

信用等级公告

联合〔2019〕684号

广汇汽车服务集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广汇汽车服务集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

广汇汽车服务集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

广汇汽车服务集团股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年度公司债券（第二期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年八月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

广汇汽车服务集团股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
 公司主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 本期发行规模：不超过 10 亿元（含）
 本期债券期限：3 年期，附第 2 年末发行人调整
 票面利率选择权及投资者回售选择权
 还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本
 评级时间：2019 年 8 月 15 日
 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,120.04	1,352.99	1,414.93	1,364.59
所有者权益（亿元）	287.88	442.77	461.85	470.67
长期债务（亿元）	165.92	203.10	163.41	198.79
全部债务（亿元）	471.44	504.32	530.84	575.95
营业收入（亿元）	1,354.22	1,607.12	1,661.73	373.01
净利润（亿元）	30.49	45.11	39.74	9.75
EBITDA（亿元）	71.76	98.37	95.54	--
经营性净现金流（亿元）	33.01	49.83	21.60	-110.26
营业利润率（%）	8.57	9.41	10.01	10.47
净资产收益率（%）	12.03	12.35	8.79	--
资产负债率（%）	74.30	67.27	67.36	65.51
全部债务资本化比率（%）	62.09	53.25	53.47	55.03
流动比率（倍）	0.99	1.21	1.12	1.21
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.20	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.70	3.91	3.72	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.17	9.84	9.55	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 2019 年 1 季度数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广汇汽车服务集团股份有限公司（以下简称“公司”或“广汇汽车”）的评级反映了公司作为汽车经销行业龙头企业，近年来不断扩大经营网络，其经营规模、营业收入和利润规模迅速扩大，规模优势明显，经营活动现金流状况良好，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务，综合竞争力得到提高。2017 年，公司完成非公开发行股票，资本实力及抗风险能力得到进一步增强。同时，联合评级也关注到当前汽车产销增速下降，公司整车销售业务采购议价能力较弱，汽车销售毛利率较低，公司部分房屋土地存在瑕疵，货币资金受限比重高，大额预付款项和存货对资金占用显著，商誉规模较大且存在一定的减值风险，整体债务负担较重且到期债务集中度较高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司对外收购项目的深化整合，经营网络的不断扩大，以及汽车维修养护、保险代理、二手车代理、租赁等后市场业务的不断扩大，公司经营状况将保持良好，综合实力有望提高，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是汽车经销行业龙头企业，近几年通过收并购方式不断扩大经营网络，经营规模不断扩大，覆盖汽车品牌增加，经营实力得到增强。
2. 公司业务包含汽车销售后市场主要业务领域，经营时间较长且经验丰富，市场综合竞争力较强。
3. 公司营业收入持续增长，经营活动现金

流状况良好，收入实现质量较高。

4. 2017年，公司完成非公开发行股票，资本实力及抗风险能力得到进一步增强。

关注

1. 近年来，受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及购置税优惠政策全面退出等因素的影响，国内汽车产销增速下降，短期内汽车经销行业面临较大压力。

2. 公司对整车厂议价能力较弱，整车销售季节性波动较大，利润空间较小，毛利率偏低；大额预付款项和存货对资金占用显著；毛利润较低。

3. 公司对外收购较多，规模扩张较快，形成商誉规模较大，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉存在一定减值风险。

4. 公司整体债务负担较重，且到期债务集中度较高，面临一定集中偿付压力。

5. 公司自有或租赁的部分4S店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐全、物业租赁手续不完备等情形。

分析师

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



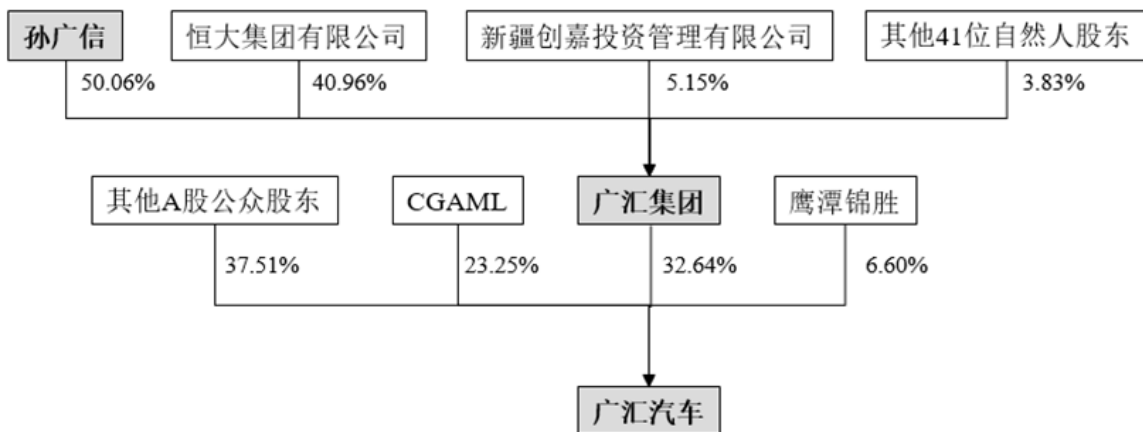
联合信用评级有限公司

一、主体概况

广汇汽车服务集团股份公司（以下简称“公司”或“广汇汽车”）设立于2006年6月，由新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称“广汇集团”）、广西物资集团总公司、新疆机电设备有限公司工会委员会、上海汇能投资管理有限公司、新疆专用汽车有限责任公司、新疆滚动轴承制造有限责任公司、河南物产有限公司、朱玉喜、沈国明和龙汉维共同发起设立，初始注册资本6.51亿元。历经多次股本增减及股权结构调整，公司于2007年引入外资转为中外合资企业。

2015年6月，公司与上市公司美罗药业股份有限公司（以下简称“美罗药业”，股票代码“600297.SH”）完成重大资产重组，原广汇汽车由于股权全部过户至美罗药业名下，不再具备股份有限公司组织形式，其名称变更为广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“广汇有限”），美罗药业更名为广汇汽车服务股份公司，股票简称变更为“广汇汽车”，股票代码不变，公司实现借壳上市。2018年公司第四次临时股东大会审议通过了《关于变更公司名称及注册地址的议案》，公司名称由“广汇汽车服务股份公司”变更为“广汇汽车服务集团股份公司”。2017年12月，公司非公开发行股票9.94亿股，募集资金净额79.41亿元，股本增至81.44亿元，公司资本实力大幅加强。截至2019年3月底，公司注册资本81.84亿元，控股股东广汇集团持股比例为32.64%，质押股份占其所持有股票的58.33%，公司实际控制人为孙广信先生。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：汽车及配件销售、二手车销售；汽车维修；汽车保险代理；汽车及配件进出口的项目开发；汽车装饰装潢；汽车租赁；汽车信息咨询。

截至2018年底，公司设有风险控制与审计部、资金管理中心、财务管理部、投资发展部、资产管理部等14个职能部门（见附件1）；拥有在职员工50,490人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,414.93亿元，负债合计953.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）461.85亿元，其中归属于母公司的所有者权益370.15亿元。2018年，公司实现营业收入1,661.73亿元，净利润（含少数股东损益）39.74亿元，其中归属于母公司所有者的净利润32.57亿元；经营活动现金流量净额21.60亿元，现金及现金等价物净增加额-85.13亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,364.59亿元，负债合计893.92亿元，所有者权益（含少数股东权益）470.67亿元，其中归属于母公司的所有者权益376.82亿元。2019年1—3月，公司

实现营业收入 373.01 亿元，净利润（含少数股东损益）9.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.01 亿元；经营活动现金流量净额-110.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.46 亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市甘井子区华北路 699 号；法定代表人：李建平。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经“证监许可（2018）1708 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）的公司债券。本期债券名称为“广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）”，发行规模不超过 10 亿元，票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券为 3 年期固定利率债券，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券不设担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，公司拟使用不超过 5 亿元补充营运资金，拟使用剩余募集资金偿还到期的公司借款。

三、行业分析

公司主要从事汽车整车（主要是乘用车）销售以及汽车维修服务、汽车租赁等配套业务，属于汽车经销行业；汽车经销行业处于整个汽车产业链的下游，是汽车产业链中与终端用户对接最紧密的环节。

1. 行业概况

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。中国汽车工业的发展始于五十年代，至今已有五十多年的历史。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，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。随着汽车行业的快速发展，汽车销售及维修服务等产业的规模不断扩大，成为隶属于汽车行业的重要子行业。

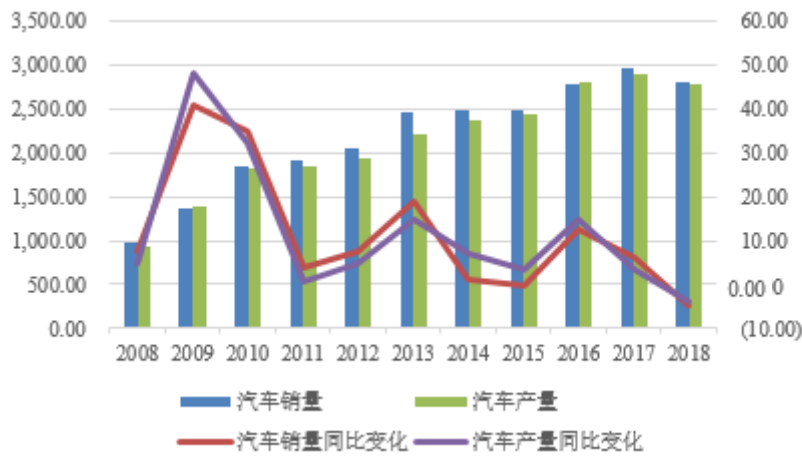
（1）汽车行业

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/千人、中国大约 110~120 辆/千人），在发展中国家也只能算中等水平。

我国汽车行业整体呈上升趋势，但受购置税、节能惠民补贴等产业调控政策的影响，汽车行业增速波动较大。从下图可以看出，近年来，我国汽车产销量呈逐年上升趋势，特别是 2009 年、2010 年、2013 年及 2016 年，在汽车购置税减免等优惠政策的刺激下，汽车市场新增购车和换购需求的释

放，汽车产销量增速较快。

图2 近年来我国汽车产销量情况（单位：万辆、%）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

2018年，我国汽车产业面临较大的压力，产销增速低于年初预计，行业主要经济效益指标增速趋缓，增幅回落。一方面由于购置税优惠政策全面退出造成的影响；另一方面受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素的影响，汽车行业短期内仍面临较大的压力。2018年，汽车产销分别完成2,780.9万辆和2,808.1万辆，产销量较上年同期分别下降4.2%和2.8%，主要系下半年汽车市场连续出现负增长，拖累全年增速下降至2.8%。

乘用车方面，2018年产销量分别完成2,352.9万辆和2,371.0万辆，较上年同期分别下降5.2%和4.1%，占汽车产销比重分别达到84.6%和84.4%，分别低于上年0.9和1.2个百分点。其中：轿车产销量较上年同期分别下降4.0%和2.7%；SUV产销量较上年同期分别下降3.2%和2.5%；MPV产销量较上年同期分别下降为17.9%和16.2%；交叉型乘用车产销量较上年同期分别下降20.8%和17.3%。

新能源汽车方面，2018年，新能源汽车产销分别完成127.0万辆和125.6万辆，较上年同期分别增长59.9%和61.7%。其中纯电动汽车产销分别完成98.6万辆和98.4万辆，较上年同期分别增长47.9%和50.8%；插电式混合动力汽车产销分别完成28.3万辆和27.1万辆，较上年同期分别增长122%和118%；燃料电池汽车产销均完成1,527辆。新能源分类别来看，纯电动乘用车产销分别完成79.2万辆和78.8万辆，较上年同期分别增长65.5%和68.4%；插电式混合动力乘用车产销分别完成27.8万辆和26.5万辆，较上年同期分别增长143.3%和139.6%。纯电动商用车产销分别完成19.4万辆和19.6万辆，较上年同期分别增长3%和6.3%；插电式混合动力商用车产销均完成0.6万辆，较上年同期均下降58%。

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甚至出现负增长的阶段，整个产业链的经营压力加大。由于之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素，我国乘用车销量下滑。新能源汽车近年来需求增长较快，是未来增长的主要动力。

（2）汽车经销行业

国家于2017年7月1日开始施行《汽车销售管理办法》（下称“《办法》”），《办法》要求供应商、经销商不得对消费者限定汽车配件、用品、金融、保险等产品的提供商和售后服务商，经销商销售汽车时不得强制消费者购买保险或者强制为其提供代办车辆注册登记等服务，《办法》的出台可以有效促进汽车市场健康发展，维护公平公正的市场秩序。

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、品牌知度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力。由于在整车及零配件采购时，经销商一般需要全额支付价款，资金占用压力较大，具备规模效益的经销商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。2018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：2018年，中国汽车经销商百强企业实现营业收入24,017.53亿元，同比增长46.3%；百强企业2018年完成整车销量1,129.18万台，同比增长5.7%。

表1 2018年中国汽车经销商集团前十名企业（单位：亿元、万辆）

排名	集团名称	营业收入	销量（含二手车）
1	广汇汽车服务集团股份有限公司	1,661.73	118.44
2	中升集团控股有限公司	1,077.36	46.63
3	利星行汽车	829.96	23.92
4	上海永达控股（集团）有限公司	695.18	21.92
5	恒信汽车集团股份有限公司	541.36	26.83
6	大昌行集团有限公司	445.79	13.84
7	国机汽车股份有限公司	442.53	15.38
8	浙江物产元通汽车集团有限公司	432.08	39.88
9	庞大汽贸集团股份有限公司	420.34	28.01
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	400.79	13.65

资料来源：中国汽车流通协会

总体看，汽车经销行业受到整车制造厂商较大的制约，议价能力较弱；汽车经销存在一定的地域性和品牌定位，采购过程中资金占用较为严重；我国汽车经销商数量较多，利润空间较薄。

（3）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%。

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。

总体看，随着汽车保有量的逐年增加，汽车后市场逐渐扩大，维修保养等售后服务带来的利润规模逐渐增加。

2. 行业上下游情况

汽车经销及售后服务作为汽车产业链的一部分，上游为整车制造商，下游直接面对消费者。目前，国内整车制造主要以乘用车为主，本部分主要分析乘用车供给和消费影响。

(1) 上游情况

汽车制造行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。近年来，汽车制造行业集中度不断提高，具有规模优势的企业竞争力不断增强。从汽车行业整体市场格局上看，目前我国汽车年销量超过百万辆的企业集团有八家。2018年，中国汽车销量前5名的企业（集团）共销售汽车1,976.76万辆，占汽车销售总量的66.97%（同比下降1.48个百分点）；中国汽车销售前10名的企业（集团）共销售汽车2,503.62万辆，占汽车销售总量的89.16%（同比上升0.64个百分点）。2018年，国内前十家汽车生产企业市场占有率与2017年基本一致，行业集中度较高。

整体看，我国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的格局，集中度较高，每家整车生产商在品牌、产品议价等方面处于优势地位。

表2 近年来国内前十家汽车生产企业销量及市场占有率排名（单位：万辆、%）

排名	2017年			2018年		
	汽车制造商	销量	占有率	汽车制造商	销量	占有率
1	上海汽车集团股份有限公司	691.64	23.95	上海汽车集团股份有限公司	701.25	24.97
2	东风汽车集团股份有限公司	412.07	14.27	东风汽车集团股份有限公司	383.08	13.64
3	中国第一汽车集团公司	334.60	11.59	中国第一汽车集团公司	341.84	12.17
4	中国长安汽车集团股份有限公司	287.25	9.95	北京汽车集团有限公司	240.21	8.55
5	北京汽车集团有限公司	251.20	8.70	广州汽车工业集团有限公司	214.28	7.63
6	广州汽车工业集团有限公司	200.10	6.93	中国长安汽车集团股份有限公司	213.78	7.61
7	吉利汽车控股有限公司	130.52	4.52	吉利汽车控股有限公司	152.31	5.42
8	长城汽车股份有限公司	107.02	3.71	长城汽车股份有限公司	105.30	3.75
9	华晨汽车集团控股有限公司	74.57	2.58	华晨汽车集团控股有限公司	77.86	2.77
10	奇瑞汽车股份有限公司	67.27	2.33	奇瑞汽车股份有限公司	73.71	2.62
—	合计	2,556.24	88.52	合计	2,503.62	89.16

资料来源：中国汽车工业协会

产量方面，2016—2018年，乘用车产量分别为2,442.07万辆、2,480.67万辆和2,352.90万辆，年均复合增长率分别为15.50%、1.58%和-5.15%。其中2016年增速较高系汽车购置税减免等优惠政策的刺激所致；2017年乘用车产量增速大幅收窄，主要由于购置税优惠幅度减小，乘用车市场在2016年12月份出现提前透支所致，2018年乘用车产量出现负增长，由于2018年开始购置税优惠政策退出，乘用车市场在低迷所致。

总体看，汽车经销上游制造领域集中度较高，形成了较大的汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；2018年，乘用车产量出现负增长，汽车行业产量整体呈下降趋势。

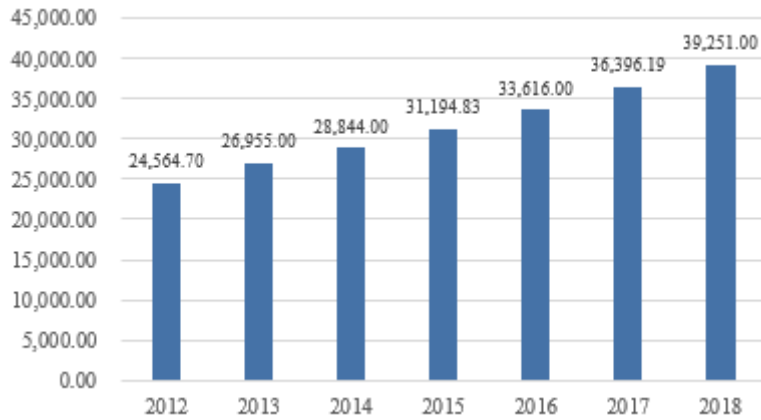
(2) 下游情况

汽车经销商下游直接面对消费者，汽车需求主要是受到居民人均可支配收入、国家政策、公路基础设施建设、燃油价格等因素的影响。

近年来，城镇居民人均可支配收入持续平稳增长，对乘用车的需求提供一定的支撑作用，2018年我国城镇居民人均可支配收入39,251.00元，同比增长7.84%。在公路建设上，近年来，国家投入的固定资产投资额逐年增长，平均保持5%以上的增速，使得高速公路里程数增长至2018年的13.64万公里，这为城际之间的交通提供了很大便利，从而提升了乘用车的需求。燃油价格以及国家相关政

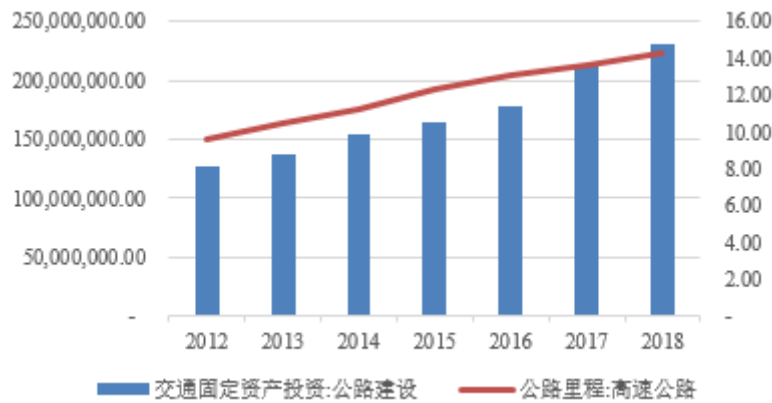
策是影响乘用车细分领域产销量发生结构性变化的重要原因，90%以上的乘用车使用汽油作为动力燃料，但是汽油作为汽车燃料，近几年来对环境造成污染越来越严重，随着国家对新能源汽车补贴政策的出台，新能源汽车销量迅速增长，市场份额逐年提高，如下图所示。

图3 近年来城镇居民人均可支配收入情况（单位：元/年）



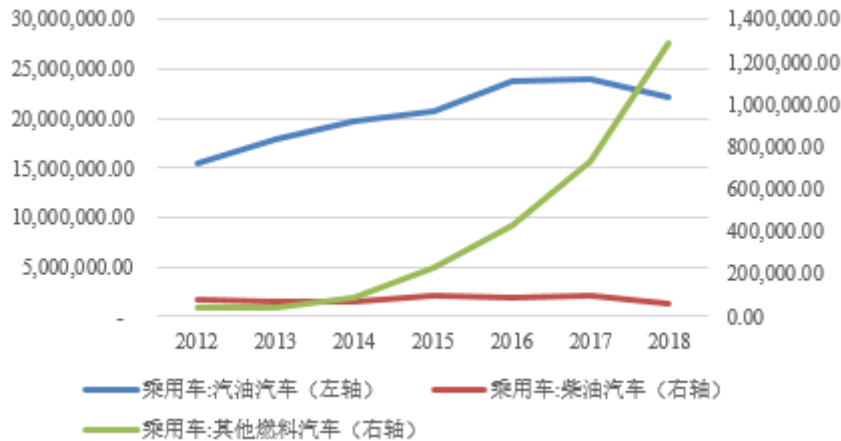
资料来源：Wind

图4 近年来公路建设固定资产投资额和高速公路里程情况（单位：万元、万公里）



资料来源：Wind

图5 近年来乘用车细分燃料类型销量（单位：辆）



资料来源：Wind

总体看，人均可支配收入的提高、公路基础设施的改善，推动了汽车消费需求的增长；燃油成本的上升以及对环境的影响引发了政府对传统汽车限购和对节能及新能源汽车的补贴，推动了新能源汽车的购置需求。

3. 行业政策

(1) 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 辆还是不予限制的）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三、四线城市，销售渠道进一步下沉。

(2) 新能源汽车补贴及节能减排鼓励政策

2016 年 12 月，财政部、科技部、工业和信息化部和发展改革委联合印发《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2016〕958 号），通知指出，在保持 2016—2020 年补贴政策总体稳定的前提下，调整新能源汽车补贴标准。进一步完善新能源货车和专用车补贴标准，按提供驱动动力的电池电量分档累退方式核定。除燃料电池汽车外，各类车型 2019—2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。

在新能源汽车公共交通推广领域，2015 年 3 月 18 日，《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》发布，明确城市公交、出租汽车和城市物流是新能源汽车推广的重要领域。2015 年 5 月 14 日，《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》公布，明确至 2019 年，城市公交车成品油价格补助中的涨价补助数额与新能源公交车推广数量挂钩。

在节能减排方面，2015 年 1 月 5 日，修订的《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》发布，明确到 2020 年乘用车平均油耗降至 5.0 升/100 公里。2015 年 8 月 29 日《大气污染防治法（修订草案）》通过，增加了制定燃油质量标准应符合国家大气污染物控制要求的规定。2015 年 9 月 30 日，《关于贯彻落实减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税有关问题的通知》发布，明确自 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 的税率征收车辆购置税。由于近三年来，汽车市场价格体系和产品体系发生重构，本次进入补贴名单的车型涵盖了大部分合资品牌车型以及部分豪华车，受惠范围更为广泛，致使去年 9 月开始汽车市场产销回升。

在补贴减税方面，2016 年 12 月 29 日，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2016〕958 号），通知指出将调整完善推广应用补贴政策：1、提高推荐车型目录门槛并动态调整；2、在保持 2016—2020 年补贴政策总体稳定的前提下，调整新能源汽车补贴标准；3、改进补贴资金拨付方式。通知还指出要落实推广应用主体责任及建立惩罚机制。2018 年 7 月 31 日，财政部、税务总局等 4 部门发布《关于节能新能源车船享受车船税优惠政策的通知》，再次明确对新能源汽车免征车船税。通知明确指出：“免征车船税的新能源汽车是指纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车。纯电动乘用车和燃料电池乘用车不属于车船税征税范围，对其不征车船税。”

在充电设施方面，2015年10月9日《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》发布，指出到2020年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系。2015年11月17日《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》发布，明确到2020年，全国将新增集中式充换电站1.2万座，分散式充电桩480万个。2015年12月，五部委就“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策征求意见。2016年7月25日，国家发改委、国家能源局、工业和信息化部、住房城乡建设部印发《关于加快居民区电动汽车充电基础设施建设的通知》（发改能源〔2016〕1611号），要求进一步落实地方政府主体责任，充分调动各有关方面积极性，切实解决居民区电动汽车充电基础设施建设问题。

（3）公车改革方案实施

《关于全面推进公务用车制度改革的指导意见》和《中央和国家机关公务用车制度改革方案》相继出台，按照《方案》要求，政府将取消一般公务用车，普通公务出行社会化，适度发放公务交通补贴。

（4）商务部发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》已经2017年2月20日商务部第92次部务会议审议通过，自2017年7月1日起施行。经商发展改革委、工商总局同意，《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令2005年第10号）同时废止。该办法打破了汽车销售品牌授权单一体制，汽车流通体系进入社会化发展阶段，重新调整了厂家与经销商之间的关系。根据新办法，经销商销售汽车可不经供应商授权（须做出提醒说明），有助于拓宽汽车销售渠道；经销商可为其他品牌汽车提供配件和售后服务，供应商不得限制经销商销售整车、配件的种类或数量，有助于扩大经销商的销售权限。

（5）专用车、新能源汽车外资股比限制首放开

2018年4月17日，发改委在《国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问》一文中明确提到，汽车行业将分类型实行过渡期开放，通过5年过渡期，汽车行业股比限制将全部取消。7月28日，《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》公布，新版外商投资负面清单规定，自2018年7月28日起取消专用车、新能源汽车外资股比限制，2020年取消商用车外资股比限制，2022年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。

（6）进口整车及零部件进口关税降低

中华人民共和国财政部发布公告称，自2018年7月1日起，降低汽车整车及零部件进口关税。将汽车整车税率为25%的135个税号和税率为20%的4个税号的税率降至15%，将汽车零部件税率分别为8%、10%、15%、20%、25%的共79个税号的税率降至6%。

（7）中美贸易战开打，对美商品关税加征25%

根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中545项约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税，其中，汽车类商品涉及28项，范围涵盖越野车、小客车、货车、变速箱及零件等等，燃油车、混合动力电动车（非插电及可插电）、纯电动车等类别。

（8）中国对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税

2018年12月，国务院关税税则委员会宣布自2019年1月1日起，中国对原产于美国的汽车及零部件暂停加征25%的关税，恢复到之前15%的关税。此次暂停加征关税的政策执行3个月，截止日期为2019年3月31日。2019年3月，国务院关税税则委员会决定自2019年4月1日起，对原

产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。暂停加征关税措施截止时间另行通知。

总体看，汽车行业是关系到国计民生的重要行业，汽车领域受到政府较多的政策调控；汽车产业链较长，涉及领域较广，受各类政策影响较大，政府出台的一系列新能源汽车补贴及节能减排鼓励政策将进一步促进新能源汽车的发展。

4. 行业关注

(1) 限购、限行城市增多，对汽车经销行业发展产生冲击

随着居民消费升级，个人购车势头较为强劲。但是，受到城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承载力限制等因素的影响，北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外，限购还将对中低端国产品牌乘用车形成打压。

(2) 汽车经销商议价能力较弱，资金占用较大

汽车经销处于汽车行业下游，实行品牌授权经营模式，上游整车制造商拥有品牌优势，汽车经销商处于相对劣势地位。在汽车采购方面，汽车经销商一般实行预付货款的方式，形成较大规模存货，对资金需求较大，对资金链顺畅依赖较大。

5. 未来发展

从中长期看，汽车行业具有稳定增长的支撑。我国经济发达程度和汽车保有量水平决定中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力，支撑我国汽车行业稳定增长。

(1) 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。

(2) 新能源汽车销售规模有望持续增长

国家大力支持新能源汽车的发展，新能源汽车补贴、税收减免及充电设施建设等政策方案及措施陆续出台，新能源汽车的产量及销量均大幅增长，未来新能源汽车将成为汽车行业的重要组成部分。同时，政府加大新能源汽车补贴使用情况的管理，有利于新能源汽车长远健康发展。

(3) 汽车金融业务发展

随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场逐步扩大；而目前随着汽车消费的升级，我国汽车金融和服务将迎来重大的发展机遇。根据发达国家汽车行业的发展经验，中国汽车工业的利润增长点也将由整车制造环节逐步向汽车金融和服务领域转移。

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。

(4) 消费需求向三、四线城市转移

随着宏观经济下行趋势的显现、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。

总体看，汽车行业未来仍有较好的增长潜力，将带动汽车经销行业继续增长；未来汽车销售盈利重心将逐渐向汽车后市场转移。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内大型的乘用车经销与综合服务集团、乘用车融资租赁提供商，实行多区域、中高端品牌经营为主的发展方向，立足乘用车经销行业，以新建与收购并重的策略不断扩张经销网络，公司的业务规模、营业收入和盈利水平快速增长。

公司是国内排名前列的汽车经销商，根据中国汽车流通协会发布的汽车经销商排行榜，2016—2018年公司在各大经销商集团中营收规模和乘用车销量均排名行业第一。2018年，公司新车销售量88万台，与去年基本持平。截至2018年底，公司建立了覆盖28个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络，4S店保有量777家，经销品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等50多个汽车品牌。

公司拥有完善的售后及增值服务体系，基于广阔的经销网络和庞大的客户资源基础，已初步建立较为完善的售后及增值服务体系，可为客户提供包括售后维修保养、汽车装饰美容、汽车信贷及保险代理、汽车延保、汽车救援、二手车交易等在内的全方位服务，以满足客户在汽车使用全周期内的多元化需求。

荣誉方面，2016年，在中国二手车行业大会上，公司荣获2015—2016中国二手车市场影响力品牌奖、2015—2016中国二手车服务创新奖、2016中国二手车大会暨首届品牌认证二手车展杰出贡献奖。2017年，公司荣获“2017最佳汽车金融服务经销商集团”奖项。2018年，广汇汽车荣获“2018中国汽车流通行业品牌最具影响力奖”、“2018中国汽车流通行业汽车金融服务创新企业”。

总体看，近年来，公司业务规模逐年扩大、经销网络覆盖面较广、经销品牌以中高端为主，在乘用车经销领域处于行业内领先地位；公司售后及增值服务体系完备，在租赁服务领域具有较强的市场竞争力，在汽车经销领域具有较高的知名度。

2. 人员素质

截至2018年底，公司董事、监事及高级管理人员共16人，从业时间较长，公司所属行业和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长李建平先生，1960年8月出生，中共党员，中国国籍，无境外居留权，本科学历。2006年6月取得乌鲁木齐陆军学院经济管理学函授本科学历。1988年8月至2008年4月曾任新疆军工进口汽车配件有限公司的董事长兼总经理，负责全面管理；2002年10月至今在乌鲁木齐华通丰田汽车销售服务有限公司历任总经理、董事长，负责日常经营；2008年4月至2013年8月曾任新疆天汇汽车服务有限公司的董事长兼总经理，负责全面管理；2012年5月至2013年8月曾任广汇有限及其前身副总裁；2013年8月至2015年7月担任广汇有限及其前身总裁；2015年7月至今担任公司董事长。

公司董事、总裁王新明先生，1972年9月出生，中国国籍，无境外居留权，高中学历。2002年1月至2008年11月历任石家庄天河汽车贸易有限公司店面总经理、公司多店业务总经理；2008年11月至2013年11月在广汇股份历任河北区域管店副总经理、运营副总经理、常务运营副经理、总经理、华北区域总经理、华北大区总经理；2013年12月至2015年7月在广汇有限及其前身担任总

裁助理；2015年7月至2016年6月担任公司副总裁；2016年6月至今担任公司董事、总裁。

截至2018年底，公司在职工50,490人。从岗位构成看，管理人员占3.46%、业务人员占45.46%、售后人员占39.10%、财务和行政人员占11.98%；从学历构成看，本科及以上学历15.70%、大专占50.30%、高中、中专及以下学历占34.00%。

总体看，公司高级管理人员具有多年相关行业管理经验；业务人员和售后人员占比较大，符合行业特点；公司员工学历结构能够满足行业需求。

3. 外部环境

公司销售区域主要分布在中国的中西部地区。公司较为熟悉中西部地区的汽车经销业务市场环境，在管理、销售、客户资源方面有着丰富的经验。公司在新疆、广西、重庆、青海、甘肃等省市的市场拥有较高的占有率。目前，中西部地区相对竞争较少，可保证较高毛利率，且未来市场上存在较大的增长潜力。

公司于新疆、广西、重庆、兰州、安徽、贵州等多个区域的301家子公司属于“西部大开发”国家鼓励类产业企业，按照国家相关政策法规享受企业所得税减按15%缴纳等税收减免的优惠政策；公司5家子公司满足新疆困难地区重点鼓励发展企业所得税优惠条件，享受自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年减半征收企业所得税；公司6家子公司满足小型微利企业所得税优惠条件，按20%减半征收企业所得税。

2016—2018年，公司分别收到政府补助1.94亿元、1.62亿元和1.96亿元，分别占利润总额4.88%、2.82%和3.73%，主要为企业扶持基金，具有一定的可持续性。

总体看，公司主要经营网点位于西部地区，市场竞争压力较小，增长潜力较大；公司位于西部地区的子公司属于国家鼓励类企业，得到了一定的政府补助。

五、公司治理

1. 治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》和其他有关规定，建立了健全的法人治理机构。

公司设股东大会，由全体股东组成，是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等。

公司设董事会，由9名董事组成，设董事长1人，可以设副董事长1人。董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任。董事会负责执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会，由3名监事组成，设主席1人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事每届任期3年，可连选连任。监事会负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务等。

公司设总裁1名，由董事会聘任或解聘。公司设副总裁，由总裁提名、董事会聘任或解聘。总裁每届任期3年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。

总体看，公司治理结构健全，能够满足公司经营发展的需要。

2. 管理体制

公司根据业务发展的需要，设立了风险控制与审计部、资金管理中心、财务管理部、投资发展部、资产管理部等 14 个职能部门，建立了较为完善合理的管理和内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《会计核算制度》，要求会计核算应当以公司发生的各项交易或事项为对象，记录和反映公司本身的各项生产经营活动，确保会计信息的真实性、完整性以及可比性。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》，以加强公司的对外投资管理，规范公司对外投资行为。该办法界定了公司对外投资的含义与投资范围，明确了公司对外投资的决策机构、领导机构和主要负责人，要求公司投资发展部、财务部、审计部等部门共同协作，以保障对外投资的顺利进行。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，规定分公司不得对外提供任务担保，子公司的对外担保，应根据相关法律法规以及子公司的公司章程报子公司董事会、股东会或其他内部有权机构批准，且必须采取必要措施防范风险。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，以规范公司的关联交易，保证公司与各关联人发生的关联交易的合法性、公允性、合理性。该办法规定了公司关联交易的基本原则，确定了关联交易的定价规则，界定了关联交易的基本流程和各部门职责。

对外融资方面，公司由资金管理中心作为融资事项的管理部门，统一受理公司及各级子公司的融资申请，对融资申请进行初步审核后，根据公司章程规定的权限，逐级报批。公司明确了对融资事项审核的具体内容，规定了审核的基本流程。

子公司管理方面，公司制订了《子公司管理制度》，对子公司以“总部-区域-门店”的三层“矩阵式”进行管理。该办法明确的公司各级部门的权力职责，将公司子公司预算纳入公司预算管理范畴，由公司统一安排。考虑到公司汽车经销业务地域分布分散，下属汽车经销网点数量众多，对公司管理水平提出较高要求。

资金管理方面，公司专门颁布了《关于可用资金余额管理的通知》，明确了各区域每日资金管理制度，制定了资金借款往来流程，以确保借款资金安全合规使用、提高公司资金使用效率，降低财务成本。

汽车租赁风险管理方面，公司制定了风险控制管理规则，包括《广汇租赁风险控制手册》、《逾期客户催收管理规则》、《逾期客户外包租车工作管理规定》及《车辆处置工作管理规定》等制度，并通过设立风险控制部门，制定风险控制管理规则，在客户资信审查、合同审批、租赁款催收和租赁车辆收回等方面进行风险控制。

总体看，公司通过加强对各项业务的制度化、精细化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险；考虑到公司汽车经销业务地域分布分散，下属汽车经销网点数量众多，对公司管理水平提出较高要求，公司因资产、业务和人员分散而导致的管理和风险控制压力较大。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营整车销售、维修养护服务、佣金代理和汽车租赁业务，其中整车销售是公司营业收入的主要来源。2016—2018 年，公司营业收入分别为 1,354.22 亿元、1,607.12 亿元和 1,661.73 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 10.77%，主要系汽车市场增幅回升以及并购所致；公司分别实现净利润 30.49 亿元、45.11 亿元和 39.74 亿元，年均复合增长 14.16%，2018 年净利润出现下滑，主

要系本年期间费用增幅大于营业收入增幅以及资产减值损失对利润的侵蚀加重所致。近三年，公司主营业务收入占公司营业收入的比重均超过 99%，主营业务十分突出。公司其他业务收入主要包括租赁及物业收入、广告费收入、会员费收入及咨询服务费收入，其他业务收入及利润占比极小。

表 3 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车销售	1,200.25	88.63	4.04	1,405.75	87.47	3.85	1,426.71	85.86	3.86
维修服务	104.43	7.71	33.51	132.06	8.22	37.47	152.33	9.17	35.73
佣金代理	28.84	2.13	77.59	45.84	2.85	79.53	54.26	3.27	77.33
汽车租赁	16.98	1.25	69.64	19.44	1.21	72.65	23.29	1.40	73.03
其他	3.72	0.27	57.65	4.02	0.25	51.91	5.14	0.31	55.60
合计	1,354.22	100.00	8.85	1,607.12	100.00	9.72	1,661.73	100.00	10.31

资料来源：公司提供

从收入构成上看，2016—2018 年，公司整车销售收入持续增长，年均复合增长 9.03%，主要系规模扩张和价格较高的豪华品牌销售增长所致，占营业收入的比重分别为 88.63%、87.47% 和 85.86%；公司维修服务收入持续增长，年均复合增长 20.78%，主要系维修送修台次增加所致，占营业收入的比重分别为 7.71%、8.22% 和 9.17%；公司佣金代理业务收入持续增长，年均复合增长 37.16%，主要系进一步拓展了车险代理、车贷业务等佣金代理业务的规模所致；公司汽车租赁业务收入持续增长，年均复合增长 17.12%，主要系业务体量增长及开发差异化的租赁产品所致。

从毛利率水平看，2016—2018 年，整车销售毛利率分别为 4.04%、3.85% 和 3.86%，呈波动下降态势，主要系汽车市场低迷，经销类业务竞争激烈，整车销售利率变薄所致；公司维修服务毛利率波动上升，其中，2017 年毛利率较上年上升 3.96 个百分点，主要系规模效应和集中采购优势使得成本相应降低，以及公司收购的超豪华及豪华品牌维修服务毛利率相对较高所致，2018 年毛利率较上年下降 1.74 个百分点，主要系人工成本、零部件成本上升等原因，维修成本增长略高于收入增长所致；佣金代理业务毛利率水平维持在较高水平，且相对较为稳定，2018 年毛利率为 77.33%；汽车租赁业务毛利率水平较高，三年来持续小幅上升，2018 年为 73.03%。受上述因素影响，2016—2018 年，公司综合毛利率呈小幅上升态势，分别为 8.85%、9.72% 和 10.31%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 373.01 亿元，较上年同期减少 5.49%，实现净利润 9.75 亿元，较上年同期减少 26.86%，归属母公司所有者的净利润 8.01 亿元。

总体看，近年来，伴随着经营规模的扩大，公司营业收入规模呈增长态势；由于期间费用及资产减值损失对利润的侵蚀加重，2018 年净利润出现下滑；公司整车销售毛利率水平较低，但其他业务板块毛利率水平较高，公司综合毛利率持续上升。

2. 整车销售业务

公司整车销售主要为乘用车销售，此外，包含少量的商用车销售业务以及与汽车销售配套的装饰装潢业务收入。整车销售业务是公司最主要的核心业务。受到行业特点的影响，公司采购和销售议价能力弹性较小，毛利率水平较低。近年来，随着公司不断通过并购和自建 4S 店，公司销售规模不断扩大，整车销售业务收入有所增长。截至 2018 年底，公司拥有 4S 店 777 家。

(1) 经营模式

管理模式方面，公司采取“总部-区域-店面”的三层管理模式；对于各经销网点内的任一岗位，都有行政主管和职能主管两个汇报对象，实行双线汇报。汽车经销行业的外部环境复杂多变，采用该管理模式可在有效保障各岗位专业分工的基础上，最大化实现公司内部的信息共享以及运营与品牌管理、财务、人力资源等关键职能部门的资源灵活调配，并在推进公司经销网络延伸的过程中有利于实现成本结构的合理性和精细化管理，从而提高公司整体管理能力和效率。同时，公司针对品牌进行统一管理，将区域管理与品牌管理相结合，以提高公司的整体管理效率和竞争优势。2015年，公司引入 SAP 系统，应用于精细化管理，并逐渐向全国各区域进行试点和推广，以提高管理效率、助力公司管理层科学化决策。

运营管理方面，公司运用 KPI（关键业绩指标）运营管理体系对各区域及成员单位进行集中管理。通过对新车进货、新车销售、客户管理的 KPI 数据收集，对销售流程进行管理，建立标准的销售、维修、增值各项业务流程、库存管理及订单流程、运营系统审批及修改流程、运营管理系统结构及详细的各项系统流程；对 4S 店的销售量、维修产值、增值服务进行数据统计，进而对未达标店提出改进措施，并进行持续的跟踪，最终完成年度 KPI 指标。运营管理体系的运用，促进了下属 4S 店运营能力的提高，有效地解决了业务运营过程中的质量控制问题。

经销模式方面，公司根据《汽车品牌销售管理实施办法》的相关规定，与各汽车制造商签订授权经营合同进行经营。公司签署的授权经营合同的期限一般为一年至三年，均属一级直接授权经营；合同期满经双方协商一致后可续约，部分合同约定到期后无书面异议则自动续期。

总体看，公司专注于汽车销售业务，建立了“总部-区域-店面”的三层管理模式，并且运用 KPI 管理提高运营管理效率和质量控制，通过授权管理合同保持经营的持续运行。

(2) 整车采购

从采购模式看，公司各经销网点分别依据其与品牌厂家签署的授权合同以及年度政策标准价格向厂家采购新车（依据厂家公布的价格通知），均采用订单采购。公司各经销网点在采购上与厂商保持良好沟通、维持长期合作关系，尽量争取获得更多的热销车型和更优惠的厂商政策，同时争取提升经销网点的厂商评级。

采购流程上，公司下属 4S 店根据厂商下发的购车计划，结合 4S 店所属地区的销售情况及竞争品牌情况制定采购计划。厂商在确认车款到账后安排发车。通常自车款到厂商账至新车到 4S 店的时间约在 30 天内，但由于公司 4S 店分布分散，新车到各 4S 店所花费的时间不尽相同。若是热门车型或厂商暂无库存，新车到 4S 店的时间也会有所增加。新车到达 4S 店后，各 4S 店会安排购车人提车；若暂无购车人，则将直接进库存。

公司运用 ERP 系统进行库存管理，基本维持库存当量（月末库存/下月销售计划）在 1.3 的水平，以保证公司汽车销售需求，同时避免存货过高对资金占压。公司重点采购品牌包括一汽大众、上海大众、上海通用、宝马和捷豹路虎等，2016—2018 年，公司前五大供应商分别占当期采购总额的 54.65%、56.44% 和 52.39%，采购集中度较高。

表 4 2018 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商	金额	占比
供应商 A	226.40	15.19
供应商 B	189.67	12.73
供应商 C	161.07	10.81
供应商 D	116.05	7.79

供应商 E	87.69	5.88
合计	780.88	52.39

资料来源：公司提供

采购价格与结算方面，公司整车采购时以每种车型的厂商指导价作为固定购买价格。公司采购整车与上游供货商的结算方式主要是现金、票据和厂商金融（包括极少量的信用证，占比低于 0.01%）。若以现金电汇或票据采购，公司需向厂商预支付全额车款或开具车款全额的银行承兑汇票；厂商金融（一种结算方式，整车厂商先将汽车赊销给公司，公司销售该批汽车取得的货款全部交给整车生产商，直到抵消采购款为止）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，车辆在经销商出库后必须付款。2016—2018 年，公司整车采购结算情况如下表所示。近三年，公司整车采购结算以票据为主，辅以厂商金融和现金电汇。整体看，公司整车采购以预付形式为主，产生较大规模的预付款项和存货，形成资金占用，公司会根据实际进销情况采购车辆、调整库存。

表 5 近年来公司整车采购结算方式情况（单位：%）

年度	票据占比	厂商金融占比	电汇占比	合计
2016 年	51.46	17.82	30.72	100.00
2017 年	42.66	20.31	37.03	100.00
2018 年	46.69	21.67	31.64	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受到汽车销售行业特点的影响，公司主要以下属 4S 店分别采购的形式进行整车采购，采购集中度较高；公司整车采购结算会造成较大规模的预付款项和库存，形成一定资金占用。

（3）整车销售

销售模式方面，公司以客户为中心，在标准化销售流程的基础上，根据各区域市场特点，提供同区域多品牌、多样化的市场促销活动服务，以满足不同层次消费者的多重需要。公司所有的经销网点都有统一的标准化销售流程，销售人员具备汽车行业经验，均通过了生产商的系统化培训。

销售流程上看，公司经销网点的销售流程主要包括了解客户购车意向、建立基础客户档案、介绍车型并邀请试驾、确定售价并签署销售合同等环节。当客户确定购买之后，销售人员协助其办理申请牌照、购买保险及缴交税费等其它手续，最后在专设的交车车间完成汽车交收，并向客户介绍有关汽车维修养护服务的资料。

在整车购销中，公司的利润来源主要包括购销差价及厂商的返利。厂商的返利政策因厂商、车型和不同时段都会有不同。厂商的返利主要根据对各经销商的评价打分情况确认，评价打分因素主要有销售目标达成率、客户满意度、市场占有率、售后服务、业务系统分、增值业务以及市场推广等。返利主要通过经销商下次购车的成本中扣减。

从销售范围看，公司销售集中于中西部市场、以中高端品牌经营为主，以新建与收购并重的策略不断扩张经销网络。近年来，公司 4S 店扩张速度较快，公司的 4S 店扩张主要通过收购和新建 4S 店的方式进行。2018 年，公司收购 4S 店 33 家，新建 12 家，因受拆迁及策略性调整关闭 5 家，收购节奏明显放缓，主要受汽车行业整体不景气影响。截至 2018 年底，公司下设 777 家 4S 店（每家 4S 店均具有独立法人资格），建立了覆盖 28 个省、自治区及直辖市的全国性汽车经销网络。经销品牌涵盖奔驰、宝马、捷豹路虎、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等 50 多个汽车品牌，中高端品牌汽车在公司整车销售收入中占比较高。公司拥有约 6,853 亩商业储备土地，其中 230 亩为待开发的储备土地，主要集中于西北、华北、四川、北区、华

中等区域。公司自有土地面积规模较大，目前专注于整车销售主业，自有土地主要用于建立 4S 店。

表 6 近年来公司 4S 店数量变化（单位：家）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
收购 4S 店数量	167	52	33
新建 4S 店数量	25	20	12
关闭 4S 店数量	16	9	5
期末 4S 店保有量	674	737	777

资料来源：公司提供

公司自有或租赁的部分 4S 店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐全、物业租赁手续不完备等情形。根据公司于 2016 年 3 月 26 日披露的《2016 年度非公开发行股票申请文件反馈意见回复》，上述情况已获相应主管土地/规划/建设/房产管理部门书面确认会继续允许/支持公司在该等土地上/房屋内的经营行为。截至 2018 年底，公司及下属公司拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的土地使用权面积占其使用的土地使用权总面积的 15.23%，拥有或以各种方式使用的、合法性存在瑕疵的房屋建筑面积占其使用的房屋总建筑面积的 72.34%；其中，有合计占比为 12.47%（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的 81.88%）的土地，以及合计占比为 19.80%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的 27.37%）的房屋已获得行政主管部门的书面确认，确认该等部门会继续允许/支持公司及下属公司在该等土地上或该等房屋内的经营行为。目前，公司尚未被告知必须停止使用相关瑕疵物业。针对上述情况中涉及的部分物业，广汇集团和公司实际控制人孙广信先生出具承诺函，承诺内容如下表。

表 7 公司实际控制人和广汇集团针对使用物业产权瑕疵情况的承诺事项

承诺背景	承诺类行	承诺方	承诺内容	承诺时间	是否有履行期限
收购报告书或权益变动报告书中所作承诺	解决土地等产权瑕疵	广汇集团	在宝信汽车成为广汇汽车的控股子公司后，如宝信汽车及其子公司因其在成为广汇汽车的控股子公司之前拥有和/或租赁的土地和/或房屋不符合相关的法律法规，而被有关政府主管部门要求收回土地或拆除房屋或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任，广汇集团愿意承担宝信汽车及其子公司因前述土地收回、房屋拆除或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用，并使广汇汽车、宝信汽车及其子公司免受损害。	2015 年 12 月	否
与重大资产重组相关的承诺	解决土地等产权瑕疵	孙广信、广汇集团	如广汇汽车及其子公司因其拥有和/或租赁的土地和/或房屋不符合相关的法律法规，而被有关政府主管部门要求收回土地或处以任何形式的处罚或承担任何形式的法律责任，承诺人承诺愿意连带承担广汇汽车及其子公司因前述土地收回或受处罚或承担法律责任而导致、遭受、承担的任何损失、损害、索赔、成本和费用，并使广汇汽车及其子公司免受损害。	2015 年 5 月	否

资料来源：公司年报

从公司整车销售区域分布看，公司的汽车 4S 店分布较广，分布相对分散。2018 年销售收入占比最高的为华北地区，营业收入 385.50 亿元，占 23.20%；其次是西北地区，销售收入 239.64 亿元，占 14.42%；华东地区和广西地区分别占 11.44%和 10.47%；其他地区均未超过 10%。公司销售收入地区分布较分散，地域集中度风险较低。

表 8 近年来公司销售收入分地区构成情况 (单位: 亿元、%)

区域分布	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北大区	304.80	22.51	364.24	22.66	385.50	23.20
西北大区	252.05	18.61	253.32	15.76	239.64	14.42
四川区域	100.90	7.45	123.82	7.70	131.05	7.89
重庆区域	94.16	6.95	95.50	5.94	--	--
广西区域	128.87	9.52	160.66	10.00	174.04	10.47
安徽区域	62.23	4.60	62.85	3.91	61.87	3.72
北区区域	113.57	8.39	117.73	7.33	90.73	5.46
江西区域	55.48	4.10	57.33	3.57	63.89	3.85
陕西区域	60.37	4.46	82.52	5.13	123.68	7.44
贵州区域	61.21	4.52	60.49	3.76	--	--
华东区域	84.23	6.22	173.32	10.78	190.06	11.44
云南区域	19.37	1.43	35.90	2.23	--	--
西南大区	--	--	--	--	177.98	10.71
汽车租赁及其他	16.98	1.25	19.44	1.21	23.29	1.40
合计	1,354.22	100.00	1,607.12	100.00	1,661.73	100.00

资料来源: 公司提供

注: 2018 年公司组织架构进行两次调整, 其中内蒙古片区从北区区域划分至陕西区域; 原贵州区域、云南区域、重庆区域合并为西南大区。

从代理品牌上看, 公司经销品牌涵盖奔驰、宝马、捷豹路虎、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等 50 多个汽车品牌, 中高端品牌汽车在公司整车销量中占比较高。公司通过下属子公司与整车厂合作, 一般从建店开始就与各厂家保持良好合作关系。截至目前公司子公司与整车厂的合作关系稳定持续, 没有发生厂家夺回授权的情况。

表 9 近年来主要品牌乘用车销量情况 (单位: 万辆)

汽车品牌	2016 年	2017 年	2018 年
高端			
一汽奥迪	3.66	3.79	4.01
梅赛德斯-奔驰	1.03	1.26	1.62
沃尔沃	1.10	1.36	1.55
宝马	2.44	4.72	5.54
捷豹路虎	1.24	2.00	1.86
中端			
北京现代	6.78	4.85	4.80
通用别克	12.07	12.39	11.61
上海大众	7.31	7.82	8.00
通用雪佛兰	3.96	4.51	4.64
一汽大众	6.40	6.53	6.52
东风日产	5.94	6.99	7.73
上述合计	51.95	56.22	57.88

资料来源: 公司提供

公司采取以相应销售指导价格作为参考、按照市场公允的价格进行销售定价的定价策略。每家

4S 店根据自身的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，根据公司内控授权，获得相应级别管理人员的审批即可。每辆轿车的售价由公司与消费者共同协商确定，公司销售价格会综合权衡新车指导价与新车采购价格之间的新车毛利、所在市场的同等级产品的供给需求、经销网点自身成本结构以及厂家返利等因素。

从销售对象看，公司销售占比中个人销售占比超过 90.00%，企业客户占比较小。从结算方式上看，个人客户均为现金或电汇方式结算，主要为现款支付。

汽车经销有一定的季节波动性。总体而言，旺季一般从每年 9 月开始，一直持续到 12 月至第二年春节。由于受到厂商放量和相关促销政策的影响，公司新车销售的高峰在国庆节前后、11 月和 12 月。公司通过采取多元化的产品组合培育出多层次市场，来缓解各类汽车的季节性因素对销售产生的影响。

总体看，公司整车销售规模不断扩大，利润来源主要包括购销差价及厂商的返利；公司整车销售分布分散，华北大区和西北大区占比较高，中高端汽车占比较高；销售对象以个人客户为主，销售具有一定季节波动性。近年来，公司收购 4S 店较多，对公司管理和业务融合能力提出了一定要求。公司从战略层面作出新的调整，将在原有业务基础规模上进行挖潜，收购兼并的步伐会有所放缓。

3. 维修服务

公司汽车维修服务业务是对出现故障的汽车通过技术手段排查，找出故障原因，并采取一定措施使其排除故障并恢复达到一定的性能和安全标准的服务。公司汽车维修服务以公司庞大的客户群体为基础，是公司仅次于整车销售的第二大利润来源。

公司历来重视售后维修养护业务的发展，所有 4S 店均设有服务车间，配备经生产商培训的专业维修团队，均能提供车辆维修养护服务。对于在 4S 店与客户按生产商要求的条款订立的销售合同内写明的维修养护范围，在养护期内一般由 4S 店向客户免费提供维修养护服务，并由生产商向 4S 店补偿该部分费用。对于合同所约定范围以外的额外维修养护服务，4S 店采取向客户收费的方式提供销售。

2016—2018 年，公司售后维修进厂台次分别为 661.34 万台次、718.04 万次和 803.08 万次，持续增长，主要系公司 4S 店数量增长所致。

公司维修服务成本主要包括零部件的采购成本和维修技术人员的人工成本等，其中零部件的采购成本占比 70% 左右，维修人工成本占比 20% 左右，成本结构整体较为稳定。公司重视维修技术人员的稳定性，在薪酬、福利等方面采取各类措施避免维修技术人员的流失。

上游采购方面，主要由 4S 店自行向厂家采购，结算以预付的方式，与整车采购相同，在汽车养护方面，部分材料由公司分公司广汇汽车服务有限责任公司堆龙分公司进行集中采购，如机油等。

总体看，公司维修服务业务以整车销售客户群体为基础，近几年营业收入增长较快，成本较稳定，毛利率较高，是公司利润的重要来源。

4. 佣金代理业务

公司佣金代理业务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务及二手车交易代理服务。其中融资代理服务和保险代理服务是公司佣金代理服务收入和利润的主要来源。

公司作为整车销售的渠道，是银行车贷、保险公司车险及汽车金融公司与客户接触的媒介，公司利用大体量的 4S 店优势，代理车贷、车险等产品，通过店面向客户提供车贷服务、新车保险续保业务、汽车保险业务的咨询、出单及其他服务，并收取佣金。

二手车交易代理方面，公司通过 4S 店营销网络，以委托代理业务模式在部分区域陆续开展该业务，一般按照二手车购买价的 5%收取佣金；客户购买的二手车可以享受在公司门店半年或一万公里质保。公司充分发挥全国性汽车经销商集团优势，继续坚持以 4S 店为主要车源基础、以连锁专业化二手车销售服务中心为业务拓展支撑的发展路径，夯实从入口到出口的二手车供销服务链、打造从批售拍卖到零售服务的业务拓展平台。截至 2018 年底，公司已建设运营 38 家具备检测、估价、整备、拍卖管理、零售、金融服务、交易过户服务、跨地域流通等二手车业务全功能一站式服务的二手车交易服务中心；同时通过大力培养培育专业化的二手车经营管理团队，为企业后续发展夯实基础。2016—2018 年，公司二手车代理交易台次分别为 9.00 万辆、20.33 万辆和 30.27 万辆，呈快速增长态势。

总体看，公司佣金代理业务依靠整车销售客户群体的快速扩张而增长迅速，由于其成本较低而毛利率较高，是公司利润的重要构成。

5. 汽车租赁业务

公司自 2011 年 2 月起，通过下属公司新疆广汇租赁服务有限公司（以下简称“新疆广汇租赁”）逐步开展汽车租赁业务，2013 年起由子公司汇通信诚租赁有限公司（新疆广汇租赁为其全资子公司）全面运营所有新增融资租赁业务，新疆广汇租赁原则上将不再开办新业务，负责管理原有成交的存量合同。公司依托自身的 4S 店服务网络，将汽车租赁作为其长期发展战略。

公司汽车租赁业务主要为乘用车融资租赁业务，并含有少量经营性租赁，客户主要为个人。乘用车租赁是客户在支付一定比例首付车款后，通过每月支付租金，即可在租赁期内拥有车辆的使用权。租赁期限一般为 12 个月到 60 个月，平均为 36 个月左右。根据租赁合同，若客户违约，公司将有权收回汽车或采取其它保全措施。租赁期满后，租赁车辆归承租方所有。

目前汽车租赁主要通过两种方式进行采购，其一与客户签订相关租赁合同后进行采购；其二向厂商一次性购入相应数量车辆。2016 年以来，公司汽车融资租赁总台次情况如下表所示。2016—2018 年公司融资租赁总台次呈持续增长态势，2018 年为 23.02 万台。公司融资租赁业务规模持续增长，同时，公司持续开发具有差异化的租赁产品，如“快捷融”、“汇享融”等。

表 10 近年来公司汽车融资租赁总台次

项目	2016 年	2017 年	2018 年
融资租赁总台次（台）	165,795	210,630	230,272

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司汽车租赁业务收入分别为 16.98 亿元、19.44 亿元和 23.29 亿元，主要系业务体量增长及开发差异化的租赁产品所致，毛利率分别为 69.64%、72.65%和 73.03%，持续小幅上升。融资租赁业务是公司利润的重要组成部分。

汽车租赁风险管理方面，公司汽车租赁业务与不同消费者的信用记录等级密切相关，信用不良的客户有可能会无法按时偿付定期租金，不排除在将来可能出现呆账、坏账增加的风险。为此，公司采取加强客户背景调查、严格客户信用评级以及加强还款监督和催收等措施，将上述风险控制在了合理范围。租赁期间，日常维修及可能出现的事故等风险由承租人承担，保险公司理赔。同时，公司建立了严格的征信审核标准及完善的风险管理体系，制定了包括催收管理流程、预警管理流程、收车管理流程等在内的多级化车辆预警管理流程，能有效地控制风险水平。公司将应收融资租赁款逾期超过 90 天的列为不良类应收融资租赁款，并相应采取催收诉讼和收回车辆等，

若发生客户逾期支付租金，公司制定了一整套催收标准，主要针对逾期天数采取不同的催收方式，主要包括呼叫中心电话提醒、催收、诉讼、收回车辆、收回车辆处置等。

总体看，公司汽车租赁业务依托整车销售业务，近年来增长迅速，毛利率水平高，是公司盈利的重要来源；公司针对汽车租赁业务建立了较为完善的风险管理体系。

6. 在建项目

公司在建的网点工程主要是对目前现有的经销网点进行改建、迁建和新建，截至 2018 年底，公司在建的工程主要包括：北区改建 2 家、迁建 1 家；华北区域改建 1 家；华中区域改建 2 家网点；新疆区域新建 1 家；四川区域改建 1 家；甘青宁区域改建 3 家网点；重庆区域新建 1 家、改建 3 家网点；陕西区域改建 4 家；江西改建 4 家公司。目前的新建 4S 店均已获得厂商授权，尚需一定规模的资金投入。

总体看，公司将继续扩张网点建设，未来投资需求较多，存在一定的融资需求；同时，随着公司在建工程的逐步完工，公司经营规模将进一步扩大。

7. 重大事项

(1) 收购宝信

2016 年，公司与子公司广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“广汇有限”）共同出资收购宝信汽车 74.99% 的股权。根据 2015 年 12 月发布的公告，公司及子公司广汇有限拟通过间接全资控制子公司广汇汽车服务（香港）有限公司收购香港联交所主板上市公司宝信汽车（股票代码 1293.HK）不超过 75% 的股份。2016 年 6 月，该收购已完成。2017 年 6 月，宝信汽车配售新股发行上市，宝信汽车总股本达 28.37 亿股，公司及子公司广汇有限通过间接控股子公司广汇汽车服务（香港）有限公司（广汇有限间接持股 44.23%，公司间接持股 55.77%）持有其 67.60% 的股权。

宝信汽车是以经营豪华品牌及超豪华品牌为主的汽车销售服务集团，是宝马在中国最大的经销商，主要从事整车销售、汽车保养及维修服务、汽车装潢、佣金代理服务（包括保险及融资代理、汽车延保代理及二手车交易代理服务）、融资租赁等业务。截至 2015 年 9 月 30 日，宝信汽车已经建立了覆盖中国 12 个省、直辖市及自治区共计 82 家门店（包括 64 间 4S 店）的经销网络，主要网点分布于长三角、东北及华东、华北等广大东部地区。经销品牌范围涵盖中高端、豪华及超豪华共经销 19 个乘用车品牌。

(2) 非公开发行股票

2017 年 12 月，公司向 7 名对象非公开发行股票 99,378.88 万股，发行价格为 8.05 元/股，性质为有限售条件流通股，限售期为 12 个月，共募集资金 80.00 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 79.41 亿元。本次非公开发行新增股份已于 2017 年 12 月 14 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕股份登记手续。本次非公开发行股票募集资金扣除发行费用后的募集资金净额拟用于汽车融资租赁项目及偿还有息负债。

表 11 2017 年公司非公开发行股票募集资金情况

发行对象	配售股份（万股）	配售金额（亿元）	占比（%）	锁定期（月）
泰达宏利基金管理有限公司	19,875.77	16.00	20.00	12
泰康资产管理有限责任公司	7,465.88	6.01	7.51	12
万家共赢资产管理有限公司	9,937.88	8.00	10.00	12
中国人寿资产管理有限公司	9,937.88	8.00	10.00	12

诺德基金管理有限公司	12,409.93	9.99	12.49	12
万家基金管理有限公司	9,937.88	8.00	10.00	12
北信瑞丰基金管理有限公司	29,813.66	24.00	30.00	12
合计	99,378.88	80.00	100.00	--

资料来源：公司公告，联合评级整理

(3) 收到上海证券交易所问询函

公司于 2019 年 5 月 17 日收到上交所下发的《关于对广汇汽车服务集团股份有限公司 2018 年年度报告的事后审核问询函》（上证公函〔2019〕0712 号）。收到问询函后，经公司认真研究和讨论，结合公司的实际情况，于 2019 年 5 月 27 日进行了答复。

(4) 全资附属公司受到行政处罚

公司全资附属公司上海广汇德太保险代理有限公司（以下简称“德太保险”）2019 年 5 月 29 日收到中国银行保险监督管理委员会上海监管局（以下简称“中国银保监会上海监管局”）下发的《中国银保监会上海监管局行政处罚决定书》（沪银保监保罚决字〔2019〕50 号），德太保险因编制或者提供虚假的报告、报表、文件或者资料、财务事项不真实、未按规定管理业务档案的行为被中国银保监会上海监管局责令改正，给予警告，并处罚款 43 万元。德太保险已于收到处罚通知前积极开展各项整改工作，特别加强了员工对部分专业性管理规定的学习和培训，并进一步优化系统、添加了有关数据采集模块，提升管理水平。

8. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数分别为 56.22 次、51.84 次和 56.14 次，存货周转次数分别为 8.33 次、8.87 次和 7.89 次，均呈波动下降态势。2016—2018 年，公司总资产周转率分别为 1.44 次、1.30 次和 1.20 次，周转率较低。

从同行业比较看，2018 年，公司的应收账款周转率处于行业较高水平，存货周转率和总资产周转率处于行业一般水平。

表 12 同行业上市公司 2018 年经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
600335.SH	国机汽车	20.24	4.26	1.74
0881.HK	中升控股	77.33	11.06	2.02
601258.SH	庞大集团	34.22	7.17	0.87
1728.HK	正通汽车	37.01	8.31	0.94
600297.SH	广汇汽车	56.14	7.89	1.20

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

总体看，公司整体经营效率处于行业较好水平。

9. 经营关注

(1) 采购模式形成较大规模的资金占用

公司整车销售业务的采购以预付现金和票据结算为主，产生较大规模的预付款项，并且由于购销之间存在一定的时滞，存货规模相对较大。公司整车采购模式存在一定资金占用风险，如果公司购买的车辆无法及时实现销售，可能造成存货的积压。

(2) 供应商集中度高，议价能力较弱，整车销售利润空间较小

汽车销售行业的特点决定了公司采购的集中度较高，在采购过程中的议价能力较弱。整车销售行业的利润空间较小，毛利率持续下降，采购价格的波动对公司利润水平影响较大。

（3）品牌授权经营风险

汽车经销行业实行汽车品牌授权经营模式，公司对上游整车生产制造商依赖较大。虽然公司与整车制造商形成了长期合作的关系，但汽车品牌授权经营合同的期限一般为1~3年，到期需要续签，存在授权中止或合同条件变化的可能，可能给公司经营带来不利的影响。

（4）物业产权瑕疵风险

公司自有或租赁的部分4S店土地及房屋存在物业使用用途和性质不符合规定、物业权属证明不齐全、物业租赁手续不完备等情形，可能对公司运营具有不利影响。

10. 未来发展

2019年，汽车经销行业将步入缓慢增长阶段，公司将加强内功修炼，以标准化、精细化、常态化管理手段，实现降本增效目标，提高经营服务质量；同时，密切关注市场变幻，切实找准市场热点需求，全面、深入的研究分析行业形势，最大限度的发挥总部运营优势、规模优势，加快完善先进科学的运营管理体系，以优质的产品服务赢得市场和客户，进一步巩固行业龙头地位，并在以下方面积极部署：①稳中求进，实现毛利结构持续优化；②深谋远虑，打造完整的二手车生态体系；③开拓创新，促进融资租赁高效运行；④深化整合，延续新建与并购并举发展战略；⑤人才建设，推动企业可持续健康发展；⑥资本深耕，助力企业稳固发展；⑦审时度势，拓展汽车新市场。

总体看，公司根据行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，可实施性比较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年度合并财务报表由普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，2019年一季度合并财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部于2006年及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。财政部于2018年颁布了《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）及其解读，公司已按照上述通知调整2017年度及2016年度的财务报表。公司对投资性房地产的计量方式由原成本模式变更为公允价值模式，作为会计政策变更处理，对财务报表相应进行了追溯调整。

从合并范围来看，2017年，公司通过非同一控制下企业合并收购子公司58家，投资新设子公司10家，不再纳入合并范围的子公司6家。2018年，公司投资新设子公司10家，通过非同一控制下企业合并收购子公司40家，不再纳入合并范围的子公司14家。2019年1—3月，公司投资新设子公司5家，通过非同一控制下企业合并收购子公司1家，不再纳入合并范围的子公司2家。公司合并范围内子公司数量增长较快，对财务数据可比性有一定影响。

截至2018年底，公司合并资产总额1,414.93亿元，负债合计953.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）461.85亿元，其中归属于母公司的所有者权益370.15亿元。2018年，公司实现营业收入1,661.73亿元，净利润（含少数股东损益）39.74亿元，其中归属于母公司所有者的净利润32.57亿元；经营活动现金流量净额21.60亿元，现金及现金等价物净增加额-85.13亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,364.59 亿元，负债合计 893.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）470.67 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 376.82 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 373.01 亿元，净利润（含少数股东损益）9.75 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.01 亿元；经营活动现金流量净额-110.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.46 亿元。

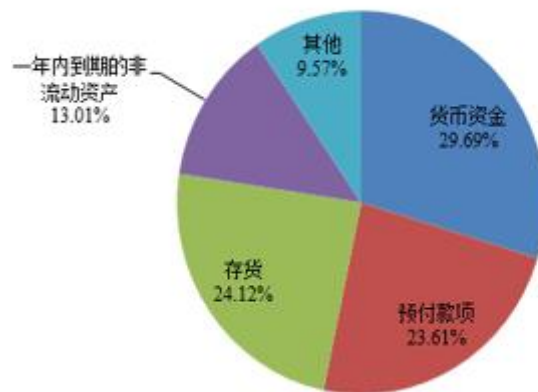
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 12.40%，主要系公司通过收并购等方式扩大业务范围所致。截至 2018 年底，公司资产总额 1,414.93 亿元，较年初增长 4.58%；其中，流动资产占比 60.39%，非流动资产占比 39.61%，流动资产占比较高，符合公司以汽车经销为主的业务特点。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 15.89%，主要系预付款项、存货和一年内到期的非流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产 854.51 亿元，较年初增长 3.86%；流动资产主要由货币资金（占比 29.69%）、预付款项（占比 23.61%）、存货（占比 24.12%）和一年内到期的非流动资产（占比 13.01%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 8.27%。截至 2017 年底，公司货币资金 324.73 亿元，较年初增长 50.05%，主要系年底发行新股募集资金到账所致；截至 2018 年底，公司货币资金 253.68 亿元，较年初减少 21.88%，主要系当年筹资活动取得现金大幅减少所致；其中，银行存款占 44.95%，其他货币资金占 55.00%；受限资金 139.54 亿元，占比 55.00%，主要为质押给银行用于开具银行承兑汇票的票据保证金、向金融机构申请借款所存入的保证金存款以及向银行申请保函所存入银行的保证金，公司货币资金受限程度较高。

公司预付款项主要为未结算供应商返利和预付整车及零部件款项。2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 22.35%，主要系公司汽车销售及维修业务规模扩大，带动采购增加所致。截至 2018 年底，公司预付款项 201.72 亿元，较年初增长 22.06%；其中，一年以内的预付款项占比 99.80%，账龄较短；从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名占比 57.39%，集中度较高。

公司存货主要包括库存商品、在途物资等，其中库存商品主要为整车及汽车零部件等。2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 15.62%，主要系业务规模扩大和收购增加所致。截至

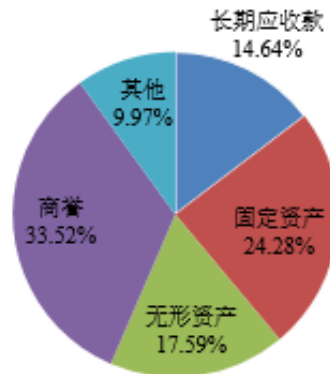
2018 年底，公司存货 206.10 亿元，较年初增长 21.00%；其中，库存商品占 79.29%，在途物资占 20.16%；公司累计计提存货跌价准备 0.39 亿元，全部针对库存商品计提，计提比例为 0.19%。考虑到公司库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，公司存货跌价准备计提规模尚可。

公司一年内到期的非流动资产全部为一年内到期的应收融资租赁款和一年内到期的其他长期应收款。2016—2018 年，公司一年内到期的非流动资产逐年增长，年均复合增长 28.55%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 111.21 亿元，较年初增长 22.93%，主要系公司融资租赁业务快速发展所致。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 7.63%，主要系固定资产、无形资产和商誉增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 560.41 亿元，较年初增长 5.70%；非流动资产主要由长期应收款（占 14.64%）、固定资产（占 24.28%）、无形资产（占 17.59%）和商誉（占 33.52%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司长期应收款主要为一年后应收的融资租赁款，公司融资租赁合同期限一般为 36 个月。2016—2018 年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 12.97%。截至 2017 年底，公司长期应收款 82.43 亿元，较年初增长 28.23%，主要系融资租赁业务规模扩大所致；截至 2018 年底，公司长期应收款 82.03 亿元，较年初减少 0.48%，其中融资租赁款¹占 89.45%；公司累计计提坏账准备 1.75 亿元，计提比例为 0.90%，全部为针对融资租赁款的计提。

公司固定资产主要为房屋建筑物，各子公司所有的 4S 店及办公楼、展厅。2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 9.56%，主要系公司持续收购所致。截至 2018 年底，公司固定资产 136.07 亿元，较年初增长 10.59%，其中房屋及建筑物占 77.52%，运输工具占 16.54%；公司累计计提折旧 50.73 亿元，计提减值准备 0.65 亿元，固定资产成新率为 72.51%，成新率尚可；受限固定资产占 2.54%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。

公司无形资产主要为土地使用权、特许经营权以及软件。2016—2018 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 6.37%，主要系收购造成经销商特许经营权增加所致。截至 2018 年底，公司无形资产 98.55 亿元，较年初增长 12.25%；其中，特许经营权占 64.65%，土地使用权占 32.76%；累计计提摊销 17.58 亿元，计提减值准备 0.11 亿元；受限无形资产占 1.33%，用于作为借款抵押物，受限比

¹ 公司未对融资租赁客户进行五级分类。

例很低。

公司商誉全部系历年收购非同一控制下的汽车经销企业所形成。2016—2018年，公司商誉逐年增长，年均复合增长8.12%，主要系公司处于迅速发展时期，不断通过收购扩大公司规模，购买企业成本超过其净资产公允价值所致。截至2018年底，公司商誉187.87亿元，较年初增长5.28%；公司累计计提商誉减值准备1.24亿元，占比不大。公司商誉规模较大，占资产的比重较高，若未来收购的4S店经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至2018年底，公司受限资产合计217.19亿元，占资产总额的15.35%，其中，受限货币资金（139.54亿元）、受限固定资产（3.46亿元）、受限无形资产（1.31亿元）、受限长期应收款（含一年内到期部分，35.71亿元），主要用于作为各类保证金、借款抵押物和专项资产管理计划的基础资产。公司资产受限程度一般。

截至2019年3月底，公司资产总额1,364.59亿元，较年初减少3.56%；其中，流动资产占比59.07%，非流动资产占比40.93%，公司资产结构仍以流动资产为主。

总体看，近三年，公司资产规模快速增长，以流动资产为主；流动资产中货币资金受限比率较高，预付款项及存货占比较高，对资金形成较大占用；非流动资产中商誉规模较大，面临商誉减值风险。公司整体资产质量一般。

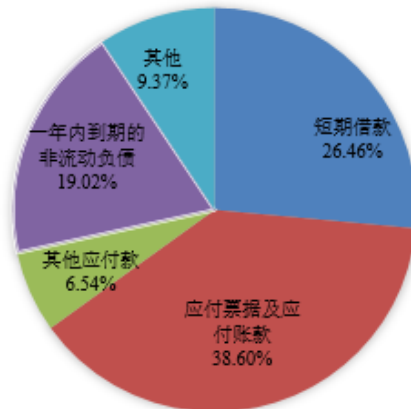
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018年，随着公司经营规模的扩大以及投资需求的增加，公司负债总额年均复合增长7.02%，主要系流动负债增加所致。截至2018年底，公司负债合计953.08亿元，较年初增长4.71%；其中，流动负债占比80.02%，非流动负债占比19.98%，负债结构以流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长8.93%。截至2018年底，公司流动负债762.62亿元，较年初增长11.70%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款（占26.46%）、应付票据及应付账款（占38.60%）、其他应付款（占6.54%）和一年内到期的非流动负债（占19.02%）构成。

图8 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司短期借款波动减少，年均复合减少5.52%。截至2017年底，公司短期借款174.38亿元，较年初减少22.86%。截至2018年底，公司短期借款201.78亿元，较年初增长15.71%，

主要系业务规模扩大需补充流动资金所致，其中，信用借款占 58.63%，抵押借款占 34.00%。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 10.03%，主要系收购增加及业务规模扩大所致。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 294.36 亿元，较年初增长 4.78%。

2016—2018 年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少 4.61%。截至 2017 年底，公司其他应付款 56.63 亿元，较年初增长 3.25%，主要系应付保证金、预提费用和应付被收购单位原股东及其关联单位款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 49.91 亿元，较年初减少 11.87%，主要系应付股权收购款减少所致，其中，应付股权收购款占 24.08%；应付保证金占 27.66%。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 35.11%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 145.08 亿元，较年初增长 14.56%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2016—2018 年，公司非流动负债波动上升，年均复合增长 0.27%。截至 2017 年底，公司非流动负债 227.49 亿元，较年初增长 20.08%，主要系长期借款规模增长所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 190.46 亿元，较年初减少 16.28%，主要系长期借款和应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 70.02%）、应付债券（占 15.78%）和递延所得税负债（占 10.56%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 17.00%。截至 2017 年底，公司长期借款 156.65 亿元，较年初增长 60.81%，主要系经营规模扩大造成融资需求增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款 133.35 亿元，较年初减少 14.87%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致，其中，信用借款占 76.89%；质押借款占 18.30%；资产证券化占 4.15%。从期限分布来看，截至 2018 年底，1~2 年内到期的长期借款占 89.90%，2~3 年内到期的占 7.39%，3 年以上到期的占 5.71%，公司面临一定的集中偿付压力。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降，年均复合减少 33.76%，主要系部分转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 年底，公司应付债券 30.05 亿元，较年初减少 35.30%，从期限分布来看，1~2 年内到期的长期借款占 63.77%，2~3 年内到期的占 36.23%，公司面临一定的集中偿付压力。

2016—2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 10.26%，主要系收购增加造成因非同一控制下企业合并资产评估增值形成的应纳税暂时性差异增加所致。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 20.11 亿元，较年初增长 16.99%。

2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 6.11%。截至 2018 年底，公司全部债务 530.84 亿元，较年初增长 5.26%，其中，短期债务占比 69.22%；长期债务占比 30.78%，公司债务结构以短期债务为主。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 74.30%、67.27%和 67.36%；全部债务资本化比率分别为 62.09%、53.25%和 53.47%，均呈波动下降态势，其中 2017 年下降幅度较大，主要系公司非公开发行股票、所有者权益规模增加所致；长期债务资本化比率分别为 36.56%、31.45%和 26.13%，呈逐年下降态势。公司于 2017 年 3 月 31 日通过信托公司发起设立永续债投资信托项目，募集资金总额 10.00 亿元，计入其他权益工具。若将信托永续债调整计入长期债务，截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为 68.07%、54.47%和 27.74%，公司债务负担较重，但仍属可控。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 893.92 亿元，较年初增长下降 6.21%；其中，流动负债占比 74.79%，非流动负债占比 25.21%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 575.95 亿元，较年初增长 8.50%；其中，短期债务占比 65.49%，长期债务占比 34.51%；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 65.51%、55.03%和 29.69%，较年初变化不大。

总体看，近三年，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；整体债务负担较重，债务结构有待优化，公司面临一定的集中偿债压力。

(2) 所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长26.66%。截至2018年底，公司所有者权益合计461.85亿元，较年初增长4.31%，主要系未分配利润增长所致；其中，归属于母公司的所有者权益370.15亿元（占比80.14%），少数股东权益91.70亿元（占比19.86%）。截至2018年底，归属于母公司所有者权益中，股本占比22.20%，资本公积占比36.85%，盈余公积占比1.54%，未分配利润占比38.61%，以股本、资本公积为主，公司权益结构稳定性尚可。

2017年12月，公司非公开发行股票募集资金总额80.00亿元，公司股本和资本公积大幅增长，公司资本实力大幅增强。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计470.67亿元，较年初增长1.91%；其中，归属于母公司的所有者权益376.82亿元（占比80.06%），少数股东权益93.85亿元（占比19.94%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比21.72%，资本公积占比35.76%，盈余公积占比1.51%，未分配利润占比39.63%，较年初变化不大。

总体看，近三年，公司所有者权益规模持续增长，尤其2017年非公开发行股票后，公司资本实力大幅增强；公司所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

近年来，随着公司通过并购和新增子公司不断扩大销售规模，公司汽车销售收入持续增长。2016—2018年，公司分别实现营业收入1,354.22亿元、1,607.12亿元和1,661.73亿元，逐年增长，年均复合增长10.77%，主要来自整车销售收入的增长。2018年，公司实现营业收入1,661.73亿元，较上年增长3.40%。2016—2018年，公司分别实现净利润30.49亿元、45.11亿元和39.74亿元；其中，2017年净利润较上年增长47.95%，主要由于公司规模不断扩大所致；2018年净利润较上年减少11.91%，主要系期间费用增幅大于营业收入增幅以及资产减值损失对利润的侵蚀加重所致；归属于母公司所有者的净利润28.08亿元、38.90亿元和32.57亿元。

期间费用方面，2016—2018年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长20.96%。2018年，公司费用总额110.51亿元，同比增长19.22%；其中，销售费用占比47.49%，管理费用占比25.22%，财务费用占比27.29%，以销售费用为主。2016—2018年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长23.57%，主要系业务规模扩大，人工成本、市场推广、折旧及摊销等费用增长所致；公司管理费用逐年增长，年均复合增长15.82%，主要系经营规模扩大，人工成本、租赁物管费、折旧及摊销等费用相应增加所致；公司财务费用逐年增长，年均复合增长21.65%，主要系融资规模扩大，利息支出增长所致。2016—2018年，公司费用收入比分别为5.58%、5.77%和6.65%，呈小幅上升态势，费用控制能力一般。

从利润构成来看，2016—2018年，公司资产减值损失分别为3.57亿元、3.43亿元和7.22亿元，占公司营业利润的比重分别为9.45%、5.96%和13.67%，对公司利润有一定侵蚀。2018年，资产减值损失大幅增加，主要系公司对长期股权投资、商誉以及可供出售金融资产计提减值准备所致。投资收益、其他收益、营业外收支等对公司利润影响不大。

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率分别为8.57%、9.41%和10.01%，呈逐年上升态势。2016—2018年，公司总资本收益率分别为6.90%、8.18%和6.75%；总资产报酬率分别为6.26%、6.65%和5.66%；净资产收益率分别为12.03%、12.35%和8.79%，均波动下降，主要系利润规模有所

波动所致。与同行业上市公司相比，公司盈利能力指标处于行业较好水平。

表 13 同行业上市公司 2018 年盈利能力指标对比（单位：%）

股票简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
国机汽车	6.18	4.72	7.72
中升控股	9.21	12.28	21.30
庞大集团	0.64	-9.60	-62.48
正通汽车	11.98	6.80	10.96
广汇汽车	10.01	5.66	8.79

资料来源：Wind

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 373.01 亿元，较上年同期减少 5.49%，实现净利润 9.75 亿元，较上年同期减少 26.86%，归属母公司所有者的净利润 8.01 亿元。

总体来看，近三年，公司营业收入逐年增长，但费用控制能力一般，资产减值损失对公司利润造成一定侵蚀，公司整体盈利能力处于行业中等水平。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 10.94%，主要系整车销售规模增长所致；经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 11.47%，主要系整车采购规模增长所致。综上，2016—2018 年，经营活动现金流量净额保持净流入，分别为 33.01 亿元、49.83 亿元和 21.60 亿元。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 120.56%、119.70% 和 121.65%，公司收入实现质量较高，经营活动现金流状况良好。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 83.84%，金额分别为 26.89 亿元、237.43 亿元和 90.88 亿元，主要系公司利用闲置资金对外进行投资的规模有所波动，收回投资收到的现金波动增长所致；公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 1.38%，主要系投资支付的现金波动增长所致。综上，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -124.92 亿元、-48.47 亿元和 -65.15 亿元，持续净流出。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入波动减少，年均复合减少 5.25%；2017 年公司筹资活动现金流入 711.78 亿元，同比增长 6.30%，2018 年公司筹资活动现金流入 589.55 亿元，同比减少 17.17%，主要系 2017 年筹资活动现金流入规模较大使得当年基数较大所致；公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 10.43%，主要系偿债规模增长所致。综上，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 142.36 亿元、107.42 亿元和 -41.76 亿元，由净流入转为净流出。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 -110.26 亿元、投资活动现金流量净额为 64.00 亿元，筹资活动现金流量净额为 51.71 亿元。

总体看，近三年，公司经营活动现金流状况较好，收入实现质量良好；但对外投资支出规模较大，经营活动现金净流入无法满足其持续投资活动现金需求，公司存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 0.99 倍、1.21 倍和 1.12 倍；速动比率分别为 0.75 倍、0.96 倍和 0.85 倍，均呈波动上升趋势；受现金类资产和短期债务规模波动影响，现金短期债务比分别为 0.71 倍、1.08 倍和 0.69 倍，呈波动下降趋势，公司现金类资产对短期债

务的覆盖程度尚可。2016—2018年，公司经营现金流流动负债比率分别为5.15%、7.30%和2.83%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA波动增长，年均复合增长15.38%，主要系利润总额波动增长所致。2018年，公司EBITDA为95.54亿元，同比减少2.88%，其中，折旧和摊销占比18.07%；计入财务费用的利息支出占比26.90%；利润总额占比55.02%；EBITDA以利润总额为主。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为3.70倍、3.91倍和3.72倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；EBITDA全部债务比分别为0.15倍、0.20倍和0.18倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司取得的各类金融机构授信额度合计913.80亿元，尚未使用的授信额度373.28亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年3月底，公司对外担保余额0.38亿元，对外担保对象均为下属子公司客户分期业务。根据分期贷款协议的规定，购车人以其所购车辆作为抵押的同时，由公司为其提供担保。公司对外担保主要来自业务经营，或有负债风险较低。

截至2019年3月底，公司不存在重大未决诉讼及仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10210211029483601），截至2019年4月19日，公司未结清和已结清信贷信息中，均不存在不良类或关注类记录。

总体看，公司偿债能力指标表现尚可，同时考虑到公司融资渠道畅通、未使用银行授信规模较大、过往债务履约情况良好及行业地位领先等因素，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2019年3月底，公司全部债务575.95亿元。本期拟发行的公司债券额度为10.00亿元，相对于公司全部债务规模而言，影响较小。

以2019年3月底的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为10.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别为65.76%、55.46%和30.73%，分别较发行前上升了0.25个百分点、0.43个百分点和1.03个百分点，债务负担小幅加重。本期债券的发行对公司整体债务负担有一定影响，但有利于公司改善债务结构。考虑到本期债券募集资金中部分将用于偿还到期的公司借款，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以2018年的财务数据为基础，公司EBITDA为本期债券发行额度（10.00亿元）的9.55倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度高；经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为本期债券发行额度（10.00亿元）的204.42倍和2.16倍，对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为汽车销售领域的知名龙头企业，在行业经验、经营规模、综合服务等方面具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为汽车经销行业龙头企业，近年来不断扩大经营网络，其经营规模、营业收入和利润规模迅速扩大，规模优势明显，经营活动现金流状况良好，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务，综合竞争力得到提高。2017年，公司完成非公开发行股票，资本实力及抗风险能力得到进一步增强。同时，联合评级也关注到当前汽车产销增速下降，公司整车销售业务采购议价能力较弱，汽车销售毛利率较低，公司部分房屋土地存在瑕疵，货币资金受限比重高，大额预付款项和存货对资金占压显著，商誉规模较大且存在一定的减值风险，整体债务负担较重且到期债务集中度较高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司对外收购项目的深化整合，经营网络的不断扩大，以及汽车维修养护、保险代理、二手车代理、租赁等后市场业务的不断扩大，公司经营状况将保持良好，综合实力有望提高，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 2 广汇汽车服务集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,120.04	1,352.99	1,414.93	1,364.59
所有者权益 (亿元)	287.88	442.77	461.85	470.67
短期债务 (亿元)	305.52	301.22	367.43	377.16
长期债务 (亿元)	165.92	203.10	163.41	198.79
全部债务 (亿元)	471.44	504.32	530.84	575.95
营业收入 (亿元)	1,354.22	1,607.12	1,661.73	373.01
净利润 (亿元)	30.49	45.11	39.74	9.75
EBITDA (亿元)	71.76	98.37	95.54	--
经营性净现金流 (亿元)	33.01	49.83	21.60	-110.26
应收账款周转次数 (次)	56.22	51.84	56.14	--
存货周转次数 (次)	8.33	8.87	7.89	--
总资产周转次数 (次)	2.42	1.30	1.20	0.27
现金收入比率 (%)	120.56	119.70	121.65	122.57
总资本收益率 (%)	6.90	8.18	6.75	--
总资产报酬率 (%)	6.26	6.65	5.66	--
净资产收益率 (%)	12.03	12.35	8.79	2.09
营业利润率 (%)	8.57	9.41	10.01	10.47
费用收入比 (%)	5.58	5.77	6.65	7.09
资产负债率 (%)	74.30	67.27	67.36	65.51
全部债务资本化比率 (%)	62.09	53.25	53.47	55.03
长期债务资本化比率 (%)	36.56	31.45	26.13	29.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.70	3.91	3.72	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.20	0.18	--
流动比率 (倍)	0.99	1.21	1.12	1.21
速动比率 (倍)	0.75	0.96	0.85	0.89
现金短期债务比 (倍)	0.71	1.08	0.69	0.51
经营现金流动负债比率 (%)	5.14	7.30	2.83	-16.49
EBITDA/本期发债额度 (倍)	7.17	9.84	9.55	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 2019 年 1 季度数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广汇汽车服务集团股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广汇汽车服务集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广汇汽车服务集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广汇汽车服务集团股份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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广汇汽车服务集团股份有限公司的相关状况，如发现广汇汽车服务集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广汇汽车服务集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广汇汽车服务集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广汇汽车服务集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇一九年八月十五日

信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]318 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对广汇汽车服务集团股份有限公司和其拟发行的“广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）”信用状况进行综合分析和评估，确定广汇汽车服务集团股份有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，债券信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年五月二十一日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与广汇汽车服务集团股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与广汇汽车服务集团股份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。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广汇汽车服务集团股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受广汇汽车服务集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 5 月 21 日

广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行 2019年公司债券（第二期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】318号

评级结果

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA+

债券概况

注册额度：40 亿元

本期发行金额：不超过 10 亿元

本期债券期限：3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付

募集资金用途：补充营运资金、偿还到期的公司借款

评级时间

2019 年 5 月 21 日

评级小组负责人

曹洋洋 

评级小组成员

郭哲彪 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对广汇汽车服务集团股份有限公司（以下简称“广汇汽车”或“公司”）的经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司是我国最大的汽车经销商，近年销售收入和毛利润均快速增长，汽车销售数量和市场占有率居于行业首位；公司建立了覆盖我国大部分省、自治区和直辖市的全国性汽车经销网络，近年通过收购和新建门店网络布局和品牌结构不断优化，经营效率不断提升；受益于销售网点扩张，客户基数扩大，公司维修服务和佣金代理业务收入和毛利润逐年增长，毛利率处于较高水平；公司是我国最大的汽车融资租赁供应商，近年融资租赁车次不断增长，业务获利能力强；2017 年公司非公开发行股票募集资金，资本实力有所增强。

同时，东方金诚也关注到，2018 年我国汽车销量出现负增长，受此影响经销商库存压力较高；公司整车销售业务的利润来源于购销差价和厂家返利，获利空间较小，毛利率水平低，且结算方式对自有资金占用规模较大；受市场竞争影响，公司融资租赁业务收息率近年有所下滑；公司资产构成中商誉占比较高，存在一定的资产减值风险；公司有息债务规模较大，债务结构以短期有息债务为主。

综合考虑，东方金诚评定广汇汽车主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，本期债券到期不能偿还的风险很低。

评级结果

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA+

债券概况

注册额度：40 亿元

本期发行金额：不超过 10 亿元

本期债券期限：3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付

募集资金用途：补充营运资金、偿还到期的公司借款


评级时间

2019 年 5 月 21 日

评级小组负责人

曹洋洋 

评级小组成员

郭哲彪 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	1119.60	1352.46	1414.93	1364.59
所有者权益 (亿元)	287.55	442.37	461.85	470.67
全部债务 (亿元)	698.82	765.65	808.42	772.71
营业收入 (亿元)	1354.22	1607.12	1661.73	373.01
利润总额 (亿元)	39.76	57.47	52.57	12.55
EBITDA (亿元)	71.75	98.36	95.54	-
营业利润率 (%)	8.57	9.41	10.01	10.47
净资产收益率 (%)	10.58	10.18	8.60	-
资产负债率 (%)	74.32	67.29	67.36	65.51
全部债务资本化比率 (%)	70.85	63.38	63.64	62.15
流动比率 (%)	99.00	120.51	112.05	120.57
全部债务/EBITDA (倍)	9.74	7.78	8.46	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.70	3.91	3.72	-
EBITDA/本期债券发行额 (倍)	7.17	9.84	9.55	-

注：数据基于公司 2016 年~2018 年经审计的合并财务报告及 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表；本期发债额度按 10.00 亿元计算。

评级结果

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA+

债券概况

注册额度：40 亿元

本期发行金额：不超过 10 亿元

本期债券期限：3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付

募集资金用途：补充营运资金、偿还到期的公司借款

评级时间

2019 年 5 月 21 日

评级小组负责人

曹洋洋 

评级小组成员

郭哲彪 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

优势

- 公司是我国最大的汽车经销商，近年销售收入和毛利润均快速增长，汽车销售数量和市场占有率居于行业首位；
- 公司建立了覆盖我国大部分省、自治区和直辖市的全国性汽车经销网络，近年通过收购和新建门店网络布局和品牌结构不断优化，经营效率不断提升；
- 受益于销售网点扩张，客户基数扩大，公司维修服务和佣金代理业务收入和毛利润逐年增长，毛利率处于较高水平；
- 公司是我国最大的汽车融资租赁供应商，近年融资租赁车次不断增长，业务获利能力强；
- 2017 年公司非公开发行股票募集资金，资本实力有所增强。

关注

- 2018 年我国汽车销量出现负增长，受此影响经销商库存压力较高；
- 公司整车销售业务的利润来源于购销差价和厂家返利，获利空间较小，毛利率水平低，且结算方式对自有资金占用规模较大；
- 受市场竞争影响，公司融资租赁业务收息率近年有所下滑；
- 公司资产构成中商誉占比较高，存在一定的资产减值风险；
- 公司有息债务规模较大，债务结构以短期有息债务为主。

主体概况

广汇汽车服务集团股份公司（以下简称“广汇汽车”或“公司”）主要从事乘用车经销、售后服务以及乘用车衍生品业务。控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称“广汇实业”），实际控制人为自然人孙广信。

广汇汽车前身为成立于1999年7月30日的美罗药业股份有限公司（以下简称“美罗药业”），由美罗集团有限公司（以下简称“美罗集团”）与其他四位发起人共同发起设立，初始注册资本为9720.50万元。2000年10月12日，美罗药业股份有限公司在上海证券交易所成功上市，股票代码“600279”，股票简称“美罗药业”。2015年6月，美罗药业以其评估截止日（截至2014年6月30日）除可供出售金融资产及相应的递延所得税负债外的全部资产和负债以及发行股票的方式与广汇实业等七位股东合计持有的广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“广汇汽车有限”）100.00%的股权进行置换。交易完成后，公司持有广汇汽车有限100%的股权，名称变更为广汇汽车服务股份公司，股票简称变更为“广汇汽车”，公司控股股东变更为广汇实业。2019年5月6日，公司名称变更为现名。经数次增发，截至2019年3月末，公司总股本为81.84亿股，广汇实业持有公司32.64%的股份，孙广信持有广汇实业50.06%的股权，为公司实际控制人。

2016年6月，公司收购香港上市公司宝信汽车集团有限公司（后更名为“广汇宝信汽车集团有限公司”，以下简称“广汇宝信”）75%的股份，成为广汇宝信的控股股东。收购完成后，公司位于长三角、东北及华东、华北等广大东部地区的网点大幅增加，且网点中豪华品牌及超豪华品牌占比上升。目前公司是中国最大的乘用车经销与服务集团和中国最大的乘用车融资租赁提供商。截至2019年3月末，公司共拥有汽车销售门店838个，2018年实现融资租赁辆次23.03万台。

截至2019年3月末，公司资产总额为1364.59亿元，所有者权益为470.67亿元，资产负债率为65.51%。2018年和2019年1~3月，公司分别实现营业收入1661.73亿元和373.01亿元；利润总额为52.57亿元和12.55亿元。

债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司经过中国证券监督管理委员会“证监许可[2018]1708号”文核准面向合格投资者公开发行面额总值不超过人民币40亿元（含40亿元）的公司债券。其中“广汇汽车服务股份公司公开发行2019年公司债券（第一期）”已于2019年1月29日发行，发行金额10亿元，票面利率7.50%。本次公司拟发行“广汇汽车服务集团股份公司公开发行2019年公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），发行金额不超过人民币10.00亿元，债券期限3年，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券在存续期内采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，公司拟使用不超过 5 亿元补充营运资金，使用剩余募集资金偿还到期的公司借款。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4% 大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显

现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多增。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业分析

公司主营汽车销售和服务业务，所属行业为汽车经销行业。

汽车经销行业

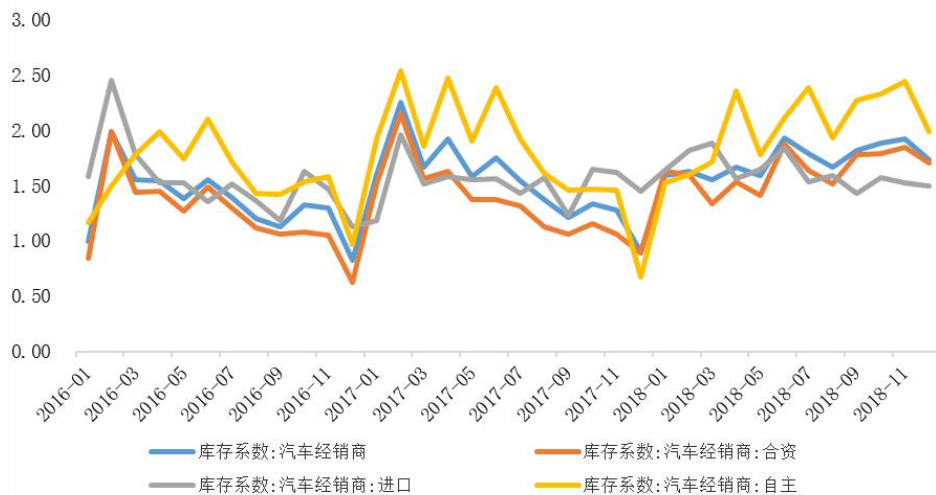
2018 年我国汽车销量出现负增长，受此影响经销商库存压力较高

由于购置税优惠政策退出以及整体经济下行，2018 年我国乘用车销量出现负增长。2018 年我国乘用车销量 2370.98 万辆，同比下滑 4.08%，其中 9 月至 12 月每月销量同比下滑幅度均超过 10%。受此影响，2018 年以来，我国汽车经销商库存系数持续位于高位。根据中国汽车流通协会的统计，2018 年全年汽车经销商库存系数都保持在 1.50 以上，其中自主品牌的库存系数有 6 个月超过 2.00。

2018 年，我国汽车产量为 2387.90 万辆，同比下降 5.33%，在 2019 年经济继续放缓的经济预期下，各整车厂商预计仍将减少整车生产量，经销商库存压力将有所好转。从 2018 年四季度以来，各厂商以已调整生产计划，10 月~12 月乘用车产量同比分别减少 1.04%、3.37%和 5.15%。整车厂商减少排产在一定程度上缓解了经销商的提车压力，2018 年 12 月经销商库存系数从 11 月的 1.92 下降至 1.73。

从中长期来看，2016 年我国汽车千人保有量为 140 辆，与美国的 797 辆，日本的 591 辆以及韩国的 376 辆还有较大的差距，我国汽车消费市场未来还有很大的增长空间。

图 1：2016 年~2018 年我国汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，东方金诚整理

我国汽车经销商营业收入不断增加，大型经销商集团盈利能力强于小型经销商，行业集中度持续提高

2011 年以来，我国汽车市场发展迅猛，汽车经销行业收入不断增长。根据中国汽车流通协会统计，受益于汽车需求回暖，2017 年全国汽车经销商百强实现营业收入 16420 亿元，同比增加 9.52%；实现毛利率 9.10%，同比上升 3.90 个百分点。截至 2017 年末，我国已形成 1 家 1000 亿级、7 家 500 亿级和 38 家 100 亿级的大型汽车经销商集团。2017 年汽车经销商排名前十销售总额达 6786.72 亿元，占百强总销售额的 41.33%。以销量来看，2009 年至 2017 年百强经销商的市场占有率由 14.40% 上升至 34.30%，集中度持续提高，且行业整合仍存在较大空间。未来大型经销商规模及影响力将进一步提升，盈利能力也有望持续向好。

图 2：2011 年~2017 年全国汽车经销商百强企业经营数据



资料来源：中国汽车流通协会，东方金诚整理

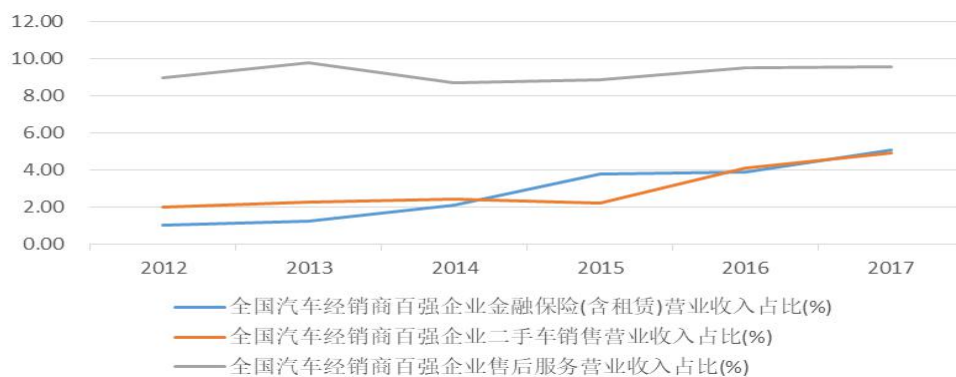
近年来，汽车后市场服务业务收入及占比逐年增长，成为汽车经销商新的盈利增长点

由于产能逐步饱和，市场由原先的供应驱动转向由终端消费者需求驱动的阶段，加之汽车品牌产品之间竞争加剧，导致终端经销商新车销售价格和新车利润逐步下滑。经销商利润来源的重心从新车销售逐步过渡到与汽车全生命周期相关的服务，售后服务的地位不断提高。

2017 年，全国汽车百强经销商金融保险及租赁营业收入占比为 5.10%，较 2016 年的 3.90% 增加 1.20 个百分点；同期，全国汽车百强经销商二手车销售业务收入占比为 4.90%，较 2016 年 4.10% 增加 0.80 个百分点；同期，全国汽车百强经销商售后服务营业收入占比 9.60%，较 2016 年 9.50% 上升 0.10 个百分点。

汽车后市场服务业务收入虽然在汽车经销商的营业收入中占比较低，但其利润空间较大，毛利率水平在 50% 以上，创造利润能力较强，成为汽车经销商新的盈利增长点。

图 3：2012 年~2017 年全国汽车经销商百强企业汽车后市场服务业务数据



资料来源：中国汽车流通协会，东方金诚整理

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来源于整车销售及汽车维修服务等后市场业务，近年主营业务收入、毛利润均呈逐年上升态势

公司主要从事整车销售以及汽车维修、汽车融资租赁及佣金代理等后市场业务。2016年~2018年，公司营业收入分别为1354.22亿元、1607.12亿元和1661.73亿元，2018年受汽车行业整体景气度下行影响，收入增速放缓。从收入结构来看，整车销售业务是公司收入的主要来源，占营业收入比重在85%以上。

表 1：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
整车销售	1200.25	88.63	1405.75	87.47	1426.71	85.86	317.57	85.14
维修服务	104.43	7.71	132.06	8.22	152.33	9.17	35.79	9.60
佣金代理	28.84	2.13	45.84	2.85	54.26	3.27	12.95	3.47
汽车租赁	16.98	1.25	19.44	1.21	23.29	1.40	5.68	1.52
其他	3.72	0.27	4.02	0.25	5.14	0.31	1.01	0.27
合计	1354.22	100.00	1607.12	100.00	1661.73	100.00	373.01	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司毛利润分别为119.78亿元、156.21亿元和171.33亿元，毛利率分别为8.84%、9.72%和10.31%，均逐年增长。公司整车销售业务毛利率低，维修服务、佣金代理等毛利率较高的汽车后市场业务对公司毛利润贡献较大。2018年，整车销售、维修服务和佣金代理业务分别贡献了32.15%、31.77%和24.49%的毛利润，维修服务和佣金代理业务已成为公司毛利润的主要来源。

表 2：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司毛利润、毛利率构成情况

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
整车销售	48.50	4.04	54.05	3.85	55.08	3.86	14.08	4.44
维修服务	35.00	33.51	49.48	37.47	54.43	35.73	11.86	33.14
佣金代理	22.38	77.59	36.46	79.53	41.96	77.33	10.00	77.28
汽车租赁	11.82	69.64	14.13	72.65	17.01	73.03	4.03	70.88
其他	2.08	55.76	2.09	51.91	2.86	55.60	0.31	30.74
合计	119.78	8.84	156.21	9.72	171.33	10.31	40.29	10.80

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年1~3月，公司实现营业收入373.01亿元，同比增长减少5.49%；毛利润为40.29亿元，同比减少2.59%；毛利率为10.07%，同比上升0.31个百分点。

整车销售业务

公司是我国最大的汽车经销商集团，近年整车销量、销售收入和毛利润持续增长，汽车销售数量和市场占有率居于行业首位

公司是我国最大的汽车经销商，门店数量、汽车销量、市场占有率和销售金额均

居行业首位。根据中国汽车流通协会发布的百强经销商集团数据，2017年，公司市场占有率为4.45%，是我国唯一一家营业收入超过千亿规模的汽车经销商。截至2018年末，公司拥有门店839家（其中包含4S店777家），汽车销量为118.44万辆（含二手车）。2016年~2018年，公司整车（不含二手车）销量分别为82.49万辆、88.12万辆和88.17万辆；销售收入分别为1200.25亿元、1405.75亿元和1426.71亿元；毛利润分别为48.50亿元、54.05亿元和55.08亿元。公司连续三年在中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商集团百强排行榜”中位列第一，规模优势显著。

表 3：2017 年中国汽车经销商前十排名

单位：亿元、辆、%

排名	集团名称	营业收入	全年销售台次 ¹	市场占有率 ²
1	广汇汽车服务集团股份有限公司	1607.12	1100261	4.45
2	中升集团控股有限公司	862.90	379565	1.54
3	利星行汽车有限公司	801.10	205861	0.83
4	庞大汽贸集团股份有限公司	704.85	495900	2.01
5	上海永达控股（集团）有限公司	625.78	206823	0.84
6	恒信汽车集团股份有限公司	515.81	274134	1.11
7	国机汽车股份有限公司	502.40	156222	0.63
8	大昌行集团有限公司	422.19	124388	0.50
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	387.41	242000	0.98
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	357.16	139297	0.56

资料来源：中国汽车流通协会，东方金诚整理

公司建立了覆盖我国大部分省、自治区和直辖市的全国性汽车经销网络，近年通过收购和新建门店网络布局和品牌结构不断优化，经营效率不断提升

公司近年通过收购和新建门店，营业网点数量快速上升，已形成了覆盖我国28个省、自治区和直辖市的全国性的汽车经销网络。截至2018年末，公司已有839家门店。其中，公司自有物业门店567家，建筑面积270.14万平方米；租赁物业门店272家，建筑面积125.76万平方米。

表 4：2015 年~2018 年公司 4S 店扩张情况

单位：家

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
收购 4S 店数量	77	167	52	33
新建 4S 店数量（含升级改造）	13	25	19	12
关闭 4S 店数量	2	16	8	5
期末 4S 店保有总量	498	674	737	777

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从区域分布来看，公司通过对行业内汽车经销商平台实施收购整合³使公司经销网络由中西部向全国扩张，网络布局不断优化。2016年~2017年，公司主要在江苏、

¹ 含二手车销售量。

² 市场占有率按销售汽车总辆次计算。

³ 近年主要收购整合经销商包括宝信汽车、大连荣尊、贵州华通、江西运通及云南中致远等。

浙江、北京、上海以及广东等经济较发达地区增加门店 83 家，占新增门店总数的 32.17%。同时由于中西部地区普遍未执行汽车限购政策，公司继续加大对中西部城市的布局，截至 2018 年末，公司西北大区门店数量上升至 189 家。

表 5：2015 年~2018 年公司 4S 店品牌分布情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
超豪华及豪华品牌	65	175	195	221
中高端品牌	407	471	512	523
其他品牌	26	28	30	33
合计	498	674	737	777

单位：家

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从品牌来看，公司近年收购⁴和新建门店以超豪华及豪华品牌和中高端品牌为主，品牌结构有所优化。目前公司经销品牌涵盖奔驰、奥迪、一汽大众、上海大众、雷克萨斯、沃尔沃、通用别克、丰田、本田和东风日产等 50 多个汽车品牌。其中，中高端品牌及以上的整车销售收入占有所有整车销售收入的 90%以上。截至 2018 年末，公司门店中超豪华及豪华品牌门店共 221 家，中高端品牌公司 523 家。公司近年不断优化网点布局和品牌结构，近三年公司单店销量和单位面积销量虽逐年减少，但单车收入和单车毛利润有所增加，且单店收入和坪效有所提升。

表 6：2016 年~2018 年公司门店经营情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
单车收入（万元）	14.95	15.95	16.18
单车毛利润（元）	5879.34	6133.43	6247.38
网点数量（个）	733	800	839
建筑面积（万平方米）	339.63	371.37	395.90
单店收入（万元）	16374.45	17571.84	17004.90
单店销量（辆）	1125.41	1101.55	1050.84
坪效（元/平方米）	35339.84	37853.00	360037.17
单位面积销量（辆/万平方米）	2428.88	2372.93	2226.96

资料来源：公司提供，东方金诚整理

为应对电商对汽车消费行业的冲击，公司在传统汽车经销模式的基础上与阿里巴巴集团控股有限公司（以下简称“阿里”）进行战略合作，探索“新零售”销售模式。公司的线上销售商品包括库存车的网络销售和定制车的网络销售，其中库存车销售阿里平台主要发挥信息推送的作用；定制车销售是指客户在网络平台选择相应的车型（主要是公司买断车型），系统根据客户所在区域派单到相应的 4S 店交车。收款方面，公司在所有 4S 店装备支付宝 POS 收款装置，经销商处的收款将通过支付宝 POS 机直接汇入公司总部账户。截至 2018 年末，公司新零售网络已铺设全国 700 多家门店。在 2018 年天猫双十一活动中，新零售项目上线 33 款产品，获得线上浏览量 130

⁴ 2016 年 6 月 27 日，公司完成了对宝信汽车的收购，宝信汽车主要从事宝马、捷豹路虎、玛莎拉蒂、法拉利等高端和豪华品牌的乘用车销售，同时是最大的宝马品牌经销商。2016 年，宝信汽车豪华及超豪华品牌的整车销售收入占其总收入的 81.03%（该数据口径为广汇宝信 2016 年年报披露数据）。

余万次，总成交量 3 万余台。

整车销售业务的利润来源于购销差价和厂家返利，结算方式对自有资金有一定占用

在整车销售业务中，公司的利润来源主要包括购销差价及厂家的返利。在购销定价方面，公司各经销网点分别依据其与品牌厂家签署的授权合同以及年度政策标准价格向厂家采购新车（依据厂家公布的价格通知），而售价则由公司与消费者共同协商确定。公司在定价方面会综合权衡新车指导价与新车采购价格之间的新车毛利、所在市场的同等级产品的供给需求、经销网点自身成本结构及厂家返利等因素。各区域每月均会向下属 4S 店发布相应销售指导价格，每家 4S 店根据自身的成本及盈利对最低价格进行授权控制。

在返利方面，厂家的返利政策因厂商、车型和不同时段均有所不同，一般可以分为固定返利和临时返利。其中固定返利包括购车返利、销售返利等，临时返利则根据市场情况存在较大差异。厂商的返利主要根据对各经销商的评价打分情况确认，评价打分因素主要包括销售目标达成率、客户满意度、市场占有率、售后服务、业务系统分、增值业务以及市场推广等。返利发放主要通过经销商下次购车的成本扣减为主，现金返利较少。

在结算方面，按照行业惯例，公司订购车辆采用现金、票据或厂商金融的方式进行预付货款。若以现金和票据采购，公司在购车时需要先向厂家支付全额车款。厂商金融主要是汽车厂家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，车辆在经销商出库后必须付款，且公司需在厂家指定账户留存一定金额的厂商金融保证金。整车订购的结算方式导致公司日常运营中资金占用金额较大，且占用时间较长。

表 7：2016 年~2018 年公司整车采购支付方式情况

单位：%

指标	2016 年	2017 年	2018 年
票据占比	51.46	42.66	46.69
厂家金融占比	17.82	20.31	21.67
电汇占比	30.72	37.03	31.64

资料来源：公司提供，东方金诚整理

维修服务

受益于销售网点扩张，客户基数扩大，公司维修服务业务收入和毛利润逐年增长，毛利率处于较高水平，公司通过提升管理效率和创新服务提升客户粘性，增强市场竞争力

公司的维修服务业务主要通过 4S 店展开，近年随着网点不断扩张，维修进场台次逐年上升，业务收入和利润随之快速增长，是公司利润的第二大来源。2017 年，毛利率相对较高超豪华及豪华品牌占比提升，维修服务业务整体毛利率有所上升。

表 8：2016 年~2018 年公司售后服务业务经营情况

单位：万台、亿元、%

指标	2016 年	2017 年	2018 年
维修进场台次	661.34	718.03	803.08
业务收入	104.43	132.06	152.33
业务毛利润	26.91	49.48	54.32
业务毛利率	30.84	37.47	35.73

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司所有 4S 店均设有服务车间，配备经过生产厂商培训的专业维修团队，能够提供高质量的车辆维修养护服务。公司的维修服务可以分为汽车大修、汽车小修和常规的维修养护服务。在新车销售时，一般 4S 店与客户按生产商要求的条款在销售合同内写明维修养护范围，在一定的养护期内由 4S 店向客户免费提供维修养护服务，并由生产商向 4S 店补偿该部分费用。因此，一般情况下免费养护期内客户的留存率较高，免费养护期后客户则会出现部分流失。

为了提高客户留存率，公司一方面通过 ERP 系统优化售后管理，另一方面不断开展创新项目，包括车辆高性能保养、GH60 快保、损伤零件修复等，提升客户满意度。公司近年推出“基础保养卡”方案，满足客户对保养价格的需求，绑定了大量客户。此外，2019 年三项国家标准正式实施，对于汽车售后服务进一步规范，有利于提升诸如公司一类的大型经销商下属 4S 店在维修服务方面的市场竞争力⁵。

在价格方面，公司向客户收取的维修服务费用包括配件和工时两部分。其中不同品牌的工时定价一般由厂商制定，随着品牌定位的不同存在差异，但同品牌之间具有统一性。而配件则分为原厂配件和集采配件，定价有所不同，其中原厂配件的售价由厂商制定。2017 年，新的汽车销售管理办法的出台，办法中规定 4S 店可以承接代理品牌以外的车辆维修，零配件进货渠道不仅限于主机厂，也可以使用同质件。这些规定削弱了主机厂对 4S 店的业务限制，有利于提升 4S 店在维修服务领域的价格竞争力。

佣金代理

佣金代理服务是整车销售的常规衍生业务，毛利率高，受益于整车销量和客户基数上升近年收入和利润逐年增长

公司的佣金代理服务主要包括融资代理服务、保险代理服务、延保代理服务和二手车交易代理服务。融资代理服务主要是通过自身销售平台为购买新车和二手车的客户提供相关汽车金融公司和商业银行的融资产品代办服务，代办服务完成后向汽车金融公司和商业银行收取佣金，佣金比例视不同车型、融资办理的期限、融资费率的不同有所区别。保险代理业务则是公司为客户提供汽车保险业务的咨询、出单及其他服务，公司向保险公司收取佣金。延保代理服务是公司专业的第三方延保供应商合作，为客户提供超过原厂保修期限的汽车保修服务，同时向延保供应商收取佣金。

上述代理服务均以公司自身销售平台和客户基数为基础进行，是公司整车销售的

⁵ 2018 年 9 月，中国汽车流通协会发布公告称《汽车售后服务规范》《汽车售后服务评价规范》《汽车售后零配件市场服务规范》三项国家标准正式发布。上述三项国家标准将于 2019 年 4 月正式实施，对汽车服务企业的服务流程、人员素质和环保要求等方面均有更为细致的规范。

常规衍生业务。2018年，公司新车首保率为74%，续保率为70.20%，延保渗透率为24.60%。随着公司整车销售数量和客户基数不断扩张，公司佣金代理服务收入和利润也相应大幅增长。2016年~2018年及2019年1~3月，公司佣金代理业务收入分别为28.84亿元、45.84亿元、54.26亿元和12.95亿元。同期，毛利润保持相似态势，分别为22.38亿元、36.46亿元、41.96亿元和10.00亿元。公司佣金代理服务的主要成本为人工成本，成本相对较低，毛利率较高。2016年~2018年及2019年1~3月，佣金代理业务的毛利率分别为77.59%、79.53%、77.33%和77.28%，整体较为稳定。

在二手车方面，公司成立了二手车事业部，在每个区域建立了单独的二手车业务团队，并在重点区域开设了具有统一品牌和形象的二手车交易市场一级独立展厅。公司在全国的门店通过以旧换新的方式以及代理客户寄售的方式获取广泛的二手车源。在线上，公司与阿里巴巴合作，共同推出二手车O2O一体化交易服务中心。在二手车认证方面，一方面公司的4S店是厂商品牌认证二手车代销网点，具有较强的置换能力。另一方面，公司自2013年起向客户提供二手车认证服务，“广汇二手车认证”为国内汽车经销商最早推出的二手车认证体系之一。公司的二手车认证评估师均需要中国汽车流通协会的认证资质方可上岗，团队专业能力较强。除拥有自身的“广汇认证二手车”品牌外，2015年1月公司还与中国汽车流通协会签订了基于国家标准的“行”认证二手车评估资质授权协议。通过为客户提供二手车认证，客户购买的二手车可以享受在公司门店半年或一万公里质保，以增强客户购买意愿，促进二手车交易量。2016年~2018年，公司的二手车的代理交易台次分别为9.00万台、20.33万台和30.27万台。公司按照二手车销售价从经纪佣金中获得收入，一般收取二手车购买价1%~5%的佣金，目前年收入尚不足3亿元，占佣金收入的比重较小，但增速较快。公司的二手车业务对新车销量的依赖性较弱，未来将成为佣金代理业务的主要增长点。

汽车租赁

公司是我国最大的汽车融资租赁供应商，近年融资租赁车次不断增长，业务获利能力强

公司的汽车租赁业务由全资子公司汇通信诚租赁有限公司（以下简称“汇通信诚”）负责运营。2017年，广汇汽车通过定向增发股票募集80亿元资金，其中56亿元通过增资和借款的方式用于支持汽车融资租赁业务⁶，截至2019年3月末，汇通信诚注册资本为35.60亿元。

公司的汽车租赁业务依托4S店服务网络快速发展，已成为我国最大的汽车融资租赁供应商，2018年公司融资租赁辆次达到23.03万辆。目前公司共有融资租赁渠道1100多个，其中自有门店800多个（即公司自有汽车销售门店）。2016年~2018年及2019年1~3月，公司汽车融资租赁业务收入分别为16.98亿元、19.44亿元、23.29亿元和5.68亿元；毛利润分别为11.82亿元、14.13亿元、17.01亿元和4.03亿元，逐年增长；毛利率保持在70%左右，业务获利能力强。

⁶ 公司使用募集资金554066万元对全资子公司广汇有限进行增资，在广汇有限增资资金到位后3个工作日内，由广汇有限向汇通信诚增资140000万元，其余的414066万元以无息借款的方式注入汇通信诚。

表 9：2016 年~2018 年公司汽车租赁辆次及生息资产余额

单位：万辆、亿元

指标	2016 年	2017 年	2018 年
融资租赁辆次	16.58	21.06	23.03
生息资产余额	117.79	162.14	174.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司融资租赁业务风险控制较为严格，净资产对生息资产的保障程度较高

公司汽车租赁业务主要为乘用车融资租赁业务，并含有少量经营性租赁。公司主要采用长租方式，租赁期限一般为 12 个月到 60 个月，平均为 36 个月左右。公司的客户主要为个人消费者，单笔租赁业务金额小，业务集中度很低。根据租赁合同，租赁期满后，租赁车辆归承租方所有。若客户违约，公司将有权收回汽车或采用其他保全措施。公司建立了严格的征信审核标准及完善的风险管理体系，制定了包括催收管理流程、预警管理流程、收车管理流程等在内的多极化车辆预警管理流程。

在对客户资质进行审核定级方面，公司已上线自动审批模型，目前新车自动审批占比达到 70%，审批通过率约为 85%，有效提升客户满意度。在数据使用方面，公司与中国人民银行金融信用信息基础数据库已经实现互通，是中国首家征信直连的全国性融资租赁公司。此外，公司还获取了同盾数据、通讯运营商等相关信息。在收到客户的租赁申请后，公司在系统内对客户信息进行存档和核查（包括但不限于人民银行信用报告核查、人民银行黑名单核查、内部重复申请核查和法院被执行信息查询），并与系统内设置的各种风险规则进行比对，对客户资信情况做出初步评估。单笔金额超过 10 万元的客户，系统在进行风险标记后将转入人工审批。总体而言，公司对融资租赁业务风险控制较为严格，净资产对生息资产的保障程度较高。

表 10：2016 年~2018 年公司融资租赁业务经营指标⁷

单位：倍、%

指标	2016 年	2017 年	2018 年
生息资产/净资产	2.81	2.64	2.58
融资租赁收息率 ⁸	12.32	11.35	11.85
利息支出/平均有息债务 ⁹	7.53	8.27	9.69
不良融资租赁资产率	0.78	0.71	0.87
拨备覆盖率	119.71	121.30	106.81

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司融资租赁业务的盈利模式主要以赚取利差收入为主。在利息收入方面，汽车融资租赁市场竞争激烈，虽然公司拥有 11%左右较高的市场份额，但近年融资租赁收息率仍有所下降，并在 2017 年下降至 11.35%。在资金方面，公司开展融资租赁业务的资金主要来自于自有资金、委托借款及以长期应收融资租赁款为基础资产，通过设立专项管理计划的形式发行的资产支持证券取得的融资¹⁰。2017 年，公司将定向增发

⁷ 表中数据根据汇通信诚经审计的年报计算。

⁸ 融资租赁收息率=融资租赁收入/平均应收融资租赁款（总额）

⁹ 汇通信诚将长期借款的利息费用及手续费计入营业成本，因此利息支出/平均有息债务指标采用营业成本代替利息支出进行估算。

¹⁰ 截至 2019 年 3 月末，上述借款分别计入短期借款和长期借款科目。

中的 56 亿元用于开展融资租赁业务，有利于降低融资租赁业务的资金成本。

企业管理

产权结构

截至2019年3月末，广汇汽车注册资本为82.18亿元，广汇实业持有广汇汽车32.64%的股份，系公司的控股股东，孙广信持有广汇实业50.06%的股权，为公司的实际控制人。恒大集团有限公司持有广汇实业40.96%的股权，为广汇实业的第二大股东。

法人治理和管理水平

公司建立了完善的法人治理结构，设立了股东会、董事会、监事会和经营管理机构。股东大会是公司的权力机构。董事会是公司的经营决策机构，负责执行股东大会的决议，并向股东大会报告工作。董事会由9名董事组成，其中独立董事3人，董事会设董事长1人，可以设副董事长1人。董事由股东大会通过累积投票制进行选举或更换，任期为三年。董事任期届满，可连选连任。监事会是公司的监督机构，由3名监事组成，其中职工监事1人，职工监事由公司职工代表大会民主选举产生。

公司在人员、资产、财务、业务等方面独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司采取“总部-区域-店面”的三层管理模式。对于各经销网点内的任一岗位，都有行政主管和职能主管两个汇报对象，实行双线汇报，在有效保障各岗位专业分工的基础上，最大化实现公司内部的信息共享以及运营与品牌管理、财务、人力资源等关键职能部门的资源灵活调配。同时，公司针对品牌进行统一管理，将区域管理与品牌管理相结合。

公司总部下设14个职能部门，包括董事会办公室、运营与品牌管理部、财务部、内控与审计部、法务部、战略规划部、二手车部、金融与租赁部、信息技术部、资产管理部、资金管理部等部门。公司各个部门分工明确，职责清晰。

发展战略

公司作为国内最大的乘用车经销服务集团、最大的乘用车服务商融资租赁服务提供商及汽车经销商中最大的二手车交易代理服务实体集团，具备广泛的经销网络和客户基础。面对国内乘用车经销服务及融资租赁市场环境的变化，公司在未来的主要战略目标是在夯实现有业务的基础上，进一步加强各项业务的精细化管理水平，深化内部管控，稳健经营。公司在2019年将停止收购的步伐，专注于内生式发展。在现有业务规模基础上，进一步深入挖掘售后及其他衍生业务的增长潜力，实现毛利结构的持续优化。同时，随着新零售业务的推进，在整车销售方面挖掘新的增长点。2019年公司以提高投资回报率为核心目标，要加强现有网点和前期收购项目的快速整合运营能力，将公司的先进管理模式、创新业务推广到新收购店面，最大程度发挥网络协同力，形成整合效应。

财务分析

财务质量

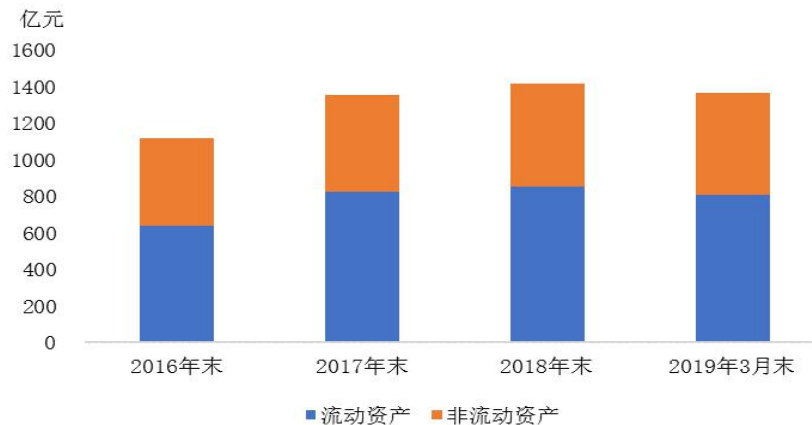
公司提供了2016年~2018年的合并财务报告和2019年1~3月的合并财务报表。普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年~2018年的财务数据分别进行了审计并均出具了标准无保留意见的审计报告。2019年1~3月财务报表未经审计。

资产构成与资产质量

公司近年并购活动较多，资产规模快速增长，资产构成中商誉占比较高，存在一定的资产减值风险

公司资产规模逐年增长，2016年~2018年末及2019年3月末，公司资产总额分别为1119.60亿元、1352.46亿元、1414.93亿元和1364.59亿元。其中，流动资产占比较大，分别为56.83%、60.84%、60.39%和59.07%，资产构成以流动资产为主。

图4：2016年~2018年末及2019年3月末公司资产构成

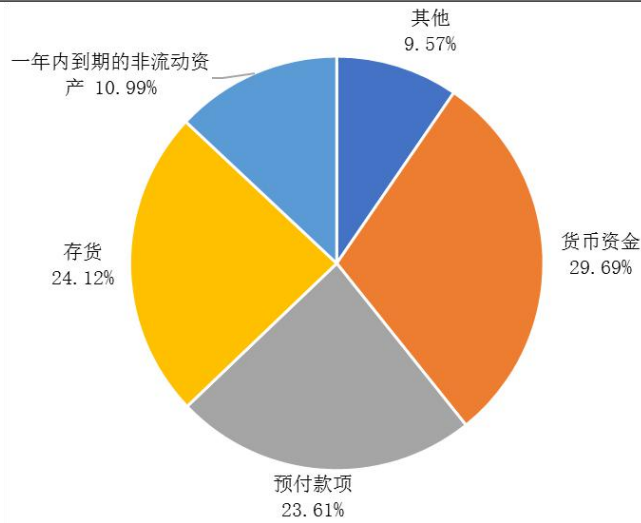


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2016年~2018年末，公司流动资产分别为636.25亿元、822.78亿元和854.81亿元，持续增长。2018年末，公司流动资产中占比较大的科目依次为货币资金、存货、预付款项和一年内到期的非流动资产，占比分别为29.69%、24.12%、23.61%和13.01%，合计占流动资产的90.43%。2019年3月末，公司流动资产为806.08亿元。

图 5：截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司货币资金期末余额分别为 216.41 亿元、324.73 亿元、253.68 亿元和 189.32 亿元。2017 年末，公司账面货币资金大幅增加主要是受 2017 年底公司发行新股募集资金到账影响。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金。2018 年末，货币资金中银行存款占比 44.95%、其他货币资金占比 55.00%。公司的其他货币资金是公司开具银行承兑汇票、申请保函或申请借款所存入的保证金，全部为受限货币资金。2019 年 3 月末，公司货币资金较期初减少了 25.37%，主要是支付大量到期应付票据所致。

公司存货由库存商品、在途物资和少量周转材料构成，库存商品和在途物资主要为整车。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司存货账面价值分别为 154.18 亿元、170.33 亿元、206.10 亿元和 214.06 亿元，随着销售规模的扩大，存货规模逐年上升。2016 年~2018 年，公司存货周转次数分别为 8.41 次、8.94 次和 7.92 次，在 2018 年周转效率有所下降，但仍处于行业平均水平¹¹。

公司预付款项主要是预付整车及零部件款项，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司预付款项账面价值分别为 134.76 亿元、165.26 亿元、201.72 亿元和 206.37 亿元，主要是随着业务规模扩大，预付的购车款和零部件采购款上升。公司预付款项的欠款方主要是整车厂商，集中度较高，2017 年末，预付款项前五名合计占比为 57.39%。

公司一年内到期的非流动资产主要是融资租赁业务产生的一年内到期的应收融资租赁款，近年公司融资租赁业务快速发展，应收融资租赁款金额快速提升，一年内到期的应收融资租赁款相应逐年增加。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 67.30 亿元、90.46 亿元、111.21 亿元的和 111.81 亿元。2018 年末，公司一年内到期的非流动资产共计提坏账准备 1.08 亿元。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他流动资产分别为 7.55 亿元、9.42 亿元、15.57 亿元和 13.62 亿元。公司的其他流动资产主要是待抵扣或预缴税金以及

¹¹ 2016 年~2018 年，wind 汽车及零配件销售行业主要上市公司存货周转率平均值分别为 8.85 次、7.99 次和 7.87 次。

少量理财产品和委托贷款。

2. 非流动资产

2016年~2018年末及2019年3月末,公司非流动资产分别为483.35亿元、529.68亿元、560.41亿元和558.51亿元。截至2018年末,公司非流动资产主要由商誉、固定资产、无形资产和长期应收款构成,分别占非流动资产的33.52%、24.28%、17.59%和14.64%。

公司近年通过收购快速发展,商誉规模较大。2016年~2018年末及2019年3月末,公司商誉账面价值分别为160.70亿元、178.45亿元、187.87亿元和188.28亿元,逐年增长。公司商誉主要来自对广汇宝信以及西北区域、华北区域、北方区域、四川区域和广西区域汽车经销服务公司的收购。截至2018年末,公司商誉共计计提减值准备1.24亿元。

2016年~2018年末及2019年3月末,固定资产账面价值分别为113.37亿元、123.04亿元、136.07亿元和134.25亿元。2018年末,公司的固定资产主要由房屋建筑物和运输工具构成。2018年末,公司尚有账面价值为27.90亿元的房屋建筑物正在办理产权证书。

公司的无形资产主要是土地使用权和特许经营权,2016年~2018年末及2019年3月末,公司无形资产账面价值分别为87.10亿元、87.80亿元、98.55亿元和97.58亿元。同期,公司长期应收款分别为64.28亿元、82.43亿元、82.03亿元和79.31亿元,主要是长期应收融资租赁款。

截至2018年末,公司受限资产共计254.48亿元,占公司总资产的17.99%。其中,受限货币资金为139.54亿元,全部为保证金;受限长期应收款账面价值108.60亿元,主要是作为长期借款的质押物和专项资产管理计划的基础资产;受限固定资产和无形资产账面价值共6.34亿元,主要是作为公司银行借款的抵押物。

资本结构

公司股东权益中资本公积和未分配利润占比较高,2017年公司非公开发行股票募集资金,资本实力有所增强

2016年~2018年末及2019年3月末,公司所有者权益分别为287.55亿元、442.37亿元、461.85亿元和470.67亿元,逐年增长。同期末,归属于母公司股东权益分别为235.66亿元、353.37亿元、370.15亿元和376.82亿元,占比分别为81.96%、79.88%、80.14%和80.06%。

公司所有者权益中,资本公积和未分配利润占比较高,截至2018年末,分别占比29.53%和30.95%。同期末,公司股本占比17.79%。2016年~2018年末及2019年3月末,公司股本分别为55.00亿元、81.44亿元、82.18亿元和81.84亿元。2017年,公司股本大幅增加,一方面是因为实施每10股转增3股的资本公积转增股本方案,实收资本增加16.50亿元。另一方面,公司在2017年非公开发行股票9.94亿股,净募集资金79.41亿元,其中计入实收资本9.94亿元,计入资本公积69.47亿元,公司资本实力有所增强。

2016年~2018年末及2019年3月末,公司资本公积分别为81.53亿元、135.24亿元、136.40亿元和134.76亿元,2017年末大幅增长主要是非公开发行股票所致。

同期末，公司未分配利润分别为 96.80 亿元、122.92 亿元、142.92 亿元和 149.35 亿元。2016 年和 2017 年，公司分别发放现金股利 11.00 亿元和 12.22 亿元。根据公司公告，公司拟向全体的股东按每 10 股派发现金红利 0.15 元（含税）。

2017 年末~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他权益工具账面余额均为 10.02 亿元，是公司于 2017 年 3 月通过信托公司发起设立永续债投资信托项目，募集资金 10 亿元所致。该信托永续债采用固定利率计息，前 2 个计息年度的票面利率为 6.8%，从第 3 个计息年度开始票面利率为 9.8%，无固定期限，利息每季度支付一次。根据该信托永续债的发行条件，公司可全权酌情选择延迟利息分红，可延迟分红次数不受任何限制。

公司有息债务规模较大，债务结构以短期有息债务为主

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额有所增长，分别为 832.04 亿元、910.09 亿元、953.08 亿元和 893.92 亿元；公司流动负债占比较大，分别为 77.24%、75.02%、80.02%和 74.79%。

1. 流动负债

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动负债分别为 642.71 亿元、682.72 亿元、762.62 亿元和 668.57 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成，占比分别为 33.37%、26.41%、23.00%和 6.03%，合计占流动负债比重 88.80%。

公司的短期借款主要由信用借款、抵押借款、保证借款及质押借款构成，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司短期借款分别为 226.04 亿元、174.38 亿元、201.78 亿元和 223.10 亿元，有所波动。2016 年~2018 年末，应付票据分别为 227.38 亿元、261.53 亿元、277.61 亿元。同期，一年内到期的非流动负债分别为 79.48 亿元、126.64 亿元和 145.08 亿元，主要是一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债为 153.74 亿元。公司的其他应付款主要是公司应付的股权收购款、保证金（保险、按揭履约金及二级网点等）和预提费用等。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他应付款分别为 48.03 亿元、51.25 亿元、45.56 亿元和 40.31 亿元。

2. 非流动负债

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动负债分别为 189.34 亿元、227.36 亿元、190.46 亿元和 225.35 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，占比分别为 78.84%和 13.37%。

公司长期借款主要由信用借款、质押借款和资产证券化形成的长期借款构成，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 97.42 亿元、156.65 亿元、133.35 亿元和 168.66 亿元。2017 年末，公司长期借款较上升 60.81%，主要是因为公司经营规模扩大、融资租赁贷款以及中长期并购贷款提款所致。公司的质押借款主要以长期应收的融资租赁款、其他货币资金和公司持有的子公司广汇宝信 67.60%的股权作为质押物。资产证券化形成的长期借款来自子公司汇通信诚发行的资产支持证券，截至 2018 年末，账面余额为 22.30 亿元（16.77 亿元重新划分至一年内到期的非流动负债）。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应付债券账面余额分别为 68.50 亿元、

46.45 亿元、30.05 亿元和 30.13 亿元，近年持续下降主要是部分带有回售性质的公司债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。

表 11：截至 2019 年 3 月末公司发行债券明细

单位：亿元、%

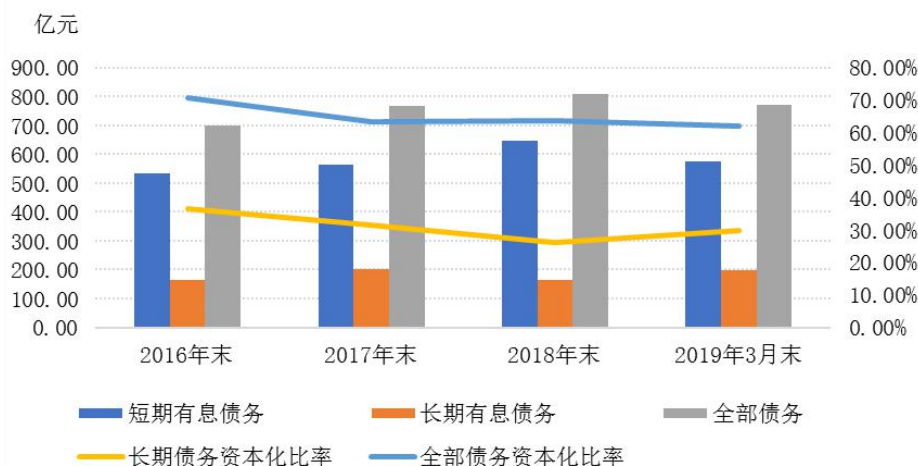
债券券名	起息日	到期日	发行额	存量金额	期限	利率
16 广汇 G1	2016-5-18	2019-5-18	14.00	7.36	2+1 年	利率调整后为 7.3%
16 广汇 G2	2016-7-5	2019-7-5	25.70	7.66	2+1 年	利率调整后为 7.5%
16 广汇 G3	2016-8-3	2019-8-3	10.30	10.30	3 年	6.50%
16 广汇汽车 MTN001	2016-10-25	2019-10-25	7.50	7.50	3 年	4.78%
17 广汇汽车 MTN001	2017-3-14	2020-3-14	7.50	7.50	3 年	6.50%
17 广汇 G1	2017-7-11	2020-7-11	11.70	11.70	2+1 年	7.29%
17 广汇 G2	2017-10-11	2020-10-11	9.45	9.45	2+1 年	7.48%
18 广汇 G1	2018-8-8	2021-8-8	7.00	7.00	3 年	7.30%
18 广汇 G2	2018-9-20	2021-9-20	3.50	3.50	2+1 年	7.20%
18 广汇 G3	2018-12-20	2021-12-20	7.96	7.96	2+1 年	7.20%
18 广汇汽车 MTN001	2018-4-19	2021-4-19	6.00	6.00	3 年	7.39%
18 广汇汽车 SCP005	2018-7-18	2019-4-14	10.00	10.00	270 天	7.20%
18 广汇汽车 MTN002	2018-9-19	2021-9-19	10.00	10.00	2+1 年	7.30%
18 广汇汽车 SCP006	2018-11-15	2019-8-12	6.00	6.00	270 天	7.20%
19 广汇汽车 MTN001	2019-1-28	2022-1-28	4.00	4.00	2+1 年	7.20%
19 汽车 01	2019-1-29	2022-1-29	10.00	10.00	2+1 年	7.50%
19 广汇汽车 SCP001	2019-3-27	2019-12-22	5.00	5.00	270 天	6.80%

资料来源：公司提供，东方金诚整理

3. 债务负担

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司全部债务分别为 698.82 亿元、765.65 亿元、808.42 亿元和 772.71 亿元，债务规模较大；同期末，短期有息债务占比分别为 76.26%、73.47%、79.79%和 74.27%，债务结构以短期有息债务为主。2016 年~2018 年末，公司资产负债率分别为 74.32%、67.29%和 67.36%；公司全部债务资本化比率分别为 70.85%、63.38%和 63.64%。

图 6：2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至 2019 年 3 月末，公司合计对外担保金额约为 0.38 亿元，是公司为客户提供购车分期付款担保业务，根据分期贷款协议的规定，购车人以其所购车辆作为抵押的同时，由本公司为其提供担保。公司对外担保金额不大，目前被担保企业及个人均未出现延期或者未能偿还的情况，或有负债风险较低。

盈利能力

随着经营规模迅速扩张，公司营业收入和利润总额波动增长，2018 年受行业下行影响利润同比略有下滑，但主营业务获利能力仍较强

2016 年~2018 年，公司营业收入分别为 1354.22 亿元、1607.12 亿元和 1661.73 亿元，逐年上升；营业利润率分别为 8.57%、9.41%和 10.01%，公司主营业务获利能力较强。

2016 年~2018 年，公司期间费用分别为 75.46 亿元、92.66 亿元和 110.51 亿元，期间费用率分别为 5.57%、5.77%和 6.65%，2018 年由于财务费用和销售费用上升导致期间费用率上升。公司期间费用中职工薪酬及劳务费和利息支出占比较高，随着公司门店数量上升、债务规模不断增长，上述费用支出不断增加。同期，公司营业利润分别为 38.25 亿元、57.54 亿元和 52.82 亿元；利润总额分别为 39.76 亿元、57.47 亿元和 52.57 亿元，均呈现波动增长。

表 12：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
销售费用	34.37	43.77	52.48	11.92
管理费用	20.78	24.33	27.87	7.24
财务费用	20.31	24.56	30.16	7.30
期间费用合计	75.46	92.66	110.51	26.46
期间费用占营业收入比	5.57	5.77	6.65	7.09

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从资产盈利情况来看, 2016年~2018年, 公司总资本收益率分别为5.00%、5.77%和5.15%, 净资产收益率分别为10.58%、10.18%和8.60%, 2018年受行业景气度下行影响, 总资本收益率和净资产收益率有所下降。

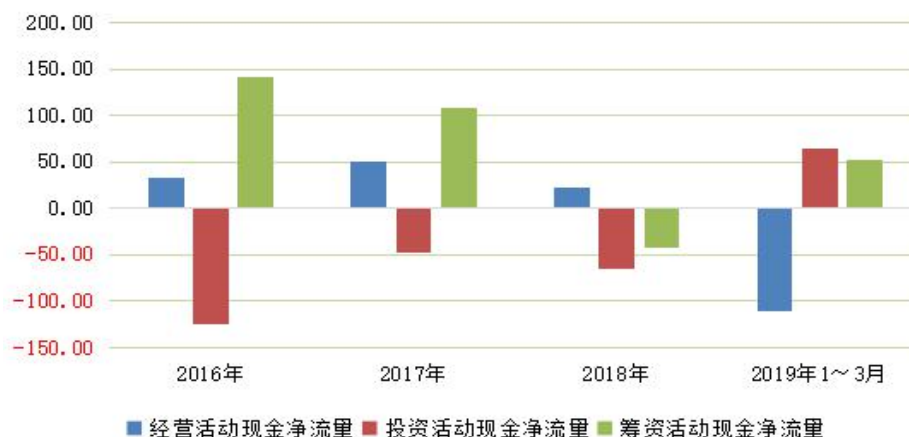
2019年1~3月, 公司营业收入为373.01亿元, 同比减少5.49%; 利润总额为12.55亿元, 同比减少24.35%。

现金流

公司近年经营性净现金流持续为净流入, 经营获现能力较好, 但由于收购活动较多, 投资活动现金流出规模较大, 对外部融资依赖程度较高

2016年~2018年, 公司经营性净现金流分别为33.08亿元、49.87亿元和21.60亿元。公司经营乘用车的销售和服务, 在销售结算方面, 公司整车销售业务中个人销售占比超过90%, 均已现金或电汇方式结算, 主要为现款支付, 部分公司客户(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2个月。2016年~2018年, 现金收入比分别为120.56%、119.70%和121.65%, 公司经营获现能力较好。

图7: 2016年~2018年及2019年1~3月公司现金流情况



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司投资活动的现金流出主要是购买理财产品以及支付收购意向金, 流入主要是赎回理财产品。2016年~2018年, 公司投资活动净现金流持续净流出, 分别为-124.99亿元、-48.50亿元和-65.15亿元, 2016年流出净额较大, 主要是公司收购规模大, 支付投资款所致。

2016年~2018年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为142.36亿元、107.42亿元和-41.76亿元。2016年公司筹资活动现金净流量同比增加167.33亿元, 主要是借款增加所致; 2017年公司通过发行新股和信托永续债吸收投资, 当期筹资活动现金净流量较2016年有所减少。

2019年1~3月, 公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资活动净现金流分别为-110.26亿元、64.00亿元和51.71亿元。公司的结算模式具有季节和周期性特点, 一季度由于购车较多且支付到期票据规模较大, 经营性现金流出规模较大。

偿债能力

2016年~2018年末及2019年3月末，公司流动比率分别为99.00%、120.51%、112.05%和120.57%；速动比率分别为75.01%、95.57%、85.02%和88.55%。2016年~2018年，公司经营现金流动负债比分别为5.15%、7.30%和2.83%。

表 13：2016 年~2018 年及 2019 年 3 月公司偿债能力情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
流动比率 (%)	99.00	120.51	112.05	120.57
速动比率 (%)	75.01	95.57	85.02	88.55
经营现金流动负债比 (%)	5.15	7.30	2.83	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.70	3.91	3.72	-
全部债务/EBITDA (倍)	9.74	7.78	8.46	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016年~2018年，公司 EBITDA 分别为 71.75 亿元、98.36 亿元和 95.54 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 3.70 倍、3.91 倍和 3.72 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 9.74 倍、7.78 倍和 8.46 倍，盈利对利息的保障能力较高。

截至 2019 年 3 月末，公司银行授信总额为 913.80 亿元，已使用授信 540.52 亿元，未使用授信额度 373.28 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 5 月 16 日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录。

截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各期债券均正常付息，到期债券按时兑付。

本期债券偿债能力

本期债券计划发行金额不超过 10.00 亿元，若按 10.00 亿元计算，本期债券发行规模是公司 2019 年 3 月末全部有息债务和负债总额的 1.29%和 1.12%，对公司现有资本结构影响较小。

截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.51%和 62.15%。本期债券发行后，发行金额若按 10.00 亿元计算，公司的负债总额将上升至 903.92 亿元，资产负债率将上升至 65.76%，全部债务资本化比率上升至 62.45%。考虑到本期债券的募集资金拟部分用于偿还到期的公司借款，本期债券发行后公司实际债务压力增幅小于上述指标值。

以公司 2018 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 4.92 倍、97.09 倍、2.49 倍和 0.07 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度较高。

表 14：本期债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/本期发债额度	7.17	9.84	9.55
经营活动现金流入量偿债倍数	166.09	194.19	204.42
经营活动现金流量净额偿债倍数	3.31	4.99	2.16
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-9.19	0.14	-4.35

资料来源：公司提供，东方金诚整理

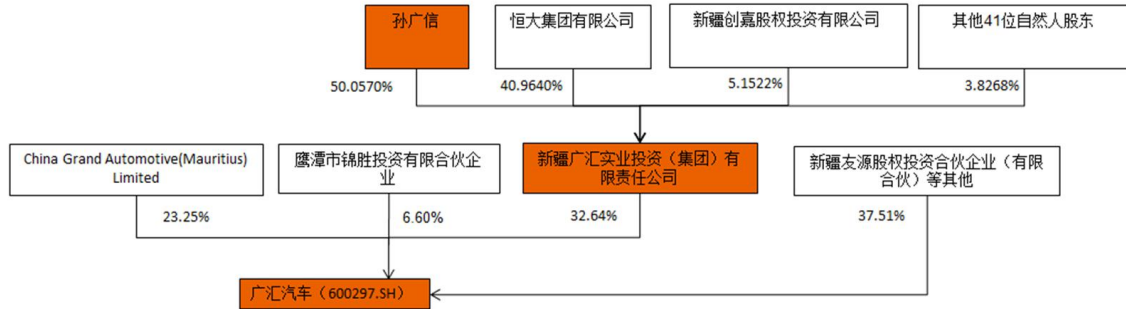
抗风险能力及结论

公司是我国最大的汽车经销商，近年销售收入和毛利润均快速增长，汽车销售数量和市场占有率居于行业首位；公司建立了覆盖我国大部分省、自治区和直辖市的全国性汽车经销网络，近年通过收购和新建门店网络布局和品牌结构不断优化，经营效率不断提升；受益于销售网点扩张，客户基数扩大，公司维修服务和佣金代理业务收入和毛利润逐年增长，毛利率处于较高水平；公司是我国最大的汽车融资租赁供应商，近年融资租赁车次不断增长，业务获利能力强；2017 年公司非公开发行股票募集资金，资本实力有所增强。

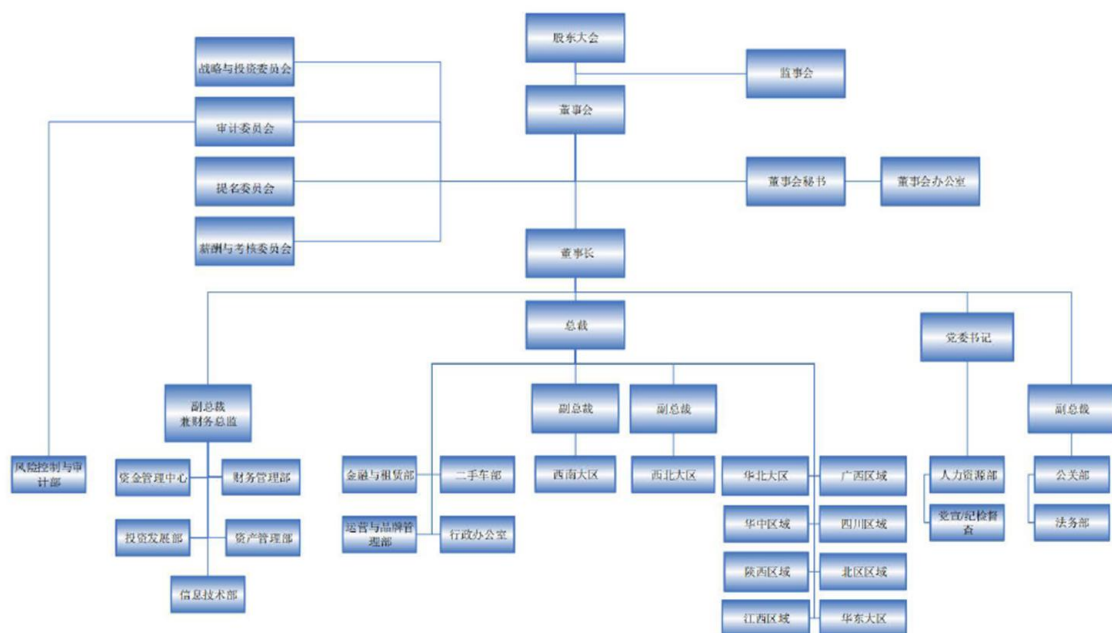
同时，东方金诚也关注到，2018 年我国汽车销量出现负增长，受此影响经销商库存压力较高；公司整车销售业务的利润来源于购销差价和厂家返利，获利空间较小，毛利率水平低，且结算方式对自有资金占用规模较大；受市场竞争影响，公司融资租赁业务收息率近年有所下滑；公司资产构成中商誉占比较高，存在一定的资产减值风险；公司有息债务规模较大，债务结构以短期有息债务为主。

综合考虑，东方金诚评定广汇汽车主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券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。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2019 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年末公司汽车营业网点主要地区分布情况

单位：个、万平方米

地区	自有物业门店		租赁物业门店		合计	
	门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积
西北大区	157	70.19	32	6.96	189	77.15
华北大区	111	51.82	51	31.57	162	83.39
广西区域	64	29.81	23	11.31	87	41.12
陕西区域	54	24.74	17	6.97	71	31.71
西南大区	48	25.50	32	11.45	80	36.95
四川区域	38	20.92	17	9.12	55	30.04
江西区域	34	12.27	24	8.81	58	21.08
北方区域	24	13.77	32	16.61	56	30.38
安徽区域	22	10.52	5	1.42	27	11.94
华东大区	15	10.60	39	21.54	54	32.14
合计	567	270.14	272	125.76	839	395.90

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未审计)
流动资产：				
货币资金	2164125.66	3247316.52	2536849.72	1893167.73
交易性金融资产	10323.29	-	1664.89	30603.40
应收票据	309.29	110.00	4483.97	3344.69
应收账款	310657.99	301859.71	281634.66	277253.01
预付款项	1347567.70	1652566.51	2017174.90	2063717.11
应收利息	2334.41	1906.89	7943.80	10020.16
应收股利	282.00	282.00	282.00	282.00
其它应收款	236617.50	321524.89	366279.26	387458.61
存货	1541803.47	1703335.36	2061033.26	2140594.19
一年内到期的非流动资产	672979.29	904643.36	1112069.21	1118129.91
其他流动资产	75501.07	94246.89	155706.65	136220.88
流动资产合计	6362501.68	8227792.13	8545122.32	8060791.68
非流动资产：				
可供出售金融资产	36142.08	75706.61	72846.89	20204.41
长期应收款	642803.54	824258.58	820308.52	793147.66
长期股权投资	44120.22	62381.83	164260.24	184853.28
投资性房地产	7999.58	7228.81	49215.24	49215.24
固定资产	1133656.03	1230419.89	1360681.60	1342505.04
在建工程	165661.29	117969.61	22688.64	28916.18
其他非流动金融资产	-	-	-	54089.96
无形资产	870950.58	877994.94	985513.25	975757.69
商誉	1607025.61	1784500.92	1878739.54	1882797.18
长期待摊费用	96983.90	98492.61	110445.85	115971.34
递延所得税资产	18682.84	15863.67	24209.09	28800.95
其他非流动资产	209425.36	201994.23	115224.93	108857.54
非流动资产合计	4833451.03	5296811.71	5604133.78	5585116.44
资产总计	11195952.70	13524603.84	14149256.11	13645908.13

附件四：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年3月末 (未审计)
流动负债：				
短期借款	2260447.68	1743814.07	2017813.49	2231004.84
交易性金融负债	-	1978.58	299.55	3254.78
应付票据	2273804.44	2615265.68	2776075.22	1765418.56
应付账款	157735.91	194117.82	167537.50	0.00
预收款项	230304.17	254396.92	256688.31	280789.75
应付职工薪酬	48873.26	51542.92	53394.91	34322.37
应交税费	111504.24	132719.75	121522.20	109321.36
应付利息	65140.94	50555.87	39002.46	52569.89
应付股利	3019.43	3212.56	4466.60	2686.60
其他应付款	480319.24	512523.38	455606.64	403070.65
一年内到期的非流动负债	794774.19	1266426.56	1450792.51	1537386.96
其他流动负债	1160.10	689.65	282968.60	265885.35
流动负债合计	6427083.60	6827243.76	7626167.99	6685711.12
非流动负债：				
长期借款	974170.73	1566522.31	1333537.77	1686599.75
应付债券	685000.00	464500.00	300542.41	301278.89
长期应付款	22796.96	19864.46	7485.78	2099.94
预计负债	792.83	792.83	388.51	388.51
递延所得税负债	164269.05	170541.09	201051.55	200281.74
其他非流动负债	46330.55	51403.41	61601.10	62885.06
非流动负债合计	1893360.11	2273624.10	1904607.12	2253533.89
负债合计	8320443.71	9100867.86	9530775.11	8939245.01
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	550040.07	814430.97	821763.27	818362.48
其他权益工具	-	100187.78	100187.78	100187.78
资本公积	815287.04	1352427.20	1364011.30	1347618.88
减：库存股	-	-	45599.13	24783.17
其他综合收益	-21629.11	-19561.81	-25140.66	-23715.48
盈余公积	44922.16	57032.41	57032.41	57032.41
未分配利润	968029.27	1229152.38	1429200.59	1493474.43
归属母公司股东权益合计	2356649.42	3533668.92	3701455.56	3768177.31
少数股东权益	518859.57	890067.07	917025.43	938485.80
股东权益合计	2875509.00	4423735.99	4618481.00	4706663.12
负债与股东权益合计	11195952.70	13524603.84	14149256.11	13645908.13

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
一、营业总收入	13542226.31	16071152.25	16617299.20	3730094.51
其中：营业收入	13542226.31	16071152.25	16617299.20	3730094.51
减：营业成本	12344456.49	14509093.07	14903957.96	3327184.28
信用减值损失	-	-	-	6897.71
营业税金及附加	37728.76	50204.81	49434.37	12285.23
销售费用	343706.96	437726.66	524790.45	119195.84
管理费用	207784.40	243331.27	278719.48	72440.69
财务费用	203079.55	245558.70	301573.53	72953.30
资产减值损失	35666.17	34336.59	72211.67	914.94
加：公允价值变动收益	-1587.61	-3962.14	9094.23	-843.71
投资净收益	14267.93	13522.02	9082.72	3113.27
资产处置收益	-	-1268.54	3817.31	-1798.23
其他收益	-	16246.99	19630.94	4084.59
二、营业利润	382484.29	575439.47	528236.94	122778.47
加：营业外收入	28018.37	5389.67	7885.52	3299.21
减：营业外支出	12943.53	6081.47	10438.24	604.71
其中：非流动资产处置损失	9949.53	-	-	-
三、利润总额	397559.13	574747.67	525684.22	125472.97
减：所得税	93261.40	124292.39	128291.91	27973.38
四、净利润	304297.73	450455.29	397392.32	97499.60
归属于母公司所有者的净利润	280290.24	388435.82	325741.75	80131.34
少数股东损益	24007.49	62019.47	71650.57	17368.26

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
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	16326651.36	19236623.42	20214902.54	4571976.29
收到税费返还	1971.88	5276.49	1213.10	-
收到的其他与经营活动有关的现金	280306.13	176652.07	225746.75	94484.79
经营活动现金流入小计	16608929.37	19418551.97	20441862.40	4666461.08
购买商品、接受劳务支付的现金	16278164.21	18919878.02	18793400.53	5237219.72
支付给职工以及为职工支付的现金	16278164.21	18919878.02	555038.66	156414.50
支付的各项税费	16278164.21	18919878.02	368797.28	93073.71
支付的其他与经营活动有关的现金	16278164.21	18919878.02	508654.91	282309.51
经营活动现金流出小计	16278164.21	18919878.02	20225891.39	5769017.43
经营活动产生的现金流量净额	330765.16	498673.94	215971.01	-1102556.35
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	99452.66	2149825.86	633891.37	430.00
取得投资收益所收到的现金	5734.19	6814.94	5952.55	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	74240.99	109413.58	194481.84	30259.85
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	13792.30	20336.84	9837.23	1000.00
收到的其他与投资活动有关的现金	74954.97	87555.10	64647.28	703669.16
投资活动现金流入小计	268175.10	2373946.32	908810.27	735359.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	229579.17	256227.32	249343.35	46056.28
投资所支付的现金	119443.22	2185695.00	755544.33	20250.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金	1104657.17	186108.65	405343.87	3217.37
支付的其他与投资活动有关的现金	64405.06	230959.26	150033.69	25809.15
投资活动现金流出小计	1518084.63	2858990.22	1560265.25	95332.80
投资活动产生的现金流量净额	-1249909.53	-485043.90	-651454.98	640026.22
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	269822.81	1245861.59	24783.17	-
取得借款所收到的现金	5304908.69	5371538.12	5336198.92	1420142.37
收到其他与筹资活动有关的现	546402.35	213903.69	117834.94	23958.31

金				
发行债券收到的现金	575000.00	286500.00	533243.00	348575.00
筹资活动现金流入小计	6696133.85	7117803.40	6012060.03	1792675.67
偿还债务所支付的现金	4796934.54	5521020.74	5784050.25	1173224.11
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	205472.42	413410.90	451450.89	51286.45
支付其他与筹资活动有关的现金	270151.46	109159.90	194185.44	51043.85
筹资活动现金流出小计	5272558.42	6043591.55	6429686.58	1275554.41
筹资活动产生的现金流量净额	1423575.43	1074211.86	-417626.55	517121.26
四、汇率变动对现金的影响额	8860.43	-6968.42	1776.60	-30.98
五、现金和现金等价物净增加额	513291.49	1080873.48	-851333.92	54560.15

附件七：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2016年	2017年	2018年
1、净利润	304297.73	450455.29	397392.32
资产减值准备	35666.17	34336.59	72211.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	83292.44	97170.23	104358.45
无形资产摊销	24932.04	30448.91	34651.57
长期待摊费用摊销	22378.85	34232.99	33648.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	5916.41	1268.54	-3817.31
固定资产报废损失	-	-	-
公允价值变动损失（减：收益）	1587.61	3962.14	-9094.23
财务费用	189326.75	247001.23	257028.90
投资损失	-14267.93	-13522.02	-9082.72
递延所得税资产减少	-1001.94	5903.47	-8212.58
递延所得税负债增加	-2803.58	-8914.45	-5473.38
存货的减少	335978.24	-63298.60	-260215.28
经营性应收项目的减少	-341686.65	-546208.84	-555641.79
经营性应付项目的增加	-312851.00	225838.47	168217.24
其他	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	330765.16	498673.94	215971.01
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	911938.64	1992812.12	1141478.20
减：现金的期初余额	398647.15	911938.64	1992812.12
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	513291.49	1080873.48	-851333.92

附件八：主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率 (%)	8.57	9.41	10.01	10.47
总资本收益率 (%)	5.00	5.77	5.15	-
净资产收益率 (%)	10.58	10.18	8.60	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	74.32	67.29	67.36	65.51
长期债务资本化比率 (%)	36.59	31.47	26.13	29.69
全部债务资本化比率 (%)	70.85	63.38	63.64	62.15
流动比率 (%)	99.00	120.51	112.05	120.57
速动比率 (%)	75.01	95.57	85.02	88.55
经营现金流动负债比 (%)	5.15	7.30	2.83	-16.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.70	3.91	3.72	-
全部债务/EBITDA (倍)	9.74	7.78	8.46	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.13	0.00	-0.05	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-4.74	0.05	-1.69	-
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	-	52.48	56.96	-
存货周转次数 (次)	-	8.94	7.92	-
总资产周转次数 (次)	-	1.30	1.20	-
现金收入比 (%)	120.56	119.70	121.65	122.57
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	33.57	12.42	-
净资产年平均增长率 (%)	-	42.12	26.73	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	30.96	10.77	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	45.89	14.99	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	7.17	9.84	9.55	-
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	166.09	194.19	204.42	-
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	3.31	4.99	2.16	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-9.19	0.14	-4.35	-

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	$(1) 2 \text{ 年数据: 增长率} = (\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ $(2) n \text{ 年数据: 增长率} = \left[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券额度	$\text{EBITDA}/\text{本期债券额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

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

附件十：企业主体及公司债券信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

关于广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行 2019年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“广汇汽车服务集团股份有限公司公开发行2019年公司债券（第二期）”的存续期内密切关注广汇汽车服务集团股份有限公司的经营管理状况、财务状况、可续期公司债券的特殊发行事项等可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在广汇汽车服务集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向广汇汽车服务集团股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，广汇汽车服务集团股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如广汇汽车服务集团股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2019年5月21日

