

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1108 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A⁺，评级展望为稳定，维持“13鄂恒信MTN1”AA⁺的信用等级。

特此公告。



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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定
 上次评级结果: A⁺ 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
13 鄂恒信 MTN1	3 亿元	2013/4/17-2016/4/17	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 26 日

财务数据:

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.03	8.28	14.73	15.99
资产总额(亿元)	42.07	54.98	70.73	74.41
所有者权益(亿元)	18.43	21.38	25.50	25.92
短期债务(亿元)	11.40	17.93	26.87	29.49
全部债务(亿元)	19.26	28.58	39.33	42.82
营业收入(亿元)	63.62	82.42	95.57	30.90
利润总额(亿元)	2.51	3.70	4.05	0.50
EBITDA(亿元)	3.83	5.68	6.95	--
经营性净现金流(亿元)	3.65	2.90	3.26	0.30
营业利润率(%)	9.33	11.46	11.74	9.49
净资产收益率(%)	9.90	12.63	11.81	--
资产负债率(%)	56.20	61.11	63.95	65.16
全部债务资本化比率(%)	51.10	57.20	60.67	62.29
流动比率(%)	115.47	125.11	135.41	135.49
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	5.03	5.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	4.33	3.49	--
经营现金流负债比(%)	23.14	12.63	9.94	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计

分析师

马栋

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“恒信德龙”或“公司”)形成了以汽车及零配件销售为主, 商业地产为辅的业务架构, 整体保持快速发展, 未来随着公司 4S 店规模扩张以及旗下商业地产项目武汉摩尔城建成运作, 公司有望实现快速发展。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, 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。

重庆市三峡担保集团有限公司(以下简称“三峡担保”)对“13 鄂恒信 MTN1”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定, 三峡担保主体长期信用等级为 AA⁺, 三峡担保担保实力强, 进一步提升了“13 鄂恒信 MTN1”本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 A⁺, 评级展望稳定, 并维持“13 鄂恒信 MTN1” AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司是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 稳步增长。
4. 三峡担保为“13 鄂恒信 MTN1”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 有效提升了本息偿还的安全性。

关注

1. 汽车经销行业集中度低, 市场竞争激烈。
2. 公司未来计划投资规模较大, 对外融资需求上升。
3. 公司债务规模持续上升, 债务负担趋重。

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、本跟踪评级结果至“13 鄂恒信 MTN1”到期日内有效；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“13 鄂恒信 MTN1”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（以下简称“恒信德龙”或“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 2013 年 3 月底，公司注册资本为 32000 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，代德明为公司实际控制人。

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。其中汽车股份公司设销售管理部、售后管理部等 3 个部门；地产事业部分为物业公司、武汉摩尔城管理分公司；其中武汉摩尔城管理分公司设工程物业部、招商部等 7 个部门。截至 2013 年 3 月底，公司新增子公司 16 家，其中全资子公司 1 家，控股子公司 15 家；由于经营品牌调整，公司控股子公司“宜昌恒信致远汽车销售服务有限公司”更改公司名

称为“宜昌恒信华通汽车销售服务有限公司”。

截至 2012 年底，公司资产总额 70.73 亿元，所有者权益(含少数股东权益 0.57 亿元) 25.50 亿元；2012 年，公司实现营业收入 95.57 亿元，利润总额 4.05 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额 74.41 亿元，所有者权益(含少数股东权益 0.58 亿元) 25.92 亿元；2013 年 1-3 月，公司实现营业收入 30.90 亿元，利润总额 0.50 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

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构

持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点 -3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达 -1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同

比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省（直辖市、计划单列市）。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 2012 年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币

贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济分析

1. 行业分析

汽车产业链可大致细分为上游行业（主要包括原材料、零配件行业两个子行业）、汽车整车制造行业及下游行业（指汽车服务业，包括汽车经销、维修保养、旧车交易、汽车

金融、汽车油品五个子行业）三部分。

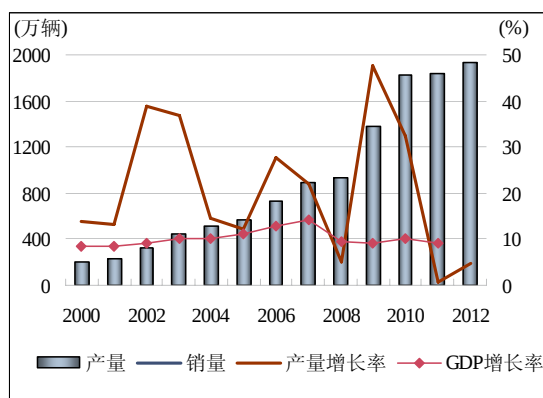
公司主营业务为汽车经销服务和房地产开发与运营，分属汽车经销行业和商业地产行业。

（1）汽车经销行业

① 行业概况

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（见图 1）。2009 年，受益于国家出台降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，乘用车销量实现爆发式增长，带动全年产销均超过千万辆，中国汽车产销量已超过美国成为全球第一。2010 年，在国家扩内需、调结构、促转变等一系列政策措施的积极作用下，汽车工业延续 2009 年发展态势，全年汽车产销同比增幅均超过 30%。2011 年，随着购置税优惠、节能惠民补贴等产业刺激政策的退出或门槛提高，行业增速大幅回落，全年汽车产销 1841.89 万辆和 1850.51 万辆，分别同比增长 0.84% 和 2.45%，增幅较 2010 年回落 31.60 个和 29.92 个百分点。2012 年，中国汽车产销 1927.18 万辆和 1930.64 万辆，同比增长 4.63% 和 4.33%，其中：乘用车产销 1552.37 万辆和 1549.52 万辆，同比分别增长 7.2% 和 7.1%；商用车产销 374.81 万辆和 381.12 万辆，同比分别下降 4.7% 和 5.5%；随着节能汽车推广政策、节约能源与新能源汽车车船税优惠政策的实施，积极地引导了节能与新能源汽车产品的消费。2013 年 1~5 月，中国汽车产销量分别为 907.72 万辆和 902.82 万辆，同比分别增长 13.5% 和 12.6%，其中：乘用车产销分别为 730.16 万辆和 726.16 万辆，产量同比分别增长 15.2% 和 14.7%；商用车共生产 177.56 万辆，同比增长 7.1%；销售 176.65 万辆，同比增长 4.5%。

图1 2000~2012年中国汽车销量走势图



资料来源：中国汽车工业协会

表1 不同经营模式特点和区别

经营模式	特点	适用汽车类型
汽车专卖店	汽车供应商与汽车经销商签订合同，授权汽车经销商在一定区域内从事指定品牌汽车的营销活动。汽车供应商通常会对汽车经销商的销售方式、宣传方式、服务标准、销售流程、专卖店的形象标识做出要求。汽车经销商通常在同一专卖店中销售同一品牌的产品。汽车专卖店的功能通常包括汽车销售、二手车回收/销售、维修服务、零配件销售、信息反馈	轿车经销主要采用此经营模式，也有少量的微型面包车及卡车品牌生产商采用此种模式，4S店为轿车专卖店的主要形式
	2S专卖店的职能是汽车销售和维修服务	
	3S专卖店比2S专卖店增加了零配件销售	
	4S专卖店比3S专卖店增加了信息反馈。目前大部分汽车制造商按照4S专卖店的要求建设销售网络	
汽车市场	5S专卖店比4S专卖店增加了二手车回收/销售	卡车、微型面包车、工程机械等汽车经销主要采用此经营模式
	许多汽车品牌店面集中于一个市场内，提供多种品牌汽车的销售和服务，同时还提供汽车经销的其他延伸服务，如维修、贷款、保险、上牌等，培育经销商自身的品牌 汽车市场由一名主要负责人对市场运作及人员实行统一管理	

资料来源：中国汽车工业协会

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。而相较汽车销售业务，服务类业务的利润率要高得多。随着消费者对于产品质量和服务要求的不断提高，获得品牌授权的汽车经销商有望提供越来越多的服务，从而获取更多的市场份额。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。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。随着汽车生产商们不断加

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，不同经营模式的特点及适用车型见表1。

根据《汽车品牌销售管理实施办法》的要求，境外汽车生产企业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。

强售后服务工作、经销商的服务意识与实力不断提高，同时随着汽车保有价值的不断提升，中国的汽车服务业务将从小型零售店铺向授权汽车经销商转移。

② 行业关注

行业集中度及议价能力较低

由于中国汽车经销行业还处于高速发展阶段，巨大的利润空间和较低的进入成本吸引大量企业加入，使得技术服务和管理水平参差不齐，市场“小、散、乱、差”的特点突出。在整车经销方面，虽然新的集整车销售、零配件供应、维修服务和信息反馈于一体的4S店发展很快，但还是有很多汽车经销商从业人员水平较低、服务意识不强，不能很好地满足消费者的需求。而在汽车维修养护服务方面，个体修理厂的技术力量相对薄

弱、零配件质量难以保证，服务水平良莠不齐。

同时，轿车经销商议价能力较低。较低的行业规模和集中度使得轿车生产商对下属经销商拥有较强的市场影响力。各经销商围绕生产商的销售计划开展其经营活动，虽然大型经销商在采购价格方面可以获得竞争优势，但是整体经销计划依然受轿车生产商制约。

燃油价格波动影响汽车市场需求

燃油价格上涨将提高用车成本，直接影响乘用车消费和需求结构。中国经济的快速发展对原油需求量保持高速增长，中国原油对外依存度逐年提高，已从 2000 年的 30% 上升至 2011 年的 56%。国际油价高位运行也使近年来国内成品油价格一路攀升。中长期看，由于国际原油产量增长有限及主要产油地区和国家政治形势动荡等因素，石油价格仍趋于上涨。从成品油价格来看，中国成品油价格也处于上升趋势。2012 年 3 月 19 日，国家发改委宣布从 3 月 20 日起上调国内成品油价，汽、柴油价格每吨均提高 600 元人民币，国内平均 90 号汽油和 0 号柴油每升分别提高 0.44 元和 0.51 元，宣告成品油价格全面进入“8 元时代”。从油价对汽车需求的影响来看，突破一定区域的高油价将导致消费理念的转变，潜在消费者可能放弃购买或由小排量轿车替代中大排量轿车。

限购政策影响汽车市场消费

2010 年 12 月底，北京正式公布《〈北京市小客车数量调控暂行规定〉实施细则》，该细则俗称“限购令”，对北京的小客车数量实行总量年度控制并研究制定交通拥堵收费方案。该细则公布后，北京的汽车销售市场明显降温。2011 年 7 月 11 日，贵阳市政府发布《贵阳市小客车号牌管理暂行规定》，对新入户的小客车核发专段号牌和普通号牌，以达到控制车流量的目的。2012 年 6 月 30 日，广州发布《关于广州市试行中小客车总量调

控管理的通告》（试行一年），对行政区域内中小客车试行增量配额指标管理。出于城市环境和拥堵考虑的各种限制政策引发了汽车销售市场景气度的下滑和对汽车行业发展的担忧。虽然各城市的限制政策的持续性和推广可能性尚存在疑问，但是类似政策的出台将会较大程度地影响当地汽车销售市场的景气度，对汽车经销行业产生负面影响。

③ 行业政策

燃油税开征将推动节能型汽车的发展

国家发改委、财政部、交通运输部、税务总局拟定的《成品油价税费改革方案》于 2009 年实施。在不提高现行成品油价格的前提下，中国汽油消费税单位税额由每升 0.2 元提高到 1 元，柴油由每升 0.1 元提高到 0.8 元。该方案的实施，将进一步推动低能耗、小排量的汽车消费市场的成长，对大排量汽车消费产生一定的抑制作用。长期而言，将有效指导汽车消费观念和趋势，推动产品结构的调整，提升节能型汽车和小排量汽车的市场份额。

汽车补贴政策

2012 年 5 月，国务院常务会议日前通过《国家基本公共服务体系“十二五”规划》，决定安排财政补贴 60 亿元支持推广 1.6 升及以下排量节能汽车。2012 年 6 月，财政部、商务部联合发布《老旧汽车报废更新补贴资金管理暂行办法》公告，明确了 2012 年老旧汽车报废更新补贴车辆范围及补贴标准：以商用车为主，每辆补贴标准为 1.1~1.8 万元。上述补贴政策的推出，在一定程度上促进了汽车行业的发展。

节能减排

在 2010 年出台的汽车行业“十二五”规划（以下简称“《规划》”）中，对新能源汽车的支持成为战略重点。《规划》同时提出 2015 年国内新能源汽车规模提升至 100 万辆，2020 年销售规模达到全球第一的目标。

针对车辆的燃油消耗标准，国家分别出

台政策对重型商用车和乘用车提出了管理办法。2012年1月6日，工业和信息化部及交通运输部联合下发《关于实施重型商用车燃料消耗量管理的通知》，通知指出，自2012年2月1日起，对重型商用车产品进行车辆燃料消耗量进行检验，申报工况法油耗值，不符合限值要求的产品，不得进入道路运输市场。为达到上述要求，油耗高、排污高的车辆将逐步退出运输市场，取而代之的是符合国家节能环保要求的新型车型，运输车辆结构将逐步得到优化。2013年3月，工业和信息化部、发展改革委、商务部、海关总署、质检总局五部委制定了《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》（以下简称“《办法》”），为实现2015年和2020年中国乘用车产品平均燃料消耗量降至6.9升/100公里和5.0升/100公里的目标，《办法》规定所有在中国境内销售乘用车的企业应按要求及时将生产或进口的乘用车产品的燃料消耗量数据报工业和信息化部，并定期申报下一年度燃料消耗量计划、本年度上半年燃料消耗量情况及上一年度燃料消耗量总结；五部委建立企业平均燃料消耗量核算的联合工作机制，对上报数据进行核实、核算并定期公示。

2012年7月国务院出台了汽车产业纲领性文件《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》，规划提出，加快培育和发展节能与新能源汽车产业，促进汽车产业优化升级；对于节能与新能源汽车国家将加大财税扶持力度。到2015年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到50万辆；到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆。本次规划并未颁布财政和税收扶持的细则，预计后续相关政策将陆续推出。

2012年8月，国家出台《关于扩大混合动力城市公交客车示范推广范围有关工作的通知》。推广范围从原先的25个节能与新能源汽车示范推广城市扩大到全国所有城市。

总体来说，近两年，中国汽车市场增速放缓，行业集中度进一步提升，燃油税的开征和节能减排政策使汽车市场的产品结构发生调整，钢材和燃油价格的波动对企业的市场需求和成本水平影响较大，新定价机制的运行情况有待进一步关注。“十二五”期间，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，包括客车和专用车行业，仍将具有较大的市场空间和产品结构的调整余地。

（2）商业地产行业

商业地产公司是以收取长期租金为盈利模式的公司，商业地产包括写字楼、商铺等物业形态。

商业地产具有明显的周期性。写字楼、商铺的需求随经济变化变动：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，商业地产租金随着下降。

商业地产与开发类地产公司有不同的商业模式。开发类公司主要通过建造住宅获取利润，住宅市场取决于供需比例和经济周期，在经济下滑时，市场需求明显萎缩，盈利大幅下降。商业地产以收取租金为盈利模式，出租合约少则2~3年，长则8~10年，提前终止会有相应的补偿。写字楼为公司必须的办公场所，属于刚性需求，租金成本一般占员工成本的5%；商铺为最终消费场所，不是投资拉动的强周期行业，因而在经济调整周期中盈利波动较小。

影响写字楼租金增长的因素包括：各城市对于甲级写字楼的需求，写字楼通常分为乙级、甲级、超甲级。除北京、上海、深圳、广州等城市外，其他城市很少有甲级写字楼的需求和建设；城市的区域选择，中心商务区的租金能实现较快增长且长期收益较稳定；目前的租金水平和空置率，租金和空置率体现了该区域的需求水平；与住宅不同，商业地产供给增加有利于租金水平提高，在

经济下滑周期中，写字楼需求会下降，租金将随之下滑。

中国零售地产租金与零售行业景气直接相关，租金收入一般占零售收入的 3%~30%。2012 年中国社会消费品零售总额 207167 亿元，比上年名义增长 14.3%，扣除价格因素实际增长 12.1%。长期来看，零售商业地产租金将随居民收入增长而提高。

目前，中国商业地产行业的主要运营形式是城市综合体，这种形态的商业地产呈综合立体布局，集商业、办公、酒店、住宅、旅游、会展、交通、文化等多种功能于一体。相比住宅地产，商业地产开发商可以享受到持续经营的租金收入、资产价格升值和土地升值的利润以及商业品牌带来的溢价。持续性收益、增值性收益和溢价性收益使商业地产开发利润超过住宅开发。因此，商业地产领域的竞争也非常激烈，目前中国商业地产行业的主要企业包括大连万达集团、世茂房地产、新世界中国、新鸿基、和记黄埔和瑞安地产等。中国持续繁荣的经济和巨大的内需潜力保证了商业地产行业的高景气度，同时也加剧了行业的竞争程度。

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；同时运用产业政策，引导企业向园区集中。一批年销售收入过百亿元的大型企业，以及一批拥有核心技术的“武汉制造”知名品牌正在涌现。

2012 年，武汉市地区生产总值 8003.82 亿元，按可比价格计算，比上年增长 11.4%。其中，第一产业增加值 301.21 亿元，增长

4.5%；第二产业增加值 3869.56 亿元，增长 13.2%；第三产业增加值 3833.05 亿元，增长 10.0%。其中，社会消费品零售总额 3432.43 亿元，比上年增长 16.0%，按行业看，批发零售业零售额 3095.22 亿元，增长 16.2%；住宿餐饮业零售额 337.21 亿元，增长 14.3%。

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 2013 年 3 月，公司注册资本为 32000 万元，股东情况为：代德明出资 28800 万元，占 90%；钟小玲出资 3200 万元，占 10%。代德明和钟小玲为夫妻关系，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

公司销售网络遍布湖北省，公司在武汉、宜昌、荆州、荆门、恩施、襄樊、黄石、黄冈、咸宁、孝感等地均设立了汽车品牌店。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。不同区域同一品牌的代理主要通过门店间协调调配，以发挥网络优势，加快汽车销售周转率。

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，由汽车及零配件销售、商业两大板块构成。其中，汽车及零配件销售为公司最主要的业务，2012年该业务营业收入占比为98.71%；2010年起，公司武汉摩尔城项目正式开始运营并确认收入，随着项目推进，商业地产收入比重不断提高，2012年已占到营业收入的1.29%。

汽车及零配件业务为公司主要的利润与收入来源。从销售收入看，公司汽车与零配件经销业务稳定增长，2010~2012年年均增长21.89%，2012年实现销售收入94.18亿元；

近三年业务毛利率有所波动，但一直维持在10%左右。

跟踪期内，商业地产板块收入规模和盈利能力迅速提高，2010~2012年板块收入年均增长131.25%，毛利率提高了28个百分点，2012年实现销售收入1.23亿元，毛利率达到70.52%。

2013年1~3月，公司汽车及零配件销售收入30.49亿元，为2012年全年的32.37%，毛利率8.95%，较上年略有下降；1-3月公司商业地产收入0.36亿元，为2012年全年的29.27%，毛利率为66.55%。

整体来看，跟踪期内公司形成了以汽车及零配件销售为主，商业地产为辅的业务构架，整体发展较为迅速。

表2 公司营业收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

分行业	2010年			2011年			2012年			13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
汽车及零配件销售	63.39	99.64	9.38	81.41	98.77	10.99	94.18	98.71	11.06	30.49	98.83	8.95
商业地产	0.23	0.36	38.55	1.01	1.23	65.05	1.23	1.29	70.52	0.36	1.17	66.55
合计	63.62	100.00	9.48	82.42	100.00	11.65	95.42	100.00	11.83	30.85	100.00	9.62

资料来源：公司提供

2. 汽车及配件销售业务经营现状

公司是区域性的乘用车经销商，下属乘用车4S店主要分布在以武汉为中心的周边区域，市场份额和品牌影响力呈现较强的区域性，具体门店位置大多选择在地方政府规划或传统的汽车经销集中区域。借助于局部品牌汽车经销的积聚效应，公司实现较快扩张，公司乘用车销售营业门店数量由2010年底的45家增长至2013年3月底的90家。

2012年公司销售各类汽车46750辆，占湖北省新增上牌汽车总量的13.26%。截至2013年3月底，公司获得汽车厂家正式销售授权4S店137家，正常运营4S店90家，已授权和建设中的32家，尚在筹备的15家。

公司基本选择代理主流品牌，如一汽大众、上海大众、丰田、本田、日产、现代、别克等，

需求量较大，面对消费人群较广。公司根据经验，针对不同市场人群设立不同品牌4S店，在一线市场以高档车为主，在二三线城市以中高端品牌为主，且在同一地区，代理不同品牌给客户提供更多选择。除此之外，公司积极开展整车配套升级服务，提升产品毛利。

表3 近年公司各品牌4S店分布情况

经营品牌	2010年底 门店数	2011年底 门店数	2012年底 门店数	2013年3月 末门店数
奔驰	2	2	2	4
雷克萨斯	1	1	1	1
奥迪	2	2	2	4
凯迪拉克	1	1	1	7
英菲尼迪	1	1	1	1
沃尔沃	-	-	1	1
丰田	3	3	3	4
别克	2	2	2	2
斯柯达	1	1	1	1
日产	4	5	5	10
现代	6	6	8	13
广州本田	5	4	5	5

东风本田	5	6	6	7
一汽大众	5	6	6	9
上海大众	2	2	3	8
雪佛兰	4	4	4	5
马自达	1	1	1	1
荣威	-	1	1	1
标致	-	-	1	1
雪铁龙	-	-	1	4
启辰	-	-	-	1
合计	45	48	55	90

资料来源：公司提供

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。主机厂一般会对各4S店设立一定的销售目标，完成目标后主机厂会给予一定的返利，公司任务目标基本都能完成，因此任务目标对公司影响不大。

公司主要通过下属4S店销售产品，各4S店独立经营，公司主要控制销售价格，通过下达经营毛利和毛利率计划进行具体控制。库存管理方面，公司财务与主机厂系统同步核算，4S店采购须向总部申请，总部根据库存情况安排从其他4S店调拨或向主机厂采购，4S店库存控制在1~2个月左右。

3. 商业地产业务经营现状

武汉摩尔城现为公司目前唯一的商业地产

项目。武汉摩尔城项目位于国家商务部推荐的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，是当地提升商业品质的重要项目之一，受到当地人民政府的高度重视。

公司2008年开始投资建设摩尔城，其中A栋和B栋于2010年5月28日开业，C栋及连廊于2010年10月1日开业。经过两年多的经营，武汉摩尔城已经成为武汉市汉阳区商业标杆，2012年公司引进国际时尚品牌“H&M”，“C&A”，“星巴克”，“WE”，“IPHONE旗舰店”，“博士蛙”等入驻，2013年将继续引入“ZARA”，“优衣库”，“特力屋”，“哈根达斯”，“IT”，“丝芙兰”等国际品牌。

租金收益将为公司提供稳定的现金来源，目前租金全部采用季度收取方式，2012年的租金及费用收入金额合计为9522万元（不含广告和物业费收入），出租率达到100%。其中，租金收入主要来源于广百百货（A栋1-5层）、美食娱乐中心（C栋1-4层）和摩尔购物中心（B栋1-6层）。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2027万元。

表4 截至2012年底公司商业地产出租情况

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	广百百货	29160	29160	100	1750	保底抽成
	6 层	真快活	6480	6480	100	26	
B	1-6	摩尔购物中心	39852	39852	100	1846	
C	1-4	美食娱乐中心	20724	20724	100	2020	
	5-6	金逸影院	11000	11000	100	360	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	2027	
其他租赁收入						818	
合计			132740	132740	100	9522	

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司 2013~2015 年将进行大规模的 4S 店建店活动, 三年计划新建 130 家 4S 店, 分布区域主要以湖北省为主, 并辐射湖南、安徽、甘肃等省, 总投资 35 亿元。2013 年, 公司拟建 50 家汽车 4S 店, 总投资 13 亿元, 其中自有资

金 5 亿元, 银行融资 8 亿元; 2014 年、2015 年公司均计划投资 11 亿元, 建设 40 家汽车 4S 店。

总体看, 公司新 4S 店的建成运营, 将有助于提升公司的盈利能力, 但公司计划投资规模大, 面临一定的对外融资压力。

表 5 公司未来三年汽车品牌店投资规划(单位: 亿元、家)

汽车 品牌店	2013 年			2014 年			2015 年		
	单价	数量	金额	单价	数量	金额	单价	数量	金额
高档	0.4	15	6	0.4	15	6	0.4	15	6
中档	0.2	35	7	0.2	25	5	0.2	25	5
合计	--	50	13	--	40	11	--	40	11

资料来源: 公司提供

八、财务分析

公司提供的 2010~2012 年财务报表已经湖北宜昌长江会计师事务所有限公司审计, 均出具了标准无保留的审计结论。2012 年, 117 家子公司纳入公司合并报表范围, 其中新增 16 家。公司 2013 年一季度财务数据未经审计。

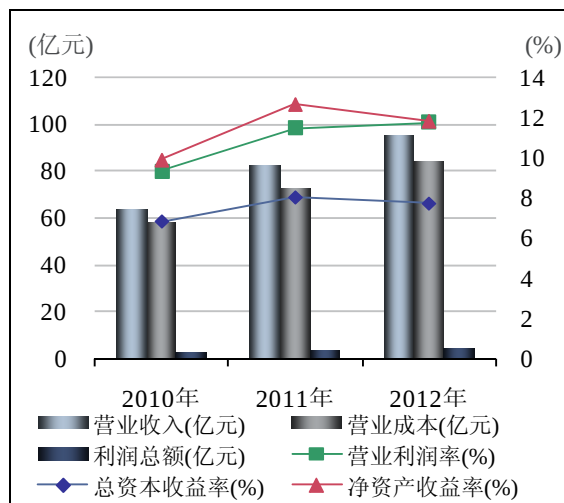
截至 2012 年底, 公司资产总额 70.73 亿元, 所有者权益(含少数股东权益 0.57 亿元) 25.50 亿元; 2012 年, 公司实现营业收入 95.57 亿元, 利润总额 4.05 亿元。

截至 2013 年 3 月底, 公司资产总额 74.41 亿元, 所有者权益(含少数股东权益 0.58 亿元) 25.92 亿元; 2013 年 1-3 月, 公司实现营业收入 30.90 亿元, 利润总额 0.50 亿元。

1. 盈利能力

2010~2012 年, 公司营业收入稳步增加, 年均增长率为 22.56%, 营业成本年均增长 20.87%, 略低于收入增长速度。2012 年公司实现营业收入 95.57 亿元, 利润总额 4.05 亿元。2010~2012 年, 公司营业利润率分别为 9.33%、11.46% 与 11.74%, 呈现稳步上升的变动趋势。

图 2 2010~2012 年公司盈利能力



资料来源: 公司审计报告

从期间费用看, 2010~2012 年, 公司销售费用、管理费用与财务费用增长较快, 年均增长率分别为 28.15%、29.57% 和 70.15%; 三年期间费用占营业收入的比重分别为 5.96%、7.04% 与 7.53%, 公司控制期间费用能力相对较强, 期间费用占比较低。

从盈利指标看, 2010~2012 年, 公司总资产收益率三年分别为 6.79%、8.04% 与 7.71%; 净资产收益率三年分别为 9.90%、12.63% 与 11.81%, 2012 年公司整体盈利能力较强。

2013 年 1~3 月, 公司营业收入为 30.90 亿元, 为 2012 年全年的 32.34%, 利润总额 0.50 亿元,

为2012年全年的12.45%，营业利润率9.49%，较2012年略有下降。

总体看，公司营业收入稳定增长，总体盈利能力强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2010~2012年，随着公司销售额的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金迅速增加，年增长率为21.93%，2012年为112.04亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金有所增长，2012年为2.13亿元，2010~2012年年均增长43.68%。受销售规模增长影响，公司经营活动产生的现金流入稳定增加，三年年均增长率为22.21%，2012年为114.17亿元。公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金，年均增长率为23.44%，2012年为110.92亿元。受公司库存增加影响，公司经营活动产生的现金流量净额有所减少，2010~2012年分别为3.65亿元、2.90亿元与3.26亿元。公司现金收入比始终保持较好水平，三年分别为118.46%、116.44%与117.24%。总体看，公司收入质量较好。

投资活动方面，2010~2012年，公司投资活动现金流出量有所下降，年均变动率为-11.25%，2012年为5.69亿元。其中，公司支付其他与投资活动有关的现金3.33亿元，主要为公司购买土地相关的保证金和交付主机厂的各类保证金（主要为品牌保证金和建设保证金）。

2010~2012年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-3.58亿元、-3.01亿元与0.56亿元。公司经营活动产生的现金流净额能够满足公司投资活动的需要，公司对外筹资需求较小。

筹资活动方面，2012年公司筹资活动现金流入24.22亿元，主要为借款收到的现金；筹资活动现金流出18.33亿元，较去年大幅增长，主要由于偿还债务支付的现金增长所致。2010~2012年，受筹资活动现金流出大幅增长影响，公司筹资活动现金流量净额年均下降6.70%

2013年1~3月，公司经营活动产生的现金

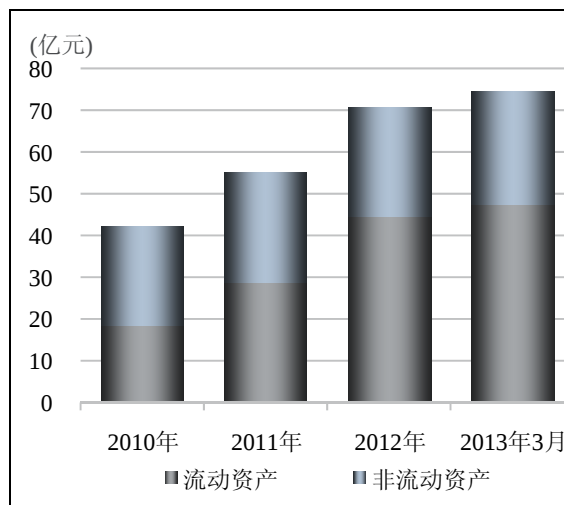
流入为35.92亿元，为2012年全年的31.46%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为35.69亿元，现金收入比为115.47%，较2012年略有下降；公司经营活动产生的现金流量净额为0.30亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.63亿元；筹资活动产生的现金流量净额为1.59亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入规模稳步增长，经营性现金流量净额能够覆盖投资活动支出需要，公司对外部融资的依赖有所下降。

3. 资本及债务结构

2010~2012年，公司（合并）资产总额快速增长，年均增长率为29.66%，主要是流动资产增加所致。截至2012年底，公司（合并）资产总额为70.73亿元，其中流动资产占62.73%，非流动资产占37.27%，公司资产以流动资产为主。

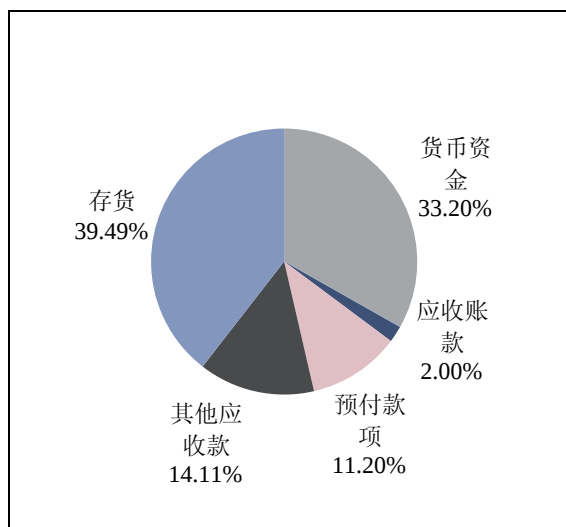
图3 2010~2013年3月公司资产增长情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司流动资产大幅增长，年均增长率为56.03%，主要是存货、货币资金及其他应收款的增加所致。截至2012年底，公司流动资产44.37亿元，主要由存货、货币资金、其他应收款、预付款项构成。

图4 截至2012年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司存货大幅增加，年均增长66.36%，主要由于公司4S新店开业需要增加储备库存增长所致。截至2012年底存货净额为17.52亿元，其中库存商品、开发成本分别占88.24%、11.76%。公司库存商品主要为汽车，由于公司汽车商品流转速度较快，库存周期在1~2月左右，公司未计提存货坏账准备。

2010~2012年，公司货币资金有所增长，年均增速44.72%，主要由公司银行存款快速增长，截至2012年底货币资金14.73亿元，其中银行存款、其他货币资金和现金分别占65.40%、34.25%和0.35%，其他货币资金主要为银行承兑票据的保证金。

2010~2012年，公司应收账款有所增加，年均增长率为85.09%，主要为公司尚未与主机厂金融公司结算的客户分期付款费用。截至2012年底，公司应收账款账面净额0.89亿元，主要客户为梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司，应收账款账龄全部在1年以内，公司未计提应收账款坏账准备金。公司前五名应收账款客户占39.85%，集中程度不高。总体看，公司应收账款总额较小，账龄较短，欠款客户多为知名汽车主机厂下属企业，应收账款不能回收风险较小。

表6 2012年末前五位应收账款客户构成情况

单位名称	年末金额 (万元)	占应收账款 余额比例(%)
梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司	1648.66	18.56
丰田汽车金融（中国）有限公司	781.86	8.80
大众汽车金融（中国）有限公司	700.87	7.89
上汽通用汽车金融有限责任公司	285.42	3.21
东风日产汽车金融有限公司	123.31	1.39
合 计	3540.12	39.85

资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司其他应收款快速增加，年均增长71.39%。截至2012年底公司其他应收账款净额6.26亿元，主要为各类保证金。其他应收款中，因单项金额重大单项计提坏账准备的5.48亿元，按账龄分析法计提坏账准备的0.78亿元，其中账龄一年期以内其他应收款占99.24%，1~3年占0.76%。公司共计提其他应收款坏账准备0.02亿元。公司其他应收款的主要欠款客户相对集中，截至2012年底，前五名欠款客户占欠款总额的23.78%，集中程度较低，公司欠款客户多为政府部门，其他应收账款不能回收风险较小。

2010~2012年，随着业务规模扩大，公司预付款快速增加，年均增长42.01%。截至2012年底为4.97亿元，主要为汽车采购预付款。

2010~2012年，公司非流动资产保持增长，年均增长率为5.14%，主要是固定资产与无形资产的增加所致。截至2012年底公司非流动资产26.36亿元，主要为固定资产（占35.38%）、在建工程（占10.73%）、无形资产（占39.80%）和长期待摊费用（9.49%）。公司长期股权投资由公司对宜昌市商业银行投资0.30亿元、对湖北福永达投资0.04亿元两部分构成。

2010~2012年，公司固定资产迅速增加，年均增长率为92.14%，主要由于新建4S店的增加以及武汉摩尔城项目部分竣工转入固定资产所致。截至2012年底，公司固定资产9.33亿元，主要包括房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备与其他，分别占比67.94%、16.31%、2.16%、10.70%与2.88%。

2010~2012 年，公司在建工程规模下降，年均降幅达到 48.80%，主要由于武汉摩尔城项目部分竣工转入固定资产所致。截至 2012 年底公司在建工程 2.83 亿元，由公司商业地产摩尔城项目（58.93%）、汽车公司改造及新建店（41.07%）构成。

2010~2012 年，公司无形资产持续增长，年均增长 11.13%。2012 年底公司无形资产 10.49 亿元，主要为土地使用权以及软件。

2010~2012 年，公司长期待摊费用迅速增长，年均增长 72.52%。2012 年为 2.50 亿元，主要为公司 4S 新店装修费用。

截至 2013 年 3 月底，公司（合并）资产总额 74.41 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 72.51%和 27.49%，流动资产占比有所上升。截至 2013 年 3 月底，公司存货 20.16 亿元，较上年增加 2.64 亿元，主要系公司新店数量增加，公司增加库存储备所致。

总体看，公司资产稳步增长，公司流动资产中存货占比有所上升，但存货以汽车为主，资产流动性尚可。

所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益（含少数股东权益）有所增加，年均增长率为 17.64%，主要是公司未分配利润增加所致。截至 2012 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）25.50 亿元，其中少数股东权益、实收资本、资本公积、盈余公积与未分配利润占比分别为 2.24%、12.55%、15.00%、2.63%与 67.58%，公司所有者权益以未分配利润为主，所有者权益稳定性较弱，但公司出具了股东会决议，承诺在本期中票发行后三年内，不对未分配利润进行分配，保证了公司所有者权益的稳定性。截至 2012 年底，公司实收资本 3.20 亿元，较上年增加 1.00 亿元，主要由于股东增资所致。

截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 0.58 亿元）25.92 亿元，较 2012 年底增加 0.42 亿元，主要由于未分配利润增加所致。总体看，受股东决议保护影响，公司所

有者权益稳定性较好

负债

2010~2012 年，公司负债总额迅速增加，年均增长率为 38.30%，截至 2012 年底为 45.23 亿元，其中流动负债占比 72.44%，非流动负债占比 27.56%，公司负债以流动负债为主。

2010~2012 年，公司流动负债迅速增加，年均增长率为 44.08%，主要由于短期借款、应付票据增加所致。截至 2012 年底，公司流动负债 32.77 亿元，主要由短期借款（占 47.33%）、应付票据（占 34.67%）、应付账款（占 6.49%）和预收款项（占 5.20%）构成。

2010~2012 年，公司其他应付款有所下降，年均降幅 0.69%。截至 2012 年底，公司其他应付款 1.47 亿元，其中前五位客户占其他应付款的 52.91%，集中度较高。

表 7 2012 年末前五位其他应付款客户构成情况

项目	年末账面余额（万元）	比重（%）
武汉工贸有限公司	3357.14	22.88
沙市区工农农村片区旧城改造办公室	2768.27	18.87
宜昌恒信机电有限公司	637.52	4.35
广州金逸影视投资集团有限公司	600.00	4.09
大洋百货集团有限公司上海分公司	400.00	2.73
合 计	7762.93	52.91

资料来源：公司审计报告

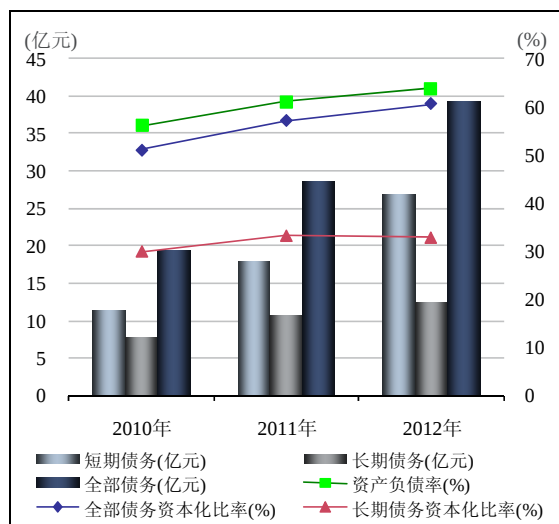
2010~2012 年，公司非流动负债持续增加，年均增长率为 25.91%。截至 2012 年底，公司非流动负债 12.47 亿元，主要为长期借款（占 83.96%）及应付债券（占 18.79%，为公司于 2011 年 6 月成功发行的湖北省武汉市中小企业 2011 年第一期集合票据，公司发行额度 2.00 亿元）。

截至 2013 年 3 月底，公司负债总额为 48.49 亿元，其中流动负债占 72.51%，非流动负债占 27.49%，流动负债占比略有上升。

2010~2012 年，公司债务总额迅速增加，年均增长率 42.91%。截至 2012 年底，公司债务

总额39.33亿元，其中短期债务占68.31%，长期债务占31.69%，短期债务占比较高，债务结构有待改善。

图5 2010~2012年公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率整体有所上升，2012年底分别为63.95%、60.67%与32.83%，债务负担一般。

截至2013年3月底，公司债务总额42.82亿元，其中短期债务占68.87%，长期债务占31.13%，短期债务比重有所上升；截至2013年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为65.16%和62.29%，债务负担有所加重。

总体看，公司债务构成以短期债务为主，债务结构有待改善，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010~2012年，受公司流动资产增长影响，公司流动比率稳步上升，速动比率波动上升，截至2012年底分别为135.41%与81.94%。截至2013年3月底，公司流动比率与速动比率分别为135.49%与78.16%，较2012变动不大。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2010~2012年，公司EBITDA构成以利润总额为主，三年分别为

3.83亿元、5.68亿元和6.95亿元，年均增长34.68%。2010~2012年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA三年平均值为4.09倍和5.35倍，2012年分别为3.49倍和5.66倍。总体看，公司对全部债务保护能力尚可。

截至2013年3月底，公司无对外担保。

截至2013年3月底，公司共获得银行授信54.71亿元，其中已使用36.30亿元，尚未使用额度为18.41亿元，公司具备间接融资渠道。

5. 对存续期内债券偿还能力分析

2012年，公司EBITDA为“13鄂恒信MTN1”发行额度的2.32倍；经营现金流入量为“13鄂恒信MTN1”发行额度的38.06倍；经营现金流量净额为“13鄂恒信MTN1”发行额度的1.09倍，EBITDA及经营活动现金流量净额对“13鄂恒信MTN1”的保护程度较高。

截至2012年底，公司现金类资产14.73亿元，剔除受限制的现金资产4.59亿元，为“13鄂恒信MTN1”发行额度的3.38倍。公司现金类资产对“13鄂恒信MTN1”保护程度较高。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（2012年银行版），机构信用代码G10420105000634902，截至2013年7月19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

公司经营规模处于行业前列，具备一定抗风险能力。公司位列2012年中国汽车流通行业经销商第8位，系中部地区最大的乘用车经销集团。

公司销售网络涉及湖北、湖南、河南、河北、安徽、陕西、宁夏、甘肃、贵州等多个省市，具体运营上采取集中规划，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。此外，公司从事汽车销售时间较长，积累了大量的客户资源，汽车维修客户群体规模较大，降低了公司对整车销售的依赖度。

目前，公司资产构成稳定，整体经营呈现良好发展态势，营业收入和利润规模稳步增长，经营现金流日益改善，对公司未来投资形成有效支撑。

总体看，公司整体抗风险能力较强。

九、担保情况

“13 鄂恒信 MTN1”由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括“13 鄂恒信 MTN1”本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

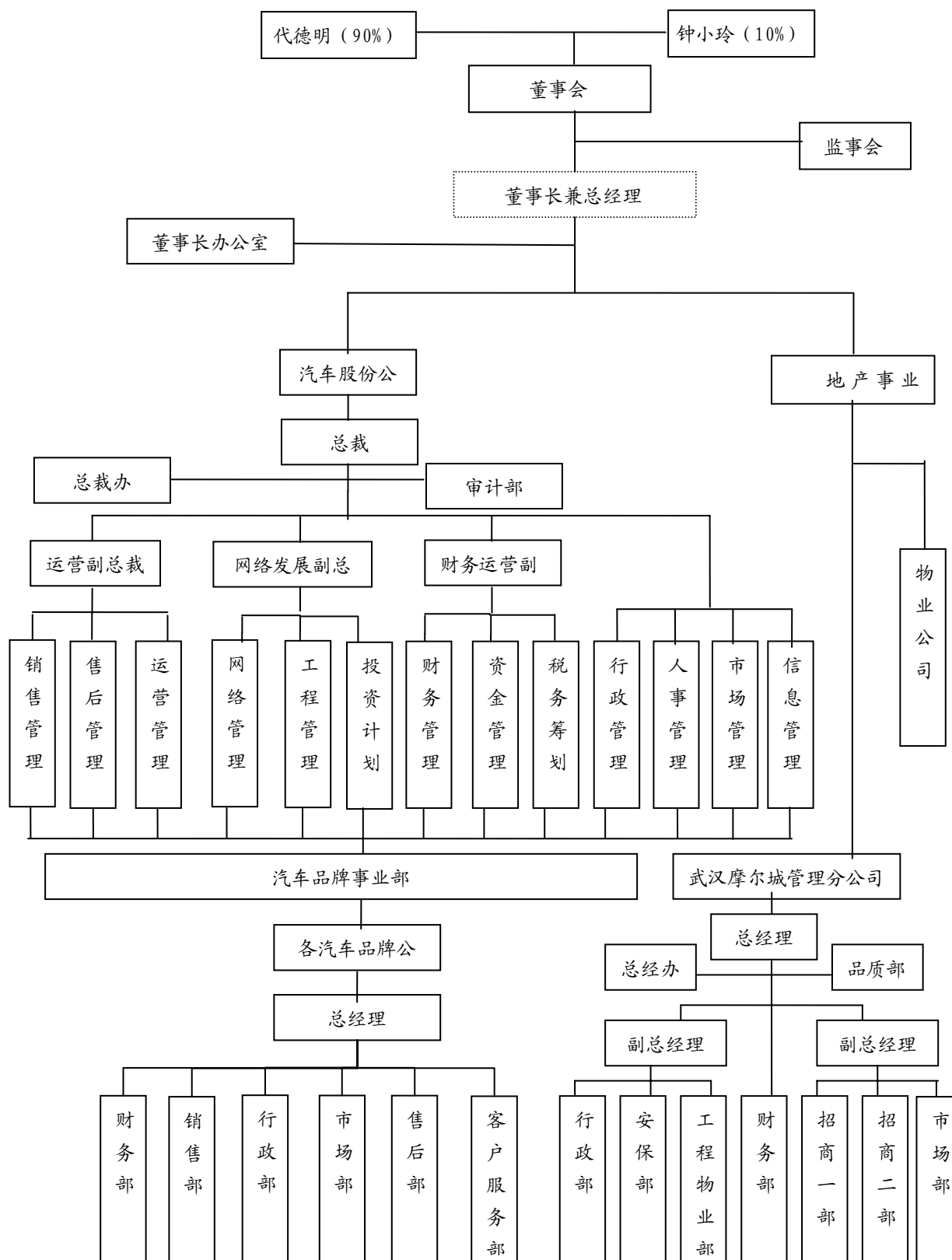
经联合资信评估有限公司评定，三峡担保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望稳定。该信用等级反映了重庆市三峡担保集团有限公司代偿能力很强，风险很小。

总体看，公司现金类资产、经营活动产生的现金流量对“13 鄂恒信 MTN1”保障能力较强，且由三峡担保提供担保，进一步提升了“13 鄂恒信 MTN1”偿还的安全性，到期不能偿还的风险较低，安全性高。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 A⁺，评级展望为稳定，维持“13 鄂恒信 MTN1”的 AA⁺信用等级。

附件 1 股权及组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	70338.17	82829.36	147319.60	44.72	159889.03
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收账款	2585.54	8715.80	8857.75	85.09	8694.18
预付款项	24634.10	21102.14	49682.55	42.01	34927.60
应收利息	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	21319.59	47049.28	62623.28	71.39	71282.72
存货	63308.89	127293.04	175220.25	66.36	201573.71
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	69.34	145.44	0.00	-100.00	0.00
流动资产合计	182255.63	287135.06	443703.43	56.03	476367.24
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	3010.00	3010.00	3409.50	6.43	3409.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产	25266.54	37770.12	93275.97	92.14	98438.98
在建工程	107953.64	103032.02	28298.27	-48.80	22510.34
工程物资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	0.27
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	84968.14	96127.83	104926.72	11.13	104839.40
开发支出	0.00	0.00	0.00	--	0.00
商誉	8876.48	8575.33	8684.00	-1.09	8684.00
合并价差	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期待摊费用	8404.40	14114.74	25013.85	72.52	29863.34
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动资产合计	238479.21	262630.04	263608.31	5.14	267745.82
资产总计	420734.84	549765.09	707311.74	29.66	744113.06

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	74957.34	102524.07	155073.49	43.83	168382.65
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	38997.68	76817.00	113605.49	70.68	126524.37
应付账款	6160.02	9896.86	21274.42	85.84	28121.28
预收款项	11371.16	12847.11	17049.23	22.45	14458.79
应付职工薪酬	881.18	20.24	291.85	-42.45	250.94
应交税费	3929.28	3669.48	5710.22	20.55	-1363.14
应付利息	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付股利	2.94	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	21536.56	23722.94	14671.80	-17.46	15208.42
预提费用	5.98	4.59	0.00	-100.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
流动负债合计	157842.13	229502.29	327676.51	44.08	351583.31
非流动负债：					
长期借款	78630.00	86443.00	104651.00	15.37	113311.00
应付债券	0.00	20000.00	20000.00	--	20000.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动负债合计	78630.00	106443.00	124651.00	25.91	133311.00
负债合计	236472.13	335945.29	452327.51	38.30	484894.31
所有者权益：					
实收资本(或股本)	20000.00	22000.00	32000.00	26.49	32000.00
资本公积	38285.42	38285.41	38237.90	-0.06	38237.90
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	4044.52	4210.08	6717.26	28.87	6884.55
未分配利润	119194.65	145530.45	172321.54	20.24	176324.92
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司权益合计	181524.59	210025.94	249276.70	17.19	253447.36
少数股东权益	2738.13	3793.86	5707.54	44.38	5771.39
所有者权益合计	184262.71	213819.80	254984.23	17.64	259218.75
负债和所有者权益总计	420734.84	549765.09	707311.74	29.66	744113.06

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	636172.10	824174.26	955659.47	22.56	309038.24
减: 营业成本	575858.67	728130.71	841291.26	20.87	278840.99
营业税金及附加	937.37	1596.20	2137.97	51.02	876.47
销售费用	15607.66	22704.20	25633.27	28.15	8840.54
管理费用	14972.44	20755.03	25135.25	29.57	9616.12
财务费用	7336.42	14562.86	21238.78	70.15	6046.61
资产减值损失	0.00	0.00	162.93	--	0.00
加: 其他业务利润	3142.07	671.10	0.00	-100.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润	24601.59	37096.38	40060.00	27.61	4817.50
加: 营业外收入	693.89	338.10	772.23	5.49	34329.69
减: 营业外支出	190.55	400.65	321.88	29.97	34103.50
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	--	0.00
三、利润总额	25104.93	37033.82	40510.35	27.03	5043.69
减: 所得税费用	6868.00	10023.69	10400.21	23.06	991.16
四、净利润	18236.93	27010.13	30110.15	28.49	4052.53

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	753625.57	959629.58	1120420.85	21.93	356852.34
收到的税费返还	551.71	95.82	5.00	-90.48	183.15
收到其他与经营活动有关的现金	10328.98	19768.07	21323.17	43.68	2140.82
经营活动现金流入小计	764506.26	979493.47	1141749.01	22.21	359176.31
购买商品、接受劳务支付的现金	682137.57	881686.26	1020781.50	22.33	322551.55
支付给职工以及为职工支付的现金	10596.04	18513.74	20966.14	40.67	7691.51
支付的各项税费	11519.72	28194.69	22297.53	39.13	10900.64
支付其他与经营活动有关的现金	23725.57	22102.82	45139.19	37.93	15081.46
经营活动现金流出小计	727978.90	950497.50	1109184.35	23.44	356225.16
经营活动产生的现金流量净额	36527.36	28995.97	32564.66	-5.58	2951.14
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	30000.00	--	132.53
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	30000.00	--	132.53
购建固定资产、无形资产等支付的现金	72290.02	28176.97	23200.83	-43.35	5345.23
投资支付的现金	0.00	0.00	399.50	--	0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	30897.18	33345.47	--	1081.46
投资活动现金流出小计	72290.02	59074.15	56945.80	-11.25	6426.69
投资活动产生的现金流量净额	-72290.02	-59074.15	-26945.80	-38.95	-6294.16
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2500.00	2000.00	10000.00	100.00	164.00
取得借款收到的现金	65627.34	55379.74	232153.92	88.08	66469.83
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	68127.34	57379.74	242153.92	88.53	66633.83
偿还债务支付的现金	0.00	0.00	161396.50	--	44500.68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	504.10	14810.36	21886.04	558.91	6205.44
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流出小计	504.10	14810.36	183282.54	1806.79	50706.12
筹资活动产生的现金流量净额	67623.24	42569.38	58871.38	-6.70	15927.71

四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	31860.58	12491.20	64490.24	42.27	12584.70
加：期初现金及现金等价物余额	38477.59	70338.17	82829.36	46.72	147304.33
六、期末现金及现金等价物余额	70338.17	82829.36	147319.60	44.72	159889.03

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	18236.93	27010.13	30110.15	28.49
加：资产减值准备	103.53	158.59	162.93	25.45
固定资产折旧及其他	3186.12	3724.99	5892.17	35.99
无形资产摊销	561.19	517.07	918.91	27.96
长期待摊费用摊销	2111.74	2409.71	2248.51	3.19
处置固定资产、无形资产等损失	190.55	0.00	-440.95	--
固定资产报废损失	0.00	400.65	0.00	--
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	--
财务费用	0.00	14562.86	21238.78	--
投资损失	0.00	0.00	0.00	--
递延所得税资产减少	0.00	0.00	0.00	--
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	--
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	--
预提费用增加	-37.06	-1.39	0.00	-100.00
存货的减少	-23040.75	-63984.15	-47927.21	44.23
经营性应收项目的减少	-17661.00	-28026.83	-4452.07	-49.79
经营性应付项目的增加	48903.04	44093.42	24386.02	-29.38
其他	3973.07	28130.92	427.42	-67.20
经营活动产生的现金流量净额	36527.36	28995.97	32564.66	-5.58
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	--
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	--
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	--
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	70338.17	82829.36	147319.60	44.72
减：现金的期初余额	38477.59	70338.17	82829.36	46.72
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
现金及现金等价物净增加额	31860.58	12491.20	64490.24	42.27

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	256.79	145.85	108.76	--
存货周转次数(次)	11.12	7.64	5.56	--
总资产周转次数(次)	2.11	1.70	1.52	--
现金收入比(%)	118.46	116.44	117.24	115.47
盈利能力				
营业利润率(%)	9.33	11.46	11.74	9.49
总资本收益率(%)	6.79	8.04	7.71	--
净资产收益率(%)	9.90	12.63	11.81	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	29.91	33.24	32.83	33.96
全部债务资本化比率(%)	51.10	57.20	60.67	62.29
资产负债率(%)	56.20	61.11	63.95	65.16
偿债能力				
流动比率(%)	115.47	125.11	135.41	135.49
速动比率(%)	75.36	69.65	81.94	78.16
经营现金流动负债比(%)	23.14	12.63	9.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	4.33	3.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	5.03	5.66	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.11	0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.87	-2.29	0.28	--
现金偿债倍数(倍)	2.34	2.76	4.91	5.33
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	25.48	32.65	38.06	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.22	0.97	1.09	--

附件 6 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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+一年内到期的长期负债+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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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。