信 用 等 级 公 告

联合〔2020〕228 号

广汇汽车服务有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对广汇汽车服务有限责任公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

广汇汽车服务有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广汇汽车服务有限责任公司拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年二月十三日

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

广汇汽车服务有限责任公司
面向合格投资者公开发行2020年公司债券（第一期）
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：不超过人民币12亿元（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：按年付息、到期一次还本
担保方：广汇汽车服务集团股份公司
担保方式：全额不可撤销连带责任保证担保
评级时间：2020年2月13日
主要财务数据：

发行人

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额（亿元）	877.37	1,070.18	1,126.28	1,072.03
所有者权益（亿元）	226.42	307.64	340.25	362.35
长期债务（亿元）	115.82	152.24	108.77	117.72
全部债务（亿元）	523.69	605.88	613.36	555.00
营业收入（亿元）	1,183.04	1,261.05	1,286.57	955.55
净利润（亿元）	30.28	40.71	34.73	25.25
EBITDA（亿元）	61.85	78.49	76.75	--
经营性净现金流（亿元）	21.77	26.30	14.65	-29.57
营业利润率（%）	8.50	9.27	10.15	9.91
净资产收益率（%）	13.68	15.24	10.72	7.19
资产负债率（%）	74.19	71.25	69.79	64.36
全部债务资本化比率（%）	69.81	66.32	64.32	60.50
流动比率（倍）	0.92	1.06	1.00	1.05
EBITDA全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.13	--
EBITDA利息倍数（倍）	4.65	4.54	3.67	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.15	6.54	6.40	--

担保方

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额（亿元）	1,120.04	1,352.99	1,414.93	1,322.74
所有者权益（亿元）	287.88	442.77	461.85	471.42
营业收入（亿元）	1,354.22	1,607.12	1,661.73	1,221.77
净利润（亿元）	30.49	45.11	39.74	28.04
资产负债率（%）	74.30	67.27	67.36	66.20

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. 公司及担保方2019年1－9月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“公司”或“广汇有限”）的评级反映了公司作为汽车经销行业龙头广汇汽车服务集团股份公司（以下简称“广汇汽车”）的核心子公司，近年来不断扩大经营网络，其经营规模和营业收入规模保持增长，规模优势明显，收入实现质量良好，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，母公司广汇汽车对公司增资，公司资本实力进一步增强。同时，联合评级也关注到当前汽车产销出现负增长，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”。

本期债券由公司母公司广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。广汇汽车作为上市公司，具有较强的融资能力和资源整合能力，整体担保实力很强，其所提供的担保对本期债券的信用水平有一定的积极影响。

基于对公司主体长期信用状况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广汇汽车的核心子公司，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。

3．2017年，母公司广汇汽车对公司增资，公司资本实力进一步增强。

4．公司营业收入持续增长，收入实现质量较高。

关注

1．2018年，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、物业权属证明不齐备、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他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：

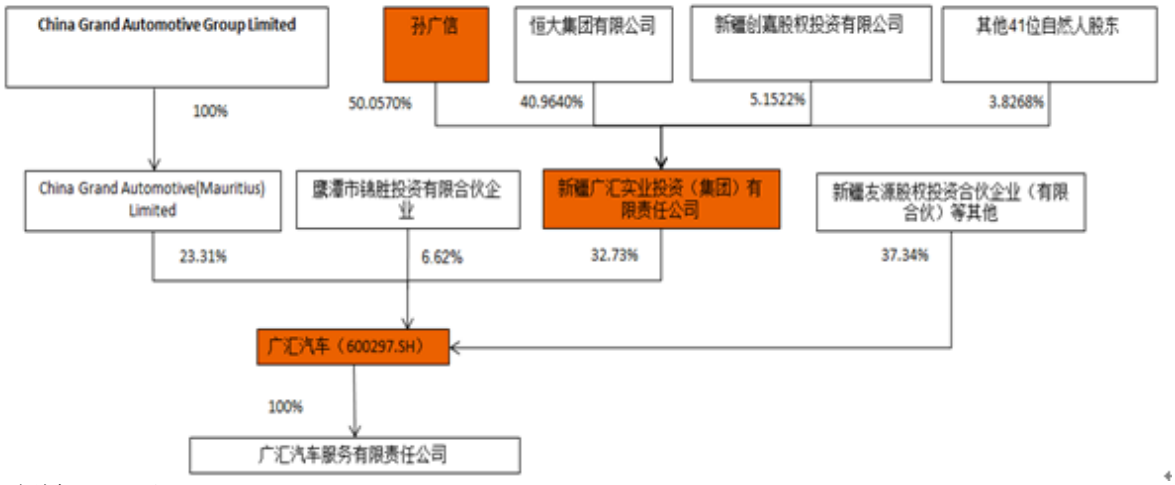
联合信用评级有限公司

一、主体概况

广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“广汇有限”或“公司”）设立于 2006 年 6 月，初始注册资本为 6.51 亿元，名称为广汇汽车服务股份公司，由新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（出资占比 49.66%，以下简称“广汇集团”）、广西物资集团总公司（出资占比 10.86%）、新疆机电设备有限责任公司工会委员会（出资占比 10.18%）、上海汇能投资管理有限公司（出资占比 7.75%）、新疆专用汽车有限责任公司（出资占比 7.44%）、新疆滚动轴承制造有限责任公司（出资占比 6.91%）、河南物产有限公司（出资占比 2.05%）以及朱玉喜（出资占比 1.80%）、沈国明（出资占比 1.80%）和龙汉维（出资占比 1.55%）作为发起人共同发起设立。

2015 年 6 月，广汇汽车服务股份公司参与美罗药业股份有限公司（上海证券交易所上市公司，股票代码 600297.SH，以下简称“美罗药业”）的重大资产重组，此次重组完成后，广汇汽车服务股份公司的唯一股东变更为美罗药业，不再具备股份有限公司组织形式，名称由“广汇汽车服务股份公司”变更为“广汇汽车服务有限责任公司”；其后，美罗药业更名为“广汇汽车服务股份公司”（后更名为“广汇汽车服务集团股份公司”，以下简称“广汇汽车”，股票代码不变）。后历经广汇汽车多次注资，截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 155.41 亿元，公司实际控制人为孙广信先生，控股股东持有公司股份不否存在质押情况。

图 1　截至 2019 年 9 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 2019 年 9 月底，公司设有资金管理部、财务部、投资发展部、资产管理部、信息技术部、金融与租赁部、二手车部等 13 个职能部门（见附件 1）；拥有 692 家 4S 店（每家 4S 店均具有独立法人资格），在职员工共 40,370 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,126.28 亿元，负债合计 786.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）340.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 327.74 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,286.57 亿元，净利润（含少数股东损益）34.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.02 亿元；经营活动现金流量净额 14.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-71.23 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 1,072.03 亿元，负债合计 709.68 亿元，所有者权益

（含少数股东权益）362.35 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 349.78 亿元。2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 955.55 亿元，净利润（含少数股东损益）25.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 24.19 亿元；经营活动现金流量净额-29.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.03 亿元。

公司注册地址：桂林市中山北路 147 号；法定代表人：李建平。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

经“证监许可〔2019〕2925 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 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券。本期债券名称为“广汇汽车服务有限责任公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）”，发行规模不超过 12 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 年末公司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。

本期债券由公司母公司广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。

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，拟全部用于偿还有息债务。

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。

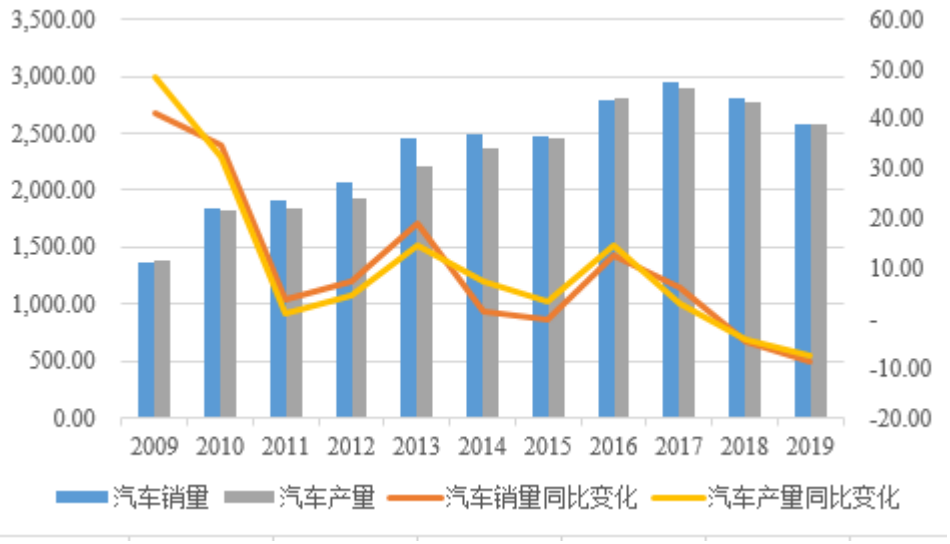
（1）汽车行业

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，中国的千人拥车数刚达到美国的五分之一，普遍低于欧美发达国家，（美国 837 辆/千人、加拿大 670 辆/千人、德国 589 辆/千人、日本 591 辆/千人、中国大约 173 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，我国汽车产销量呈波动上升趋势，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，联合评级整理。

2019 年，我国乘用车产销量依然呈负增长趋势，市场行情低迷。一方面由于购置税优惠政策全面退出，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，2019 年，汽车产销分别完成 2,572.1 万辆和 2,576.9 万辆，同比分别下降 7.5%和 8.2%。

乘用车方面，2019 年，乘用车产销分别完成 2,136 万辆和 2,144.4 万辆，产销量较上年分别下降 9.2%和 9.6%。其中，轿车产销量较上年分别下降 10.9%和 10.7%；SUV 产销量较上年分别下降 6.0%和 6.3%；MPV 产销量同比分别下降 18.1%和 20.2%；交叉型乘用车产销量同比分别下降 4.3%和 11.7%。

新能源汽车方面，2019 年，新能源汽车产销分别完成 124.2 万辆和 120.6 万辆，同比分别下降 2.3%和 4.0%。其中纯电动汽车生产完成 102.0 万辆，同比增长 3.4%；销售完成 97.2 万辆，同比下降 1.2%；插电式混合动力汽车产销分别完成 22.0 万辆和 23.2 万辆，同比分别下降 22.5%和 14.5%；燃料电池汽车产销分别完成 2,833 辆和 2,737 辆，同比分别增长 85.5%和 79.2%。

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，2019 年我国乘用车产销量持续下降。

（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》（以下简称“《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训、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 16,339.09 亿元，同比减少 0.49%；百强企业 2018 年完成整车销量 1,129.18 万台，同比增长 19.42%。

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 年内达到高峰。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。

表 2　2017－2018 年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。

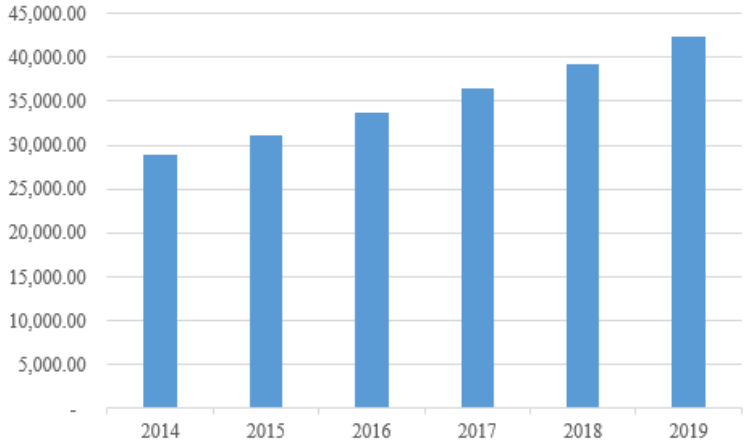
总体看，汽车经销上游制造领域集中度较高，形成了较大的汽车集团，在品牌、产品议价等方面占据优势地位；2018 年，乘用车产量出现负增长，汽车行业产量整体呈下降趋势。

（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。

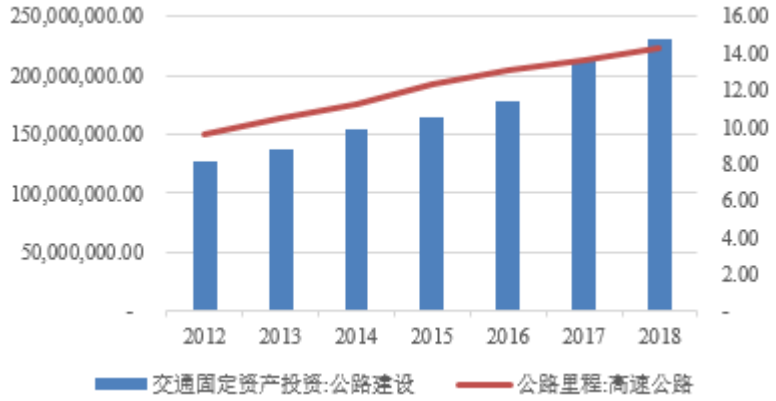
近年来，我国城镇居民可支配收入持续平稳增长，对乘用车的需求提供了一定的支撑，2019 年我国城镇居民人均可支配收入 42,359.00 元，同比增长 7.92%。在公路建设上，近年来，我国固定资产投资额逐年增长，平均保持 5%以上的增速，使得高速公路里程数增长至 2018 年的 13.64 万公里，这为城际之间的交通提供了很大便利，从而提升了乘用车的需求。燃油价格以及国家相关政策是影响乘用车细分领域产销量发生结构性变化的重要原因，90%以上的乘用车使用汽油作为动力燃料，但是汽油作为汽车燃料，近几年来对环境造成污染越来越严重，随着国家对新能源汽车补贴政策的出台，新能源汽车销量迅速增长，市场份额逐年提高，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）



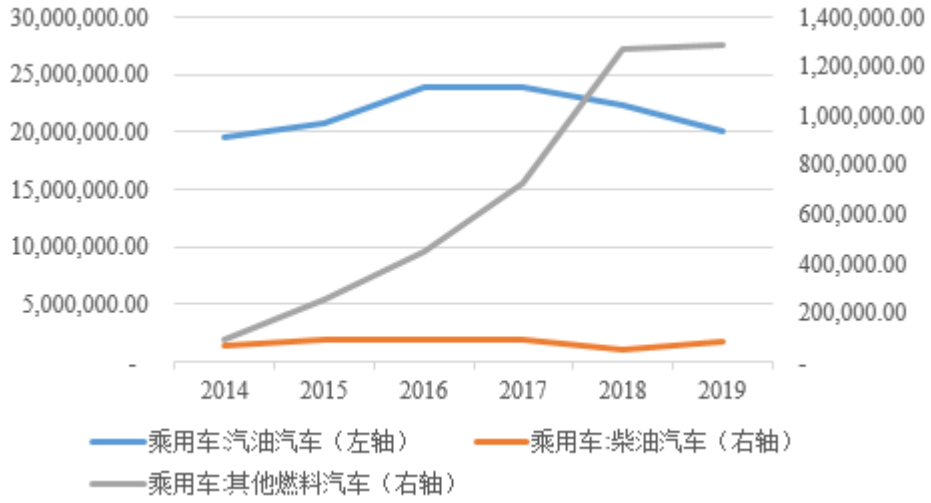
资料来源：Wind

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、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）等城市实行了限行、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：提高推荐车型目录门栏并动态调整；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；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，其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

《关于全面推进公务员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，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

中国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，汽车行业作为国民经济的重要行业，受到政府较多的政策调控；近期我国汽车行业相关政策的主要宗旨在于，一方面稳步提高产业的对外开放程度；另一方面通过财政、税收和金

融杠杆，从需求和供给两端推动新能源汽车的发展。

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、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，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，支撑我国汽车行业的持续发展。

（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、环保压力增大以及“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，伴随着国民经济的增长和城乡居民收入水平的提高，我国中长期汽车消费仍将保持一定持续性，从而对汽车经销行业的发展形成一定的带动；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

公司以乘用车业务为核心，一直奉行“聚焦中西部地区、聚焦中高端品牌”的核心发展战略，不断巩固和开拓中西部市场，坚持多区域、以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，有效整合优势资源，实施精细化管理，公司的业务规模、营业收入和盈利水平持续快速增长。

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 年公司连续排名第一位（以“广汇汽车”的名义）。截至 2019 年 9 月底，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，拥有 692 家 4S 店（每家 4S 店均具有独立法人资格），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，基于经销网络和客户资源基础，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。

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领先地位；建立了完备的售后及增值服务体系，在租赁服务领域具有较强的市场竞争力。

2. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 6 人。公司董事、监事及高级管理人员从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司执行董事李建平先生，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 月曾任公司副总裁；2013 年 9 月至今担任公司的执行董事。

公司总经理王新明先生，1972 年 9 月出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历。2002 年 1 月至 2008 年 11 月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 2010 年 11 月任公司河北区域管店副总经理；2010 年 6 月至 2010 年 11 月担任公司河北区域运营副总经理。2010 年 12 月至 2011 年 10 月担任公司河北区域总经理；2011 年 10 月至 2013 年 11 月担任公司华北区域总经理；2013 年 12 月至 2016 年 4 月担任公司华北大区总经理。2016 年 8 月起担任公司总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司共有在职员工 40,370 人。从岗位构成看，管理人员占 3.59%，业务人员占 44.82%，售后人员占 39.36%，财务人员占 9.20%，行政人员占 3.03%；从学历构成看，本科及以上占 15.30%，大专占 51.15%。其他占 33.55%；从年龄结构看，30 岁及以下占 53.57%，31~40 岁占 36.50%，41~50 岁占 8.22%，50 岁以上占 1.71%。

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；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、贵州等多个区域的子公司属于“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。2016－2018 年，公司分别收到政府补助 1.82 亿元、1.54 亿元和 1.27 亿元，主要为企业扶持基金，有一定的可持续性。

总体看，公司主要经营网点位于中西部地区，市场竞争压力相对较小，增长潜力较大；部分子公司享受税收优惠和政府补助，外部发展环境良好。

五、公司治理

1. 治理结构

公司依据《公司法》及其他有关法律、行政法规，建立了较为健全的法人治理结构。

公司不设股东会，由母公司广汇汽车行使最高权力。

公司不设董事会，设执行董事一名，任期三年，由股东任免。执行董事任期届满，可以连任。执行董事对股东负责，向股东报告工作、执行股东的决定、决定公司的经营计划和投资方案等。

公司不设监事会，设监事一人，监事任期每届三年，任期届满，可以连任。监事任期届满未及时改选，在改选出的监事就任前，原监事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行监事职务。

公司设总经理一名，由股东决定聘任或者解聘。执行董事可以兼任总经理。总经理每届任期为三年，任期届满，连选可以连任。总经理对股东负责。总经理负责主持公司的经营管理工作，组织实施执行董事决定。

总体看，公司治理结构较为简单，但基本能够满足公司经营发展的需要。

2. 管理体制

截至 2019 年 9 月底，公司设有资金管理部、财务部、投资发展部、资产管理部、信息技术部、金融与租赁部、二手车部等 13 个职能部门，并且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》，以加强公司对外担保行为的管理，控制和降低担保风险，保障公司资产安全。该制度要求对外担保应当遵循平等、自愿、互利和诚信的原则，严格把控担保风险。公司要求分公司不得对外提供任何担保，子公司对外担保需要经过公司执行董事或股东的审批。

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，公司由资金管理部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。

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》《逾期客户外包收车工作管理规定》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管理，来控制经营管理各环节中的主要风险；但公司汽车经销业务地域分布分散、经营网点数量众多，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。伴随公司营业规模的不断扩大，2016－2018 年，公司分别实现营业收入 1,183.04 亿元、1,261.05 亿元和 1,286.57 亿元，年均复合增长 4.28%；同期，公司分别实现净利润 30.28 亿元、40.71 亿元和 34.73 亿元，波动增长，主要系非经常性损益波动所致。2016－2018 年，公司主营业务收入持续增长，占公司营业收入的比重均超过 99%，公司主营业务收入极为突出。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　近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1－9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车销售	1,049.58	88.99	4.08	1,105.02	87.89	3.93	1,107.37	86.39	4.26	819.92	86.02	3.96
维修服务	87.26	7.40	30.84	94.67	7.53	33.30	107.48	8.39	31.75	84.71	8.89	34.63
佣金代理	25.36	2.15	78.98	38.11	3.03	79.66	43.85	3.42	77.52	31.89	3.35	76.97
汽车租赁	17.28	1.46	70.28	19.43	1.55	68.77	23.08	1.80	72.20	16.64	1.75	64.91
合计	**1,179.48**	**100.00**	**8.64**	**1,257.24**	**100.00**	**9.44**	**1,281.78**	**100.00**	**10.30**	**953.16**	**100.00**	**10.19**

资料来源：公司提供

从公司主营业务收入构成来看，2016－2018 年，公司整车销售收入持续增长，年均复合增长

2.72%，主要价格较高的豪华品牌销售收入增长所致，占主营业务收入的比重分别为 88.99%、87.89%和 86.39%；公司维修服务收入持续增长，年均复合增长 10.98%，主要系豪华品牌维修费用相对高所致，占主营业务收入的比重分别为 7.40%、7.53%和 8.39%；公司佣金代理业务收入持续增长，年均复合增长 31.50%，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，占主营业务收入的比重分别为 2.15%、3.03%和 3.42%；公司汽车租赁业务收入持续增长，年均复合增长 15.57%，主要系业务体量增长及开发差异化的租赁产品所致，占主营业务收入的比重分别为 1.46%、1.55%和 1.80%。

从主营业务毛利率看，2016－2018 年，整车销售毛利率分别为 4.08%、3.93%和 4.26%，呈波动上升态势，其中，2018 年毛利率上升 0.33 个百分点，主要系毛利较高的豪华品牌车销售增长所致；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 2.46 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 1.55 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 77.52%；汽车租赁业务毛利率水平较高，呈波动上升趋势，2018 年为 72.20%。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 8.64%、9.44%和 10.30%。

2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 955.55 亿元，较上年同期增长 2.42%；净利润 25.25 亿元，较上年同期下降 24.60%，主要系销售费用和信用减值损失增长所致。

总体看，近年来，随着经营网点的扩张、整车产品销售结构的变化以及客户的积累，公司营业收入持续增长；各项业务中整车销售占比较大但毛利率较低，维修服务、佣金代理和汽车租赁等业务快速增长，对利润形成了有效补充，并带动了公司综合毛利率的持续提升。

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较弱，该项业务毛利率较低。近年来，随着公司不断并购和自建 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，公司拥有各类品牌授权 4S 店 686 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，通常新车到 4S 店的时间约在付款完成 30 天内，但由于公司 4S 店位置分散，新车到达各店的时间不尽相同；个别热门车型或厂商暂无库存的车型，新车到店时间也会有所增加。

公司运用 ERP 系统进行库存管理，一般维持库存当量（月末库存/下月销售计划）在 1.3 的水平，以满足销售需求，同时避免存货过高对资金占压。公司重点采购品牌包括上海通用、上海大众、北京现代、一汽大众和东风日产等，2016－2018 年，公司从前五大供应商采购金额约占总体采购金额的比例分别为 59.38%、58.01%和 52.39%，公司采购集中度较高符合行业特点。2019 年 1－9 月，公司从前五大供应商采购金额约占总体采购金额的比例为 53.22%，较以前年度相差不大。公司销售的汽车以国产车为主，采购进口车的比例很小。

表 4　近年来公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商	金额	占比
2016 年	上海通用汽车有限公司	213.25	19.76
	一汽-大众销售有限责任公司	173.06	16.04
	上海上汽大众汽车销售有限公司	115.08	10.66
	北京现代汽车有限公司	69.92	6.48
	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	69.49	6.44
	合计	**640.79**	**59.38**
2017 年	上海通用汽车有限公司	213.50	18.72
	一汽-大众销售有限责任公司	205.03	17.98
	上海上汽大众汽车销售有限公司	112.34	9.85
	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	71.14	6.24
	东风本田汽车有限公司	59.49	5.22
	合计	**661.51**	**58.01**
2018 年	上海通用汽车有限公司	203.37	15.19
	一汽-大众销售有限责任公司	149.93	12.73
	上海上汽大众汽车销售有限公司	116.05	10.81
	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	81.28	7.79
	东风本田汽车有限公司	57.23	5.88
	合计	**607.87**	**52.39**

2019 年 1－9 月	上汽通用汽车有限公司	138.02	16.12
	一汽-大众销售有限责任公司	117.52	13.73
	上海上汽大众汽车销售有限公司	89.31	10.43
	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	65.51	7.65
	东风本田汽车有限公司	45.19	5.28
	合计	**455.56**	**53.22**

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、银行承兑票据和厂商金融[1]（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；厂商金融主要为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。近年来，公司整车采购结算中，厂商金融方式占比较小，主要通过预先开具银行承兑汇票和现金电汇两种方式进行，产生了较大规模的预付款项。近年来，公司整车采购结算情况如下表所示。

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	54.72	18.95	26.33	100.00
2017 年	56.82	19.59	23.58	100.00
2018 年	55.33	20.92	23.75	100.00
2019 年 1－9 月	55.24	19.72	25.04	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，形成较大的资金占用。

（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、介绍款型并邀请试驾、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。返利主要通过在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，近年来以新建与收购并重的策略不断扩张经销网络，4S 店数量持续增加。受汽车行业整体不景气等因素的影响，2017 年以来公司扩张速度有所下降，其中 2018 年公司收购 4S 店 29 家，新建 7 家，因拆迁及策略性调

[1]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。

整关闭 5 家，收购节奏明显放缓。截至 2018 年底，公司下设 686 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。

表 6　近年来公司 4S 店数量变化（单位：家）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
收购 4S 店数量	93	45	29	4
新建 4S 店数量	23	16	7	13
关闭 4S 店数量	16	4	5	11
期末 4S 店保有量	598	655	686	692

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、物业权属证明不齐备、物业租赁手续不完备等情形。截至 2019 年 9 月底，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 11.73%，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 58.56%；其中，有合计占比为 6.86%（占其使用的所有瑕疵土地使用权总面积的 58.48%）的土地，以及合计占比为 32.98%（占其使用的所有瑕疵房屋总建筑面积的 56.32%）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。2016－2018 年，华北大区均为销售收入占比最高的区域，均超过 20%，其中 2018 年销售收入 280.89 亿元，占 21.83%。其次是西北大区，2016－2018 年销售收入占比分别为 20.80%、19.45%和 17.81%。2018 年，公司将贵州区域、云南区域、重庆区域合并为西南大区，销售收入占比 13.83%。2019 年 1－9 月，公司华北大区销售收入占比进一步提升至 23.04%。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		2019 年 1－9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北大区	250.27	21.20	265.38	21.04	280.89	21.83	220.17	23.04
西北大区	245.55	20.80	245.25	19.45	229.13	17.81	171.70	17.97
四川区域	91.49	7.80	88.00	6.98	96.22	7.48	71.14	7.44
重庆区域	94.11	8.00	95.50	7.57	--	--	--	--
广西区域	120.36	10.20	148.93	11.81	160.79	12.50	112.51	11.77
安徽区域	62.05	5.30	62.85	4.98	61.87	4.81	49.63	5.19
北区区域	108.68	9.20	110.43	8.76	83.72	6.51	57.47	6.01
江西区域	55.52	4.70	57.33	4.55	63.89	4.97	50.06	5.24
陕西区域	50.68	4.30	66.59	5.28	108.33	8.42	81.77	8.56
贵州区域	61.00	5.20	60.49	4.80	--	--	--	--
华东区域	3.65	0.30	4.98	0.39	0.67	0.05	0.12	0.01
云南区域	19.38	1.60	35.90	2.85	--	--	--	--
西南大区	--	--	--	--	177.98	13.83	124.35	13.01
汽车租赁及其他	16.75	1.40	19.43	1.54	23.08	1.79	16.64	1.74
合计	**1,179.48**	**100.00**	**1,261.05**	**100.00**	**1,286.57**	**100.00**	**955.55**	**100.00**

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
资料来源：公司提供

从代理品牌上看，公司经销产品涵盖奔驰、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。2016－2018 年，公司整车销售合计分别为 77.75 万辆、77.76 万辆和 76.80 万辆，持续增长，其中中高端品牌占比分别为 53.95%、53.25%和 54.41%，占比波动上升，具体如下表所示。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；截至目前下属子公司与整车厂的合作关系从未中断，未发生厂家收回授权的情况。

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
通用别克	11.56	11.25	10.58
通用雪佛兰	3.85	4.30	4.44
通用凯迪拉克	0.53	0.94	1.13
北京现代	6.55	4.25	4.22
上海大众	7.31	7.82	8.00
东风日产	5.81	6.40	7.02
一汽大众	6.34	6.44	6.40
小计	**41.95**	**41.41**	**41.79**
公司整车销售总量	**77.75**	**77.76**	**76.80**
中高端汽车销量占比	**53.95**	**53.25**	**54.41**

资料来源：公司提供

公司采取以厂家销售指导价格为参考、按照市场公允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，公司对个人客户的销售占比超过 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一般在国庆节前后、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，近年来，公司经营网点持续增加但增速明显回落，整车销量波动下降但高价值车销售占比提升，销售额小幅增长；公司整车销售业务已达到较大规模、网点分布较广，区域集中度风险小。

3. 维修服务

汽车维修服务是对出现故障的汽车通过技术手段找出故障原因，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 店支付该部分费用。对于合同约定范围以外的维修养护服务，4S 店直接向客户收取费用。

2018 年，公司售后维修进厂台次为 714.31 万台次；2019 年 1－9 月，公司售后维修进厂台次为 545.22 万台次，与上年同期基本持平。

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，各类零部件主要由 4S 店自行向厂家采购，结算方式与整车采购相同；在汽车养护方面，部分材料由公司下属的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，售后维修进厂台次较为稳定，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、17.53 万辆和 26.61 万辆，呈快速增长态势。2019 年 1－9 月，公司二手车代理交易台次为 20.71 万辆，较上年同期增长 8.83%，增速有所放缓。

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，一定程度上提高了公司盈利能力。

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。

2016－2018 年，公司持续开发差异化融资租赁产品，融资租赁业务规模呈持续增长态势，2018 年为融资租赁总台次达 23.03 万台。具体如下表所示。

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

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，

公司制定了一整套催收标准，若发生客户逾期支付租金，公司将根据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、上门催收、诉讼、收回车辆、收回车辆处置等。

总体看，公司汽车租赁业务形成了较为完善的风险管理体系，近年来依托整车销售业务而迅速增长，已成为公司盈利的重要来源。

6. 重大事项

根据公司公告，中国证监会广西监管局于 2018 年 9 月 14 日对公司出具了《关于对广汇汽车服务有限责任公司采取出具警示函措施的决定》，公司因存在年度报告信息披露不准确、不充分

和部分募集资金违规划转控股股东两项问题，被监管部门采取了出具警示函的行政监管措施。根据公告，公司已对信息披露和募集资金使用的相关问题进行整改，于 2018 年 9 月 26 日对相关信息进行了补充披露。

总体看，公司收到警示函事项表明公司管理水平尚需改进，但对公司经营未产生重大不利影响。

7. 经营效率

2016－2018 年，公司应收账款周转次数分别为 58.39 次、51.58 次和 54.03 次；存货周转次数分别为 8.12 次、8.88 次和 7.77 次，均呈波动下降态势；总资产周转率逐年下降，分别为 1.45 次、1.30 次和 1.17 次。

与同行业部分上市公司相比，2018 年，公司的应收账款周转率处于较高水平，存货周转率和总资产周转率处于一般水平。

表 11　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
1728.HK	正通汽车	37.01	8.31	0.94
600297.SH	**广汇汽车**	**56.14**	**7.89**	**1.20**

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标均采用 Wind 资讯数据，公司采用广汇汽车（600297.SH）数据
资料来源：Wind，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。

8. 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 至 3 年，到期需要续签，若授权中止或合同条件变化，可能给公司经营带来不利影响。

（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、物业权属证明不齐备、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。

9. 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，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016－2018 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，审计结论为标准无保留审计意见，2019 年 1－9 月合并财务报表未经审计。2019 年 4 月，财政部发布《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。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。

2017 年，公司收购 4S 店 45 家，新建 16 家，关闭 4 家。2018 年，公司收购 4S 店 29 家，新建 7 家，关闭 5 家。2019 年 1－9 月，公司收购 4S 店 4 家，新建 13 家，关闭 11 家。截至 2019 年 9 月底，纳入公司合并范围的 4S 店共 692 家，考虑到公司主营业务未发生变化，财务数据可比较性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,126.28 亿元，负债合计 786.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）340.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 327.74 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,286.57 亿元，净利润（含少数股东损益）34.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.02 亿元；经营活动现金流量净额 14.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-71.23 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 1,072.03 亿元，负债合计 709.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）362.35 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 349.78 亿元。2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 955.55 亿元，净利润（含少数股东损益）25.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 24.19 亿元；经营活动现金流量净额-29.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.03 亿元。

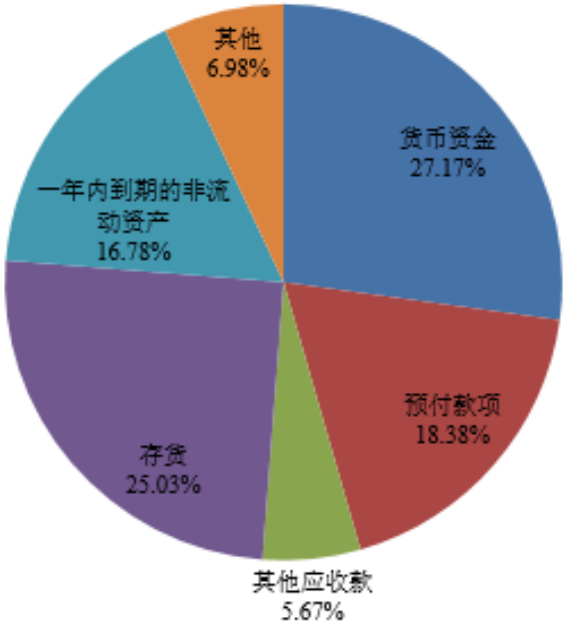
2. 资产质量

2016－2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 13.30%。截至 2018 年底，公司资产总额 1,126.28 亿元，较年初增长 5.24%；其中，流动资产占比 58.48%，非流动资产占比 41.52%，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 17.78%。截至 2018 年底，公司流动资产 658.59 亿元，较年初增长 5.00%；流动资产主要由货币资金（占比 27.17%）、预付款项（占比 18.38%）、存货（占比 25.03%）和一年内到期的非流动资产（占比 16.78%）构成。

图 6　截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016－2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 13.92%。截至 2018 年底，公司货币资金 178.97 亿元，较年初减少 26.07%，主要系年末整车采购占用预付款增加所致；其中，银行存款占 42.08%，其他货币资金占 57.86%；其他货币资金全部为使用受限资金，主要为开具银行承兑汇票、向金融机构申请借款和向银行申请保函所存入的保证金，公司货币资金受限程度较高。

2016－2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 23.47%。截至 2018 年底，公司预付款项 121.04 亿元，较年初增长 22.48%，主要系未结算供应商返利和预付整车及零部件款项增长所致；其中一年以内的预付款项占比 99.66%，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 42.53%，集中度较高。

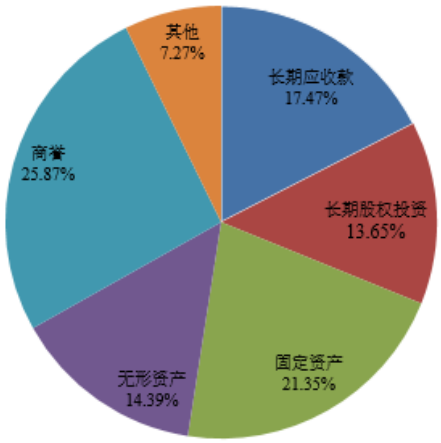
公司存货主要包括库存商品、在途物资等，其中库存商品主要为整车及汽车零部件等。2016－2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 14.92%。截至 2018 年底，公司存货 164.84 亿元，较年初增长 26.64%，主要系根据市场情况及行业上游需要而进行整车产品备货所致；其中，库存商品占 78.36%，在途物资占 21.64%；公司累计计提存货跌价准备 0.27 亿元，全部针对库存商品计提，计提比例为 0.16%。

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 28.31%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 110.49 亿元，较年初增长 22.26%，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 7.78%。截至 2018 年底，公司非流动资产 467.68 亿元，较年初增长 5.59%，主要系固定资产和无形资产增加所致；非流动资产主要由长期应收款（占 17.47%）、长期股权投资（占 13.65%）、固定资产（占 21.35%）、无形资产（占 14.39%）和商誉（占 25.87%）构成。

图7　截至2018年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016－2018 年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 9.11 倍，主要是融资租赁业务扩张所致。截至 2018 年底，公司长期应收款 81.71 亿元，较年初减少 1.47%，其中融资租赁款占 90.37%；公司累计计提坏账准备 1.74 亿元，计提比例为 0.90%，全部为针对融资租赁款的计提。

公司的长期股权投资主要为公司对联营及合营企业的股权投资。2016－2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 13.88%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 63.86 亿元，较年初增长 19.14%，主要系公司收购上海爱卡投资中心（有限合伙）24%股权所致。

2016－2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 9.61%。截至 2018 年底，公司固定资产 99.84 亿元，较年初增长 15.05%，主要系房屋建筑物由在建工程转固所致，其中房屋及建筑物占 77.32%，运输工具占 16.95%；公司累计计提折旧 40.68 亿元，计提减值准备 0.65 亿元，固定资产成新率为 70.42%，成新率尚可；受限固定资产占 3.47%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。

2016－2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 5.50%。截至 2018 年底，公司无形资产 67.28 亿元，较年初增长 12.37%，主要系收购形成的经销商特许经营权增加所致；其中，特许经营权占 57.05%，土地使用权占 39.67%；累计计提摊销 15.14 亿元，计提减值准备 0.11 亿元；受限无形资产占 1.94%，用于作为借款抵押物，受限比例很低。

2016－2018 年，公司商誉逐年增长，年均复合增长 7.97%，主要系公司收购企业（主要为 4S 店）成本超过其净资产公允价值所致。截至 2018 年底，公司商誉 120.98 亿元，较年初增长 5.34%；公司累计计提商誉减值准备 1.24 亿元，计提比例较低。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 144.04 亿元，占资产总额的 12.79%，其中，受限货币资金（103.56 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）分别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 9 月底，公司资产总额 1,072.03 亿元，较年初减少 4.82%；其中，流动资产占比 55.77%，非流动资产占比 44.23%，公司资产结构以流动资产为主。

总体看，近年来，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，预付款项及存货对资金形成较大占用；非流动资产中商誉规模较大，面临一定的商誉减值风险。公司整体资产质量一般。

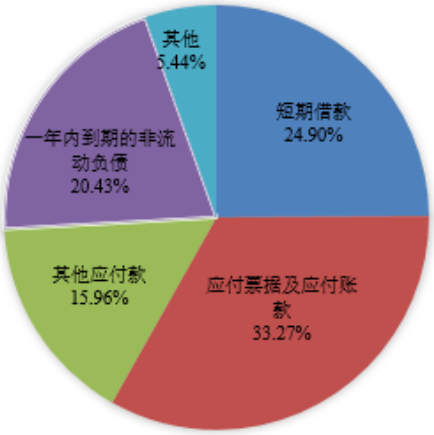
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2016－2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 9.89%，主要系流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司负债合计 786.02 亿元，较年初增长 3.08%；其中，流动负债占比 83.82%，非流动负债占比 16.18%，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 12.70%。截至 2018 年底，公司流动负债 658.85 亿元，较年初增长 11.04%，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 24.90%）、应付票据及应付账款（占 33.27%）、其他应付款（占 15.96%）和一年内到期的非流动负债（占 20.43%）构成。

图8　截至2018年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2016－2018 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 2.72%。截至 2018 年底，公司短期借款 164.08 亿元，较年初增长 24.03%，主要系年末采购规模扩大，补充流动资金所致；其中，信用借款占 35.95%，抵押借款占 34.17%，质押借款占 3.41%，保证借款占 26.47%。

2016－2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 5.51%，主要系业务扩张所致。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 219.18 亿元，较年初增长 0.02%，变动不大。

2016－2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 22.29%。截至 2018 年底，公司其他应付款 105.14 亿元，较年初增长 10.91%，主要系应付关联方款项增加所致；其中，应付关联方款项占 55.46%，应付股权收购款占 11.22%，应付保证金占 13.31%。

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 63.32%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 134.59 亿元，较年初增长 14.82%，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下降，年均复合下降 1.92%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 127.17 亿元，较年初减少 24.83%，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 67.83%）、应付债券（占 17.70%）和递延所得税负债（占 9.34%）构成。

2016－2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 35.01%。截至 2018 年底，公司长期借款 86.26 亿元，较年初减少 18.46%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；从期限分布来看，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，年均复合下降 42.68%。截至 2018 年底，公司应付债券 22.51 亿元，较年初减少 51.54%；从期限分布来看，1~2 年内到期的占 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 10.99%。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 11.88 亿元，较年初增长 16.44%，主要系公司继续收购 4S 店，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。

2016－2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 8.22%。截至 2018 年底，公司全部债务 613.36 亿元，较年初增长 1.23%；其中，短期债务占比 82.27%，长期债务占比 17.73%，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 74.19%、71.25%和 69.79%，全部债务资本化比率分别为 69.81%、66.32%和 64.32%，长期债务资本化比率分别为 33.84%、33.10%和 24.22%，均呈逐年下降态势。整体看，公司债务负担重，但仍属可控。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 709.68 亿元，较年初下降 9.71%；其中，流动负债占比 79.99%，非流动负债占比 20.01%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 555.00 亿元，较年初下降 9.51%；从债务结构来看，短期债务占比 78.79%，长期债务占比 21.21%，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.20%、60.50%和 24.52%，较年初变化不大。

总体看，近年来，公司负债规模有所增长，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 22.59%，其中 2017 年增长主要系股东增资 55.41 亿元使得实收资本增加所致，2018 年增长主要系未分配利润增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 340.25 亿元，较年初增长 10.60%；其中，归属于母公司的所有者权益 327.74 亿元（占比 96.32%），少数股东权益 12.51 亿元（占比 3.68%）。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占比 47.42%，资本公积占比 10.12%，盈余公积占比 1.91%，未分配利润占比 40.53%，权益稳定性尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 362.35 亿元，较年初增长 6.49%，其中，归属于母公司的所有者权益 349.78 亿元（占比 96.53%），少数股东权益 12.57 亿元（占比 3.47%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 44.43%，资本公积占比 9.50%，盈余公积占比 1.79%，未分配利润占比 44.56%，较年初变化不大。

总体看，近年来，公司通过非公开发行股票和利润积累，所有者权益持续增长，资本实力得以增强，所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2016－2018 年，公司分别实现营业收入 1,183.04 亿元、1,261.05 亿元和 1,286.57 亿元，逐年增长，年均复合增长 4.28%；同期，公司分别实现净利润 30.28 亿元、40.71 亿元和 34.73 亿元，波动增长，主要系非经常性损益金额波动所致。

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 16.23%。2018 年，公司费用总额 83.69 亿元，同比增加 17.66%；其中，销售费用占比 47.23%，管理费用占比 25.80%，财务费用占比 26.97%，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

16.66%，主要系人工成本、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 8.78%，主要系人工成本、租赁物管费、折旧及摊销等费用增加所致；公司财务费用逐年增长，年均复合增长 24.11%，主要系融资规模扩大，利息支出增长所致。2016－2018 年，公司费用收入比略有上升，分别为 5.24%、5.62%和 6.51%，公司费用控制能力有所下降。

从利润构成来看，2016－2018 年，公司资产减值损失分别为 3.25 亿元、3.43 亿元和 7.02 亿元，占公司营业利润的比重分别为 9.02%、6.88%和 16.11%，对公司利润造成一定侵蚀。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。2016－2018 年，投资收益、其他收益和营业外收支等非经常性损益对公司利润影响不大。

从盈利指标来看，2016－2018 年，公司营业利润率逐年上升，分别为 8.50%、9.27%和 10.15%；总资本收益率分别为 6.14%、6.96%和 5.91%，总资产报酬率分别为 6.29%、6.88%和 5.84%，净资产收益率分别为 13.68%、15.23%和 10.72%，均波动下降，主要系由于期间费用和资产减值损失的增长，利润的增长落后于总资产、总资本及净资产的增长所致。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 12　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
正通汽车	11.98	6.80	10.96
广汇汽车	**10.01**	**5.66**	**8.79**

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标均采用 Wind 资讯数据，公司采用广汇汽车（600297.SH）数据
资料来源：Wind

2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 955.55 亿元，较上年同期增长 2.42%；净利润 25.25 亿元，较上年同期下降 24.60%，主要系销售费用和信用减值损失增长所致。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，非经常性损益对其利润影响不大，公司整体盈利能力处于行业较好水平。

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 5.15%；2018 年，公司经营活动现金流入 1,600.15 亿元，同比增长 4.41%，主要系维修收入增长所致。2016－2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 5.46%；2018 年，公司经营活动现金流出 1,585.50 亿元，同比增长 5.26%，增幅大于现金流入，主要系根据市场及上游企业情况年末进行采购备货所致。综上，2016－2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 21.77 亿元、26.30 亿元和 14.65 亿元，持续保持净流入状态。2016－2018 年，公司现金收入比率分别为 121.12%、120.49%和 122.85%，公司经营性现金流状况较好，收入实现质量较高。

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 34.33%，金额分别为 53.49 亿元、250.00 亿元和 96.53 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所致；公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 22.39%，其中 2017 年增长主要系支付的股权投资款项增长所致，2018 年减少主要系支付股权投资款及购买理财产品支付现金减少所致。综上，2016－2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-52.90 亿元、-19.03 亿元和-62.85 亿元，持续呈净流出状态，公司对外并购形成了较大的资金需求。

从筹资活动来看，2016－2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 1.49%；其中 2017 年较上年增长 28.84%，主要系股东增资和借款增加所致，2018 年较上年减少 20.06%，主要系取得借款收到的现金减少所致。2016－2018 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 11.30%，主要系偿债规模增长所致。综上，2016－2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 42.65 亿元、89.43 亿元和-23.03 亿元，从净流入转为净流出。

2019 年 1－9 月，公司经营活动现金流量净额为-29.57 亿元、投资活动现金流量净额为 14.55 亿元，筹资活动现金流量净额为-3.09 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况较好，收入实现质量较高；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所需，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 0.92 倍、1.06 倍和 1.00 倍，速动比率分别为 0.67 倍、0.84 倍和 0.75 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 0.34 倍、0.53 倍和 0.36 倍，波动上升。2016－2018 年，公司经营现金流动负债比率分别为 4.20%、4.43%和 2.22%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016－2018 年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 11.39%，主要系利润总额波动增长所致。2018 年，公司 EBITDA 为 76.75 亿元，其中，折旧和摊销占比 16.37%，计入财务费用的利息支出占比 26.62%，利润总额占比 57.00%，EBITDA 以利润总额为主。2016－2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.13 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.65 倍、4.54 倍和 3.67 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 9 月底，公司取得的各类金融机构授信额度合计 716.85 亿元，尚未使用的授信额度 306.81 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额为 11.43 亿元，占净资产的 3.15%；主要是发行人为关联公司的贷款提供担保，具体为：苏州宝信汽车销售服务有限公司 9.00 亿元贷款；温州捷顺汽车技术服务有限公司和绍兴捷顺汽车销售服务有限公司合计 1.63 亿贷款；上海太平洋虹桥汽车贸易有限公司 0.50 亿贷款；扬州名凯汽车销售服务有限公司 0.30 亿贷款。公司对外担保余额占净资产比例较低且主要为对母公司或母公司体系内其他关联公司的担保，或有负债风险较低。

截至 2019 年 9 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：G10450303112810414），截至 2019 年 12 月 3 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，近年来，公司偿债能力指标表现一般，但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。

7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 493.99 亿元；其中，流动资产 215.22 亿元（占 43.57%），主要为货币资金（18.96 亿元）和其他应收款（合计）（174.15 亿元），非流动资产 278.76 亿元（占 56.43%），主要为长期股权投资（272.83 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 293.63 亿元，流动负债 220.48 亿元（占 75.09%），非流动负债 73.16 亿元（占 24.92%）；流动负债主要为短期借款（58.40 亿元）、其他应付款（合计）

（86.42 亿元）和一年内到期的非流动负债（70.76 亿元）；非流动负债主要为长期借款（47.35 亿元）。公司本部有息债务合计 154.97 亿元，以短期债务为主。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 200.35 亿元，其中实收资本 155.41 亿元，资本公积 38.75 亿元、未分配利润 0.62 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 32.56 亿元，投资收益 7.04 亿元，利润总额 0.79 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 40.86 亿元和 24.40 亿元，经营活动现金流量净额为 16.46 亿元；公司本部投资活动现金流量净额为-44.18 亿元；公司本部筹资活动现金流量净额为-39.86 亿元。

总体看，公司本部作为管理平台，资产主要为对子公司的其他应收款和长期股权投资，债务负担可控，营业收入规模不大，营业利润主要来源于对子公司的投资收益，经营活动现金流量规模一般，投资活动与筹资活动现金流量较大。

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 9 月底，公司全部债务合计 555.00 亿元，本期拟发行的公司债券规模不超过 12.00 亿元，对公司债务负担影响不大。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 12.00 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 66.57%、61.01%和 26.36%，较发行前分别上升了 0.37 个百分点、0.51 个百分点和 1.84 个百分点，债务负担进一步加重。考虑到本期债券募集资金用于偿还现有债务，本期债券发行后公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 76.75 亿元，为本期债券发行额度（12.00 亿元）的 6.40 倍，覆盖程度高；公司经营活动现金流入量为 1,600.15 亿元，为本期债券发行额度（12.00 亿元）的 133.35 倍，覆盖程度很高。

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、综合服务体系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、债权保护条款分析

1. 担保条款

广汇汽车为本期债券到期还付本息提供全额不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依法应支付的费用。

广汇汽车承担保证责任的期间为本期债券发行之日起至债券到期之日（若分期发行，以最后一期的到期之日为准）止及其后两年的期间。债券持有人或债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或者债券持有人或债券受托管理人在保证期间向发行人主张债权后未在诉讼时效期间届满之前要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）广汇汽车概况

广汇汽车系 2015 年 6 月由广汇有限与上市公司美罗药业进行重大资产重组而形成。2015 年 6 月之前，广汇有限名称为“广汇汽车服务股份公司”（具体情况参见本报告第一部分“主体概况”）。截至 2019 年 9 月底，广汇汽车注册资本 81.60 亿元，控股股东广汇集团持股比例为 32.73%，质押股份占其所持有股票的 41.97%，广汇汽车实际控制人为孙广信先生。

广汇汽车的经营范围为：进口汽车品牌销售、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、汽车租赁及汽车信息咨询等业务。

广汇汽车注册地址：辽宁省大连市甘井子区华北路 699 号；法定代表人：李建平。

广汇有限是广汇汽车的主要子公司，是广汇汽车营业收入的主要来源，2018 年广汇有限实现营业收入 1,286.57 亿元，占广汇汽车营业收入的 77.42%；除广汇有限之外，广汇汽车其余收入主要来自宝信汽车。宝信汽车的经营范围、经营模式与广汇有限基本一致，广汇有限的经营情况请见上文。

（2）广汇汽车财务分析

广汇汽车提供的 2016－2018 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，审计结论均为标准无保留意见。广汇汽车 2019 年 1－9 月合并财务报表未经审计。2019 年 4 月，财政部发布《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。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，广汇汽车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，广汇汽车投资新设子公司 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。广汇汽车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，广汇汽车合并资产总额 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，其中归属于母公司所有者权益 370.15 亿元。2018 年，广汇汽车实现营业收入 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 9 月底，广汇汽车合并资产总额 1,322.74 亿元，负债合计 851.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）471.42 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 377.65 亿元。2019 年 1－9 月，广汇汽车实现营业收入 1,221.77 亿元，净利润（含少数股东损益）28.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 22.46 亿元；经营活动现金流量净额-49.49 亿元，现金及现金等价物净增加额-31.94 亿元。

资产

2016－2018 年，广汇汽车资产规模逐年增长，年均复合增长 12.40%，主要系广汇汽车通过收并购等方式扩大业务范围所致。截至 2018 年底，广汇汽车资产总额 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，符合广汇汽车以汽车经销为主的业务特点。

2016－2018 年，广汇汽车流动资产逐年增长，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，广汇汽车流动资产 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。

2016－2018 年，广汇汽车货币资金波动增长，年均复合增长 8.27%。截至 2017 年底，广汇汽车货币资金 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，广汇汽车货币资金 253.68 亿元，较年初下降 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，广汇汽车货币资金受限程度较高。

广汇汽车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，广汇汽车预付款项逐年增长，年均复合增长 22.35%，主要系广汇汽车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，广汇汽车预付款项 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，广汇汽车按欠款方归集的期末余额前五名占比 57.39%，集中度较高。

广汇汽车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，广汇汽车存货逐年增长，年均复合增长 15.62%。截至 2018 年底，广汇汽车存货 206.10 亿元，较年初增长 21.00%，主要系收购增加及年底采购规模较大所致；其中，库存商品占 79.29%，在途物资占 20.16%；广汇汽车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%。考虑到广汇汽车库存整车主要为中高端产品，市场价格风险较低，广汇汽车存货跌价准备计提规模尚可。

广汇汽车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，广汇汽车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，广汇汽车一年内到期的非流动资产 111.21 亿元，较年初增长 22.93%，主要系广汇汽车融资租赁业务快速发展所致。

2016－2018 年，广汇汽车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，广汇汽车非流动资产 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。

广汇汽车长期应收款主要为一年后应收的融资租赁款，广汇汽车融资租赁合同期限一般为 36 个月。2016－2018 年，广汇汽车长期应收款波动增长，年均复合增长 12.97%。截至 2017 年底，广汇汽车长期应收款 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，广汇汽车长期应收款 82.03 亿元，较年初下降 0.48%，其中融资租赁款[2]占 89.45%；广汇汽车累计计提坏账准备 1.75 亿元，计提比例为 0.90%，全部为针对融资租赁款的计提。

广汇汽车固定资产主要为房屋建筑物，包括各子公司所有的 4S 店及办公楼、展厅等。2016－2018 年，广汇汽车固定资产逐年增长，年均复合增长 9.56%，主要系广汇汽车持续收并购所致。截至 2018 年底，广汇汽车固定资产 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%；广汇汽车累计计提折旧 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。

广汇汽车无形资产主要为土地使用权、特许经营权以及软件。2016－2018 年，广汇汽车无形资产逐年增长，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

[2] 公司未对融资租赁客户进行五级分类。

底，广汇汽车无形资产 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，受限比例很低。

广汇汽车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，广汇汽车商誉逐年增长，年均复合增长 8.12%，主要系广汇汽车不断通过收购扩大规模，购买企业成本超过其净资产公允价值所致。截至 2018 年底，广汇汽车商誉 187.87 亿元，较年初增长 5.28%；广汇汽车累计计提商誉减值准备 1.24 亿元，占比不大。广汇汽车商誉规模较大，占资产的比重较高，若未来收购的 4S 店经营业绩未达预期，广汇汽车商誉将面临减值风险。

截至 2018 年底，广汇汽车受限资产合计 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。广汇汽车资产受限程度一般。

截至 2019 年 9 月底，广汇汽车资产总额 1,322.74 亿元，较年初减少 6.51%；其中，流动资产占比 58.12%，非流动资产占比 41.88%，广汇汽车资产结构仍以流动资产为主。

总体看，近年来，广汇汽车资产规模快速增长，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。广汇汽车整体资产质量一般。

负债

2016－2018 年，随着经营规模的扩大以及投资需求的增加，广汇汽车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，广汇汽车负债合计 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，广汇汽车流动负债逐年增长，年均复合增长 8.93%。截至 2018 年底，广汇汽车流动负债 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。

2016－2018 年，广汇汽车短期借款波动下降，年均复合下降 5.52%。截至 2017 年底，广汇汽车短期借款 174.38 亿元，较年初下降 22.86%。截至 2018 年底，广汇汽车短期借款 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，广汇汽车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，广汇汽车应付票据及应付账款 294.36 亿元，较年初增长 4.78%。

2016－2018 年，广汇汽车其他应付款波动下降，年均复合下降 4.61%。截至 2017 年底，广汇汽车其他应付款 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，广汇汽车其他应付款 49.91 亿元，较年初下降 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，广汇汽车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，广汇汽车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，广汇汽车非流动负债波动增长，年均复合增长 0.27%。截至 2017 年底，广汇

汽车非流动负债 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，广汇汽车非流动负债 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，广汇汽车长期借款波动增长，年均复合增长 17.00%。截至 2017 年底，广汇汽车长期借款 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，广汇汽车长期借款 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%，广汇汽车面临一定的集中偿付压力。

2016－2018 年，广汇汽车应付债券逐年下降，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，广汇汽车应付债券 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%，广汇汽车面临一定的集中偿付压力。

2016－2018 年，广汇汽车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，广汇汽车递延所得税负债 20.11 亿元，较年初增长 16.99%。

2016－2018 年，广汇汽车全部债务逐年增长，年均复合增长 6.11%。截至 2018 年底，广汇汽车全部债务 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%，广汇汽车债务结构以短期债务为主。2016－2018 年，广汇汽车资产负债率分别为 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，主要系广汇汽车非公开发行股票、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。广汇汽车于 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，广汇汽车资产负债率、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%，广汇汽车债务负担较重，但仍属可控。

截至 2019 年 9 月底，广汇汽车负债合计 851.32 亿元，较年初增长下降 10.68%；其中，流动负债占比 75.57%，非流动负债占比 24.43%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 9 月底，广汇汽车全部债务 731.20 亿元，较年初下降 9.56%；从债务结构来看，短期债务占比 76.42%，长期债务占比 23.58%，债务结构仍以短期债务为主；广汇汽车资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.36%、60.80%和 26.78%，较年初变化不大。

总体看，近年来，广汇汽车负债规模有所增长，以流动负债为主；整体债务负担较重，债务结构有待优化，广汇汽车面临一定的集中偿债压力。

所有者权益

2016－2018 年，广汇汽车所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 26.66%。截至 2018 年底，广汇汽车所有者权益合计 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，广汇汽车权益结构稳定性尚可。

2017 年 12 月，广汇汽车非公开发行股票募集资金总额 80.00 亿元，股本和资本公积大幅增长，

广汇汽车资本实力大幅增强。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 471.42 亿元，较年初增长 2.07%；其中，归属于母公司的所有者权益 377.65 亿元（占比 80.11%），少数股东权益 93.77 亿元（占比 19.89%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 21.61%，资本公积占比 35.55%，盈余公积占比 1.51%，未分配利润占比 42.85%，较年初变化不大。

总体看，近年来，广汇汽车所有者权益规模持续增长，尤其 2017 年非公开发行股票后，广汇汽车资本实力大幅增强；广汇汽车所有者权益稳定性尚可。

盈利能力

近年来，随着广汇汽车通过并购和新增子公司不断扩大销售规模，广汇汽车汽车销售收入持续增长。2016－2018 年，广汇汽车分别实现营业收入 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，广汇汽车实现营业收入 1,661.73 亿元，较上年增长 3.40%。2016－2018 年，广汇汽车分别实现净利润 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%，主要由于广汇汽车规模不断扩大所致；2018 年净利润较上年下降 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，广汇汽车费用总额逐年增长，年均复合增长 20.96%。2018 年，广汇汽车费用总额 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，广汇汽车销售费用逐年增长，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；广汇汽车管理费用逐年增长，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；广汇汽车财务费用逐年增长，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，广汇汽车费用收入比分别为 5.58%、5.77%和 6.65%，呈小幅上升态势，费用控制能力尚可。

从利润构成来看，2016－2018 年，广汇汽车资产减值损失分别为 3.57 亿元、3.43 亿元和 7.22 亿元，占广汇汽车营业利润的比重分别为 9.45%、5.96%和 13.67%，对广汇汽车利润有一定侵蚀。2018 年，资产减值损失大幅增加，主要系广汇汽车对长期股权投资、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、营业外收支等对广汇汽车利润影响不大。

盈利指标方面，2016－2018 年，广汇汽车营业利润率分别为 8.57%、9.41%和 10.01%，呈逐年上升态势。2016－2018 年，广汇汽车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，广汇汽车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 1－9 月，公司实现营业收入 1,221.77 亿元，较上年同期增长 1.47%；净利润 28.04 亿元，较上年同期减少 24.38%，主要系信用减值损失增长所致。

总体来看，近年来，广汇汽车营业收入逐年增长，但期间费用增幅较大，资产减值损失对广汇汽车利润造成一定侵蚀，广汇汽车整体盈利能力处于行业中等水平。

现金流

从经营活动看，2016－2018 年，广汇汽车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，广汇汽车现金收入比分别为 120.56%、119.70%和 121.65%，广汇汽车收入实现质量较高，经营活动现金流状况良好。

从投资活动看，2016－2018 年，广汇汽车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，主要系广汇汽车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；广汇汽车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，广汇汽车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，广汇汽车筹资活动现金流入波动减少，年均复合减少 5.25%；2017 年广汇汽车筹资活动现金流入 711.78 亿元，同比增长 6.30%，2018 年广汇汽车筹资活动现金流入 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；广汇汽车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，广汇汽车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 1－9 月，公司经营活动现金流量净额为-49.49 亿元，投资活动现金流量净额为 42.46 亿元，筹资活动现金流量净额为-25.20 亿元。

总体看，近年来，广汇汽车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，广汇汽车存在较大的外部融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016－2018 年，广汇汽车流动比率分别为 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，广汇汽车现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。2016－2018 年，广汇汽车经营现金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。

从长期偿债能力指标看，2016－2018 年，广汇汽车 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，广汇汽车 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，广汇汽车 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。

截至 2019 年 9 月底，广汇汽车取得的各类金融机构授信额度合计 947.71 亿元，尚未使用的授信额度 550.57 亿元，广汇汽车间接融资渠道畅通。广汇汽车为上交所上市公司，具备直接融资

渠道。

截至 2019 年 9 月底，广汇汽车不存在对外担保事项。

截至 2019 年 9 月底，广汇汽车不存在重大未决诉讼及仲裁事项。

根据广汇汽车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 12 月 3 日，广汇汽车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，广汇汽车偿债能力指标表现尚可，同时考虑到广汇汽车融资渠道畅通、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，广汇汽车整体偿债能力很强。

广汇汽车本部财务概况

截至 2018 年底，广汇汽车本部资产总额 464.75 亿元；其中，流动资产 62.18 亿元（占 13.38%），主要为其他应收款（合计）（49.89 亿元），非流动资产 402.57 亿元（占 86.62%），主要为长期股权投资（402.57 亿元）及少量固定资产。

截至 2018 年底，广汇汽车本部负债合计 78.80 亿元，流动负债 62.96 亿元（占 79.90%），非流动负债 15.85 亿元（占 20.11%）；流动负债主要为短期借款（29.19 亿元）和其他应付款（合计）（24.19 亿元）；非流动负债全部为应付债券。广汇汽车本部有息债务合计 54.51 亿元，以短期债务为主。

截至 2018 年底，广汇汽车本部所有者权益合计 385.95 亿元，其中实收资本 82.18 亿元，资本公积 292.93 亿元、未分配利润 2.07 亿元。

2018 年，广汇汽车本部作为控股平台，实现投资收益 6.00 亿元，利润总额-1.39 亿元。

2018 年，广汇汽车本部经营活动现金流入量和流出量分别为 0.11 亿元和 0.24 亿元，经营活动现金流量净额为-0.13 亿元；公司投资活动现金流量净额为-28.84 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 20.61 亿元。

总体看，广汇汽车本部作为控股平台，资产主要为对子公司长期股权投资，债务负担较轻，营业利润主要来源于对子公司的投资收益，经营活动现金流量规模小，投资活动与筹资活动现金流量较大。

（3）债权保护效果

以广汇汽车 2019 年 9 月底的财务数据测算，本期债券额度（12.00 亿元）分别占其资产和净资产规模的 0.91%和 2.55%，广汇汽车资产及净资产规模对本期债券的保障程度很高。2018 年，广汇汽车经营活动现金流入量为本期债券额度（12.00 亿元）的 170.35 倍，EBITDA 为本期债券额度（12.00 亿元）的 7.96 倍，对本期债券的保障程度很高。

总体看，广汇汽车主营业务较为稳定，营业收入逐年增长，资产规模很大，经营活动现金流规状况良好，其担保对提升本期债券的信用水平具有一定的积极影响。

十、综合评价

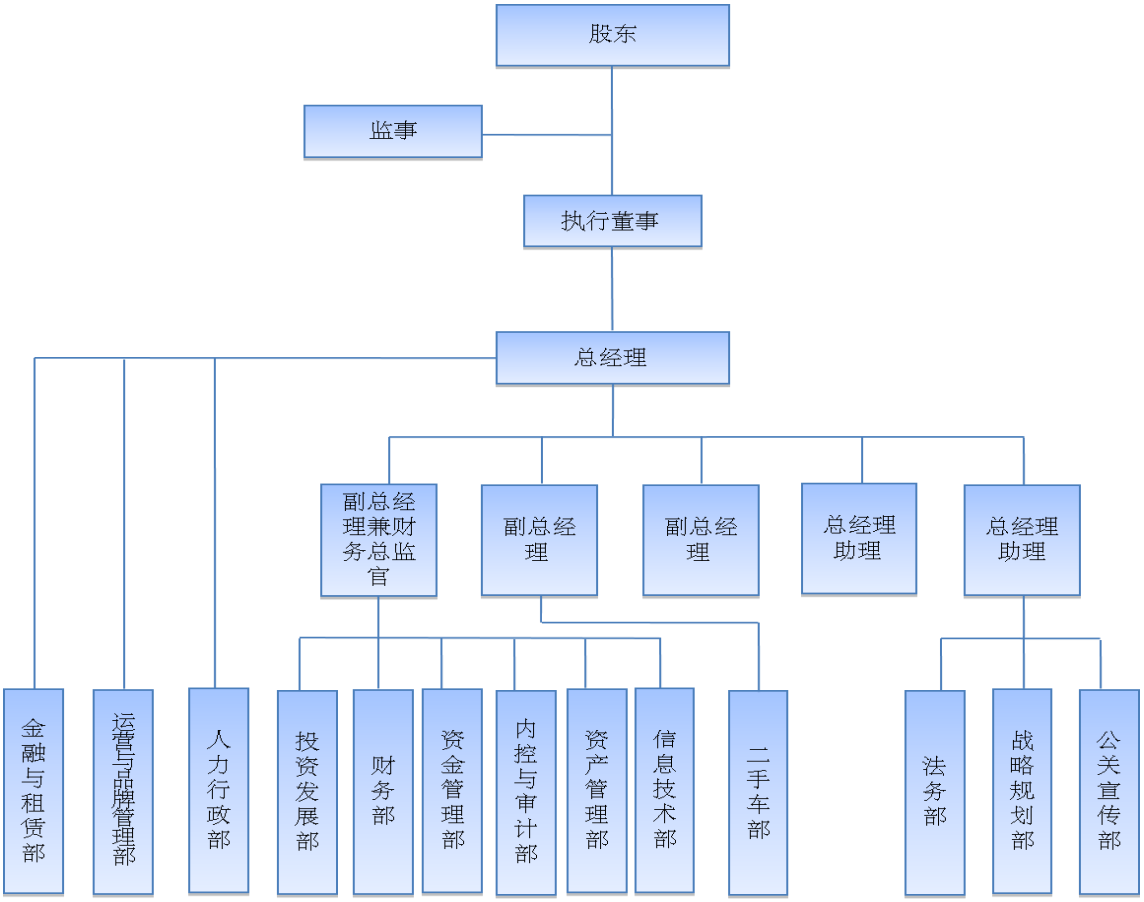
公司作为汽车经销行业龙头广汇汽车的核心子公司，近年来不断扩大经营网络，其经营规模和营业收入规模保持增长，规模优势明显，收入实现质量良好，并且通过广泛的客户基础拓展汽车维修养护、汽车租赁、佣金代理等业务，综合竞争力得到提高。2017年，母公司广汇汽车对公司增资，公司资本实力进一步增强。同时，联合评级也关注到当前汽车产销出现负增长，公司整车销售业务采购议价能力较弱，汽车销售毛利率较低，公司部分房屋土地存在瑕疵，货币资金受限比重高，大额预付款项和存货对资金占用显著，商誉规模较大且存在一定的减值风险，整体债务负担重且到期债务集中度较高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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”。

本期债券由公司母公司广汇汽车提供全额不可撤销连带责任保证担保。广汇汽车作为上市公司，具有较强的融资能力和资源整合能力，整体担保实力很强，其所提供的担保对本期债券的信用水平有一定的积极影响。

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

附件 1　广汇汽车服务有限责任公司
组织结构图



附件 2　广汇汽车服务有限责任公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	877.37	1,070.18	1,126.28	1,072.03
所有者权益（亿元）	226.42	307.64	340.25	362.35
短期债务（亿元）	407.86	453.64	504.59	437.28
长期债务（亿元）	115.82	152.24	108.77	117.72
全部债务（亿元）	523.69	605.88	613.36	555.00
营业收入（亿元）	1,183.04	1,261.05	1,286.57	955.55
净利润（亿元）	30.28	40.71	34.73	25.25
EBITDA（亿元）	61.85	78.49	76.75	--
经营性净现金流（亿元）	21.77	26.30	14.65	-29.57
应收账款周转次数（次）	58.39	51.58	54.03	--
存货周转次数（次）	8.12	8.88	7.77	--
总资产周转次数（次）	1.45	1.30	1.17	0.87
现金收入比率（%）	121.12	120.49	122.85	119.93
总资本收益率（%）	6.14	6.97	5.91	--
总资产报酬率（%）	6.29	6.89	5.84	--
净资产收益率（%）	13.68	15.24	10.72	7.19
营业利润率（%）	8.50	9.27	10.15	9.91
费用收入比（%）	5.24	5.64	6.51	6.52
资产负债率（%）	74.19	71.25	69.79	66.20
全部债务资本化比率（%）	69.81	66.32	64.32	60.50
长期债务资本化比率（%）	33.84	33.10	24.22	24.52
EBITDA 利息倍数（倍）	4.65	4.54	3.67	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.13	--
流动比率（倍）	0.92	1.06	1.00	1.05
速动比率（倍）	0.67	0.84	0.75	0.79
现金短期债务比（倍）	0.34	0.53	0.36	0.29
经营现金流动负债比率（%）	4.20	4.43	2.22	-5.21
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.15	6.54	6.40	--

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 1－9 月财务数据未经审计，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　广汇汽车服务集团股份公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,120.04	1,352.99	1,414.93	1,322.74
所有者权益（亿元）	287.88	442.77	461.85	471.42
短期债务（亿元）	305.52	301.22	367.43	558.78
长期债务（亿元）	165.92	203.10	163.41	172.41
全部债务（亿元）	471.44	504.32	530.84	731.20
营业收入（亿元）	1,354.22	1,607.12	1,661.73	1,221.77
净利润（亿元）	30.49	45.11	39.74	28.04
EBITDA（亿元）	71.76	98.37	95.54	--
经营性净现金流（亿元）	33.01	49.83	21.60	-49.49
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	0.89
现金收入比率（%）	120.56	119.70	121.65	118.28
总资本收益率（%）	6.90	8.18	6.75	2.27
总资产报酬率（%）	6.26	6.65	5.66	2.76
净资产收益率（%）	12.03	12.35	8.79	6.01
营业利润率（%）	8.57	9.41	10.01	9.78
费用收入比（%）	5.58	5.77	6.65	6.72
资产负债率（%）	74.30	67.27	67.36	64.36
全部债务资本化比率（%）	62.09	53.25	53.47	60.80
长期债务资本化比率（%）	36.56	31.45	26.13	26.78
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	1.19
速动比率（倍）	0.75	0.96	0.85	0.91
现金短期债务比（倍）	0.71	1.08	0.69	0.30
经营现金流动负债比率（%）	5.14	7.30	2.83	-7.69

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 1－9 月财务数据未经审计，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 4　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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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 5　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有限责任公司面向合格投资者公开发行2020年公司债券（第一期）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有限责任公司年报公告后两个月内，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。

广汇汽车服务有限责任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。广汇汽车服务有限责任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有限责任公司的相关状况，如发现广汇汽车服务有限责任公司或本次（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。

如广汇汽车服务有限责任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，直至广汇汽车服务有限责任公司提供相关资料。

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有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年二月十三日