

神州租車有限公司 (CAR Inc.)

及其发行的 17 神州 01 与 18 神州 01

# 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(2019)100077】

**评级对象:** 神州租车有限公司 (CAR Inc.) 及其发行的 17 神州 01 与 18 神州 01

	17 神州 01	18 神州 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 24 日
<b>前次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2018 年 4 月 25 日	-
<b>首次评级:</b>	AA+/稳定/AA+/2017 年 7 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 10 月 19 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	211.89	206.40	222.05
总负债	129.71	127.66	142.32
刚性债务	116.82	113.09	126.66
所有者权益	82.19	78.74	79.73
营业收入	64.54	77.17	64.44
净利润	14.60	8.81	2.90
经营性现金净流入量	20.74	8.37	-7.93
EBITDA	36.95	32.61	28.64
资产负债率[%]	61.21	61.85	64.09
权益资本与刚性债务比率[%]	70.35	69.63	62.95
流动比率[%]	222.79	178.90	105.82
现金比率[%]	160.71	122.03	65.42
利息保障倍数[倍]	4.08	2.90	1.86
净资产收益率[%]	19.06	10.95	3.66
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	76.12	22.17	-15.79
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	16.04	9.11	-12.14
EBITDA/利息支出[倍]	6.47	5.26	4.14
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.28	0.24

注: 根据神州租车经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

### 分析师

李育 liyu@shxsj.com  
李超男 lcn@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) 对神州租车有限公司 (CAR Inc.) (简称神州租车、发行人、该公司或公司) 及其发行的“17 神州 01”与“18 神州 01”的跟踪评级反映了 2018 年以来神州租车在市场地位及租赁业务发展等方面所取得的积极变化, 同时也反映了公司在二手车处置、短期偿债及资本性支出等方面面临的压力增大。

#### 主要优势:

- **中国汽车租赁市场发展潜力大。**跟踪期内, 我国居民生活水平提高、商旅消费日益旺盛, 同时居民驾照持有量不断增加, 为汽车租赁市场提供了良好外部环境。
- **市场地位突出。**跟踪期内, 神州租车在车队规模、市场份额、门店覆盖以及牌照持有量等方面处于中国汽车租赁市场领先地位。
- **财务弹性较强。**跟踪期内, 神州租车资本补充渠道较为通畅, 可通过资本市场和债券市场进行融资, 整体具有较强的财务弹性。

#### 主要风险:

- **行业政策风险。**我国汽车租赁行业尚属起步阶段, 政策法规还未完善, 神州租车面临一定的行业政策变动风险。
- **租赁业务风险。**我国汽车出行市场竞争激烈, 神州租车采用竞争性的定价策略, 公司或存在较大的价格竞争风险。
- **即期偿债压力明显上升。**跟踪期内, 神州租车资金消耗量大, 有大量长期借款将于一年内到期, 即期偿债压力明显上升。
- **资本支出压力。**神州租车所处行业属于资本密集型, 需不断补充优质车辆保持市场竞争力, 公司仍将面临较大的资本支出压力。

- **处置车辆风险。**实现车辆残值是神州租车控制成本的核心问题，波动的二手车市场以及处置二手车价格不确定性导致公司面临一定成本压力。跟踪期内，公司为保证租赁车队，二手车处理量大幅减少，2019 年公司将战略性恢复车辆退役速度，未来公司将面临较大的处置压力。
- **汇兑风险。**神州租车具有较大规模的美元负债，公司面临一定的汇兑损失风险。
- **关联交易风险。**神州租车与其关联方神州优车之间存在一定规模的交易，专车行业竞争加剧或将加大关联方经营的不确定性。

### 评级关注

- **关注收购五龙电动车事项。**神州租车拟通过收购五龙电动车股权及可换股债券入局汽车制造市场。目前五龙电动车仍处于亏损状态，本评级机构将持续关注此事件进展及其影响。

### ➤ 未来展望

通过对神州租车及其发行的上述债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；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 神州租车有限公司（CAR Inc.）及其发行的 17 神州 01 与 18 神州 01

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照神州租车有限公司（简称“神州租车”、“该公司”或“公司”）2017 年公司债券（第一期）（简称“17 神州 01”）以及 2018 年公司债券(第一期)(品种一)（简称“18 神州 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据神州租车提供的经审计的 2018 年度财务报表以及相关经营数据，对神州租车的财务状况、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。

经中国证券监督管理委员会“证监许可 [2016]1536 号”文核准，该公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券，用于补充营运资金，采用分期发行方式。公司于 2017 年 4 月 26 日在上海交易所发行了“17 神州 01”，发行规模为 3.00 亿元；公司于 2018 年 4 月 25 日在上海交易所“18 神州 01”，按发行规模为 7.30 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司累计在香港联交所发行了两期美元优先票据，发行金额合计 8.00 亿美元；两期人民币优先票据合计发行金额为 7.50 亿元人民币。同期末，公司已发行尚未到期的债券余额为 17.80 亿元人民币及 8.00 亿美元。截至本报告出具日，公司还本付息情况正常。

根据该公司 2019 年 5 月 14 日公告，公司于 2020 年到期的 5.00 亿美元（发行利率为 6.125%）美元优先票据完成交换要约，现有票据的未偿还本金为 3.28 亿美元；同时公司发行新票据中的 2.00 亿美元新票据以及根据交换要约发行的 1.72 亿美元新票据，新票据本金总额为 3.72 亿美元，票面利率为 8.875%。

**图表 1. 截至本报告出具日，公司存续债券情况**

债项名称	发行金额	起息日	到期日	发行利率 (%)	本息兑付情况
CAR INC N2102	3.00 亿美元	2015-08-11	2021-02-11	6.00	正常付息
CAR INC N2002 <sup>1</sup>	5.00 亿美元	2015-02-04	2020-02-04	6.125	
17 神州 01	3.00 亿元	2017-04-26	2022-04-26 <sup>2</sup>	5.50	
神州租车 6.5% N2021 <sup>3</sup>	7.50 亿元	2018-04-04	2021-04-04 <sup>4</sup>	6.50	
18 神州 01	7.30 亿元	2018-04-25	2021-04-25	6.30	
神州租车 8.875% N2022	3.72 亿美元	2019-05-10	2022-05-10	8.875	尚未还本付息

资料来源：Wind 资讯

<sup>1</sup> 该公司于 2019 年 4 月 23 日公告其就美国境外非美籍人士持有的 5 亿美元 6.125% 未偿还优先票据开展交换要约。

<sup>2</sup> “17 神州 01”下一行权日为 2020 年 4 月 26 日。

<sup>3</sup> 该公司于 2018 年 4 月 4 日发行面值为 4.00 亿元人民币的优先票据（2018 年票据 A），于 2018 年 5 月 2 日发行面值为 3.50 亿元人民币的优先票据（2018 年票据 B），于 2018 年票据 A 合并成为一个系列。

<sup>4</sup> “18 神州 01”下一行权日为 2020 年 4 月 25 日。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比

较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体经济政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适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，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，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长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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**

### **A. 汽车租赁行业**

我国经济持续稳步增长带来的居民消费水平升级需求和公路设施建设的完善，带动汽车消费持续增长；同时养车成本上升、我国居民技术素质的提高、



政府治理交通拥堵和缩减公务车规模的政策引导促成近年来中国汽车租赁市场的快速发展。

### 行业概况

随着中国经济高速增长和居民收入的稳步提高，商业活动日益频繁，促进了对交通运输及商旅出行的需求，同时也带动了旅游与汽车行业消费。未来我国的经济将保持较快的增长速度，并且相应带来居民储蓄水平和消费能力的逐年提高，为汽车租赁业带来了潜在的消费市场。另一方面，近年来中国不断加大基础设施建设的投入，高速公路等基础设施也在不断优化。高等级公路里程的迅猛增长，未来将形成的以高速公路为主的等级干线公路网，以及民航客运业的快速发展，以电子支付化行业为特征的金融结算模式变革，这些都为汽车租赁业务的拓展和结算方式的便捷提供了技术和设备上的支持。

从租车需求来看，根据公安部统计，2018年，全国机动车消费水平继续保持高位，驾驶人数量仍呈高速增长态势。截至2018年末，机动车保有量已达3.27亿辆，其中汽车保有量达2.4亿辆，较上年末增长10.51%；小型载客汽车首次突破2亿辆；2018年全国新注册登记机动车3172万辆。截至2018年末，全国机动车驾驶人突破4亿人，达4.09亿人，其中汽车驾驶人3.69亿人，驾驶员数量和汽车保有量之间存在巨大缺口。在目前的汽车消费环境下，汽车租赁将是其中绝大多数人的首选。由于大中城市人口、交通和停车场地的限制，使政府对私人汽车消费采取限制性措施。相较于私车，租车使用价值和有效率要高，费用则相对低廉；租车减轻了个人在汽车保养、维修、停放等方面的负担，既满足个人用车需求，又减轻了城市交通拥挤的压力。而根据神州租车发布的《中国汽车租赁黄金十年消费大数据报告》分析，受道路和停车场等相关基础设施等资源限制，中国汽车最大保有量仅为3亿辆，驾驶员数量将达到7亿人，这将刺激租车需求同步猛增。

受益于经济增长的一系列连带效应，且新车销售市场陷入持续低迷，我国汽车租赁市场规模不断扩大尽管国内汽车租赁业正处于起步阶段，但却有巨大的发展潜力。根据《中国汽车租赁黄金十年消费大数据报告》，近年来，在消费者租车用途中，旅游用车占比高达47%，其次为商务用车，占28%。国内旅游业快速发展助推汽车租赁行业进入快车道。近年来，随着国内自驾游的蓬勃发展，我国短期汽车租赁市场进入快速发展期。

从租车资源供给来看，与国外成熟市场相比，中国汽车租赁市场依然处于行业发展初期，仍有很大的成长潜力。中国租车公司区域性布局、本地化服务的经营模式使得中国租车市场仍处于高度分散状态。根据工商局注册信息统计数据，截至2016年末，注册资金规模在50万元以上主营业务为汽车租赁的企业数量为12251家。尽管我国汽车企业数量众多，但是整体营收规模偏小。造成这一现象的原因主要系国内企业处于初级阶段，市场渗透率较低。目前中国汽车租赁公司包括国内汽车租赁公司，如神州租车及一嗨租车，以及中国国有汽车制造商的联署公司，如首汽租车和大众租车。国际汽车租赁公司主要通

过与国内汽车租赁公司合伙参与竞争。国内汽车租赁市场主要竞争因素集中于车队规模、品牌知名度、网络覆盖范围、价格、车型多样性、车况、服务种类的多样性及服务质量等因素。据前瞻产业研究院发布的《汽车租赁行业发展与企业竞争力提升策略分析报告》数据显示，2017年，中国汽车租赁行业市场规模达735亿元，同比增长16.7%，预计至2022年，汽车租赁市场规模在1800亿元左右。

从租车业务形态来看，经营性汽车租赁市场主要分为长期租赁、短期租赁和分时租赁。其中长期租赁市场份额最大，以地方性传统租赁企业为主，市场高度分散；客户群体稳定，企业用户是最主要客户来源，以传统线下经营模式为主。短期租赁以大众消费群体为主，市场集中度高，B2C模式租赁企业占据主要份额，且龙头企业优势明显，如神州租车、一嗨租车、首汽租车，在城市覆盖数量、车队数量等核心要素均有明显优势，线上平台是目前主要的短期租赁途径。分时租赁市场是一种新兴租赁模式，新能源汽车占据90%以上的市场份额，目前以单个或少数几个城市运营为主，厂商和传统租赁企业是主要参与者，主要依托移动互联网技术，满足用户更短时间的出行需求。

近年来，随着共享经济的快速发展，共享文化的周知度和接受度也在国内不断提升。汽车分时租赁是租车行业新兴的一种共享出行模式，指以小时计算提供汽车的随取即用租赁服务，消费者可以按个人用车需求和用车时间预订租车的小时数，其收费将按小时来计算。目前，共享单车、专车/快车、顺风车/拼车等出行方式已为消费者所熟知，使用转化率也较高；相比之下，汽车共享的使用率还处于较低水平。据罗兰贝格相关数据显示，到2018年中国在汽车互联出行年市场容量有望由660亿元人民币增长至3800亿元，年增长率高达79%。同时，根据罗兰贝格预计，中国汽车分时租赁业务前景向好，至2025年，中国分时租赁汽车数量将保持约45%的年复合增长率。

总体来看，中国租车行业起步较晚，目前国内用户市场仍在持续积极的培养阶段，尤其短租市场成熟相对较低，对比美国市场，目前中国租车行业规模较小，市场集中度较低，短租业务比例相对较低，市场普及程度相对不足。但随着中国汽车消费理念转变，汽车保有量和拥有汽车驾照的人数达到较高水平，租车市场潜力巨大。且中国旅游行业的快速发展、大型城市限购、限行等政策的实行对中国租车行业的发展起到有效的推动作用。

### 政策环境

中国汽车租赁发展时间短，相关法律法规不完善，整个行业受政策影响较大。多个地方政府颁布限制法规，包括运营车辆登记、租赁业务的非地方车辆使用限制都会不同程度制约行业发展，行业政策不确定性大。

面临城市交通拥堵问题，各地政府也出台一系列鼓励公共交通、减少私家车等措施，给租车行业创造了有利环境。同时为限制政府机构购买公务用车的数量及车型，政府推行了一系列改革措施。2014年7月16日，国务院颁布了《中央和国家机关公务用车制度改革方案》，停止提供公务车作为一般政府事



务用途等。鉴于上述改革，政府机构预计会采用租车服务满足用车需求。此外，近年来企业租车用户在不断增长。为了少占资金，节省用车成本，一些外企、国有大中型企业及私营企业主都采取租车，一大批持币观望的企业改买车为租车。大专院校、科研机构、医院等事业单位是潜在的租车用户。

为解决城市交通拥堵问题，各地相继实施车辆限购限牌政策。截至 2017 年末，已有 8 个城市（北京、上海、广州、深圳、天津、贵阳、石家庄和杭州）实施限购限牌政策，预计其他城市在将来会实施类似限制措施。此类政策将进一步提高购车难度，直接限制了租赁车队的扩张，尤其是以一线城市为主战场的汽车租赁行业，牌照资源将提高中国汽车租赁行业准入门槛，行业壁垒已显现。

此外，2017 年 6 月 1 日，为促进汽车租赁业健康发展，交通运输部会同住房和城乡建设部研究起草了《关于促进汽车租赁业健康发展的指导意见（征求意见稿）》，提出规范汽车租赁车辆管理、落实汽车租赁身份查验制度、提升线上线下服务能力、建立健全配套政策措施及加快推进制度标准建设等意见。目前相关政策法规还未完善，汽车租赁企业面临一定的行业政策变动风险。

### 竞争格局/态势

汽车租赁公司之间的竞争主要集中于车队规模、品牌知名度、网络覆盖、价格、车型多样性及车况、服务种类的多样性及客服质素等方面。目前，中国短租市场主要由神州租车、一嗨租车、赢时通等公司，长租市场主要有首汽租赁、大众汽车租赁、安飞士-安吉等公司。汽车租赁公司需要大量资金和车辆以及服务网络的支持，属于资本密集型企业。目前，租车市场行业集中度相对较低，市场区域分布明显，一线市场是主要消费市场。且租车市场价格高度敏感，市场竞争较为激烈。

图表 2. 行业内核心样本企业 2018 年度基本数据概览（单位：亿元，个，辆）

核心样本企业名称	核心经营指标					核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	运营城市	服务网点数	期末车辆数	二手车销量	总资产	资产负债率%	EBITDA	净利润	经营性净现金流
一嗨汽车租赁有限公司(eHi Car Services Limited)	15.01	300+	4000+	70000+	-	110.76	62.32	6.51	0.12	-
首汽租赁有限责任公司	31.98	79	1100+	~70000	-	85.08	66.31	-	0.44	-0.20
神州租车有限公司(CAR Inc.)	64.44	246	1259	135191	12596	222.05	64.09	28.64	2.90	-7.93

资料来源：新世纪评级整理，其中一嗨汽车租赁有限公司数据为 2018 年 6 月末（上半年度）数据，首汽租赁有限责任公司数据为 2017 年末（度）数据

### 风险关注

**行业政策风险。**我国汽车租赁行业尚属起步阶段，政策法规还未完善，汽车租赁企业面临一定的行业政策变动风险。

**资本支出压力。**汽车租赁企业前期需要大规模投入，属于资本密集型企业，需不断补充优质车辆保持市场竞争力，普遍存在资本支出压力大及资产负债率

高的现象。

**运营成本较大。**对于汽车租赁企业来说，收入来源主要是依靠租金收入及二手车处置收入，线下运营压力较大，服务网络点的建设、车辆调度的动态平衡、风险把控以及汽车维护使得汽车租赁企业面临较大的运营成本。

**市场竞争激烈。**我国汽车租赁行业集中度较低，市场竞争激烈，且租车行业受价格高度敏感，汽车租赁行业中存在较大的市场竞争风险。

## **B. 二手车销售行业**

**跟踪期内，二手车市场交易量仍呈现快速增长，二手车交易均价有所下降。伴随市场容量变大、限迁取消等政策利好，未来二手车市场发展前景仍较好。**

对于汽车租赁企业来说，当其租车业务中所购置车辆达到一定车龄后，企业通过各类渠道向终端客户和经销商出售二手车。

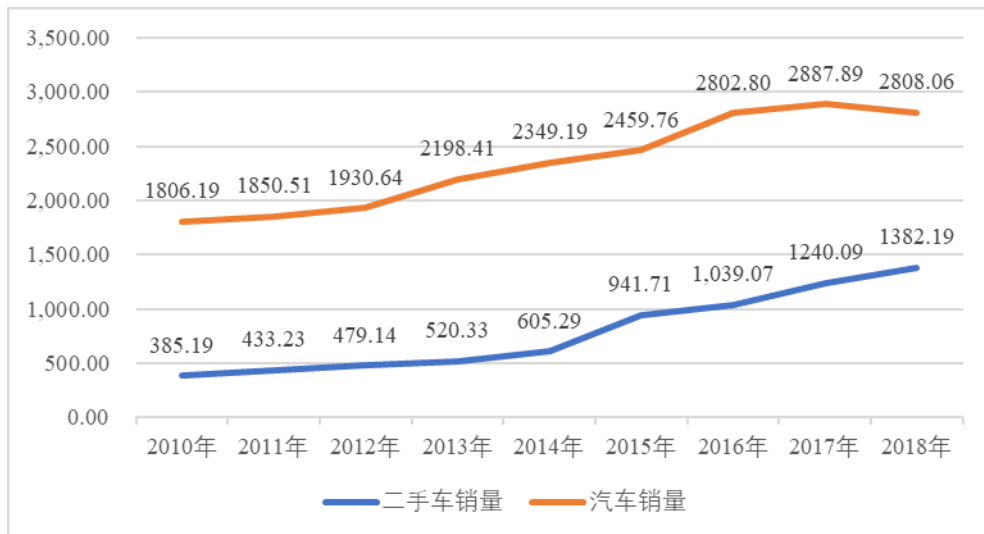
二手车作为大宗耐用消费品，地域偏好、不同车型贬值速度、车辆性价比等，都会在一定程度上影响其交易情况。近年来，二手车市场活力逐渐被放大，2018年全国汽车销量2808.06万辆，同比下降2.76%，为自2010年以来首次出现下降。2018年全国二手车销量为1382.19万辆，同比增长11.46%；其中基本型乘用车共交易822.20万辆，同比增长11.56%；客车146.78万辆，同比增长10.18%；载货车122.28万辆，同比增长9.48%；SUV113.56万辆，同比增长30.83%；MPV78.19万辆，同比增长8.09%。在车龄分布方面，使用年限在3-6年的交易量最多，占比为42.67%，其次是3年内为23.87%，二手车限迁逐步取消使得7-10年以及10年以上车辆占比有所增加。在价格方面，3万元及以下价格区间的车辆占比为36.36%，3-5万价格车辆占比为19.57%，5-8万价格车辆占比为17.33%，二手车交易均价为6.22万元，同比下降0.31万元。二手车交易逐步向车龄较低的准新车区间过渡。

此外，随着二手车电商平台的发展，二手车电商渗透率持续提升。伴随市场容量进一步变大、二手车限迁<sup>5</sup>取消等政策利好，未来二手车市场发展前景较好。

---

<sup>5</sup> “二手车限迁”指部分省市对于外省或者外市的二手车，采取强制限制环保标准、限制年限等要求，以规避外地二手车大量涌入当地二手车市场。2018年3月的全国人民代表大会宣布，全面取消二手车限迁政策。

图表 3. 2010-2018 年全国汽车及二手车销量情况（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司租赁业务收入整体保持稳定增长，新推出面向个人终端客户的融资租赁业务；为保障分时租赁服务车辆，公司减缓汽车退役速度，使得二手车销售量大幅缩减，公司整体营业收入规模缩小。汽车租赁行业市场竞争激烈和车队租赁规模下降持续对公司经营造成一定压力。

跟踪期内，该公司营业收入仍由租赁收入与二手车销售收入构成。2018 年以来，公司汽车租赁业务发展稳健，业务收入保持增长；受到神州优车股份有限公司（简称“神州优车”）网约车车队规模缩小，公司车队租赁业务规模进一步缩减。为保障分时租赁服务车辆的供应，公司减缓汽车退役速度，使得同期二手车销量同比大幅缩减。2018 年，公司实现营业收入 64.44 亿元，同比下降 16.50%。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
租赁业务（汽车、车队）	国内	规模、资源、成本、政策等
二手车销售	国内	规模、成本等

资料来源：神州租车

### (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，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年
营业收入合计	64.54	77.17	66.44
其中：租赁业务收入（亿元）	50.16	50.48	53.40
在营业收入中所占比重（%）	77.72	65.42	82.87

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年
其中：汽车租赁收入（亿元）	28.47	37.92	44.85
车队租赁及其他收入（亿元）	21.26	12.56	8.55
二手车销售收入（亿元）	14.38	26.69	11.04
在营业收入中所占比重（%）	22.28	34.58	17.13
<b>毛利率（%）</b>	<b>32.32</b>	<b>25.20</b>	<b>32.34</b>
其中：租赁业务（%）	42.44	39.09	39.83
二手车销售（%）	-2.97	-1.07	-3.93

资料来源：神州租车（四舍五入存在尾差）

## A. 租赁业务

### 规模

跟踪期内，租赁业务作为该公司的核心业务发展稳定。从收入结构看，租赁业务持续是公司主要收入来源，2018 年公司租赁业务收入为 53.40 亿元，同比增长 5.78%，同期占营业收入的比重为 82.87%，占比同比大幅上升 17.46 个百分点，主要系二手车销售业务大幅缩减所致。

跟踪期内，在租赁业务中，汽车租赁<sup>6</sup>业务收入占比仍较大，2018 年汽车租赁业务收入为 44.85 亿元，同比增长 18.26%；占租赁收入的比例为 83.98%，同比上升 8.87 个百分点。同期车队租赁及其他收入为 8.55 亿元，同比下降 31.91%，主要系神州优车网约车队规模缩小所致。2018 年，公司租赁业务毛利率为 39.83%，同比上升 0.74 个百分点，盈利能力基本保持稳定。

近年来汽车短租需求日益旺盛，为迎合市场需求以及稳固市场领导地位等因素考虑，加快车辆更新换代，该公司不断加大购车力度，且为保障分时共享服务车辆，公司减缓汽车退役速度。截至 2018 年末，公司车队总规模为 135191 辆，较上年末增长 31.89%。公司运营车队仍以汽车租赁车队为主，2018 年末汽车租赁车辆规模占运营车队总规模的比例为 82.20%，且汽车租赁车队主要为市场流行车型，覆盖市场上大部分类别及主要品牌。

**图表 6. 公司近年末车队规模及构成情况（单位：辆）**

业务类别	2016 年末	2017 年末	2018 年末
运营车队总规模	89813	93124	125311
待售退役车辆	3292	7568	8140
持有待售车辆	3344	1808	1740
<b>车队总规模</b>	<b>96449</b>	<b>102500</b>	<b>135191</b>

注：根据神州租车提供的数据绘制

从车队规模及构成看，该公司拥有中国最大的汽车租赁车队。2018 年，公司购买新车数量约 4.5 万辆，与上年基本持平。截至 2018 年末，公司的总车

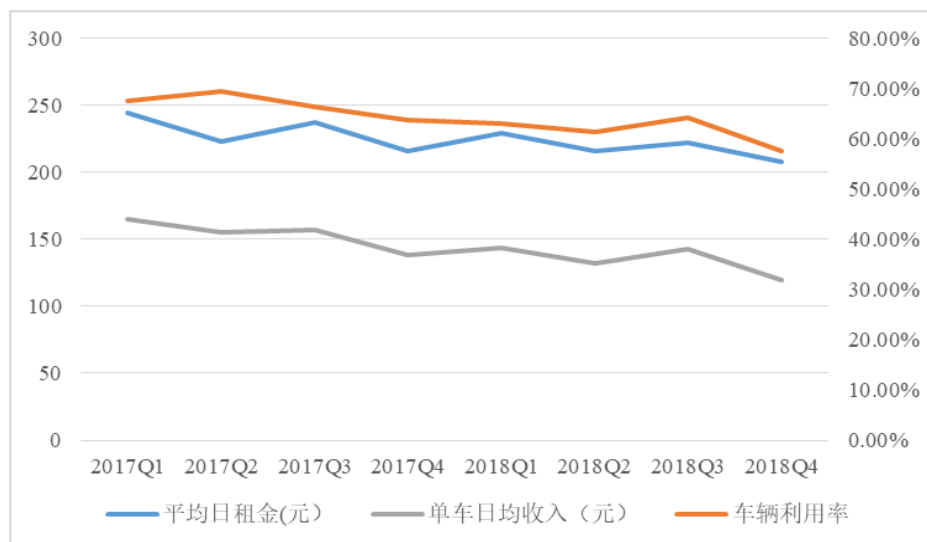
<sup>6</sup> 该公司原租赁业务分类分为短租、长租、融资租赁及其他业务，自 2017 年第一季度起，为更好地匹配租赁收入及运营车队在业务性质方面的发展，公司将租赁业务重新分类为汽车租赁、车队租赁、融资租赁及其他。2017 年年度报告对 2016 年经营数据进行重新分类。

队规模到达 135191 辆<sup>7</sup>，运营车队规模达到 125311 辆，退役车队 8140 辆，持有待售车队 1740 辆。近年公司所购车辆车型逐渐集中，且所购置车辆折扣力度加大，促使经营车队平均车龄缩短，截至 2018 年末，公司汽车租赁车队平均车龄为 1.6 年。

自 2018 年 3 月 28 日，该公司推出了新的汽车分时共享服务，凭借公司成本优势及利用闲置车队资源方式，扩大公司客户覆盖至更多年轻客户。2018 年 5 月，分时租赁服务网络已拓展至 36 个城市。为了推广新服务，公司战略性地降低了车辆利用率目标，扩大车队供应量。随着分时租赁业务带来车辆需求的增加，公司平均每日汽车租赁车队规模由 2017 年的 68103 辆同比增长 34.80% 至 91802 辆。受益于运营车队的规模与网络覆盖程度的扩大，公司的车队规模效应显现，汽车收入大幅增加，2018 年汽车租赁收入为 44.85 亿元，同比增长 18.26%。

从汽车租赁经营状况看，鉴于汽车租赁市场的领导地位，该公司可根据市场需求、存货水平、租期、地点、预定时间、竞争对手价格以及目标利润率等因素对出租金额进行动态定价。2018 年，公司车辆平均日租金为 218 元，同比下降 5.22%，主要系公司因竞争加剧而采取竞争性定价策略，下调价格所致。同期单车日均收入为 134 元，同比下降 12.42%，主要系公司进一步提高奖励水平以增加获取新客户以及租赁天数增长所致。此外，公司可结合市场行情，调整运营车队规模，调整车辆利用率<sup>8</sup>，2018 年公司车辆利用率为 61.5%，同比下降 5.20 个百分点，主要系公司为推广分时租赁业务，战略性增加每日汽车租赁车队，降低利用率所致。

**图表 7. 公司最近两年车队租赁业务运营情况**



注：根据神州租车提供的数据绘制

该公司车队租赁业务主要根据框架协议向企业提供定制车队管理服务。近

<sup>7</sup> 车队总规模不包括特许加盟商拥有的车队。

<sup>8</sup> 车辆利用率是由汽车租赁车辆租赁总天数除以运营中汽车租赁车辆总天数计算。



年来公司与神州优车进行战略合作，按市场公允租车价格通过车队租赁模式向神州优车提供车辆。合作开始以来，公司开始锁定稳定可观的车队租赁收入，提高车队使用率，创造更多的交叉销售机会以及提升规模效应。自 2017 年以来，为提高运营效率，神州优车推出优驾（即第三方自营车辆）服务，大幅缩小了其网约车车队规模。2018 年公司车队租赁及其他收入同比大幅缩减 31.91% 至 8.55 亿元，预计未来车队租赁业务收入或持续下降。此外，公司车队租赁业务中还包括融资租赁业务。根据公司 2018 年 6 月 25 日《有关与神州优车股份有限公司订立新框架协议的持续关联交易》公告，公司采纳以神州优车销售平台作为主要分销渠道推出其“先租后买”新产品。公司通过神州优车平台向个人终端用户提供融资租赁服务，期限为四年，首付收取车辆价格的 10-15%，到期后车辆所有权归终端用户所有。

### 资源

从牌照持有量看，牌照的监管限制对该公司的车队扩张造成一定限制，但由于前期公司已通过大量购置车辆取得足够牌照，预计公司未来几年在实施牌照限制及预期实施牌照限制的城市能持续保持一定市场份额。截至 2018 年末，公司已持有牌照约 13 万张。

近年来，该公司汽车租赁在业务模式不断进行变革。截至 2018 年末，该公司在中国 246 个城市 1259 个服务网点<sup>9</sup>提供汽车租赁服务。2018 年以来，公司由门店运营改为片区运营，由员工驻店模式改为无人模式，优化了客户体验并提高了运营效率；公司积极采取自助取还举措来提升客户体验。2018 年，公司已完成客户流程及管理系统由线下转为线上的工作，截至 2018 年末，90% 的汽车租赁车队已完成智能化，自建修理厂覆盖城市已达到 46 个，覆盖车辆达 90%、2018 年 12 月，62% 的取车交易通过自助完成。

### 成本

从购车成本以及车辆类型看，目前该公司能够以较大的折扣力度购置新车。近年来，公司已与主要品牌的汽车制造商（包括大众、雪佛兰和别克等品牌）建立稳定合作关系。

图表 8. 公司近年来车队车型情况（单位：%）

2016 年		2017 年		2018 年	
车型	占比	车型	占比	车型	占比
大众	31.9	大众	44.7	大众	36.7
别克	24.1	别克	22.4	雪佛兰	26.0
雪佛兰	13.9	雪佛兰	20.3	别克	17.9
<b>合计</b>	<b>69.9</b>	<b>合计</b>	<b>87.4</b>	<b>合计</b>	<b>80.6</b>

注：根据神州租车提供的数据绘制（四舍五入存在尾差）

<sup>9</sup> 含加盟商

从成本结构来看，该公司租赁业务的营业成本主要由租赁车辆折旧<sup>10</sup>和直接运营成本构成。2018年，公司汽车租赁营业成本为32.13亿元，同比增长4.49%，随着业务规模发展小幅增长。公司直接运营成本主要包括工资成本、门店开支、保险费、维修及保养费等费用，同期直接运营成本占租赁收入的为32.18%；租赁汽车折旧成本在租赁收入中占比为27.99%，同比上升0.78个百分点。

**图表 9. 公司汽车租赁营业成本构成情况（单位：亿元）**

科目类别	2016年	2017年	2018年
汽车租赁成本合计	28.87	30.75	32.13
其中：租赁汽车折旧	12.58	13.74	14.95
直接运营成本	16.29	17.01	17.18

资料来源：神州租车

## B. 二手车销售业务

近年来，该公司战略性地加快车辆更新换代，以提升租赁车辆车况及降低残值风险，公司主要通过网上招标及拍卖平台向终端用户、经销商及特许加盟商出售二手车。根据公司2018年6月25日《有关与神州优车股份有限公司订立新框架协议的持续关联交易》公告，公司采纳以神州优车销售平台作为销售方式处置其退役车辆，向终端用户销售车辆。作为回报，公司向神州优车销售平台支付销售佣金，根据框架协议应付的费用按月出具账单，付款期限为90天内，框架协议为其不超过三年。2018年，由于公司战略性地减缓汽车退役速度以扩大分时共享服务的车辆供应，处置车辆同比大幅缩减65.88%至12596辆，同期二手车销售收入同比下降58.65%至11.04亿元。

从二手车处置过程及车况来看，当车辆运营期满之后，该公司将其停止运营并加入二手车出售程序。2018年，公司二手车平均每车销售价为8.8万元，同比增加1.5万元，主要系公司处置了较多用于车队租赁的中端车型，均价高于汽车租赁车队。

近年来，二手车销售业务加快了该公司回笼资金以完成车队的更新与扩张，减少车队的真实资本投入，但是除节约停运成本外，二手车销售业务本身并不会带来大量盈利，呈现一定亏损。2018年，二手车销售毛利率为-3.93%，同比下降2.86个百分点，主要系处置高端汽车比例较高，产生较大的亏损金额所致。2019年公司计划恢复车辆退役速度，目前二手车市场竞争激烈，公司将面临较大的二手车处置压力。

**图表 10. 近年来，公司二手车残值情况（单位：亿元、%）**

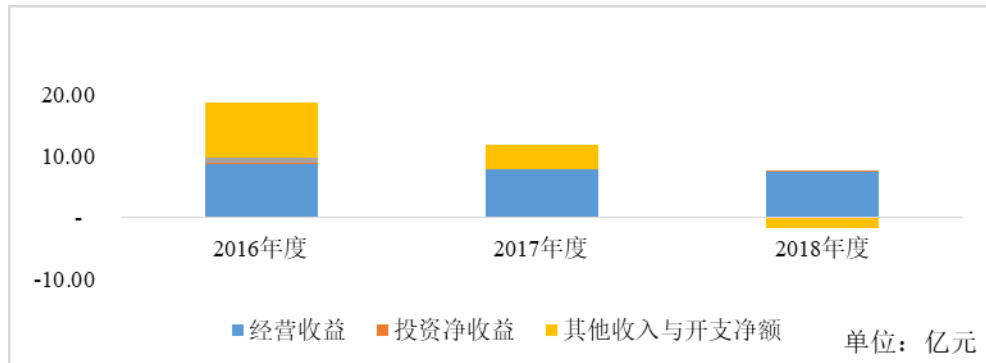
处置车辆	2016年	2017年	2018年
二手车销售收入	14.38	26.69	11.04
二手车销售成本	14.81	26.97	11.47
二手车销售毛利率	-2.97	-1.07	-3.93

注：根据神州租车提供的数据整理

<sup>10</sup> 车辆按直线法折旧，并在每期期末依据二手车市场变化调整残值。

## (2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构



资料来源：根据神州租车所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年
营业收入合计 (亿元)	64.54	77.17	64.44
毛利 (亿元)	20.86	19.45	20.84
期间费用率 (%)	18.75	14.94	20.62
其中：财务费用率 (%)	9.15	8.46	12.14
<b>全年利息支出总额 (亿元)</b>	<b>5.71</b>	<b>6.20</b>	<b>6.92</b>

资料来源：根据神州租车所提供数据整理。

跟踪期内，受二手车销售规模缩减影响，该公司营业收入同比减少 16.50%；但由于二手车业务带来的亏损规模减少，同期公司毛利同比增长 7.14%。同期公司营业利润为 5.95 亿元，同比减少 5.81 亿元。跟踪期内，公司期间费用仍主要由管理费用、财务费用和销售费用构成。2018 年公司期间费用为 13.29 亿元，同比增长 15.26%；期间费用率同比上升 5.68 个百分点至 20.62%。其中公司管理费用同比小幅下降 0.38% 至 4.68 亿元，主要系公司提高了管理效率所致；同时，随着融资规模的扩大，公司财务费用增长较快，2018 年公司财务费用同比增长 19.82% 至 7.82 亿元；同期销售费用同比增加 0.48 亿元至 0.78 亿元，主要系通过基于售出汽车收取佣金的平台处置二手车支付的佣金增加所致。同期，公司其他收入及开支净额为 -1.70 亿元，同比大幅减少 5.53 亿元，主要系其中人民币贬值导致与美元负债有关的未变现汇兑损失为 3.60 亿元，而去年同期产生汇兑收益 4.05 亿元；同期，公司于非对冲衍生工具的公允价值亏损 0.27 亿元，亏损同比减少 1.60 亿元，为订立的合约总金额为 12.30 亿美元的若干远期外币合约的公允价值变动。

2018 年，该公司净利润为 2.90 亿元，同比大幅减少 67.10%，受到汇兑损失影响，整体盈利情况有所趋弱。公司负债主要以美元为主，仍面临一定的汇兑损失风险。

### (3) 运营规划/经营战略

未来三年，该公司主要资本性支出计划集中于购置车辆，根据业务发展以及资金安排规划，预计 2019 年公司新购置车辆 5 万余辆，购车计划支出 50 亿元。

2018 年 7 月 11 日，该公司公告称拟以 0.06 港元/股价格认购 90 亿股五龙电动车（集团）有限公司（简称“五龙电动车”，0729.HK）股份，合计 5.40 亿港元，资金来源为自有资金。以五龙电动车现有股份计算，完成认股后，公司将持有五龙电动车 22% 的股权，成为其最大单一股东。同时，公司将认购五龙电动车 6 亿港元可换股债券，若完成债转股，公司持股比例将升至 37%。五龙电动车主要生产长江牌电动汽车，是工信部和发改委双资质认证的 7 家新建新能源乘用车企业之一，其中乘用车牌照是发改委颁发的国内第二张新能源车牌照，也是第五家获得工信部乘用车资质的企业。根据公司 2019 年 5 月 10 日公告，将订立正式认购协议的最后截止日期延长至 2019 年 8 月 10 日。

截至 2018 年 3 月 31 日止财政年度，五龙电动车实现营业收入 10.58 亿港元，除税前亏损 31.63 亿港元；截至 2018 年 3 月 31 日，五龙电动车资产总额为 106.46 亿港元，负债总额为 84.98 亿元。入股五龙电动车将使公司入局新能源汽车市场，但目前五龙电动车仍呈现亏损，本评级机构将持续关注此事件进展及其影响。

## 管理

**跟踪期内，该公司在管理制度与部门设置上并无大变化。公司股权结构分散，不存在控股股东和实际控制人。**

2018 年，该公司通过香港联交所以总价 2.25 亿港元回购其已发行普通股 35,829,000 股。截至 2019 年 3 月末，公司已发行 2,119,543,261 股普通股，公司的股东较多，股权结构分散，不存在控股股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

2018 年 12 月 18 日，该公司董事会获公司执行董事、创办人兼行政总裁宋一凡女生告知，Dignity Ally Limited，一间于英属处女群岛注册成立并由宋一凡女士全资拥有的公司与 Amber Gem Holdings Limited 于当日签立协议，Dignity Ally Limited 向 Amber Gem Holdings Limited 购买公司 48,123,080 股股份，为当日公司全部已发行股本 2.27%，每股转让价格为 6.6 港元；转让完成后，Amber Gem Holdings Limited 持有公司股份下降 2.27 个百分点至 10.12%。

关联交易方面，近年来该公司主要交易方为神州优车。2018 年，公司向神州优车提供汽车租赁服务 6.78 亿元，同比大幅下降 41.75%，主要系神州优车网约车租赁车队规模缩小所致；同期向神州优车出售二手车 2.15 亿元，同比大幅下降 86.55%，主要系公司二手车销售模式改变，通过买车平台出售二

手车的交易对象为终端用户所致；同期神州优车向公司收取佣金 0.46 亿元，为 2018 年新增交易，主要系公司通过神州优车买买车销售平台寄售二手车产生佣金。2018 年末，公司应收关联方款项为 3.60 亿元，全部为应收神州优车的款项。

根据该公司于 2018 年 8 月 14 日出具的《财务总监及运营总监辞任及委任财务总监》公告，李维先生自 2018 年 9 月 1 日期辞任其财务总监及运营总监职位，以规划其事业发展，并不再担任公司执行副总裁。董事会委任曹光宇先生担任副总裁，自 2018 年 9 月 1 日起代替李维先生出任财务总监。

除上述事项之外，跟踪期内，该公司在管理制度和部门设置上无重大变化。公司组织架构图详见附录二。

根据公开市场信息、审计报告披露信息、该公司提供的信息等，截至 2018 年末，公司不存在违约记录。

**图表 13. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	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	2019/4/8	无	不涉及	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/4/8	无	不涉及	不涉及

资料来源：根据神州租车所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“不涉及”指的是无需填列。

## 财务

跟踪期内，随着经营规模的扩大及车辆退役速度减缓，该公司资产规模及负债规模均有所扩张；公司刚性债务占比较大，资产负债率逐年上升，债务呈现短期化，即期偿债压力进一步加大；但公司可用银行授信充足，且作为上市公司，融资渠道畅通，尚有一定的财务弹性，具备了一定的偿债能力。

### 1. 数据与调整

安永会计师事务所有限公司对该公司的 2016-2018 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。公司执行国际财务报告准则（包括所有国际财务报告准则、国际会计准则及释义、香港公认会计准则及香港公司条例编制）。

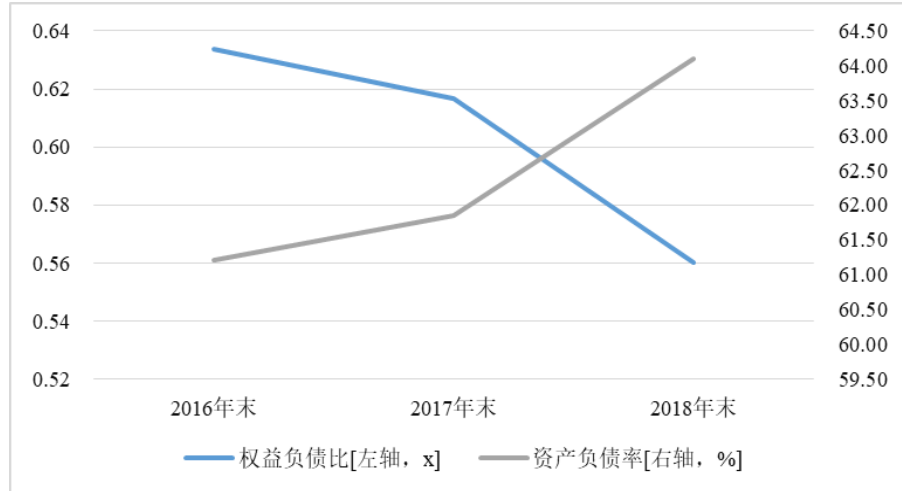
近年来，该公司总体处于运营扩张期，对外部融资依赖程度较高，资产负债率逐年上升，收入规模持续大幅增长，经营性现金流受公司购车计划及二手车销售情况影响有一定的波动。



## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势

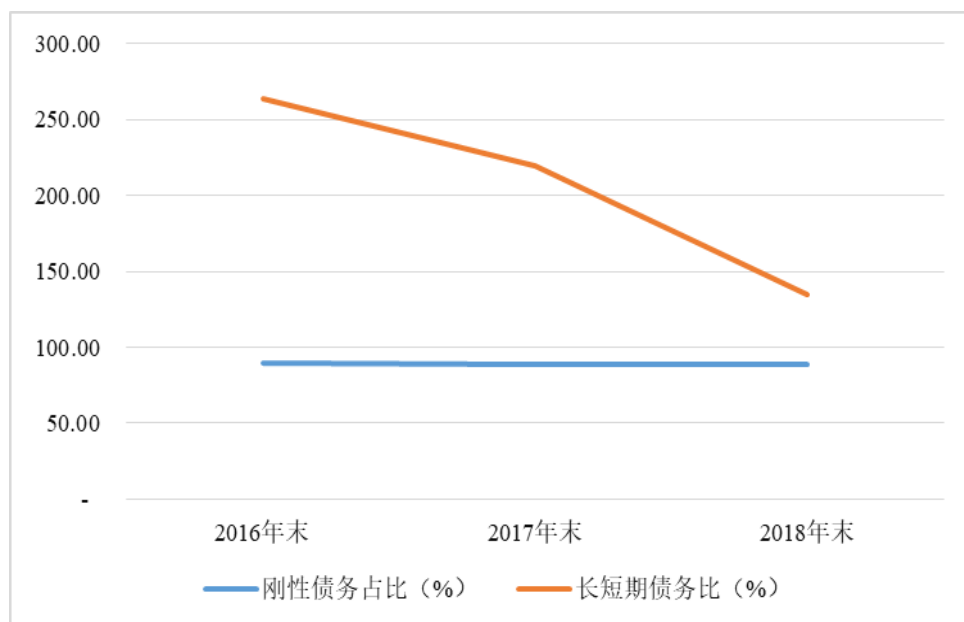


资料来源：根据神州租车所提供数据绘制。

跟踪期内，随着经营规模的不断扩大且车辆退役速度减缓，该公司资金需求量增大，负债规模进一步攀升。2018年末，公司负债总额为142.32亿元，较上年末增长11.48%。同期末，公司所有者权益为79.73亿元，同比小幅增长1.26%。同期末，权益负债比为0.56倍，对负债覆盖程度有所减弱。未来，公司融资需求仍较大，负债水平的控制将受公司盈利能力和融资方式等多种因素影响。

### (2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末
<b>刚性债务 (亿元)</b>	<b>116.82</b>	<b>113.09</b>	<b>126.66</b>
应付账款 (亿元)	1.07	0.87	1.13
预收账款 (亿元)	3.31	3.85	2.50
其他应付款 (亿元)	5.59	7.00	8.70
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>90.07</b>	<b>88.59</b>	<b>89.00</b>
应付账款占比 (%)	0.82	0.68	0.79
预收账款占比 (%)	2.55	3.02	1.76
其他应付款占比 (%)	4.31	5.48	6.11

资料来源：根据神州租车所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，2018 年末该公司长短期债务比为 135.17%，较上年末大幅下降 84.44 个百分点，主要受到长期借款即将到期转入流动负债所致，公司短期偿债压力有所加大。

从负债的构成来看，跟踪期内，该公司债务仍主要为刚性债务。2018 年末，公司刚性债务余额为 126.66 亿元，较上年末增长 12.00%，主要系应付债券的增加，期末刚性债务占负债总额的比例为 89.00%。同期末，公司其他应付款为 8.70 亿元，较上年末增长 24.23%，主要为应付的租金及税项。总体来看，公司负债中刚性债务占比仍较高，存在较大的偿债压力。

### (3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>24.25</b>	<b>26.92</b>	<b>47.00</b>
其中：短期借款	24.25	25.05	47.00
交易性金融负债	-	1.87	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>92.57</b>	<b>86.16</b>	<b>79.66</b>
其中：长期借款	38.21	31.71	7.55
应付债券	54.36	54.45	71.97
交易性金融负债	-	-	0.14

资料来源：根据神州租车所提供数据整理，四舍五入后尾数存在差异。

从债务期限来看，跟踪期内，该公司刚性债务仍主要以中长期刚性债务为主，2018 年末，公司中长期刚性债务为 79.66 亿元，占刚性债务总额的比重为 62.89%，占比较上年末下降 13.30 个百分点；短期刚性债务较上年末增长 74.56% 至 47.00 亿元，现金比率和短期刚性债务覆盖率较上年末分别大幅下降 56.54 和 96.85 个百分点至 65.42% 和 84.24%，公司即期刚性债务偿付压力有所加大。

从刚性债务构成来看，跟踪期内，该公司刚性债务主要由长短期银行借款及应付债券构成。银行借款方面，2018 年末公司银行借款及其他借款（长短期）总额为 54.55 亿元，较上年末减少 3.91%。从借款结构来看，短期借

款规模占比为 86.16%，占比大幅上升 42.03 个百分点。2018 年末，公司短期借款上升至 47.00 亿元，主要用于补充流动资金；其中，短期借款新增加 5.24 亿元保证借款，实际利率为 3.15-5.00%；一年内到期的长期担保借款为 25.90 亿元，实际利率为 4.75-6.00%。同期末，公司长期借款主要为担保借款 7.36 亿元，实际年利率为 4.91-6.23%。公司保证借款担保方主要由七家离岸附属公司以及公司本部作为担保。此外，2018 年末，公司应付债券较上年末大幅增长 32.18% 至 71.97 亿元，其中应付优先票据余额 61.77 亿元，较上年末增长 19.95%，主要系 2018 年发行金额为 7.50 亿元的优先票据所致；应付公司债券余额为 10.21 亿元，较上年末增加 7.25 亿元，主要系 2018 年公司新发行的“18 神州 01”。2018 年末，公司新增 0.14 亿元衍生金融工具负债，为公司订立合约总金额为 3.00 亿元美元的远期外汇合约衍生工具<sup>11</sup>。总体来看，跟踪期内，公司银行借款呈现短期化，且保证借款占比较高；加之应付债券的大幅增加，公司整体刚性兑付压力增加。

图表 17. 近年末公司长短借款情况（单位：亿元）

借款方式	短期借款 <sup>12</sup>			长期借款		
	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
信用借款	17.37	10.84	12.89	6.09	5.49	-
担保借款	6.56	13.21	31.14	32.12	25.96	7.36
抵押借款	0.32	1.00	2.97	-	0.26	0.18
合计	24.25	25.05	47.00	38.21	31.71	7.54

资料来源：根据神州租车所提供资料整理、绘制

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	20.74	8.37	-7.93
EBITDA（亿元）	36.95	32.61	28.64
EBITDA/刚性债务（倍）	0.37	0.28	0.24
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.47	5.26	4.14

资料来源：根据神州租车所提供数据整理。

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。

2018 年该公司购置车辆支出 51.17 亿元，同比增加 6.22 亿元；跟踪期内，由于公司二手车销售量减少且先租后买的融资租赁应收款增加，公司现金回笼速度放缓，同期公司经营性现金流出为 7.93 亿元，同比减少 16.31 亿元，

<sup>11</sup> 该远期外币合约并非制定对冲用途，通过损益按公允价值计量，非对冲货币衍生工具的公允价值总变动于利润表中扣除。

<sup>12</sup> 含一年内到期的长期借款。

呈现大额净流出。

2018年，该公司EBITDA为28.64亿元，同比减少3.97亿元；同期EBITDA对刚性债务和全部利息支出的覆盖倍数分别为0.24倍和4.14倍，同比分别下降0.04倍和1.12倍，对债务和利息支出的覆盖稍有减弱。

## (2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
购买其他物业、厂房及设备	-2.74	-0.67	-1.74
出售于可赎回优先股的投资	-	3.71	-
购买其他流动金融资产	-	-	-5.23
结算衍生金融工具	-	-	-2.00
<b>投资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-2.93</b>	<b>3.35</b>	<b>-8.46</b>

资料来源：根据神州租车所提供数据整理。

从投资环节看，2018年该公司用于购买其他物业、厂房及设备现金支出1.74亿元，支出同比增加1.07亿元；公司用于购买其他流动金融资产支出5.23亿元，为公司购买恒生银行北京分行发行的结构性投资产品所支出现金；同期用于结算衍生金融工具支出2.00亿元。2018年，公司投资环节现金流呈较大规模净流出8.46亿元。

## (3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
银行及其他借款所得款项	45.44	22.23	29.70
偿还银行及其他借款	-17.06	-26.50	-33.71
发行公司债券所得款项	-	2.96	7.22
发行优先票据所得款项	-	-	7.31
回购股份	-4.31	-12.43	-1.98
利息现金支出	-5.82	-5.99	-6.46
<b>筹资环节产生的现金流量净额</b>	<b>18.87</b>	<b>-19.93</b>	<b>-0.04</b>

资料来源：根据神州租车所提供数据整理。

从筹资环节看，跟踪期内，该公司融资规模进一步扩张。2018年公司从银行及其他借款所的款项为29.70亿元，同比增加7.47亿元；发行公司债券所得款项为7.22亿元，同比增加4.26亿元；发行优先票据获得现金流入7.31亿元。同期，公司用于回购股份现金支出规模大幅减少至1.98亿元。2018年公司筹资活动产生的现金流净额为0.04亿元，呈小额流出状态。

从资金平衡模式来看，该公司主要通过外部银行借款、债券融资等方式来满足大规模购车经营需求。近年我国汽车租赁市场尚属起步阶段，公司为迅速占领市场大规模购置购车。同时，为保证用户体验维系品牌，预计未来

公司购车计划仍会带来较大的资本支出压力。

#### 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	79.34	71.46	64.04
	37.44%	34.62%	28.84%
其中：货币资金（亿元）（含受限资金-即期）	57.23	48.74	34.36
贸易应收款（亿元）	1.00	0.92	0.96
存货（亿元）	2.33	1.60	1.91
应收关联方款项（亿元）	5.56	7.59	3.60
预付款、按金及其他应收款项（亿元）	11.72	11.75	15.48
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	132.56	134.94	158.01
	62.56%	65.38%	71.16%
其中：租赁车辆（亿元）	91.77	95.39	107.88
融资租赁应收款项（非流动）（亿元）	1.01	1.15	10.97
于权益股及可赎回优先股的投资（亿元）	30.74	28.07	28.10
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>0.01</b>	<b>0.62</b>	<b>12.19</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>0.01</b>	<b>0.30</b>	<b>5.49</b>

资料来源：根据神州租车所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产规模有所增长。2018 年末，公司资产总额较上年末增长 7.58% 至 222.05 亿元。汽车租赁行业属于资本密集型行业，租赁车辆投入较大，公司资产构成以长期资产为主，符合行业特征；同期末公司非流动资产为 158.01 亿元，占比为 71.16%，占比较上年末上升 5.78 个百分点。公司非流动资产主要由租赁车辆、于权益股及可赎回优先股的投资以及融资租赁应收款构成。2018 年末，公司租赁车辆净值为 107.88 亿元，较上年末增长 13.10%，主要系跟踪期内公司车辆退役速度减缓，车队规模扩张所致。同期末，公司于权益股及可赎回优先股的投资为 28.10 亿元，与上年基本持平，仍主要为对神州优车的股权投资。同期末，公司融资租赁应收款项较上年末大幅增加 9.82 亿元至 10.97 亿元，主要系公司对个人用户汽车融资租赁业务后增加的应收款项。

从流动资产构成情况看，跟踪期内，近年来该公司流动资产主要集中于现金及现金等价物和预付款、按金及其他应收款项等。2018 年末，公司现金及现金等价物为 31.86 亿元，较上年末减少 16.27 亿元；同期末公司受限资金（流动及非流动）余额为 2.51 亿元，较上年末增加 1.89 亿元，主要系为银行贷款作抵押的货币资金，公司可动用的货币资金储备仍较为充裕。同期末，公司预付款、按金及其他应收款项为 15.48 亿元，较上年末增长 31.76%，主要为其他应收第三方支付渠道未提现款项等；同期末公司应收关联方款项较上年末下降 52.55% 至 3.60 亿元，主要系与关联方优车科技开曼款项的结清。此外，2018 年末，公司增加其他流动金融资产 5.23 亿元，为公司购买的结构



化理财产品，收益率为 2.78%-4.40%。

近年来，该公司受限资产除受限的现金资产外，还有用于抵押借款的汽车资产以及其他流动金融资产，2018 年末合计受限资产余额为 12.19 亿元，较上年末大幅增加 11.57 亿元。公司受限金融资产包括期末新增加的其他流动金融资产 5.23 亿元及其利息金额 0.17 亿元，租赁车辆账面价值为 4.27 亿元，期末受限资产占资产总额的比重为 5.49%，占比较上年末上升 5.19 个百分点。

## 5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	222.79	178.90	105.82
速动比率 (%)	216.23	174.90	102.67
现金比率 (%)	160.75	122.06	65.42

资料来源：根据神州租车所提供数据整理。

从资产流动性来看，该公司 2018 年末流动比率和速动比率分别为 105.82% 和 102.67%，分别较上年末下降 73.08 个百分点和 72.23 个百分点。近年来公司资产变现能力较强，资产周转情况整体较好，但短期刚性债务的增加使得跟踪期内公司流动性压力有所增加。

## 6. 表外事项

或有负债方面，截至 2018 年末，该公司暂未对外提供担保。

## 外部支持因素

### 国有大型金融机构支持

截至 2018 年末，该公司合并口径获得境内外金融机构综合授信 88.23 亿元，其中 26.47 亿元尚未使用。此外，公司作为上市企业，具有直接融资能力。整体来看，公司资本补充渠道较为通畅，后续融资空间较充足。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### “17 神州 01” 和 “18 神州 01”

“17 神州 01” 发行期限为 5 (3+2) 年，附第 3 年末该公司调整利率选择权和投资者回售选择权；“18 神州 01” 发行期限为 3 (2+1) 年，附第 2 年

末该公司调整利率选择权和投资者回售选择权。公司有权决定在上述债券存续期的第3年末/第2年末调整上述债券后2年/1年的票面利率，调整后的票面利率为上述债券存续期前3年/2年票面年利率加或减发行人提升或降低的基点。

## 跟踪评级结论

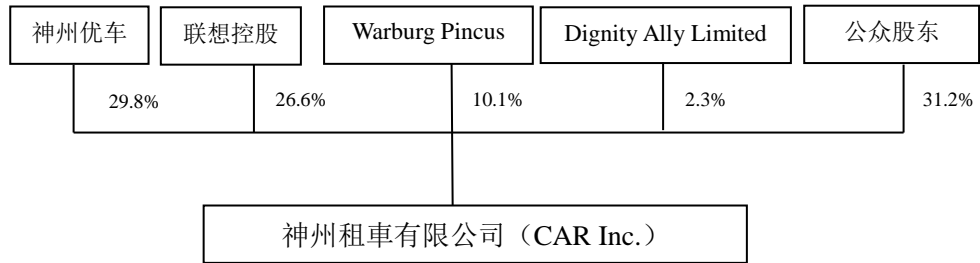
跟踪期内，该公司在管理制度与部门设置上并无大变化。公司股权结构分散，不存在控股股东和实际控制人。

跟踪期内，该公司租赁业务收入整体保持稳定增长，新推出面向个人终端客户的融资租赁业务；为保障分时租赁服务车辆，公司减缓汽车退役速度，使得二手车销售量大幅缩减，公司整体营业收入规模缩小。汽车租赁行业市场竞争激烈和车队租赁规模下降持续对公司经营造成一定压力。

跟踪期内，随着经营规模的扩大及车辆退役速度减缓，该公司资产规模及负债规模均有所扩张；公司刚性债务占比较大，资产负债率逐年上升，债务呈现短期化，即期偿债压力进一步加大；但公司可用银行授信较充足，且作为上市公司，融资渠道较畅通，尚有一定的财务弹性，具备了一定的偿债能力。

附录一：

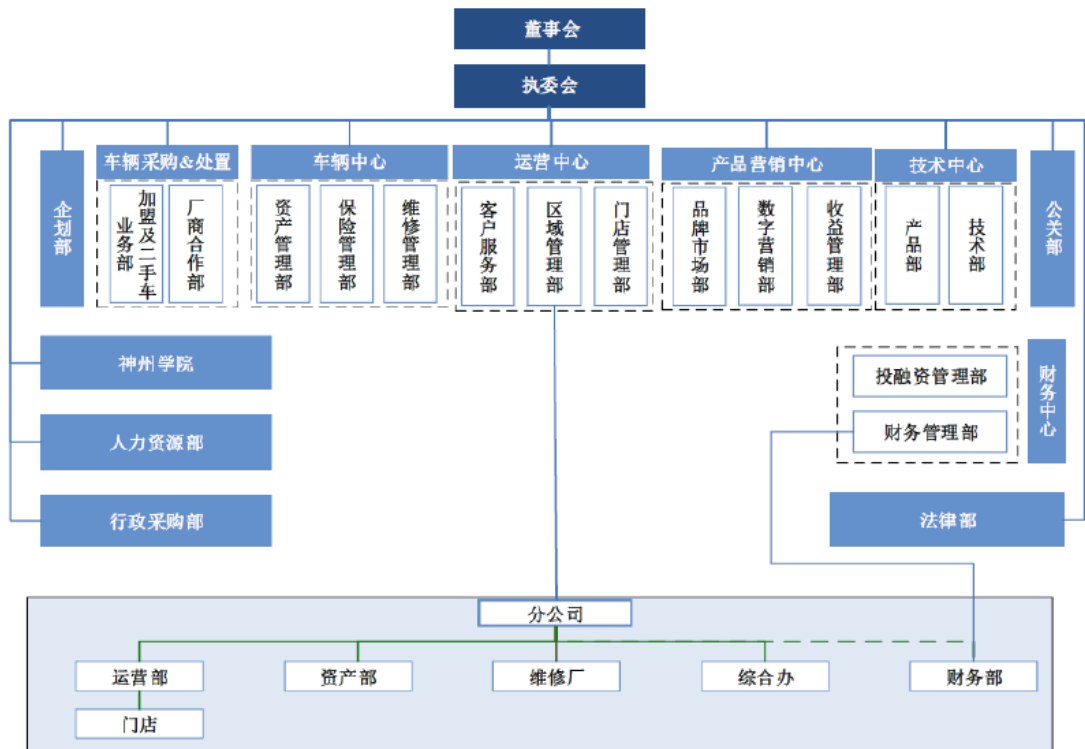
公司与实际控制人关系图



注：根据神州租车提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据神州租车提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	注册资本/已发行股份总额 (境外主体)
全称	注册地			
北京神州汽车租赁有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 37,800 万元
重庆神州汽车租赁有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 30 万元
上海神州华东汽车租赁有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 9 00 万元
北京凯普停车管理有限公司	中国大陆	100	停车管理	人民币 500 万元
无锡神州汽车租赁有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 201 万元
广州神州汽车租赁有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 100 万元
北京北辰汽车租赁有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 3,500 万元
贵阳敬吕商贸有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 3 万元
北京达世行华威劳务服务有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 500 万元
神州租车(中国)有限公司	香港	100	投资控股	1120 万美元
联慧汽车(廊坊)有限公司	中国大陆	100	加工及制造汽车零配件	500 万美元
上海泰畅汽车驾驶服务有限公司	中国大陆	100	驾驶服务	人民币 20 万元
北京卡尔汽车租赁有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 50 万元
Main Star Global Limited	英属处女群岛	100	投资控股	2 美元
海科融资租赁(中国)有限公司	香港	100	投资控股	1 港元
海科融资租赁(北京)有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	19,900 万美元
海科融资租赁(福建)有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	4,900 万美元
浩科融资租赁(上海)有限公司	中国大陆	100	汽车租赁	人民币 176,000 万元

注：根据神州租车 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	211.89	206.40	222.05
货币资金 [亿元]	57.23	48.74	34.36
刚性债务[亿元]	116.82	113.09	126.66
所有者权益 [亿元]	82.19	78.74	79.73
营业收入[亿元]	64.54	77.17	64.44
净利润 [亿元]	14.60	8.81	2.90
EBITDA[亿元]	36.95	32.56	28.64
经营性现金净流入量[亿元]	20.74	8.37	-7.93
投资性现金净流入量[亿元]	-2.93	3.35	-8.46
资产负债率[%]	61.21	61.85	64.09
权益资本与刚性债务比率[%]	70.35	69.63	62.95
流动比率[%]	222.79	178.90	105.82
现金比率[%]	160.71	122.03	65.42
利息保障倍数[倍]	4.08	2.90	1.86
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	24.01	16.98	20.02
毛利率[%]	32.32	25.20	32.34
营业利润率[%]	27.27	15.23	9.23
总资产报酬率[%]	12.42	8.58	6.01
净资产收益率[%]	19.06	10.95	3.66
净资产收益率*[%]	19.06	10.95	3.66
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	76.12	22.17	-15.79
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	16.04	9.11	-12.14
EBITDA/利息支出[倍]	6.47	5.25	4.14
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.28	0.24

注：表中数据依据神州租车经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、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（含）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（含）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。