

润华集团股份有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)101139】

评级对象: 润华集团股份有限公司 2018 年度第一期短期融资券

18 润华 CP001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/A-1/2018 年 11 月 27 日

首次评级: AA/稳定/A-1/2017 年 12 月 19 日

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	14.91	14.47	13.42	14.43
刚性债务	47.15	44.09	38.20	43.71
所有者权益	47.11	46.74	48.28	48.34
经营性现金净流入量	-1.42	0.26	0.18	-0.27
合并口径数据及指标:				
总资产	122.31	126.82	135.04	140.08
总负债	66.77	67.91	70.97	74.01
刚性债务	57.35	60.02	60.74	64.88
所有者权益	55.54	58.91	64.07	66.07
营业收入	135.33	153.42	164.40	129.23
净利润	5.44	5.26	5.29	3.70
经营性现金净流入量	3.65	4.21	4.87	3.46
EBITDA	11.87	11.83	12.49	—
资产负债率[%]	54.59	53.55	52.56	52.84
权益资本与刚性债务 比率[%]	96.85	98.14	105.48	101.83
流动比率[%]	125.81	131.76	141.43	158.51
现金比率[%]	50.00	52.12	52.12	56.98
利息保障倍数[倍]	3.29	3.38	3.37	—
净资产收益率[%]	10.37	9.19	8.61	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	6.65	7.56	8.67	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	2.07	1.13	3.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.85	4.09	4.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.20	0.21	—

注: 根据润华集团经审计的 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

朱佩 zk@shxsj.com

王科柯 wkk@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对润华集团股份有限公司(简称润华集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 润华 CP001 的跟踪评级反映了 2017 年以来润华集团在区域市场地位、经营规模、资本实力及经营性净现金流入等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、即期偿债压力、资本结构稳定性和资产受限等方面继续面临压力,并在融资租赁业务方面面临的风险有所上升。

主要优势:

- **区域市场地位优势。**受益于经营网络不断完善、高端品牌占比提升、售后服务的快速发展和稳健的经营管理,润华集团近年来稳居山东地区乘用车经销商龙头地位。
- **主业规模和经营利润持续增长。**跟踪期内,润华集团保持稳健扩张的经营策略,主营业务收入和经营利润持续增长;同时随着客户群体继续增长,公司售后服务业务发展保持较高的增速和盈利水平,仍是公司主要的利润来源。
- **资本实力不断增强。**跟踪期内,随着润华集团净利润的不断积累,权益资本实力不断增强,资产负债率稳中有降。
- **良好的经营性现金净流入和融资渠道畅通。**跟踪期内,润华集团经营性现金净流入规模继续上升;同时目前公司仍有较充裕的现金类资产及可用银行和汽车厂商的授信额度,可为公司债务偿付提供较好保障。

主要风险:

- **行业需求下降及竞争日趋激烈。**受政策优惠到期、部分购车需求提前透支及居民的汽车消费能力和意愿下降等影响,2018 年 7 月以来国内汽车市场需求持续下降;而我国汽车经销行业集中度较低,市场竞争日趋激烈,汽车经销商对上游整车制造商的议价能力弱,整体盈利能力仍较弱,润华集团未来将面临较大的经营压

力。

- **即期刚性债务偿付压力。**汽车经销属于资金密集型行业,截至 2018 年 9 月末润华集团仍有较大规模的短期刚性债务,加之实际资产流动性水平偏紧,公司持续面临一定的即期刚性债务偿债压力。
- **融资租赁业务运营风险。**目前润华集团的商用车融资租赁业务生息资产余额已达 2.82 亿元,且客户集中度较高,前 10 大客户占比 62.41%,2018 年开始已累计发生逾期坏账 0.22 亿元,加上商用车处置变现相对困难,未来随着该业务规模的不断扩大,需持续关注相应客户质量变化、回款情况和风险控制情况。
- **受限资产占比仍较高。**截至 2018 年 9 月末,润华集团受限资产占比达 33.15%,受限资产占比仍较高,未来需关注公司受限资产规模的进一步变化及对公司融资能力的影响。
- **资本稳定性仍较弱。**润华集团所有者权益绝大部分为未分配利润和华夏银行股票价格上升形成的其他综合收益,若未来华夏银行股价发生较大波动或公司进行大额的利润分配,将对公司的资本实力和偿债能力产生重大影响。

➤ 未来展望

通过对润华集团及其发行的上述短券主要信用风险要素的分析,本评级机构维持公司 AA 主体信用等级,评级展望为稳定,认为上述短券还本付息安全性仍最高,并维持上述短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

评级报告专用章

润华集团股份有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照润华集团股份有限公司 2018 年度第一期短期融资券（简称 18 润华 CP001）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据润华集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年前三季度财务报表及相关经营数据，对润华集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2016 年以来该公司先后发行了多期债券，已到期债券均按时兑付。截至本评级报告日，公司待偿还债券本金余额为 15.00 亿元。

图表 1. 截至本评级报告日公司已发行待偿还债券情况（单位：亿元、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	起息日	兑付日
16 润华 MTN001	5.00	3 年	6.00	2016.10.21	2019.10.21
18 润华 CP001	5.00	365 天	7.50	2018.05.28	2019.05.28
18 润华 MTN001	5.00	3 年	7.80	2018.08.27	2021.08.27

资料来源：润华集团

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。

该公司主业为汽车经销业务，属于周期性行业，与宏观经济运行状况存在较强的关联度，受宏观经济的影响较大。

(2) 行业因素

因汽车购置税优惠政策退坡和部分购车需求提前透支，加之宏观经济下行压力背景下国内居民消费意愿和消费能力阶段性下降，以及汽车保有量基数较高等影响，2017 年以来国内乘用车销量增速显著下降，2018 年 7 月以来甚至出现负增长，并且短期内国内乘用车销售市场需求仍不容乐观；但未来中期仍有望呈现中低速增长态势。跟踪期内，国内汽车销售行业盈利情况继续改善，盈利仍主要来自汽车后服务市场，但因竞争激烈，行业整体盈利能力仍较弱。

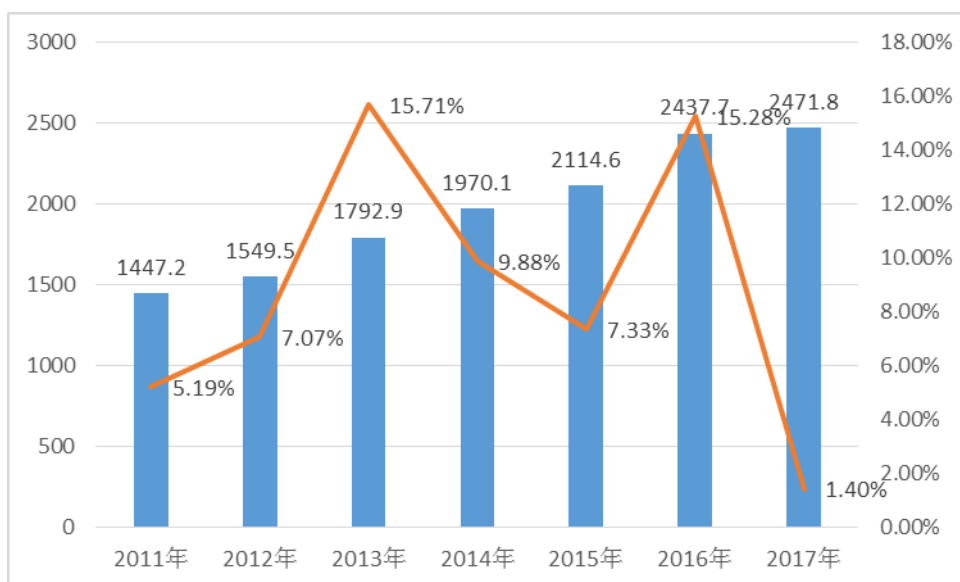
汽车销售行业目前集中度仍较低，竞争日趋激烈，而大型经销商集团将在行业整合趋势中占据优势。

A. 行业概况

2017 年，我国乘用车市场累计完成销量 2471.83 万辆，同比仅增长 1.40%，增速较上年同期大幅回落 13.53 个百分点，为 2008 年以来年度最低增长水平，主要系 2017 年以来汽车购置税优惠政策“退坡”，加之部分购车需求已于 2016 年因汽车购置税优惠政策而提前透支所致。2018 年以来，随着汽车购置税优惠到期结束，加之国内居民消费能力和意愿下降，以及汽车保有量基数较高等

影响，国内乘用车市场销售增速继续放缓，2018 年 1-9 月，国内乘用车完成销量 1721.81 万辆，同比仅增长 0.41%，尤其是进入 2018 年第三季度以来，国内乘用车市场销售开始出现不断下滑，且短期内仍不容乐观，2018 年 7-10 月国内乘用车销量增速分别为-5.30%、-4.55%、-12.04%和-12.99%。

图表 2. 2011 年以来国内乘用车销量及增速变化情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会

中期来看，随着国内宏观经济增速企稳回升、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、城镇化进程推进和二胎政策放开等有望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 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；加上保有量基数较高（2017 年全国民用汽车保有量为 21743 万辆，较上年末增长 11.8%）的影响，汽车行业产销规模增长空间已较为有限。综合来看，国内乘用车销售市场中期内有望呈现中低速增长态势。

汽车销售行业盈利能力方面，2017 年以来受益于汽车购置税减半政策的刺激，汽车经销商盈利情况有继续改善，2017 年全国百强经销商营业收入增长 9.5%，净利润增长 28.6%，综合毛利率为 9.1%，同比上升 1.6 个百分点，但总体盈利能力依然较弱。

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。整车销售业务因竞争激烈，近年来毛利率一直低于 6%；售后服务主要包括汽车养护维修、零配件销售和汽车金融，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（2014-2017 年汽车后服务收入占经销商百强营业收入比重分别为 14.7%、17.7%、18.5%和 19.9%），但呈现逐年上升态势，且 2017 其贡献的毛

利已占经销商营业毛利的 71.5%，同比进一步上升 1.1 个百分点。但是，2014 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逐步被打破，同时近年来街边的快速维修店数量不断增加和线上线下结合的汽车网络维修平台不断涌现，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。

B. 政策环境

乘用车购置税方面，2015 年 10 月国家财政部开始推出 1.6L 排量以下汽车购置税优惠政策：2015 年 10 月到 2016 年底，按 5% 的税率征收购置税；2017 年，按 7.5% 的税率征收购置税；自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。跟踪期内，汽车购置税优惠力度有所减弱，并且自 2018 年开始汽车购置税优惠已取消，将进一步抑制 1.6 升（含）以下车型的销售。

销售模式方面，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，促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”，行业集中度和运行效率有望进一步提升，并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；但非授权经销商的运营水平和服务质量仍有待提高，运作成熟的“以 4S 店为标志的品牌授权经营模式短期内仍将是汽车销售市场的主要业态。

此外，2018 年 5 月 22 日，财政部发布《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》提出，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%。本次降税后，进口汽车成本降低约 8%，关税降低带来进口车价格下降，将促进进口车销售，同时也将对国内汽车市场价格造成一定冲击。

C. 竞争格局/态势

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、品牌知名度、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¹。受益于 2016 年汽车市场产销的较快增长，截至 2016 年末超过 100 亿元销售收入的大型经销商集团由 2015 年末的 37 家增至 45 家，2017 年末仍为 45 家；2017 年百强集团新车销量占全国总销量的 30%，同比上升 1.1 个百分点，市场集中度进一步上升。

图表 3. 2018 年中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜前十（单位：亿元、辆）

排名	集团名称	营业收入	销量（含二手车）
1	广汇汽车服务股份有限公司	1607.12	110.03
2	中升集团控股有限公司	862.90	37.96
3	利星行汽车	801.10	20.59
4	庞大汽贸集团股份有限公司	704.85	49.59
5	上海永达控股（集团）有限公司	625.78	20.68
6	恒信汽车股份有限公司	515.81	27.41
7	国机汽车股份有限公司	502.40	15.62
8	大昌行集团有限公司	422.19	12.44
9	浙江物流元通汽车集团有限公司	387.41	24.20
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	357.16	13.93
27	润华集团股份有限公司	164.40	10.67

资料来源：中国汽车流通协会

D. 风险关注

行业需求出现下滑。随着汽车购置税优惠到期结束，加之宏观经济下行压力背景下国内居民消费意愿和消费能力阶段性下降，以及汽车保有量基数较高等影响，2018 年 7 月以来国内乘用车市场需求出现持续下降，且短期内仍不容乐观。

行业竞争激烈，盈利能力较弱。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，竞争较为激烈，整体盈利能力较弱，2017 年全国百强汽车经销商集团综合毛利率仅为 9.1%。并且 2014 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；同时随着汽车后服务市场业务规模的不断扩大，服务企业数量的不断增加，未来汽车经销商集团的高毛利率的后服务业务竞争压力预计将进一步加大。

对上游整车厂商议价能力弱。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产厂商决定。由此也使得，汽车经销商资产负债率整体较高，2017 年百强集团资产负债率为 69%，同时营运资金周转压力、库存运营风险较大。

¹ 广汇汽车股份 2016 年已完成并购宝信汽车事项，收购 1,917,983,571 股股份，持股比例为 75%，收购金额约为 114.92 亿港元，以现金支付。

(3) 区域市场因素

跟踪期内山东省经济保持良好发展趋势，地区生产总值在全国排名前列，居民收入水平继续提高，公路等基础设施建设不断完善。良好的外部环境为山东省内汽车销售提供了广阔的市场空间，山东省的汽车经销商整体集中度仍较低，但龙头经销企业基本形成了差异化布局，有助于缓解市场竞争压力。

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，黄河横贯东西，大运河纵穿南北，是我国重要的农业、工业和人口大省。2017 年，山东全省粮食总产量 4,723.2 万吨，占全国粮食总产量的 7.64%；地区生产总值位列全国第三，仅次于广东省和江苏省，全部工业增加值 28,705.7 亿元，总量较大；山东省是我国第二人口大省，截至 2017 年末，山东省常住人口规模过亿，为 10,005.83 万人，占全国总人口的 7.20%。整体看，依托较好的工业和农业经济基础，以及丰富的人力资源，山东省经济保持良好发展趋势，经济总量规模大。

2017 年，山东省实现地区生产总值 7.27 万亿元，同比增长 7.4%，较上年小幅下滑 0.2 个百分点。跟踪期内，全省经济增速仍然保持了平稳增长态势，且增速高于全国平均水平。得益于经济持续平稳发展，山东省居民收入水平继续提高，城镇居民人均可支配收入从 2015 年的 3.15 万元增加至 2017 年的 3.68 万元。居民收入的提高带动消费需求扩大，全省社会消费品零售总额逐年增长，2017 年为 3.36 万亿元，同比增长 9.8%。另一方面，山东省的高速公路建设也一直位于全国前列，截至 2017 年末山东公路通车里程 27.1 万公里，比上年末增加 4813 公里，其中高速公路通车里程为 5821 公里，较上年末增加 111 公里。

山东省较快的经济增长速度以及较为发达的公路交通网为省内汽车销售提供了广阔的市场空间，2017 年，在限额以上单位商品零售中，山东省汽车类零售额同比增长 5.0%、9.9%和 5.8%，受行业因素影响增速同比下降 4.1 个百分点，2017 年达到 3058.3 亿元，虽有下滑，但总体仍保持中低速稳定增长趋势。截至 2017 年末，山东省民用汽车拥有量 1952.9 万辆，较上年末增长 11.3%。其中，私人轿车 1140.1 万辆，较上年末增长 11.7%。

从山东省汽车经销市场的竞争状况来看，目前山东省共设有乘用车品牌店约 2378 家（包含直营店），其中经销商集团数量众多，省内有 3 家以上 4S 店的汽车经销商超过 40 家，4S 店数量占网络总量的 1/4 以上。山东省的汽车经销商整体集中度较低，行业竞争整体较为激烈。山东地区大型汽车经销集团（进入汽车流通协会排名前 100 名的经销企业）主要包括润华集团（济南）、远通集团（临沂）、远方汽贸（淄博）和广潍集团（潍坊）等共 7 家，各自形成了相对差异化的经营布局和区域布局。润华集团建立了以省会济南为核心，建立了济宁、潍坊、青岛、菏泽等 4S 店集群式汽车园区，跟踪期内润华集团乘用车销售规模仍在山东省稳居第一名，所经营的品牌能够做到所在区域内垄断或相对垄断，在 2018 年度中国汽车经销商集团百强排行榜排名为第 27 名，较上年下滑 1 个名次，排名总体较为稳定。远通集团销售网络主要集中于临沂市，

车型主要为中微车、卡车等商用车；远方汽贸通过东风日产品牌实现在省内广泛的网络布局；广潍集团规模与前三家存在较大差异，主要经营奥迪、宝马等豪华车品牌，覆盖潍坊、泰安、聊城、济宁四个地市。

2. 业务运营

该公司以汽车经销为主业，稳居山东省内乘用车经销商龙头地位。跟踪期内，公司营业收入和经营收益继续增长，是公司主要的利润来源；但受行业整体环境影响，增速已显著放缓；综合毛利率水平仍相对较低，但保持相对稳定。公司主营业务收入仍主要来自于整车销售业务，但因市场竞争日趋激烈等因素影响，毛利率一直很低且继续下滑，毛利贡献占比较小；售后服务业务保持较快发展，毛利率继续维持在较高水平，仍是公司主要的毛利来源；需关注 2018 年已开始出现较多坏账的商用车融资租赁业务风险。华夏银行分红形成的投资收益仍是公司重要的利润补充但有所减少。跟踪期内公司总体净利润仍保持在稳定良好的规模水平。

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售后服务业务。近年来公司主要通过新建 4S 店实现经营规模的稳步扩张。

2017 年及 2018 年 1-9 月该公司分别实现主营业务收入 163.48 亿元和 129.04 亿元，同比分别增长 7.29%和 6.05%，分别实现主营业务毛利 17.35 亿元和 13.64 亿元，同比分别增长 8.85%和 7.57%，跟踪期内公司主营业务收入和毛利仍保持增长态势，但增速较 2016 年的 14.08%和 15.17%已显著放缓，系跟踪期内行业整体需求增速显著放缓所致。同期公司主营业务毛利率分别为 10.61%和 10.62%，同比变化不大，因汽车销售市场整体竞争较为激烈，公司整体毛利率水平仍较低，但总体保持相对稳定。

图表 4. 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
汽车销售和售后增值服务	汽车经销服务行业	山东/众多汽车客户	资本、规模和渠道

资料来源：润华集团

该公司的其他业务主要为医药等附属产业，2017 年及 2018 年 1-9 月其他业务收入分别为 0.92 亿元和 0.19 亿元，收入规模仍较小，对公司影响仍较为有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

项目		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月		2017 年 1-9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收入结构	汽车贸易	115.70	85.50	131.60	85.78	139.88	85.09	109.65	84.85	104.91	85.63
	汽车服务	17.86	13.20	20.77	13.54	23.60	14.35	19.39	15.00	16.77	13.69
	其他	1.76	1.30	1.05	0.68	0.92	0.56	0.19	0.15	0.83	0.67
	合计	135.33	100.00	153.42	100.00	164.40	100.00	129.23	100	122.51	100.00
毛利结构	汽车贸易	4.72	32.61	4.91	29.83	4.69	26.41	3.12	22.76	3.64	27.81
	汽车服务	9.12	63.01	11.03	66.98	12.66	71.38	10.52	76.77	9.04	69.15
	其他	0.63	4.38	0.53	3.19	0.39	2.22	0.06	0.47	0.40	3.04
	合计	14.48	100.00	16.47	100.00	17.74	100.00	13.71	100	13.07	100.00
毛利率	汽车贸易	4.08		3.73		3.35		2.85		3.47	
	汽车服务	51.06		53.13		53.67		54.28		53.89	
	其他	36.02		50.17		42.76		33.54		48.10	
	综合	10.70		10.74		10.79		10.61		10.67	

资料来源：润华集团

A. 整车销售业务

渠道因素

该公司主要车型采取品牌代销模式，部分车型为买断式销售模式。目前公司获得供应商授权的品牌合计 23 个，主要经营品牌包括一汽奥迪、雷克萨斯、克莱斯勒、宝马、奔驰、通用别克、通用雪佛兰、通用凯迪拉克、上海大众、一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、广汽丰田、北京现代等。公司与主要供应商的经销授权合同通常 2~3 年一签，具有一定的稳定性。

采购方面，该公司一般按年度制定采购计划，公司每年会根据汽车生产厂家下达的采购任务，结合各品牌总监上报的各品牌汽车的销售预算和库存预算，制定年度采购预算，整车产品定价执行各品牌主机厂商的统一定价。货款结算方面，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、银行承兑汇票和厂商金融等。

销售方面，该公司以 4S 店集群式汽车园区为主要经营模式，网络遍布山东省内十二个地市（其中集群式汽车园区 11 个），包括济南地区的三大汽车贸易服务园区，以及青岛、济宁、潍坊、菏泽的大型汽车贸易服务园区和其他市地的贸易园区，目前基本建立了分布山东主要城市的汽车服务园区连锁经营体系。每一个园区都实现了汽车后服务相关功能的全面进驻，特别是济南、济宁、潍坊、青岛汽车贸易园区已引入了车管所，可为消费者提供买车、保险、挂牌、售后维修“一条龙”服务。公司通过 4S 店集群式汽车园区的销售模式，可以

方便地满足消费者的购车及售后服务，也有利于公司集中人力资源和设备资源，实现规模经营。公司和下游客户的结算方式均为现款现货。作为山东省汽车经销行业的龙头企业，截至 2018 年 9 月末，公司在山东省内 12 个地市拥有 4S 店 73 家；其中除了 1 家仍在建的枣庄凯迪拉克 4S 店，正式投入运营的 4S 店 72 家。跟踪期内，公司仍主要采取稳健扩张的经营策略，新建 4S 店数量不大，2017 年公司新建 4S 店数量为 5 家，较上年增加 1 家，2018 年 1-9 月新建 4S 店数量为 3 家。

规模因素

2017 年及 2018 年 1-9 月该公司各类乘用车销量分别为 9.64 万辆和 7.44 万辆，分别同比增长 2.11% 和 2.20%。同期，公司整车销售收入分别为 139.88 亿元和 109.65 亿元，分别同比增长 6.29% 和 4.52%，跟踪期内公司汽车销量和收入仍保持增长态势，且仍是公司主要的收入来源，收入占比仍保持在 85% 左右，但是销量和收入增速受行业因素等影响较 2016 年的 9.75% 和 13.74% 有显著放缓；同期公司整车销售的营业毛利分别为 4.69 亿元和 3.12 亿元，毛利率分别为 3.35% 和 2.85%，因整车销售的市场竞争日趋激烈，公司的整车销售毛利率仍很低且较 2016 年的 3.73% 继续下滑，使得该业务营业毛利 2017 年以来开始出现下滑，毛利贡献占比从 2016 年的 29.83% 下滑至 2018 年 1-9 月的 22.76%，毛利贡献占比继续下降。

从 4S 店品牌分布情况来看，该公司的品牌经销主要以通用、大众、丰田等大众化品牌为主，同时获利能力相对较高²、投资回报速度较快的高端品牌的占比正逐步提升。截至 2018 年 9 月末公司高端品牌 4S 店数量已达 25 家，较 2016 年末增加 3 家，包括凯迪拉克店 5 家，克莱斯勒店 7 家，雷克萨斯店 5 家、宝马店 4 家，一汽奥迪 2 家、福建奔驰和路虎店各 1 家。2017 年及 2018 年 1-9 月，公司分别实现高端车销量 1.50 万辆和 1.55 万辆，分别同比增长 16.35% 和 9.66%；分别实现高端车销售收入 45.90 亿元和 42.41 亿元，分别同比增长 15.62% 和 12.02%；销量占比分别为 15.56% 和 20.83%，以及收入占比分别为 32.81% 和 38.68%，分别较 2016 年的 13.66% 和 30.17% 进一步提升。

图表 6. 近年来公司高端车品牌销售状况

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
销量（万辆）	1.04	1.29	1.50	1.55	1.42
销售收入（亿元）	31.85	39.70	45.90	42.41	37.86
收入占比（%）	27.53	30.17	32.81	38.68	36.09
销售毛利（亿元）	1.51	1.90	1.77	1.21	1.31
毛利占比（%）	31.99	38.62	37.74	38.78	35.99
毛利率（%）	4.74	4.78	3.86	2.85	3.47

注：根据润华集团提供的资料绘制

从盈利模式来看，厂商通常在制定整车指导零售价时，会给予经销商 4~6%

² 从行业平均水平看，通常高端品牌经销商的整车销售毛利率约在 4~6% 之间，而中高端及以下品牌的整车销售毛利率约在 3~4% 之间。

的购销差价率，但随着经销行业竞争的日益激烈，经销商将大部分购销差价让利给客户，以争夺客源。而经销商主要的整车销售利润依赖于厂商后期提供的销售返点，厂商返点的考察指标包括采购量、销量、客户满意度等。2017 年和 2018 年 1-9 月公司获得的返利³金额分别为 7.76 亿元和 6.35 亿元，仍大幅高于同期公司汽车经销毛利，分别同比增长 7.33%和 9.11%。在汽车经销行业竞争日益加剧的情况下，公司汽车销售业务对车企返利持续存在较高依赖性。

图表 7. 润华集团核心品牌经营状况

核心品牌	主力车型	销售规模（辆）			山东市场占有率 (2017 年)
		2015 年	2016 年	2017 年	
通用	别克	21,343	22,858	22,918	24.97%
	雪佛兰	18,219	18,371	18,413	
	凯迪拉克	1,439	2,175	2,574	
大众	上海大众	16,835	18,861	19,081	9.16%
	一汽大众	3,685	4,013	4,131	
	一汽奥迪	3,001	3,056	3,145	
丰田	一汽丰田	3,552	3,646	3,664	11.68%
	广汽丰田	1,321	1,388	1,398	
	雷克萨斯	1,235	1,477	1,646	
克莱斯勒	克莱斯勒	3,560	4,525	5,008	45.77%

资料来源：根据润华集团提供的数据绘制

整体看，汽车经销行业竞争虽日趋激烈，但该公司通过其历年形成的品牌积淀、产品基础与市场基础，在业务规模、经销品牌和经销网络等方面已形成比较优势，近年来公司继续通过完善网络布局、提升品牌结构等方式使其汽车销售规模持续较快增长，为高毛利率的售后服务业务的发展提供了良好的发展基础。

未来，该公司将继续投资高端品牌经销店网络，持续提升其占比，维持区域深耕、稳健的扩张策略。公司拟在未来三年再新建 4S 店 12-15 家，计划总投资不超过 3 亿元。

B. 汽车售后服务业务

在当前汽车整车销售增速放缓、市场竞争加剧的影响下，整车销售毛利率持续受到挤压，而毛利率较高的售后服务业务为汽车经销行业未来的发展方向。该公司采取汽车服务价值链战略，不断完善服务功能，将汽车维修养护业务做精做细，并重点发展以维修服务为核心的售后服务，提升盈利能力。受益于汽车售后服务细分行业发展机遇，依托公司较为庞大的客户资源和经销渠道优势，跟踪期内公司售后服务业务继续保持较快发展，2017 年及 2018 年 1-9 月分别实现收入 23.60 亿元和 19.39 亿元，分别同比增长 13.63%和 15.62%，且毛利率仍保持在 50%以上，仍是公司主要的毛利来源，同期该业务毛利分别为 12.66 亿元和 10.52 亿元，分别同比增长 14.77%和 16.37%，目前毛利贡献占比

³汽车返利直接扣减当期汽车销售成本。

已超过 70%。

在汽车维修养护业务方面，该公司具有客户服务质量高、专业技术能力强等特点，并可为公司不断积累客户保有量、降低客户流失率带来有效帮助；截至 2017 年末，公司客户保有量约有 60 万。2017 年和 2018 年 1-9 月，公司分别实现车辆维修 96.53 万台次和 70.27 万台次，分别同比增长 4.94%和 5.37%。除了 4S 店，公司正加大维修连锁门店的自主维修品牌建设力度，在山东省济南、济宁、潍坊、青岛等主要城市的社区建设快速维修服务连锁门店，目前已基本形成“50 公里，半小时”的服务半径，未来力图在城市内建成“3 公里，10 分钟服务圈”的维修连锁网络，以增强维修服务业务的覆盖范围。公司计划到 2018 年末建成 60 家快速维修服务连锁门店，截至 2018 年 9 月末已建成 42 家门店，单店投资金额在 60-100 万元之间，资金来源为自有资金。随着维修连锁网络的建立，公司维修养护业务有望保持较快发展速度。未来，公司还计划通过加盟或托管的方式，以轻资产的方式不断扩大公司的维修连锁网络，形成 500 家连锁门店。跟踪期内修养护业务仍是公司售后服务业务的主要收入和毛利来源，但贡献占比随着其他售后服务业务的增长而继续有所下降，2017 年的收入和毛利贡献在售后服务业务中的占比同比分别下滑 2.70 个百分点和 4.49 个百分点，2018 年 1-9 月继续同比分别下滑 2.55 个百分点和 2.37 个百分点，毛利率随着竞争日趋激烈虽有小幅下滑，但仍维持在 40%以上的较高水平。

图表 8. 2015 年以来公司维修养护业务价值表

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
维修台次（万辆）	83.12	91.99	96.53	70.27	66.69
维修服务收入（亿元）	10.37	11.36	12.27	9.67	8.79
占汽车售后服务收入比重（%）	58.06	54.69	51.99	49.87	52.42
维修服务毛利（亿元）	4.73	5.20	5.40	4.26	3.87
占汽车售后服务毛利比重（%）	51.86	47.14	42.65	40.49	42.86
维修服务毛利率（%）	45.61	45.77	44.01	44.08	44.05

注：根据润华集团提供的资料绘制

在装饰装潢业务方面，该公司采取“公司总部统一管理、产品集中采购、各区域 4S 店自主化经营”的运作模式。公司通过专业化的服务，不断推出新产品，增强店面汽车装饰装潢业务的综合运营实力，并通过规模优势集中采购降低成本，提升盈利能力，创建汽车装饰装潢行业的领先品牌优势。2017 年和 2018 年 1-9 月该业务分别实现收入 6.37 亿元和 5.57 亿元，分别同比增长 1.76%和 15.08%，分别实现毛利 2.56 亿元和 2.24 亿元，分别同比下滑 4.48%和增长 10.34%，总体呈现不断增长趋势，是公司售后服务业务的重要组成部分；因汽车装饰装潢业务竞争日趋激烈，其毛利率呈现逐年下滑趋势，但仍处于 40%左右的较高水平。

图表 9. 公司装饰装潢业务价值表

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
装饰装潢收入（亿元）	5.64	6.26	6.37	5.57	4.84

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
占汽车售后服务收入比重 (%)	31.58	30.14	26.99	28.76	28.86
装饰装潢毛利 (亿元)	2.55	2.68	2.56	2.24	2.03
占汽车售后服务毛利比重 (%)	27.96	24.30	20.22	21.29	22.46
装饰装潢毛利率 (%)	45.21	42.81	40.23	40.16	41.87

注：根据润华集团提供的资料绘制

此外，跟踪期内该公司其他售后服务业务如二手车交易、汽车金融、汽车保险⁴等亦取得了较快发展。2017 年及 2018 年 1-9 月，公司分别实现二手车销售 10247 辆和 9574 辆，同比分别增长 44.12%和 28.30%；分别实现营业收入 0.95 亿元和 0.93 亿元，同比分别增长 55.74%和 38.81%，目前公司二手车交易主要以新车置换、自主销售为主，也有少量的代理二手车交易。同期，公司签订的汽车金融合同量分别为 36797 个和 25269 个，分别同比增长 24.68%和 5.26%；分别实现营业收入 2.26 亿元和 1.75 亿元，分别同比增长 83.74%和 30.60%。公司自身从 2016 年下半年开始通过子公司乾汇融资租赁开展汽车融资租赁业务，目前主要为奥迪车、通用全系和商用客车等车型客户提供融资租赁服务，融资租赁的内含报酬率在 15%左右，目前生息资产余额为 7.77 亿元；其中奥迪车、通用全系车等家用车客户因小额分散等，风险相对较低，客户质量较好，生息资产余额为 4.87 亿元，尚未发生过实质性坏账违约；但商用客车业务因客户集中度相对偏高，车辆处置变现相对困难，风险相对较高，生息资产余额为 2.82 亿元，客户数量为 196 家，其中前 10 大客户占比达 62.41%，2018 年开始已累计发生坏账 0.22 亿元，主要因乾汇融资租赁的部分客户出现资金周转困难而发生超过 180 天的逾期⁵，并计提了全额坏账准备所致，目前其已加强相关风险控制，包括将按实际控制人划分的单一客户的额度控制在 500 万元以内等；未来公司还将通过乾汇融资租赁扩张自身的汽车融资租赁业务，生息资产余额预计到 2018 年末和 2020 年末分别达到 12 亿元和 30 亿元，因该业务回款主要依赖客户的信用质量，未来随着该业务规模的不断扩大，需持续关注公司汽车租赁业务的客户质量变化、回款情况和风险控制情况。目前公司自主开展的汽车金融服务占比约为 10%，其余主要为代理银行和汽车厂商的汽车金融服务，一般按贷款额的 4%收取相应的代理手续费。同期，公司汽车保险代理保费规模分别为 7.99 亿元和 7.05 亿元，同比分别增长 16.64%和 23.04%；实现汽车保险代理业务收入分别为 1.66 亿元和 1.41 亿元，同比分别增长 34.96%和 31.78%。

图表 10. 公司的二手车交易和汽车金融业务情况

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
二手车销售量 (辆)	5804	7110	10247	9574	7462

⁴ 公司的二手车交易、汽车金融和汽车保险业务收入均以获得手续费或差价来计，所以毛利率均为 100%。

⁵ 根据乾汇融资租赁的坏账计提标准，逾期 90 天以内计提 5%，逾期[90,180)天计提 50%，逾期 180 天以上计提 100%。

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
二手车营业收入（亿元）	0.33	0.61	0.95	0.93	0.67
汽车金融合同（个）	21739	29512	36797	25269	24006
汽车金融收入（亿元）	0.90	1.23	2.26	1.75	1.34
汽车保险代理保费（亿元）	5.71	6.85	7.99	7.05	5.73
汽车保险代理业务收入（亿元）	0.55	1.23	1.66	1.41	1.07

注：根据润华集团提供的资料绘制

总体看，随着经营网络的不断发展及售后服务产业链的完善，该公司近年来售后服务业务的收入规模呈现快速增长趋势，从而促进公司整体盈利能力的不断提升。在汽车后市场发展上，公司将贯彻实施双品牌战略，充分发挥汽车产品品牌、润华服务品牌的影响力，依托网络优势，全方位提升润华服务品牌覆盖面、美誉度。

C. 药业业务

该公司医药业务通过山东润华药业有限公司（以下简称“润华药业”）进行运营。润华药业是集科研、生产、销售为一体的中药制药企业，是拥有国家“863 计划”项目的山东省高新技术企业，拥有片剂、合剂、胶囊、颗粒、口服液（含中药提取车间）五条生产线，均已通过 GMP 认证，具有年提取中药浸膏 2500 吨、生产片剂 16 亿片、口服液 1900 万支、合剂 110 万瓶的生产能力。

润华药业主打产品金羚感冒片和小儿双金清热口服液为国家重要保护品种，其中小儿双金清热口服液，在多家省市儿童医院，作为一线儿科中成药用药，联合抗生素及抗病毒西药治疗多种细菌性及病毒性小儿疾病，取得较好的临床认可；小柴胡颗粒、穿心莲片、护肝颗粒、护肝片、复方黄连素片、心可宁胶囊被列入国家医保目录；金羚感冒片、喘舒片、护肝片和穿心莲已列入《山东省乡村医生基本用药目录》。

2017 年及 2018 年 1-9 月，该公司药业板块分别实现收入 0.92 亿元和 0.19 亿元，分别同比减少 0.13 亿元和 0.64 亿元，因近年来无持续的研发等投入，跟踪期内收入进一步显著减少。总体看，公司的药业板块业务规模较小，对公司的收入和利润贡献较为有限。

D. 股权投资

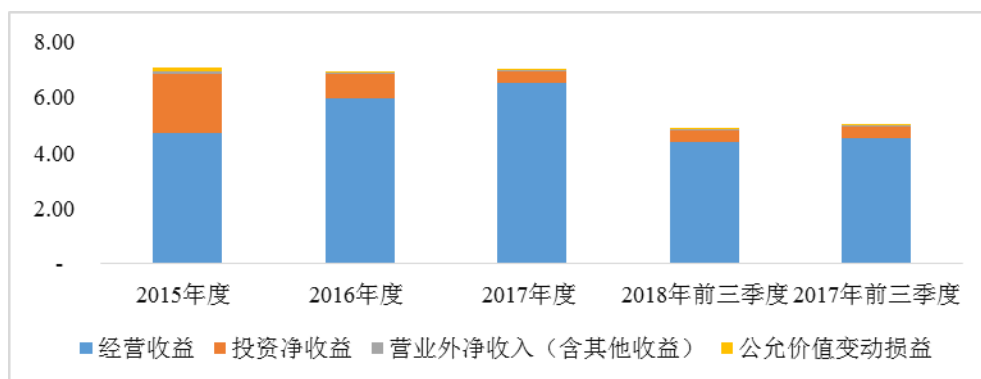
1997 年该公司以自身拥有的“汽贸大厦”作价 2 亿元，获取华夏银行原始股 2 亿股，后经华夏银行增发配股及公司股份交易，截至 2018 年 9 月末，公司拥有的股数为 2.73 亿股，占华夏银行流通股比例为 2.13%，为华夏银行第六大股东，持有的华夏银行股份市值为 22.33 亿元，对应的投资成本为 7.59 亿元；目前公司持有的华夏银行股份已全部用于银行借款质押。

跟踪期内，该公司投资收益仍主要来自华夏银行的现金分红。2017 年及 2018 年 1-9 月，华夏银行实现营业收入分别为 663.84 亿元和 506.23 亿元，

分别同比增长 3.70%和 1.07%，实现净利润分别为 199.33 亿元和 146.22 亿元，分别同比增长 0.90%和 2.06%，跟踪期内经营情况保持良好；同期，公司获得华夏银行现金分红分别为 0.42 亿元和 0 亿元⁶，其中 2017 年同比减少 0.41 亿元，跟踪期内公司未对所持华夏银行股票进行操作。

(2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据润华集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本。

跟踪期内该公司利润仍主要来自主业的经营收益，投资收益仍为公司盈利提供了一定补充。

跟踪期内随着该公司经营规模的进一步扩大，营业毛利继续增加，2017 年及 2018 年 1-9 月分别为 17.74 亿元和 13.71 亿元，分别同比增加 1.27 亿元和 0.64 亿元；与此同时，公司的期间费用也相应增长，同期分别为 10.81 亿元和 8.81 亿元，分别同比增加 0.69 亿元和 0.57 亿元，期间费用率分别为 6.58%和 6.82%，期间费用率仍不高且较 2016 年的 6.60%变化不大，期间费用控制情况较好。同期，公司的经营收益分别为 6.51 亿元和 4.39 亿元，分别同比增加 0.57 亿元和减少 0.13 亿元，其中 2018 年前三季度因汽车融资租赁业务发生坏账而计提资产减值 0.20 亿元，使得当期经营收益有一定减少，但跟踪期内主业盈利状况总体保持良好。

图表 12. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
营业毛利（亿元）	14.48	16.47	17.74	13.71	13.07
期间费用（亿元）	9.29	10.12	10.81	8.81	8.25
其中：销售费用（亿元）	3.12	3.63	3.97	3.24	3.01
管理费用（亿元）	3.13	3.64	3.96	3.20	2.94
财务费用（亿元）	3.03	2.85	2.89	2.37	2.30
期间费用率（%）	6.86	6.60	6.58	6.82	6.73

⁶ 2018 年 6 月 29 日，华夏银行对 2017 年利润进行分配，每 10 股派发现金股利 1.51 亿元，公司获得现金股利 0.34 亿元。

公司经营收益结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
其中：财务费用率（%）	2.24	1.86	1.76	1.84	1.87
资产减值损失（亿元）	0.04	0.05	0.04	0.20	0.01
经营收益（亿元）	4.73	5.94	6.51	4.39	4.52
全年利息支出总额（亿元）	3.08	2.90	2.94	0.00	0.00
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

跟踪期内该公司投资收益仍主要来自华夏银行的现金分红，2017 年实现投资净收益为 0.43 亿元，同比减少 0.47 亿元，系华夏银行分红减少所致。同期，公司获得的营业外净收入（含其他收益）和公允价值变动净收益较少，对公司的利润贡献较为有限。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
投资净收益（亿元）	2.12	0.90	0.43	0.42	0.42
营业外收入（含其他收益）（亿元）	0.10	0.04	0.03	0.02	0.03
公允价值变动损益（亿元）	0.11	0.00	0.01	0.00	0.00

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

2017 年及 2018 年 1-9 月，该公司实现净利润分别为 5.29 亿元和 3.70 亿元，同比变化不大，跟踪期内公司总体净利润水平良好且保持相对稳定。

（3）运营规划/经营战略

该公司未来三年仍将继续投资建设 4S 店，总投资不超过 3 亿元，主要拟通过债务融资解决；同时拟通过子公司乾汇融资租赁大力发展自主的汽车融资租赁业务，未来还将通过 ABS 或银行保理融资超过 20 亿元。总体来看，公司未来仍有较大投资支出计划，仍将面临一定的投融资压力。

管理

跟踪期内该公司法人治理结构基本保持稳定，实际控制人持股比例进一步提升。

跟踪期内，该公司注册资本、实际控制人等未发生变化，公司法人治理结构也基本保持稳定。2017 年以来，公司实际控制人兼董事长栾涛先后多次受让其他多名公司股东所持股份；截至 2018 年 9 月末，栾涛持有公司股份由 2017 年 3 月末的 49.43% 升至 50.07%。公司产权状况详见附录二。

该公司根据自身经营管理需要设置了相应的职能部门，各职能部门之间职责划分较为明确，在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，也能保持协作

的顺畅。跟踪期内，公司高级管理人员和组织结构也无重大变化，为公司提供了相对稳定的内部环境。公司组织架构详见附录三。

跟踪期内，该公司无关联交易发生。

跟踪期内，该公司未发生需要披露的欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故或未决诉讼和仲裁事项。

图表 14. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.10.08	不涉及	无	未提供	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.11.16	不涉及	正常付息	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2018.11.16	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2018.11.16	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2018.11.16	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2018.11.16	无	无	无	无

资料来源：根据润华集团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

跟踪期内，随着该公司净利润的继续积累，权益资本继续增长，但权益构成中绝大部分仍为未分配利润和华夏银行股票价格上升形成的其他综合收益，资本结构稳定性仍较弱；同时公司负债仍以短期刚性债务为主，且受限资产占比仍较高，实际流动性水平偏紧，存在一定的短期偿债压力。但公司保持稳健扩张的经营策略，负债规模控制较好，资产负债率仍处于较合理水平且稳中有降，经营活动现金净流入规模进一步上升，现金类资产仍较充裕，经营效率仍较高，公司总体偿债能力仍强。

1. 数据与调整

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 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 2018 年前三季度的财务报表未经过审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）。

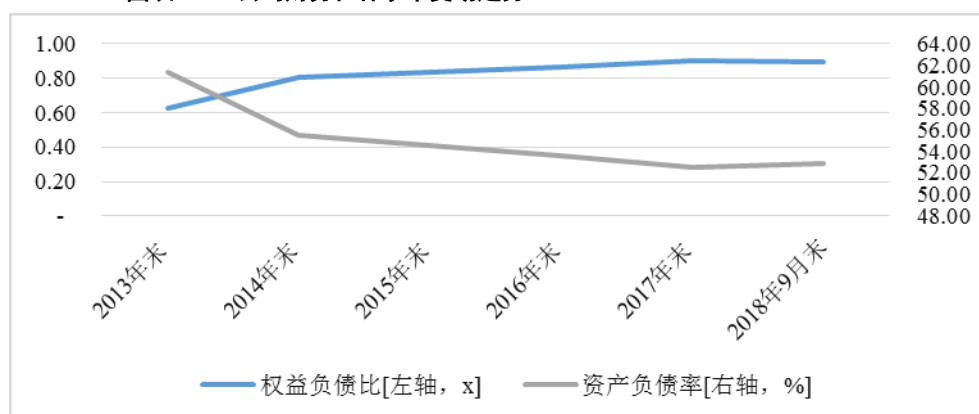
2017 年该公司投资建立枣庄润华投资有限公司、枣庄润众汽车销售服务有

限公司、枣庄润捷汽车销售服务有限公司，滨州市润华凯迪坤驰汽车销售服务有限公司，济南润华天泽汽车销售服务有限公司，聊城润之丰汽车销售服务有限公司，山东润华进出口名车广场有限公司，山东润华汽车俱乐部有限公司，山东润吉汽车销售服务有限公司，合并范围增加上述九家；注销山东润龙汽车销售服务有限公司，泰安天旭汽车销售服务有限公司，合并范围减少上述二家。截至 2017 年末，公司合并报表范围的子公司合计 106 家，其中一级子公司 10 家；总体来看，虽然跟踪期内公司合并范围发生一定变化，但对公司收入和利润影响较为有限。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



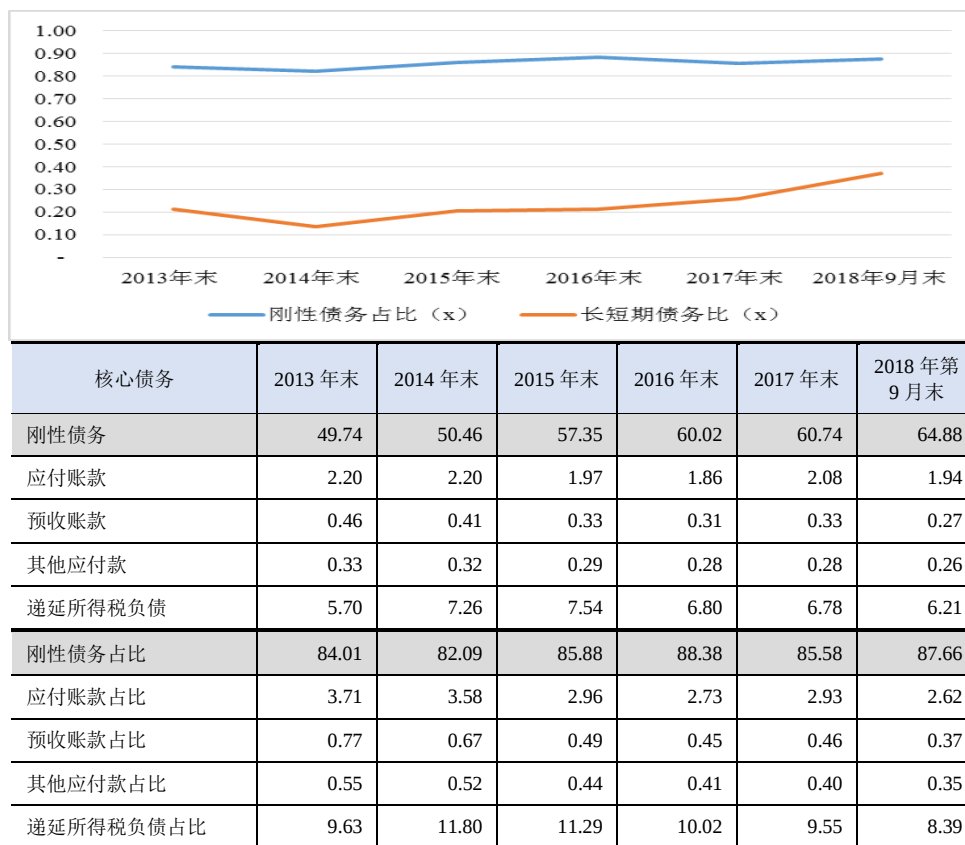
资料来源：根据润华集团所提供数据绘制。

跟踪期内，随着经营规模的进一步扩大，该公司 2017 年末及 2018 年 9 月末的债务规模分别为 70.97 亿元和 74.01 亿元，较 2016 年末的 67.91 亿元进一步上升，未来随着公司经营规模的进一步扩大，债务规模预计还将进一步上升；同期末，公司的所有者权益分别为 64.07 亿元和 66.07 亿元，较 2016 年末的 58.91 亿元分别增加 5.16 亿元和 7.16 亿元，随着公司经营利润的不断积累，所有者权益进一步增长，由此使得公司的资产负债率继续下降，同期末分别为 52.56%和 52.84%，较 2016 年末的 53.56%分别下降 0.99 个百分点和 0.71 个百分点，跟踪期内公司负债经营程度仍处于较合理水平。同期末，公司权益对刚性债务覆盖倍率分别为 1.05 倍和 1.02 倍，覆盖倍率随着所有者权益的增加而较 2016 年末的 0.98 倍进一步提升，目前公司所有者权益对刚性债务的覆盖程度尚可。截至 2018 年 9 月末，公司的所有者权益主要由未分配利润和由华夏银行股票价格上升形成的其他综合收益构成，金额分别为 49.26 亿元和 13.40 亿元，合计占所有者权益的比重为 94.84%，资本结构整体稳定性较弱。若未来公司进行大额的利润分配或者华夏银行股价发生较大波动，将对公司所有者权益产生较大影响。公司短期无大额的利润分配计划，但后续仍需关注公司的利润分配和华夏银行股价波动，对公司权益资本产生

的不利影响。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据润华集团所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司负债仍主要以流动负债为主，2017 年末及 2018 年 9 月末流动负债占比分别为 79.41%和 73.00%，较 2016 年末的 82.53%有明显下降，主要因公司逐步调整债务结构，增加长期负债所致。从债务构成来看，公司负债主要由刚性债务和递延所得税负债构成，2017 年末在总负债中的占比分别为 85.58%和 9.55%。2017 年末及 2018 年 9 月末，公司的刚性债务分别为 60.74 亿元和 64.88 亿元，较 2016 年末的 60.02 亿元进一步上升，主要系 2018 年公司各发行了 5 亿元短期融资券和中期票据所致；同期末，公司的递延所得税负债分别为 6.78 亿元和 6.21 亿元，较 2016 年末的 6.80 亿元有小幅下降，仍主要由可供出售金融资产（即公司持有的华夏银行股票）和投资性房地产公允价值变动形成，跟踪期内因华夏银行股价下跌而下降。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成（亿元）

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	45.08	50.46	53.54	54.97	52.90	51.11
其中：短期借款	22.27	26.08	25.23	26.19	30.84	30.32
应付票据	12.58	15.23	13.12	12.39	14.33	15.66
应付短期融资券	10.17	9.15	15.19	12.78	7.73	5.13
一年内到期的长期借款	0.06	-	-	3.61	-	-
其他短期刚性债务	-	-	-	-	-	-
中长期刚性债务合计	4.66	-	3.81	5.06	7.84	13.77
其中：长期借款	4.66	-	3.81	-	2.78	3.45
应付债券	-	-	-	5.06	5.06	10.32
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	4.92	5.03	4.95	4.86	5.26	5.32

资料来源：根据润华集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

截至 2018 年 9 月末，该公司刚性债务为 64.88 亿元，其中短期刚性债务占比为 78.78%，金额为 51.11 亿元，短期刚性债务占比高，规模较大，使得公司目前存在较大的短期刚性债务偿付压力。2018 年 9 月末，公司的刚性债务主要由银行借款、应付债券和应付票据等构成，期末分别为 33.76 亿元、15.45 亿元和 15.66 亿元；其中，公司的银行借款主要以抵质押借款为主，占比达 77.02%，其余主要为信用借款。

从融资成本来看，该公司 2017 年及 2018 年 1-9 月的有息债务综合融资成本分别为 5.26%和 5.32%，较 2016 年的 4.86%有一定上升，系市场整体融资成本上升所致，但总体融资成本仍不高，若考虑公司通过较多的应付票据进行经营性负债融资，整体融资成本将降为 4.03%左右。

图表 18. 公司 2018 年 9 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	15.66	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	-	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	10.27	-	-	-	-
5%~6%（不含 6%）	14.02	-	-	-	-
6%~7%（不含 7%）	5.13	8.77	-	-	-
7%及以上	6.03	-	5.00	-	-
合计	51.11	8.77	5.00	-	-

资料来源：润华集团。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 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	2018Q3
营业周期（天）	39.99	40.48	48.48	48.55	47.47	-
营业收入现金率（%）	110.43	113.89	114.99	115.73	115.89	116.43
业务现金收支净额（亿元）	4.60	4.66	3.90	5.83	6.62	5.53
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.29	-1.24	-0.25	-1.62	-1.75	-2.07
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.30	3.42	3.65	4.21	4.87	3.46
EBITDA（亿元）	7.21	14.44	11.87	11.83	12.49	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.29	0.22	0.20	0.21	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.41	4.45	3.85	4.09	4.24	-

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“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。

跟踪期内该公司主业现金回笼能力仍较强，2017 年及 2018 年 1-9 月，公司营业收入现金率分别为 115.89%和 116.43%，同比变化不大，仍维持在较高水平；同期，随着公司经营规模和收入的继续增长，公司实现业务现金收支净额分别为 6.62 亿元和 5.53 亿元，分别同比增加 0.79 亿元和 0.04 亿元，公司主业的经营性净现金流入增加，也使得整体经营性现金净流入规模继续上升，同期分别为 4.87 亿元和 3.46 亿元，分别同比增加 0.66 亿元和 0.07 亿元，经营活动创现情况良好。公司 2017 年的营业周期为 47.47 天，较上年下降 1.08 天，营业周期不到 50 天，资金周转较快，经营效率较高且进一步提升。

2017 年及 2018 年 1-9 月，该公司其他因素的现金收支净额分别为-1.75 亿元和-2.07 亿元，呈现持续净流出状态，且净流出规模继续上升，分别同比增加 0.13 亿元和减少 0.03 亿元，主要系随着公司业务规模的不断扩大，公司支付的厂方保证金⁷逐年增加，同时相应的管理费用、销售费用支出也逐年上升所致。

2017 年，该公司的 EBITDA 为 12.49 亿元，同比增加 0.66 亿元，主要来自公司自身的经营利润总额和列入财务费用的利息支出，其中利润总额和利息支出占 EBITDA 的比重分别为 55.88%和 23.58%，因公司跟踪期内刚性债务规模仍较大，使得仍有较大的利息支出规模。同期，公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数为 4.24 倍，同比有一定上升，总体对利息支出的保障程度仍较好；同期，对刚性债务的保障倍数为 0.21 倍，同比变化不大，对刚性债务保障程度仍相对较低。

⁷ 记在“其他应收款”中。

(2) 投资环节

图表 20. 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	2018Q3
回收投资与投资支付净流入额	1.36	8.31	2.57	1.00	0.40	0.13
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	0.10	-4.16	-4.89	-4.45	-2.63	-1.96
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-	-	-
投资环节产生的现金流量净额	1.46	4.15	-2.32	-3.45	-2.23	-1.83

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

2017 年及 2018 年 1-9 月，该公司的回收投资与投资支付的净流入额分别为 0.40 亿元和 0.13 亿元，分别同比减少 0.60 亿元和 0.10 亿元，主要来自华夏银行的分红收益，因分红收益减少而有所下降。同期，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入额分别为-2.63 亿元和-1.96 亿元，跟踪期内因继续新建 4S 店扩大业务规模而继续呈现净流出，但净流出规模分别同比减少 1.82 亿元和 0.03 亿元，系公司继续采取较为稳健的经营扩张策略，扩张力度有所放缓。未来，公司仍将继续投资新建 4S 店，但投资规模仍不会太大，预计依然能够被经营活动产生的净现金流所覆盖。

(3) 筹资环节

图表 21. 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	2018Q3
权益类净融资额	-	-	-	-	-	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-3.50	-4.10	-0.40	0.42	-3.55	-0.77
其中：现金利息支出	-3.08	-3.05	-3.39	-3.05	-3.05	-2.40
筹资环节产生的现金流量净额	-3.50	-4.10	-0.40	0.42	-3.55	-0.77

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

2017 年及 2018 年 1-9 月，该公司筹资性净现金流分别为-3.55 亿元和-0.77 亿元，跟踪期内公司的筹资性现金流主要为支付现金利息支出，利息支出和投资性支出现金均来自经营活动。总体来看，公司跟踪期内外部融资已大幅减少，但公司未来仍将继续新建 4S 店，尤其是大力发展融资租赁业务，预计公司仍将面临一定的外部债务融资压力。

4. 资产质量

图表 22. 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）	52.87	61.87	69.73	73.85	79.71	85.64
	54.83%	55.83%	57.01%	58.23%	59.03%	61.14%
其中：现金类资产（亿元）	21.86	25.27	27.71	29.21	29.37	30.79

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
存货（亿元）	9.01	12.27	15.71	16.17	17.12	19.89
预付账款（亿元）	10.70	13.04	14.11	13.95	14.47	14.66
其他应收款（亿元）	9.45	9.16	9.71	10.14	10.46	10.83
一年内到期的非流动资产（亿元）	-	-	-	1.77	2.93	3.21
其他流动资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	2.98
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	43.56	48.95	52.58	52.97	55.33	54.43
	45.17%	44.17%	42.99%	41.77%	40.97%	38.86%
其中：固定资产（亿元）	5.31	7.02	9.67	10.63	10.76	11.60
可供出售金融资产（亿元）	23.77	27.83	28.40	25.47	25.35	23.10
投资性房地产（亿元）	9.38	9.57	9.67	9.67	9.68	9.68
无形资产（亿元）	3.44	3.86	3.97	4.29	4.50	4.56
长期应收款（亿元）	0.00	0.00	0.00	1.71	3.89	4.27

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

跟踪期内，该公司继续通过新建 4S 店来扩大经营规模，同时自 2016 年下半年开始不断发展融资租赁业务，资产规模继续上升，2017 年末及 2018 年 9 月末公司资产总额分别为 135.04 亿元和 140.08 亿元，较 2016 年末的 126.82 亿元分别增加 5.16 亿元和 13.25 亿元；同期末公司的流动资产占比分别为 59.03%和 61.14%，较 2016 年末变化不大，公司资产仍相对集中于流动资产。

从流动资产构成来看，该公司 2017 年末流动资产主要由现金类资产、预付账款、存货和其他应收款构成，占流动资产的比重分别为 36.85%、18.15%、13.12%和 21.48%。2018 年 9 月末公司的现金类资产为 30.79 亿元，主要为货币资金 26.98 亿元（受限货币资金为 14.43 亿元，主要为银行保证金），其余为交易性金融资产 2.41 亿元和应收银行票据 1.39 亿元，总体来看期末公司仍有非受限的现金类资产 16.36 亿元，一定规模的非受限现金类资产可为公司的即期债务偿付提供一定缓冲；目前我国汽车经销行业的特点决定了公司预付账款和存货的资金占用规模相对较大，2017 年末及 2018 年 9 月末公司预付账款和存货账面价值合计分别为 31.59 亿元和 34.55 亿元，随着经营规模扩大而较 2016 年末进一步上升；同期末，公司的其他应收款分别为 10.46 亿元和 10.83 亿元，较 2016 年末变化不大，仍主要为未办证土地款、厂方保证金、备用金、未到工程款发票、广告费和往来款，2018 年 9 月末分别为 4.17 亿元、3.27 亿元、0.89 亿元、1.08 亿元、0.69 亿元和 0.73 亿元。此外，公司 2017 年新增其他流动资产 2.50 亿元，主要为公司预缴的税金，即增值税的留抵部分。

从非流动资产构成来看，2017 年末该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、无形资产和长期应收款构成，占非流动资产的比重分别为 45.82%、17.49%、19.45%、8.13%和 7.03%。公司的可供出售金融资产 2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 25.35 亿元和 23.10 亿元，较 2016 年末有一定减少，系华夏银行股价下跌所致；截至 2018 年 9 月末，公司的华夏银行股票的账面价值为 22.33 亿元，其余主要为对北京衡钧鼎铭投资管理中心

和济南市历下区鲁信小额贷款股份有限公司的投资。公司的投资性房地产基本都按公允价值计量，同期末账面价值分别为 9.68 亿元和 9.68 亿元，基本未发生变动，主要是租赁给下属子公司的 4S 店使用的位于槐荫区段店镇古城和南广场的商服土地和房产，合计土地使用权面积 25.20 万平方米；同期末，公司的固定资产账面价值分别为 10.76 亿元和 11.60 亿元，较 2016 年末的 10.63 亿元有进一步增加，主要为 4S 店的土地房屋建筑物等，随着公司继续新建 4S 店等而继续增加；同期末公司的无形资产账面价值分别为 4.50 亿元和 4.56 亿元，主要为土地使用权，较 2016 年末变化不大。此外，公司从 2016 年下半年开始开展汽车融资租赁业务，2017 年末及 2018 年 9 月末公司的长期应收款（含一年内到期的部分⁸）分别为 6.82 亿元和 7.48 亿元，较 2016 年末的 3.48 亿元有大幅增加，系随着业务规模的不断扩大而不断增加，未来预计还将进一步增加。

图表 23. 截至 2018 年 9 月末公司资产受限情况（亿元）

受限资产	账面价值
货币资金	14.43
投资性房地产	9.68
可供出售金融资产	22.33
合计	46.44

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

受限资产方面，截至 2018 年 9 月末，该公司用于抵质押的土地房产和华夏银行股权合计为 32.01 亿元，合计占期末总资产的比例为 22.85%，若加上 14.43 亿元受限货币资金，期末受限资产占总资产的比例达到 33.15%，较高的受限资产比例使得公司后续进一步的融资空间受到一定限制，后续需关注公司受限资产规模的进一步变化及对公司后续融资能力的影响。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 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（%）	108.26	114.11	125.81	131.76	141.43	158.51
速动比率（%）	67.91	67.43	72.00	78.02	85.38	94.57
现金比率（%）	44.75	46.60	50.00	52.12	52.12	56.98

资料来源：根据润华集团所提供数据整理。

2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司的流动比率分别为 141.43%和 158.51%，速动比率分别为 85.38%和 94.57%，现金比率分别为 52.12%和 56.98%，总体看，公司资产流动性水平仍偏紧，若剔除受限货币资金，2018 年 9 月末，公司的流动比率、速动比率和现金比率将分别降至 116.52%、57.43%和 24.39%。

⁸ 计入一年内到期的非流动资产。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司对外担保余额为 0.50 亿元。公司对外担保均采用互保的形式，目前主要被担保单位山东银丰投资集团有限公司⁹（以下简称“银丰集团”）经营和业绩状况良好，且当前对外担保规模较小，公司发生或有损失的风险和影响相对可控。但仍需关注公司未来对外担保规模的变化、被担保主体的经营和财务状况变化及对公司产生的影响。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部自身业务较少，主要承担融资功能，并对下属子公司进行经营管理，同时进行对外股权投资和管理。截至 2018 年 9 月末母公司总资产为 98.84 亿元，其中对子公司等的长期股权投资和与子公司等形成的其他应收款合计为 33.91 亿元，公司本部集中了其余大部分的资产，包括可供出售金融资产 22.33 亿元和货币资金 14.43 亿元、投资性房地产 9.68 亿元、固定资产 3.66 亿元、预付账款 10.83 亿元等经营性资产；期末公司本部总负债为 50.50 亿元，主要为刚性债务 43.71 亿元，资产负债率为 51.09%，负债经营程度合理。

该公司本部也会开展少量的汽车经销和售后服务业务等，2017 年及 2018 年前三季度实现营业收入分别为 5.22 亿元和 4.18 亿元，净利润分别为 1.62 亿元和 1.76 亿元，经营性净现金流分别为 0.18 亿元和 -0.27 亿元，同比变化均不大，跟踪期经营情况总体保持良好。

总体来看，该公司本部拥有较多的可供出售金融资产和经营性资产，自身经营情况良好，负债经营程度合理，且公司本部对下属子公司在财务和业务经营等方面管控力较强¹⁰，尤其是在资金管控方面，总体偿债能力强。

外部支持因素

该公司具有较好的偿债信誉，已与多家商业银行建立了长期的合作关系，拥有较多的授信额度，后续仍有一定的财务弹性。截至 2018 年 9 月末公司已获得商业银行等金融机构的综合授信合计 49.56 亿元，其中尚余 18.61 亿元可以使用；其中，获得商业银行的贷款授信合计 49.56 亿元，尚余 17.06 亿元可用授信额度。此外，当期末公司还获得各汽车生产商厂方授信合计 23.62 亿元，尚余 12.70 亿元可以使用，可为公司的发展提供一定的资金来源。

⁹ 银丰集团截至 2018 年 9 月末，总资产为 241.67 亿元，所有者权益为 116.37 亿元；2015-2017 年及 2018 年 1-9 月实现营业收入分别为 55.28 亿元、92.40 亿元、106.07 亿元和 63.20 亿元，实现净利润分别为 5.14 亿元、14.66 亿元、15.40 亿元和 9.08 亿元。

¹⁰ 在财务管理方面，该公司按照“以财务管理为中心，资金管理为重点”的理念，实行财务委派制和资金集中统一管理。一方面公司的各分、子公司的财务人员均由公司财务管理部统一进行人员任免、绩效考核和薪酬发放；另一方面公司根据“收支两条线”的资金管理模式建立了账户管理制度、资金调拨管理制度、融资管理制度和投资管理制度，由公司对资金进行集中管理，并按计划拨付。

图表 25. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已使用授 信	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	55.21	49.56	36.60	4.35-6.17%	
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	
工农中建交五大商业银行（亿元）	20.00	20.00	17.29	4.56-5.00%	
其中：大型国有金融机构占比（%）	36.23	40.36	47.24	-	

资料来源：根据润华集团所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）。

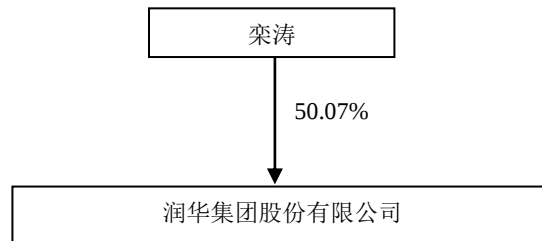
跟踪评级结论

该公司以汽车经销为主业，稳居山东省内乘用车经销商龙头地位。跟踪期内，公司营业收入和经营收益继续增长，是公司主要的利润来源；但因汽车购置税优惠政策退坡和部分购车需求提前透支等因素影响，增速总体已有所放缓；综合毛利率水平仍相对较低，但保持相对稳定。公司主营业务收入仍主要来自于整车销售业务，但因市场竞争日趋激烈等因素影响，毛利率一直很低且继续下滑，毛利贡献占比较小；售后服务业务保持较快发展，毛利率继续维持在较高水平，仍是公司主要的毛利来源；需关注 2018 年已开始出现较多坏账的商用车融资租赁业务风险。华夏银行分红形成的投资收益仍是公司重要的利润补充但有所减少。跟踪期内公司总体净利润仍保持在稳定良好的规模水平。

跟踪期内，随着该公司净利润的继续积累，权益资本继续增长，但权益构成中绝大部分仍为未分配利润和华夏银行股票价格上升形成的其他综合收益，资本结构稳定性仍较弱；同时公司负债仍以短期刚性债务为主，且受限资产占比仍较高，实际流动性水平偏紧，存在一定的短期偿债压力。但公司保持稳健扩张的经营策略，负债规模控制较好，资产负债率仍处于较合理水平且稳中有降，经营活动现金净流入规模进一步上升，现金类资产仍较充裕，经营效率仍较高，公司总体偿债能力仍强。

附录一：

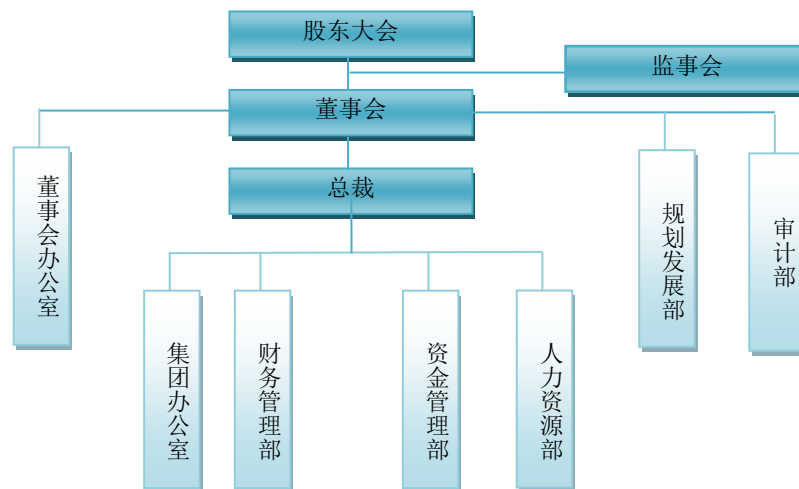
公司与实际控制人关系图



注：根据润华集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据润华集团提供的资料绘制（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	EBITDA	
润华集团股份有限公司	润华集团	母公司	—	集团管理、汽车销售及售后服务	38.20	48.28	5.22	1.62	0.18	2.24	
山东润通汽车销售服务有限公司	润通汽车	核心子公司	100	汽车销售及售后服务	1.18	1.56	6.20	0.20	0.22	0.28	
润华集团山东汽车租赁有限公司	润华租赁	核心子公司	100	汽车销售及服务	0.00	0.12	0.07	0.02	0.02	0.02	
山东润华药业有限公司	润华药业	核心子公司	100	制药及销售	0.48	0.77	0.92	0.08	0.03	0.13	
山东润华天信汽车销售服务有限公司	润华天信	核心子公司	100	汽车销售及服务	0.71	1.50	11.38	0.35	0.60	0.47	
济南天泓雷克萨斯汽车销售服务有限公司	济南雷克萨斯	核心子公司	100	汽车销售及服务	0.67	1.28	6.85	0.22	0.21	0.30	
济宁润华汽车销售服务有限公司	济宁润华	核心子公司	100	汽车销售及服务	3.68	7.45	26.15	0.82	0.65	1.11	
菏泽润华汽车服务有限公司	菏泽润华	核心子公司	100	汽车销售及服务	1.82	5.45	20.85	0.85	0.68	1.20	
润华汽车控股有限公司	润华汽车控股	核心子公司	100	汽车销售及服务	0.00	2.97	0.54	0.33	0.29	0.33	

注：根据润华集团 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]	122.31	126.82	135.04	140.08
货币资金 [亿元]	25.85	27.03	26.12	26.98
刚性债务[亿元]	57.35	60.02	60.74	64.88
所有者权益 [亿元]	55.54	58.91	64.07	66.07
营业收入[亿元]	135.33	153.42	164.40	129.23
净利润 [亿元]	5.44	5.26	5.29	3.70
EBITDA[亿元]	11.87	11.83	12.49	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.65	4.21	4.87	3.46
投资性现金净流入量[亿元]	-2.32	-3.45	-2.23	-1.83
资产负债率[%]	54.59	53.55	52.56	52.84
权益资本与刚性债务比率[%]	96.85	98.14	105.48	101.83
流动比率[%]	125.81	131.76	141.43	158.51
现金比率[%]	50.00	52.12	52.12	56.98
利息保障倍数[倍]	3.29	3.38	3.37	—
担保比率[%]	7.11	3.60	0.78	0.76
营业周期[天]	48.48	48.55	47.47	-
毛利率[%]	10.70	10.74	10.79	10.61
营业利润率[%]	5.14	4.46	4.23	3.73
总资产报酬率[%]	8.70	7.85	7.58	—
净资产收益率[%]	10.37	9.19	8.61	—
净资产收益率*[%]	10.38	9.22	8.64	—
营业收入现金率[%]	114.99	115.73	115.89	116.43
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.65	7.56	8.67	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.07	1.13	3.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.85	4.09	4.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.20	0.21	—

注：表中数据依据润华集团经审计的 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。

本评级机构短期融资券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

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）
- 《工商企业信用评级方法概论》（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。