第一，在区域内具有很强的竞争力。在湖北市场稳定发展的同时，公司积极在河南、甘肃、安徽等地新建销售网点，在二、三线城市有较高的市场占有率，公司业务区域分布符合行业未来发展趋势。公司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。近三年，公司销售收入占比最高的省份为湖北省（2015年占比61%），湖南、贵州和安徽收入贡献也较高，2015年占比分别为4.21%、8.51%和7.67%。

表2 公司销售区域分布表（单位：家、%）

区域	2013年		2014年		2015年		2016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	门店数	收入占比
湖北	72.00	72.38	80.00	62.35	93.00	61.00	99.00	59.52
湖南	4.00	6.35	4.00	5.51	5.00	4.21	6.00	4.24
河北	4.00	2.87	5.00	2.15	5.00	2.00	5.00	2.05
河南	5.00	2.43	10.00	2.97	10.00	3.79	10.00	3.78
宁夏	6.00	2.13	7.00	2.24	7.00	2.13	9.00	1.85
贵州	21.00	7.82	24.00	10.44	25.00	8.51	27.00	8.00
甘肃	13.00	1.41	20.00	3.23	19.00	3.67	20.00	3.80
安徽	8.00	3.88	13.00	7.42	13.00	7.67	14.00	8.35
陕西	4.00	0.73	5.00	1.70	6.00	2.28	6.00	2.01
江西	4.00	-	5.00	1.97	5.00	3.60	5.00	3.33
广西	-	-	5.00	0.02	7.00	1.14	7.00	2.66
广东	-	-	-	-	-	-	2.00	0.41
合计	141.00	100.00	178.00	100.00	195.00	100.00	210.00	100.00

资料来源：公司提供

表3 近年公司4S店数量变化情况（单位：家）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1-9月
收购4S店			5	5
新建4S店	46	37	16	11
关闭4S店			4	1
年末保有量	141.00	178.00	195.00	210.00

资料来源：公司提供

产品结构：公司经销品牌以中高端为主，中端品牌以上海大众、一汽大众、北京现代为主，2015年销量占比分别为14.56%、12.85%和11.55%；高端品牌以奥迪、奔驰和凯迪拉克为主，2015年销量占比分别为9.02%、4.29%和2.75%。

表4 公司2013~2016年前三季度汽车销量（单位：辆）

品牌	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
	销量	销量	销量	销量
奥迪	6350.00	12962.00	15209.00	12577.00
一汽大众	13270.00	19995.00	21672.00	16674.00
上海大众	12390.00	19174.00	24557.00	17529.00
奔驰中国	3547.00	4773.00	7230.00	8491.00
北京现代	11006.00	16822.00	19485.00	15605.00
凯迪拉克	2523.00	3613.00	4644.00	3880.00
东风本田	6694.00	7377.00	11521.00	11713.00

东风日产	7153.00	8671.00	8537.00	7001.00
别克	3030.00	7960.00	11822.00	10368.00
雪佛兰	4362.00	7935.00	9403.00	5907.00
广州本田	4548.00	6120.00	8386.00	6471.00
一汽丰田	2844.00	4703.00	7435.00	7735.00
福特	316.00	2944.00	3407.00	3280.00
沃尔沃	678.00	1122.00	1314.00	950.00
克莱斯勒	118.00	1251.00	2542.00	3266.00
标致	685.00	2708.00	2794.00	1706.00
悦达起亚	350.00	2773.00	3595.00	2743.00
雷克萨斯	653.00	584.00	952.00	1418.00
英菲尼迪	260.00	673.00	1359.00	630.00
雪铁龙	1071.00	1645.00	1234.00	824.00
斯柯达	433.00	433.00	436.00	315.00
东风启辰	86.00	587.00	731.00	413.00
上汽荣威	333.00	162.00	--	162.00
雷诺	-	-	-	17.00
马自达	95.00	84.00	174.00	145.00
路虎	-	16.00	143.00	126.00
北京汽车	-	-	81.00	103.00
宝马	-	-	6.00	1691.00
北汽新能	-	-	-	25.00

源				
广汽丰田	-	-	-	113.00
合计	82795.00	135087.00	168669.00	141878.00

资料来源：公司提供

盈利模式：整车销售利润来源包括购销差价及厂商返利，由于经销环节价格竞争激烈，很难通过供销价差获利，公司销售利润主要源于整车厂商返利。返利分为销售返利和售后返利，销售返利主要是整车佣金；售后返利主要是零配件返利以及小部分考评奖励。在返点数量上，主机厂通过销售量、市场占有率、客户满意度和市场推广等指标进行考核，因此不同车型的返点率存在差异，一般范围为 4%~11% 左右。返利在年终或季度末以奖励的形式返回给经销商，返利主要通过经销商下次购车的成本中扣减。公司注重与主机厂沟通，研究汽车返利政策，争取在提车价格与返利政策上有不同程度的优惠，从而达到节约成本的效果。

表 5 2013~2016 年三季度公司汽车返利收入情况
(单位: 亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
销售返利	7.07	13.39	23.14	17.02
售后返利	0.25	0.57	0.87	0.53
合计	7.33	13.96	24.01	17.55

资料来源：公司提供

注：汽车返利部分冲减汽车销售成本。

采购和结算：公司与汽车生产厂商采取签订年度采购合同，每月发送订单，批量包销等方式确定采购数量；一般为公司先支付款项，主机厂统一配送，支付方式主要包括票据、厂家金融和现金等，目前公司结算方式主要为银行承兑汇票和厂家金融(2015 年占比 49.30%)。厂商金融主要是汽车厂商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，利率约为 6% (计入财务费用)，车辆在经销商出库后必须付全款，整车采购成本为主机厂统一结算价格。公司的供应商主要集中于上海通用、一汽大众和北京现代等规模较大的供应商。2015 年，公司前五大供应商采购占比为 52%，采购较为集中。公司采用 ERP 系统对库存进行

管理，提高了库存管理能力以及区域内车辆调配效率。

销售价格与结算：公司在整车销售时均有相应销售指导价格作为参考，各家 4S 店根据自身成本及盈利对最低价格进行授权控制；最低价格可由 4S 店提出，在不违背公司及所属区域相关规定的情况下，由相应级别管理人员的审批即可；由于目前汽车市场竞争激烈，如果启动官方降价，整车厂商会根据 4S 店库存数量给予一定程度补贴及补偿。公司下游客户以个人客户为主 (占比超 95%)，主要为现款现货方式；部分客户 (如大型国企、事业单位或政府机构) 存在赊销，结算周期一般不超过 1 个月。

综上所述，公司通过自建模式以实现网络扩张，近年来销量稳步提升，对 4S 店控制力度较好。公司整车销售产品以中高端品牌为主，区域布局集中，区域内行业地位显著。同时，联合资信也关注到上游整车厂商在采购环节具备主导话语权，且汽车经销市场竞争激烈，整车销售盈利空间相对较薄对公司运营带来的不利影响；此外，自建店面的扩张模式对资金占用较大。

3. 售后服务

公司汽车售后服务业务主要包括零部件销售、汽车精品、维修保养等，主要以零部件销售为主 (2015 年占比 68.97%)。由于汽车售后服务受汽车保有量影响较大，所以售后服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。

零部件采购方面，公司采取集中统一采购，有效降低采购成本，并设立独立团队负责监控库存情况。盈利能力方面，由于 4S 经销店作为品牌汽车经销业高端服务的代表，相对于零散快修店，具有技术水平高、管理严格、高品质服务等特点，故可以获得更高的服务价格，加之公司定位中高档品牌汽车，故而维修技术和零部件质量高于普通车，售后服务的毛利率高于平均水平。随着公司经营网点规模逐步扩大，

公司该板块的收入和利润保持稳定，季节性波动不大。2013~2015 年，公司售后服务收入分别为 15.43 亿元、17.10 亿元和 17.21 亿元，呈逐年增长趋势，毛利率保持基本稳定，分别为 47.50%、43.45%和 45.85%。

整体来看，近年来公司售后服务发展情况较好，盈利能力稳定。

4. 汽车新兴业务

公司的新兴业务主要包括汽车金融服务、汽车上牌、保险代理服务、汽车用品和二手车交易等业务。

保险代理业务：公司 2014 年底通过收购成立了恒信汽车保险销售服务有限公司，正式获得保险代理业务许可，可在全国区域内代理销售保险产品，为公司提供新的盈利增长点。2015 年保险代理业务该板块实现收入 2.67 亿元，2016 年前三季度实现收入 1.90 亿元。

2015 年，公司将汽车用品和装饰品销售业务归于新兴业务板块。2015 年该业务实现收入 1.63 亿元，2016 年前三季度实现收入 2.45 亿元。**二手车交易服务：**二手车交易的经营模式为车辆置换+代理销售，盈利来源主要为佣金、销售毛利以及代理手续费收入，结算方式为现款现货，2015 年二手车交易实现收入 0.74 亿元。

公司新兴业务板块还包括金融服务和汽车上牌服务，2015 年两块业务分别实现收入 3.85 亿元和 2.86 亿元。因营改增的实施，公司 2016 年前三季度经营数据尚未审计，故两块业务收入尚未统计。

2013~2015 年，公司新兴业务收入以年均 132.71%的速度快速增长，2015 年为 11.86 亿元；同期的毛利率分别为 88.13%、93.19%和 73.44%，盈利能力很强，主要由于其业务开展是附加在整车销售的基础上，成本较低（佣金代理服务的主要成本为人工成本）。2016 年 1~9 月，公司新兴业务共实现收入 5.13 亿元，毛利率为 88.50%。

总体看，公司新兴业务板块盈利能力强，

保险业务的开展将成为公司新的利润增长点。

5. 房地产开发

目前，公司商业地产项目主要有四个，分别为武汉摩尔城、荆州春秋府、奔驰商务酒店和宜昌恒信中央公园。

武汉摩尔城是公司主要的商业地产项目，定位于大型集购物、餐饮、娱乐等为一体的商业综合体，系公司于 2002 年 12 月份通过收购取得，收购价格 4860 万元，土地面积 41534.02 平方米。摩尔城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，项目于 2008 年动工，2010 年建成运营，一期总建筑面积为 168935 平方米。武汉摩尔城共计投入 8 亿元，其中银行开发贷款 6 亿元。后期为改造武汉摩尔城项目，公司又投入约 2 亿元于 2015 年 4 月进行闭店升级改造，并于 2015 年 12 月 24 日重新开业，目前固定经营实用面积 11.20 万平方米，出租率近 100%。2014 年租金收入为 1.35 亿元；2015 年 4-12 月公司已投入 1.5 亿元对武汉摩尔城进行装修改造和配套设施完善；2016 年营业收入为 1.45 亿元，其中租金+物业收入为 1.25 亿元，代收水电及其它杂费用 0.17 亿元，联营收入为 0.03 亿元。未来随着地铁 3、4 号线的无缝接入，后期租金收益将进一步稳步增长。

公司奔驰商务酒店项目现已运营，由公司自身团队经营；荆州春秋府项目类型为住宅，位于荆州，总建筑面积 49.96 万平方米，该项目分四期建设，计划投资 25.00 亿元，截至 2016 年 9 月底已投 13.00 亿元，现一、二期已经封顶，签约销售金额 7.00 亿元，预计 2017、2018 年投资金额分别为 8.00 亿元和 4.00 亿元，资金来源为项目销售回款；宜昌恒信中央公园项目类型为住宅，总建筑面积 14.55 万平方米，预计总投资 7.20 亿，截至目前已基本完成投资，签约销售金额 7.50 亿元，销售比例约为 90.00%。截至 2016 年 9 月底，公司土地储备 75 亩，主要为荆州春秋府项目土地。

2013~2015年,公司房地产开发分别实现收入1.69亿元、1.35亿元和5.10亿元,毛利率69.23%、38.52%和74.12%。2016年1~9月,公司房地产开发实现收入2.81亿元,占2015年全年的55.10%,毛利率为54.09%,较2015年下降主要系前期成本摊销到当期所致。

6. 经营效率

2013~2015年,公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数的平均值分别

117.05次、4.73次和1.65次,2015年分别为119.49次、4.56次和1.65次,公司经营效率较好。

7. 未来发展

公司计划在2017~2019年新增4S店35家、30家和30家,需要投资金额9.40亿元、8.60亿元和8.60亿元,需要融资额度4.80亿元、4.20亿元和4.20亿元,存在一定融资需求。

表6 公司未来投资规划 (单位:亿元、家)

建设项目名称		2017年				2018年				2019年			
		数量	投资金额	资金来源		数量	投资金额	资金来源		数量	投资金额	资金来源	
				贷款	自筹			贷款	自筹			贷款	自筹
汽车4S店	高档	22.00	6.60	4.00	2.60	18.00	5.40	3.40	2.00	18.00	5.40	3.40	2.00
	中档	13.00	1.30	0.80	0.50	12.00	1.20	0.80	0.40	12.00	1.20	0.80	0.40
	小计	35.00	7.90	4.80	3.10	30.00	6.60	4.20	2.40	30.00	6.60	4.20	2.40
汽车市场		2.00	1.50		1.50	2.00	2.00		2.00	2.00	2.00		2.00
合计		37.00	9.40	4.80	4.60	32.00	8.60	4.20	4.40	32.00	8.60	4.20	4.40

资料来源:公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告,大信会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计,出具了标准无保留的审计结论。公司2016年1~9月财务数据未经审计。

公司2013年纳入合并报表范围的主要子公司共有185家,2014年合并报表范围增加52家主要子公司,2015年公司新增加29家主要子公司,同时减少4家主要子公司,2016年1~9月合并报表范围增加38家主要子公司,同时减少2家主要子公司。公司合并报表范围变动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,财务数据仍具备一定可比性。

截至2015年底,公司(合并)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9月底,公司(合并)资产总额197.34亿元,所有者权益58.00亿元(含少数股东权益3.44亿元);2016年1~9月,公司实现营业收入247.74亿元,利润总额4.36亿元。

2. 资产质量

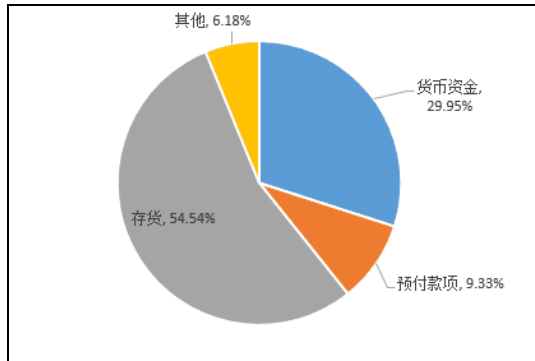
2013~2015年,随着公司业务的扩张,销售网点不断增多,公司应收账款、预付款项及存货等科目均呈现快速增长态势,资产总额以年均25.23%的速度扩张,2015年底达到199.06亿元;截至2015年底,公司流动资产和非流动资产分别占60.55%和39.45%;公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2013~2015年,公司流动资产不断增长,

年均变化率 24.51%；截至 2015 年底流动资产 120.53 亿元，以货币资金（占 29.95%）、预付款项（占 9.33%）和存货（占 54.54%）为主。

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

2013~2015 年，公司货币资金总额分别为 21.97 亿元、19.66 亿元和 36.10 亿元，存在明显波动；2015 年底同比增长 83.65%，主要由于当期销售收入及银行贷款增加所致。截至 2015 年底，公司持有的货币资金中，银行存款（占 58.91%）及其他货币资金（占 41.05%）是主要构成；货币资金中使用受限部分为 21.27 亿元，主要为各类保证金，受限比例较高。

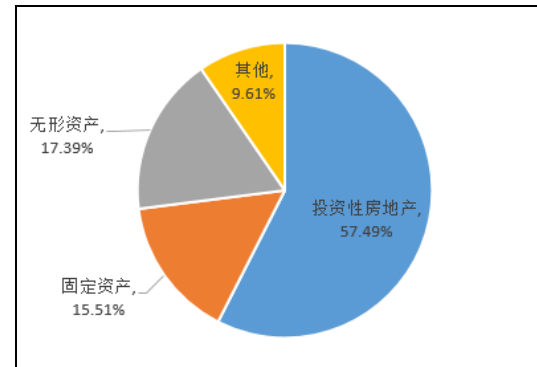
2013~2015 年，公司预付款项以年均 29.38% 的速度快速增长，主要源于预付车辆采购款及建造工程款的增加。截至 2015 年底，公司预付款项 11.25 亿元，账龄主要集中在 1 年之内（占 91.03%）；按预付对象归集的期末余额前五名占总额的 45.57%，其中第一名占 19.53%。

2013~2015 年，公司存货快速增长，截至 2015 年底为 65.74 亿元，主要由库存商品汽车（占 60.05%）和房地产开发成本（占 22.48%）构成，开发成本主要为公司荆州和宜昌地产项目。随着公司新建销售网点的增多，存货逐年增长，由于汽车类商品流转速度较快，库龄较低，公司未计提跌价准备。公司将价值 20.37 亿元的整车（以整车合格证进行质押）及价值 5.87 亿元的开发成本分别用于质押和抵押借款。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产以年均 26.36% 的速度持续增长，主要源于投资性房地产账面价值的增长；截至 2015 年底，公司非流动资产共计 78.53 亿元，主要以投资性房地产、固定资产和无形资产等为主。

图 2 2015 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司投资性房地产分别为 30.84 亿元、36.07 亿元和 45.15 亿元，增长主要由于公司核心商业地产武汉摩尔城项目公允价值变动¹所致；截至 2015 年底投资性房地产全部为房屋、建筑物，用于抵质押的投资性房地产价值 33.13 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产以年均 38.23% 的速度稳步增长。2015 年底，公司固定资产账面价值为 12.18 亿元，同比增长 19.21%，主要由于公司新建网点由在建工程转为固定资产所致。固定资产账面原值 17.04 亿元，主要为房屋及建筑物（8.62 亿元）、运输工具（2.28 亿元）等，累计折旧 4.86 亿元，未计提减值准备；公司受限固定资产金额为 1.14 亿元，主要用于借款抵押。

2013~2015 年，公司无形资产以年均 57.34% 的速度快速增长，三年账面价值分别为 5.52 亿元、13.02 亿元和 13.66 亿元；主要系土地使用权增长所致，2014 年的无形资产主要用于汽车市场的建设。截至 2015 年底，公司无形资产账面原值为 14.53 亿元，主要以土地使用

¹公允价值的确认参照开元资产评估有限公司出具的开元评报字【2016】第 024 号评估报告。

权为主，累计摊销 0.87 亿元，未计提减值准备，账面价值为 13.66 亿元；公司将账面价值 2.91 亿元的无形资产用于抵押。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 197.34 亿元，各主要科目较 2015 年底均无较大变动。

公司以汽车经销为主的业务性质，导致了流动资产比重高、存货规模大的特征，预付款项和存货共同形成了对营运资金的大量占用。截至 2016 年 9 月底，公司用于抵质押的资产规模 81.88 亿元，占资产总额的 41.49%，抵质押比例较高。整体看，公司资产质量一般，资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，由于利润的逐年积累，公司所有者权益以年均 19.43% 的速度持续增长。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 54.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 51.95 亿元，少数股东权益 2.63 亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本（占 10.01%）和未分配利润（占 79.52%）所占比重较高。

截至 2015 年底，公司其他综合收益为 4.89 亿元，主要原因为：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。

2013~2015 年，公司未分配利润分别为 25.68 亿元、32.39 亿元和 41.31 亿元，其中归属于母公司净利润分别为 9.67 亿元、7.00 亿元和 9.41 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 58.00 亿元，较 2015 年底增长 20.02%，主要由于当期利润的累积使得未分配利润增长至 43.91 亿元。

整体看，公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性弱。

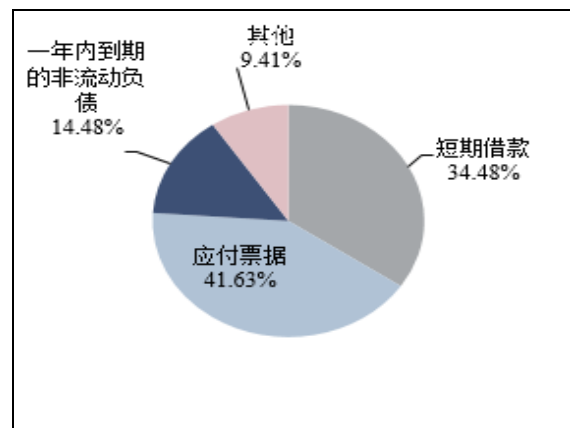
负债

2013~2015 年，公司负债规模持续上升，

年均复合增长 27.65%，截至 2015 年底为 144.49 亿元，其中流动负债占 69.82%，非流动负债占 30.18%。

2013~2015 年，公司流动负债中主要科目均呈现增长态势，使得流动负债年均增长 31.08%。截至 2015 年底，流动负债总额 100.88 亿元，主要由短期借款、应付票据和一年内到期的流动负债等构成。

图 3 2015 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，随着公司业务规模扩大，营运资金需求逐年增加，短期借款也随之上升，年均复合变动率为 25.95%。截至 2015 年底，公司短期借款 34.79 亿元，主要由质押借款（占 47.50%）和保证借款（占 35.37%）构成；公司短期借款主要满足 4S 店建设需求。

2013~2015 年，公司应付票据（无息）以年均 28.18% 的速度快速提升，主要由于汽车采购结算主要采用银行承兑汇票，截至 2015 年底为 41.99 亿元。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债以 149.77% 的速度增长，截至 2015 年底为 14.61 亿元，同比增长 92.41%，主要是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。

公司非流动负债规模相对较小，截至 2015 年底为 43.61 亿元，主要为长期借款。近三年长期借款年均增长 27.62% 至 32.94 亿元，主要为抵押借款（占 66.97%）和保证借款（占

25.08%)，用于汽车经销商和房地产项目的建设。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 139.34 亿元，较 2015 年底下降 3.56%，主要是应付票据减少所致；应付票据较 2015 年底减少 6.54 亿元，主要受汽车销售周期影响；其他科目变动不大。

有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 30.45%，截至 2015 年底为 124.33 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 73.50%和 26.50%，短期债务比重高；债务指标方面，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所上升，三年均值为 71.17%和 67.37%，2015 年底分别为 72.58%和 69.49%；长期债务资本化率有所下降，三年均值为 36.96%，2015 年底为 37.64%。截至 2016 年 9 月底，由于短期债务有所回落，公司全部债务降至 114.67 亿元，短期债务比重降至 71.65%，债务结构变化不大，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别降至 70.61%、66.41%和 35.92%。

整体看，近年来公司债务规模大幅扩张，短期债务占比高，整体债务负担重。

4. 盈利能力

2013~2015 年，随着公司门店数量的不断增长，营业收入以 36.08%的速度快速上升，2015 年实现营业收入 287.31 亿元；同期的营业成本同趋势变动（年均复合变动率 37.05%），2015 年为 261.50 亿元；由于成本增幅略大于收入增幅，近三年的营业利润率保持增长有所下滑，分别为 10.09%、8.77%和 8.70%，主要受汽车行业整体盈利能力下降及新建店面让利影响。

2013~2015 年，公司期间费用以年均 30.23%的速度逐年增长，分别占营业收入的 7.27%、6.94%和 6.66%，费用控制能力一般。2015 年，公司期间费用 19.13 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占 40.37%、

29.98%和 29.65%，销售费用主要包含职工薪酬和广告宣传费，管理费用主要包含职工薪酬和折旧摊销费，两者均较为稳定；财务费用主要是利息支出。

2013~2015 年，公司公允价值变动收益分别为 8.61 亿元、3.34 亿元和 8.13 亿元，主要是投资性房地产公允价值变动引起，三年公允价值占利润总额的比重分别为 65.43%、34.83%和 56.07%，公允价值对利润总额贡献度较大。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 0.20 亿元、2.24 亿元和 0.62 亿元，波动较大，2014 年公司确认政府补助 2.02 亿元主要系下属子公司获得的财政补助资金和部分征地补偿款。

2013~2015 年，受公司业务经营规模扩大、营业外收入波动和摩尔城项目公允价值变动影响，公司利润总额波动较大，分别为 13.16 亿元、9.59 亿元和 14.50 亿元；同期的总资本收益率和净资产收益率呈现不同程度的回落，2015 年分别为 8.66%和 18.77%，整体盈利指标尚可。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 247.74 亿元，同比增长 14.81%，相当于上年全年水平的 86.22%；同期的营业利润率为 7.75%，较 2015 年减少 0.95 个百分点；受益于利息支出同比减少使得财务费用同比大幅下降 27.25%，公司利润总额同比大幅增长 32.61%至 4.36 亿元。

综上所述，受汽车行业整体增速放缓，以及新开店面让利影响，公司近三年收入规模逐年增长，但盈利能力有所下降，利润总额受非经营性收益影响大，整体盈利能力尚可。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，截至 2015 年底分别为 119.48%和 54.31%；受益于公司经营活动现金流净额稳定增长，经营现金流动负债比持续上升，2015 年为 13.83%。截至 2016 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为

121.25%和 53.44%。公司货币资金受限比例高，剔除受限后的货币资金对短期债务保障能力弱，短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2013~2015 年，公司 EBITDA 逐年上升，分别为 17.02 亿元、17.28 亿元和 23.65 亿元；同期的 EBITDA 利息倍数波动下降，全部债务/EBITDA 有所上升，2015 年分别为 4.37 倍和 5.26 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 9 月底，公司对外担保总额 5.11 亿元，系下属地产子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供的抵押贷款担保。总体看公司或有风险可控。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并口径）共获得各家金融机构授信总额度 135.58 亿元，尚未使用额度 38.76 亿元。公司间接融资渠道较通畅。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10420105000634902），截至 2017 年 3 月 2 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中有一笔欠息记录（欠息日期为 2013 年 4 月 22 日，结清日期为 2013 年 4 月 25 日），为银行系统原因造成。

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。近年来，公司销售网络持续步扩张，门店数量保持快速增长，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。

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。

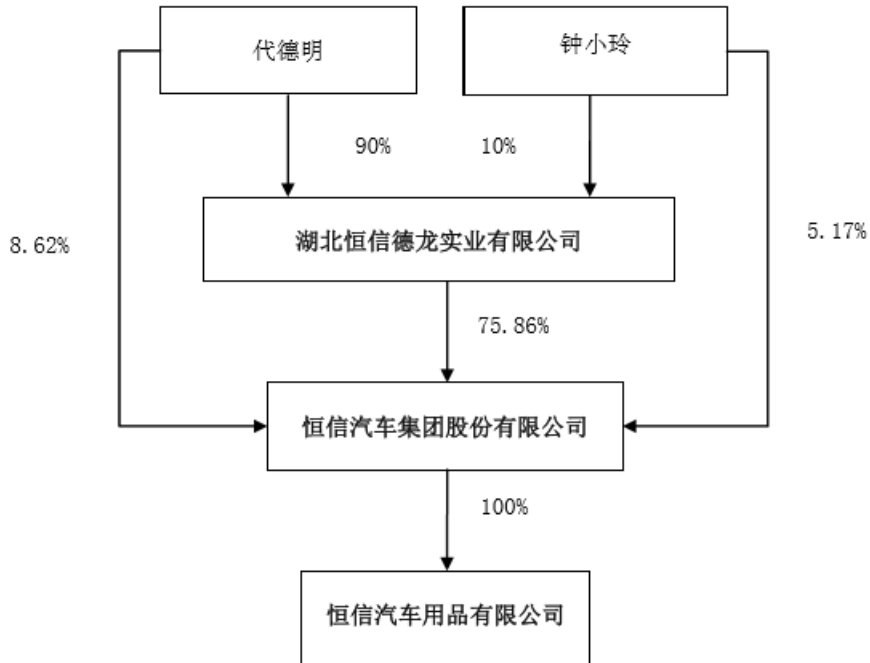
八、结论

公司主业为以乘用车经销与服务为核心产业，兼顾商业地产经营的大型民营企业，在汽车销售规模、品牌和网络渠道等方面具备一定竞争优势。依托成熟的营销网络和丰富的客户资源，公司收入水平稳步提高，资产总额快速增长，资产抵质押比例较高，受 4S 店扩张较快影响，公司债务规模增长较快，短期偿债压力大。

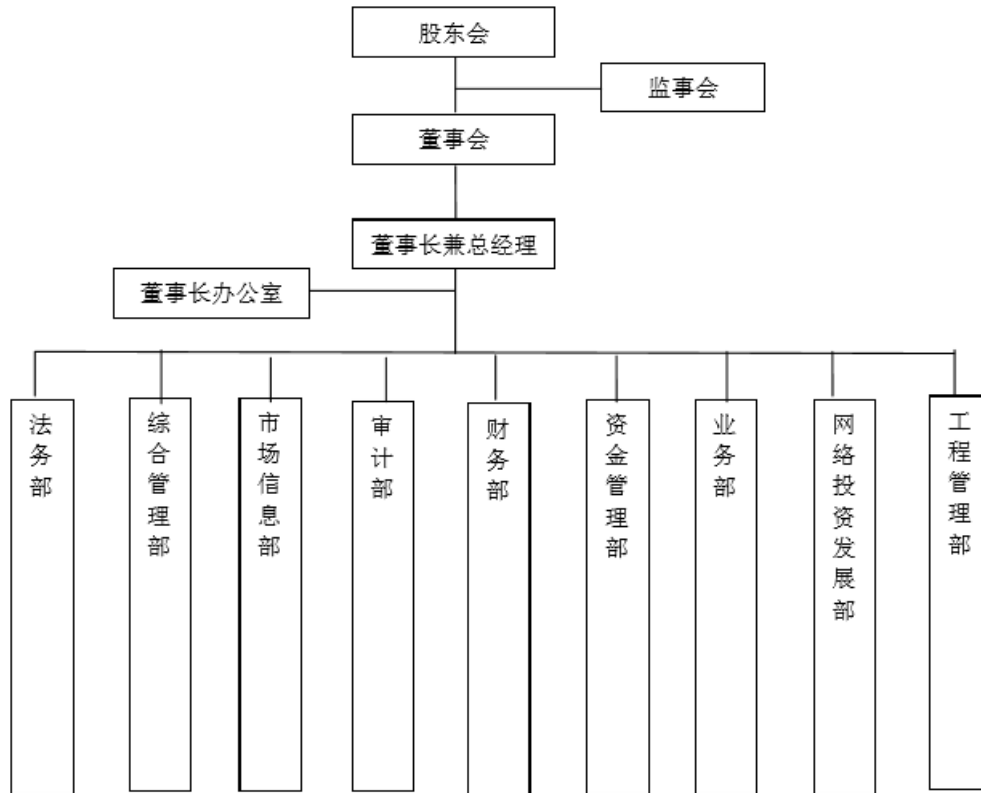
未来，随着在建门店的投入运营、保险业务的开展以及电商平台作用逐步显现，预计公司经营规模将进一步扩大，收入和利润规模将进一步提高。

综合分析，公司主体长期信用风险低。

附件 1-1 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.86	4.09	14.83	12.17
资产总额(亿元)	126.94	150.00	199.06	197.34
所有者权益(亿元)	38.26	45.47	54.58	58.00
短期债务(亿元)	49.83	59.57	91.39	82.16
长期债务(亿元)	23.23	24.79	32.94	32.50
全部债务(亿元)	73.06	84.36	124.33	114.67
营业收入(亿元)	155.16	235.45	287.31	247.74
利润总额(亿元)	13.16	9.59	14.50	4.36
EBITDA(亿元)	17.02	17.28	23.65	--
经营性净现金流(亿元)	1.96	4.76	13.95	6.52
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)	5.14	4.88	4.56	--
总资产周转次数(次)	1.53	1.70	1.65	--
现金收入比(%)	116.79	121.71	117.38	116.34
营业利润率(%)	10.09	8.77	8.70	7.75
总资本收益率(%)	11.46	9.42	8.66	--
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	35.92
全部债务资本化比率(%)	65.63	64.98	69.49	66.41
资产负债率(%)	69.86	69.69	72.58	70.61
流动比率(%)	132.43	116.06	119.48	121.25
速动比率(%)	66.33	48.06	54.31	53.44
经营现金流动负债比(%)	3.35	6.60	13.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.56	3.35	4.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.29	4.88	5.26	--

注：2016 年 1-9 月财务数据未经审计；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

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年进行定期跟踪评级，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，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，据以确认或调整主体长期信用等级。

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，如湖北恒信德龙实业有限公司主体长期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。

