

广汇汽车服务有限责任公司

2016 年公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010326】

评级对象: 广汇汽车服务有限责任公司 2016 年公司债券(第一期)(本期债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 5 月 10 日

计划发行: 不超过 50 亿元

本期发行: 不超过 20 亿元

存续期限: 不超过 3 年

发行目的: 补充营运资金, 偿还金融机构借款

偿还方式: 按年付息, 一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	16.36	19.33	20.35	21.74
刚性债务	112.72	119.29	132.51	158.75
所有者权益	84.34	89.47	146.18	148.04
经营性现金净流入量	0.11	1.58	2.14	1.41
合并数据及指标:				
总资产	559.19	614.90	755.25	747.57
总负债	408.56	454.79	538.91	523.05
刚性债务	346.01	398.62	452.98	431.41
所有者权益	150.63	160.11	216.34	224.52
营业收入	840.64	863.57	937.00	258.11
净利润	19.57	17.95	21.52	8.27
经营性现金净流入量	-0.66	12.64	55.45	-42.43
EBITDA	38.25	39.42	47.40	-
资产负债率[%]	73.06	73.96	71.36	69.97
权益资本与刚性债务 比率[%]	43.53	40.17	47.76	52.04
流动比率[%]	99.07	99.57	97.61	95.86
现金比率[%]	33.54	31.64	26.06	23.43
利息保障倍数[倍]	3.76	3.12	3.08	-
净资产收益率[%]	14.65	11.55	11.43	-
经营性现金净流入量与负 债总额比率[%]	-0.17	2.93	11.16	-
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-10.11	-4.44	-5.83	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.54	3.75	3.67	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.11	-

注: 根据广汇汽车经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。2014 年财务数据根据广汇汽车 2015 年审计报告年初数或上年数整理、计算。

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com

朱侃 zk@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

评级观点

➤ 主要优势 / 机遇:

- **行业龙头地位进一步得到巩固。**广汇汽车在国内汽车经销行业居于龙头地位, 规模优势显著, 其多品牌经营体系、渐趋完善的汽车服务价值链和有效的内部管理, 为主业的持续快速发展奠定了基础。
- **经营规模保持较快增长。**随着经营网络的扩张, 广汇汽车的客户群体持续增长, 为其售后服务业务的发展提供了广泛的客户基础。近年来售后服务业务发展态势良好, 保持了较高的增速和盈利水平, 已成为公司重要的利润来源。
- **资本实力显著增强。**2015 年 6 月广汇股份成功在国内 A 股市场完成借壳上市并募集配套资金 58.90 亿元事项, 同时向广汇汽车注资共计 57.50 亿元, 使得公司资本实力显著增强。
- **融资渠道较为畅通。**广汇汽车目前货币资金存量较为充裕, 且拥有较大规模的银行授信额度, 可为到期债务的偿付提供一定的缓冲。此外, 作为广汇股份唯一运营主体, 可享受其资本市场融资便利, 间接拓宽了公司的融资渠道。

➤ 主要风险 / 关注:

- **市场竞争趋于激烈。**我国汽车经销行业集中度较低, 市场竞争程度较为激烈, 加上汽车需求量增速大幅放缓, 广汇汽车所面临的经营压力加大。
- **资本性支出压力仍较大。**广汇汽车将继续通过并购及新设经销网点的方式进行业务扩张, 将持续面临一定的资本性支出压力, 且新增店面面临一定的盈利不达预期风险。
- **新业务开展风险。**汽车租赁业务的开展和投资规模的快速扩张, 使得广汇汽车面临较大的资

金压力和运营风险。

- **刚性债务规模持续扩张。**广汇汽车刚性债务规模增长较快，且以短期债务为主，即期债务偿付压力较大。
- **经营管控压力逐步加大。**随着广汇汽车经营区域的扩张及下属经营实体数量的增加，公司的经营管控压力逐步加大。
- **重大资产重组事项存在不确定性。**母公司广汇股份要约收购宝信汽车的重大资产重组事件进展及其影响需持续关注。
- **关联方占款规模大幅增长。**2015 年广汇汽车应收关联方款项余额大幅增长至 47.69 亿元，主要系母公司广汇汽车用于开具收购宝信汽车所需的融资性保函。

➤ 未来展望

通过对广汇汽车服务有限责任公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《汽车流通行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

广汇汽车服务有限责任公司 2016 年公司债券（第一期）

信用评级报告

一、公司概况

该公司成立于 2006 年 6 月，是以发起方式设立的股份有限公司，初始注册资本为人民币 6.51 亿元，其中主发起人新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（简称“广汇集团”）持股比例为 49.66%，其他 9 位发起人股东广西物资集团总公司（简称“广西物资”）、新疆机电设备有限责任公司职工委员会（简称“新疆机电”）、上海汇能投资管理有限公司（“上海汇能”）、新疆专用汽车有限责任公司（简称“新疆专汽”）、新疆滚动轴承制造有限责任公司（简称“新疆轴承”）、河南物产有限公司（简称“河南物产”）、朱玉喜、沈国明和龙汉维的持股比例分别为 10.86%、10.18%、7.75%、7.44%、6.91%、2.05%、1.80%、1.80% 和 1.55%。同年 6~8 月期间，公司股东人数及股权结构进行了一系列调整，调整为广汇集团、广西物资、沈国明、河南物产、龙汉维、朱玉喜，持股比例分别为 81.237%、9.278%、3.085%、2.297%、2.093% 和 2.010%。

2007 年 1 月，经中华人民共和国商务部（商资批[2007]15 号）批准，由在毛里求斯注册的 China Grand Automotive (Mauritius) Limited（简称“CGA”）以 1.06 亿美元对该公司增资，增资完成后，公司性质变更为中外合资股份有限公司，注册资本增至 11.23 亿元，总股本增至 11.23 亿股，股东广汇集团、CGA、广西物资、沈国明、河南物产、龙汉维和朱玉喜持股比例分别调整为 47.12%、42.00%、5.38%、1.79%、1.33%、1.21% 和 1.17%。后经多次增资，截至 2009 年 1 月，公司注册资本增至人民币 37 亿元，股东持股比例不变。

2009 年 2 月至 2010 年 12 月期间，该公司股东及其股权结构又进行了一系列的调整变更。截至 2010 年末，公司注册资本和实收资本不变，股东调整为广汇集团、CGA、新疆友源股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“新疆友源”）、Blue Chariot Investment Limited（简称“BCI”）和南宁邕之泉投资管理中心（有限合伙）（简称“南宁邕之泉”），持股比例分别为 54.07%、38.31%、3.79%、3.69% 和 0.14%。

2011 年该公司向上海联创诚锡投资管理合伙企业（普通合伙）、上海安益成长投资中心（有限合伙）和天津执象股权投资基金合伙企业（有

限合伙)等 11 家法人主体定向发行股票 3 亿股,合计募集资金 24 亿元(其中注册资本增加 3 亿元,余额计入资本公积),公司实收资本增至 40 亿元。

2013 年 11 月,该公司进行了增资和股权转让,此次增资完成后公司的注册资本增至 42.5 亿元。

2015 年 6 月,该公司与上市公司“美罗药业”(600297, SH)的重大资产重组事项获证监会批复后,公司股权全部过户至美罗药业名下,且名称由“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”。由于美罗药业更名为“广汇汽车服务股份公司”(以下简称“广汇股份”),因此公司的股东变更为广汇股份。公司为广汇股份唯一运营实体。

2015 年 6 月广汇股份上市以来,以现金向该公司增资 57.50 亿元,其中 21.82 亿元用于购买汇通信诚租赁有限公司(以下简称“汇通租赁”)16.67%的少数股东权益。增资后公司注册资本增至 100 亿元。原股东苏州工业园区玛利洁贝创业投资企业(有限合伙)将其持有的全部股权(持有比例为 3.8%)转让至天津正和世通股权投资基金合伙企业(有限合伙)。截至 2016 年 3 月末,公司唯一股东为广汇股份,实际控制人为孙广信先生,其通过广汇集团持有公司 37.26%的股份¹。

该公司经营范围为汽车及配件销售、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。公司已连续多年位居全国乘用车销售三甲行列。截至 2016 年 3 月末,公司已在国内形成十大经营区域,拥有各类乘用车品牌授权 4S 店 514 家。

二、债项概况

(一) 本期债券概况

经该公司执行董事批准同意,公司拟发行总额不超过 50 亿元人民币的公司债券,拟使用不超过 40 亿元的募集资金用于补充营运资金,剩余募集资金用于偿还金融机构借款。

¹ 广汇股份拟非公开定向增发不超过 80.00 亿元,若该事项实施成功,广汇集团持有其股份最低不会低于 32.90%,其中 56.00 亿元用于发展租赁业务,24.00 亿元用于偿还有息借款。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	广汇汽车服务有限责任公司 2016 年公司债券（第一期）
发行规模:	总发行规模不超过人民币 50 亿元（本期发行规模不超过人民币 20 亿元）
本期债券期限:	本期债券期限为 3 年期，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。
债券利率:	采用固定利率，在存续期内前 2 年固定不变，在存续期的第 2 年末，公司可选择调整票面利率，存续期内后 1 年票面利率为本期债券存续期前 2 年票面利率加公司调整的基点，调整后利率在存续期后 1 年固定不变。
付息方式:	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。
募集资金用途:	不超过 40 亿元资金用于补充营运资金，剩余资金偿还金融机构借款。

资料来源：广汇汽车

截至 2016 年 3 月末，该公司待偿债券余额为 120 亿元，具体情况见图 2。

图表 2. 截至 2016 年 3 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	发行利率 (%)	起息日期	到期日期
12 广汇 MTN1	7.00 ²	4.83	2012.06.21	2017.06.21
13 广汇 MTN2	19.00	5.23	2013.05.24	2016.05.24
14 广汇 PPN003	12.50	7.60	2014.07.08	2016.07.08
15 广汇汽车 MTN001	11.00	7.40	2015.03.13	2018.03.13
15 广汇 PPN001	7.50	7.40	2015.04.21	2016.04.21
15 广汇汽车 SCP001	10.00	5.37	2015.09.02	2016.05.29
15 广汇汽车 SCP002	10.00	5.40	2015.09.22	2016.06.18
15 广汇汽车 SCP004	10.00	5.30	2015.10.23	2016.07.19
16 广汇汽车 CP001	13.00	6.30	2016.01.22	2017.01.22
16 广汇汽车 CP002	10.00	7.00	2016.02.24	2017.02.24
16 广汇汽车 SCP001	10.00	6.90	2016.03.18	2016.12.13
合计	120.00	-	-	-

资料来源：广汇汽车

（二）债券募集资金用途

该公司拟使用不超过 40 亿元的募集资金用于补充营运资金，剩余募集资金用于偿还金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，

² 原发行金额 10 亿元，已于 2015 年 6 月回售 3 亿元。

导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速的增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增

速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

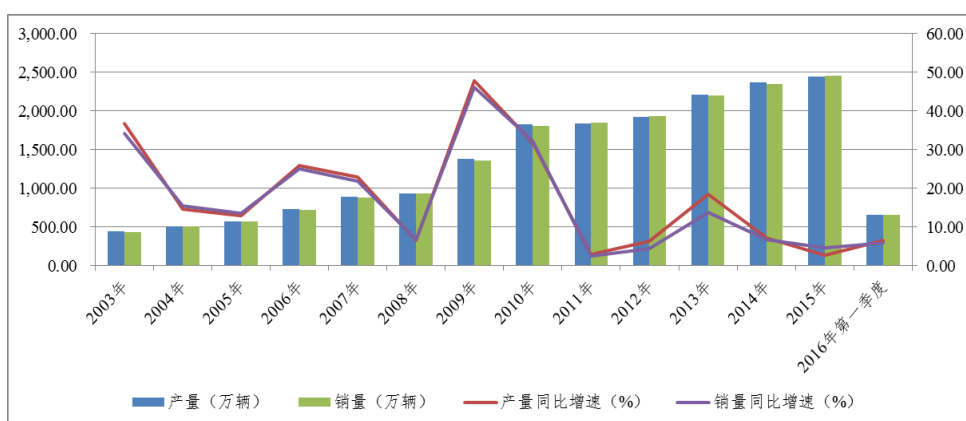
受我国宏观经济下行压力逐步加大的影响，2014年起国内汽车产销量增速大幅回落，2015年以来增速更是显著降低。受国家出台购置税减半政策刺激，2016年第一季度汽车行业产销量小幅反弹，但受本次政策刺激力度有限、汽车保有量基数较高影响，中短期来看，汽车行业未来销量将维持中低速增长态势。

随着中国经济高速增长和居民收入的稳步提高，中国汽车工业自 2000 年以来步入了快速发展期，汽车产销量连创新高，成为全球汽车行业发展最为迅速的市场之一。但受全球金融危机的影响，2008 年我国汽车销量增速呈现了明显的下滑趋势。为刺激汽车产业需求，2009 年国家在“十大产业调整振兴规划”中首先推出了《汽车产业调整振兴规划》，制订了汽车产业发展的八大目标，加上成品油税费改革、小排量车购置税减免、“汽车下乡”、新能源汽车试点城市及补贴等政策的推行，使得 2008 年下半年延迟的市场需求和 2009 年的当期需求集中释放。2009 年我国首次超过美国成为世界汽车产销第一大国，2010 年汽车行业继续保

持良好的发展势头，稳居全球产销第一。但 2011 年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，我国汽车产销增速显著放缓。

随着三四线城市购车需求的不断增长，2012~2013 年我国汽车产销量增速企稳回升，2013 年汽车累计产销量分别为 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆，同比分别增长 14.8%和 13.9%，比 2012 年分别提高 10.1 和 9.5 个百分点。2014 年以来我国汽车市场受宏观经济疲弱影响，产销量增速均较上年明显回落。2014 年全年汽车累计产销量分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.3%和 6.9%，比 2013 年增速下降 7.5 和 7.0 个百分点。2015 年度汽车产销量增速继续下降，累计产销量分别为 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，同比增长 3.30%和 4.70%，增速较去年同期分别下降 4.00 个百分点和 2.20 个百分点。受 1.6 升及以下乘用车购置税减征政策的影响，2016 年第一季度汽车累计产销量分别为 659.05 万辆和 652.67 万辆，增速同比分别增长 1.80 个百分点至 6.50%和 2.08 个百分点至 5.98%。

图表 3. 2003 年以来国内汽车产销量变化情况（万辆、%）



数据来源：wind

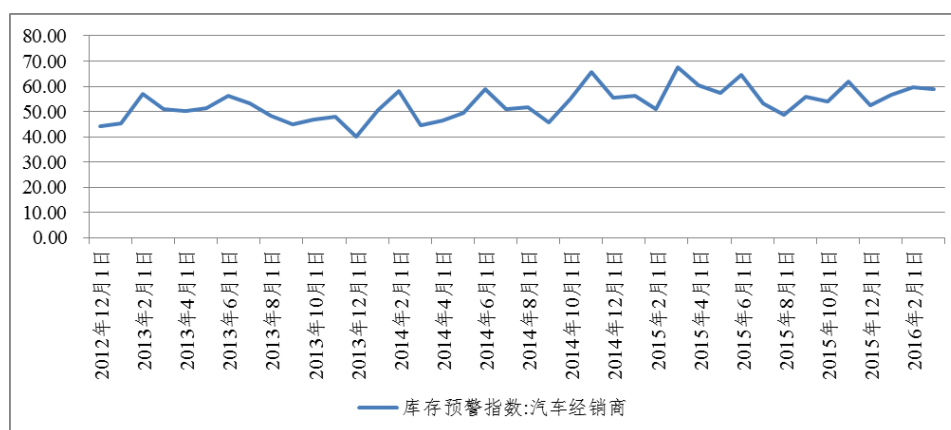
中短期来看，国内人均收入水平提高、汽车消费升级、国内人均保有量较低以及城镇化进程推进等将持续为汽车市场提供较为强劲的刚性需求。但我国汽车销量与保有量的增长也使得环境、能源和交通等问题日益凸显，汽车限购城市不断增加，目前上海、北京、广州、深圳等 7 个城市已先后出台限行和限购政策，而其他大中城市推行汽车限购限行政策的预期也在不断升温，对新车需求形成了一定的制约。加上受制于经济下行压力加大、保有量基数较高（2015 年末全国民用汽车保有量达到 17,228 万辆）的影响，汽车行业产销规模增长空间已较为有限，中短期内将继续维持中低速增长态势。

近年来受汽车销量增速放缓的影响，我国汽车经销市场竞争日趋激

烈，经销商库存和资金链压力逐渐增大，整车销售盈利能力持续弱化。长期来看，毛利率较高的汽车维修养护等汽车后服务将成为国内汽车经销商的主要利润增长点。行业整合为未来发展趋势，资金实力雄厚、后市场服务体系完善的大型经销商将获得更大的发展空间。

2005 年前，我国汽车销售行业经营形态包括有形市场、4S 店、二三级经销商甚至无资质汽车销售店，整体呈现“散、乱、杂”局面。为了促进汽车销售行业的规范发展，国家于 2005 年 4 月 1 日开始实施《汽车品牌销售管理办法》，规定汽车经销商应当在汽车供应商授权的范围内从事汽车销售、售后服务、配件供应等活动，不得以任何形式从事非授权品牌汽车的经营。该规定推动了国内 4S 专卖店的快速发展，并成为我国汽车销售的主要模式。但同时该规定也使得汽车经销商在经营规模、范围、地域、利润空间等方面受到整车制造厂商的制约。我国汽车经销商对上游厂商的整车及零配件的采购议价能力较弱，采购时需要全额支付价款，对日常运营资金需求量大，库存周转速度对经销商影响较大，且整车进货价格和销售价格均由生厂商决定。汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利。2014 年在汽车市场销量增速放缓的背景下，汽车经销市场竞争日趋激烈，部分整车销售价格下探，进销差价空间萎缩，加上需求降低导致汽车经销商去库存压力加大，新车销售利润率进一步降低至 4% 左右，部分经销商发生亏损。2015 年以来，汽车经销商经营压力进一步加大，由于汽车厂商根据 2014 年销量增速定了较高的销量指标，汽车经销商为了获得厂商返利只得超负荷拿车，而当年汽车需求增速却进一步减少，导致许多经销商为了完成指标价格倒挂现象较为严重，盈利主要靠厂商返利。根据汽车流通协会公布的汽车库存预警指数情况来看，2014 年以来该指数基本均位于 50% 警戒线之上。2015 年 10 月国家出台了关于 1.6L 及以下排量的车型购置税减半的政策（存续期间为 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日），使得当月库存预警指数降至 54.10%，环比减少 1.60 个百分点，但由于本次政策刺激力度较为有限，2016 年 3 月，库存预警指数反弹至 58.9% 左右。

图表 4. 近年来我国汽车经销商库存预警指数情况 (%)



数据来源: wind

2014年7月31日,国家工商行政管理总局发布《工商总局关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》(以下简称“《公告》”),决定自2014年10月1日起,停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作。然而,《公告》内容并未对汽车厂商加以约束,目前品牌授权的主动权仍掌握在车企手中。但未来汽车零售业务将更加多元化,经营多品牌的汽车超市、汽车大卖场将会发展,与目前主流业态4S店模式将形成互补。此外,2015年以来,国家发改委牵头对汽车行业垄断的处罚趋严,4月和9月奔驰公司和东风日产公司及部分经销商被处罚共计5亿元的罚款。目前奥迪、宝马和奔驰等车企已纷纷做出调整,实施产品或零配件降价措施,或将对汽车经销商经营的盈利能力造成一定影响。

汽车经销商的利润来源主要为整车销售业务和售后服务业务两部分。售后服务主要包括汽车养护维修、零配件销售和汽车金融。后服务并无明显周期性,且成本较低,部分业务毛利率可达50%以上。长期来看,在汽车销售业务疲软的背景下,汽车后服务业务将成为国内汽车经销商的主要利润增长点。虽然目前其占经销商营业收入的比重较小(2014年汽车后服务收入占经销商百强营业收入的14.7%),但其贡献的毛利已占经销商营业毛利的50%以上(2014年百强经销商毛利结构中,零部件和维修服务占比50.3%、二手车销售占1.8%、汽车金融和保险占比7.3%)。但是,2015年9月出台的《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》的配套落实政策若出台并实施后,我国汽车维修行业被整车厂授权4S店垄断、维修费用高企的垄断局面将可能被打破。加上目前线上线下结合的汽车电商平台不断涌现,未来汽车经销商集团后服务业务竞争压力预计将进一步加大。

我国汽车经销商多数采用集团化经营模式，目前拥有 3 家以上 4S 店的经销商集团共 400 余家，行业集中度较低。现阶段国内各大经销商都有自己根植的区域，存在着较强的地域性特征和一定品牌定位，其中包括以广汇汽车、庞大集团为代表的全线品牌型，国机汽车、中升集团为代表的中高端品牌型，利星行为代表的单一品牌型，物产元通为代表的本地主力型等。大型经销商集团在人才培养、品牌知度、资本投资和地区市场资源整合等方面具备竞争实力，行业整合为未来发展趋势³。截至 2014 年末超过 100 亿元销售收入的大型经销商集团已由 2013 年末的 31 家增长至 38 家，销量占行业总销量的 25%，其中 2014 年国机汽车首次赶超广汇汽车成为我国汽车经销商龙头企业。

图表 5. 2014 年我国汽车经销商集团前十位排名情况

排名	企业名称	简称	2014 年营业收入(亿元)	2014 年销售数量 (辆)
1	国机汽车股份有限公司	国机汽车	905.29	275,000
2	广汇汽车服务股份公司	广汇汽车	863.57	606,586
3	庞大汽贸集团股份有限公司	庞大集团	603.15	561,114
4	中升集团控股有限公司	中升集团	547.87	207,289
5	利星行汽车有限公司	利星行汽车	467.42	93,103
6	宝信汽车集团有限公司	宝信汽车	362.85	95,265
7	恒信汽车集团股份有限公司	恒利集团	361.76	190,392
8	广物汽贸股份有限公司	广物汽贸	336.64	287,814
9	上海永达控股（集团）有限公司	永达集团	329.38	116,095
10	中国正通汽车服务控股有限公司	正通汽车	313.32	87,892

资料来源：中国汽车流通协会

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司实际控制人为孙广信先生。2015 年重组事项完成后，公司股东变更为上市公司广汇股份。之后广汇股份向公司注资事项完成后，公司资本实力显著增强。另外，作为广汇股份的唯一业务运营主体，公司可享受其资本市场的融资便利，一定程度上拓宽了公司的融资渠道。

该公司成立以来经过多次股权变更，但实际控制人一直是自然人孙广信先生。其控股的广汇集团为公司最大股东。截至 2016 年 3 月末，广汇集团持有公司 37.26% 的股权。广汇集团创始于 1989 年，经过近 20

³ 广汇股份目前正在实施并购宝信汽车事项，于 2015 年 9 月 14 日已支付 5000 万港币的可退还的诚意金，收购金额约为 114.92 亿港元（假设无行使购股权），以现金支付。

年的发展，形成了清洁能源、汽车服务和房地产三大支柱产业，目前已成为中国最大的陆基 LNG 生产和供应商、中国最大的汽车服务企业以及新疆地区最大的房地产开发企业之一。

2014 年 12 月，该公司发布《关于参与重大资产重组的公告》，拟通过借壳⁴美罗药业股份有限公司（简称“美罗药业”，股票代码：600297）并定向募集不超过 60 亿元实现 A 股上市，募集资金拟用于收购子公司汇通信诚租赁有限公司约 16.67% 股权以及发展乘用车融资租赁业务⁵。2015 年 6 月，该事项成功实施后，公司股权全部过户至美罗药业名下。由于美罗药业更名为“广汇汽车服务股份公司”，因此公司的股东变更为广汇股份。过户后公司经营业务及前期财务数据均无变化。广汇股份本部无经营业务，下属企业包括公司和上海汇通汽车销售有限公司。截至 2016 年 3 月末，公司唯一股东为广汇股份，实际控制人为孙广信先生，其通过广汇集团持有广汇股份 37.26% 的股份。公司产权状况详见附录一。

2015 年 6 月，广汇股份以部分募集资金 21.82 亿元向该公司注资，用于收购汇通租赁少数股东权益，使得公司实收资本增至 64.32 亿元。2015 年 7 月，广汇股份以现金向公司继续增资，使得公司实收资本进一步增至 100 亿元，公司资本实力显著增强。另外，作为广汇股份的唯一业务运营主体，公司可享受其资本市场的融资便利，一定程度上拓宽了公司的融资渠道。

（二）公司法人治理结构

该公司已建立起符合业务管理要求的治理结构和较完善的监督管理体系，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。重组事项完成后，公司性质由股份有限公司变更为有限责任公司。公司相应调整了部分组织结构。

⁴上市公司美罗药业拟以截至评估基准日（2014 年 6 月 30 日）除可供出售金融资产外的全部资产和负债，与广汇汽车全部股东合计持有的 100% 股权进行置换。截至评估基准日，经交易各方协商确认本次交易广汇汽车全部股权（置入资产）价值为 235.77 亿元，美罗药业置出资产作价为 7.49 亿元，置入和置出资产作价差额为 228.28 亿元。本次交易所涉及置出资产将由美罗集团或其指定的第三方予以承接，同时由美罗药业控股股东美罗集团向广汇集团支付其持有的 3,000.00 万股美罗药业股票作为承接置出资产的对价。上述重大资产置换双方交易标的作价的差额部分，由美罗药业按广汇汽车股东各自享有的股权比例，分别发行股份购买。美罗药业本次向广汇汽车股东发行股票的发行价格为 7.56 元/股，据此计算，美罗药业向以上股东合计发行股份为 301,960.9785 万股。

⁵本次交易上市公司拟向不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金实际共募集资金 58.90 亿元，其中 21.82 亿元用于收购少数股东持有的汇通信诚租赁有限公司 16.67% 的股权，剩余资金用于发展乘用车融资租赁业务。

重组事项完成后，该公司重新制定了《广汇汽车服务有限责任公司章程》。由于广汇股份为单一股东，公司取消了股东大会；另外，董事会、监事会、战略与投资委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会也同时被取消，仅保留一名监事和一名执行董事，其中执行董事任期三年，由股东任免。公司设总经理一名，由股东决定聘任或者解聘。其余业务部门在设置上均无变动。

总体来看，该公司已建立起符合业务管理要求的治理结构和较完善的监督管理体系，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。为规范关联交易，公司制定了相关规定，以保证公司与关联方所发生关联交易的合法性、公允性及合理性。公司近年来关联交易主要体现为购销商品、提供和接受劳务、关联租赁、关联担保、关联资金拆借等方面，截至 2015 年末，公司因关联交易形成的关联方应收、应付款项余额总体较大（图表 3 所示），公司面临较大的关联资金管理压力。

图表 6. 公司截至 2015 年末关联方应收应付余额表（单位：万元）

应收项余额		应付项余额	
应收账款	661.66	应付账款	412.37
长期应收款	3,897.47		
其他流动资产 ⁶	504.00		
预付款项	330.32		
其他应收款 ⁷	476,938.39	其他应付款	3,684.09
		预收账款	165.78
合计	482,331.83	合计	4,262.24

注：根据广汇汽车提供的数据绘制

（三）公司管理水平

该公司通过不断加强对各项业务的制度化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险。但公司汽车经销业务的地域分布分散，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。

该公司根据业务发展特点，采取了“管理总部-区域公司-汽车品牌

⁶ 系关联方成都新都华星名仕汽车销售服务有限公司的无息委托贷款，金额为 504.00 万元，期限原为 2014 年 12 月 9 日至 2015 年 12 月 8 日，目前延长一年至 2016 年 12 月 8 日到期。

⁷ 系与母公司广汇股份的往来款，用于开具收购宝信汽车所需的融资性保函。

4S 店”的三层管理组织架构。公司管理总部下设品牌事业部、资金管理部、信息技术部、资产管理部、投资发展部、市场部、财务部及公关部等职能部门，并由相应的副总经理进行管理。近期公司对部门组织结构进行了调整，最新部门组织架构见附录二。

从实际运行情况来看，该公司各部门之间在日常经营中能够做到既保持应有的独立性，又能协作顺畅和有效监督，整体运营管理效率较高。但公司汽车经销业务的地域分布分散，下属汽车经销网点数量众多，在采购供应环节、销售环节和物流配送服务环节对公司管理水平提出较高要求，增加了管理难度。

该公司制定了涵盖公司经营管理活动各层面的内部控制体系，明确界定了管理总部、区域公司及各级 4S 店岗位的目标、职责和权限，建立了相应的授权、检查和逐级问责制度，确保其在授权范围内履行职能。公司重点加强了对预算管理、资金管理、重大投资、营运管理等重要活动的控制，并通过 SAP 系统规范了相应的控制制度和程序。

（1）财务管理方面

该公司采取财务总监委派制度，由公司总部、区域公司、各级 4S 店进行三级管理，并采取直线汇报制度。管理总部每年根据当年发展目标和管理侧重点，给区域公司财务总监下达财务管理指标，并进行年终考核。经过多年管理提升，公司已在财务核算方法，财务报告、报表分析、资金报表体系以及区域财务组织结构等方面实现了统一管理。

该公司还制定了《总部审批权限一览表》、《区域审批权限一览表》，规范了资本性支出、各项费用、借支、资产处置、资金往来、合同签订、IT 安全、分红等重大事项的商务审批和付款审批流程。此外，公司审计委员会及其下属的审计部统一领导公司内部审计工作，实行企业内审季报和内审报告季报备案制度，保证公司的规范运作。

（2）资金管理方面

该公司实行资金统一管理，并在管理总部和区域公司设置资金管理中心，各区域建立资金池，实现区域资金集中管理。管理总部对各区域公司进行资金余额管理，并辅以资金日报表监控，以减少账户资金闲置，降低融资成本。

现金收款方面，区域公司结算中心通过开设统一的银行母子账户将下属成员单位收到的营业款项每日进行自动归集上划至区域公司，对其它未纳入统一账户的资金于一个工作日内划入资金管理中心账户。现金

付款方面，该公司以资金预算为前提严格执行分级授权管理。在支付方式上采取“联动付款”，即资金中心收到支付申请后，通过系统从公司总户下拨资金到成员单位支出户，并实现数据不落地对外支付。

（3）项目投资管理方面

该公司股东大会、董事会为对外投资的决策机构，董事会战略与投资委员会为对外投资的领导机构，总裁/首席执行官为对外投资实施的主要负责人。投资发展部负责公司重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜的研究和评估，监督重大投资项目的执行进展，及时报告投资项目异常，并负责投资项目风险管理，定期提交公司项目管理风险分析报告。财务部通过掌握各投资项目的财务状况和经营成果，对投资风险、投资回收等进行评价考核并向公司决策层提出改进经营管理的意见。审计部负责对项目的事前效益进行审计，以及对对外投资进行定期审计，并向公司提交报告。

（4）运营管理方面

该公司运用 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。

（四）公司经营状况

近年来该公司经营规模持续扩大，行业龙头地位较为稳固。受国内汽车经销市场竞争加剧的影响，加上2013至2014年公司减缓了网点扩张速度，导致公司2014年整车销售收入及毛利增速大幅下滑，销售业务盈利能力有所弱化；2015年以来公司重新加大经营网点扩张力度，同时受部分汽车采购成本下降影响，整车销售收入及毛利增速实现反弹，盈利能力有所回升；公司售后服务业务仍保持较高的增速和较高的毛利率，成为公司利润的重要来源。为保持在乘用车销售市场的领先地位，公司未来仍将保持一定的网点扩张速度。汽车租赁业务的开展以及未来经营网点的铺设使得公司仍面临一定的资金压力和运营风险。重组事项完成

后母公司通过注资使得公司资本实力显著增强，将有助于缓解公司租赁等业务发展过程中的资金压力。

该公司核心业务为经营代理品牌乘用车销售，同时开展汽车维修服务、佣金代理和汽车租赁等增值服务业务。近年来，公司通过收购兼并行行业内区域汽车经销商平台实现了主业的快速扩张，但在国内汽车需求增速降低、经销市场竞争加剧、部分车型价格下降的背景下，公司整体经营增速放缓。具体从近三年情况看，2013 年下半年至 2014 年受制于筹备 H 股上市，公司减缓了网点扩张速度，致使 2014 年公司营业收入增速同比显著下滑，加之期间费用支出扩大，盈利负增长。但 2015 年以来公司重新加大网点扩张力度，同时受部分汽车采购成本下滑影响，营业收入及毛利增速实现反弹。2013~2015 年公司分别实现营业收入 840.64 亿元、863.57 亿元和 937.00 亿元，同比分别增长 15.76%、2.73%和 8.50%；营业毛利分别为 69.78 亿元、72.99 亿元和 86.46 亿元，同比分别增长 25.10%、4.59%和 18.45%。受毛利率较高的售后服务业务（维修服务、佣金代理、汽车租赁）占比继续提升的带动下，近年来公司总体毛利率有所提升，分别为 8.30%、8.45%和 9.23%。2016 年第一季度公司实现营业收入 258.11 亿元，同比增长 16.99%；毛利率为 9.51%，同比增长 0.42 个百分点。

从主营业务收入和毛利构成来看，2015 年该公司营业收入中整车销售收入和毛利分别为 826.02 亿元和 34.78 亿元，占比分别为 88.49%和 41.34%；维修养护业务收入和毛利分别为 73.42 亿元和 24.25 亿元，占比分别为 7.87%和 28.82%；汽车租赁业务收入和毛利分别为 15.31 亿元和 11.82 亿元，占比分别为 1.64%和 14.05%；佣金代理业务收入和毛利分别为 18.67 亿元和 13.29 亿元，占比为 2.00%和 15.80%。总体来看，整车销售收入仍是公司最主要的收入来源，但售后服务业务近年来呈较快增长态势，为公司贡献了一半以上毛利。

图表 7. 公司 2013~2015 年和 2016 年第一季度业务收入分类结构（单位：亿元）

业务类别/业务收入（亿元）	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 第一季度
整车销售	744.29	763.30	826.02	228.38
维修服务	73.61	70.23	73.42	19.48
汽车租赁	11.03	16.36	15.31	5.08
佣金代理	10.19	11.18	18.67	4.31
合计	839.12	861.08	933.43	257.24

业务类别/毛利润 (亿元)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 第一季度
整车销售	30.56	29.23	34.78	10.31
维修服务	23.03	22.53	24.25	6.47
汽车租赁	8.24	11.42	11.82	3.99
佣金代理	6.84	8.32	13.29	3.28
合计	68.67	71.5	84.14	24.05
毛利率 (%)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 第一季度
整车销售	4.11	3.83	4.21	4.51
维修服务	31.29	32.08	33.03	33.20
汽车租赁	74.71	69.76	77.19	78.58
佣金代理	67.12	74.42	71.18	76.26
合计	8.30	8.45	9.01	9.35

注：根据广汇汽车提供的数据绘制

1. 整车销售业务

该公司 2007 年明晰了专心做强做精乘用车的战略目标。目前公司的经营主体为品牌销售店，其中大多是标准 4S 店，有一小部分是厂商授权的小型 4S 店。公司通过持续对行业内汽车经销商平台实施收购整合，形成了西北、西南、陕西、四川、广西、华中、华北及北部等八大经营区域，其中大部分经销网点位于中西部地区。

从经销模式看，该公司根据《汽车品牌销售管理实施办法》相关规定，与各汽车制造商签订授权经营合同进行经营，合同期限一般为一年，均属于直接授权经营。合同期满后经双方协商一致后可续约或自动续期。

整车采购方面，该公司与汽车生产厂家采取签订年度采购合同、每月发送订单、批量包销等方式确定采购数量。公司汽车贸易的供应商包括上海大众、上海通用、北京现代、东风日产、一汽奥迪、一汽大众、一汽丰田、一汽马自达、广州本田、广州丰田和长安福特等，但主要集中于上海通用、一汽大众和北京现代等规模较大的供应商。公司各经销网点在采购上与厂商能够保持良好沟通，维持长期合作关系。货款结算方面，公司主要采取银行承兑汇票的方式，2015 年票据结算占比为 57.49%（厂方金融和现金结算占比分别为 13.83%和 28.67%）。乘用车装饰装潢件采购方面，公司实施集团统一化管理，依靠显著的采购规模优势获得了较强的议价能力与成本优势，2015 年公司集中采购金额为

10.84 亿元。

目前该公司经营区域覆盖新疆、广西、河南、重庆、安徽、甘肃和青海等 25 个省市、自治区，截至 2016 年 3 月末合计拥有 577 家经营网点，其中 4S 店 514 家（高端品牌 4S 店面 69 家、中高端品牌 4S 店面 419 家，剩余为低端品牌店）。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 余个汽车品牌，中高端品牌汽车在公司整车销售收入中占比超过 90%。公司历年主要通过收购和新建 4S 店的方式实现扩张。由于公司从 2013 年下半年起筹备 H 股上市以及基于自身经营发展需要及市场因素考虑，公司 2013~2014 年放慢了对外扩张力度，2013~2014 年公司收购和新设 4S 店分别为 23 家和 14 家；1 家和 12 家。但为保持公司在乘用车销售市场的领先地位⁸和满足业绩承诺要求，公司于 2015 年起继续大量通过新设和并购的方式扩展其经营网络（2015 年和 2016 年第一季度公司收购和新设 4S 店分别为 77 家和 13 家；10 家和 6 家），2016 年拟新建投资规模为 5.59 亿元，经营网络的扩张和完善有利于公司进一步巩固其市场地位，但也会使公司面临一定的投融资压力以及经营风险。

图表 8. 2013~2015 年以及 2016 年第一季度公司 4S 店情况（单位：个）

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
收购 4S 店数量	23	1	77	10
新建 4S 店数量	14	12	13	6
关闭 4S 店数量	25	8	2	0
年末 4S 店保有量	405	410	498	514

注：根据广汇汽车提供的资料绘制

整车销售方面，该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，其利润主要来源于购销差价及厂商的返利。2013~2015 年，公司实现整车销售数量分别为 54.63 万辆、57.20 万辆和 63.26 万辆，业务收入分别为 744.29 亿元、763.30 亿元和 826.02 亿元，同比分别增长 14.31%、2.55%和 8.22%；销售毛利分别为 30.56 亿元、29.23 亿元和 34.78 亿元；毛利率分别为 4.11%、3.83%和 4.21%，其中 2015 年毛利率提升主要系部分汽车采购价格下降所致。2016 年第一季度实现整车销售数量 17.29 万辆，销售收入 228.38 亿元，同比增加 17.09%；毛利为 10.31 亿元，毛利率为 4.51%。总体来看，

⁸ 根据《美罗药业股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，广汇股份承诺 2015、2016、2017 年合并报表归属母公司净利润不低于 18.30 亿元、23.24 亿元和 28.03 亿元。

2013~2015 年整车销售业务收入复合增长率为 5.35%，公司在汽车经销行业的龙头地位持续得到巩固，但是在汽车市场回归理性消费、国内汽车需求降低、经销市场竞争加剧、部分车型价格下降的背景下 2014 年公司整车销售业务盈利能力减弱。2015 年公司在网点大量增多的情况下，整车销售收入较上年大幅增加，同时受公司采购整车价格下降的影响，公司整车业务盈利有所好转。

图表 9. 2013~2015 年和 2016 年第一季度公司整车销售业务主要经营指标情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
整车销售收入（亿元）	744.29	763.30	826.02	228.38
合计占当年度营业收入比重（%）	88.54	88.39	88.16	88.48
整车销售毛利（亿元）	30.56	29.23	34.78	10.31
合计占当年度毛利比重（%）	44.50	40.89	40.23	41.95
整车销售毛利率（%）	4.11	3.83	4.21	4.51

注：根据广汇汽车提供的资料绘制

2. 售后服务业务

该公司售后服务主要包括汽车维修养护、佣金代理、汽车租赁业务，2015 年实现收入合计为 107.40 亿元，同比增长 9.85%，为公司收入及利润的重要来源。2016 年第一季度受网点快速扩张和客户群体售后服务业务需求量持续增多的影响，售后服务业务同比增长 15.85%至 28.87 亿元。总体来看，公司售后服务业务发展态势良好。

➤ 汽车维修养护

该公司历来重视售后维修养护业务发展，具有专业技术能力较突出、盈利能力较强等特点，有利于公司不断积累客户保有量、降低客户流失率。在零部件采购方面，公司采取集中统一采购，有效降低采购成本，并可实现备件共享，降低整体库存水平。在客户服务方面，公司不断完善业务流程和服务标准，并坚持客户同品牌跨区域可享受相同维修优惠政策，通过遍布多个省市的广泛经销网络为客户提供迅捷、便利的维修养护服务。在专业技术能力方面，公司按厂商要求对各 4S 店进行统一的业务技能培训，以优带劣，不断提升维修养护人员的整体专业化技能水平，切实保证维修养护的服务质量。

2013~2015 年该公司维修养护业务收入分别为 73.61 亿元、70.23 亿元和 73.42 亿元，毛利分别为 23.04 亿元、22.52 亿元和 24.25 亿元，毛

利率分别为 31.29%、32.07%和 33.03%。2016 年第一季度维修养护业务收入为 19.48 亿元，同比增长 12.41%；毛利为 6.47 亿元；毛利率为 33.20%，较上年同期基本持平。总体来看，近三年公司汽车维修服务业务收入和毛利存在波动变化，其中 2014 年受市场竞争加剧的影响，公司汽车维修服务业务收入和毛利有所下滑，但随着 2015 年公司 4S 门店快速扩张，维修养护业务收入和毛利均实现回升。近三年业务毛利率基本保持平稳，且维持在较高水平。2016 年一季度，公司维修养护业务收入和毛利均持续上升，毛利率保持平稳。公司未来将继续将该类业务做精做细，以提升主业的整体盈利能力。

图表 10. 2013~2015 年和 2016 年第一季度公司维修养护业务主要经营指标情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
维修服务收入（亿元）	73.61	70.23	73.42	19.48
合计占当年度营业收入比重（%）	8.77	8.16	7.84	7.55
维修服务毛利（亿元）	23.03	22.53	24.25	6.47
合计占当年度毛利润比重（%）	33.54	31.51	28.05	26.35
维修服务毛利率（%）	31.29	32.07	33.03	33.20

注：根据广汇汽车提供的资料绘制

► 佣金代理业务

该公司佣金代理业务主要包括汽车信贷、保险服务及二手车交易代理服务等。公司作为银行或汽车金融公司的销售渠道，代理车贷产品并收取佣金；保险代理主要以代办新车保险业务、为客户提供续保业务等，公司主要通过区域平台或门店为客户提供汽车保险业务的咨询、出单及其他服务，并向保险公司收取佣金。得益于汽车销售客户保有量的不断上升，公司佣金代理服务客户基础较快增长，并且维持在较高水平。2013~2015 年佣金代理业务收入分别为 10.19 亿元、11.18 亿元和 18.67 亿元，业务毛利分别为 6.84 亿元、8.32 亿元和 13.29 亿元，毛利率分别为 67.12%、74.42%和 71.18%。2016 年第一季度佣金代理业务收入为 4.31 亿元，同比下滑 5.07%；毛利为 3.28 亿元；毛利率为 76.26%，同比增加 2.30 个百分点。

二手车交易代理方面，该公司通过现有 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。2013 年以来，公司利用覆盖全国的网络向客户提供二手车认

证服务，该认证为国内汽车经销商最早推出的二手车认证体系之一。除此之外，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。为推动二手车代理业务进一步发展，公司于 2014 年 8 月与阿里巴巴集团签署战略合作协议，共同打造二手车 O2O 交易平台，并将在二手车 O2O 交易平台领域进行深入合作，共同创建二手车 O2O 交易的规范和标准，目前该交易平台日均车辆交易数约为 46 台。此外，2015 年 1 月，公司成为中国汽车流通协会二手车行认证授权的首批签约单位，将享有国家级的二手车评估检测标准评定权。目前公司已发展成为中国汽车经销商中最大的二手车代理商。2013~2015 年，公司完成二手车代理量分别为 3.36 万辆、3.51 万辆和 4.55 万辆。2016 年第一季度公司二手车代理交易量达 1.2 万辆，同比增长 30% 左右。

➤ 汽车租赁业务

乘用车融资租赁是指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 12 个月到 60 个月，平均为 30 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。公司还通过将乘用车融资租赁服务与二手车代理服务进行整合，以向消费者提供更多的选择及增加二手车交易量，实现了业务的协同发展。

该公司自 2011 年起通过下属子公司新疆广汇租赁服务有限公司（以下简称“广汇租赁”）和汇通信诚租赁有限公司（以下简称“汇通租赁”）开展汽车租赁业务，汇通租赁系广汇租赁母公司。2015 年 6 月公司出资 21.82 亿元购买汇通租赁 16.67% 的少数股东权益，汇通租赁资金实力得到增强，同时也增强了公司对租赁业务的控制能力。截至 2016 年 3 月末，广汇租赁注册资本为 13 亿元，汇通租赁注册资本为 21.6 亿元。

广汇租赁主要采取融资性长期租赁的经营模式，客户群体主要为信用记录良好、有稳定职业及稳定收入的个人客户。依托于该公司较为庞大的汽车经销网络，其租赁业务近年来取得了较快发展，目前经营区域已覆盖 30 个省、自治区和直辖市。2013~2015 年和 2016 年第一季度汽车租赁业务收入分别为 11.03 亿元、16.36 亿元、15.31 亿元和 5.08 亿元，毛利分别为 8.24 亿元、11.42 亿元、11.82 亿元和 3.99 亿元，业务毛利率分别为 74.71%、69.76%、77.19% 和 78.58%，2014 年业务收入增长明显，但基于回款风险控制的考虑，公司 2015 年以来降低了每台车的融资金额，生息资产余额同比减少，但毛利率持续保持较高水平。公司汽车融资租赁总台次及生息资产余额情况如表 11 所示。

图表 11. 2013 年以来公司年新增汽车融资租赁台次及生息资产余额

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
新增融资租赁台次（台）	90,709	107,558	113,107	33,220
生息资产余额 ⁹ （亿元）	95.23	115.00	105.46	107.94

注：根据广汇汽车提供的资料绘制

汽车租赁作为该公司重点培育的新兴业务，未来仍有望保持较快发展，且对现有整车销售、维修保养等业务可形成良好的促进及互补作用。但该业务一次性资金投入量巨大，且投资回收期较长，短期内将给公司带来很大的资金压力。2013~2015 年和 2016 年 1~3 月租赁业务产生的经营活动现金流量净额分别为-44.33 亿元、-11.44 亿元、-19.06 亿元和-2.12 亿元。公司目前已顺利对租赁业务进行增资，对缓解租赁业务发展过程中的资金压力起到了一定作用。另外，母公司目前正在实施非公开定向增发募集资金不超过 80 亿元事项，其中 56 亿元将用于发展租赁业务，而公司作为广汇股份唯一经营主体，若该事项实施成功，将会进一步缓解公司租赁业务发展过程中的资金压力。2015 年 12 月母公司广汇股份于临时股东大会通过《关于公司重大资产购买方案的议案》，将通过香港间接全资子公司广汇汽车服务（香港）有限公司以自愿性附条件现金部分要约收购的方式，向于香港主板上市的宝信汽车的和资格股东收购 1,917,983,571 股股份（约占已发行股份的 75%），支付的现金代价总额为 114.92 亿港元（人民币 94.68 亿元）。收购完成后，宝信汽车将继续保持上市地位，截至 2016 年 3 月 25 日，广汇股份正在推进该项收购的前置条件的满足。

总体来看，该公司整车销售业务受汽车需求低迷的影响盈利压力较大，而售后服务业务依托公司广泛的客户群体保持较高的增速和毛利率，成为公司利润的主要增长点。

（五）发展战略

该公司将继续以“中西部、中高端”为基础策略，通过收购和新建方式，不断进行网络扩张；业务方面，公司将依托于店面、外部经销商、外部合作商、电商等渠道，构建行业领先的汽车金融和租赁 IT 平台，不断强化风险管控体系，持续创新“互联网+”金融服务模式，充分发

⁹ 生息资产为公司汽车租赁业务中用于融资租赁汽车资产的本金部分，计入财务报表中长期应收款和一年内到期非流动资产科目。

挥汽车金融和租赁“双平台”优势，大力发展新车和二手车贷款、融资租赁、经营租赁及衍生服务，力图成为国内持续领先的汽车金融和租赁服务提供商。另外，公司将以专业化评估检测标准和服务标准为基础，以线上线下一体化平台为架构，打造包含零售型和批发型业务的全国主流的二手车交交换服务一体化开放平台。

（六）公司财务质量

普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2013-2015 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则—基本准则》和 38 项具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 755.25 亿元，所有者权益为 216.34 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 207.15 亿元）；当年度实现营业收入 937.00 亿元，实现净利润 21.52 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 20.22 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 55.45 亿元。

截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 747.57 亿元，所有者权益为 224.52 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 215.03 亿元）；2016 年 1-3 月实现营业收入 258.11 亿元，实现净利润 8.27 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 7.89 亿元），经营活动产生的现金流量净额为-42.43 亿元。

近年来该公司债务规模快速扩张，负债经营程度处于较高水平。公司短期刚性债务占比较高，在整车市场景气度弱化的背景下，存在一定的短期偿债风险。公司经营性现金流呈现出一定波动，且资产流动性较弱。但重组事项成功实施后，公司获得股东大量注资，资本实力显著增强。

六、公司财务分析

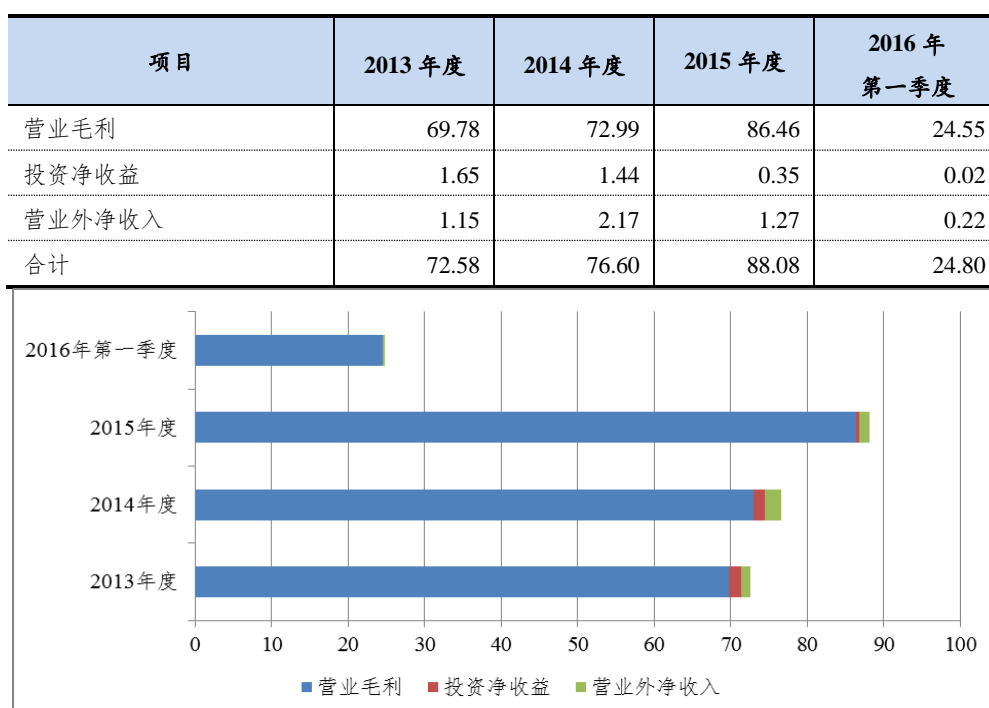
（一）公司盈利能力

受 2013~2014 年网点扩张速度放缓，及汽车经销市场竞争持续加剧的影响，该公司营业收入增速放缓，但 2015 年以来，公司网点重新加大扩张，推动营业收入增速大幅回升，整体盈利能力得到改善，公司盈利

水平实现较快增长。

该公司利润主要来源于营业毛利，其他经营收益及营业外收入规模较小。2013~2015 年营业毛利分别为 69.78 亿元、72.99 亿元和 86.46 亿元；投资收益分别为 1.65 亿元、1.44 亿元和 0.35 亿元，主要系对企业的长期股权投资收益；营业外净收益分别为 1.15 亿元、2.17 亿元和 1.27 亿元，主要包括处置 4S 店及其他固定资产利得和政府补助，其中 2015 年投资收益较上年同期减少 75.89%，主要系 2014 年公司转让了下属成都一家子公司¹⁰30%的股权所致；营业外净收益同比下滑 41.41%，主要系公司关闭 4S 店数量少，造成处置固定资产利得减少。。

图表 12. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）



资料来源：根据广汇汽车所提供数据整理、绘制。

期间费用方面，随着该公司营业规模的持续扩大，收购及新建门店数量快速增长，其在人员储备、运输费用及借款利息支出等方面支出不断增长，三项费用持续增加，期间费用率持续增长。2013~2015 年和 2016 年第一季度公司期间费用分别为 45.43 亿元、48.04 亿元、54.07 亿元和 13.16 亿元，期间费用率分别为 5.40%、5.56%、5.77%和 5.10%，进一步压缩了其盈利空间。2013~2015 年和 2016 年第一季度，公司营业利润率分别为 2.63%、2.41%、2.78%和 3.99%；同期公司净利润分别为 19.57 亿元、17.95 亿元、21.52 亿元和 8.27 亿元。

¹⁰ 即四川达州蓉源汽车销售服务有限公司。

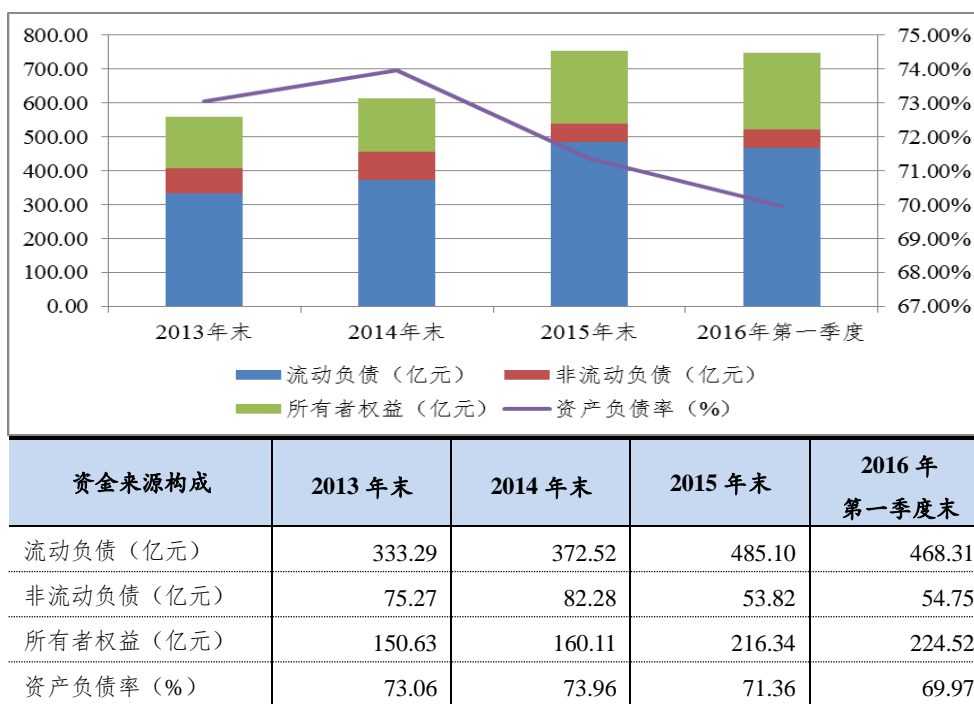
尽管汽车经销行业毛利率水平较低，但该公司具有较明显的规模经济效益，资产获利能力尚好，2015 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.80% 和 11.43%，较 2014 年分别增加 0.20 和减少 0.12 个百分点。

（二）公司偿债能力

该公司负债规模逐年扩大，负债经营程度持续处于较高水平。负债结构以流动负债为主，负债类型以刚性债务为主，导致公司面临的偿债压力较大。公司主业现金回笼情况较好，但经营性现金流受大额票据支付等因素影响呈现出一定波动。且资产流动性较弱。重组事项顺利完成后公司获得大量注资，资本实力得到显著提升。公司作为广汇股份的唯一经营主体，可享受其资本市场融资的便利，融资渠道较为通畅。

1. 债务分析

图表 13. 公司财务杠杆水平变化趋势



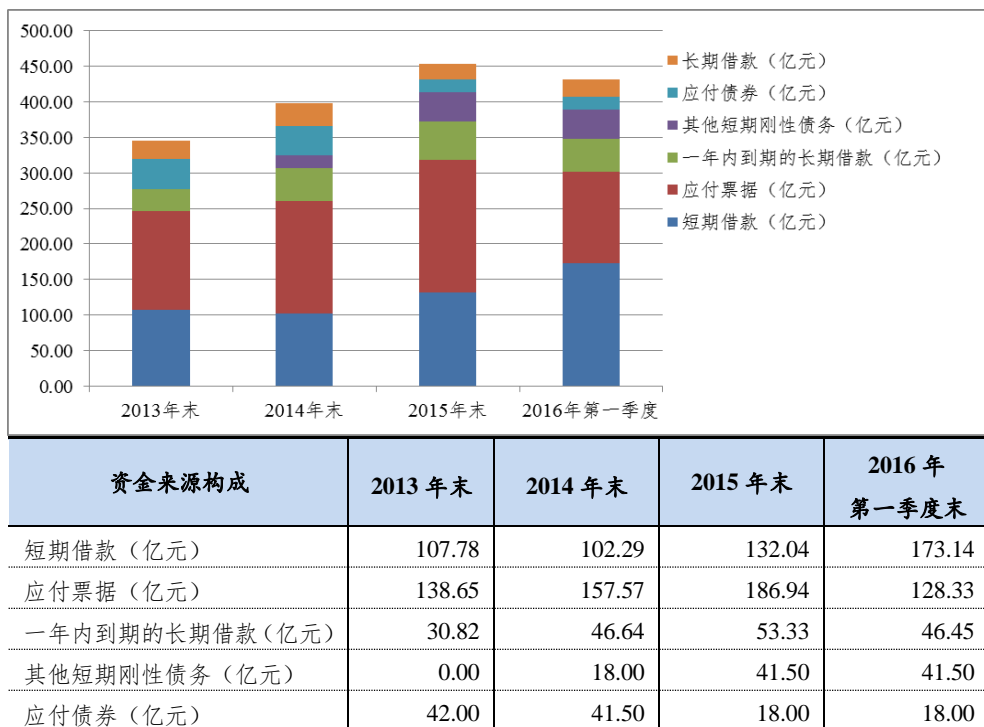
资料来源：根据广汇汽车所提供资料整理、绘制。

近年来，随着该公司经营网点持续扩张，其在新建、收购 4S 店及汽车租赁业务拓展等方面资金需求量增长较快，债务规模快速增长。2013~2015 年末公司负债总额分别为 408.56 亿元、454.79 亿元和 538.91 亿元，同期末资产负债率分别为 73.06%、73.96% 和 71.36%。负债经营程度处于较高水平，2016 年 3 月末公司负债总额微降至 523.05 亿元，资产负债率为 69.97%。

从债务期限结构来看，汽车经销行业的特性决定了该公司对流动资金的需求较大，负债结构以流动负债为主，2013~2015 年末和 2016 年 3 月末公司长短期债务比率分别为 22.58%、22.09%、22.09%和 11.09%。

从负债结构来看，该公司负债以刚性债务为主，2013~2015 年末和 2016 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 84.69%、87.77%、85.02%和 82.48%。2015 年末公司流动负债和非流动负债分别为 485.10 亿元和 53.82 亿元，其中以短期借款¹¹、应付票据和一年内到期的非流动负债¹²构成的短期刚性债务合计为 413.81 亿元，在流动负债中的占比为 85.31%；其他占比较大的主要为其他应付款，年末余额为 29.09 亿元，占流动负债 6.00%，主要为应付保证金、应付股权收购款及应付被收购单位原所有者及其关联单位款等。2015 年末由长期借款¹³和应付债券（中期票据）构成的中长期刚性债务合计为 39.16 亿元，在非流动负债中的占比为 72.77%。2016 年 3 月末公司短期刚性债务较上年末减少 5.85%至 431.41 亿元，主要由于应付票据下降 31.35%至 128.33 亿元；其他应付款较上年末增长 41.44%至 41.15 亿元，主要系公司对尊荣亿方集团大连投资有限公司（简称“尊荣亿方”）的股权收购款实施分期支付，造成应付股权收购款大幅增加所致。

图表 14. 公司刚性债务构成分析



¹¹ 包括银行短期借款和应付短期融资券。

¹² 其中一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券属于短期刚性债务。

¹³ 包括银行中长期借款和资产证券化。

资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 第一季度末
长期借款（亿元）	26.76	32.62	21.16	23.98

资料来源：根据广汇汽车所提供资料整理、绘制。

截至 2016 年 3 月末，该公司对外担保余额为 3.27 亿元，大部分为客户提供的购车分期贷款担保。公司担保规模尚处于可控范围，被担保方的担保申请经过公司严格审核，且公司定期监控可能发生的担保损失，或有损失风险较小。

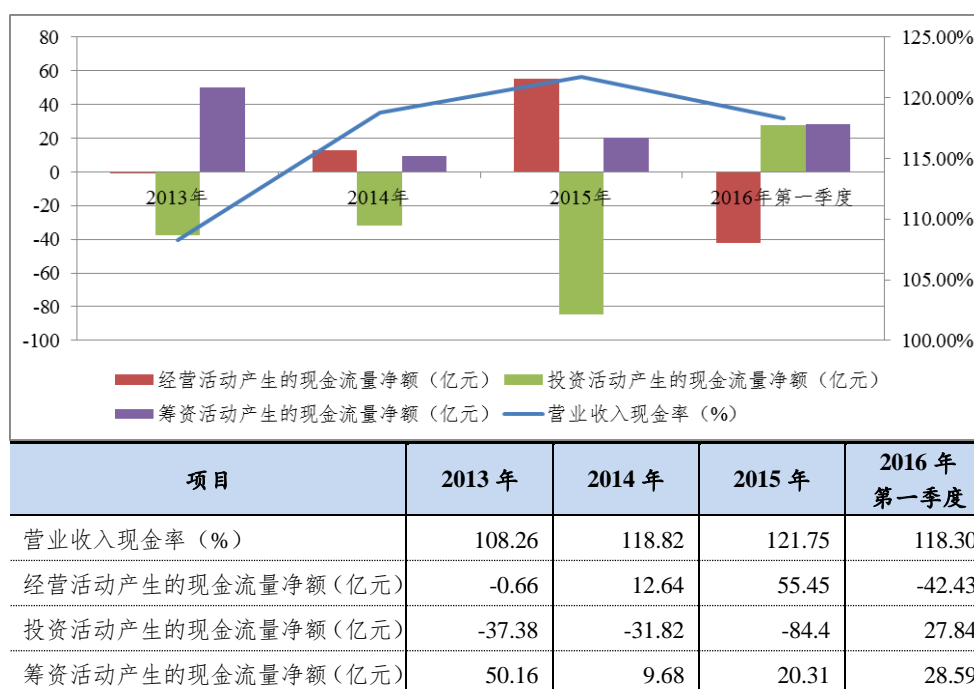
总体来看，该公司负债经营程度已处于较高水平，负债结构以流动负债为主，且负债类型主要集中于银行借款、应付债券等刚性债务，公司目前面临的偿债压力较大。虽然由于母公司注资使得 2015 年资产负债率出现小幅下降，但随着公司业务继续扩张，负债规模及资产负债率预计将进一步上升。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 3 月末，公司无信贷违约记录。

2. 现金流分析

该公司销售资金管理较为严格，货款回收速度较快，2013~2015 年，公司“销售商品、提供劳务收到的现金”分别为 910.05 亿元、1,026.08 亿元、1,140.84 亿元和 305.35 亿元，同期营业收入现金率分别为 108.26%、118.82%和 121.75%，稳定在较好水平。但公司乘用车采购和销售具有一定的季节性和周期性，经营性现金流波动较大；且公司 2011 年以来大力发展汽车租赁业务，该业务需一次性向汽车生产商支付采购款，后按租赁期分批回笼资金，导致公司 2013 年的经营性现金流呈现出净流出状态，为 -0.66 亿元。受近年来租赁业务增速放缓、前期合同陆续回款，以及公司 4S 店面扩张，整车销售业务收入上升，整车采购成本有所下滑等影响，公司 2014 年和 2015 年经营性净现金流由负转正，分别为 12.64 亿元和 55.45 亿元。2016 年第一季度公司大量支付应付汽车厂商的票据，导致第一季度经营性净现金流量为 -42.43 亿元。短期内公司汽车租赁业务将保持一定的扩张速度，持续的资金投入将对公司经营性现金流产生较大影响。

图表 15. 公司现金流量分析



资料来源：根据广汇汽车所提供资料整理、绘制。

从投资环节来看，该公司采取对外并购及新设经销网点的方式扩大经营规模，受 2013~2014 年网点扩张速度下滑，2015 年网点快速扩张，及 2015 年应付票据大幅增加造成票据保证金净流出的影响，2013~2015 年公司投资活动现金净流量分别为-37.38 亿元、-31.82 亿元和-84.40 亿元。2016 年第一季度公司投资活动净现金流量为 27.84 亿元，主要系 2016 年第一季度偿还大量应付票据造成票据保证金净流入所致。后续随着公司业务规模的持续扩张，汽车租赁业务投资规模的逐年扩大，公司投资环节预计仍将保持一定规模的资本性支出需求。为满足近年来较大规模的资金需求，公司主要通过银行借款、发行债券及股东增资的方式进行融资，同期公司筹资性现金净流量分别为 50.16 亿元、9.68 亿元和 20.31 亿元。2014 年由于吸收投资收到的现金减少以及偿还债务支付的现金增多导致筹资性现金净流量较 2013 年减少 80.70%。2015 年公司筹资活动净现金流量大幅上升，主要受公司购买汇通租赁少数股东权益以及外部融资金额增多所致。2016 年第一季度公司筹资活动净现金流量为 28.59 亿元，主要系外部融资仍保持较大规模所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧等构成，2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 38.25 亿元、38.25 亿元和 39.42 亿元，其中利润总额在 EBITDA 中占比分别为 60.79%、58.21%和 57.68%。总体上看，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度不高。

3. 资产质量分析

经过多年的发展，该公司目前已经形成了比较成熟的经营体系和服务标准，提升了公司的经营积累能力，资本实力逐年增强，加之广汇股份于 2015 年增资，截至 2015 年末，公司所有者权益合计为 216.34 亿元，归属于母公司的所有者权益为 207.15 亿元。其中实收资本、资本公积和盈余公积分别为 100.00 亿元、33.55 亿元和 2.75 亿元，合计占归属于母公司所有者权益合计的 65.80%。受未分配利润持续增加的影响，2016 年 3 月末所有者权益增至 22.45 亿元。

图表 16. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元，%）

项目	2013 年末		2014 年末		2015 年末		2016 年 第一季度末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	111.72	19.98	117.04	19.03	126.32	16.73	109.72	14.68
预付款项	33.25	5.95	36.77	5.98	54.64	7.23	51.97	6.95
存货	110.76	19.81	127.33	20.71	139.44	18.46	135.63	18.14
其他应收款	8.75	1.57	8.13	1.32	60.53	8.01	62.22	8.32
应收账款	12.03	2.15	11.54	1.88	16.54	2.19	15.25	2.04
一年内到期的非流动资产	47.15	8.43	61.46	9.99	68.02	9.01	67.65	9.05
固定资产	59.85	10.70	61.82	10.05	74.32	9.84	76.89	10.29
无形资产	44.07	7.88	40.91	6.65	48.24	6.39	54.09	7.24
商誉	56.27	10.06	56.57	9.20	75.68	10.02	87.33	11.68
长期应收款	50.50	9.03	57.51	9.35	46.10	6.10	45.80	6.13

资料来源：根据广汇汽车所提供资料整理。

随着汽车经销主业经营规模的扩大，该公司资产规模也呈现快速增长趋势，2013~2015 年末分别为 559.19 亿元、614.90 亿元和 755.25 亿元。2015 年末公司流动资产合计为 473.51 亿元，占资产总额的 62.69%，主要由货币资金、预付款项、存货、其他应收款、应收账款和一年内到期的非流动资产构成等构成，占比分别为 26.68%、11.54%、29.45%、12.78%、3.49%和 14.36%。其中年末货币资金余额为 126.32 亿元（其中可动用的货币资金余额为 38.42 亿元），现金比率为 26.06%；目前我国汽车经销行业的特点决定了公司预付款项和存货占用资金量较大，2013 年~2015 年末预付款项余额分别为 33.25 亿元、36.77 亿元和 54.64 亿元，存货分别为 110.76 亿元、127.33 亿元和 139.44 亿元，均呈逐年增大趋势；2013~2015 年存货周转速度分别为 7.28 次、6.64 次和 6.38 次，呈逐年下降趋势；其他应收款余额为 60.53 亿元，主要系与母公司广汇股份的往来款，用于开具收购宝信汽车所需的融资保函；应收账款余额为

16.75 亿元，其中账期在一年以内的占比为 96.63%；一年内到期的非流动资产余额为 68.02 亿元，为因公司开展汽车租赁业务所产生的一年内到期的应收融资租赁款。由于公司债务集中体现为流动负债，流动资产、速动资产对流动负债的覆盖程度较低，2015 年末流动比率、速动比率分别为 97.61%和 57.60%，资产流动性较弱。

2015 年末该公司非流动资产余额为 281.75 亿元，主要由固定资产、无形资产、商誉和长期应收款构成，占比分别为 26.38%、17.12%、26.86%和 16.36%。其中，固定资产余额为 74.32 亿元，主要为房屋建筑物及车辆维修养护设备等；无形资产余额为 48.24 亿元，主要为 4S 店的土地使用权等；商誉为 75.68 亿元，主要由并购经销网点产生；长期应收款余额为 46.10 亿元，主要为公司开展汽车租赁业务后形成的应收融资租赁款。总体来看，公司资产与主业相关度高，整体质量较好。

2016 年 3 月末该公司资产总额降至 747.57 亿元。其中随着票据的支付，货币资金下降明显，货币资金余额降至 109.72 亿元（其中可动用的货币资金余额为 52.43 亿元）；预付款项降至 51.97 亿元；存货降至 135.63 亿元；一年内到期的非流动资产降至 67.65 亿元。此外随着公司对尊荣亿方实施股权收购，固定资产增至 76.89 亿元；无形资产增至 54.09 亿元；商誉增至 87.33 亿元。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司经营网点数量持续增长，在国内汽车经销行业的龙头地位较为巩固。较大的国内汽车经销市场容量和较完善的综合服务能力为公司持续快速发展奠定了基础。

（1） 规模优势

该公司目前已发展成为国内最大的乘用车经销商集团，截至 2016 年 3 月末在国内 24 个省市、自治区及直辖市拥有 514 家品牌 4S 店，在国内中西部地区的市场份额保持领先地位。公司已连续多年位居全国乘用车销售三甲行列，具有显著的规模优势。此外，公司还是我国最大的乘用车融资租赁服务商及汽车经销商中最大的二手车交易代理商。

（2） 综合服务能力优势

该公司业务范围涵盖汽车销售和售后服务整个生命周期，并能够提供包括整车销售、租赁、维修养护、保险及融资代理、汽车延保及二手车交易代理服务在内的全套乘用车服务业务。通过提供一站式综合服务，公司能够有效满足客户的多样化需求，发挥协同效应，从而促进业务规模和盈利能力的提升。近年来公司汽车租赁、二手车代理等业务取得较快发展，为公司巩固自身竞争力及保持行业领先地位提供了较有力支撑。

（3）区位优势

该公司经营资产主要分布于新疆、陕西、青海、河南、广西、重庆、安徽、甘肃和内蒙古等经济较发达的中西部二三线地区，市场潜力较大。公司的发展战略是以地域模式为导向，依据 2015 年经销网点和乘用车销量，公司在新疆、广西、重庆、甘肃、河北、河南及四川等多个中西部省市拥有领先的市场份额，其余区域也处在上升期。区域经济的持续发展带动当地汽车消费需求稳步上升，为公司收入水平的提升创造了良好的外部环境。

（二）外部支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道顺畅。截至 2016 年 3 月公司共获银行授信额度为 497.36 亿元，其中未使用授信额度为 239.39 亿元。

八、结论

该公司实际控制人为孙广信先生。2015 年重组事项完成后，公司股东变更为上市公司广汇股份。之后广汇股份向公司注资事项完成后，公司资本实力显著增强。另外，作为广汇股份的唯一业务运营主体，公司可享受其资本市场的融资便利，一定程度上拓宽了公司的融资渠道。公司已建立起符合业务管理要求的治理结构和较完善的监督管理体系，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。重组事项完成后，公司性质由股份有限公司变更为有限责任公司。公司相应调整了部分组织结构。公司通过不断加强对各项业务的制度化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险。但公司汽车经销业务的地域分布分散，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。

近年来该公司经营规模持续扩大，行业龙头地位较为稳固。受国内汽车经销市场竞争加剧的影响，加上 2013 至 2014 年公司减缓了网点扩张速度，导致公司 2014 年整车销售收入及毛利增速大幅下滑，销售业务盈利能力有所弱化；2015 年以来公司重新大量新增经营网点，同时整车采购成本下滑，整车销售收入及毛利增速实现反弹，盈利能力有所回升；公司售后服务业务仍保持较高的增速和较高的毛利率，成为公司利润的重要来源。为保持在乘用车销售市场的领先地位，公司未来仍将保持一定的网点扩张速度。汽车租赁业务的开展以及未来经营网点的铺设使得公司仍面临一定的资金压力和运营风险。重组事项完成后母公司通过注资使得公司资本实力显著增强，将有助于缓解公司租赁等业务发展过程中的资金压力。

受 2013~2014 年网点扩张速度放缓，及汽车经销市场竞争持续加剧的影响，该公司营业收入增速放缓，但 2015 年以来，公司网点重新加大扩张，推动营业收入增速大幅回升，整体盈利能力得到改善，公司盈利水平实现较快增长。

该公司负债规模逐年扩大，负债经营程度持续处于较高水平。负债结构以流动负债为主，负债类型以刚性债务为主，导致公司面临的偿债压力较大。公司主业现金回笼情况较好，但经营性现金流受大额票据支付等因素影响呈现出一定波动。且资产流动性较弱。重组事项顺利完成后公司获得大量注资，资本实力得到显著提升。公司作为广汇股份的唯一经营主体，可享有其资本市场融资的便利，融资渠道较为通畅。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

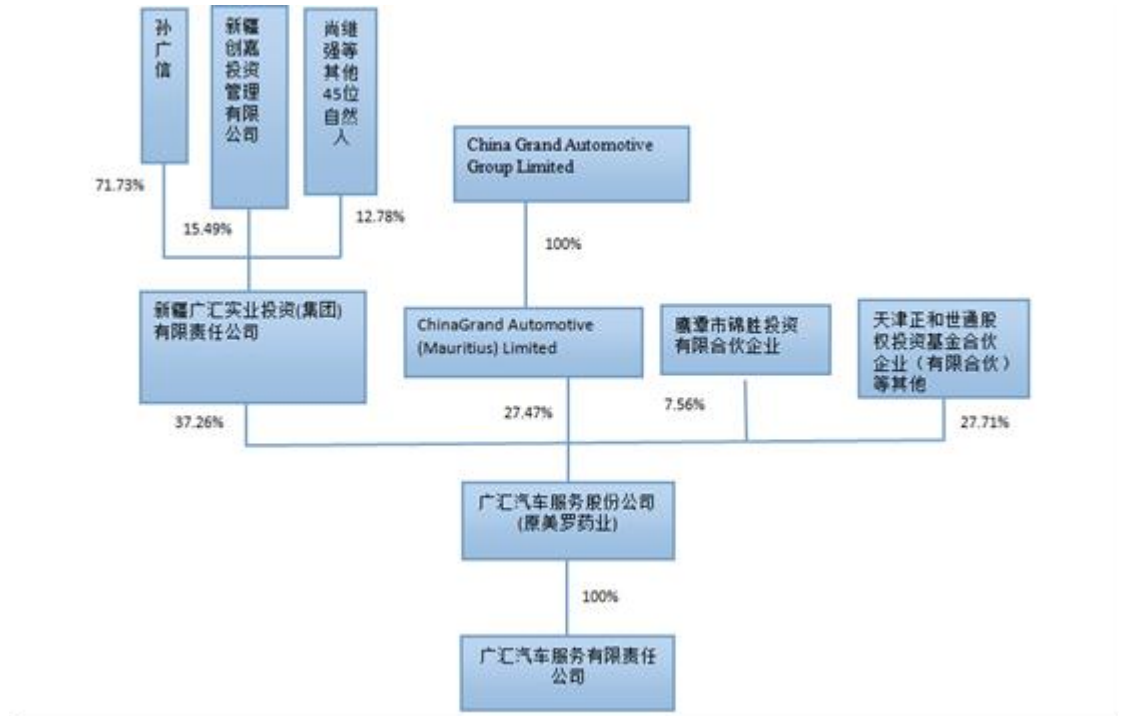
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

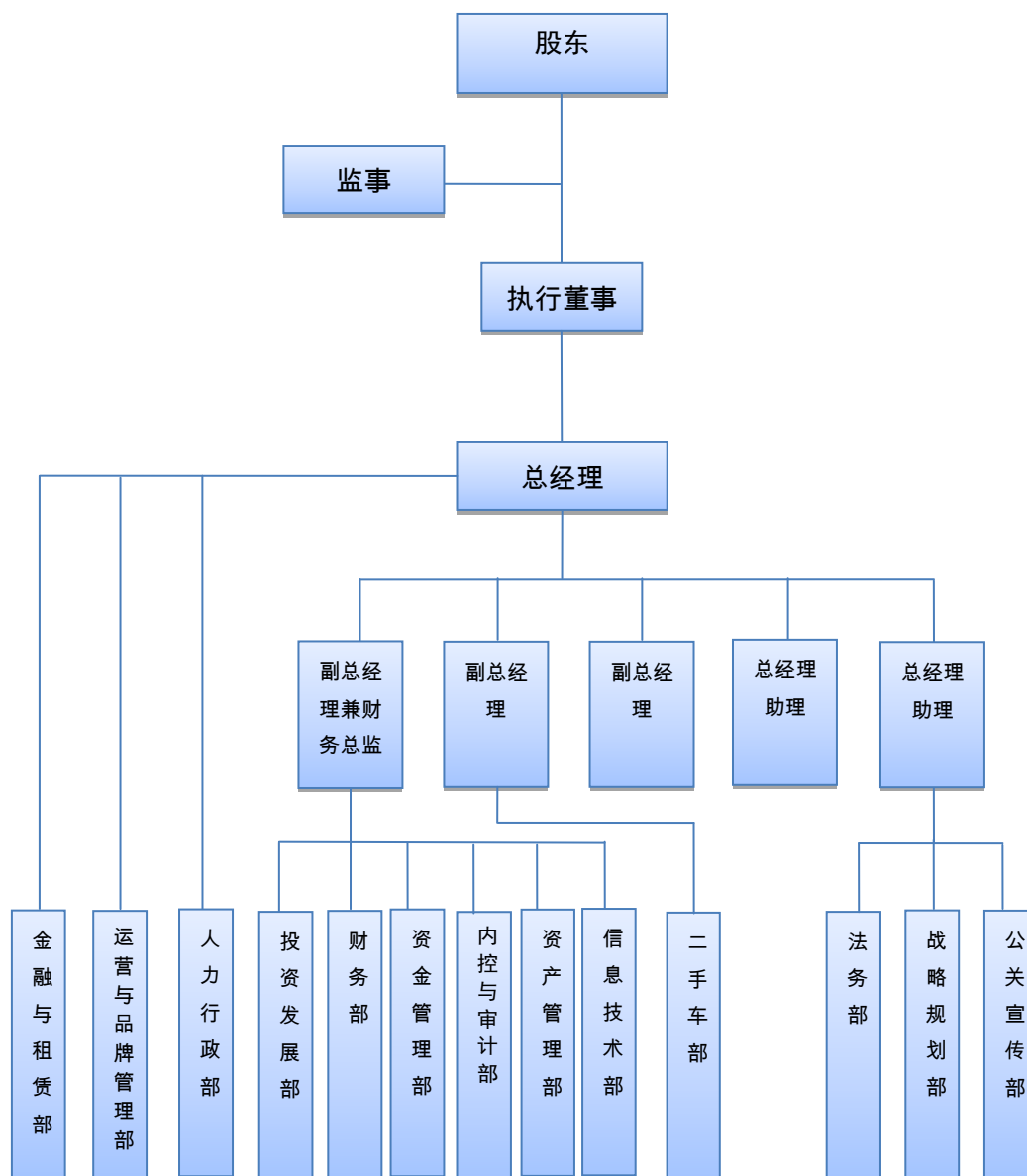
公司与实际控制人关系图



注：根据广汇汽车提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据广汇汽车提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比 例 (%)	主营业务	2015 年（末）主要财务数据（亿元）				
全称	简称			刚性债务 余额 (亿元)	所有者权 益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现 金净流入量 (亿元)
河南省裕华汽车集团有限公司	河南裕华	100	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	0.92	7.03	72.39	0.0056	4.19
安徽风之星投资控股有限责任公司	安徽风之星	80	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	3	8.56	54.63	1.01	2.6
上海德新汽车服务有限公司	上海德新	100	投资管理/投资咨询、商务咨询/汽摩配件、装潢材料、机电设备、五金交电、日用百货	64.68	159.31	553.57	19.08	56.55
西安广汇汽车实业发展有限公司	西安广汇	100	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	0	13.25	50.60	0.04	2.55
广西壮族自治区机电设备有限责任公司	广西机电	100	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	5.69	13.38	84.54	1.71	1.09
江西运通汽车技术服务有限公司	江西运通	100	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	5.29	4.28	45.10	0.85	0.34
上海汇涌汽车销售有限公司	上海汇涌	49.30	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	0	0.63	0	-0.07	-0.04

名称		母公司 持股比 例 (%)	主营业务	2015 年（末）主要财务数据（亿元）				
全称	简称			刚性债务 余额 (亿元)	所有者权 益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现 金净流入量 (亿元)
新疆天汇汽车服务有限公司	新疆天汇	49.02	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	16.73	49.81	203.13	4.10	11.53
重庆中汽西南汽车有限公司	重庆中汽	89.07	汽车销售/汽车配件销售/汽车维修/保险兼业代理	4.22	8.91	84.66	1.52	1.28

注：根据广汇汽车提供的数据整理、绘制

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额 [亿元]	559.19	614.90	755.25	747.57
货币资金 [亿元]	111.72	117.04	126.32	109.72
刚性债务[亿元]	346.01	398.62	452.98	431.41
所有者权益 [亿元]	150.63	160.11	216.34	224.52
营业收入[亿元]	840.64	863.57	937.00	258.11
净利润 [亿元]	19.57	17.95	21.52	8.27
EBITDA[亿元]	38.25	39.42	47.40	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.66	12.64	55.45	-42.43
投资性现金净流入量[亿元]	-37.38	-31.82	-84.40	27.84
资产负债率[%]	73.06	73.96	71.36	69.97
长期资本固定化比率[%]	101.37	100.66	104.29	106.94
权益资本与刚性债务比率[%]	43.53	40.17	47.76	52.04
流动比率[%]	99.07	99.57	97.61	95.86
速动比率 [%]	55.87	55.51	57.60	55.80
现金比率[%]	33.54	31.64	26.06	23.43
利息保障倍数[倍]	3.76	3.12	3.08	—
有形净值债务率[%]	863.94	765.70	608.44	666.98
营运资金与非流动负债比率[%]	-4.10	-1.96	-21.53	-35.41
担保比率[%]	5.13	2.91	1.29	1.46
应收账款周转速度[次]	79.96	73.29	66.73	—
存货周转速度[次]	7.28	6.64	6.38	—
固定资产周转速度[次]	14.74	14.20	13.76	—
总资产周转速度[次]	1.65	1.47	1.37	—
毛利率[%]	8.30	8.45	9.23	9.51
营业利润率[%]	2.63	2.41	2.78	3.99
总资产报酬率[%]	6.21	5.60	5.80	—
净资产收益率[%]	14.65	11.55	11.43	—
净资产收益率*[%]	14.87	11.54	11.53	—
营业收入现金率[%]	108.26	118.82	121.75	118.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.21	3.58	12.93	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.17	2.93	11.16	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.39	-5.43	-6.75	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.11	-4.44	-5.83	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.54	3.75	3.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.11	—

注：表中数据依据广汇汽车的 2013~2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。2014 年财务数据根据广汇汽车 2015 年审计报告年初数或上年数整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。