

跟踪评级公告

联合[2014] 1099 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将湖北恒信德龙实业有限公司主体长期信用等级由A⁺调整至AA⁻，评级展望为稳定，维持“13鄂恒信MTN1” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

湖北恒信德龙实业有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: 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: 2014 年 7 月 23 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.28	14.73	22.08	19.70
资产总额(亿元)	54.98	76.47	126.94	129.52
所有者权益(亿元)	21.38	26.65	38.26	38.88
长期债务(亿元)	10.64	12.47	23.23	23.10
全部债务(亿元)	28.58	39.33	73.06	77.08
营业收入(亿元)	82.48	95.57	155.16	55.20
利润总额(亿元)	3.70	8.59	13.16	0.93
EBITDA(亿元)	5.45	10.98	16.19	--
经营性净现金流(亿元)	2.90	3.26	1.96	0.68
营业利润率(%)	11.53	11.74	10.09	8.76
净资产收益率(%)	12.63	23.85	25.57	--
资产负债率(%)	61.11	65.15	69.86	69.98
全部债务资本化比率(%)	57.20	59.61	65.63	66.47
流动比率(%)	125.11	128.70	132.43	130.47
全部债务/EBITDA(倍)	5.24	3.58	4.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.15	6.41	7.58	--
经营现金流流动负债比(%)	12.63	9.92	3.35	--

注: 1. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计
2. 公司 2012 年数据为 2013 年审计报告期初数据。

分析师

马栋 荣毅

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 湖北恒信德龙实业有限公司(以下简称“公司”)汽车销售网络快速扩大, 商业地产项目武汉摩尔城项目运作日益成熟, 公司收入和利润规模保持较快增长。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, 公司未来投资规模较大, 债务负担加重等因素给公司经营带来的不利影响。

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

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, 联合资信将公司主体长期信用等级由 A⁺调整至 AA⁻, 评级展望为稳定, 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. 跟踪期内, 公司主营业务突出, 营业收入和 EBITDA 保持较快增长。
4. 跟踪期内, 股东持续增资, 为公司发展提供有力资金支持。
5. 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. 跟踪期内, 公司债务规模持续上升, 债务

负担趋重。

3. 跟踪期内，公司营业利润受投资性房地产公允价值变动影响较大。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；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 2014 年 3 月底，公司注册资本为 52000 万元，其中代德明持股 90.00%，钟小玲持股 10.00%；两人为夫妻关系，钟小玲是代德明的一致行动人，公司实际控制人为代德明。

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

公司下设汽车股份公司和地产事业部，分别负责汽车板块和地产板块的运营。截至 2014 年 3 月底，公司拥有全资及控股子公司 189 家，拥有在职员工 10855 人。

截至 2013 年底，公司资产总额 126.94 亿元，所有者权益 38.26 亿元（含少数股东权益 0.52 亿元）；2013 年，公司实现营业总收入 155.16 亿元，利润总额 13.16 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 129.52 亿元，所有者权益 38.88 亿元（含少数股东权

益 0.53 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 55.20 亿元，利润总额 0.93 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级。中共十八届三中全会明确了全面深化改革的目标，为中国经济持续健康发展产生积极影响。根据国家统计局数据初步核算，2013 年，中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。其中，第一产业增加值 56957 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值 249684 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 262204 亿元，同比增长 8.3%，第三产业生产总值在国内生产总值中的占比增至 46.1%，首次超过第二产业。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%，增速同比回落 0.3 个百分点。分季度看，一季度同比增长 9.5%，二季度增长 9.1%，三季度增长 10.1%，四季度增长 10.0%。2013 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 1029149.8 亿元，同比增长 11.2%；规模以上工业企业实现利润 62831 亿元，同比增长 12.2%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速有所回升。具体而言：①消费继续平稳增长。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%，实际增长 11.5%，同比增速小幅回落 1.2 个百分点。②投资增长平稳，结构持续优化。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%，增速小幅回落 1 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对外贸易增速有所回升，贸易顺差继续扩大。2013 年，全年进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%，增速同比小幅回升 1.4 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，与去年增速持平，进口金额同比增长 7.3%，增速同比上升 3 个百分点，全年贸易顺差达 2592 亿美元，同比增长 12.2%。

2013 年 CPI 全年同比增长 2.6%，稳定地波动在低位。食品类价格对 CPI 影响明显，2013 年 2 月份春节因素使食品价格升高，影响 CPI 涨幅上升至全年高点 3.2%，3 月即回落至 2.1%。PPI 方面，2013 年全年 PPI 同比下降 1.9%，由于受国内外宏观经济增速放缓、国内产能过剩等因素影响，PPI 连续负增长的时间已增加到 22 个月。2013 年 5 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。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，全面深化财税体制改革，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年中国公共财政累计收入为 129143 亿元，累计支出为 139744 亿元，同比增长分别为 10.1%和 10.9%，增幅比上年同期回落 2.7 和 4.2 个百分点。在财政收支矛盾突出的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，城乡社区事务、社会保障和就业、医疗卫生等方面支出均实现两位数增长。节能环保及科学技术方面的支出分别同比增长 14.2%和 13.7%。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。同日开始执行的还有暂免征收部分小微企业的增值税和营业税，具体为暂免

征收月营业额不超过 2 万元的小微企业的营业税、暂免征收月销售额不超过 2 万元的小微企业的增值税。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。9 月 16 日，国务院印发《关于加强城市基础设施建设的意见》，要求优先加强供水、供气、供热、电力、通信、公共交通、物流配送、防灾减灾等与民生密切相关的基础设施建设，加强老旧基础设施改造，并提供了到 2015 年该建设达成的目标计划，其中全国轨道交通新增里程 1000 公里。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比 2102 年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明

显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高位，资金面格局依旧紧张。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；12 月召开的政治局经济工作以及住房城乡建设工作会议均提出“做好住房保障工作”是未来的一项重要任务，加大廉租住房、公共租赁住房等保障性住房建设和供给，做好棚户区改造。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决

定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来在经济增速有所放缓的背景下，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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济分析

1. 行业分析

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

（1）汽车经销行业

在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段。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。2013 年，中国汽车产销量分别为 2211.68 万辆和 2198.41 万辆，同比分别增长 14.76%和 13.87%，产销同比增长率较 2012 年分别提高了 10.2 和 9.6 个百分点，其中：乘用车产销分别为 1808.52 万辆和 1792.89 万辆，同比分别增长 16.50%和 15.71%；商用车产销分别为 2403.16 万辆和 405.52 万辆，同比分别增长 7.56%和 6.40%。

总体看，中国汽车市场保持较快增长。未来，在中国国民经济持续增长、居民收入不断增加和消费升级因素拉动下，中国汽车行业仍将具有较大的市场空间。

（2）商业地产行业

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

商业地产具有明显的周期性。写字楼、商铺的需求随外部经济环境的变化而变动：经济上升阶段，公司扩张、零售消费指标上升、商业地产租金上升；经济下行阶段，公司规模削减、居民收入减少、商业地产租金下降。随着中国城镇化进程加快推进，一线城市的商业升级，中国商业地产步入新一轮的理性增长。根据睿意德中国商业地产研究中心发布的商业地产指数系统显示，中国商业地产仍以 12.5%的年增长率继续跃进，2014 年一季度中国商业地产指数已达到 133.9，反映了商业地产开始进入波浪形上升阶段。2012 年下半年是我国商用土地成交高峰期，商业地产的建设周期约为三到四年，因此中国商业地产项目供应量将在 2016 年至 2017 年之间达到高峰。

作为传统的商业腹地，武汉一直是商业地产巨头的重要投资区域，2013 武汉市年商

业营业用房投资额为 274.26 亿元，同比增长 36.10%。2013 年，武汉成交商服用地 62 宗，成交土地总价 102.10 亿元，总占地面积 194.48 万平方米，成交土地规划建筑面积 542.41 万平方米；全年成交商铺 15117 套、写字楼 9852 套。据武汉市商务局统计数据，截至 2013 年底，武汉市已有便民超市、百货店、专业店 4039 个，人均商业面积超过 1.2 平方米，超过香港人均 1.1 平方米的水平，但是大多数商业地产都是对综合体的简单复制，均为“购物中心+商业街+酒店+写字楼+公寓”模式，同质化程度较高，存在一定的结构性泡沫。

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

2. 区域经济分析

武汉市位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心，中国重要的工业基地。目前，武汉正在大力发展现代制造业，着力推进产业升级、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。

2013 年，武汉市地区生产总值 9051.27 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.00%。其中，第一产业增加值 335.40 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 4396.17 亿元，增长 10.3%；第三产业增加值 4319.70 亿元，增长 10.0%。其中，社会消费品零售总额 3878.60 亿元，比上年增长 13.00%，按行业看，批发零售业零售额 3514.72 亿元，增长 13.60%；住宿餐饮业零售额 363.88 亿元，增长 7.90%。

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 2014 年 3 月底，公司注册资本为 52000 万元，其中代德明持股 90.00%，钟小玲持股 10.00%；两人为夫妻关系，钟小玲是代德明的一致行动人，公司实际控制人为代德明。

2. 企业规模与竞争力

截至 2014 年 3 月底，公司获得奔驰、奥迪、凯迪拉克、雷克萨斯、英菲尼迪、一汽大众、上海大众、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 189 家，其中开业经营的有 141 家，已授权和建设中的有 26 家，尚在筹备的有 22 家。

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，2013 年公司销售网络进一步扩大，新增 4S 店超过 40 家，在全国 46 个城市实现了土地储备和建店经营。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。

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

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务构成基本保持稳定，其中，汽车板块占收入比重呈现波动上升趋势，2013 年为 98.91%，商业地产业务收入比重呈现波动下降趋势，2013 年为 1.09%。

受益于公司汽车销售网络扩大以及商业地产租金上升，公司汽车板块和商业地产板块业务均呈快速增长趋势。汽车板块为公司主要的利润与收入来源，2011~2013 年收入年均增长 37.24%，2013 年为 153.47 亿元；2013 年汽车板块毛利率较 2012 年下降 1.43 个百分点，为 9.63%，主要由于公司新开门店为了抢占市场份额放弃部分毛利所致。跟踪期内，商业地产板块收入规模有所提高，2011~2013 年销售收入年均增长 29.35%，2013 年共计收入 1.69 亿元，同比增加 37.40%；商业地产板块毛利率下降 1.59 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司汽车板块收入 54.70 亿元，为 2013 年全年的 35.64%，受新开门店让利影响，毛利率较 2013 年下降 1.13 个百分点，为 8.50%；商业地产收入 0.50 亿元，为 2013 年全年的 45.9%，毛利率为 55.93%，较 2013 年大幅下降，主要由于 2014 年联营商户增多，联营销售金额比重上升所致，公司商业地产联营毛利率较低，联营收入比重上升影响整体毛利率。

整体来看，跟踪期内随着公司汽车销售网络的快速扩张和摩尔城租金上涨，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	2011 年			2012 年			2013 年			14 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

汽车板块	81.48	98.78	10.99	94.34	98.71	11.06	153.47	98.91	9.63	54.70	99.1	8.50
商业地产	1.01	1.22	65.05	1.23	1.29	70.52	1.69	1.09	68.93	0.50	0.90	55.93
合计	82.49	100	11.65	95.57	100	11.83	155.16	100	10.28	55.20	100	8.93

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。

表2 2011~2014年3月公司汽车板块收入情况(单位：亿元、%)

业务	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车销售	73.02	89.62	7.68	83.43	88.44	6.73	138.04	89.95	5.39	44.49	81.33	4.47
汽车维修服务	6.11	7.50	39.76	9.41	9.97	44.68	12.92	8.42	47.51	5.50	10.06	41.08
汽车用品销售	2.35	2.88	39.83	1.50	1.59	44.37	2.51	1.63	47.54	4.71	8.61	8.52
合 计	81.48	100	10.99	94.34	100.00	11.06	153.47	100.00	9.63	54.70	100.00	8.50

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司汽车板块收入快速增长，毛利率则受新开门店让利影响有所下降。从收入结构看，受汽车销售收入大幅增长影响，汽车后服务收入比重有所下降。从盈利水平看，汽车后服务毛利率水平较高，是汽车板块利润的重要来源。

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，2013年，公司新增汽车品牌店86家，总数量达到141家，公司门店均为自建。经营品牌方面，2013年，公司新增福特、起亚、启辰、克莱斯勒、北京汽车五个品牌4S店，品牌覆盖进一步扩大，同时公司已经成为上海大众、一汽大众和现代三个品牌中国范围内拥有4S店数量最多的经销商。截至2014年3月底，公司4S店数量没有变化。为提高汽车销售的毛利率水平，公司计划将汽车销售向高档车倾斜。

表3 近年公司各品牌 4S 店分布情况（单位：家）

经营品牌	2011年底 门店数	2012年底 门店数	2013年底 门店数	2014年3月 末门店数
奔驰	2	2	4	4
雷克萨斯	1	1	2	2
奥迪	2	2	10	10
凯迪拉克	1	1	10	10
英菲尼迪	1	1	1	1
沃尔沃	-	1	2	2
丰田	3	3	5	5
别克	2	2	6	6
斯哥达	1	1	1	1
日产	5	5	12	12
现代	6	8	17	17
广州本田	4	5	5	5
东风本田	6	6	9	9
一汽大众	6	6	13	13
上海大众	2	3	13	13
雪佛兰	4	4	7	7
马自达	1	1	1	1
荣威	1	1	1	1
标致	-	1	6	6
雪铁龙	-	1	4	4
福特	-	-	4	4
起亚	-	-	4	4
启辰	-	-	2	2
克莱斯勒	-	-	1	1
北京汽车	-	-	1	1
合计	48	55	141	141

资料来源：公司提供

汽车销量方面，2013年，公司汽车销售量同比大幅增长 76.94%，主要由于公司门店快速扩张，销售规模扩大。从品牌角度来看，一汽大众、上海大众和现代为公司销售的主要品牌，2013 年销量占比分别为 16.01%、

14.97%和 13.29%。随着市场变动以及公司新建门店的投入运营，未来销售汽车的品牌结构或将有所调整。

表 4 公司 2011~2014 年一季度汽车销量(单位: 辆)

品牌	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
奔驰	2638	2281	3559	1089
雷克萨斯	683	653	653	122
奥迪	2445	3226	6348	2554
凯迪拉克	773	903	2521	803
丰田	2115	2068	2844	1028
别克	1913	2335	3030	1581
斯柯达	549	415	433	93
日产	3368	3859	7153	2068
现代	4362	5433	11005	3806
广州本田	3287	3450	4547	1426
东风本田	4175	5468	6602	1780
一汽大众	4723	7903	13257	4293
上海大众	2628	4225	12398	4401
雪佛兰	3037	3433	4362	1765
马自达	343	218	95	21
英菲尼迪	80	146	260	116
荣威	135	402	333	81
标致	-	109	776	561

沃尔沃	-	172	678	246
雪铁龙	-	94	1071	383
东风启辰	-	-	86	157
福特	-	-	316	713
克莱斯勒	-	-	118	192
悦达起亚	-	-	350	587
合 计	37254	46793	82795	29866

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，销售区域进一步扩大。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	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 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	48	100	47	94.57	71	73.65	72	65.77
湖南	-	-	1	1.50	4	5.95	4	6.03
河北	-	-	1	0.47	4	2.7	4	2.44
河南	-	-	1	0.70	4	2.28	4	2.67
宁夏	-	-	2	1.56	6	2.02	7	2.31
贵州	-	-	2	0.96	19	1.36	24	11.12
甘肃	-	-	1	0.24	12	1.36	13	2.7
安徽	-	-	-	-	7	3.67	9	6.6
陕西	-	-	-	-	3	0.71	3	0.91
江西	-	-	-	-	3	0.71	1	0.16
合计	48	100	55	100	141	100	141	100

资料来源: 公司提供

盈利模式方面，公司的销售利润主要来自厂商提供的销售返点。在返点方式上，厂商通过市场占有率、销售量、客户满意度等指标考核，不同车型的返点率不同，一般为4%~11%，公司一般获得的返点率约为6%。在产品定价方面，主要由主机厂统一定价，预留给经销商较小的浮动空间。

采购和结算方面，公司整车配件采购基本以主机厂为主，一般为公司先支付款项，主机厂统一配送；对允许三方金融的主机厂，公司在付款过程中采用三方金融付款方式；在付款

中除通用金融认可公司承担比例为15%、银行承担85%外，其他金融公司都认可公司承担20%，银行承担80%；采购成本为主机厂统一结算价格。

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

汽车后服务

公司汽车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。

汽车维修业务方面，2013年公司汽车维修服务收入为12.92亿元，同比增长37.30%；毛利率为47.51%，较2012相比提高2.84个百分点；公司汽车维修业务发展情况良好。

汽车用品销售方面，2013年公司汽车用品销售入为2.51亿元，较上年大幅增长；毛利率为47.54%，较2012相比提高3.17个百分点；公司汽车维修服务业务发展迅速。

总体来看，跟踪期内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。

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年将引入 ZARA、IT、MUJI等国际品牌。2013年，摩尔城租金及其他收入金额合计为16890万元，出租率达到100%。其中，广百百货于2013年7月退租，公司引进摩客广场，于2013年10月入驻。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2393万元。

表6 2013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	广百百货	29160	29160	100	1340	2013 年 7 月退租
	1-5 层	摩客广场客户	29160	29160	100	659	2013 年 10 月入驻
	6 层	真快活健身娱乐	6480	6480	100	170	
B	1-6	摩尔购物中心	39852	39852	100	2988	
C	1-4	美食娱乐中心	20724	20724	100	2098	
	5-6	金逸影院	11000	11000	100	408	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	2393	
其他租赁收入		多经收入及停车场收入				1178	
其他收入		联营收入及代售水电费				4981	
合计			132740	132740	100	16890	

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。截至2013年底，公司已使用前期退款缴纳了土地款项，现已缴纳45250万元，目前公司正在为该项目寻求银行信贷支持，尚无具体投资计划。

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，年收入4500万元，扣除折旧摊销后年净利润约1000万元，未来投资将不超过5000万元。

宜昌恒信中央公园由于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，预计总投入约5亿元。该项目于2013年动工建设，目前已完工约14万平方米，资金由宜昌农村商业银行提供1.8亿元三年期项目贷款支持。截至

2014年3月底，公司已投入近4亿元用于项目开发，未来一年计划再投入1亿元。

4.未来发展

公司计划在2016年之前成立300家4S店。未来，公司汽车销售仍然以中档车为主，其中，2014年拟建60家汽车4S店，其中高档店20家，中档店40家，资金需求总共约13亿元，其中9亿元通过贷款解决。2015年计划新建4S店50家，其中高档店20家，中档店30家；计划投资11.5亿元，其中外部融资8亿元；2016年计划新建50家4S店，包括20家高档店和30家中档店，其中银行融资8亿元，自有资金3.5亿元。

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，公司存在一定的融资压力。

表7 公司未来两年投资规划（单位：亿元，家）

汽车 品牌店	2014年				2015年				2016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	0.35	20	5	2	0.35	20	5	2	0.35	20	5	2
中档	0.15	40	4	2	0.15	30	3	1.5	0.15	30	3	1.5
合计	--	60	9	4	--	50	8	3.5	--	50	8	3.5

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于2013年4月16日发行2013年度第一期中期票据（即“13鄂恒信MTN1”），金额3亿元，用于补充营运资金，其中1.5亿元用于原有7家汽车店的装修升级（以下简称“用途一”），1.5亿元用于3家新建汽车4S店配套运营资金（以下简称“用途二”）。2013年5月9日，公司发布公告调整募集资金用款主体，调整后，用途一用款主体包括：武汉星隆汽车3000万元、武汉华星汉迪汽车3000万元、武汉市富鑫汽车1000万元、武汉一通汽车1000

万元、武汉恒信楚雄汽车1000万元、武汉黄浦雷克萨斯3000万元、宜昌奥龙汽车3000万元；用途二用款主体包括：武汉一通汽车7000万元、长沙奥龙汽车5000万元、武汉华星汉迪汽车3000万元。

截至2014年3月底，募集资金已按披露用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2011~2012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，均

出具了标准无保留的审计结论；公司 2014 年一季度财务数据未经审计。2013 年公司纳入合并范围子公司共计 181 家，较 2012 年增加 66 家子公司，主要为公司新开业的汽车销售店以及相关汽车交易服务公司；因子公司注销，合并范围减少 2 家子公司。2013 年度公司财务报告将武汉摩尔城项目由固定资产转化为投资性房地产，并追溯调整了年初数据。考虑到数据的可比性，2012 年财务数据使用 2013 年审计报告中的年初数。总体看，公司合并范围变动以及固定资产转化为投资性房地产对近三年财务数据的可比性产生较大影响。

截至 2013 年底，公司资产总额 126.94 亿元，所有者权益 38.26 亿元（含少数股东权益 0.52 亿元）；2013 年，公司实现营业总收入 155.16 亿元，利润总额 13.16 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 129.52 亿元，所有者权益 38.88 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 55.20 亿元，利润总额 0.93 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业总收入 155.16 亿元，同比增长 62.36%，主要由于公司门店快速扩张，收入规模随之增长；利润总额 13.16 亿元，其中营业利润 12.99 亿元，同比增长 52.05%，主要由于公允价值变动增长所致。2013 年，公司营业利润率 10.09%，同比下滑 1.65 个百分点，主要受新开门店让利影响。

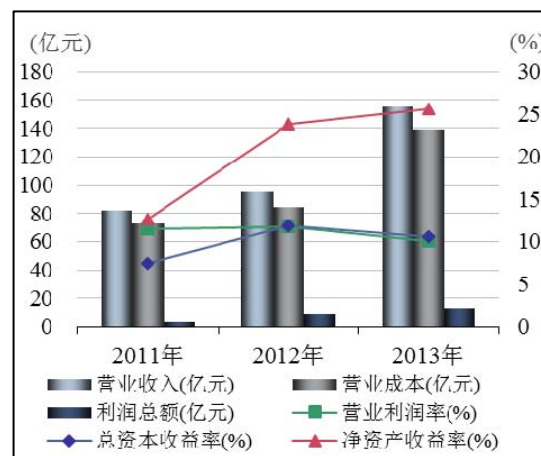
期间费用方面，2013 年，公司销售费用、管理费用与财务费用均明显增长，分别同比增长 67.31%、47.08% 和 54.08%；期间费用占营业总收入的比重为 7.27%，公司期间费用控制能力仍然较强。

2013 年，公司公允价值变动收益 8.61 亿元，同比增长 89.20%，主要由于武汉摩尔城由固定资产转换为投资性房地产以及后续公允价值变动所致。

受所有者权益、负债及净利润波动影响，

公司总资产收益率和净资产收益率均有所波动，2013 年分别为 10.54% 和 25.57%，总体看公司整体盈利能力较强。

图1 2011~2013年公司盈利能力



资料来源：公司审计报告

2014 年 1~3 月，公司营业总收入为 55.20 亿元，为 2013 年全年的 35.57%，利润总额 0.93 亿元，为 2013 年全年的 7.04%，营业利润率 8.76%，较 2013 年略有下降，主要是受主机厂返点周期的影响。

跟踪期内，公司营业收入和利润规模稳定增长，但营业利润受投资性房地产公允价值变动影响较大，主业汽车销售板块盈利增长相对缓慢；公司期间费用控制水平较高，总体盈利能力尚可。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年公司经营活动现金流入 181.21 亿元，同比增长 60.00%，主要由于公司门店扩张，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长；受公司库存增加影响，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 39.69%，2013 年为 1.96 亿元。公司现金收入比保持较好水平，2013 年为 116.79%。总体看，跟踪期内公司经营现金流增长较快，收入实现质量较好。

投资活动方面，2013 年公司投资活动现金仍然表现为净流出，净流出规模同比增长 617.88%，主要由于公司经营扩张、持续新建 4S 店，对外投资规模上升所致。

2013年，公司投资活动现金流出19.51亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金12.75亿元，主要为购买土地保证金、申请品牌建店保证金及品牌经营保证金。

筹资活动方面，2013年公司筹资活动现金流入38.43亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出18.55亿元，主要是偿还债务支付的现金。受筹资活动现金流入大幅增长影响，2013年公司筹资活动现金流量净额同比增长237.67%

2014年1~3月，公司经营活动产生的现金流入为68.22亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为64.03亿元，现金收入比为116.01%，较2013年略有下降；公司经营活动产生的现金流量净额为0.68亿元；投资活动产生的现金流量净额为-5.74亿元；筹资活动产生的现金流量净额为2.80亿元。

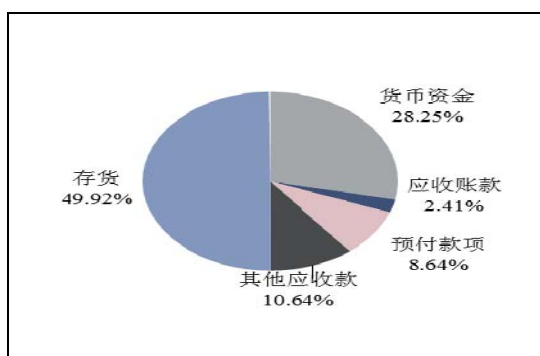
总体来看，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入规模稳步增长，投资支出保持较大规模，经营性净现金流量无法覆盖投资活动支出需要，公司存在一定融资压力。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司合并资产总额126.94亿元，同比增长65.98%，主要受经营规模扩大影响。其中，流动资产占61.25%，非流动资产占38.75%，公司资产以流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产77.75亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货构成。

图2 2013年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2013年底货币资金21.97亿元，其中其他货币资金、银行存款和现金分别占51.10%、48.68%和0.22%。其他货币资金包括信用保证金11541.83万元、承兑保证金93524.35万元、POS款及其他，剔除受限货币资金（8.40亿元）后公司现金类资产为13.57亿元，资金较为充裕。

截至2013年底，公司应收账款账面余额1.87亿元（主要为客户汽车消费贷款垫付资金），同比增长111.21%，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8.93万元，计提比例较低；从账龄来看，1年以内应收账款占99.52%，1~2年占0.48%；从集中度来看，公司前五名应收账款客户占26.64%，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。

截至2013年底，公司预付款项6.72亿元，主要为汽车订货预付款。截至2013年底，公司其他应收账款净额8.27亿元，主要为新店建设的土地款和汽车金融公司的保证金。其中，账龄一年期以内其他应收款占85.13%，1~2年占14.87%，前五名欠款客户占欠款总额的21.68%，集中度一般，欠款方大多为政府部门和大型汽车金融公司，其他应收账款跌价风险较小。

截至2013年底，公司存货净额为38.81亿元，其中库存商品、商业地产开发成本分别占65.97%、24.21%；2013年公司存货同比增长151.98%，主要由于公司新门店开业增加储备库存（库存商品汽车增长12.26亿元）以及商业地产开发成本（增长7.33亿元）增长所致。

截至2013年底，公司非流动资产49.18亿元，同比增长43.71%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占62.70%）、固定资产（占12.96%）和无形资产（占11.22%）构成。

2013年，公司投资性房地产同比增长

30.84%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2013年底，公司投资性房地产为30.84亿元，全部为房屋建筑物，原账面价值为4.5亿元，其余全部计入公允价值变动金额。

2013年，公司固定资产规模同比增长81.42%，主要由于公司汽车销售门店增长所致。截至2013年底，公司固定资产净值6.37亿元，成新率73.98%。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，占比分别为37.33%、9.68%、27.11%、9.09%。

2013年，公司无形资产同比增长46.66%，主要由于公司4S店数量增长，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）。截至2013年底，公司无形资产5.52亿元，主要为土地使用权（占99.95%）。

随着公司扩张速度的加快，公司长期待摊费用快速增长。截至2013年底，公司长期待摊费用2.76亿元，主要为公司汽车销售新店开办费用和装修费用。

截至2014年3月底，公司资产总额129.52亿元，流动资产和非流动资产分别占61.24%和38.76%，资产结构与2013年底相比变动不大。受公司持续新增店铺、增加存货的影响，公司非流动资产中固定资产增长19.14%，流动资产中存货增长10.17%；货币资金较2013年底下降10.32%，主要由于4.45亿元票据到期兑付及新店开业公司增加存货所致。

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

所有者权益

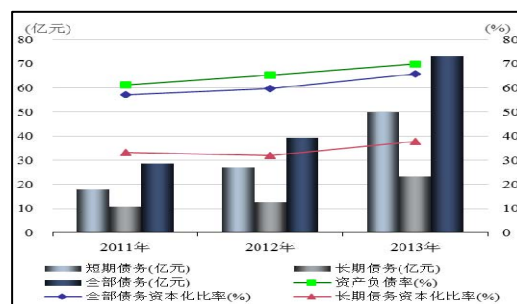
2013年，公司所有者权益（含少数股东权益）同比增长43.58%，主要由于公司利润规模增长所致；实收资本5.20亿元，同比增加2.00

亿元，主要由于股东增资所致，增资后股权结构没有变动。截至2013年底，公司所有者权益（含少数股东权益）38.26亿元，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1.36%、13.59%、13.15%、4.77%与67.13%，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱，但公司出具了股东会决议，承诺在“13鄂恒信MTN1”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2014年3月底，公司所有者权益38.88亿元（含少数股东权益0.53亿元），较2013年底增加0.62亿元，所有者权益结构较2013年底变化不大。

截至2013年底，公司负债总额为88.68亿元，其中流动负债占比66.21%，非流动负债占比33.79%，公司流动负债比重进一步提高。跟踪期内，公司应付票据增长较快，主要受销售规模扩大影响；长期借款和短期借款增长较快，主要由于公司加大借款筹资力度。截至2014年3月底，公司负债规模为90.63亿元，其中流动负债占67.08%，非流动负债占32.92%，公司负债结构变化不大。

截至2013年底，公司债务规模73.06亿元，较上年底大幅增长85.76%，主要由于应付票据（增长14.20亿元）、长期借款（增长9.76亿元）以及短期借款（增长6.42亿元）快速增长所致。截至2013年底，公司全部债务中短期债务占68.21%，长期债务占31.79%，短期债务占比仍然较高。2013年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为69.86%、65.63%和37.77%。

图3 2011~2013年公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年3月底，公司债务规模77.08亿元，其中短期债务占70.03%，长期债务占29.97%，短期债务比重有所上升；截至2014年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.98%和66.47%，债务负担进一步加重。

跟踪期内，公司负债水平和债务负担快速增长，但考虑到公司仍处于成长阶段，对外投资规模较大，负债水平尚属合理；公司短期债务占比较高，债务结构有待完善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2013年底，公司流动比率为132.43%，较上年提高3.73个百分点，主要受流动资产增速高于流动负债增速影响；由于公司2013年扩张迅速、存货增幅较快，因此速动比率有所下降，截至2013年底为66.33%。截至2014年3月底，公司流动比率与速动比率分别为130.47%与60.14%，与2013年底相比均有所下降。2013年公司经营现金流动负债比为3.35%，较2012年的9.92%明显弱化。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013年，公司EBITDA16.19亿元，同比增长47.45%。2013年，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为7.58倍和4.51倍，均较2012年有所提高。总体看，公司对全部债务保护能力尚可。

截至2014年3月底，公司无对外担保。

截至2014年3月底，公司共获得各类金融机构授信86.58亿元，其中已使用66.53亿元，尚未使用额度为20.05亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（报告编号：B201405040030984168），截至2014年5月4日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司已经建立了较为完备的销售网络，业务区域分布在湖北、贵州、甘肃、安徽、宁夏等十个省份，跟踪期内，公司销售网络进一步扩大，门店数量保持快速增长，新增门店处于中西部汽车需求发展潜力较大的地区，未来随着新建门店的投入运营，公司收入和利润规模有望进一步提高。

跟踪期内，公司资产构成稳定，营业收入和利润规模稳步增长，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。

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。

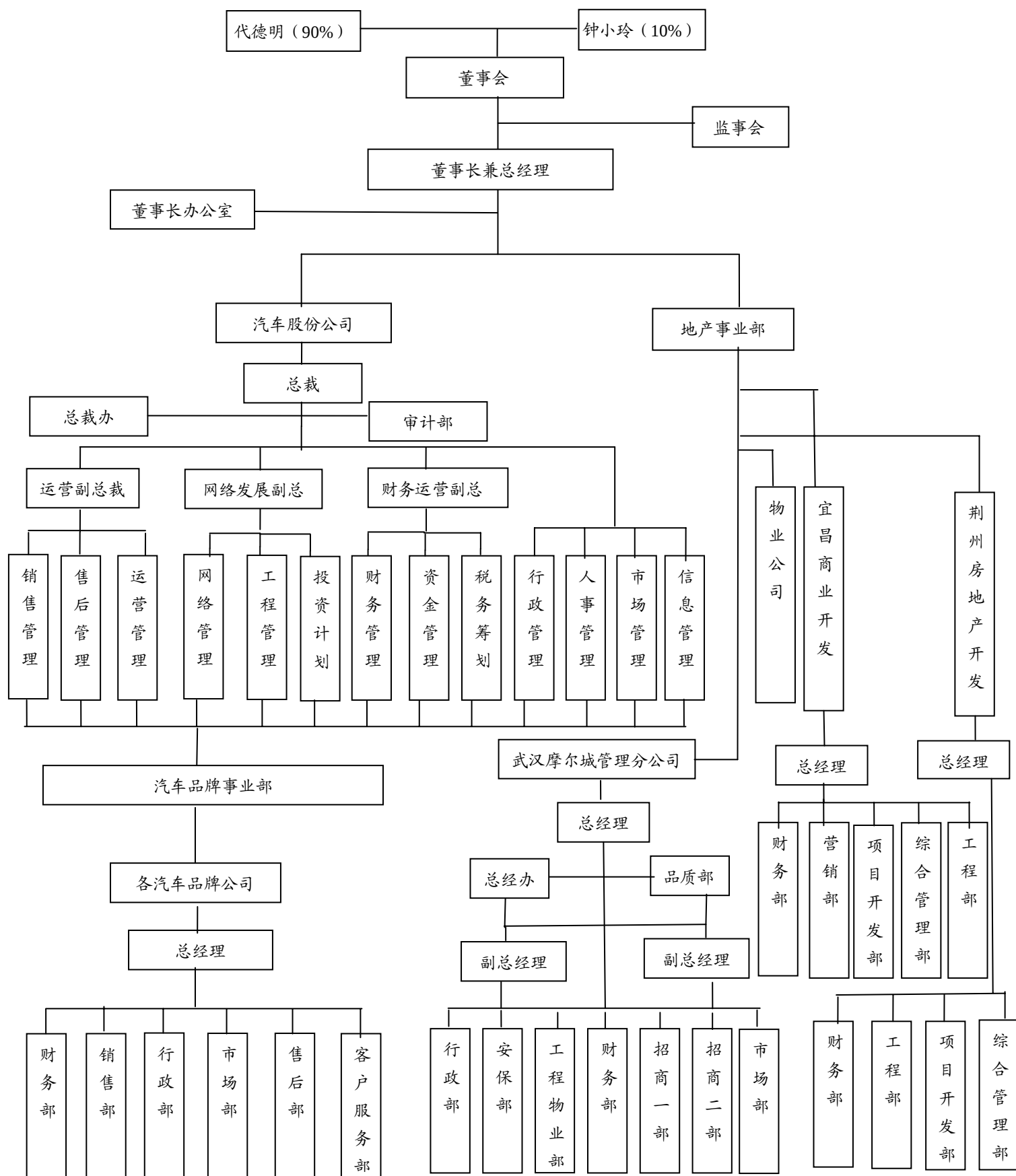
经联合资信评估有限公司评定，三峡担保主体长期信用等级为AA⁺，评级展望稳定。该信用等级反映了重庆市三峡担保集团有限公司代偿能力很强，风险很小。

总体看，三峡担保对“13 鄂恒信 MTN1”提供担保，进一步提升了其偿还的安全性，“13 鄂恒信 MTN1”到期不能偿还的风险较低，安全性高。

十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由A⁺调整至AA⁻，评级展望为稳定，并维持“13 鄂恒信 MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1 股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.28	14.73	22.08	19.70
资产总额(亿元)	54.98	76.47	126.94	129.52
所有者权益(亿元)	21.38	26.65	38.26	38.88
短期债务(亿元)	17.93	26.87	49.83	53.98
长期债务(亿元)	10.64	12.47	23.23	23.10
全部债务(亿元)	28.58	39.33	73.06	77.08
营业收入(亿元)	82.48	95.57	155.16	55.20
利润总额(亿元)	3.70	8.59	13.16	0.93
EBITDA(亿元)	5.45	10.98	16.19	--
经营性净现金流(亿元)	2.90	3.26	1.96	0.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	145.97	108.76	112.57	--
存货周转次数(次)	7.64	5.98	5.14	--
总资产周转次数(次)	1.70	1.45	1.53	--
现金收入比(%)	116.34	117.24	116.79	116.01
营业利润率(%)	11.53	11.74	10.09	8.76
总资本收益率(%)	7.46	11.89	10.54	--
净资产收益率(%)	12.63	23.85	25.57	--
长期债务资本化比率(%)	33.24	31.87	37.77	37.27
全部债务资本化比率(%)	57.20	59.61	65.63	66.47
资产负债率(%)	61.11	65.15	69.86	69.98
流动比率(%)	125.11	128.70	132.43	130.47
速动比率(%)	69.65	81.78	66.33	60.14
经营现金流动负债比(%)	12.63	9.92	3.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.15	6.41	7.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.24	3.58	4.51	--

注：1.公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

2.公司 2012 年数据采用 2013 年审计报告期初数据。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。