

芜湖亚夏汽车股份有限公司

2012 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

芜湖亚夏汽车股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【595】号 02

增信方式: 资产抵押担
保、保证担保

担保主体: 安徽亚夏实
业股份有限公司

债券剩余规模: 3,978.17
万元

债券到期日期: 2017 年
11 月 19 日

债券偿还方式: 采用单
利按年付息, 附债券存
续期的第三年末公司上
调票面利率选择权和投
资者回售选择权。

分析师

姓名:
王西 刘书芸

电话:
021-51035670

邮箱:
wangx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	负面
评级日期	2016 年 06 月 28 日	2015 年 06 月 30 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对芜湖亚夏汽车股份有限公司(以下简称“亚夏汽车”或“公司”)及其 2012 年 11 月 19 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到 2015 年公司汽车销售收入保持稳定, 毛利率有所回升, 资本实力大幅提升, 资产抵押担保和保证担保有效提升了本期债券信用水平; 同时我们注意到国内汽车销售增速有所放缓, 公司业务集中于安徽区域, 易受区域市场需求波动影响, 公司存货规模较大, 存在一定跌价风险, 债务水平较高, 即期偿付压力较大等不利因素。

正面:

- 2015 年公司汽车销售收入保持稳定, 毛利率有所回升。2015 年公司实现汽车销售收入 46.57 亿元, 与上年基本持平; 公司对盈利能力差的 4S 店进行调整或关闭, 并加强对销售人员的考核、减少广告宣传费用, 汽车销售业务毛利率回升至 1.61%。
- 跟踪期内, 公司资本实力大幅提升。2015 年公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股, 2016 年公司非公开发行股票扣除发行费用的募集资金净额为 97,368.62 万元, 增强了公司的资本实力。
- 资产抵押担保和保证担保有效提升了本期债券信用水平。公司以评估价值 6,024.32 万元的 5 处房屋建筑物及 4 宗土地使用权作为抵押担保以及股东安徽亚夏实业股份有限公司为本期债券提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保, 有效提升了

本期债券的信用水平。

关注

- **国内汽车销量增速明显下滑，公司业务集中于安徽区域，易受区域市场波动影响。**2015 年国内汽车销售增速有所放缓，汽车销售增速下滑明显；公司主要销售收入来自于芜湖和宣城，收入集中度较高，易受区域市场需求波动影响。
- **存货规模较大，存在一定跌价风险。**2015 年末公司存货账面价值为 77,767.02 万元，占资产规模的 21.21%，主要为库存汽车，汽车市场竞争激烈，公司存货存在一定跌价风险。
- **债务水平较高，即期偿付压力较大。**2015 年末公司资产负债率为 76.74%，处于较高水平。2015 年末公司有息债务合计 241,743.53 万元，较上年增长 10.26%，其中短期有息债务 235,010.36 万元，较上年大幅增长 25.53%，即期偿付压力较大。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	354,465.74	366,710.90	340,851.06	303,318.35
归属于母公司所有者权益合计（万元）	83,426.68	82,183.61	80,637.20	87,248.55
有息债务（万元）	231,519.08	241,743.53	219,241.54	194,128.49
资产负债率	75.59%	76.74%	75.23%	70.13%
流动比率	0.72	0.74	0.81	0.93
速动比率	0.41	0.45	0.44	0.49
营业收入（万元）	142,047.13	522,076.87	523,693.77	504,574.46
营业利润（万元）	1,716.87	-1,068.59	-8194.52	4,413.77
利润总额（万元）	1,842.61	2,815.04	-4,720.91	7,512.94
综合毛利率	6.80%	5.83%	4.92%	6.50%
总资产回报率	-	3.14%	0.99%	4.98%
EBITDA（万元）	-	19,584.19	10,551.05	19,044.42
EBITDA 利息保障倍数	-	2.36	1.34	3.2
经营活动现金流净额（万元）	-3,977.02	18,968.62	11,892.37	-1,278.74

资料来源：公司 2013-2015 审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准芜湖亚夏汽车股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2012]1270号），公司2012年11月19日公开发行2.6亿元公司债券，募集资金总额2.6亿元，发行利率为6.88%，募集资金净额2.57亿元。

本期债券的起息日为2012年11月19日，采用单利按年计息，自2013年起每年11月19日为上一计息年度付息日，本金的兑付日为2017年11月19日。本期债券附公司在本期债券存续期的第3年末上调后2年票面利率选择权，在公司做出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择将其持有的本期债券全部或部分回售给公司。2015年本期债券进入回售期，公司选择不上调票面利率，即本期债券存续期后2年的票面年利率仍为6.88%。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的数据，本期债券的回售申报数量为2,202,183张，回售申报金额为22,021.83万元（不含利息），回售部分债券兑付日为2015年11月19日。本期债券的剩余规模为3,978.17万元。

截至2015年底，本期债券本息兑付情况如下表：

表1 截至2015年末公司本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年11月19日	-	1,788.80	26,000.00
2014年11月19日	-	1,788.80	26,000.00
2015年11月19日	22,021.83	1,788.80	3,978.17

资料来源：公司公告，鹏元整理

本期债券募集资金用于调整公司债务结构和补充公司流动资金，截至2015年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2015年4月8日，公司召开第三届董事会第十六次会议及2015年5月15日召开2014年度股东大会审议通过了《关于2014年度利润分配及资本公积转增股本的议案》，2015年5月28日公司实施了以总股本27,456万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增3股的权益分配，公司注册资本由27,456.00万元变更为35,692.80万元。2016年5月，公司向北京京泰阳光投资有限公司等七名投资者非公开发行股份，发行数量为9,881.42万股，募集资金总额为99,999.97万元，公司股份总数增加至45,574.22万股。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化。公司控股股东为安徽亚夏实业股

份有限公司（以下简称“亚夏实业”），周夏耘持有亚夏实业83.73%的股份，为公司实际控制人。截至2016年5月31日公司主要股东及持股情况见下表。

表2 截至 2016 年 5 月 31 日公司前五大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
安徽亚夏实业股份有限公司	境内非国有法人	18.61%
周夏耘	境内自然人	9.61%
周晖	境内自然人	8.81%
周丽	境内自然人	5.87%
申万菱信基金-工商银行-华融国际信托-盛世景定增基金权益投资集合资金信托计划	基金、理财产品等	3.69%
合计	-	46.59%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司主营业务未发生变化。截至2015年底，公司通过新设和收购方式新增纳入合并报表子公司12家，不再纳入公司合并范围子公司5家，具体情况如下表所示：

表3 2015 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2015 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安徽亚夏易众电子商务有限公司	60%	3,000.00	二手车销售	新设
亳州亚夏众爱汽车销售服务有限公司	100%	1,100.00	汽车、汽车配件销售等	新设
合肥亚夏机动车驾驶员培训有限公司	100%	800.00	机动车驾驶员培训	新设
合肥亚夏顺通机动车驾驶员培训有限公司	100%	800.00	机动车驾驶员培训	新设
怀宁亚夏万辰机动车驾驶员培训学校有限公司	51%	600.00	机动车驾驶员培训	新设
金寨亚夏机动车驾驶员培训学校有限公司	100%	1,000.00	机动车驾驶员培训	新设
芜湖亚夏众捷汽车销售服务有限公司	100%	3,000.00	汽车、汽车配件销售等	新设
宁国亚夏豪车广场汽车销售服务有限公司	100%	1,000.00	汽车、汽车配件销售等	新设
芜湖亚信旧机动车鉴定评估有限公司	100%	50.00	旧机动车辆鉴定评估	收购
宣城亚信机动车鉴定评估有限公司	100%	20.00	二手车价格评估和鉴定评估	收购
宁国市中溪亚夏机动车驾驶员培训有限公司	66%	1,000.00	普通机动车驾驶员培训	新设
安徽易驾网络科技有限公司	100%	500.00	计算机信息网络领域内的机动车驾驶员培训技术服务等	新设
2、2015 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	主营业务	不再纳入合并报表的原因		
合肥亚夏悦宾汽车销售服务有限公司	汽车、汽车配件销售等	股权转让		
巢湖亚威汽车销售服务有限公司	汽车、汽车配件销售等	股权转让		

合肥亚翔汽车销售服务有限公司	汽车、汽车配件销售等	注销
宣城亚旋汽车销售服务有限公司	汽车、汽车配件销售等	注销
淮南亚锐汽车销售服务有限公司	汽车、汽车配件销售等	注销

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为36.67亿元，归属于母公司的所有者权益合计为8.22亿元，资产负债率为76.74%；2015年度，公司实现营业收入52.21亿元，利润总额0.28亿元，经营活动现金净流入18,968.62万元。

截至2016年3月末，公司资产总额为35.45亿元，归属于母公司的所有者权益合计为8.34亿元，资产负债率为75.59%；2016年第一季度，公司实现营业收入14.20亿元，利润总额0.18亿元，经营活动现金净流出3,977.02万元。

三、运营环境

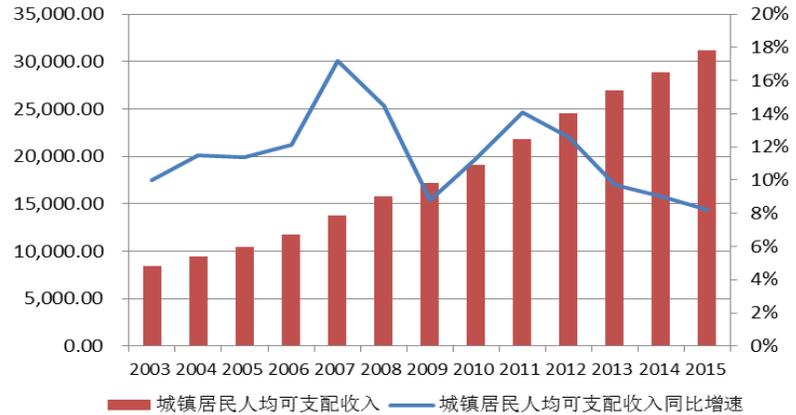
受宏观经济下行、城镇居民可支配收入增速下降的影响，2015 年我国汽车销量增速明显下滑

近年我国经济发展进入新常态，宏观经济增速和城镇居民可支配收入增速持续下滑。国家统计局的数据显示，2015 年我国城镇居民人均可支配收入 31,195.00 元，比上年增长 8.20%，增速创金融危机以来的新低。居民收入增长的放缓对消费起到较大的抑制作用。2015 年我国全年汽车产量 2,483.80 万辆，同比增长 2.7%，销量 2,459.76 万辆，同比增长 4.68%，但汽车产销量的增速出现明显下滑。分类别来看，2015 年乘用车（包含轿车、MPV、SUV 等）销量 1,969.99 万辆，商用车（货车、客车、专用车等）销量 378.86 万辆，占比分别为 83.87% 和 16.13%。相比乘用车，商用车作为运营和商务用车，受经济波动影响更为明显，2015 年销量同比下降 6.81%。

中国汽车工业协会整理的海关进出口数据显示，2015年汽车商品进出口总体呈现下降态势。整车方面，汽车出口数量下滑明显，汽车进口数量下滑幅度更大。全年共进口整车 110.19 万辆，增幅由上年的 19.35%，下滑至 2015 年的 -22.72%，进口金额 450.88 亿美元，其中越野车进口量保持最多。另外一方面，汽车整车出口于 2013 年出现下滑，2015 年下滑幅度进一步扩大，全年共出口 72.82 万辆，维持弱势格局，出口金额为 27.47 亿美元，同比下降 24.76%。分品种来看，乘用车出口下滑 18.03%，商用车则表现更不乐观，出口下滑 18.47%。汽车零配件方面，2015 年出口形势也呈现下滑态势，四大类汽车零部件品种（发动机，汽车零件、附件及车身，汽车、摩托车轮胎，其他汽车相关产品）出口金额，发动机和汽车零件、附件及车身出口金额较上年基本持平，其余均较上年呈下降态势，其中发

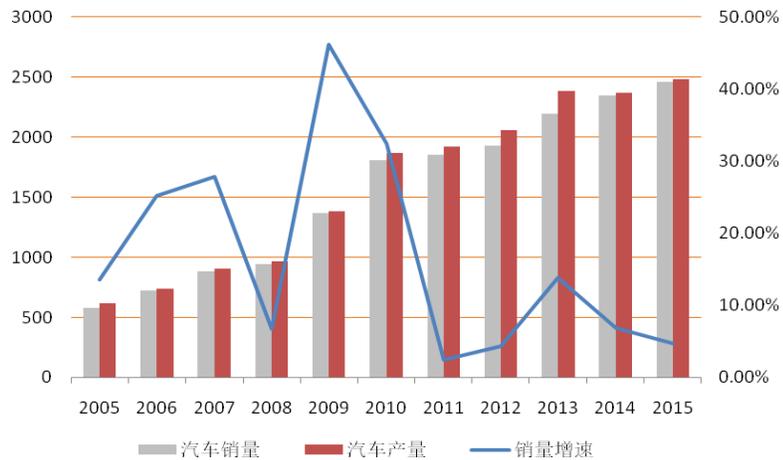
动机出口金额16.92亿美元，汽车零件、附件及车身出口金额351.85亿美元，较上年基本持平；汽车、摩托车轮胎和其他汽车相关商品出口金额下降明显，分别出口126.63亿美元和122.86亿美元，同比下降16.42%和1.13%。

图1 近年我国城镇居民人均可支配收入情况（单位：元）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

图2 近年我国汽车产销情况（单位：万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，鹏元整理

2015年9月，财政部、国家税务总局发布《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》，自2015年10月1日起至2016年12月31日止，对购置1.6升及以下排量乘用车减按5%的税率征收车辆购置税。在该政策刺激下，我国乘用车销量扭转此前同比下滑的态势，狭义乘用车销量同比增速由2015年9月的5.00%迅速提升至10月的13.00%。鹏元认为，减征购置税的措施短期有利于提升汽车销量，但长期来看汽车销量的增速仍受宏观经济和居民收入增速的影响，将呈现逐渐回落的态势。

图3 近年我国狭义乘用车零售销量当月同比情况

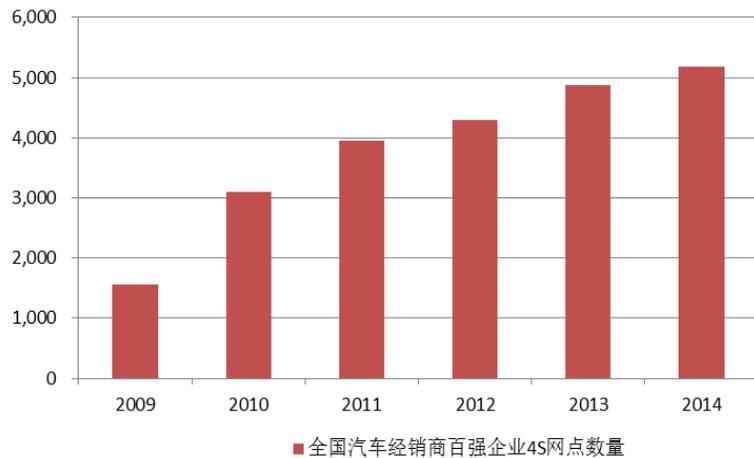


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

近年我国汽车经销商扩张速度较快，行业竞争激烈；汽车经销商对汽车整车厂商的议价能力较弱、库存高企、资金链紧张，新的行业政策有助于改变现有的格局

近年我国汽车经销商网点数量经历了一个快速增长的过程，根据中国汽车流通协会公布的数据显示，全国汽车经销商百强企业拥有的4S店数量从2009年末的1,556家增长了2014年末的4,881家，增幅达到213.69%，而同期我国汽车销量仅增长71.59%，汽车4S店数量的增速明显高于汽车销量的增速，行业竞争较为激烈，汽车经销商单店销量有所下滑，汽车经销商的盈利状况恶化。汽车流通协会的数据显示，2014年经销商行业中70%的经销商亏损，而2015年上半年，这一比例达到了90%。

图4 全国汽车经销商百强企业4S网点数量（单位：家）



资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，鹏元整理

作为整车厂和消费者之间连接的桥梁，经销商不再是单纯的销售公司，服务能力同样是经销商的核心竞争力。目前我国汽车经销行业的市场集中度仍较低，行业整合仍为未来

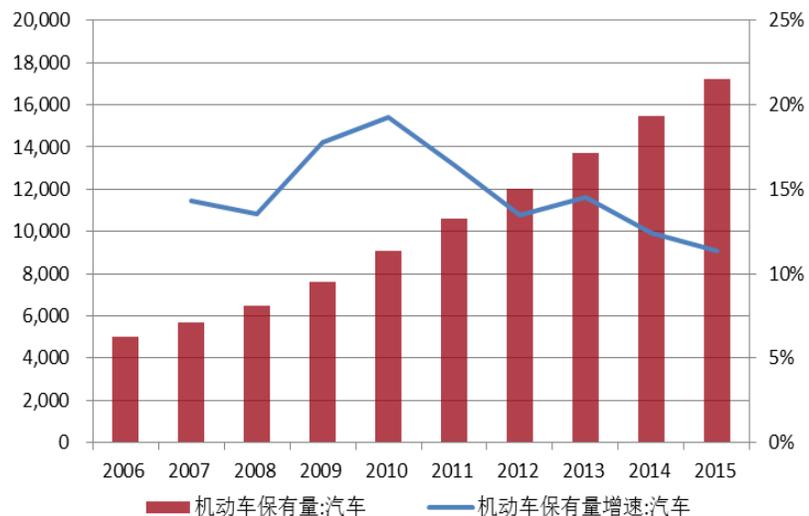
发展趋势。随着国内汽车消费观念的不断成熟，相比单纯的价格竞争，客户将逐渐倾向于注重服务质量和汽车使用周期内的全方位整体服务体验。大型经销商依托其资本实力、网络布局、售后服务体系、采购和品牌等方面的优势，正大力发展售后服务产业链，服务体系相对完善，具备了较强竞争力。大型经销商利用行业整合机遇及其规模优势，通过兼并和新建扩大市场份额，未来集约化、规模化将成为行业发展趋势，规模较小的单一品牌汽车经销商的市场空间将不断缩小。

2016年1月6日，商务部对《汽车销售管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）公开征求意见，《征求意见稿》对经销商采取了多方面的保障，对汽车整车厂商形成一定的约束，具体内容包括可以出售未经供应商授权销售的汽车、授权期限不得低于3年、不得要求同时具备销售和售后服务等功能、不得规定整车和配件库存品种或数量、供应商营销奖励等商务政策应当遵循公平公正透明的原则等方面，《征求意见稿》有利于打破品牌专营的旧格局，未来多元化多品牌的汽车流通模式将应运而生。

我国汽车保有量巨大，汽车后市场充满机遇和挑战，未来汽车后市场在汽车产业链上的价值比重将逐渐提升

经过十几年我国汽车的高速发展，带来汽车保有量的快速增，根据公安部公布的数据，2015年末我国汽车保有量达1.72亿辆，近年汽车保有量增速均维持在10%以上。随着我国乘用车车龄的增长，巨大的汽车保有量以及汽车使用的刚性消费支出将催生汽车后市场快速发展。近几年，包含汽车养护维修、二手车、汽车租赁和汽车金融等在内的汽车后市场越来越受到政府的重视。

图5 我国汽车保有量（单位：万辆）



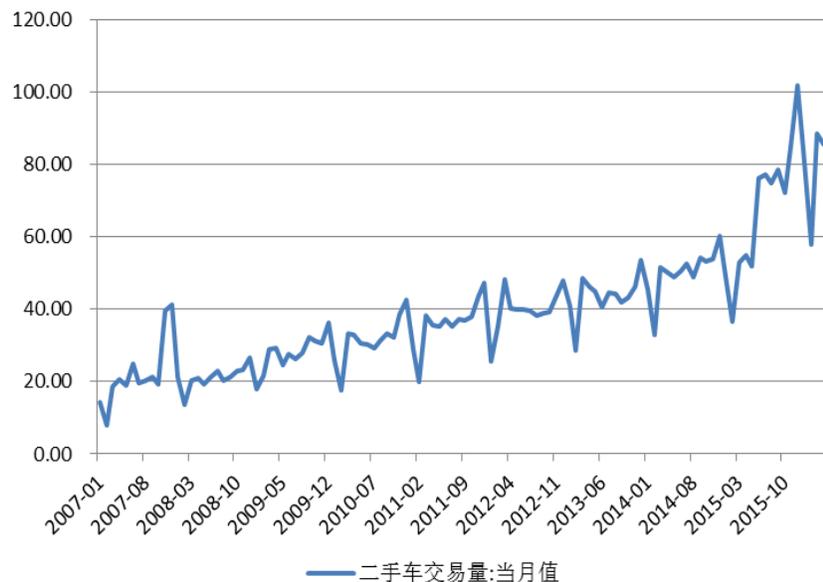
资料来源：公安部，Wind 资讯，鹏元整理

2014年9月交通运输部会同国家发展改革委等九部门联合印发了《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》（以下简称“指导意见”），指导意见要求主机厂向维修企业和独立经营者公开汽车维修技术；允许原厂配件自由流通；授权维修企业不得以汽车在“三包”期限内选择非授权维修服务为理由拒绝提供维修服务。指导意见的整体方针是创造汽车维修领域的市场化机制，提供服务多样性和提升消费者自主选择权，促进养护维修行业的健康发展。

2008年，商务部市场体系建设司委托中国汽车流通协会着手起草行业标准《二手车流通企业建设条件》，后更名为《二手车流通企业经营管理规范》（以下简称“管理规范”）。经过长期广泛的市场调研和严谨周密的研讨，2015年11月9日国家商务部通过审核公布了管理规范，并于2016年9月1日正式实施。管理规范的实施将有助于解决二手车流通企业准入与规范经营问题，有助于建立竞争有序的二手车市场秩序，进一步激发二手车市场活力。近年我国二手车市场交易量逐渐增加，2015年12月创出单月交易101.68万辆的历史最高值。二手车交易市场竞争较为激烈，近年涌现出瓜子二手车直卖网、人人车等互联网二手车交易平台。

根据2014年德勤发布的《中国汽车金融报告》，发达国家的融资购车和租赁的比例之和通常在50%到80%，而该比例在中国不到20%，渗透率较低，中国汽车租赁行业仍处于早期发展阶段，据中国汽车工业协会预计，2025年中国汽车贷款市场将达到5,250亿元人民币，未来我国汽车金融服务市场具有较大的发展空间。

图6 我国二手汽车交易量当月值（单位：万辆）



资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

2015年公司主营业务保持平稳发展态势，实现营业收入522,076.87万元，其中汽车销售、维修及配件分别实现销售收入465,670.44万元和38,492.99万元，二者合计占营业收入的96.57%，是公司营业收入的主要来源。2015年，公司汽车销售收入略有下滑，但毛利率较上年有所回升，主要是2014年底以来公司对汽车销售人员加强销售价格考核力度、广告宣传投入减少及汽车制造商返利投放增加所致；由于业务规模较大的两个汽车城（芜湖、合肥）受政府建设高架路桥的影响，维修业务量继续下滑，公司维修及配件业务收入继续下降；驾驶员培训业务收入较上年增长15.17%，但由于新开业的阜阳和亳州驾校招生未达预期，学费总体有所下降，该业务毛利率较上年下滑15.71个百分点；经纪与咨询业务有所增长，但由于保险业务竞争激烈，公司加大对客户的返利比例，毛利率较上年下滑10.43个百分点；汽车金融服务收入较上年增长较快，但收入规模较小，对收入贡献有限。整体来看，公司汽车销售业务盈利能力较弱，而依托整车销售业务的衍生服务为公司贡献较好的盈利。

表4 2014-2015 年公司营业收入情况（单位：万元）

产品分类	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
汽车销售	465,670.44	1.61%	468,193.25	0.72%
维修及配件	38,492.99	31.16%	41,374.97	30.75%
驾驶员培训	7,474.94	33.05%	6,490.40	48.76%
经纪及咨询服务	4,553.11	67.11%	3,891.54	77.54%
汽车金融服务	1,595.72	100.00%	577.97	100.00%
其他业务	4,289.67	88.85%	3,165.63	91.76%
合计	522,076.87	5.83%	523,693.77	4.92%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司对盈利能力差的4S店进行调整或关闭，并加强对销售人员的考核、减少广告宣传费用，汽车销售业务毛利率有所回升；公司汽车销售区域较为集中，市场风险较大，2015年汽车销量略有下降

2015年公司新投入运营4家4S店，分别为芜湖英菲尼迪、宣城一汽丰田、宣城上海大众、宣城一汽大众，并将广德众爱直营店升级为4S店。截至2015年末公司投入运营的4S店为50家。公司汽车销售网络覆盖安徽省下属9个地级市，主要集中在芜湖和宣城两个城市，芜湖和宣城分别有14家和12家4S店。2015年公司获得保时捷的品牌代理权，截至2016年5月末，公司共拥有23个国内外多个著名的汽车品牌代理权，涵盖日、德、美、韩、法

等主要车系及自主品牌，并拥有平行进口资格。

表5 2014-2015 年公司代理品牌、投入运营汽车 4S 店情况（单位：家）

项目	2015 年	2014 年
代理品牌数量	23	22
4S 店数量	65	67
投入运营的 4S 店数量	50	51
在建 4S 店数量	7	9

注：S 店数量包括部分已经建立但截至 2015 年底已经停业的子公司。

资料来源：公司提供，鹏元整理

表6 公司 2014-2015 年投入运营的 4S 店变动情况及 2015 年末在建 4S 店情况（单位：家）

地区	2014 年末投入运营 4S 店数量	2015 年增加	2015 年减少	2015 年末投入运营 4S 店数量	2015 年末在建 4S 店数量	2015 年末在建 4S 店代理品牌	在建 4S 店预计运营时间
芜湖	14	1	1	14	1	保时捷	未定
宣城	10	3	1	12	1	北京现代	2016 年 10 月份左右
合肥	6	0	1	5	1	一汽大众	2016 年 7 月
巢湖	4	0	1	3	0	-	-
黄山	5	0	0	5	0	-	-
广德	2	1	0	3	0	-	-
滁州	3	0	0	3	1	一汽奥迪	2016 年 4 月
安庆	0	0	0	0	1	雪佛兰	未定
阜阳	1	0	0	1	0	-	-
亳州	3	0	1	2	2	上海大众、凯迪拉克	2016 年 12 月
宁国	1	0	0	1	0	-	-
六安	1	0	1	0	0	-	-
省外	1	0	0	1	0	-	-
合计	51	5	6	50	7	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

由于芜湖、宣城等现有主要区域的汽车 4S 店覆盖趋于饱和，公司汽车销售数量有所下滑，2015 年公司实现整车销售数量 39,705 辆，较上年下降 1.17%，部分 4S 店出现亏损。公司针对亏损较轻的 4S 店，加强采购计划管理，加强与厂家的沟通交流，抵制厂家压库的行为，采取滞销车源少进货，畅销车源多进货的策略，从采购源头降低了库存的积压的风险。对于亏损较为严重的 4S 店，公司通过推进业务整合，对盈利能力差的 4S 店进行调整或关闭，2015 年公司关闭了芜湖亚辰、宣城亚达等 6 家 4S 店，其中合肥悦宾、巢湖亚威两家 4S 店的股权对外转让。同时公司加强对 4S 店的管理，对 4S 店的人员进行优化整合，降低人力成本；

加强内部考核，对汽车销售经理人制定最低毛利率考核责任；通过微信公众号等新方式来宣传，减少户外、电视媒体等广告投入，降低广告宣传费用。由于汽车经销商盈利较差，2015年汽车制造商也增加了返利投放幅度。在以上因素的综合影响下，2015年公司汽车销售业务的毛利率回升至1.61%，较上年提高0.89个百分点。

目前，公司有15家汽车4S店未投入运营，其中在建4S店7家，并拟建广德一汽大众4S店，后续仍需要一定规模的资金投入。同时，在国内经济持续走弱、汽车销售市场竞争越发激烈的环境下，公司新建的汽车4S店未来能否达到预期的效益也存在着一定的不确定性。

表7 截至2016年3月末公司拟建4S店情况（单位：家、万元）

地区	数量	总投资额	汽车品牌	预计运营时间
广德	1	1,200.00	一汽大众	2017年3月份
合计	1	1,200.00	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司实现汽车销售收入46.57亿元，分区域看，公司主要销售收入来自于芜湖和宣城，2015年在芜湖区域销售收入20.23亿元，占汽车销售总收入的43.45%，宣城区域实现收入12.66亿元，占汽车销售收入的27.18%，收入集中度较高，易受区域市场需求波动影响。

表8 2014-2015年公司汽车销售业务收入区域分布（单位：万元）

项目	2015年汽车销售收入		2014年汽车销售收入	
	金额	占比	金额	占比
芜湖	202,324.97	43.45%	199,892.38	42.69%
宣城	126,566.50	27.18%	117,692.51	25.14%
合肥	62,190.01	13.35%	68,846.34	14.70%
黄山	29,811.42	6.40%	30,600.47	6.54%
巢湖	18,967.51	4.07%	24,438.83	5.22%
滁州	10,093.41	2.17%	9,590.37	2.05%
皖北	15,716.62	3.38%	17,132.35	3.66%
合计	465,670.44	100.00%	468,193.25	14.70%

资料来源：公司提供，鹏元整理

品牌销售方面，2015年公司汽车销售收入主要来自德系、美系、日系和韩系品牌，收入占比分别为36.40%、23.92%、20.07%和16.41%。从销量和收入变化情况来看，德系、美系较上年有所增长，德系品牌销售13,000辆，同比增长5.60%，销售收入16.95亿元，同比增长2.14%；美系品牌销售9,207辆，同比增长10.61%，销售收入11.14亿元，同比增长15.91%；日系、韩系、法系和自主品牌销量较上年有所下降，其中日系品牌销售7,795辆，

同比下降12.06%，销售收入9.35亿元，同比下降10.36%。

表9 2014-2015 年公司各汽车品牌销售情况（单位：辆、万元）

项目	销售量		销售收入	
	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年
德系品牌	13,000	12,311	169,527.10	165,972.26
日系品牌	7,795	8,864	93,455.99	104,255.42
美系品牌	9,207	8,324	111,405.42	96,115.21
法系品牌	6	123	51.18	1,231.54
韩系品牌	7,337	8,079	76,436.07	81,889.74
自主品牌	1,894	2,004	14,794.67	13,506.00
合计	39,239	39,705	465,670.44	468,193.25

资料来源：公司提供，鹏元整理

依托整车销售业务的衍生服务为公司提供较好的盈利，2015年公司汽车维修及配件收入有所下滑；经纪及咨询业务稳定增长；汽车金融服务收入规模继续保持快速增长，未来仍有较大的发展空间

公司汽车维修服务即4S店为客户提供车辆维修和养护以及零部件销售等业务。跟踪期内，芜湖、合肥两个汽车城继续受政府建设高架路桥影响，维修业务量有所下滑，加上公司汽车整车销量有所下滑，2015年公司维修台次为320,252台，较上年下降2.60%，维修及配件业务实现收入38,492.99万元，较上年下降6.97%，毛利率为31.16%。我国汽车产业链零配件供应商和汽车经销商是以汽车整车制造商为核心，不同整车制造商拥有不同配套体系，不平衡的产业链上下游关系使得零部件厂商无法绕过汽车厂家直接向市场供应零部件，导致汽车维修保养费用高企。随着汽车超出保修期汽车数量的增加，未来公司可能流失部分汽车维修服务的客户，对公司汽车维修及配件收入形成一定的压力。

表10 2014-2015 年公司维修业务情况

项目	2015 年	2014 年
维修台次（台）	320,252	328,808

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司经纪及咨询业务为客户提供保险产品代理和二手车交易代理等服务，2015年公司车辆保险台次33,308台，较上年增长11.89%，实现经纪及咨询业务收入4,553.11万元，较上年增长17.00%。其中保险经纪费4,496万元，较上年增长26.31%。但由于保险业务竞争激烈，公司加大对客户的返利比例，且人工成本有所增加，公司经纪及咨询业务的毛利率明显下降，2015年毛利率为67.11%，较上年下降10.43个百分点。2016年4月，公司与上海阑途信息技术有限公司（以下简称“阑途信息”）签署了合作协议，拟共同出资设立一家金融信息服务公司，公司持股比例30%，阑途信息运营的途虎养车网是一家养车类B2C电

商平台，目前拥有10,000多家合作门店，借助该平台公司保险代理业务有望实现较快增长。

目前公司二手车交易数量较小，对收入贡献较小，2015年公司二手车交易数量为326台，较上年减少5台。

表11 2014-2015年公司保险经纪业务情况

项目	2015年	2014年
车辆保险台次（台）	33,308	29,769
保险经纪费（万元）	4,496	3,560
二手车交易台次（台）	326	331

资料来源：公司提供，鹏元整理

2013年公司子公司芜湖亚夏融资租赁有限公司被商务部确定为第十一批内资融资租赁业务试点企业，公司结合自身优势，将汽车融资租赁作为业务起点，未来可能向其他动产租赁领域延伸。融资租赁是一项高度资金密集型业务，其业务发展需要投入大量资金，并在后续租赁期则逐步实现现金回收。

目前汽车制造商的汽车金融公司、信用卡中心及银行个人信贷部门均可为顾客提供汽车消费贷款，与之相比，公司的汽车融资租赁业务具有贷款利率较低、产品设计灵活的特点，具有一定的竞争优势。风险控制方面，公司对不同的客户群体制定不同的服务方案，并对可能出现违约的客户群体要求有担保措施。同时，公司对逾期的客户指派专门的人员进行催收，目前发生的逾期案例均通过抵押品保全，在可控范围之内。

2015年公司汽车金融租赁业务成交融资租赁928台，较上年增长137.95%；2015年末公司生息资产余额为8,005.29万元，较上年增长162.97%，资金投入规模增长迅速。2014年和2015年公司所销售的汽车中贷款消费的比重分别为15.76%和15.65%，存在较大的替代空间，随着公司汽车融资租赁业务渗透率提高，未来公司汽车金融服务收入将保持快速增长。

表12 2014-2015年公司汽车租赁台次以及生息资产余额

项目	2015年	2014年
租赁台次（台）	928	390
生息资产余额（万元）	8,005.29	3,044.18

资料来源：公司提供，鹏元整理

表13 2014-2015年公司汽车销售业务中消费贷款情况

项目	2015年	2014年
当年贷款消费汽车数量占汽车销售总数的比重	15.65%	15.76%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司完成非公开发行股票，资本实力大幅提升，且募投项目的开展有利于增长公司的竞争实力

2016年公司完成非公开发行股票，扣除发行费用的募集资金净额为97,368.62万元，用

于O2O汽车云服务平台建设项目、汽车融资租赁项目及偿还银行贷款。公司计划将所募集资金中的1.40亿元投资于O2O汽车云服务平台建设项目,用于120家云服务体验店建设和云平台信息化建设,改善公司互联网运作能力,布局汽车后市场;将所募集资金中的5.60亿元用于汽车融资租赁业务,满足汽车金融租赁业务对资金的需求。公司通过非公开发行股票增强了公司的资本实力,且募投项目的开展有利于更好地发掘客户需求,增强公司的核心竞争力,推动公司汽车后市场业务的发展。

跟踪期内,公司新投入运营的驾校贡献一定的收入,但由于新驾校招生低于预期,整体毛利率有所下滑

2015年公司阜阳、亳州驾校投入运营,2016年初合肥和巢湖驾校建成,截至2016年5月末,公司共有8家驾校投入运营。2015年公司驾校共培训学员人数增长至30,616人,其中新投入运营的阜阳和亳州驾校分别培训3,547人和3,425人,贡献一定的收入。2015年实现驾驶员培训收入7,474.94万元,较上年增长15.17%,但由于新运营的阜阳和亳州驾校未达到预期,学费总体有所下降,驾驶员培训业务毛利率较上年下滑15.71个百分点。

截至2016年3月末公司拟建驾校共3家,分别位于怀宁、金寨、六安,新驾校的投入使用预期将为公司带来一定的收益,同时在建驾校为公司带来一定的资金压力。

表14 公司投入运营的驾校情况

驾校名称	学费(元/人)	2015年培训人次(人)
合肥驾校	3,180.00	-
巢湖驾校	2,200.00	-
阜阳驾校	3,030.00	3,547
亳州驾校	2,900.00	3,425
芜湖驾校	2,600.00	13,638
宁国驾校	3,940.00	6,288
宣城驾校	3,580.00	3,718
宁国中溪驾校	3,960.00	-
合计	-	30,616

资料来源:公司提供,鹏元整理

表15 截至2016年3月底年底公司拟建驾校情况(单位:万元)

项目	总投资	预计运营时间
怀宁亚夏万辰机动车驾驶员培训学校有限公司	590.00	未定
金寨亚夏机动车驾驶员培训学校有限公司	1,156.00	2017年12月
六安市亚夏机动车驾驶员培训有限公司	2,070.00	2016年10月
合计	3,816.00	-

资料来源:公司提供,鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季报，报告均采用新会计准则编制。2015年新纳入合并范围的子公司有12家，不再纳入合并范围子公司5家。截至2015年底，公司纳入合并范围的子公司合计88家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，部分资产已抵押，资产流动性一般

随着经营规模的扩张，公司总资产稳定增长，但由于汽车行业整体增速持续下滑，公司扩张速度也逐渐放缓。2015年底，公司总资产为366,710.90万元，较上年增长7.59%。2015年末公司流动资产占总资产中的比例为53.29%。

公司流动资产以货币资金、预付款项、存货为主。2015年末，公司货币资金为65,758.18万元，其中银行存款11,730.45万元、其他货币资金53,894.54万元，其他货币资金包括公司为开具银行承兑汇票存入的保证金及该保证金户产生的银行利息37,666.82万元、为取得汽车合格证质押贷款而存入的赎证保证金及该保证金户产生的银行利息10,788.94万元、新设品牌店存入的建店履约保保证金240.00万元及其他保证金3,000.00万元。2015年末货币资金较上年末增长36.76%，主要系汽车制造商金融公司向公司发放的准时化贷款及公司开具的银行承兑汇票金额较上期增长，相应存入的保证金增长所致。2015年末公司预付账款为32,958.57万元，主要为向汽车销售生产公司预付的购车款和购备件款，账龄在一年以内的占比为98.73%，前五大预付对象为北京现代汽车有限公司、一汽-大众销售有限责任公司、上海通用汽车销售有限公司、上海上汽大众汽车销售有限公司和东风悦达起亚汽车有限公司，合计占比70.93%。2015年末公司存货账面价值为77,767.02万元，较上年下降2.11%，其中账面价值为33,490.59万元的车辆和车辆合格证作为抵押用于取得短期银行借款和开具银行承兑汇票，占存货总规模的43.07%。汽车市场竞争激烈，公司存货存在一定的跌价风险。为了降低存货跌价风险，公司加强存货结构管理，现有存货主要为3个月内新车。

公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产等为主。公司固定资产主要为房屋建筑、运输工具等，2015年末公司固定资产账面价值为74,716.21万元，其中账面价值46,574.91万元的房屋及建筑物已用于债券抵押或贷款抵押。2015年末，在建工程规模为12,122.00万元，较上年增长28.24%，主要系新增汽车4S店所致。2015年末，公司无形资产规模为64,661.89万元，主要是土地使用权，其中账面价值19,708.53万元的土地使用权已用

于债券抵押或贷款抵押。

表16 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	50,356.97	14.21%	65,758.18	17.93%	48,081.48	14.11%
预付款项	32,555.66	9.18%	32,958.57	8.99%	31,704.98	9.30%
存货	76,310.19	21.53%	77,767.02	21.21%	79,441.31	23.31%
流动资产合计	180,315.86	50.87%	195,411.01	53.29%	173,427.22	50.88%
固定资产	75,976.96	21.43%	74,716.21	20.37%	75,146.66	22.05%
在建工程	12,742.96	3.59%	12,122.00	3.31%	9,452.57	2.77%
无形资产	64,302.79	18.14%	64,661.89	17.63%	67,156.94	19.70%
非流动资产合计	174,149.87	49.13%	171,299.88	46.71%	167,423.84	49.12%
资产总计	354,465.74	100.00%	366,710.90	100.00%	340,851.06	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年一季报，鹏元整理

资产运营效率

2015年公司充分利用汽车厂商提供的信用政策，运营效率有所提升

资产运营效率方面，公司汽车销售大部分是现款销售，应收账款金额较小，公司应收账款周转效率较好。2015年汽车销售市场竞争激烈，收入规模较上年略有下滑，公司灵活调节库存，存货周转天数与上年基本持平。同时，公司充分利用汽车厂商提供的信用政策，应付票据规模大幅增加，净营业周期下降为-17.57天。但随着对新建汽车4S店及驾校投资的增加，公司资产规模有所扩大，新建的4S店暂未实现收入、新投入运营的驾校招生规模低于预期，拖累公司资产利用效率，固定资产和总资产周转天数有所上升。

表17 2014-2015年公司主要资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	1.65	1.48
存货周转天数	57.56	57.63
应付账款及应付票据周转天数	76.78	63.95
净营业周期	-17.57	-4.84
流动资产周转天数	127.17	118.00
固定资产周转天数	51.67	43.67
总资产周转天数	243.95	221.41

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015年公司营业收入较上年略有下滑，公司加强对成本控制，盈利能力有所增强

受经济增速放缓及汽车经销市场竞争日益激烈的影响，2015年公司收入较上年略有下滑，为522,076.87万元。面对不断恶化的行业环境，公司对亏损较为严重的4S店进行调整或关停，并加强对销售人员的考核，2015年公汽车销售业务的毛利率较上年上升0.89个百分点，受此影响，公司综合毛利率也相应有所提升，2016年一季度公司综合毛利率水平继续提升至6.80%。2015年公司借款规模增加，因此财务费用有所增加，但公司对4S店人员进行优化整合，提高工作效率，期间费用得到较好的控制，期间费用率较上年略有下降。另外，公司通过转让4S店股权获得投资收益1,995.64万元，2015年公司营业利润亏损规模有所减少。2015年公司资产处置规模较大，营业外收入为4,449.12万元，实现利润总额2,815.04万元、净利润1,407.58万元，公司扭亏为盈。2016年一季度公司期间费用率继续下降，营业利润实现扭亏，营业利润、利润总额和净利润分别为1,716.87万元、1,842.61和1,214.07，经营状况继续好转。

表18 近年公司主要盈利指标

项目	2016年3月	2015年	2014年
营业收入（万元）	142,047.13	522,076.87	523,693.77
营业利润（万元）	1,716.87	-1,068.59	-8,194.52
利润总额（万元）	1,842.61	2,815.04	-4,720.91
净利润（万元）	1,214.07	1,407.58	-5,896.39
综合毛利率	6.80%	5.83%	4.92%
期间费用率	5.28%	5.93%	6.08%
总资产回报率	-	3.14%	0.99%
净资产收益率	-	1.66%	-6.74%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年一季报，鹏元整理

现金流

2015年公司经营活动现金流表现尚可，非公开发行股票在一定程度上缓解了公司的资金压力

由于公司销售基本保持平稳，2015年公司综合毛利率的提高使得净利润实现扭亏，2014和2015年FFO分别为7,162.37万元和14,734.65万元，同时公司继续加强对营运资本的管理，并获得一定的资金占用，因此2015年公司经营活动产生现金流表现尚可，实现净流入18,968.62万元。由于汽车经销环境不断恶化，2015年公司继续缩减投资规模和减缓投资进度，并对亏损严重的汽车4S店进行处置，投资活动产生的现金净流出较上年有所减少。2015年本期债券进入回售期，部分投资者选择回售，公司筹资活动现金净流出10,455.61

万元。

截至2016年3月底，公司在建4S店7家、拟建驾校3家，且公司加大对汽车后服务市场的投入，需要投入较大规模的资金。2016年5月公司完成非公开发行股票，扣除发行费用的募集资金净额为97,368.62万元，资金压力有所缓解。

表19 2014-2015年公司现金流量情况

项目	2015年	2014年
收现比	1.18	1.17
净利润	1,407.58	-5,896.39
非付现费用	9,949.10	8,567.79
非经营损益	3,377.97	4,490.97
FFO	14,734.65	7,162.37
营运资本变化	4,233.96	4,730.02
其中：存货减少（减：增加）	-296.46	70.48
经营性应收项目的减少（减：增加）	-9,022.32	-16,527.36
经营性应付项目的增加（减：减少）	13,552.75	21,186.90
经营活动产生的现金流量净额	18,968.62	11,892.37
投资活动产生的现金流量净额	-9,693.22	-23,853.22
筹资活动产生的现金流量净额	-10,455.61	7,580.24
现金及现金等价物净增加额	-1,180.21	-4,380.61

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率较高，且短期有息负债规模明显增加，即期偿付压力较大

随着公司业务的扩张，经营所需资金不断增加，2015年公司债务规模继续增长，2015年末负债总额为281,409.06万元，较上年增长9.75%。负债规模的持续上涨使得负债与所有者权益比率增长较快，2015年末，负债和所有者权益比率上升至329.90%，公司净资产对负债的保障能力降低。

表20 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	267,949.83	281,409.06	256,412.07
所有者权益	86,515.91	85,301.84	84,438.99
负债与所有者权益比率	309.71%	329.90%	303.67%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年一季报，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2015年末公司流动负债占比升至93.89%。2015年末公司有息债务合计241,743.53万元，较上年增长10.26%，其中短期有限债务

235,010.36万元，较上年大幅增长25.53%，即期偿付压力较大。

公司流动负债主要由短期借款和应付票据、预收账款等组成。因经营规模的扩张，公司银行借款及汽车金融公司借款增加，2015年末公司短期借款规模为120,915.02万元，较上年增长22.79%，主要是为了偿还提前赎回的本期债券增加银行借款所致，其中保证借款、抵押借款、质押借款、信用借款分别为70,582.98万元、25,855.03万元、15,877.01万元和8,500万元。2015年末，公司应付票据规模为110,750.34万元，较上年增加25.48%，主要是公司为缓解流动性压力，增加票据结算所致。应付账款主要是应付工程款及货款，2015年末，公司应付账款规模为5,366.71万元。公司预收款项主要是预收货款、驾校报名费和典当综合费等，2015年末为10,642.59万元。2015年末公司其他应付款为10,104.27万元，较上年增加71.90%，主要是代收代付的驾校考试费和保证金等往来款增加所致。

公司非流动负债主要是应付债券和递延收益，公司应付债券为2012年11月19日发行的本期债券，本期债券于2015年进入回售期，回售金额为22,021.83万元，2015年应付债券账面余额为3,978.17万元。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	119,361.03	44.55%	120,915.02	42.97%	98,472.23	38.40%
应付票据	102,079.88	38.10%	110,750.34	39.36%	88,258.17	34.42%
应付账款	5,012.05	1.87%	5,366.71	1.91%	5,338.36	2.08%
预收款项	10,603.47	3.96%	10,642.59	3.78%	10,025.96	3.91%
其他应付款	7,204.79	2.69%	10,104.27	3.59%	5,877.85	2.29%
流动负债合计	250,820.63	93.61%	264,211.62	93.89%	213,653.68	83.32%
长期借款	2,755.00	1.03%	2,755.00	0.98%	6,100.00	2.38%
应付债券	3,978.17	1.48%	3,978.17	1.41%	25,921.14	10.11%
递延收益	10,396.03	3.88%	10,464.27	3.72%	10,737.25	4.19%
非流动负债合计	17,129.20	6.39%	17,197.44	6.11%	42,758.39	16.68%
负债合计	267,949.83	100.00%	281,409.06	100.00%	256,412.07	100.00%
其中：有息债务	231,519.08	86.40%	241,743.53	85.90%	219,241.54	85.50%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年一季度报，鹏元整理

从偿债能力指标看，2015年末公司资产负债率为76.74%，与上年基本持平，公司负债水平较高，偿债压力较大。2015年公司流动负债规模明显增加，流动比率有所下降，整体来看公司流动比率和速动比率较低，短期偿债能力较弱。2015年公司盈利改善，EBITDA为19,584.19万元，较上年增长85.61%，EBITDA利息保障倍数明显提升，公司盈利对利息保障能力有所提高。

表22 近年公司偿债能力指标

项目	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	75.59%	76.74%	75.23%
流动比率	0.72	0.74	0.81
速动比率	0.41	0.45	0.44
EBITDA (万元)	-	19,584.19	10,551.05
EBITDA 利息保障倍数	-	2.36	1.34
有息负债/EBITDA	-	12.34	20.78

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年一季报，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

资产抵押担保和保证担保一定程度上提高了本期债券的信用水平

本期债券由公司拥有房屋建筑物资产和土地使用权作为抵押资产进行担保，同时由公司股东亚夏实业为本期债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

（一）资产抵押担保

2015年本期债券进入回售期，回售申报数量为2,202,183张，回售申报金额为22,021.83万元（不含利息），剩余规模为3,978.17万元。鉴于本期债券托管金额发生变化，根据《深圳证券交易所公司债券上市规则》（2015年修订）相关规定以及《债券持有人会议规则》和《抵押担保合同》相关条款，公司修订了《抵押担保合同》的相关条款。修订前，本期债券由公司拥有的6处房屋建筑物及11宗土地使用权作为抵押；修订后，本期债券由公司拥有的5处房屋建筑物及4宗土地使用权作为抵押。根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的评估基准日为2016年3月31日的国融兴华评报字【2016】第530005号评估报告，公司用于为本期债券提供抵押的资产账面价值为2,998.12万元，评估价值为6,024.32万元，评估增值3,026.20万元，增值率100.94%。本次抵押资产评估价值为本期债券剩余本金与下一年度利息之和的1.42倍。本期债券抵押资产的评估明细情况见附录五。

表23 2016年本期债券抵质押资产情况（单位：万元）

抵质押资产	最新评估价值	评估基准日
5项房屋建筑物	2,251.63	2016年3月31日
4宗土地使用权	3,773.69	2016年3月31日
总计	6,024.32	-

资料来源：国融兴华评报字【2016】第530005号评估报告，鹏元整理

（二）保证担保

亚夏实业为本期债券承担无条件的不可撤销的连带责任保证担保。2015年，亚夏实业注册资本和实际控制人为周夏耘未发生变化。

2015年亚夏实业主营业务未发生变化，主营业务涵盖汽车销售服务、金融保险、汽车教育、汽车文化、汽车综合配套服务和汽车产业链延伸六大板块。截至2015年末，亚夏实业总资产为60.62亿元，较上年增长15.32%；归属于母公司所有者权益为6.19亿元，较上年增长21.68%；资产负债率为78.10%，负债水平较上年有所上升；2015年亚夏实业实现营业收入53.71亿元，较上年下降1.35%，实现利润总额1.15亿元，较上年下降5.29%。2015年亚夏实业经营活动现金净流出1,603.62万元。

表24 2014-2015年亚夏实业主要财务指标

项目	2015年	2014年
总资产（万元）	606,248.74	525,727.26
归属于母公司所有者权益（万元）	61,854.15	50,831.48
资产负债率	78.10%	76.18%
流动比率	0.94	0.96
速动比率	0.41	0.44
营业收入（万元）	537,120.80	544,480.13
利润总额（万元）	11,467.65	12,108.14
综合毛利率	6.28%	7.94%
净资产收益率	6.82%	4.75%
经营活动现金流净额（万元）	-1,603.62	11,982.40

资料来源：亚夏实业2014-2015年审计报告

综合来看，资产抵押担保和亚夏实业的保证担保一定程度上提升了本期债券的信用水平。

七、评级结论

2015年公司实现汽车销售收入46.57亿元，与上年基本持平，公司对盈利能力差的4S店进行调整或关闭，并加强成本控制，汽车销售业务毛利率回升至1.61%；2016年公司完成非公开发行股票，资本实力大幅提升；资产抵押担保和保证担保有效提升了本期债券信用水平。与此同时，我们注意到2015年国内汽车销售增速继续放缓，公司业务集中于安徽区域，易受区域市场波动影响；公司存货规模较大，汽车市场竞争激烈，存货存在一定存货跌价风险；公司债务水平较高，2015年末公司有息债务合计241,743.53万元，其中短期有限债务235,010.36万元，较上年大幅增长25.53%，即期偿付压力较大。

基于以上情况，本次跟踪评级结果为：公司主体长期信用等级维持为AA-，本期债券信用等级维持为AA，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	50,356.97	65,758.18	48,081.48	52,347.08
应收账款	2,915.83	2,040.32	2,750.16	1,551.01
预付款项	32,555.66	32,958.57	31,704.98	27,795.55
其他应收款	4,490.33	5,000.06	2,453.40	2,573.15
存货	76,310.19	77,767.02	79,441.31	79,968.12
一年内到期的非流动资产	1,669.43	2,322.60	-	-
其他流动资产	12,017.45	9,564.26	8,995.89	5,640.38
流动资产合计	180,315.86	195,411.01	173,427.22	169,875.29
长期应收款	9,683.93	7,866.62	3,465.92	-
投资性房地产	3,545.10	3,555.83	476.51	490.63
固定资产	75,976.96	74,716.21	75,146.66	51,903.47
在建工程	12,742.96	12,122.00	9,452.57	9,670.45
无形资产	64,302.79	64,661.89	67,156.94	49,631.58
商誉	4,477.94	4,477.94	4,563.47	5,159.23
长期待摊费用	131.58	125.84	54.85	74.49
递延所得税资产	3,288.61	3,248.95	2,962.05	176.19
其他非流动资产	-	524.60	4,144.87	16,337.01
非流动资产合计	174,149.87	171,299.88	167,423.84	133,443.06
资产总计	354,465.74	366,710.90	340,851.06	303,318.35
短期借款	119,361.03	120,915.02	98,472.23	81,915.81
应付票据	102,079.88	110,750.34	88,258.17	79,780.10
应付账款	5,012.05	5,366.71	5,338.36	3,521.41
预收款项	10,603.47	10,642.59	10,025.96	6,950.33
应付职工薪酬	334.50	339.67	376.11	352.14
应交税费	2,799.76	2,678.70	4,605.96	2,894.28
应付利息	80.16	69.31	209.04	203.72
其他应付款	7,204.79	10,104.27	5,877.85	4,670.40
一年内到期的非流动负债	3,345.00	3,345.00	490.00	2,610.00
流动负债合计	250,820.63	264,211.62	213,653.68	182,898.19
长期借款	2,755.00	2,755.00	6,100.00	3,990.00
应付债券	3,978.17	3,978.17	25,921.14	25,832.58
递延收益	10,396.03	10,464.27	10,737.25	-
非流动负债合计	17,129.20	17,197.44	42,758.39	29,822.58
负债合计	267,949.83	281,409.06	256,412.07	212,720.77

股本	35,692.80	35,692.80	27,456.00	22,880.00
资本公积	20,268.92	20,268.92	28,468.99	32,876.10
盈余公积	3,890.35	3,890.35	3,579.02	3,579.02
未分配利润	23,574.61	22,331.54	21,133.19	27,913.43
归属于母公司所有者权益合计	83,426.68	82,183.61	80,637.20	87,248.55
少数股东权益	3,089.23	3,118.22	3,801.79	3,349.03
所有者权益合计	86,515.91	85,301.84	84,438.99	90,597.58
负债和所有者权益总计	354,465.74	366,710.90	340,851.06	303,318.35

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业收入	142,047.13	522,076.87	523,693.77	504,574.46
减：营业成本	132,385.60	491,653.43	497,922.19	471,775.01
营业税金及附加	292.55	1,052.11	941.97	803.96
销售费用	3,799.01	13,624.99	14,946.07	13,584.11
管理费用	2,112.21	8,968.92	8,910.10	7,424.91
财务费用	1,584.73	8,376.11	7,971.73	6,133.87
资产减值损失	156.16	1,465.54	1,196.23	436.54
投资收益	-	1,995.64	-	-
二、营业利润	1,716.87	-1,068.59	-8,194.52	4,413.77
加：营业外收入	207.89	4,449.13	3,787.89	3,283.72
减：营业外支出	82.14	565.50	314.27	184.56
三、利润总额	1,842.61	2,815.04	-4,720.91	7,512.94
减：所得税费用	628.54	1,407.46	1,175.48	2,928.38
四、净利润	1,214.07	1,407.58	-5,896.39	4,584.56

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	166,422.71	617,003.28	611,916.90	594,885.61
收到的税费返还	-	106.65	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	575.68	2,135.10	4,106.82	3,482.35
经营活动现金流入小计	166,998.38	619,245.03	616,023.72	598,367.96
购买商品、接受劳务支付的现金	162,532.37	568,404.14	572,928.47	570,068.34
支付给职工以及为职工支付的现金	4,111.34	15,074.88	15,548.66	15,192.71
支付的各项税费	2,781.16	10,312.69	8,569.00	7,431.12
支付其他与经营活动有关的现金	1,550.54	6,484.71	7,085.21	6,954.53
经营活动现金流出小计	170,975.41	600,276.41	604,131.35	599,646.70
经营活动产生的现金流量净额	-3,977.02	18,968.62	11,892.37	-1,278.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,337.59	9,932.00	5,124.48	2,869.35
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	3,678.76	401.80	-
收到其他与投资活动有关的现金	123.05	393.38	11,335.15	372.39
投资活动现金流入小计	1,460.64	14,004.14	16,861.44	3,641.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,950.60	23,145.82	40,714.66	33,155.85
投资支付的现金	-	551.54	-	-
投资活动现金流出小计	5,950.60	23,697.36	40,714.66	35,572.92
投资活动产生的现金流量净额	-4,489.96	-9,693.22	-23,853.22	-31,931.17
吸收投资收到的现金	-	3,469.67	480.00	1,030.00
取得借款收到的现金	94,533.59	312,723.11	281,243.17	226,551.84
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	300.00	-
筹资活动现金流入小计	94,533.59	316,192.78	282,023.17	227,581.84
偿还债务支付的现金	91,397.35	318,227.26	265,639.61	199,584.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,612.64	8,421.13	8,803.32	8,503.17
筹资活动现金流出小计	93,009.99	326,648.39	274,442.93	208,087.46
筹资活动产生的现金流量净额	1,523.60	-10,455.61	7,580.24	19,494.38
五、现金及现金等价物净增加额	-6,943.38	-1,180.21	-4,380.61	-13,715.54
期初现金及现金等价物余额	14,062.43	15,242.64	19,623.25	33,338.79
期末现金及现金等价物余额	7,119.05	14,062.43	15,242.64	19,623.25

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年一季报，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
1、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	1,407.58	-5,896.39	4,584.56
加：资产减值准备	1,465.54	1,196.23	436.54
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,615.05	5,825.29	4,423.52
无形资产摊销	1,797.82	1,491.28	1,101.86
长期待摊费用摊销	70.69	54.99	59.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,231.70	-207.66	-137.88
财务费用	7,892.21	7,484.49	5,573.97
投资损失	-1,995.64	-	2.28
递延所得税资产减少	-286.90	-2,785.86	58.34
存货的减少	-296.46	70.48	-25,312.04
经营性应收项目的减少	-9,022.32	-16,527.36	-11,305.79
经营性应付项目的增加	13,552.75	21,186.90	19,236.16
经营活动产生的现金流量净额	18,968.62	11,892.37	-1,278.74
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动：			
3、现金及现金等价物净增加情况：			
现金的期末余额	14,062.43	15,242.64	19,623.25
减：现金的期初余额	15,242.64	19,623.25	33,338.79
现金及现金等价物净增加额	-1,180.21	-4,380.61	-13,715.54

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年
有息债务(万元)	231,519.08	241,743.53	219,241.54
资产负债率	75.59%	76.74%	75.23%
流动比率	0.72	0.74	0.81
速动比率	0.41	0.45	0.44
综合毛利率	6.80%	5.83%	0.05
总资产回报率	-	3.14%	0.99%
EBITDA(万元)	19,584.19	10,551.05	19,044.42
EBITDA 利息保障倍数	2.36	1.34	3.2

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 债务抵押资产明细

1、房屋建筑物评估明细表（单位：平方米、万元）

权证编号	建筑物名称	建筑 面积	评估价值		
			原值	成新率	净值
巢房地权证字第 145033 号	亚夏东风雪铁龙 4S 店	2,760.42	673.03	0.71	477.85
巢房地权证字第 145035 号	亚夏东风本田 5S 店	3,297.02	803.86	0.71	570.74
巢房地权证字第 144850 号	亚夏雪佛兰 6S 店	3,104.15	756.84	0.71	537.35
芜鸠江区字第 2008015369 号	芜湖广本房产	2,391.92	737.52	0.76	560.51
芜鸠江区字第 2008015371 号	芜湖广本房产	495.50	138.39	0.76	105.17
合计	-	12,049.01	3,109.63	-	2,251.63

资料来源：国融兴华评报字[2016]第 530005 号，鹏元整理

2、土地使用权评估明细表（单位：平方米、万元）

土地权证编号	土地位置	土地 使用 权类型	土地 用途	面积	账面 价值	评估 价值	增值率
巢国用（2009）第00939号	金山路东侧	出让	商业（汽车 贸易市场）	5,692.23	223.10	601.10	169.43%
巢国用（2009）第00940号	金山路东侧	出让	商业（汽车 贸易市场）	5,768.76	241.18	609.18	152.59%
巢国用（2009）第00943号	金山路东侧	出让	商业（汽车 贸易市场）	6,727.09	281.25	710.38	152.58%
芜国用（2007）第279号	鸠江区弋江北 路亚夏汽车城	出让	商业	7,609.00	222.00	1,852.03	734.25%
合计				25,797.08	967.52	3,772.69	289.93%

资料来源：国融兴华评报字[2016]第 530005 号，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数（天）	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
	应付账款周转天数（天）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数（天）	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} * 100\%$
	销售净利率	净利润 / 营业收入 * 100%
	净资产收益率	净利润 / $(\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 * 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) * 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} * 100\%$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入	
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。