

上海永达投资控股集团有限公司

2018 年度第二期中期票据

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(2018)010020】

评级对象: 上海永达投资控股集团有限公司 2018 年度第二期中期票据

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2018 年 11 月 23 日

注册额度: 12 亿元

本期发行: 12 亿元

发行目的: 偿还本部到期债券

存续期限: 3 年

偿还方式: 每年付息, 到期一次性还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	3.74	4.26	0.45	1.75
刚性债务	23.55	29.81	48.71	43.40
所有者权益	28.89	29.73	41.27	42.48
经营性现金净流入量	1.43	-0.46	0.42	0.59
合并口径数据及指标:				
总资产	170.78	202.53	272.11	296.12
总负债	120.25	142.48	189.61	204.68
刚性债务	86.58	110.96	155.84	171.96
所有者权益	50.54	60.05	82.50	91.44
营业收入	361.16	437.63	510.72	393.25
净利润	6.36	9.98	15.18	9.40
经营性现金净流入量	18.20	5.37	-9.25	7.69
EBITDA	15.74	20.60	29.03	—
资产负债率[%]	70.41	70.35	69.68	69.12
权益资本与刚性债务比率[%]	58.37	54.12	52.94	53.18
流动比率[%]	95.56	112.87	105.12	112.24
现金比率[%]	23.07	25.75	20.06	23.91
利息保障倍数[倍]	2.80	4.21	5.05	—
净资产收益率[%]	13.61	18.04	21.30	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.19	4.69	-6.69	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.17	-5.60	-19.19	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.23	5.96	6.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.21	0.22	—

注: 根据永达投资经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

单玉柱 shanyuzhu@shxsj.com

许丹宁 xdn@shxsj.com

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

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **区域内市场地位较突出。**永达投资在华东地区经营多年, 区域汽车经销市场竞争优势明显, 并在国内豪华车经销市场占据重要位置, 公司连续多年位列国内十大汽车经销集团。
- **业务规模持续增长。**随着经销网络拓展, 永达投资收入规模持续增长, 其售后和融资租赁等汽车后市场业务发展较快, 逐渐成为公司收入和利润增长点。
- **品牌知名度高。**永达投资多年来坚持以“永达”品牌统一运作旗下 4S 店, 通过客户认知度的不断提升形成了较显著的品牌效应, 为公司未来持续发展提供了保障。
- **融资渠道较畅通。**永达投资与多家商业银行合作良好, 期末未使用的金融机构授信规模较大, 同时公司作为永达汽车服务唯一的实际运营主体, 可享受其资本市场融资的便利。

主要风险:

- **行业风险加大。**我国汽车经销行业集中度较低, 市场竞争较为激烈, 汽车经销商在产业链中地位较低, 对上游整车制造商的议价能力较弱, 在当前汽车销售增速整体放缓背景下, 汽车经销商的 4S 店布局成本压力和为整车厂垫资压力增大。
- **区域及品牌集中度较高。**永达投资业务经营范围集中于华东地区, 代理品牌以宝马为主, 相关区域内汽车消费市场及宝马品牌市场影响力度或将对公司的经营业绩产生较大影响。
- **外延式扩张形成资本支出压力和业绩不及预期风险。**永达投资主要通过并购及新设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。在当前汽车销售市场背景下, 单店

投资回收期延长、盈利压力上升，面临一定的盈利不达预期风险。

- **汽车金融业务风险。**永达投资继续加大在汽车金融板块布局力度，涉足的类金融业务愈加广泛，尤其是融资租赁业务，相应业务扩张对公司的资本支出和风控管理要求较高。
- **经营管控压力。**永达投资新设及并购网点涉及的经营区域及数量较大，公司持续面临对下属网点的经营管控压力。
- **即期偿付压力加大。**永达投资主要通过扩大债务规模，支撑网点建设及业务规模的增长，导致公司刚性债务规模持续增大，且以短期债务为主，即期偿债压力加大。

➤ 未来展望

通过对永达投资及其发行的本期中期票据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；认为本期中期票据还本付息安全性很强，并给了本期中期票据 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海永达投资控股集团有限公司

2018 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海永达投资控股集团有限公司（简称“永达投资”、“该公司”或“公司”）前身为上海卡莉贸易发展有限公司，成立于 2003 年 9 月，系由张德安等人出资设立，初始注册资本 300 万元，其中张德安出资比例为 52%，为公司实际控制人。2004 年 11 月，公司全体股东将其所持公司股权整体转让给汇富国际投资集团有限公司（简称“汇富国际”），公司性质变更为外商独资企业。截至 2018 年 9 月末，公司实际控制人仍为张德安。

2011 年以来，为配合该公司的境外间接控股股东中国永达汽车服务控股有限公司（简称“永达汽车服务”）在香港上市，公司实际控制人对旗下产业进行了股权架构调整，通过资产重组、股权转让等方式，将汽车销售服务及相关业务实体公司置于公司旗下。2012 年 7 月，永达汽车服务在香港交易所（简称“港交所”）挂牌交易（交易代码为 03669.HK），公司成为其在境内开展业务的运营主体。2013 年 5 月公司更为现名。经过数次增资，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本为 25.00 亿元，实收资本为 23.20 亿元。

该公司主要从事汽车及零部件销售、汽车维修保养、二手车经销、金融和保险产品经纪、汽车租赁、融资租赁等业务。近年来公司主要专注于豪华及超豪华汽车品牌授权 4S 店的经营，是全国十大汽车经销集团之一。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司此次拟注册 12 亿元的中期票据，本期拟发行 12 亿元，期限为 3 年，募集资金将用于偿还公司本部到期债券。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	上海永达投资控股集团有限公司 2018 年度第二期中期票据
总发行规模：	12 亿元人民币
本期发行规模：	12 亿元人民币
本期债券期限：	3 年

债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息, 到期一次性还本
增级安排:	无

资料来源: 永达投资

截至本评级报告出具日, 该公司存续期内债券具体情况详见下表列示, 待偿还债券本金合计 30.00 亿元。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期日	本息兑付情况
16 永达 01	20.00	5 (3+2) 年	3.90	2016 年 11 月	2021-10-31	本金尚未到期, 利息正常支付
18 永达 SCP003	5.00	270 天	7.30	2018 年 6 月	2019-03-24	本金尚未到期
18 永达 SCP002	5.00	250 天	6.50	2018 年 4 月	2018-12-17	本金尚未到期

资料来源: 永达投资

(2) 募集资金用途

该公司拟将 12 亿元募集资金全部用于归还本部到期债券, 截至本评级报告出具日, 本部待偿还的债券本金合计为 30.00 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年第三季度, 全球经济景气度继续回落, 发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高, 美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳, 尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击, 但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展, 稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实, 我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度, 全球经济景气度继续回落, 发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高, 美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中, 美国经济、就业表现依然强劲, 美联储加息缩表持续推进, 利率水平的上升将加大政

府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断

向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我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国际不确定性冲击因素的风险。

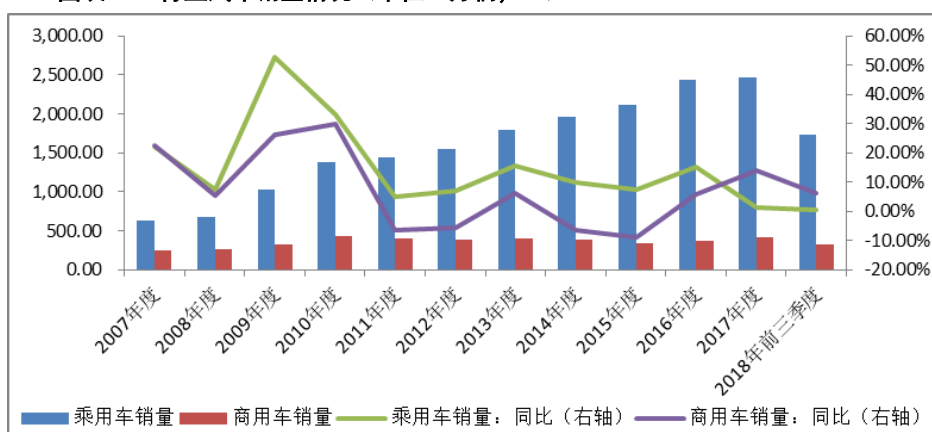
(2) 行业因素

近年来，受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，国内汽车行业产销增速明显回落，且乘用车与商用车分化较大。受购置税优惠政策退出、中美贸易战等影响，2018 年来汽车行业产销增速下滑明显。得益于我国高收入人群不断扩大，国内豪华汽车消费需求仍保持较快增长，目前我国豪车市场以宝马、奥迪和奔驰三大德系品牌领头的格局较为稳定。

A. 行业概况

我国汽车产业自 2000 年以来步入快速发展期，汽车产销量连创新高。2017 年，受购置税优惠退坡等影响，我国汽车产销量分别为 2901.54 万辆和 2887.89 万辆，同比分别增长 3.19% 和 3.04%，增速较上年同期分别减少 11.27 个百分点和 10.61 个百分点。其中，乘用车产销量分别为 2480.67 万辆和 2471.83 万辆，同比分别增长 1.58% 和 1.40%，受车辆购置税由 5.00% 上调至 7.50% 等影响，产销量增速较上年同期分别减少 13.92 个百分点和 13.53 个百分点。商用车产销量分别为 420.87 万辆和 416.06 万辆，同比分别增长 13.81% 和 13.95%，得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，超限超载治理以及物流市场需求增加，增速较上年同期分别提高 5.80 个百分点和 8.15 个百分点。2018 年前三季度，受宏观经济增速放缓、中美贸易战及超限治载政策消化等影响，我国汽车产销量分别为 2049.13 万辆和 2049.06 万辆，同比分别增长 0.87% 和 1.49%，与上年同期相比，产销增速分别下降 3.90 个百分点和 2.97 个百分点。

图表 3. 行业汽车销量情况（单位：万辆，%）

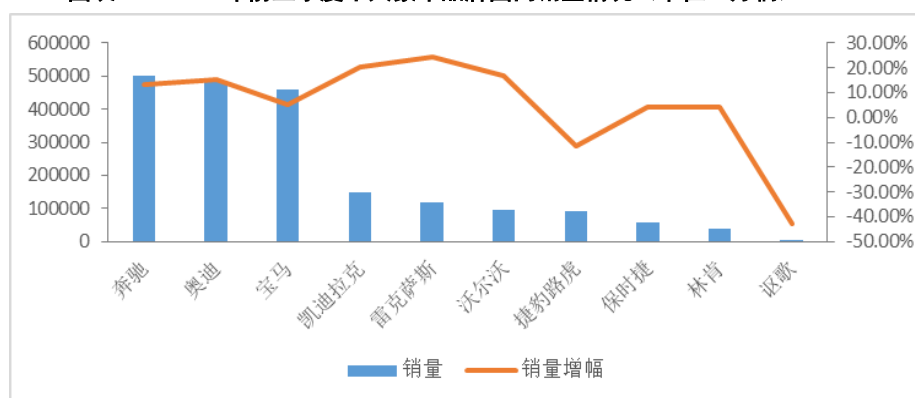


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

截至 2017 年末，全国汽车保有量达 2.17 亿辆，全国有 53 个城市的汽车保有量超过百万辆，7 个城市超过 300 万辆。汽车保有量的高企，表明我国汽车市场需求已大量释放。目前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 8 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。受制于经济下行压力、保有量基数较高及中美贸易战等影响，汽车行业产销规模增速趋于放缓，预计我国汽车销售将进入低速增长阶段，且随着经济增速放缓和中美贸易战等因素影响，行业景气度波动可能会加大。

近年来，随着我国经济增长、高收入人群不断扩大，国内豪华汽车消费市场需求持续增长。我国豪车市场以宝马、奥迪和奔驰三大德系品牌领头的格局较为稳定，相应品牌的经销商市场空间较大。根据公开数据统计，十大豪车品牌在我国 2017 年总销量达 244.89 万辆，同比增长 14.54%，在乘用车销售市场中所占份额为 9.91%。从品牌格局看，德系品牌在我国豪车市场占据了绝对优势，奥迪、宝马和奔驰三大品牌在十大豪车品牌中占比最大，达到 70% 以上。其中奥迪品牌作为国内豪车品牌的领头羊，但销售增速较慢；而奔驰品牌随着在国内渠道整合完成，近年来持续推出新车型，国内市场表现趋好；宝马品牌在引进国内的产品线和本土化生产方面具有优势，但国内销量增速也有所放缓，奥迪、宝马和奔驰三者之间的销量差距进一步缩小。现今豪华车市场竞争日趋激烈，德系三强凭借在国内的长期经营布局所拥有的品牌声誉、经销商渠道、本土化生产等优势，所处一线阵营的地位短期内难以被撼动。目前二线豪华品牌加速国产化进程，销量排名出现频繁调整。2018 年 6 月 16 日，中国商务部宣布对美国进口车加征 25% 关税。目前，从美国有进口业务的汽车包括特斯拉、Jeep、福特、林肯、凯迪拉克等，预计相关品牌国内销量会受到一定影响。

图表 4. 2018 年前三季度十大豪车品牌国内销量情况（单位：万辆）

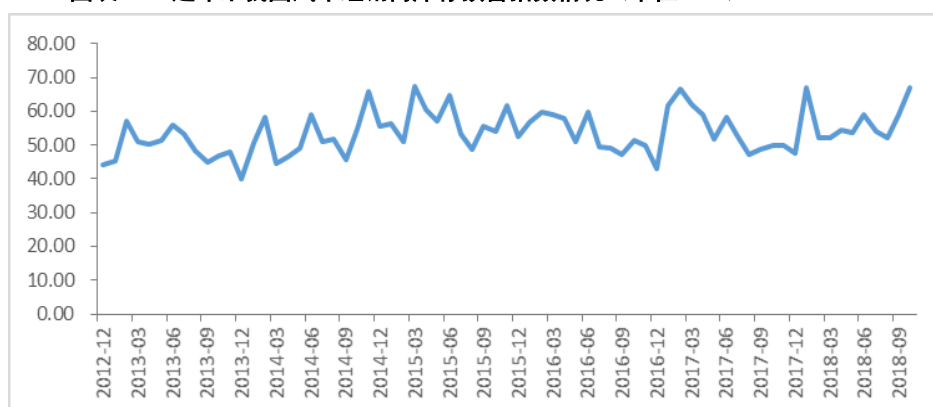


资料来源：公开数据

我国汽车经销商较为分散，近年来受汽车销量增速放缓影响，汽车经销市场竞争日趋激烈，经销商库存和资金链压力较大，整车销售盈利能力也较弱。近年来，毛利率较高的汽车维修养护等汽车后服务成为国内汽车经销商的主要利润增长点，且行业整合已成为未来发展趋势，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 4 月我国开始实施《汽车品牌销售管理办法》以来，国内 4S 专卖店快速发展，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，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滑，进销差价空间萎缩，加上需求下降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 年销量增速制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 2016 年汽车经销商库存预警指数基本都在 50% 以下。但随着政策优惠力度的减弱以及需求提前透支效应的显现，2017 年以来汽车产销增速明显放缓，预警指数又反弹至 50% 以上。

图表 5. 近年来我国汽车经销商库存预警指数情况（单位：%）



数据来源：wind 资讯

2017 年 4 月，商务部发布新的《汽车销售管理办法》（以下简称“《办法》”），自 2017 年 7 月 1 日开始施行。新《办法》加大了对经销商的保护力度，包括销售汽车不再必需汽车品牌商授权，明确规定主机厂不得压库、搭售，不得限定地域等，同时在车企与经销商广告分摊、4S 店配件销售、厂家对经销商授权时间等方面也均做了约定，这将有助于汽车经销商盈利能力的改善。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；但短期内，品牌授权管理仍是目前汽车销售主要业态。

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，汽车后市场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（2015~2017 年汽车后服务收入占经销商百强营业收入比重分别为 17.7%、18.5% 和 19.9%），但呈现逐年上升趋势，且其贡献的毛利已占经销商营业毛利的 70% 以上。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 4S 店的经销商集团 700 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。受益于 2017 年汽车市场产销增长，2017 年末销售收入超过 100 亿元的大型经销商集团数量由 2015 年末的 37 家增至 45 家，其中榜首的广汇股份营业收入增至 1607 亿元，高出第二名的中升集团近 745 亿元，2017 年百强集团共销售新车 749.9 万台，同比增长 5.7%，占全国乘用车总销量的 30%，同比上提高 1.1 个百分点，市场集中度进一步上升。2017 年全国汽车经销商百强中，该公司排名第 5 位，较上年排名无变动。

B. 政策环境

2017 年的市场态势受政策影响较为显著。《汽车销售管理办法》（商务部令 2017 年第 1 号）意图弱化品牌厂商对售后环节的垄断，降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离。同时，中美贸易战项下的关税加征政策对相关整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响以及各方对该政策的应对方式仍有待关注。

图表 6. 乘用车经销行业主要政策

法规名称	实施日期	主要内容及作用
《缺陷汽车产品召回管理条例》（质检总局等四部门）	2013-1-1	汽车生产经营者确认汽车产品存在缺陷，应立即停止生产、销售、进口存在缺陷的汽车产品，并实施召回。此外，对于违反规定的车企将处以 50 万元以上 100 万元以下的罚款。
《家用汽车产品修理、更换、退货责任规定》（国家质量监督检验检疫总局令第 150 号）	2013-10-1	明确了家用汽车产品的“保修期”和“三包有效期”。消费者购买汽车用品将获得更大的权益保障，包括消费者知情权保障、消费者选择权保障、消费者权益受损时保障获得相应补偿。
《二手车鉴定评估技术规范》（国家质检总局、国家标准委）	2014-6-1	二手车在售出前将由第三方认证机构进行检验，检验之后将发放认证标志，并附有详细的“体检表”，最大限度的解决二手车信息透明化问题。
《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	2014-9-1	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
《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》（工商市字[2014]145 号）	2014-10-1	停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作，从事汽车品牌销售的汽车经销商（含总经销商），按照工商登记管理相关规定办理，其营业执照经营范围统一登记为“汽车销售”，已将营业执照经营范围登记为“XX 品牌汽车销售”的汽车总经销商和汽车品牌授权经销商，可以申请变更登记为“汽车销售”。
《上海国际贸易中心建设 2014-2015 年重点工作安排》（沪府办〔2014〕74 号）	2015-1-7 (试点)	《安排》中涉及推动自贸试验区内“平行进口汽车”政策试点，建设平行进口汽车展示、体验、销售等综合性展示交易平台和平行进口汽车综合维修中心。
《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》（财建[2015]134 号）	2016-1-1	明确了未来五年补助标准，资金申报和下发由原来的审批改为预拨。
《汽车销售管理办法》（商务部令 2017 年第 1 号）	2017-7-1	国家鼓励发展共享型、节约型、社会化的汽车销售和售后服务网络，加快城乡一体的汽车销售和售后服务网络建设，加强新能源汽车销售和售后服务网络建设，推动汽车流通模式创新
《国务院关税税则委员会关于降低汽车政策及零部件进口关税的公告》（税委会公告[2018]3 号）	2018-7-1	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%。

数据来源：根据公开资料整理

C. 竞争格局/态势

目前我国汽车经销行业呈现出“小规模、大群体”的格局，行业内龙头企业少，普遍规模小、实力弱、组织化程度低，融资能力受限。汽车经销行业的整合仍为行业未来发展趋势。随着国内汽车消费观念的不断成熟，相比单纯的价格竞争，客户将逐渐倾向于注重服务质量和汽车使用周期内的全方位整体服务体验。大型经销商依托在资本实力、网络布局及品牌等多方面的优势，正大力发展售后服务产业链，服务体系相对完善，具备了较强的竞争力，而中小型经销商逐步丧失竞争力并退出市场。大型经销商利用行业整合机遇及其规模优势，通过兼并和新建扩大市场份额，未来集约化、规模化将成为行业发展趋势，大型多品牌汽车经销商将成为行业利润的主要分享者。

图表 7. 国内汽车商贸行业主要企业 2017 年（末）财务情况（亿元、%）

名称	资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额	刚性债务	流动比率	资产负债率	销售毛利率
国机集团	3815.60	1225.95	2843.49	81.44	-5.77	967.22	1.23	67.87	7.04
庞大集团	635.31	133.88	704.85	1.94	-24.89	412.65	1.00	78.93	2.09
广汇集团	2456.81	790.58	1764.40	39.43	84.46	1243.12	1.07	67.82	2.72
永达投资	272.11	82.50	510.72	15.18	-9.25	155.84	1.05	69.68	11.45

数据来源：wind 资讯

D. 风险关注

➤ 汽车流通行业资金成本上升风险

汽车流通行业具有占用资金大、高流动性、低利润率的特点，资金对汽车 4S 店的运营至关重要。通常，汽车 4S 店采用高财务杠杆策略，融资渠道主要以银行贷款为主。由于汽车 4S 店商品车从订单生成到现车到店，平均需要半个月时间，加之到店后的销售周期，每台车占用资金的资金成本也是制定销售政策不可或缺的考虑因素。若融资管理不善，造成资金占用过大，会对企业的运营造成不利影响。

➤ 经营成本持续上升

汽车流通行业的房屋租金、人工工资占经营成本的比重较大。近年来，4S 店房屋租金、人工工资普涨，造成经营成本持续上升，需关注行业内企业经营成本压力。

➤ 市场竞争加剧

从长期来看，经销商的 4S 店覆盖范围已经趋于饱和，经销商之间的竞争将会更加激烈。受竞争加剧的影响，新车销售的毛利率将可能进一步下降，价格竞争后，综合服务的品质将决定经销商的新车销售能力，行业将会继续整合。

2. 业务运营

近年来，该公司保持适度发展的经营策略，同时公司保持融资租赁等金融延伸业务的稳定发展，业务规模呈现持续增长态势，但与此同时，公司资本支出压力和经营管控风险也有所加大。

该公司核心业务为乘用车经销、车辆租赁以及售后服务，经过多年积累，公司在销售规模和品牌等方面具有一定优势，行业内市场占有率较高。公司目前销售主要以国内客户为主，以横向规模化为基础运营模式。规模化有利于增强汽车经销商的抗风险能力，提升汽车经销商的销售返利以及降低融资成本，对汽车经销企业成本控制影响较大。此外，汽车经销企业对营销管理、品牌定位等方面要求较高，行业政策也为汽车经销企业发展的驱动因素之一。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
乘用车经销	汽车经销	国内	规模/品牌/行业政策等

资料来源：永达投资

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计	361.16	437.63	510.72	393.25	363.82
其中：核心业务营业收入（亿元）	356.53	430.38	502.08	393.14	361.89
在营业收入中所占比重（%）	98.71	98.34	98.31	99.97	99.47
其中：（1）整车销售	311.05	371.48	429.12	323.99	304.42
在核心业务收入中所占比重（%）	87.24	86.31	84.47	82.41	84.12
（2）售后服务	41.25	54.44	66.16	55.63	48.65
在核心业务收入中所占比重（%）	11.57	12.65	13.18	14.15	13.44
（3）汽车租赁服务	3.31	3.64	3.80	2.93	2.79
在核心业务收入中所占比重（%）	0.93	0.85	0.76	0.74	0.77
（4）佣金代理及金融自营	3.54	7.97	11.48	10.59	6.03
在核心业务收入中所占比重（%）	0.96	1.82	2.25	2.69	1.67
毛利率（%）	9.60	10.28	11.45	11.34	11.57
其中：整车销售（%）	3.07	3.11	3.76	2.62 ¹	3.88
售后服务（%）	45.75	45.69	46.10	46.04	46.43
汽车租赁服务（%）	32.93	30.68	26.45	26.66	27.24
佣金代理及金融自营（%）	89.69	92.79	94.30	91.36	87.26

资料来源：永达投资

该公司核心业务包括整车销售、售后服务、汽车租赁服务和佣金代理及金融自营等业务。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司实现营业收入分别为 361.16 亿元、437.63 亿元、510.72 亿元和 393.25 亿元，其中核心业务占比保持在 98% 以上。近年来随着我国汽车销量增长，公司整车销售业务收入保持稳定增长，受行业特性影响，此部分业务毛利率较低；公司加大汽车后市场业务拓展，售后服务收入保持较快增长，收入占比稳步提升，且此部分业务毛利贡献度高，为公司利润主要来源之一；公司大力推进佣金代理及金融自营等金融延伸业务，业务规模总体较快增长，但与此同时，公司资本支出压力和经营管控风险也有所上升。

1. 整车销售

该公司通过新设和并购的方式扩展其经营网络，坚持以豪华及超豪华汽车品牌 4S 店经营为主的发展战略，在稳固上海市场的同时不断增加网点。

¹2018 年前三季度整车销售毛利率较上年同期下降较多主要系为应对激烈市场竞争公司主动降价以及进口车关税下调使得当季整车售价下降所致。

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司授权网点数分别为 123 家、147 家、173 家和 184 家。截至 2018 年 9 月末，公司已在全国 21 个省 64 个城市拥有 249 家网点（其中 13 家为在建或已授权待开业的网点），在已建成的 236 家网点中 184 家为厂方授权网点，具体分别为 163 家 4S 店、9 家授权服务中心、10 家授权展厅及 2 家授权认证二手车中心，其余为汽车租赁、融资租赁网点等非厂方授权网点，其中上海网点数量有 77 家。同期末，公司运营中的 184 家厂方授权网点中，122 家属于豪华与超豪华汽车品牌 4S 店（其中宝马/迷你网点有 45 家、奥迪网点有 10 家、捷豹/路虎网点有 14 家），62 家为中高端汽车品牌 4S 店。2017 年公司新增网点数量 28 家，其中自建网点数量 14 家，通过收购增加 14 家网点。2018 年以来公司新增自建网点数量 13 家，无收购网点。

图表 10. 截至 2018 年 9 月末公司已运营的汽车品牌网点数量（单位：家）

	品牌	网点数量	品牌	网点数量	小计
豪华及超豪华品牌	宝马/迷你	45	雷克萨斯	1	122
	奥迪	10	宾利	2	
	保时捷	11	飞驰商务车	1	
	捷豹/路虎	14	林肯	7	
	英菲尼迪	7	腾势	2	
	凯迪拉克	8	阿斯顿马丁	1	
	沃尔沃	12	奔驰	1	
中高端品牌	别克	14	荣威	2	62
	大众	11	北汽新能源	1	
	丰田	5	斯柯达	4	
	本田	4	江淮新能源	1	
	福特	3	雪佛兰	9	
	电咖新能源	1	威马新能源	2	
	领克	3	北京现代	2	
总计	—	—	—	—	184

资料来源：永达投资

在网点数量扩张的同时，该公司整车销量保持着增长趋势，2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司实现整车销售数量分别为 11.64 万辆、14.73 万辆、16.97 万辆和 12.08 万辆，销售金额分别为 311.05 亿元、371.48 亿元、429.12 亿元和 323.99 亿元，其中豪华及超豪华汽车品牌整车销售金额占比维持在 80% 左右。从销售的品牌结构看，公司代理销售的第一大品牌仍为宝马（含迷你），保持着持续的销量增长，2018 年前三季度销量和销售收入分别为 12.08 万辆和 323.99 亿元。但随着经营品牌的多元化和国内豪车品牌竞争的加剧，2015-2017 年公司宝马（含迷你）品牌销售额占比持续下降，2018 年前三季度回升至 38.23%，同比上升 0.91 个百分点。目前公司在豪华及超豪华汽车品牌数量及总销量方面均处于国内前列，考虑到豪华品牌厂商对新授权 4S 店在地域集中度、经销商实力等方面考核严格，未来几年内，公司在豪华汽车品牌经销市场的行业地位有望得到保持。

受益于国内汽车销量增长及网点数的增加，2015~2017 年及 2018 年前三季度，该公司中高端品牌汽车销售收入分别为 59.38 亿元、78.50 亿元、90.76 亿元和 59.10 亿元，呈逐年增长趋势。此外，随着全球能源和环境问题的不断突出，新能源汽车日益得到重视和发展，公司已获得宝马、沃尔沃、北汽集团、江淮等多家主要新能源汽车品牌的上海代理权。

图表 11. 公司近年来按品牌分类的整车销售情况（单位：辆，亿元，%）

品牌	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年前三季度		
	销量	整车销售收入		销量	整车销售收入		销量	整车销售收入		销量	整车销售收入	
		金额	占比		金额	占比		金额	占比		金额	占比
宝马/迷你	37505	127.66	41.04	43985	145.68	39.22	47760	155.03	36.13	38760	123.86	38.23
奥迪	11228	31.40	10.09	13142	34.51	9.29	13136	34.64	8.07	9331	23.97	7.40
保时捷	3801	27.73	8.91	3987	27.70	7.46	5498	39.21	9.14	5194	39.43	12.17
捷豹/路虎	5375	33.53	10.78	7030	39.01	10.50	8312	40.73	9.49	5816	25.04	7.73
其他	10755	31.35	10.08	15312	46.08	12.40	23587	68.74	16.02	18643	52.59	16.23
豪华及超豪华品牌小计	68664	251.67	80.91	83456	292.98	78.87	98293	338.35	78.85	77744	264.89	81.76
中高端品牌小计	47775	59.38	19.09	63806	78.50	21.13	71366	90.76	21.15	43068	59.10	18.24
总计	116439	311.05	100.00	147262	371.48	100.00	169659	429.12	100.00	120812	323.99	100.00

资料来源：永达投资

从经销模式看，该公司与各汽车厂商签订授权经营合同进行经营，合同经双方协商一致后可续约或自动续期，一般为一至三年一签，每年合同中均设有销售量、销售车型等考核指标，2017 年《汽车销售管理办法》出台后，合同签订一般在 3 年以上。公司与宝马、奥迪、捷豹、路虎等厂商合作良好，且经销规模较大，可与汽车厂商有一定的谈判空间，如在计划销售量不变的情况下，调整具体销售车型等。

该公司积极通过“永达”品牌的统一运作及市场推广渠道的创新来推动整车销售规模的扩大。除少数厂商特别要求外，公司对旗下网点统一冠名“永达”品牌。线下方面，公司积极入驻汽车服务园区，在上海建成了四个较大规模的多品牌汽车服务广场，同时公司还入驻了宁波、哈尔滨、南京等地园区。线上方面，随着近年国内电子商务的高速发展，公司加强与电商合作，包括与易车网汽车之家等线上平台的合作；与 Uber、一嗨租车以及阿里开展了战略合作等，进一步实现销售渠道的拓展。公司内部还建立了数字营销系统，将公司自媒体和合作的外部互联网资源整合，以吸引客户。

整车采购方面，该公司通常与汽车生产厂家签订年度采购框架协议，并将采购计划下发到 4S 店经营主体，由各 4S 店每月向厂商发送订单。按照行业惯例，公司整车采购主要采取发货前支付全款的方式，部分品牌需要在下订单时预付 5~10% 的保证金；支付方式包括现金、银行承兑汇票、厂商金融等。

整车销售方面，该公司以相应销售指导价作为参考，但近年来受到汽车经销环节价格竞争激烈的影响，品牌汽车的销售很难通过供销价差获利，而是通过汽车厂商返点获取收益。厂商返点的考察指标包括采购量、销量、客户满意

度等。依照市场惯例，汽车厂商一般于历年年前制定第二年返利政策，并通知 4S 经销店有关返利金额的标准。厂商还不时就特定车型提供特别返利，会提前通知 4S 经销店，一般每季或者每年结算。此外，厂商也会根据市场反应，不定期出台额外的奖励政策支持。从实际情况来看，根据品牌、车型的不同，公司通常可获得 2~9% 的返点率。2015~2017 年和 2018 年前三季度，公司从销售成本中扣除的返利金额分别为 44.88 亿元、51.91 亿元、56.18 亿元和 43.22 亿元，近年来返利规模明显上升一方面是因为公司整车销售收入稳步增加，相应返利增加；另一方面，宝马等整车厂商在汽车销售市场增速下滑的背景下，增强了对大型经销商的重视，给予经销商的返利力度有一定加强。公司整车销售收入持续增长，但返利政策主要取决于整车厂商的整体经营策略，不排除未来有继续调整可能，公司获得返利规模具有一定的不确定性。在汽车市场竞争加剧的背景下，公司整车销售业务盈利能力有所波动。

未来几年内，该公司计划保持一定的兼并收购网点力度，同时继续在全国范围内自建网点，每年新增网点数量约 20 家。目前平均 4S 店建店成本约为 0.40 亿元/家。除 4S 店外，公司其他类型网点，如展厅等经营网点投资规模不大，约为 300~400 万元/家，网点增长数量可变动性较大，未来公司根据自身资金情况安排收购兼并外部网点的进度。另外，公司还需向每家处于培育期的 4S 店提供约 45 天存货周转期内所需的铺底资金（约 0.3~0.4 亿元/每家），由此每年新增运营资金 6~8 亿元左右。公司坚持扩张的经营策略，在当前汽车经销行业景气度欠佳的情况下，单店投资回收期由以前年度的 1 年左右延长至 2~3 年，新网点数量的增加将加大公司的资金压力、经营管控风险及盈利压力。

2. 售后服务

该公司提供的汽车售后业务包括汽车维修养护、汽车零部件销售及二手车交易服务等业务。

维修服务方面，客户主要是在该公司 4S 经销店购买新车的客户，之后公司根据各品牌汽车的标准流程为客户实施相应的售后服务，保修范围内的维修及保养服务所收取的价格由汽车厂商规定。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司分别实现车辆维修台次 116.31 万台、142.70 万台、158.43 万台和 123.27 万台。

该公司品牌 4S 店售后服务业务所用的汽车零部件及配件均由原厂供应。而对于汽车养护品及美容用品，公司由总部统一制定指定供应商目录，并根据对供应商的实际供货质量、速度、价格等方面的考核，定期更新供应商目录，原则上各大类产品供应商的数量不少于 3 家，采购额达 30 万元以上将通过公司总部集中采购，由此对控制产品质量、降低采购成本起到了一定的成效。

在二手车交易方面，该公司主要以旗下 4S 店为二手车交易平台，通过与资产评估公司、经纪公司、二手车交易市场建立长期合作关系，为客户搭建看二手车快速出售通道，并从中收取一定比例的佣金。虽然目前二手车交易收入在公司营业收入中占比较低，但随着豪华品牌汽车在国内市场保有量的上升，

二手车交易业务有望为公司带来可观收入。

随着该公司 4S 店网络发展不断成熟，客户保有量增长带动售后业务规模不断扩大，且豪华品牌客户对汽车售后服务依赖性较强，公司汽车售后业务增长潜力较大。2015~2017 年及 2018 年前三季度，汽车售后服务业务收入分别为 41.25 亿元、54.44 亿元、66.16 亿元和 55.63 亿元，对公司收入贡献逐年提升；同期毛利率分别为 45.75%、45.69%、46.10%和 46.04%，维持在较高水平。公司售后服务业务的毛利率水平较高，尤其是豪华与超豪华品牌部分，随着公司豪华与超豪华品牌 4S 网点进一步增加，预计公司售后服务收入有望提升。

3. 汽车租赁业务

该公司汽车租赁业务的运营主体为上海永达汽车租赁有限公司（简称“永达租赁”）。永达租赁成立于 2000 年，注册资本为 15000 万元。永达租赁主要定位于豪华及中高档汽车的租赁业务，依托公司 4S 店平台和多年积累的客户资源，与 4S 店共同开展汽车租赁服务。

永达租赁主要为跨国大型企业提供公务、商务、会务、旅游等车辆的为期六个月或以上的长租、短期租赁和带驾租赁服务，客户群包括通用汽车（中国）投资有限公司、福特（中国）有限公司以及霍尼韦尔（中国）有限公司等知名外企，与目前市场上神州租车和一嗨租车以个人为主的客户群体形成差异。永达租赁与长租企业客户一般签订年度合约。截至 2018 年 9 月末，永达租赁拥有可租赁用车为 2916 辆，永达租赁已在广州、成都、杭州开设了分公司，并计划在未来进一步扩大车队规模，在全国其他地区设立新网点，以支持不断增长的租赁服务业务；截至 2018 年 9 月末，平均租赁价格约为 480 元/天。2015~2017 年，永达租赁全年累计成交租赁车辆 78.0 万台次、85.7 万台次和 88.6 万台次，分别实现租赁收入 3.31 亿元、3.64 亿元和 3.80 亿元，业务规模保持逐年增长趋势。2018 年前三季度，永达租赁实现租赁车辆 72.0 万台次，较上年同期的 66.7 万台次有所增长。目前永达租赁经营性汽车折旧期为 5 年，折旧费用计入业务成本，2016 年以来汽车租赁车辆大量进入更新换代期，大额的旧车报废及新车购置支出使得业务毛利空间略有下滑，2015~2017 年及 2018 年前三季度毛利率分别为 32.93%、30.68%、26.45%和 26.66%。

图表 12. 公司近年来汽车租赁业务开展情况（单位：台、万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
期末车辆数量	2476	2628	2606	2961
处置车辆数	298	673	695	648
出租率	92.00%	92.00%	93.00%	94.00%
违约率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
车辆采购数量	629	825	663	1003
车辆采购金额	18954	24121	20990	30235
累计成交租赁车辆（万台次）	78.0	85.7	88.6	72.0

资料来源：永达投资

4. 佣金代理及金融自营业务

该公司佣金代理及金融自营业务主要由分销汽车保险和自营金融产品业务构成，2015~2017 年度及 2018 年前三季度，该板块收入分别为 3.54 亿元、7.97 亿元、11.48 亿元和 10.59 亿元，毛利率分别为 86.69%、92.79%、94.30% 和 91.36%。

该公司佣金代理业务主要分为保险代理服务和金融代理业务。公司与中国人保、平安保险及中国太平洋保险等大型保险公司和金融机构合作，通过公司的汽车销售网络分销其汽车保险和金融产品并取得服务收入。2015-2017 年度，公司通过汽车保险和金融产品分销获得的服务收入分别为 4.42 亿元、7.15 亿元和 8.48 亿元。随着新车销售量的增加和金融渗透率上升，汽车销售市场持续活跃所带来的保险及金融衍生产品粘度的不断提高使得该项业务大幅增长。

该公司探索汽车金融业务，以拓展 4S 店汽车销售业务，同时还可与售后维修、二手车交易业务产生协同效应。目前公司汽车金融业务主要有融资租赁和佣金代理业务。公司融资租赁业务运营主体为上海永达融资租赁有限公司（简称“永达融资租赁”），通过相关 4S 店采购客户的指定车辆，然后分期（一般为 1-3 年）租赁给客户，按照客户资质收取 0~20% 的保证金及 0~50% 的首付。客户按约定每月支付租金，还款期结束后以较低的残值将车辆售卖给客户。融资租赁的客户 80% 的生息资产来自汽车终端零售业务。截至目前融资租赁业务未发生坏账。截至 2018 年 9 月末，公司融资租赁放款余额为 37.12 亿元，逾期率为 0.07%。

图表 13. 公司近年来融资租赁业务情况（单位：台，亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
融资租赁总台次	2540	2798	7812	7365
新增生息资产金额	15.74	22.32	41.23	29.57

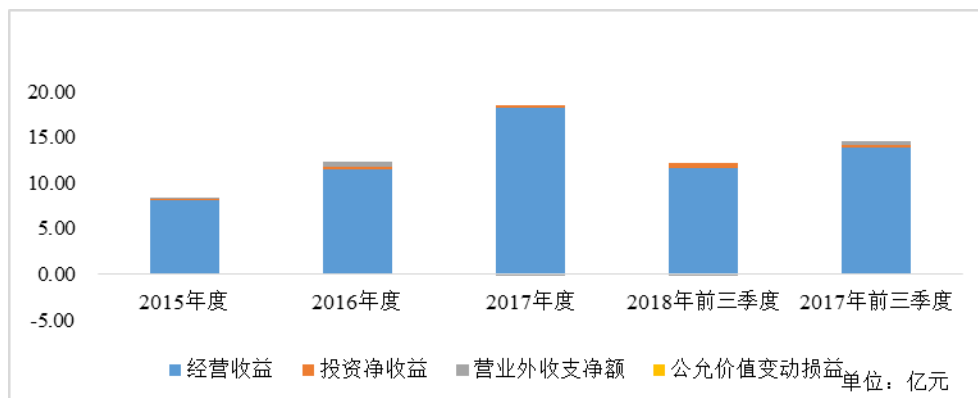
资料来源：永达投资

2016 年，该公司投资设立上海永达小额贷款有限公司（简称“永达小贷”）并于当年 9 月正式开始运营，注册资本为 5 亿元。永达小贷已开展车辆保险、新车贷款、车辆售后维修分期、以及家装等行业的消费分期服务，以行业内消费者为目标客户，计划依托合作企业提供客户资源，其中车险分期、新车贷款和车辆售后维修分期主要在自身的汽车销售网络下发展，家装分期产品主要与家装金融服务企业易日升合作。截至 2018 年 9 月末，永达小贷已累计发放了 53342 笔贷款，共计 21.54 亿元，期末逾期客户为 76 户，逾期金额 0.01 亿元，已全部追回，无贷款损失。永达小贷放贷期限在两个月至三年，贷款均有担保或抵押，单个客户放贷规模在 2-30 万元，单笔放贷额度不超过注册资本的 5%。

近年来该公司加大金融自营业务发展，该项业务收入从 2015 年的 0.92 亿元增至 2017 年的 3.00 亿元。2018 年前三季度公司金融自营业务收入为 3.41 亿元，但公司融资租赁业务的快速扩张使得资金压力有所加大。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构



资料来源：根据永达投资所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源主要为经营收益，近三年受益于网点数量增长及后市场业务开拓，公司经营收益增速较快。2015~2017 年，公司经营收益分别为 8.13 亿元、11.47 亿元、18.18 亿元，呈逐年增长趋势；2018 年前三季度，公司经营收益为 11.62 亿元，较上年同期下降 15.75%，系当期期间费用增长所致。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计（亿元）	361.16	437.63	510.72	393.25	363.82
毛利（亿元）	34.67	45.00	58.48	44.58	42.09
期间费用率（%）	7.11	7.49	7.62	8.11	7.52
其中：财务费用率（%）	1.23	1.03	1.11	1.28	1.00
全年利息支出总额（亿元）	4.51	3.72	4.70	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.32	0.33	0.04	-	-

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

2015~2017 年和 2018 年前三季度，该公司毛利分别为 34.67 亿元、45.00 亿元、58.48 亿元和 44.58 亿元，随业务规模扩张而增长，公司期间费用主要为销售费用和管理费用，随着业务规模的扩大，公司的期间费用相应增加。同期，公司期间费用率分别为 7.11%、7.49%、7.62%和 8.11%，呈小幅上升趋势主要系公司融资成本上升、债务规模扩大使得财务费用增加所致。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益（亿元）	0.16	0.27	0.33	0.52	0.39
营业外收入（亿元）	0.38	0.85	0.09	0.06	0.61
其中：政府补助（亿元）	0.25	0.51	-	-	0.25
其他收益	-	-	0.46	0.09	-

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

该公司持有一定规模的长期股权投资，能够带来一定的投资净收益，2015~2017 年及 2018 年前三季度，此部分收益分别为 0.16 亿元、0.27 亿元、0.33 亿元和 0.52 亿元。此外，公司每年能够获得一定的营业外收入，主要为政府补助（财政税收返还），2015~2016 年，公司营业外收入中政府补贴分别为 0.25 亿元和 0.51 亿元，2017 年和 2018 年前三季度，公司其他收益分别为 0.46 亿元和 0.09 亿元，主要为政府补助。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司实现利润总额分别为 8.42 亿、12.28 亿元、19.09 亿元和 12.34 亿元，盈利水平较高。2015~2017 年，公司总资产报酬率分别为 6.97%、8.41% 和 9.99%；净资产收益率分别为 13.61%、18.04% 和 21.30%，资产获利能力逐年提升。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来将继续深耕汽车产业，布局全国网络发展，积极发展后市场业务，包括汽车金融、二手车、独立售后和零配件、平行进口、汽车租赁等，持续关注并推进新能源汽车业务，进一步巩固和加强在行业的领先地位。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司系由自然人实际控制的民营企业，虽经多次股权结构调整，实际控制人一直未发生变动。公司按照相关法律法规的要求，不断进行自身法人治理结构的完善。

(1) 产权关系

该公司成立以来经过多次股权调整，但实际控制人一直为张德安。张德安控制的永达汽车服务为公司境外间接控股股东。公司的产权状况详见附录一。

该公司实际控制人自 1992 年起涉足汽车经销业务，并于 1998 年形成了“学车、买车、卖车、租车、修车、验车”较为完整的汽车销售服务产业链。经 2011 年资产重组后，除学车业务之外，实际控制人汽车相关产业均已整合到公司旗下。

该公司境外间接控股股东永达汽车服务系香港上市企业，永达汽车服务本部无经营性业务，其经营业务和资产均集中在公司。截至 2017 年末，永达汽车服务资产总额为 279.27 亿元，负债总额为 191.45 亿元，所有者权益为 87.81 亿元；全年实现净利润为 16.02 亿元。另外，作为永达汽车服务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。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司下属同品牌 4S 店之间日常存在一定的购销调货事项，大部分在公司合并报表中已作抵消，但公司仍与合并口径外关联企业存在小额关联交易事项。2017 年，公司购销环节的关联交易总额分别为 0.20 元和 0.75 亿元。除此之外，公司通过联营公司上海东方永达汽车销售有限公司搭建的电视购物平台销售整车，并向其支付佣金，2017 年度公司通过此平台销售整车 8.75 亿元，支付佣金 0.08 亿元。公司还向关联企业租赁少量经营用房产，2017 年租赁费为 0.29 亿元。整体来看，公司关联交易规模较小，风险不大。

关联资金往来方面，该公司主要根据自身资金需求状况安排关联款借入及偿还时点，2017 年公司融资渠道拓宽，融入资金量增加，汇富国际将其对公司和永达融资租赁的应收债权 2.30 亿元和 5.90 亿元转增为公司的实收资本 8.20 亿元，期末无余额。期末公司被关联方占用资金 3.72 亿元，主要为应收哈尔滨永达国际汽车广场有限公司、东营宜宝轩汽车销售服务有限公司和潍坊潍坊圣宝汽车销售服务有限公司款项。

(3) 公司治理

该公司按照《中华人民共和国外资企业法》等法律法规，以及《上海永达投资控股集团有限公司章程》（简称“《公司章程》”）不断进行自身法人治理结构的完善。目前公司建立了董事会、监事会等决策和监督机构，并就相关人员职责权限及议事程序做出了明确规定。其中，公司董事会成员和相关高级经营管理人员对于公司日常投资战略、业务运营、财务内控体系、岗位薪酬及绩效考核评估等重大事件进行集体决策，由此较为有效地避免了公司决策过度依赖实际控制人的独断风险。

该公司主要高级管理人员均为职业经理人，具有 10 年以上的相关行业从业经验，拥有丰富的经营管理经验和较强的协调能力。公司高级管理团队多年来基本保持稳定，通过长期紧密合作，已建立起较为成熟的集团化运作机制。同时，公司大部分 4S 店总经理都来自于公司内部提拔，平均行业经验为 15 年，具有较高的员工忠诚度。优秀的管理团队为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

该公司重视对经营管理人员的业绩考核与成长潜力培养，公司建立了中高级管理人员激励约束机制和较为详细的绩效考核体系，并将高级管理人员的奖惩、岗位业绩评估同公司的经营业绩等考核指标挂钩，为高级管理人员履行职责提供了必要的制度保障。公司通过永达汽车服务在港股上市，采取了相应的员工激励计划，包括首次公开发行前的股息奖励和 2013 年末的股票期权奖励。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据经营管理需要建立了符合自身业务模式的组织架构（公司组织架构详见附录二）。公司各部门职责划分明确，在业务开展中能够在保持应有的独立性的同时顺畅协作。整体看，公司机构设置能够满足现阶段经营管理需要。

(2) 经营决策机制与风险控制

在子公司管理方面，该公司向下属企业委派或推荐董事、总经理、财务负责人，同时对其实行目标管理，通过制定年度经营考核目标，利用全面预算管理等方式加以管控。对于隶属于同一品牌的多家 4S 店（3 家以上），公司还设有相应的品牌事业部，作为公司的管理协调机构，负责相关品牌的推广、厂商关系协调、以及对下属企业实行品牌专业化管理的指导、支持和监督。

在财务管理方面，该公司在下属企业财务核算方法，财务报告、报表分析、资金报表体系等方面实行统一的操作规范，并设立了“三不准”制度（不准对外担保、不准自行融资、不准擅自出借），和“专款专用”制度（资金只能定向于汽车厂商）。公司还根据经营活动的实际需要，定期与不定期对内部控制制度运行情况、经济活动和财务收支进行审计和检查，以有效控制公司财务管理风险。

在资金管理方面，该公司实行对下属企业实行资金统一管理。公司本部资金管理中心作为资金总调度中心，针对各下属企业年初的经营指标，设定一定额度的流动资金供其使用；各品牌事业部作为二级资金池（未成立事业部的 4S 店直接由资金管理中心负责），对下属企业进行日常资金余额管理，并辅以资金日报表进行监控。公司的资金管理制度有助于提高资金的利用效率，降低融资风险，杜绝各种经济舞弊行为和法律风险。

在运营管理方面，该公司通过对 ERP 系统的不断更新升级，实现对下属 4S 店存货、销售、财务等数据的实时监控。公司通过对各下属 4S 店新车进货、新车销售、客户管理的 KPI（关键业绩指标）数据进行收集，建立标准的销售、维修及各项增值业务流程、库存管理、订单流程等详细业务操作流程；通过分析 KPI 关键指标，对 4S 店的销售量、维修产值等进行数据统计，进而对未达标店提出改进措施，并进行持续的跟踪，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。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司本部主要行使对下属企业投资管理的职能，运营偏重于对各子公司的运营情况进行监督、评价和服务。公司已经建立了一套较为完善的内部

控制制度，涉及子公司管理、财务管理、资金管理、运营管理等方面。公司通过日常考核来保证制度的有效执行，基本能够管控公司经营活动中的主要风险，确保战略目标的实现。从实际运行情况来看，公司虽近年来经销网点增长较快，但仍集中于华东地区，整体运营管理较为有序，未发生重大运营和质量事故。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2018 年 11 月 14 日的《企业信用报告》和 2017 年审计报告披露信息，公司无债务违约记录，信用状况良好。截至 2018 年 9 月末，控股股东、公司母公司也无不良行为记录。

图表 17. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.11.14	无	无
各类债券还本付息	Wind 资讯	2018.11.14	不涉及	正常
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2018.11.14	无	无
工商	国家工商总局企业信用信息公示系统	2018.11.14	不涉及	无
质量	国家工商总局企业信用信息公示系统	2018.11.14	不涉及	无
安全	国家工商总局企业信用信息公示系统	2018.11.14	不涉及	无

资料来源：根据永达投资所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

近年来，该公司持续经营扩张策略，新建网点和融资租赁等类金融业务快速扩张使得债务规模持续增长，但得益于股东增资及自身经营积累，公司财务杠杆水平有所下降。目前公司主业现金回笼能力较强，相对充裕的货币资金储量和较为通畅的融资渠道，均为公司即期债务偿付提供良好保障。

1. 数据与调整

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015~2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司遵循 2006 年财政部颁布的《企业会计准则》。

截至 2017 年末，该公司经审计的资产总计为 272.11 亿元，所有者权益为 82.50 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 77.51 亿元）；当年度实现营业收入 510.72 亿元，净利润 15.18 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 14.27 亿元），经营活动产生的现金流量净额为-9.25 亿元。

截至2018年9月末,该公司未经审计的合并口径资产总额为296.12亿元,所有者权益为91.44亿元(其中归属于母公司所有者权益合计为86.31亿元);2018年1~9月实现营业收入393.25亿元,净利润9.40亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为8.83亿元),经营活动产生的现金流量净额为7.69亿元。

该公司纳入合并范围的子公司主要为汽车经销企业。2015~2017年末,公司纳入合并范围的子公司数分别为200家、214家和288家。截至2018年9月末,公司纳入合并范围的子公司共有314家,较上年末增加26家。

根据财政部最新修订的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第16号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》,该公司按照财政部的要求时间开始执行新会计准则,对2016年相关数据无影响,具体如下表:

图表 18. 新会计准则对公司报表主要调整影响(单位:亿元)

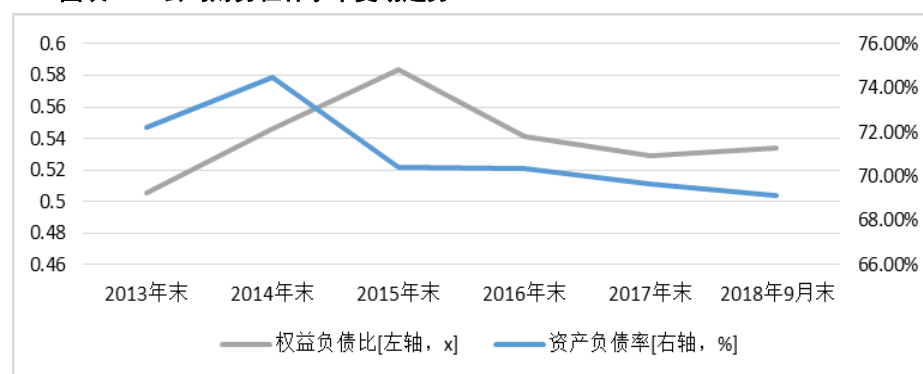
序号	项目名称	2017年	对2016年度合并财务报表相关损益项目	对2016年度母财务报表相关损益项目
1	持续经营净利润	15.18	无影响	无影响
2	其他收益	0.46	无影响	无影响
3	资产处置收益	0.20	无影响	无影响

资料来源:永达投资

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



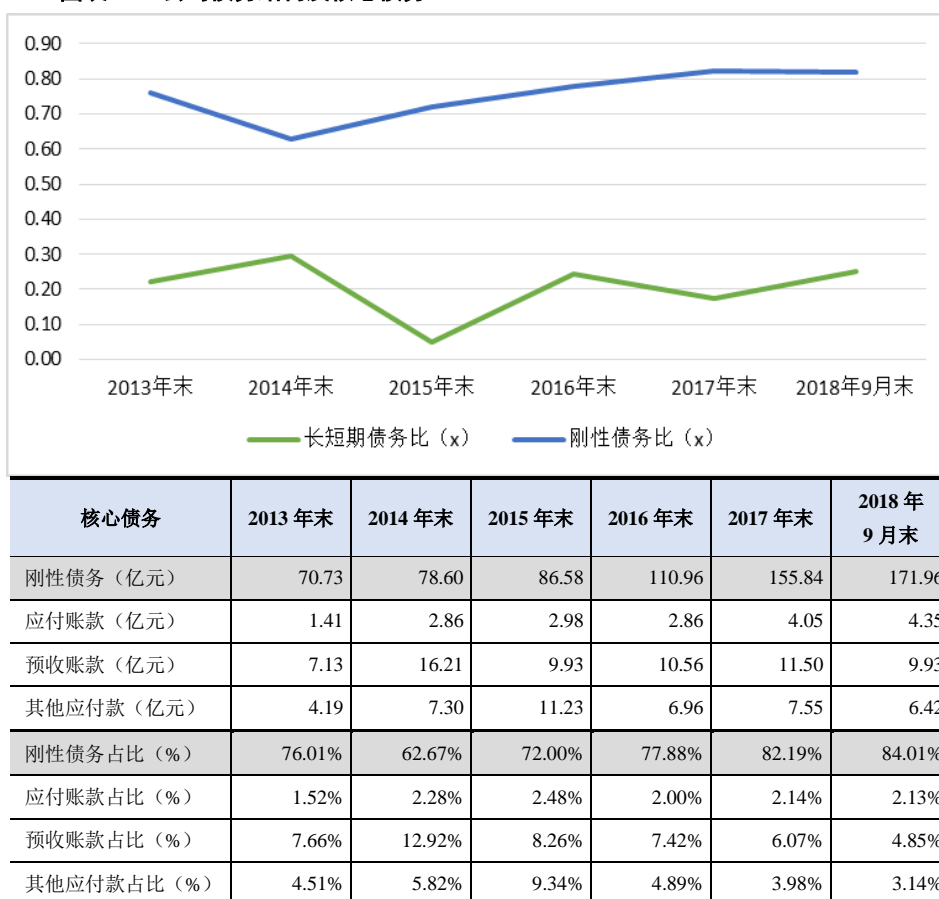
资料来源:根据永达投资所提供数据绘制。

近年来,随着该公司新建网点数量增加以及融资租赁等类金融业务快速扩张,公司债务规模总体增长较快。得益于股东增资及自身经营积累,公司负债经营程度略有下降,但仍处于较高水平。2015~2017年末及2018年9月末,公司负债总额分别为120.25亿元、142.48亿元、189.61亿元和204.68亿元,资产负债率分别为70.41%、70.35%、69.68%和69.12%,呈逐年下降趋势。

近年来，受益于未分配利润的积累和股东增资等，该公司所有者权益呈较快增长趋势。2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 50.54 亿元、60.05 亿元和 82.50 亿元，主要由实收资本以及未分配利润构成。同期末，公司实收资本分别为 15.00 亿元、15.00 亿元和 23.20 亿元，其中 2017 年末实收资本较上年末增加 8.20 亿元系股东汇富国际将其对公司和永达融资租赁的应收债权 2.30 亿元和 5.90 亿元转增为公司的实收资本；同期末，公司未分配利润分别为 26.39 亿元、33.76 亿元和 44.56 亿元，随着公司经营积累逐年增加。截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益为 91.44 亿元，其中实收资本为 23.20 亿元，资本公积为 0.94 亿元，未分配利润为 53.39 亿元，实收资本与资本公积之和占所有者权益的比例为 26.40%。公司的未分配利润规模大，如遇股东要求大额分红或将导致权益收缩。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据永达投资所提供数据绘制。

汽车经销行业的特性决定了该公司对流动资金需求量较大，而通常存货的周转速度较快，日常资金需求通过短期融资（一般为 3~6 个月）即可满足，因此从债务期限结构看，公司负债集中于流动负债，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司长短期债务比分别为 4.85%、24.29%、17.28%和 25.23%。从债务构成来看，公司负债主要集中于刚性债务、应付账款、预收账款和其他

应付款。2015~2017 年末和 2018 年 9 月末，公司应付账款占负债总额的比重分别为 2.48%、2.00%、2.14%和 2.13%，主要为应付零部件及配件采购款，账龄均为一年以内。同期末，公司预收账款占负债总额的比重分别为 8.26%、7.42%、6.07%和 4.85%，均为一年内预收账款，主要为预收客户的购车款。同期末，公司其他应付款占负债总额的比重分别为 9.34%、4.89%、3.98%和 3.14%，主要为应付购置固定资产款项、应付合并收购款项及融资租赁业务客户保证金等。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	58.72	65.08	84.07	89.49	131.75	138.69
其中：短期借款	34.81	40.13	37.10	52.07	60.56	71.80
应付票据	22.88	23.66	25.41	27.75	39.36	45.75
应付短期及超短期融资券	-	-	7.97	7.99	25.99	9.99
一年内到期的长期借款	1.02	1.05	1.71	1.13	4.68	5.16
其他短期刚性债务	-	0.24	11.88	0.55	1.16	5.98
中长期刚性债务合计	12.01	13.52	2.51	21.48	24.09	33.27
其中：长期借款	0.51	1.99	2.51	1.58	4.17	13.33
应付债券	11.50	11.54	-	19.90	19.92	19.94

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司刚性债务余额分别为 86.58 亿元、110.96 亿元、155.84 亿元和 171.96 亿元，其中短期刚性负债占比分别为 97.10%、80.64%、84.54%和 80.65%。从刚性债务结构来看，公司刚性债务主要为短期借款、应付票据、应付短期及超短期融资券和应付债券。同期末，公司短期借款分别为 37.10 亿元、52.07 亿元、60.56 亿元和 71.80 亿元，主要为信用借款和抵押借款；应付票据分别为 25.41 亿元、27.75 亿元、39.36 亿元和 45.75 亿元，全部为银行承兑汇票，主要是以银行存款作为保证金和存货做抵押；应付短期及超短期融资券分别为 7.97 亿元、7.99 亿元、25.99 亿元和 9.99 亿元，2017 年末应付短期及超短期融资券大幅增加主要系当年公司发行总额 30 亿元的 17 永达 SCP001、17 永达 SCP002、17 永达 SCP003 和 17 永达 SCP004；应付债券分别为 0.00 亿元、19.90 亿元、19.92 亿元和 19.94 亿元，系公司于 2016 年发行了 20 亿元 16 永达 01 所致。2018 年 9 月末，公司长期借款较上年末大幅增加至 13.33 亿元系当年新增一年以上期限用于债务置换的流动资金贷款所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	56.64	49.38	49.22	43.53	47.46
营业收入现金率（%）	117.25	120.51	118.09	116.87	115.13
业务现金收支净额（亿元）	10.22	27.84	22.35	15.66	10.58
其他因素现金收支净额（亿元）	-9.21	-20.38	-4.15	-10.29	-19.82
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.02	7.47	18.20	5.37	-9.25
EBITDA（亿元）	14.86	13.32	15.74	20.60	29.03
EBITDA/刚性债务（倍）	0.21	0.18	0.19	0.21	0.22
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.29	3.80	4.23	5.96	6.23

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015~2017 年，该公司营业周期分别为 49.22 天、43.53 天和 47.46 天，呈波动趋势，2017 年公司营业周期较上年增加主要系当年公司销售服务网络扩张和业务规模增长使得存货增幅较大所致。2015~2017 年，公司营业收入现金率分别为 118.09%、116.87%和 115.13%，现金回笼情况较好。同期，公司业务现金收支净额分别为 22.35 亿元、15.66 亿元和 10.58 亿元，经营环节产生的现金流量净额分别为 18.20 亿元、5.37 亿元和-9.25 亿元，呈逐年下降趋势，主要系公司金融自营业务现金流出所致。2018 年前三季度，公司营业收入现金率为 117.30%，较上年同期下降 8.34 个百分点，同期经营环节产生的现金流量净额为 7.69 亿元，较上年同期增加 23.69 亿元。

该公司 2015~2017 年 EBITDA 分别为 15.74 亿元、20.60 亿元和 29.03 亿元，主要为利润总额。同期公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 4.23 倍、5.96 倍和 6.23 倍，对利息支出的保障能力强；公司 EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.19 倍、0.21 倍和 0.22 倍，当期 EBITDA 对刚性债务保障能力有限。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.85	-0.20	-1.79	-1.58	-1.60
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.96	-9.34	-11.87	-6.39	-10.60
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-5.53	-3.80	-0.65	-4.76	-10.42
投资环节产生的现金流量净额	-15.34	-13.34	-14.30	-12.73	-22.61

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额分别为 11.87 亿元、6.39 亿元和 10.60 亿元，主要系公司购置厂房设备、试驾车辆等及扩张销售网络，投资建设新 4S 经销店所致。公司其他因素对投资环节现金流量影响净额大幅减少主要系非同一控制下企业并购现金流出所致，其中 2017 年公司非同一控制下的企业并购所支付的现金为 7.0 亿元。综上影响，2015-2017 年，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-14.30 亿元、-12.73 亿元和-22.61 亿元。2018 年前三季度，公司投资环节产生的现金流量净额为-9.04 亿元，较上年同期增加 5.98 亿元，主要系非同一控制下企业并购现金流出减少所致。总体而言，随着公司经营规模的扩张，预计短期内公司投资现金流仍将保持净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	0.56	1.16	0.03	-2.26	-1.00
债务类净融资额	10.56	3.45	6.20	18.96	30.28
其中：现金利息支出	2.71	4.51	3.72	3.46	4.70
筹资环节产生的现金流量净额	12.61	9.92	-6.91	9.75	30.85

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

该公司融资渠道较为通畅，可通过直接融资（发行债券）和间接融资（银行借款）等多种方式筹资。随着公司业务规模扩大和投资支出增加，近年来公司融资规模也进一步扩大。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-6.91 亿元、9.75 亿元、30.85 亿元和 5.05 亿元，受新借和偿还借款进度影响，筹资性现金净流入波动较大。截至 2018 年 9 月末，公司获得的授信规模和尚未使用的授信规模分别为 200.19 亿元和 64.15 亿元，后续融资空间较大。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	94.30	114.59	109.60	129.40	169.95	183.44
	73.20%	68.05%	64.17%	63.89%	62.45%	61.95%
其中：货币资金（亿元）	23.70	33.25	26.46	29.71	32.43	39.08
应收账款（亿元）	2.77	2.06	3.01	8.26	7.94	8.18
其他应收款（亿元）	21.33	26.23	27.36	25.97	31.69	30.67
存货（亿元）	34.48	43.11	40.37	43.17	60.08	69.15
其他流动资产（亿元）	0.58	0.73	3.37	9.37	18.32	11.21
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	34.52	53.79	61.19	73.14	102.17	112.67
	26.80%	31.95%	35.83%	36.11%	37.55%	38.05%
其中：固定资产（亿元）	17.97	26.03	27.29	30.53	35.32	37.15

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
无形资产（亿元）	6.60	10.84	15.37	19.75	23.46	23.62
长期应收款（亿元）	0.33	4.68	2.08	3.02	13.39	18.70
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	-	-	-	48.76	53.35
期末抵押融资余额（亿元）	-	-	-	-	22.70	23.95
受限资产账面余额/总资产（%）	-	-	-	-	17.92	18.02

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

近年来，该公司资产总额稳步扩大，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 170.78 亿元、202.53 亿元、272.11 亿元和 296.12 亿元。同期末，公司流动资产分别为 109.60 亿元、129.40 亿元、169.95 亿元和 183.44 亿元，占资产总额的比重均在 60% 以上。公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产为主。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司货币资金分别为 26.46 亿元、29.71 亿元、32.43 亿元和 39.08 亿元，其中受限货币资金分别为 11.38 亿元、11.40 亿元、15.82 亿元和 18.78 亿元，主要为银票保证金和质押存单，受限资金规模较大；应收账款分别为 3.01 亿元、8.26 亿元、7.94 亿元和 8.18 亿元，主要为单笔金额不重大的应收个人客户款项，账龄均在 6 个月以内；其他应收款分别为 27.36 亿元、25.97 亿元、31.69 亿元和 30.67 亿元，主要为应收返利、保证金及押金、待抵扣的进项税和关联方应收款等，账龄均在 1 年内。公司其他应收款中约 60% 为应收返利，来自公司的重要供货商，均为长期合作方，且由于交易对手均为具备高信用素质的大型国外汽车制造商的中国附属公司及合营企业，故与公司的应收返利有关的信用风险并不大。2017 年末其他应收款较上年末增长 22.03% 主要系当年公司销售情况持续向好，应收销售返利相应增加所致；存货分别为 40.37 亿元、43.17 亿元、60.08 亿元和 69.15 亿元，存货主要包括乘用车整车、零部件及配件，根据汽车制造商的要求，公司下属 4S 经销店与汽车制造商签订购车订单后或部分进口车到港后，由 4S 经销店支付预付款项，当 4S 经销店支付全款并收到车辆后，对应车辆计入存货科目。2017 年末公司存货较上年末增长 39.16% 主要系公司销售服务网络扩张，业务规模增长，整车库库存增加所致；其他流动资产主要为 3.37 亿元、9.37 亿元、18.32 亿元和 11.21 亿元，主要包括预付租赁费、待摊费用、期限为一年的应收融资租赁款净额、期限为一年的发放贷款净额及待抵扣进项税，2017 年末其他流动资产较上年末增长 95.58%，主要系公司类金融业务板块快速增长，期限为一年的应收融资租赁款净额（2017 年末为 10.33 亿元，较上年末增长 104.53%）和期限为一年的发放贷款净额大幅增加。公司非流动资产以固定资产、无形资产和长期应收款为主。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司固定资产分别为 27.29 亿元、30.53 亿元、35.32 亿元和 37.15 亿元，主要为房屋建筑物和运输设备；无形资产分别为 15.37 亿元、19.75 亿元、23.46 亿元和 23.62 亿元，主要为土地使用权和经销商协议；长期应收款分别为 2.08 亿元、3.02 亿元、13.39 亿元和 18.70 亿元，为应收融资租赁款。

2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司受限资产账面金额分别为 48.76 亿元和 53.35 亿元，受限资产占总资产的比例分别为 17.92% 和 18.02%，主要为受限货币资金、存货、固定资产及无形资产。2017 年末，公司受限货币资金、存货、固定资产及无形资产分别为 15.82 亿元、30.31 亿元、1.57 亿元和 1.06 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	123.71	118.15	95.56	112.87	105.12	112.24
速动比率 (%)	64.20	67.88	55.40	68.40	62.43	64.30
现金比率 (%)	31.10	34.28	23.07	25.30	20.05	23.91

资料来源：根据永达投资所提供数据整理。

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司流动比率分别为 95.56%、112.87%、105.12% 和 112.24%，速动比率分别为 55.40%、68.40%、62.43% 和 64.30%；同期末，公司现金比率分别为 23.07%、25.30%、20.05% 和 23.91%，剔除受限货币资金后的现金比率分别为 13.12%、15.97%、10.27% 和 12.42%，公司即期付现能力偏弱。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月 30 日，该公司不存在对外担保。

截至 2017 年末，该公司存在 0.66 亿元已签约但尚未于财务报表中确认的购建长期资产承诺以及 18.68 亿元不可撤销的经营租赁合同。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要通过下属子公司进行各项业务运作，本部主要负责管理，因此公司母公司口径资产规模较小。母公司能够对下属子公司资金集中统一管理和调度。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，母公司口径资产总额分别为 53.24 亿元、62.27 亿元、90.43 亿元和 87.85 亿元，主要为其他应收款和长期股权投资，同期末其他应收款分别为 23.45 亿元、29.12 亿元、61.19 亿元和 52.33 亿元，2017 年末公司母公司口径其他应收款较上年末增加 32.07 亿元主要系本部应收上海永达汽车集团款项增加；长期股权投资分别为 18.96 亿元、21.21 亿元、22.70 亿元和 24.67 亿元。

2015~2017 年及 2018 年前三季度，该公司母公司口径分别实现营业收入 3.18 亿元、0.00 亿元、0.47 亿元和 4.33 亿元。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，母公司口径负债总额分别为 24.36 亿元、32.54 亿元、49.16 亿元和 45.37 亿元，资产负债率分别为 45.74%、52.26%、54.36% 和 51.65%，其中刚性债务分别为 23.55 亿元、29.81 亿元、48.71 亿元和 43.40 亿元，主要为应付债券和应付短期融资券。总体来看，母公司口径刚性债务占债务总额比率较大，

且货币资金储备规模较小，面临较大的短期偿债压力。

外部支持因素

截至 2018 年 9 月末，该公司授信额度为 200.19 亿元，未使用额度为 64.15 亿元。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	未使用额度
全部（亿元）	200.19	136.05	64.15
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.00	0.00	0.00
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.00	23.96	6.04
其中：大型国有金融机构占比（%）	14.99	17.61	9.42

资料来源：根据永达投资所提供数据整理（截至 2018 年 9 月 31 日）。

债项信用分析

（1）核心业务盈利保障

该公司 2015~2017 年 EBITDA 分别为 15.74 亿元、20.60 亿元和 29.03 亿元，主要为利润总额。同期公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 4.23 倍、5.96 倍和 6.23 倍，对利息支出的保障能力强。

（2）良好的商业信用规模

截至 2018 年 9 月末，该公司授信额度为 200.19 亿元，未使用额度为 64.15 亿元，公司尚未使用的授信额度较大，能够对短期债务偿付提供一定保障。

评级结论

该公司系一家由自然人实际控制的民营企业，虽经多次股权结构调整，其实际控制人一直未发生变动。公司中高层管理人员整体素质较高，为公司经营决策的有效贯彻和业务顺利开展提供了可靠保障。公司内部组织机构设置合理，职能分工明确。公司主要通过建立健全内部控制制度以及加强日常考核，较为有效地控制经营过程中的主要风险。

该公司作为我国十大汽车经销集团企业之一，在国内豪华车经销市场上占据了重要位置。近年来，为稳固行业地位，公司持续进行网点扩张，同时深化拓展产业链，大力推进售后业务和金融服务等延伸业务，2017 年以来融资租赁业务规模大幅增加，但与此同时，公司面临的外部融资和风险管控压力上升。

近年来，该公司盈利水平较高的非整车销售业务占比上升，公司整体盈利小幅提高。随着业务的持续扩张，公司债务规模快速增长，杠杆水平较高，且集中于短期刚性债务，面临一定的短期偿债压力。但公司相对充裕的货币资金存量、较为通畅的间接融资渠道，可为其即期债务偿付提供缓冲。公司汽车金融业务处于稳定发展期，加之新增网点规划，未来资金需求量或将较大，公司债务规模或将进一步上升。

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，在本期中期票据存续期（本期中期票据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报披露后 3 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。

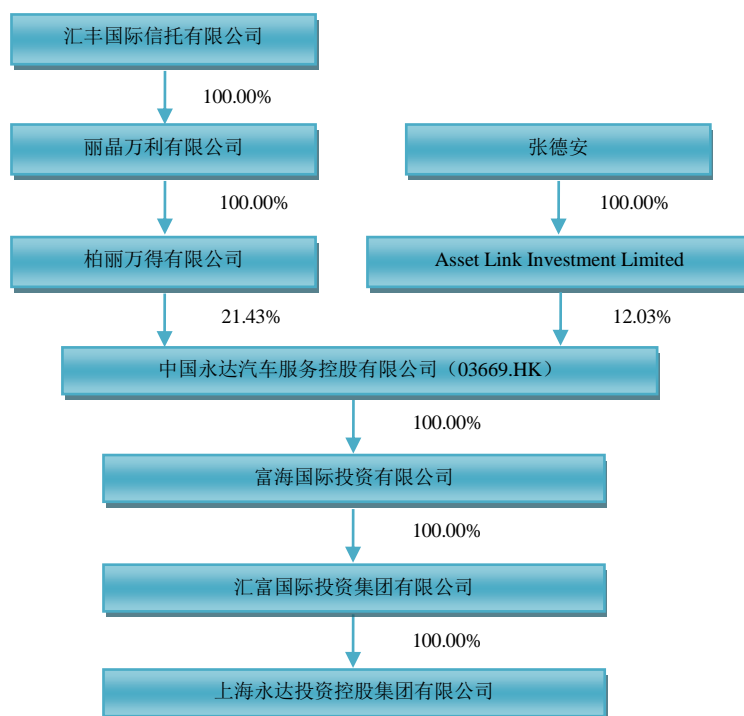
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

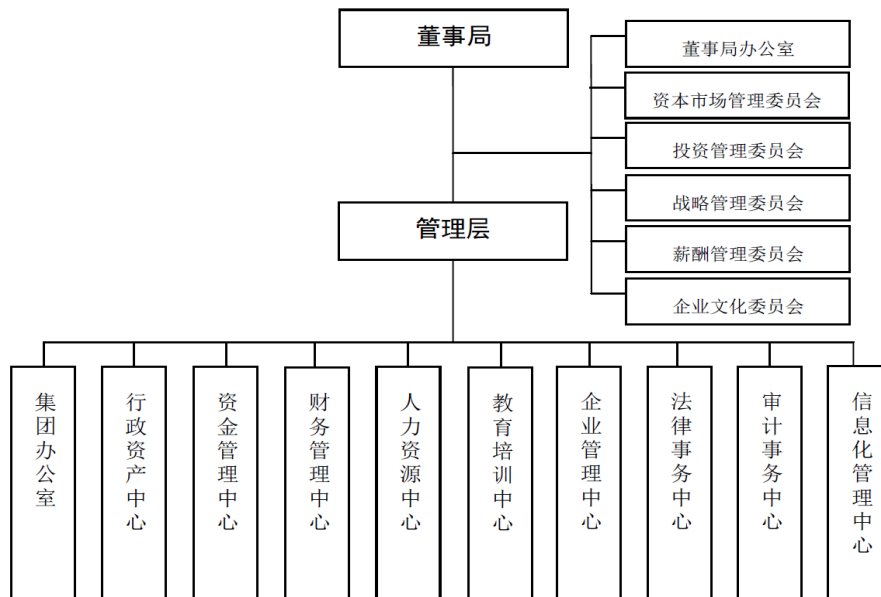


注：根据永达投资提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。²

² 张德安先生通过其于境外设立的家族信托及全资拥有的 Asset Link 控制香港上市公司永达汽车服务 33.46% 的投票权，并进而控制发行人 33.46% 的股权，为公司的实际控制人。

附录二：

公司组织结构图



注：根据永达投资提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海永达投资控股集团有限公司	永达投资	本级	—	汽车经销	48.71	41.27	0.47	4.20	0.42	上海永达投资控股集团有限公司
上海永达融资租赁有限公司	永达融资租赁	核心子公司	100%	融资租赁	13.58	5.88	2.14	0.75	-10.62	上海永达融资租赁有限公司
上海永达奥诚汽车销售服务有限公司	永达奥诚	核心子公司	100%	乘用车销售及维修服务	1.51	1.99	8.21	0.37	0.95	上海永达奥诚汽车销售服务有限公司
上海宝诚中环汽车销售服务有限公司	宝诚中环	核心子公司	100%	乘用车销售及维修服务	1.33	1.31	12.07	0.25	0.87	上海宝诚中环汽车销售服务有限公司
上海宝诚汽车销售服务有限公司	上海宝诚	核心子公司	100%	乘用车销售及维修服务	1.38	1.87	18.93	0.20	0.91	上海宝诚汽车销售服务有限公司

注：根据永达投资 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
资产总额 [亿元]	170.78	202.53	272.11	296.12
货币资金 [亿元]	26.46	29.00	32.42	39.08
刚性债务[亿元]	86.58	110.96	155.84	171.96
所有者权益 [亿元]	50.54	60.05	82.50	91.44
营业收入[亿元]	361.16	437.63	510.72	393.25
净利润 [亿元]	6.36	9.98	15.18	9.40
EBITDA[亿元]	15.74	20.60	29.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.20	5.37	-9.25	7.69
投资性现金净流入量[亿元]	-14.30	-12.73	-22.61	-9.04
资产负债率[%]	70.41	70.35	69.68	69.12
权益资本与刚性债务比率[%]	58.37	54.12	52.94	53.18
流动比率[%]	95.56	112.87	105.12	112.24
现金比率[%]	23.07	25.75	20.06	23.91
利息保障倍数[倍]	3.17	4.54	5.09	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	49.22	43.53	47.46	—
毛利率[%]	9.60	10.28	11.45	11.34
营业利润率[%]	2.29	2.68	3.75	3.14
总资产报酬率[%]	6.97	8.41	9.99	—
净资产收益率[%]	13.61	18.04	21.30	—
净资产收益率*[%]	13.67	18.42	21.44	—
营业收入现金率[%]	118.09	116.87	115.13	117.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.19	4.69	-6.69	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.17	-5.60	-19.19	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.23	5.96	6.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.21	0.22	—

注：表中数据依据永达投资经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

附录五：

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	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

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自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。