北京汽车股份有限公司主体与2014年度第二期中期票据信用评级报告

大公报 CYD【2014】224-1 号

中期票据信用等级：AAA
主体信用等级： AAA
评级展望：稳定

发债主体：北京汽车股份有限公司
注册总额：10 亿元
本期发债额度：3 亿元
本期票据期限：7 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：补充流动资金

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014.3	2013	2012	2011
总资产	813.50	831.37	568.72	452.33
所有者权益	309.61	299.83	250.43	173.02
营业收入	133.29	437.34	369.65	344.82
利润总额	10.85	47.11	60.82	64.05
经营性净现金流	7.12	10.58	31.63	-17.84
资产负债率（%）	61.94	63.94	55.97	61.75
债务资本比率（%）	42.42	43.72	36.61	37.27
毛利率（%）	18.83	21.44	23.45	25.86
总资产报酬率（%）	1.59	6.44	11.48	14.75
净资产收益率（%）	3.17	13.97	20.93	34.57
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	2.46	1.28	5.27	-6.14
经营性净现金流/总负债（%）	1.38	2.49	10.59	-

注：2011～2013 年财务数据为三年联审的模拟财务数据，2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：刘长奇
评级小组成员：刘 晨
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

评级观点

北京汽车股份有限公司（以下简称“北汽股份”或“公司”）主要从事乘用车的制造和销售。评级结果反映了中国汽车销量保持增长、公司获得北京市政府和北京汽车集团有限公司（以下简称“北汽集团”）的有力支持、公司自主品牌轿车市场接受程度较好、合资公司北京现代汽车有限公司（以下简称“北京现代”）和北京奔驰汽车有限公司（以下简称“北京奔驰”）销量快速增长且盈利能力增强等优势；同时也反映了自主品牌轿车面临来自合资品牌的竞争压力、国内大型汽车企业竞争愈加激烈、公司未来投资规模较大及毛利率逐年下滑等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力极强，本期中期票据到期不能偿付的风险极小。

预计未来 1～2 年，随着公司新产品市场销售逐步稳定，公司主营业务将保持稳定发展。大公对北汽股份的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 中国已进入汽车消费普及阶段，预计“十二五”期间我国汽车销量仍将保持增长；
- 汽车主要原材料价格处于低位，有利于汽车企业控制生产成本；
- 汽车工业是北京市的重要支柱产业之一，北汽股份获得北汽集团和北京市的多方面支持；
- 公司通过经济性的产品设计、招投标以及要求供应商建立工厂周边物流库等方式有效降低自主品牌采购成本和资金占用；
- 公司自主品牌市场接受程度较好，投产以后销量快速增长；
- 北京奔驰市场竞争力持续提升，销量快速增长，盈利能力增强；
- 北京现代销量快速增长，在国内轿车市场具有较强的市场竞争力。

大公保留对本期票据信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

主要风险/挑战

- 随着合资品牌不断推出低价位产品，自主品牌轿车面临的竞争压力将进一步加大；
- 国家积极鼓励大型汽车企业兼并重组，预计大型企业之间的竞争将更加激烈；
- 公司未来投资需求较大，面临较大的资金压力；
- 受折旧摊销及产品前期销售推广费用影响，公司毛利率逐年下滑；
- 2013 年，公司经营性净现金流对债务和利息的保障能力未能不降。

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年八月二十九日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

北汽股份是根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）【2010】199 号文件批准，由北汽集团、北京首钢股份有限公司和北京国有资本经营管理中心等共同发起设立的股份有限公司。后经多次股权变更，截至 2014 年 3 月末，公司控股股东为北汽集团，实际控制人是北京市国资委，公司股东情况如表 1 所示，公司股权结构图见附件 1。

表 1　截至 2014 年 3 月末公司主要股东情况（单位：万股、%）

企业名称	持股数	持股比例
北京汽车集团有限公司	352,389	55.22
北京首钢股份有限公司	102,875	16.12
戴姆勒股份公司	76,582	12.00
深圳市本源晶鸿股权投资基金企业（有限合伙）	34,214	5.36
北京国有资本经营管理中心	28,089	4.40
北京能源投资(集团)有限公司	26,723	4.19
其他 8 名企业法人	17,310	2.71
合计	**638,182**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

2013 年 7 月，国家发展改革委办公厅同意公司收购北汽集团所持北京奔驰 50%的股权，并进一步对北京奔驰增资取得 1%的股权。重组完成后，北京奔驰的股权结构为：北汽股份持股 51%，戴姆勒股份有限公司（以下简称“戴姆勒”）和戴姆勒东北亚投资有限公司（以下简称“戴姆勒东北亚”）持股 49%。同时，北汽股份向戴姆勒定向增发新股，增发完成后，戴姆勒持有北汽股份 12%的股权。

截至 2014 年 3 月末，北汽股份拥有自主品牌乘用车年产能 35 万辆，控股子公司北京奔驰年产能 12 万辆，参股公司北京现代年产能 90 万辆。2013 年，北汽股份实现自主品牌汽车销售 15.71 万辆，北京奔驰实现销售 11.60 万辆，北京现代实现销售 103.08 万辆。

发债情况

本期票据概况

本期票据是北汽股份面向银行间债券市场发行的中期票据，注册总额 10 亿元，分期发行，第一期正在发行，本期为第二期，发行金额为 3 亿元人民币，发行期限为 7 年，票据面值 100 元，采取薄记建档方式确定固定利率发行，到期日按照面值兑付。本期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据拟募集资金 3 亿元，全部用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

2013 年以来，我国国民经济总体较为平稳，GDP 增速趋缓但经济结构调整取得一定效果；长期而言，经济下行压力仍然存在，随着“稳增长”政策效果的逐步显现，我国经济整体将保持平稳缓慢增长

2013 年以来，我国国民经济运行总体较为平稳，新一届政府更为注重经济增长的质量和效益，通过实施积极的财政政策和稳健的货币政策，不断推动经济结构的转型升级。2013 年我国实现国内生产总值（GDP）56.88 万亿元，其中，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 6.3%、45.9%和 47.9%，第三产业生产总值占 GDP 的比重首次超过第二产业，表明我国经济结构调整效果开始初步显现。

2014 年上半年，我国实现国内生产总值 26.90 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%；分季度看，一季度和二季度同比分别增长 7.4%和 7.5%。受外需不振、产能过剩和房地产市场调整等因素影响，一季度经济下行压力较大；随着一系列“稳增长”政策的出台，二季度经济有所回暖。2014 年 6 月 PMI 指数为 51.0%，连续 4 个月回升，位于荣枯线上方，显示经济开始企稳回升；同时，欧美发达国家经济继续回升，汇丰和官方 PMI 中出口订单指数明显扩大，进出口总额在一季度同比负增长的情况下，二季度增速由负转正，最终上半年进出口总额为 12.39 万亿元人民币，同比增长 1.2%。

从产业结构上看，第三产业延续了 2012 年三季度以来的发展态势，累计增速连续 8 个季度超过第二产业；上半年第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.6%，同比提高 1.3 个百分点，高于第二产业 0.6 个百分点。经济结构调整和转型升级取得一定成效，产业结构逐步由工业主导型向服务主导型转变。

总体而言，2014 年二季度我国经济有所改善，但长期而言我国仍处于“增长速度换档期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加阶段，经济下行的压力仍将长期存在。随着“稳增长”政策效果的进一步显现、外部需求的改善以及经济发展内生动力的逐渐增强，未来经济仍将以“稳”字为主，我国经济整体将保持平稳缓慢增长。

行业及区域经济环境

中国已进入汽车消费普及阶段，预计“十二五”期间我国汽车销量仍将保持增长；随着合资品牌不断推出低价位产品，自主品牌轿车面临的竞争压力将进一步加大

随着经济总量增长和居民生活水平提高，民众对汽车消费需求和购买能力不断上升，中国已开始进入汽车消费普及阶段。2009 年以来中国汽车销量连续五年位列全球首位。2013 年中国汽车销量达到 2,198 万辆，其中乘用车销量 1,793 万辆，同比增长 15.71%。

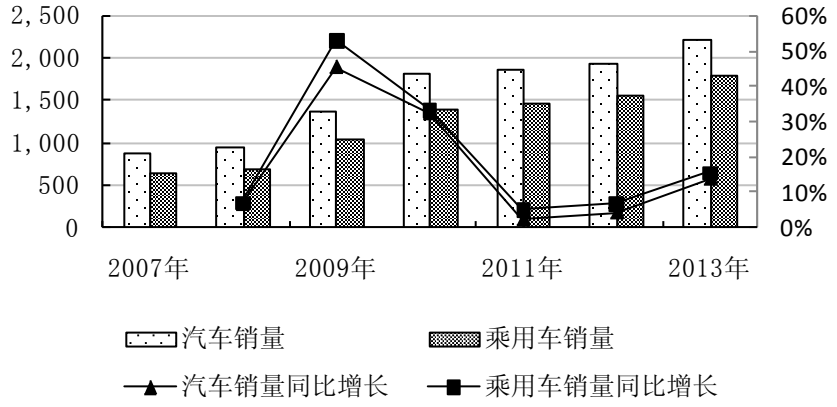


图 1　2007～2013 年中国汽车和乘用车销量情况（单位：万辆）

数据来源：Wind 资讯

2011 年，汽车销量增速明显放缓，主要是受两方面因素影响：从政策层面来看，主要是汽车消费优惠政策的退出以及部分城市开始实施治堵限购政策；从市场层面来看，主要是经历了 2009 年和 2010 年的“爆发式”增长后，部分市场需求已提前释放。2011～2013 年，汽车和乘用车销量增速逐步恢复正常水平。

国内 60%左右的购车者都是首次购车，随着经济发展和居民收入增加，预计未来汽车消费需求将从“单一的首次购车”逐步向“更新购车”和“首次购车”的双重需求转变，二三线城市及农村市场将成为新增长点，“十二五”期间我国汽车销量仍将会保持增长。

轿车是中国家庭第一次购车的首选，是国内乘用车市场销售的主力车类。2005～2013 年，国内轿车销量从 278.86 万辆增长到 1,183.35 万辆，年均复合增长率为 19.80%。2010～2013 年轿车销量占汽车总销量的比重均超过 50%，其中合资品牌在轿车市场的份额超过 70%，自主品牌产品市场份额呈现下降趋势，而且自主品牌的价格较低，品牌影响力较弱，主要集中在中低端市场。随着合资品牌不断推出低价位产品，我国自主品牌轿车面临的竞争压力将进一步加大。

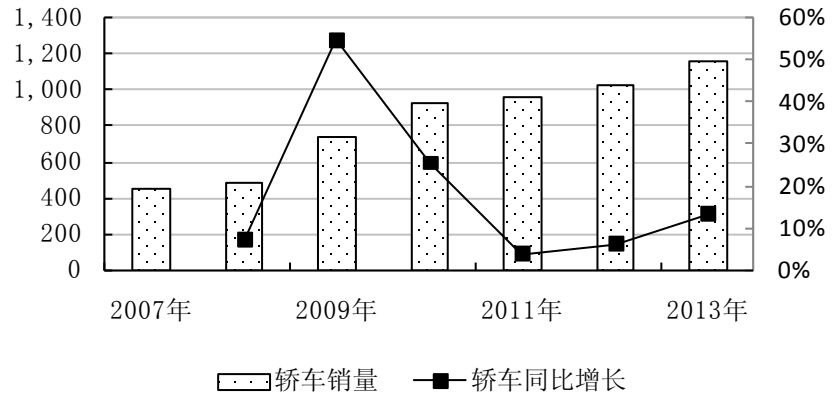


图 2　2007～2013 年我国轿车销量及同比增长情况（单位：万辆）

数据来源：Wind 资讯

汽车主要原材料价格处于低位，有利于汽车企业控制生产成本

钢材、天然橡胶、有色金属和塑料是汽车工业的主要原材料，2012 年以来，受欧债危机和国内经济放缓等因素影响，汽车工业主要原材料价格走低，这在一定程度上有利于汽车企业控制成本。

2010 年以来，天然橡胶价格经历了较大波动，钢材、有色金属和塑料价格相对较为平稳。汽车各主要原材料价格在 2010 年末期均达到最高峰，之后逐步回落。受国内宏观增速趋缓、下游行业需求下降的影响，2012 年以来，塑料价格小幅回升，钢材、有色金属和天然橡胶价格均有所下跌。预计未来 1～2 年，国内宏观经济增长趋缓，汽车主要原材料仍处于价格低位，有利于汽车企业控制生产成本。

图 3　2012 年 1 月～2014 年 4 月汽车工业主要原材料价格指数变化情况（2010 年 1 月 4 日为 100）

数据来源：Wind 资讯

随着产能扩张和竞争加剧，汽车企业利润率呈下降趋势，利润逐渐向研发、维护和金融服务等上下游行业转移

随着产能的提升和竞争的加剧，整车利润率呈下降趋势，利润逐渐向研发、维护和金融服务等上下游行业转移。国内主要汽车企业都开始向上下游高附加值环节渗透业务。

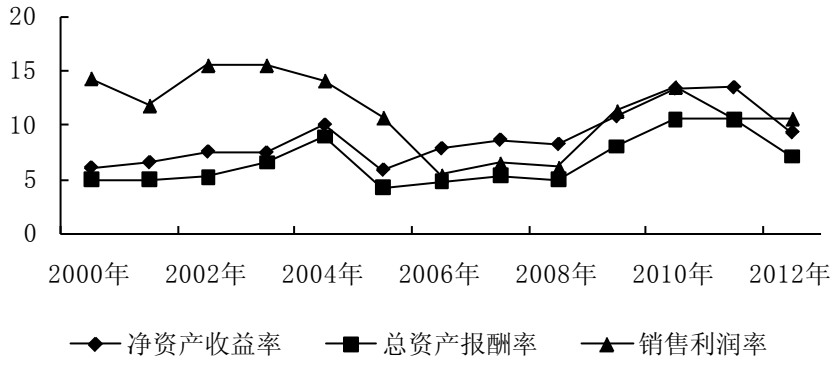


图 4　2000～2012 年我国汽车制造行业主要盈利指标（单位：%）

数据来源：Wind 资讯

我国汽车行业集中度有所上升，国家积极鼓励大型汽车企业兼并重组，预计大型企业之间的竞争将更加激烈

汽车产业具有很强的规模效应，国家积极鼓励大型汽车企业进行兼并重组，我国前十大汽车企业（集团）所占市场份额已从 2008 年的 78.76%上升到 2013 年的 88.38%，汽车行业的集中度不断上升。

表 2　2013 年汽车和乘用车销量前十名企业情况（单位：万辆、%）

排名	汽车		乘用车	
	企业名称	销量	企业名称	销量
1	上汽集团	507.33	上海通用	154.26
2	东风汽车	353.49	上海大众	152.50
3	一汽集团	290.84	一汽大众	151.29
4	长安集团	220.33	上汽通用五菱	142.56
5	北汽集团	211.11	北京现代	103.08
6	广汽集团	100.42	东风日产	92.62
7	华晨汽车	77.74	重庆长安	82.22
8	长城汽车	75.42	长安福特	68.27
9	吉利汽车	54.94	长城汽车	62.74
10	江淮汽车	51.43	一汽丰田	55.47
合计销量	**1,943.05**		**1,065.01**	
合计占比	**88.38**		**59.40**	

数据来源：中国汽车工业协会

但与美国、日本和韩国等国家相比，我国汽车行业的集中度还较低，规模效应还未充分显现。预计未来随着兼并重组活动的增多，大型汽车企业之间的竞争会继续加剧。

北京市是全国政治、文化和国际交流的中心，综合经济实力多年来保持在全国前列；汽车工业是北京市的重要支柱产业之一，公司是北汽集团的乘用车经营主体，获得北京市和北汽集团的多方面支持

北京市是全国政治、文化和国际交流中心，具有人才、技术、政策等诸多优势，其综合经济实力保持在全国前列。2013 年北京市实现国内生产总值 19,501 亿元人民币，同比增长 7.70%；人均国内生产总值 93,213 元，居于全国前列。北京市民平均消费水平远高于全国平均水平，有利于乘用车的销售和推广；同时，北京市作为全国教育及科技创新中心，有利于公司吸引人才、增强技术研发及创新能力。

北汽集团向北京市财政局上报《关于为成立北京汽车股份有限公司申请政府资本金注入的请示》（京汽控政财字[2010]395 号），申请市政府对北汽集团注入资本金 13.17 亿元，用于北汽集团对北汽股份注入资本金，目前资金已经到账，详见下表。此外，北京市政府还通过利息补贴等方式支持北汽股份发展。

表 3　北京市政府资金支持北汽股份情况（单位：亿元）

项目	文件	批准部门	批准文号	金额
统筹资金-增加国家资本金	关于安排北京汽车集团有限公司资本金的批复	北京市发改委	京发改（2011）1135 号	3.00
统筹资金-增加国家资本金	北京市经信委关于下达重大科技成果转化和产业化统筹资金由于增加北汽集团资本金的通知	北京市经信委	京经信委发（2011）96 号	3.00
国有资本预算资金-增加国家资本金	关于拨付国有资本经营预算资金的通知	北京市国资委	-	5.17
统筹资金-增加国家资本金	-	北京市科委	-	2.00
合计	**-**	**-**	**-**	**13.17**

数据来源：根据公司提供的材料整理

汽车工业是北京市的重要支柱产业之一，2003 年以来汽车工业产值对北京市 GDP 的贡献始终位居第一位。北京市“十二五”发展规划将北京现代三工厂和福田汽车中重卡合资项目作为重点项目，将新能源汽车作为战略新兴产业。为支持北汽股份的发展，北京市以优惠价格向北汽股份提供合计 9,428 亩的工业用地，有力保障了北汽股份生产规模扩大的需要。

表 4　北京市政府对北汽股份工业用地的支持情况（单位：亩）	
项目	支持土地的面积
北方基地(自主品牌轿车)	1,500
北京现代第三工厂	2,400
北京奔驰工厂	3,400
动力总成分公司	900
合计	8,200

数据来源：根据公司提供资料整理

经营与竞争

公司主要利润来源于整车制造和销售，营业收入逐年增长；受摊销折旧及新产品推广费用增加影响，公司毛利率逐年下降

公司主营业务为整车制造，其他业务为零配件及售后服务等，整车制造业务又可分为合资品牌和自主品牌两大类，自主品牌业务主要由北汽股份本部承担，合资品牌业务由北京奔驰和北京现代[1]来承担。

2011～2013 年，随着业务规模的扩大，公司营业收入逐年增加，营业收入和利润结构较为稳定。2013 年，公司营业收入同比增加 17.60%，毛利润同比增加 8.17%。

2011～2013 年，公司生产规模扩大导致摊销折旧增加，且新产品不断投入导致销售推广费用增加，因此公司毛利率逐年下降。

表 5　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司收入和利润构成（单位：亿元、%）								
项目	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**133.29**	**100.00**	**437.34**	**100.00**	**369.65**	**100.00**	**344.82**	**100.00**
整车制造	132.14	99.13	429.69	98.25	365.40	98.85	340.40	98.72
其他	1.15	0.87	7.65	1.75	4.26	1.15	4.42	1.28
毛利润	**25.09**	**100.00**	**93.76**	**100.00**	**86.69**	**100.00**	**89.17**	**100.00**
整车制造	24.72	98.51	89.44	95.39	85.87	99.06	86.67	97.19
其他	0.37	1.49	4.32	4.61	0.81	0.94	2.51	2.81
毛利率		**18.83**		**21.44**		**23.45**		**25.86**
整车制造		18.71		20.82		23.50		25.46
其他		32.48		56.48		19.06		56.66

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年 1～3 月，公司新车型销量得到释放，营业收入同比增加 64.46%，毛利润同比增加 46.39%，毛利率同比下降 2.32 个百分点。

[1] 注：截至 2014 年 3 月末，北汽股份持有北京现代 50%股权，未对北京现代合并财务报表。

预计未来 1～2 年，随着新车型市场销售逐步稳定，公司营业收入和毛利润将有所增加，毛利率趋于稳定。

公司通过经济性的产品设计、招投标以及要求供应商建立工厂周边物流库等方式有效降低自主品牌采购成本和资金占用；北京奔驰建立了较为完善的采购制度，有助于保证原材料供应的质量和稳定性

自主品牌方面，公司采用基于 SAP 系统的“控制到业务最前端”理念，通过信息化手段搭建起公司内部统一预算数据平台；持续完善产品销售和配件销售的定价模型，并从产品研发源头开始控制材料成本。公司原材料主要由发动机、车桥、车身、散热系统和汽车饰件等五类零部件构成，零部件均为国产。零部件配套体系管理方式是：首先，采用招投标形式，通过竞标控制生产成本，而且一旦与供应商签订合同，供货期至少一年，实现采购规模效应；其次，为了控制运输成本，公司与一些已经形成规模的供应商达成协议，由这部分供应商在其工厂周边建立物流库，保证公司每周的零部件供应。这样不但可以降低零部件的运输成本，而且可以降低公司的零部件库存规模，减少资金占用，有利于公司整体的资金使用效率的提高。

合资品牌方面，北京奔驰的原材料及零部件分为国内采购件和国外进口件（又称“KD 件”），其中：国内采购件主要包括钢板、生产用原辅料及汽车零部件等约 1,300 余种，由北京奔驰自行采购；KD 件通过德国戴姆勒集团、德国蒂森克虏伯集团等进口。北京奔驰建立了较为完善的采购制度，分别在采购前、供货前、供货过程中、供货后进行持续监督以保证原材料供应的质量和稳定性。主要供应商有德国戴姆勒集团、德国蒂森克虏伯集团、宝钢集团有限公司、北京江森汽车部件有限公司和北京北汽李尔汽车系统有限公司等。

表 6　2013 年公司前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商名称	是否关联	采购品种	采购金额	占总采购额比
供应商一	是	汽车零部件	156,653	12.61
供应商二	是	整车及零部件	144,613	11.64
供应商三	否	油气发动机	67,833	5.46
供应商四	是	仪表板总成、门板、座椅、顶衬	62,646	5.04
供应商五	否	发动机	58,983	4.75
合计	-	-	**490,728**	**39.50**

数据来源：根据公司提供资料整理

● 业务板块 1：自主品牌乘用车业务

公司自主品牌轿车业务主要由北汽股份本部承担，北汽股份本部拥有湖南株洲和北京顺义两个生产基地。株洲生产基地主要生产小型车和微客产品，项目一期已于 2010 年完成；截至 2014 年 3 月末可年产发动机 10 万台、轿车 7 万辆和微客 13 万辆，全部建成后将具备年产 40 万台整车生产能力。顺义生产基地主要生产基于萨博技术平台的

绅宝系列轿车，项目一期已经完工；截至 2014 年 3 月末可年产发动机 30 万台和轿车 15 万辆，全部建成后将具备年产发动机 40 万台和轿车 30 万辆的生产能力。

产品 1：北汽E系列[2]

北汽 E 系列自 2012 年下线以来销量持续增长，市场接受程度较好

2012 年 3 月，北汽股份首款自主品牌轿车——北汽 E 系列在株洲分公司下线，开始批量生产。北汽 E 系列包括两厢和三厢两种车厢形式，5MT 和 4AT 两种变速器型式，以及 1.3L 和 1.5L 两种发动机排量，定位于“年轻人的第一辆车”，力图培养长期客户需求，是国内首款享受“三包”服务的轿车，市场接受程度较好。2012～2013 年及 2014 年 1～3 月，北汽 E 系列销量分别为 2.07 万辆、6.00 万辆和 1.91 万辆。2013 年，小型车（A0 级）销量前四名车型依次为一汽夏利、长安悦翔 V3、北汽 E 系列和长安悦翔。一汽夏利和长安悦翔 V3，车型相对较小，整备质量分别为不超过 900kg 和 985kg。2013 年，同级别长安悦翔和长城 C20R 的销量分别为 5.22 万辆和 1.09 万辆。长安悦翔配置与 E 系列类似，但价位相对较低，性价比较高；长城 C20R 配备 CVT 变速器，在同等级的自主品牌车型中价位处于中高端。

表 7　北汽 E 系列与同级别主要车型配置参数比较

项目	北汽 E 系列三厢	长安悦翔 V3	长安悦翔	长城 C20R
厂商指导价（万元）	5.98～8.78	3.64～4.24	5.79～6.79	6.45～8.35
整备质量（kg）	1,105～1,135	985	-	1,125～1,160
发动机排量（L）	1.3～1.5	1.3	1.5	1.5
最大功率（kw）	73/83	69	84	78
峰值扭矩（Nm）	124/143	121	145	138
变速箱型式	5MT/4AT	5MT	5MT	5MT/CVT

数据来源：根据公开资料搜集整理

产品 2：北汽绅宝系列[3]

2013 年 5 月，北汽股份首款中高级轿车绅宝系列上市，该车型在配置方面在国内自主品牌中处于领先地位，已被北京市纳入公务用车采购目录，预计将能提升公司的品牌形象和竞争力

绅宝系列是北汽股份基于萨博 93 和 95 技术平台而研制的中高级轿车，绅宝 C70G 车型荣获 2012 年北京国际汽车展览会“最佳（自主）首发新车大奖”。萨博汽车是全球最早开发出“涡轮增压”技术的企业，绅宝系列源自于瑞典萨博汽车技术平台，绅宝 D70 采用涡轮增压发动

[2] 不包括 2014 年 3 月划入北汽集团的北汽 E 系列电动车产品。
[3] 不包括 2014 年 3 月划入北汽集团的北汽绅宝系列电动车产品。

机，轻量化底盘、后轮随动转向和驯鹿角安全车身等配置，在国内自主品牌中处于领先地位。

表 8　北汽绅宝系列与同级别自主品牌车型比较

项目	绅宝 D70	比亚迪思锐	1.8T 睿骋
厂商指导价（万元）	13.98～21.58	10.39～15.09	10.98～20.18
整备质量（kg）	1,586～1,600	1,480～1,490	1,595
发动机排量（L）	1.8～2.3	1.5	1.8
发动机型式	涡轮增压/多点电喷	涡轮增压/缸内直喷	涡轮增压/多点电喷
最大功率（kW）	130～184	113	130
最大扭矩（Nm）	240～350	240	230
变速器型式	5AMT	6MT/6DCT	6AT

数据来源：根据公开资料搜集整理

绅宝 D70 于 2013 年 5 月正式投放上市，主要定位于 B 级车市场，该细分市场现有 16 个自主品牌车型，但自主品牌车型月均销量均不到 1,000 辆。2012 年，我国 B 级车市场总销量为 186.20 万辆，同比增长 5.20%，略低于轿车市场 6.20%的平均增速。2013 年，我国 B 级车市场总销量 208.07 万辆，同比增长 11.74%，仍低于轿车市场 13.20%的增速。2014 年 1～3 月，国内自主品牌 B 级轿车总销量约 1.30 万辆，绅宝 D70 销量 912 辆，在自主品牌 B 级车中低于比亚迪 G6、比亚迪思锐和长安睿骋，名列第四位。从基本配置看，绅宝 D70 在国产车处于领先地位，并且还在动力总成等关键配件的供应方面具有完全自给能力。

绅宝 D70 主要竞争对手是合资品牌，国内自主品牌 B 级车的市场份额从 2009 年的 12.10%下降至 2012 年的 5.90%，同其他自主品牌车型一样，绅宝 D70 面临的市场竞争较为激烈。自主品牌在 B 级车市场的竞争劣势主要有两方面的原因，一是品牌影响力较弱，二是在产品技术方面存在差距，自主品牌技术稳定性以及产品操控性能较差。

2014 年 4 月，绅宝 D50 在北京车展上正式上市，绅宝 D50 是一款紧凑型车，采用 1.5L 自然吸气发动机，变速器包括 5AT 和 CVT 两种，厂商指导价在 7.48～11.98 万元之间。此外，绅宝 D60 也将于一年内上市，预计新车型的上市将能较大的提升绅宝系列的产品销量。

国家公务用车采购积极向自主品牌倾斜，北汽绅宝系列在国内同级别自主品牌车型中具有一定的性价比优势，因此北京市政府已经明确将绅宝系列纳入北京市公务用车的采购范围，这将对绅宝系列产品的销售起到有力推动作用。

产品 3：北汽 BJ40 系列

我国 SUV 发展较快，增速超过乘用车市场平均水平，但市场竞争较为激烈；北汽股份的 BJ40 继承了“越野世家”的特点，定位于硬派越野型 SUV，市场上相同风格车型较少，面临较好发展机遇

随着居民购买能力的提升，个性化、多用途需求的车型，正在成为消费者新的考虑，这使得 SUV 市场成为增速最快的细分市场。2005～2013 年，国内 SUV 销量从 19.58 万辆增长至 283.78 万辆，年复合增长率为 39.68%，远高于轿车的年均增长率。但我国 SUV 销量占汽车总销量比例还很低，与发达国家超过 30%的比例相比还有很大的发展空间，预计未来 1～2 年我国 SUV 市场仍将继续保持较快增长态势。

国内 SUV 市场竞争较为激烈，形成了以奥迪 Q5 和奔驰 GLK 等欧美车系为代表的价格主要集中在 30 万元以上区间的高端 SUV 市场，以 RAV4、CRV 和 ix35 等日韩车系为代表的价格主要集中在 20～30 万元区间的中端 SUV 市场，而以长城哈弗和奇瑞瑞虎等自主品牌车型为主的价格主要集中在 6～15 万元的低端 SUV 市场。

北汽股份承继了北汽作为国家军车定点生产企业的传统，其产品主要以硬派越野型 SUV 为主，享有“越野世家”的美誉。BJ40 作为北汽股份首款 SUV 产品，定位于中小型 SUV 市场，于 2013 年下半年批量投放市场，市场上相同风格的车型较少，面临较好的发展机遇。

● 业务板块 2：合资品牌乘用车业务

2013 年 11 月，公司对北京奔驰的持股比例由 50%增加到 51%，开始将北京奔驰纳入合并财务报表。截至 2014 年 3 月末，公司持有北京奔驰 51%的股权，北京奔驰可实现年产 12 万辆轿车和 SUV，对公司的收入贡献较大；公司还持有北京现代 50%的股权，北京现代可实现年产 90 万辆轿车和 SUV，是公司投资收益的主要来源。

产品 1：北京奔驰系列

我国豪华车行业集中度较高，德系豪华品牌占据主导地位；随着城市居民人均消费水平的提升，具有性价比优势的合资品牌豪华乘用车的竞争优势进一步凸显

近年来我国豪华型乘用车市场逐渐形成由奥迪、宝马和奔驰组成的一线品牌与由路虎、雷克萨斯、沃尔沃、保时捷、凯迪拉克和英菲尼迪组成的二线品牌以及其他小众品牌共存的竞争格局。2011～2013 年销量前 3 位的豪华乘用车企业市场占有率均超过 75%，前 4 位市场占有率超过 80.00%，行业集中度较高，德系品牌占据主导地位。

国内豪华乘用车市场销量快速增长。2012 年以来，国内市场豪华品牌乘用车企业加大了降价促销力度，市场竞争形势明显加剧；降价促销措施在一定程度上提升了豪华乘用车的产销量，但却降低了豪华乘用车业务的盈利水平。

表 9　2011～2013 年国内市场豪华乘用车主要品牌销售情况（单位：万辆、%）

品牌名称	2013 年			2012 年			2011 年		
	销量	占比	排序	销量	占比	排序	销量	占比	排序
奥迪	49.20	34.33	1	40.58	34.18	1	31.30	32.55	1
宝马	38.36	26.77	2	32.64	27.49	2	23.26	24.19	2
奔驰	**21.80**	**15.21**	**3**	**19.62**	**16.52**	**3**	**19.33**	**20.10**	**3**
路虎	7.74	5.40	4	6.59	5.55	4	3.61	3.75	6
雷克萨斯	7.40	5.16	5	6.41	5.40	5	5.60	5.82	4
沃尔沃	6.11	4.26	6	4.20	3.54	6	4.72	4.91	5
凯迪拉克	5.00	3.49	7	3.00	2.53	8	3.00	3.12	7
保时捷	3.74	2.61	8	3.12	2.63	7	2.43	2.53	8
英菲尼迪	1.71	1.19	9	1.60	1.35	9	1.91	1.99	9
捷豹	1.79	1.25	10	0.75	0.63	10	0.60	0.62	10
讴歌	0.46	0.32	11	0.23	0.19	11	0.40	0.42	11
合计	143.31	100.00	-	118.74	100.00	-	96.16	100.00	-

数据来源：根据中国汽车工业协会、中国汽车工业年鉴等公开资料整理

中高收入水平的消费者在更换乘用车时，对豪华乘用车的关注力度大幅提高。部分豪华品牌乘用车实现国产化以后，性价比优势更加突出，整体设计和乘坐享受更贴近中国人的需求和审美观。综合来看，近年来国产化豪华乘用车的竞争优势进一步凸显，国内合资品牌豪华乘用车企业面临较好的发展机遇。

北京奔驰市场竞争力持续提升，销量快速增长，盈利能力增强

北京奔驰在中国市场陆续推出新款加长 E 级轿车和 SUV 车型，产品结构得到提升，市场竞争能力增强。全新长轴距 E 级轿车于 2010 年 7 月上市，奔驰 E 级轿车主要竞争车型为宝马 5 系、奥迪 A6L 系列和沃尔沃 S80L 等，目前已稳居细分市场前三名行列。

表 10　2011～2013 年国内中大型轿车市场主要品牌销量（单位：万辆）

序号	主要车型	2013 年	2012 年	2011 年
1	一汽大众奥迪 A6L	14.92	13.80	11.18
2	华晨宝马 5 系	12.34	10.72	6.99
3	**北京奔驰 E 级**	**3.96**	**3.68**	**4.50**
4	丰田皇冠	2.33	2.55	3.03
5	凯迪拉克 XTS	2.01	-	-
6	长安沃尔沃 S80L	0.37	0.56	0.98

数据来源：根据公开资料搜集整理

2011 年 11 月，北京奔驰生产的奔驰 GLK300 下线，这款车的下线将填补北京奔驰在 SUV 产品方面的空白，成为高端 SUV 市场强有力的竞争者，有助于提升北京奔驰的市场竞争能力。

表 11　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月北京奔驰销量情况（单位：辆）

车型	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
北京奔驰 C 级系列	8,320	35,411	30,970	32,585
北京奔驰 E 级系列	12,841	39,623	36,765	44,951
北京奔驰 GLK300	12,428	40,972	25,929	259
合计	**33,589**	**116,006**	**93,664**	**77,795**

数据来源：根据公司提供资料整理

受益于 SUV 车型 GLK300 销量的快速增长，北京奔驰保持较好的盈利状况。2013 年，北京奔驰实现营业收入 366.70 亿元，毛利率 27.02%，净利润 15.87 亿元，经营性净现金流 48.97 亿元。2013 年末，北京奔驰总资产 366.56 亿元，总负债 247.60 亿元，所有者权益 118.96 亿元。

产品 2：北京现代系列

北京现代销量快速增长，在国内轿车市场具有较强的市场竞争力

北京现代成立于 2002 年，到 2011 年 8 月末累计产量突破 300 万辆，成为国内用最短时间突破 300 万辆产量的汽车企业。2012～2013 年，北京现代跻身国内乘用车生产企业第四名。

表 12　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月北京现代销量（单位：辆）

车型	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
朗动	55,382	206,348	81,827	-
瑞纳	56,720	198,667	204,963	138,525
悦动	41,574	171,547	214,753	190,995
索纳塔 8	20,689	104,670	100,477	72,065
伊兰特	8,141	34,454	64,368	113,368
其他车型[4]	33,470	31,114	21,749	70,636
轿车合计	**215,976**	**746,800**	**688,137**	**585,589**
途胜	11,086	52,692	56,184	51,188
ix35	37,192	156,876	108,241	103,023
新胜达	19,968	74,437	7,033	-
SUV 合计	**68,246**	**284,005**	**171,458**	**154,211**
总销量	**284,222**	**1,030,805**	**859,595**	**739,800**

数据来源：根据公司提供资料整理

北京现代的产品可以分为轿车和 SUV 两大类，其轿车产品主要集中在排气量 1.4～2.0 升区间，产品价格集中在 7～25 万元区间，SUV 产品价格集中在 16～25 万元之间。北京现代开始不断升级，中大型汽车产品索纳塔 8 和名图分别于 2011 年和 2013 年陆续上市，2013 年索纳塔 8 月均销量 0.87 万辆，2014 年 1～3 月名图月均销量 1.00 万辆，

[4] 其他车型包括名图、名驭、i30、领翔、雅绅特等。

市场接受程度较好。同时，2012～2013 年及 2014 年 1～3 月，现代 ix35 在 SUV 市场销量排名第四，具有较强的市场竞争力。

受益于销量的持续上升，北京现代盈利状况良好。2013 年，北京现代实现营业收入 1,091.11 亿元，毛利率 26.35%，净利润 108.75 亿元，经营性净现金流 108.95 亿元。2013 年末，北京现代总资产 537.47 亿元，总负债 301.96 亿元，所有者权益 235.51 亿元。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司得到北京市政府和戴姆勒股份有限公司的大力支持，积极推进上市进程，有利于公司治理更加规范化

截至 2014 年 3 月末，北汽集团持有公司 55.22%的股份，为公司的控股股东。北京市国资委全资控股北汽集团，为公司的实际控制人。

北汽股份严格按照《公司法》和《公司章程》的规定，建立由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的法人治理结构。为了便于整合北汽集团内部资源支持北汽股份的发展，北汽集团的部分主要领导在北汽股份兼任职务，这有利于北汽股份更加规范地发展。

北汽股份设立初衷是为整合北汽集团的乘用车资源，大力发展自主品牌乘用车。北汽股份正在积极筹备上市事宜，计划尽快在香港上市。北汽股份上市计划得到北京市国资委和戴姆勒股份公司的大力支持。2013 年 11 月，北汽股份对北京奔驰的持股比例由 50%增加至 51%，同时戴姆勒股份公司作为战略投资者入股，持有北汽股份 12%的股权。上述措施将有力推进北汽股份的上市进程。

战略与管理

北汽股份将进一步整合北汽集团的乘用车资源，提升综合竞争力；公司未来投资需求较大，面临较大的资金压力

北汽股份将进一步整合北汽集团的乘用车资源，优化产品结构，成为带动北汽集团整体发展的龙头。“十二五”期间，北汽股份将以国内市场为主，以基于萨博技术的自主品牌轿车和越野车为龙头，发展成为乘用车产品线齐全、产业链完整、企业结构和布局合理、管理高效、赢利能力强，具有核心竞争能力、自主品牌产品达到国内一流的公司。截至 2014 年 3 月末，公司在建项目仍需投资 137.06 亿元，其中 2014 年后期需投资 52.00 亿元，剩余投资将于后续 2 年内完成，公司面临较大的资金压力。

表 13　截至 2014 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目单位	项目名称	开始年份	预计完工年份	规划投资	已投资	2014 年后期预计投资
1	动力总成公司	动力总成基地生产区（一期）	2011	2016	40.20	20.18	0.90
2	动力总成公司	动力总成基地研发区（一期）	2012	2015	10.01	5.70	1.10
3	北京奔驰	产能扩充项目	2011	2015	81.80	61.14	15.00
4	北京奔驰	技术升级项目	2013	2015	57.30	15.65	20.00
5	北京奔驰	MFA 前驱车一期新建项目	2011	2016	72.36	21.94	15.00
合计	-	-	-	-	261.67	124.61	52.00

数据来源：根据公司提供资料整理

抗风险能力

公司是北汽集团乘用车的整合平台，即拥有北京现代和北京奔驰等知名合资公司，同时又拥有“北京牌”自主品牌轿车。公司经营规模持续快速增长，已经跻身国内乘用车行业第一梯队，具有很高的行业地位，抗风险能力很强。同时，北汽集团和北京市政府对于公司支持力度很大，公司与多家银行已建立良好合作关系，并且已经在银行间市场发行过债券产品，公司还正在进行上市准备工作，融资渠道较为广泛。综上所述，公司具有极强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2011～2013 年及 2014 年 1～3 月财务报表。公司于 2013 年 1 月受让北汽集团持有的合营企业北京奔驰 50%的股权，并于 2013 年 11 月通过增资方式取得了北京奔驰另 1%的股权，从而取得了对北京奔驰的控制权。假设公司在北汽集团持有北京奔驰 50%的股权期间，能够将其纳入合并财务报表范围，并以此作为假设基础编制 2011～2013 年合并财务报表。致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2011～2013 年财务报表进行了三年联审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2014 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

公司处于生产规模扩张阶段，资产规模持续增长，非流动资产占比较大；公司存货周转效率较低

公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主。公司非流动资产规模保持了较快的增长速度，流动资产占比逐年下降。

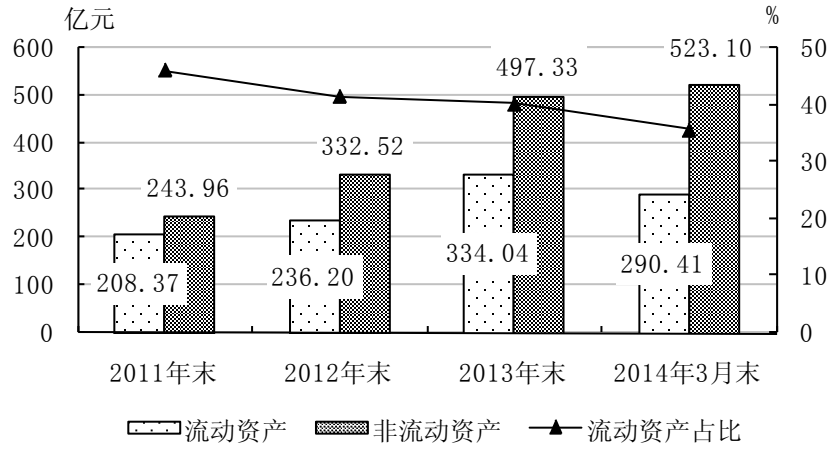


图 5　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产以货币资金、存货、应收账款、应收票据和其他应收款为主。2011～2013 年末，公司货币资金逐年增加，2013 年货币资金中使用受限的资金包括 5.42 亿元银行承兑汇票保证金、质量保函 0.33 亿元、电费保函 0.05 亿元和信用保证金 0.05 亿元。2014 年 3 月末，货币资金较 2013 年末减少 18.51%，其中受限资金包括 5.77 亿元银行承兑汇票保证金、质量保函 0.33 亿元、电费保函 0.05 亿元和信用保证金 0.28 亿元。公司存货规模也不断扩大。2013 年末，存货包括 53.94%的库存商品、22.49%的在途物资和 20.07%的原材料，其中 9.97 亿元处于受限状态。2014 年 3 月末，存货的 5.22 亿元处于受限状态。

表 14　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司流动资产情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末		2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	138.62	47.73	170.10	50.92	123.58	52.32	75.77	36.36
存货	62.51	21.53	74.79	22.39	46.39	19.64	37.75	18.12
应收账款	38.49	13.25	33.98	10.17	43.21	18.30	78.46	37.66
应收票据	23.49	8.09	26.06	7.80	5.71	2.42	8.58	4.12
其他应收款	13.95	4.80	17.39	5.21	11.52	4.88	4.33	2.08
合计	**277.05**	**95.40**	**322.32**	**96.49**	**230.41**	**97.55**	**204.88**	**98.33**

2011～2013 年末，应收账款逐年下降。2013 年末，应收账款已计提 1.61 亿元的坏账准备，综合计提比例为 4.53%。2013 年末，公司 9.97 亿元的存货处于抵质押受限状态。2014 年 3 月末，应收账款较 2013 年末增加 13.27%。2011～2013 年末，公司采用票据支付增多，应收票据逐年递增。2013 年末，应收票据中的 1.66 亿元质押受限。2014 年 3 月末，应收票据较 2013 年末有所减少，其中 2.93 亿元质押受限。2011～2013 年末，公司其他应收款逐年增加。2013 年末，其他应收款 17.39 亿元，已计提坏账准备 0.11 亿元，综合计提比例为 0.64%。

表 15　截至 2014 年 3 月末公司其他应收款情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	年限	是否关联
单位一	41,848	30.01	1 年以内	是
单位二	36,585	26.23	1 年以内	是
单位三	12,237	8.77	1 年以内	是
单位四	6,938	4.97	1 年以内	是
单位五	10,498	7.53	1 年以内	否
合计	108,106	77.52	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产以固定资产、长期股权投资、在建工程、无形资产和开发支出为主。2011 年以来，公司固定资产逐年增加。2013 年末，固定资产较 2012 年末增加 176.57%，主要是在建工程转入较多所致，其中北京奔驰合资品牌 MRA 项目结转 3.34 亿元、动力总成工程建设-建筑工程结转 2.23 亿元、合资品牌 Engine 项目结转 11.75 亿元。2012 年以来，公司在建项目较多，始终保持较大的在建工程规模。2013 年末在建工程包括合资品牌项目 56.38 亿元和自主品牌项目 25.62 亿元。公司无形资产逐年增加，无形资产主要是土地使用权和非专利技术，2013 年末土地使用权较 2012 年末增加 31.39 亿元，主要是北京奔驰土地使用权评估增值所致。公司开发支出较为稳定，主要是用于汽车新技术研发的资本支出。2013 年末，用于轿车、SUV 和交叉型车的开发支出分别为 23.97 亿元、7.63 亿元和 0.66 亿元，占开发支出的比例分别为 73.28%、23.32%和 2.03%。

表 16　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司非流动资产情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末		2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
固定资产	152.81	29.21	152.09	30.58	54.99	16.54	53.27	21.84
长期股权投资	141.40	27.03	126.53	25.44	104.62	31.46	97.98	40.16
在建工程	88.15	16.85	82.13	16.51	91.90	27.64	23.92	9.81
无形资产	64.24	12.28	64.05	12.88	23.78	7.15	15.97	6.55
开发支出	35.62	6.81	32.72	6.58	33.93	10.20	26.90	11.03
合计	482.21	92.18	457.52	92.00	309.22	92.99	218.04	89.38

2012～2013 年及 2014 年 1～3 月，公司应收账款周转天数分别为 59.25 天、31.77 天和 24.46 天，略低于行业平均水平[5]；存货周转天数分别为 53.52 天、63.49 天和 57.11 天，低于行业平均水平[6]。

总体来看，公司处于生产规模扩张阶段，资产规模持续增长，非流动资产占比较大；公司存货周转效率较低。

[5] 根据 Wind 资讯，2012～2013 年，汽车整车制造业应收账款周转天数平均值均为 30.00 天。
[6] 根据 Wind 资讯，2012～2013 年，汽车整车制造业存货周转天数平均值均为 40.00 天。

资本结构

2011～2013 年末，公司负债规模持续上升，以流动负债为主；资产负债率略高于行业平均水平，流动比率和速动比率均有所波动

2011～2013 年末，公司债务规模持续增长，以流动负债为主，流动负债占比逐步降低。2014 年 3 月末，公司调整了部分债务结构，流动负债占比有所下降。

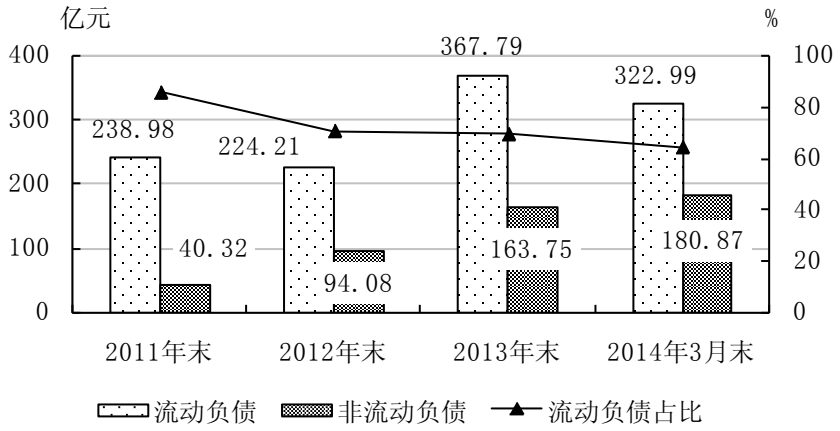


图 6　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债结构

公司流动负债主要以其他应付款、应付账款和短期借款等为主。公司其他应付款主要包括业务往来款、商务政策费和工程款，2011～2013 年末其他应付款逐年增加。2013 年末，其他应付款 121.05 亿元，较 2012 年末增加 57.90%，其中账龄在一年以内的占比为 98.59%。2014 年 3 月末，其他应付款有所减少。2011～2013 年末，应付账款逐年增加。2013 年末，账龄在一年以内的应付账款占比 99.55%。公司短期借款主要为信用借款，2011～2013 年末短期借款逐年增加。公司应付股利主要是 2013 年的股利分红。

表 17　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司流动负债情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末		2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	104.07	32.22	121.05	32.91	76.67	34.19	71.34	29.85
应付账款	103.00	31.89	104.04	28.29	63.86	28.48	60.05	25.13
短期借款	64.41	19.94	69.54	18.91	53.37	23.80	46.70	19.54
应付股利	24.73	7.66	24.73	6.72	0.30	0.13	0.00	0.00
合计	**296.22**	**91.71**	**319.36**	**86.83**	**194.19**	**86.61**	**178.09**	**74.52**

公司非流动负债主要是长期借款、应付债券和递延所得税等。2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，长期借款持续增加。2013 年末，公司应付债券包括 7 年期面值 15 亿元的 10 北汽投债，以及公司非公

开发行的面值合计 40 亿元的三期定向债务融资工具。公司预计负债主要是销售汽车的产品质量保证，随着销售规模的增加逐年增加。

表 18　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司非流动负债情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末		2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期借款	101.97	56.38	89.34	54.56	43.69	46.44	13.90	34.46
应付债券	54.84	30.32	54.84	33.49	39.79	42.30	14.93	37.03
递延所得税负债	8.74	4.83	8.74	5.34	0.09	0.10	0.08	0.19
预计负债	11.38	6.29	6.94	4.24	6.65	7.07	6.06	15.02
合计	**176.93**	**97.82**	**159.86**	**97.63**	**90.23**	**95.90**	**34.96**	**86.71**

2011～2013 年末，公司有息债务规模逐年递增。2011 年以来，有息债务占总负债的比例保持在中等水平。2012 年以来，公司有息债务始终以长期有息债务为主。

表 19　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	71.33	88.75	61.15	73.96
长期有息债务	156.81	144.17	83.48	28.83
总有息债务	**228.13**	**232.93**	**144.63**	**102.79**
总有息债务/总负债	45.28	43.82	45.44	36.80

截至 2014 年 3 月末，公司有息债务到期期限主要集中在前四年内，其中在一年内的占比较高，在随后的 3 个年度内分布较为均匀。

表 20　截至 2014 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年[7]	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	81.28	41.00	40.36	42.79	15.34	7.36	**228.13**
占比	35.63	17.97	17.69	18.75	6.72	3.23	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产负债率略高于行业平均水平[8]；流动比率和速动比率均有所波动，速动比率低于行业均值[9]。

[7] 截至 2014 年 3 月末，北汽股份 2012 年 2 月发行的 10 亿元 3 年期非公开定向债务融资工具账面金额为 99,571 万元。2014 年 3 月末，该债务融资工具将于一年内到期，但是仍计在资产负债表的应付债券科目中。
[8] 根据 Wind 资讯，2011～2013 年末，汽车整车制造业资产负债率平均值分别为 58.00%、53.60%和 60.00%。
[9] 根据 Wind 资讯，2011～2013 年末，汽车整车制造业速动比率平均值均为 0.90 倍。

表 21　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司债务结构部分财务指标情况				
项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产负债率（%）	61.94	63.94	55.97	61.75
债务资本比率(%)	42.42	43.72	36.61	37.27
流动比率（倍）	0.90	0.91	1.05	0.87
速动比率（倍）	0.71	0.70	0.85	0.71

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司所有者权益分别为 173.02 亿元、250.43 亿元、299.83 亿元和 309.64 亿元，其中实收资本分别为 50.00 亿元、54.62 亿元、63.82 亿元和 63.82 亿元，资本公积分别为 26.94 亿元、52.53 亿元、104.66 亿元和 104.66 亿元。2012 年，公司申请分两期增加注册资本 6.16 亿元，其中第一期增加 4.62 亿元，已于 2012 年内完成；第二期增加 1.54 亿元，已于 2013 年内完成。2013 年，戴姆勒对公司新增出资 51.31 亿元，其中 7.66 亿元计入实收资本，43.65 亿元计入资本公积。

截至 2014 年 3 月末，公司无对外担保；公司背书转让的应收票据金额合计 20.73 亿元，如果到期时持票人不能获得付款，公司可能被行使追索权。

盈利能力

随着生产规模的扩大，公司营业收入逐年增加，但由于受折旧摊销及产品前期销售推广费用影响，毛利率逐年下滑；预计随着公司自主品牌乘用车市场销售的逐步稳定，其盈利能力将有所改善

随着生产规模的扩大，公司收入规模年上升。公司生产规模扩大造成折旧摊销费用逐年增加，且公司处于品牌塑造阶段，新车折价让利促销幅度较大，2011～2013 年公司毛利率逐年下降。

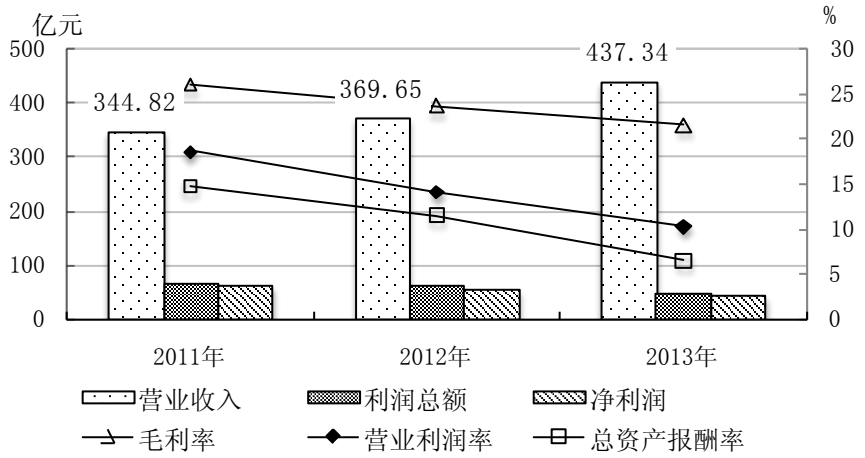


图 7　2011～2013 年公司收入和盈利情况

2011～2013 年，公司期间费用金额及其占营业收入的比重逐年增加。期间费用以销售费用为主，且逐年大幅增加，主要是公司新车型不断投入，宣传推广费用逐年增加。公司近年来的研发投入较高，由此造成管理费用较高。

表 22　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司期间费用及其占营业收入比例情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	11.35	8.52	45.27	10.35	32.12	8.69	22.16	6.43
管理费用	4.90	3.68	20.42	4.67	14.71	3.98	13.43	3.90
财务费用	1.97	1.48	5.54	1.27	3.91	1.06	-0.84	-0.24
期间费用	**18.23**	**13.67**	**71.23**	**16.29**	**50.74**	**13.73**	**34.75**	**10.08**

2011～2013 年，公司营业利润分别为 63.92 亿元、52.05 亿元和 45.09 亿元，投资净收益分别为 34.87 亿元、49.47 亿元和 63.55 亿元，与营业利润之比分别为 54.54%、95.03%和 140.93%，投资收益是公司目前阶段利润的最主要来源。随着北京现代等企业的利润的增加，投资收益不断增长，预计未来 1～2 年仍是公司利润的重要来源。

2011～2013 年，公司营业外收入分别为 0.40 亿元、0.97 亿元和 2.47 亿元，利润总额分别为 64.05 亿元、60.81 亿元和 47.11 亿元。

2011～2013 年，公司总资产报酬率分别为 14.75%、11.48%和 6.44%，净资产收益率分别为 34.57%、20.93%和 13.97%，均逐年下降，但均好于汽车行业同期的平均水平[10]。

2014 年 1～3 月，公司实现营业收入 133.29 亿元，同比增长 882.47%；综合毛利率 18.83%，同比增加 53.43%，主要是 2013 年一季度数据未合并北京奔驰的营业收入。2014 年 1～3 月，公司期间费用率为 13.67%，同比下降 18.12 个百分点；投资收益 14.86 亿元，同比增加 7.30%；利润总额 10.85 亿元，同比增长 16.32%；净利润 9.81 亿元，同比增加 5.29%。

预计未来 1～2 年，公司自主品牌新车型销量逐步稳定，自主品牌业务的盈利能力将会有所改善；公司投资收益仍将保持稳定增长。

现金流

公司经营性净现金流对债务和利息的保障能力有所波动，2013 年经营性净现金流对债务和利息的保障能力大幅下降

2011～2013 年，公司经营性净现金流波动性较大。2011 年，公司经营性净现金流为负，主要是公司于 2010 年末成立，2011 年尚处于成长初期，经营铺底资金需求较大，使得经营现金流出较大。2012 年经营性净现金流较 2011 年增加 49.47 亿元，主要是新车型自 2011 年开

[10] 根据 Wind 资讯，2011～2013 年，我国汽车整车制造业总资产报酬率的平均值分别为 9.00%、6.50%和 6.70%，净资产收益率的平均值分别为 9.60%、8.70%和 8.90%。

始批量销售，使得该部分经营现金流入增多。2013 年经营性净现金流较 2012 年减少 21.05 亿元，主要是由于投产上市的自主品牌新车型不断增多，公司采购原材料、接受劳务产生的现金流出增多，同时为提升自有品牌的市场知名度，公司增加了广告投放的支出。

公司经营性净现金流对债务和利息的保障能力有所波动。2013 年，公司经营性净现金流大幅下降，且利息支出规模扩大，经营性净现金流对债务和利息的保障能力大幅下降。

2011～2013 年，公司投资收益收到的现金分别为 25.56 亿元、28.79 亿元和 34.38 亿元，投资性净现金流入较大。由于公司生产项目较多，投资性净现金流支出也较大，投资性净现金流始终为负。

表 23　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司现金流及对债务保障情况

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流（亿元）	7.12	10.58	31.63	-17.84
投资性净现金流（亿元）	-11.13	-126.76	-61.68	-22.51
筹资性净现金流（亿元）	-27.58	159.32	78.32	42.86
经营性净现金流/流动负债（%）	2.06	3.58	13.66	-
经营性净现金流/总负债（%）	1.38	2.49	10.59	-
经营现金流利息保障倍数（倍）	2.46	1.28	5.27	-6.14
EBITDA 利息保障倍数（倍）	6.01	8.26	12.58	25.92

偿债能力

2011～2013 年，公司营业收入不断增加，分别为 344.82 亿元、369.65 亿元和 437.34 亿元，投资净收益分别为 34.87 亿元、49.47 亿元和 63.55 亿元，收入规模很大；总资产报酬率分别为 14.75%、11.48%和 6.44%，资产盈利能力很强。2011～2013 年末，公司资产负债率分别为 61.75%、55.97%和 63.94%，资产负债率处于中等水平；有息债务规模随着负债规模增长而逐步增长，在总负债中的占比不超过 50%。2011～2013 年，公司经营性净现金流分别为-17.84 亿元、31.63 亿元和 10.58 亿元，波动较大；三年平均经营性净现金流/平均利息支出为 1.42 倍，经营性净现金流对利息的保障能力较强。综上所述，公司偿还债务的能力极强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2014 年 8 月 22 日，公司本部未发生欠息记录。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的债务融资工具利息按期支付。

结论

我国经济持续增长以及居民可支配收入水平的提高促进了对乘用车产品的消费需求，公司面临良好的发展机遇。公司下属合资公司的产销量快速增长，收入和利润规模提升较快。2012 年以来，公司自主品牌轿车产品开始投放市场，虽然目前阶段盈利能力较弱，但销量增长趋势明显。随着绅宝系列产品投放市场，公司自主品牌的盈利能力有望得到进一步提升。公司合资品牌北京现代具有很强的盈利能力，为公司贡献了较大的投资收益；北京奔驰业务规模仍将有所扩大；自主品牌尚处于成长期，盈利能力有望提升。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险极小。

预计未来 1～2 年，公司新产品市场销售逐步稳定，公司主营业务将保持稳定发展。因此，大公对北汽股份的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”)将 对北京汽车股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

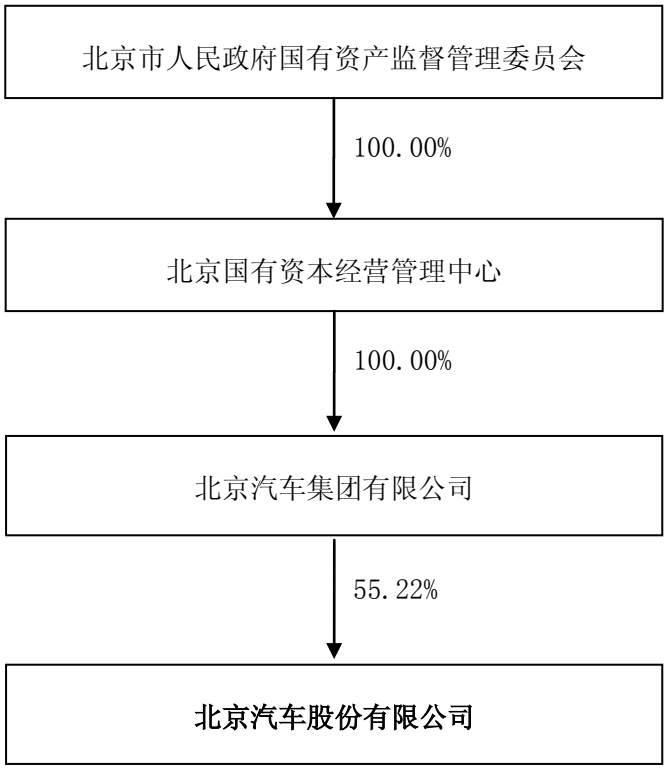
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

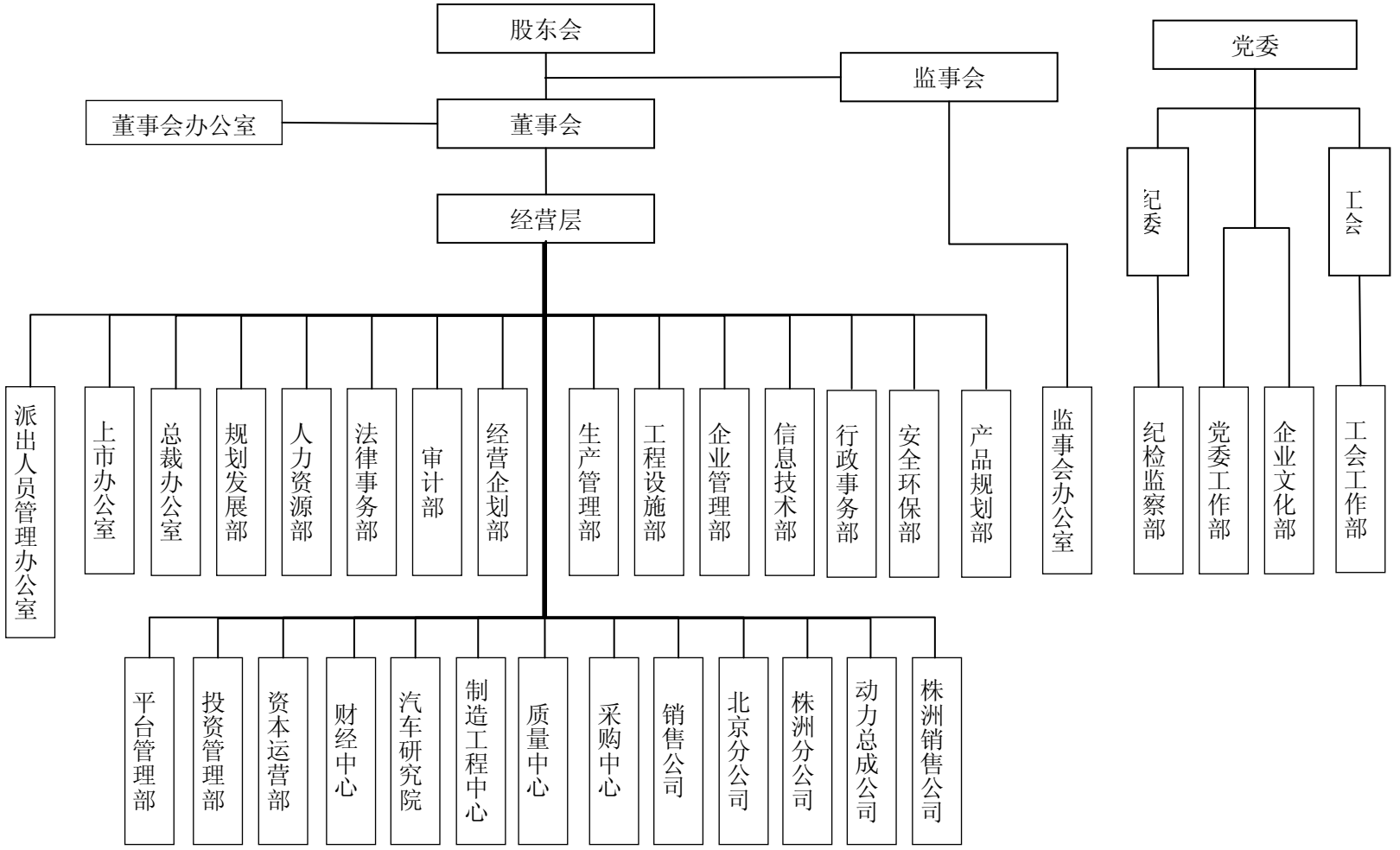
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2014 年 3 月末北京汽车股份有限公司股权结构图



附件 2　　截至 2014 年 3 月末北京汽车股份有限公司组织结构图



附件 3　　北京汽车股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	1,386,160	1,701,044	1,235,755	757,674
应收账款	384,863	339,765	432,131	784,618
存货	625,127	747,912	463,877	377,471
流动资产合计	2,904,050	3,340,360	2,362,013	2,083,691
长期股权投资	1,413,972	1,265,343	1,046,206	979,771
固定资产	1,528,050	1,520,885	549,917	532,728
在建工程	881,473	821,293	919,031	239,245
无形资产	642,413	640,527	237,783	159,683
开发支出	356,152	327,175	339,266	268,974
非流动资产合计	5,230,959	4,973,326	3,325,212	2,439,582
资产总计	8,135,009	8,313,686	5,687,225	4,523,273
占资产总额比（%）				
货币资金	17.04	20.46	21.73	16.75
应收账款	4.73	4.09	7.60	17.35
存货	7.68	9.00	8.16	8.35
流动资产合计	35.70	40.18	41.53	46.07
长期股权投资	17.38	15.22	18.40	21.66
固定资产	18.78	18.29	9.67	11.78
在建工程	10.84	9.88	16.16	5.29
无形资产	7.90	7.70	4.18	3.53
开发支出	4.38	3.94	5.97	5.95
非流动资产合计	64.30	59.82	58.47	53.93
负债类				
短期借款	644,144	695,355	533,712	467,000
应付账款	1,030,017	1,040,420	638,599	600,516
其他应付款	1,040,746	1,210,537	766,660	713,380
流动负债合计	3,229,916	3,677,941	2,242,057	2,389,824
长期借款	1,019,707	893,382	436,902	138,958
应付债券	548,365	548,365	397,922	149,315
非流动负债合计	1,808,694	1,637,485	940,822	403,246
负债合计	5,038,611	5,315,426	3,182,878	2,793,070

附件 3　　北京汽车股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
占负债总额比（%）				
短期借款	12.78	13.08	16.77	16.72
应付账款	20.44	19.57	20.06	21.50
其他应付款	20.66	22.77	24.09	25.54
流动负债合计	64.10	69.19	70.44	85.56
长期借款	20.24	16.81	13.73	4.98
应付债券	10.88	10.32	12.50	5.35
非流动负债合计	35.90	30.81	29.56	14.44
权益类				
实收资本	638,182	638,182	546,200	500,000
资本公积	1,046,573	1,046,554	525,346	269,361
盈余公积	44,288	44,288	19,338	0
未分配利润	608,789	528,953	465,276	304,226
归属于母公司所有者权益合计	2,337,859	2,257,976	1,556,161	1,073,587
少数股东权益	758,539	740,285	948,186	656,616
所有者权益合计	3,096,399	2,998,261	2,504,347	1,730,203
损益类				
营业收入	1,332,900	4,373,427	3,696,535	3,448,206
营业成本	1,081,955	3,435,789	2,829,684	2,556,457
营业税金及附加	106,602	386,259	323,364	250,221
销售费用	113,511	452,684	321,232	221,551
管理费用	49,007	204,231	147,077	134,312
财务费用	19,738	55,365	39,060	-8,360
投资净收益	148,629	635,501	494,657	348,668
营业利润	108,789	450,936	520,544	639,235
营业外收入	453	24,714	96,566	4,035
利润总额	108,533	471,051	608,180	640,513
所得税费用	10,442	52,118	83,968	42,335
净利润	98,091	418,933	524,213	598,179
少数股东损益	18,255	149,513	193,824	344,738
归属于母公司所有者的净利润	79,836	269,420	330,389	253,441

附件 3　　北京汽车股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
占营业收入比（%）				
营业成本	81.17	78.56	76.55	74.14
营业税金及附加	8.00	8.83	8.75	7.26
销售费用	8.52	10.35	8.69	6.43
管理费用	3.68	4.67	3.98	3.90
财务费用	1.48	1.27	1.06	-0.24
投资净收益	11.15	14.53	13.38	10.11
营业利润	8.16	10.31	14.08	18.54
营业外收入	0.03	0.57	2.61	0.12
利润总额	8.14	10.77	16.45	18.58
所得税费用	0.78	1.19	2.27	1.23
净利润	7.36	9.58	14.18	17.35
少数股东损益	1.37	3.42	5.24	10.00
归属于母公司所有者的净利润	0.78	1.19	2.27	1.23
现金流类				
经营活动产生的现金流净额	71,200	105,838	316,319	-178,386
投资活动产生的现金流净额	-111,256	-1,267,603	-616,784	-225,134
筹资活动产生的现金流净额	-275,789	1,593,163	783,217	428,603
财务指标				
EBIT	129,189	535,452	653,173	666,999
EBITDA	173,984	683,263	755,059	753,704
总有息债务	2,281,339	2,329,284	1,446,315	1,027,892

附件 3　　北京汽车股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
毛利率（%）	18.83	21.44	23.45	25.86
营业利润率（%）	8.16	10.31	14.08	18.54
总资产报酬率（%）	1.59	6.44	11.48	14.75
净资产收益率（%）	3.17	13.97	20.93	34.57
资产负债率（%）	61.94	63.94	55.97	61.75
债务资本比率（%）	42.42	43.72	36.61	37.27
长期资产适合率（%）	93.77	93.21	103.61	87.45
流动比率（倍）	0.90	0.91	1.05	0.87
速动比率（倍）	0.71	0.70	0.85	0.71
保守速动比率（倍）	0.50	0.53	0.58	0.35
存货周转天数（天）	57.11	63.49	53.52	-
应收账款周转天数（天）	24.46	31.77	59.25	-
经营性净现金流/流动负债（%）	2.06	3.58	13.66	-
经营性净现金流/总负债（%）	1.38	2.49	10.59	-
经营现金流利息保障倍数（倍）	2.46	1.28	5.27	-6.14
EBIT 利息保障倍数（倍）	4.47	6.47	10.88	22.94
EBITDA 利息保障倍数（倍）	6.01	8.26	12.58	25.92
现金比率（%）	42.92	46.25	55.12	31.70
现金回笼率（%）	98.89	112.21	129.21	104.70
担保比率（%）	0.00	0.00	-	-

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）×100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[11] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[12] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[11] 一季度取 90 天。
[12] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 5　　中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 ：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 ：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：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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：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 ：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 ：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。