

信用等级公告

联合[2015]577号

北京汽车投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京汽车投资有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

北京汽车投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

北京汽车投资有限公司拟公开发行的公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁永伟

二零一五年九月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

北京汽车投资有限公司

2015 年公开发行公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过（含）30 亿元

本次债券期限：不超过（含）5 年

还本付息方式：分期付息，到期一次还本

评级时间：2015 年 9 月 28 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	121.10	138.86	143.21	162.21
所有者权益(亿元)	92.55	107.67	127.51	147.56
长期债务(亿元)	14.94	14.96	14.97	14.33
全部债务(亿元)	15.64	14.96	14.97	14.33
营业收入(亿元)	2.66	0.23	0.37	0.00
净利润(亿元)	42.68	55.37	57.84	20.05
EBITDA(亿元)	45.67	56.41	58.63	20.84
经营性净现金流(亿元)	0.25	-1.25	0.07	0.05
营业利润率(%)	24.38	91.43	94.73	NA
净资产收益率(%)	49.18	55.31	49.19	14.58
资产负债率(%)	23.57	22.46	10.96	9.03
全部债务资本化比率(%)	14.46	12.20	10.51	8.85
流动比率	1.21	0.75	3.62	172.32
EBITDA 全部债务比	2.92	3.77	3.92	1.45
EBITDA 利息倍数(倍)	47.16	71.29	74.18	26.39
EBITDA/本次发债额(倍)	1.52	1.88	1.95	0.69

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

3、2015 年上半年财务数据未经审计、相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京汽车投资有限公司（以下简称“公司”或“北汽投”）的评级反映了公司作为北京汽车股份有限公司重要的投资公司，具有资产质量高、债务负担轻、长期股权投资收益规模大、股东实力雄厚等优势。公司核心投资资产北京现代汽车有限公司（以下简称“北京现代”）产销规模大、营销服务体系成熟、市场占有率较高、盈利能力强。同时，联合评级也关注到公司利润对投资收益的依赖度很高、汽车制造行业市场竞争日趋激烈等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，北京现代将进一步完善产品结构，并巩固其在经济型轿车市场的优势地位，公司长期股权投资有望保持稳定增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司下属合营和联营企业业务涵盖零部件、整车制造、贸易服务等，构成较完整的产业链布局。

2. 公司债务负担轻，整体偿债能力很强。

3. 公司长期股权投资收益规模大，公司整体盈利能力强。

4. 公司核心资产北京现代是中国大型汽车制造企业之一，乘用车产销量居市场前列，市场销售渠道覆盖广阔。

关注

1. 国内汽车行业竞争激烈，产品降价趋势明显，加之油价调整的常态化，在一定程度上挤压了汽车行业的盈利空间。

2. 近年来，汽车制造行业车型和技术更

新日趋快速，若北京现代的生产技术和车型设计更新无法满足市场需求变化，将对其经营业绩产生不利影响。

3. 公司利润对投资收益的依赖度很高，北京现代经营业绩的稳定性对公司盈利的影响较大。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京汽车投资有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与北京汽车投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京汽车投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京汽车投资有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代北京汽车投资有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



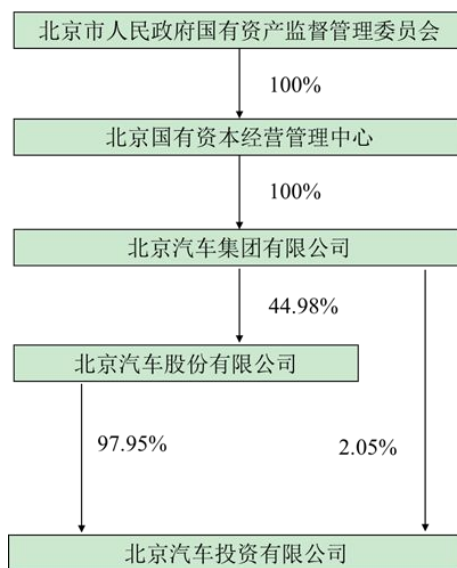
联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京汽车投资有限公司（以下简称“公司”）由北京汽车集团有限公司（原名北京汽车工业控股有限责任公司）、北京市国有资产经营有限责任公司、北京电力开发投资有限公司、北京首创股份有限公司和北京房地产综合开发公司5家企业共同发起设立，初始注册资本117,014.41万元，于2002年6月28日在北京市工商行政管理局注册登记成立。

经历次增资扩股，截至2015年6月底，公司注册资本350,000万元，其中北京汽车股份有限公司（以下简称“北京汽车”）持股比例为97.95%，北京汽车集团有限公司（以下简称“北汽集团”）持股比例为2.05%，公司实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：销售汽车（含小轿车）；汽车及相关产业的投资及管理、投资咨询、技术开发、技术咨询、技术服务、信息咨询（不含中介服务）；销售汽车配件、机械设备、电器设备、化工原料（不含一类易致毒化学品及化学危险品）、纺织原料、焦炭；自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

北京现代汽车有限公司（以下简称“北京现代”）是公司最主要的资产，北京现代是公司与韩国现代自动车株式会社合资组建，双方各持股 50%。

截至 2015 年 6 月，公司下设法律部、综合管理部、资本运营部、发展研究部等 8 个职能部门，公司拥有全资子公司北京海纳川投资有限公司，拥有合营企业北京现代汽车有限公司，拥有北京北内发动机零部件有限公司、北京现代汽车金融有限公司、北京北汽大世汽车系统有限公司、北京李尔岱摩斯汽车系统有限公司、北京首钢冷轧薄板有限公司、现代首选二手车经营有限公司、北京汽车集团财务有限公司 7 家联营企业。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 143.21 亿元，负债合计 15.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）127.51 亿元。2014 年公司实现营业收入 0.37 亿元，净利润（含少数股东损益）57.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 57.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.64 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 162.21 亿元，负债合计 14.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.56 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 0 亿元，净利润（含少数股东损益）20.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 20.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.62 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区双河大街 99 号院 1 幢三层 101 内 A3-069 室；法定代表人：徐和谊。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“北京汽车投资有限公司 2015 年公司债券”，预计发行规模为不超过（含）人民币 30 亿元。本次债券分两期发行，第一期发行额度为人民币 15 亿元，第二期发行额度为人民币 15 亿元，期限为不超过 5 年（含 5 年），向合格投资者公开发行（小公募方式）。本次债券采用单利按年计息，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。本次债券存续期内的票面利率将根据簿记建档结果确认，在存续期内保持不变。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充公司营运资金。

三、行业分析

1. 行业概况

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。中国汽车工业的发展始于五十年代，至今已有五十多年的历史。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自 2000 年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

2008 年受宏观经济增速减缓，特别是下半年国际金融危机向实体经济蔓延的影响，我国汽车市场结束高速增长势头转为低迷。2009 年，受益于国家出台降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，乘用车销量实现爆发式增长，中国汽车产销量超过美国成为全球第一。2010 年，在国家扩内需、调结构、促转变等一系列政策措施的积极作用下，汽车工业延续 2009 年发展态势，全年汽车产销同比增幅均超过 30%。

2011~2012 年，受购置税优惠、节能惠民补贴等产业刺激政策的退出或门槛提高，行业增速大幅回落，2011 年产销增幅大幅降至 0.84%和 2.45%，2012 年为 4.63%和 4.33%；其中，商用车市场下降尤为明显，2012 年出现负增长（产销量同比下降 4.7%和 5.5%）；但随着节能汽车推广政策、节约能源与新能源车辆车船税优惠政策的实施，积极引导了节能与新能源汽车产品的消费。

2013 年，在经历两年 5%以下的低速增长后，市场新增购车和换购需求的释放，汽车行业迎来恢复性增长，中国汽车产销分别达 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆，同比增长 14.76%和 13.87%，增速同比提升 10.2 和 9.6 个百分点；其中，乘用车产销增速分别上升 9.52 和 8.84 个百分点（以 MPV 和 SUV 销量增幅最高，分别为 145.0%和 49.4%），商用车分别上升 12.25 和 12.30 个百分点，新能源汽车同比增长 39.7%。可以看到，尽管受诸多不利因素影响，但乘用车刚性需求明显，产销增长均高于行业总体增长水平，乘用车已成为中国汽车产业发展的主要推动力。

图2 2003~2014年我国汽车产销量情况 (单位: 万辆、%)



资料来源: 中国汽车工业协会、wind资讯。

2014年,我国汽车产销继续保持稳定增长。1~12月,汽车产销分别为2,372.29万辆和2,349.19万辆,同比分别增长7.26%和6.86%。1~12月,乘用车产销分别为1,991.98万辆和1,970.06万辆,产销同比增长分别为10.14%和9.88%。其中,轿车销售1,237.67万辆,同比增长3.06%;MPV销售191.43万辆,同比增长46.67%;SUV销售407.79万辆,同比增长36.44%;交叉型乘用车销售133.17万辆,同比下降18.06%。MPV和SUV车型继续保持高速增长态势。

汽车出口受国际环境影响大,经历金融危机后,中国汽车出口量在2008年开始回落,2009年继续萎缩,2010年汽车出口开始恢复,2011年虽然国内汽车需求减缓但汽车出口量创新高,2012年汽车出口继续保持上年良好发展态势,出口量首次超过百万,达105.61万辆,同比增长29.70%。2013年,受到伊拉克、伊朗等国家政策和发展环境的严重影响,中国汽车出口未能延续上年的良好增长态势,汽车整车累计出口87.24万辆,同比下降6.4%,其中乘用车出口48.60万辆,同比下降7.7%;商用车出口38.64万辆,同比下降4.7%。同期,汽车整车累计进口107.34万辆,同比增长1.8%,其中乘用车进口104.14万辆,同比增长3.8%;商用车进口3.20万辆,同比下降37.5%。2014年,汽车整车出口量降幅比上年趋缓,出口金额结束下降,有所增长。共出口94.73万辆,同比下降0.08%,增幅比上年减缓6.51个百分点;出口金额138.06亿美元,同比增长6.95%。

从行业经济效益来看,据中国汽车工业协会统计,2014年汽车工业重点企业(集团)工业经济效益综合指数为539.34,较2013年提高40.53。2014年,中国汽车工业产销增长较快,行业经济效益也呈现良好的发展态势,增速明显高于上年同期。据中汽协统计,17家汽车行业重点企业集团实现营业收入3.10万亿元,同比增长9.06%;实现利润总额0.34万亿元,同比增长20.63%。

表1 2012年~2014年汽车工业重点企业(集团)工业经济效益综合指数构成情况表

指标名称	2012年	2013年	2014年
工业增加值(亿元)	4,921.43	6,033.21	6,927.77
工业总产值(亿元)	20,945.39	25,104.89	27,637.34
营业收入(亿元)	24,076.79	28,463.77	31,043.48
利润总额(亿元)	2,349.59	4,886.24	3,444.32
总资产贡献率(%)	19.97	20.95	21.34
资产负债率(%)	56.93	59.68	59.17
成本费用利润率(%)	11.01	11.61	12.65
全员劳产率(万元/人)	51.87	58.54	64.51
工业经济效益综合指数	455.49	498.81	539.34

资料来源: 中国汽车工业协会

根据中国汽车行业工业协会最新统计数据,2015年1~6月我国汽车产销量分别为1,209.50

万辆和1,185.03万辆,同比增长2.6%和1.4%,在1,185.03万辆的汽车销量中,乘用车虽然以1,009.56万辆的销量实现4.8%的增幅,但增幅较去年同期回落6.38个百分点。

总体看,2014年汽车行业产销增速提升,2015年以来,汽车行业产销实现微幅增长,但增幅呈持续回落态势。

2. 乘用车细分市场分析

自2005年起,中国汽车工业协会执行新的汽车分类标准,汽车分为乘用车和商用车。其中,乘用车包括基本型乘用车(轿车)、MPV、SUV和交叉型乘用车(包括微型客车及九座位以下的轻型客车)。近年来,乘用车已成为中国汽车产业发展的重要构成,以2014年为例,乘用车销量为1,970.06万辆,占国内整体汽车市场的83.86%。

从排量分布看,由于燃油经济性等原因,中国乘用车主要品种中,中档小排量最受消费者欢迎。2014年,1.6升及以下排量乘用车全年共销售1,314.60万辆,同比上涨10.25%;占乘用车销售市场的66.73%,较2013年上涨0.22个百分点;占汽车销售市场的55.96%,较2013年上涨1.75个百分点。1.6升及以下乘用车作为乘用车市场的主力消费对象,其销售情况受政策影响较明显,国家对入围“节能产品惠民工程”入围车型的财政优惠补贴、购置税优惠政策及取消都对1.6升及以下排量乘用车销量及其增速的变动形成影响。

从细分市场看,2014年,乘用车产销优于行业总体情况,除交叉型乘用车出现18.06%的销量下滑外,基本型乘用车(轿车)、运动型多用途乘用车(SUV)和多功能乘用车(MPV)均有不同程度的增长。具体看,轿车市场作为行业内最大的细分市场,当年实现销量1,237.67万辆(占乘用车市场62.82%),同比增长3.06%,增速虽低于行业但增长趋势稳定;SUV市场,当年销量191.43万辆(占9.72%),同比大幅增长46.67%,虽较上年下降2.74个百分点,但仍处于高速增长状态;MPV和交叉型乘用车作为行业中规模较小的细分市场,近年来增速的波动性较大,MPV在经历2012年的负增长后,2013年受1~1.6升排量MPV高速增长的拉动出现164.53%的爆发性增长,2014年依然维持了36.44%的增幅,交叉型乘用车近年一直呈负增长,主要由于之前市场主要集中在农村、受益于国家对农村的政策支持加大及农村经济的活跃度逐年提高而发展迅速,一定程度透支了消费力,随着购置税渐增、汽车下乡等政策到期使需求受限,路桥费用未完全规范、汽柴油价格波动等消费成本升级致部分需求转移到其他车型。

表2 乘用车各细分市场销量增幅对比(单位: %)

细分市场	2011年	2012年	2013年	2014年
轿车	6.62	6.15	11.77	3.06
SUV	20.19	25.50	49.41	46.67
MPV	11.74	-0.87	164.53	36.44
交叉型乘用车	-11.58	-0.07	-27.89	-18.06
乘用车市场合计	5.19	7.07	15.71	9.88

数据来源: 根据中国汽车工业协会资料整理

乘用车市场增速明显优于商用车, SUV成主要增长动力

乘用车市场作为汽车市场的主要构成部分,其市场增长速度总体快于整车增长速度,是企业产业发展的主要推动力。据统计,2014年,在商用车产销实现同比下降的情况下,乘用车销量分别实现10.14%和9.88%的增长,高于整体汽车产销增长速度2.88和3.02个百分点。

近几年,乘用车市场轿车独大的局面有所改变,SUV、特别是城市SUV迅速崛起,销量和市

场份额逐年增加，呈现平稳快速发展趋势。2011 和 2012 年，在国内汽车行业增速明显放缓的背景下，国内 SUV 销量的增幅分别达到 20.19%和 25.50%，为所有车型首位；2013 年在乘用车市场整体销量增速明显回升的情况下，仍高出乘用车市场增速 33.70 个百分点；2014 年增速虽有所下降，但依然维持在较高水平，高速增长、规模扩大，成为带动乘用车市场发展的重要动力因素。2014 年，中国 SUV 销量占乘用车总销量的 9.72%，对比国外发达国家份额仍然较低，随着市场的稳定增长、新车型不断开发和渗透，依旧有比较大的发展空间。但随着各品牌轿车生产厂商将注意力集中于 SUV 市场，市场竞争将更加激烈。

中国品牌乘用车市场承压

2014 年，中国品牌乘用车共销售 757.33 万辆，同比增长 4.10%，占乘用车销售总量的 38.44%，占有率比上年同期下降 2.14 个百分点。德系、日系、美系、韩系和法系乘用车分别销售 394.09 万辆、309.52 万辆、252.55 万辆、176.61 万辆和 72.70 万辆，分别占乘用车销售总量的 20%、15.71%、12.82%、8.96%和 3.69%。与上年同期相比，日系乘用车销量增速略低，其他外国品牌增速均超过 10%。

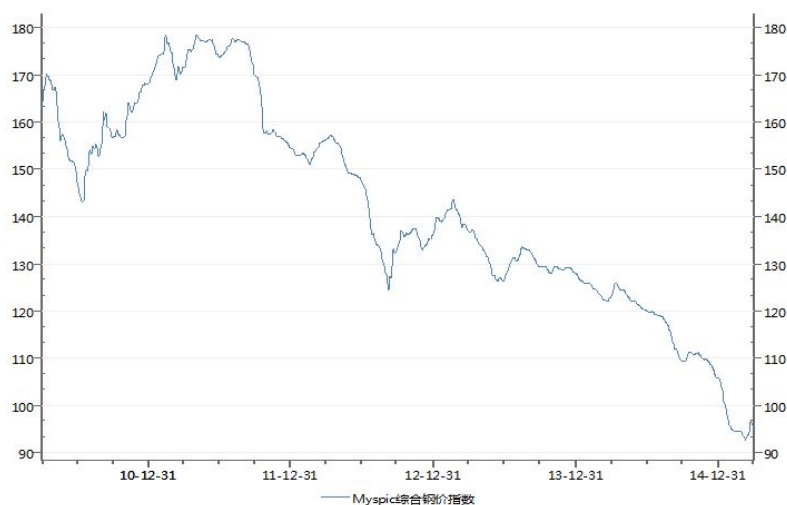
总的来看，近年来我国轿车市场规模逐年增长，乘用车市场增幅明显优于商用车，随着市场消费观念的转变，SUV 车型产销增长强劲，同时，中国品牌乘用车在市场竞争方面继续承压。

3. 钢材和燃油价格波动

钢材价格波动

钢材是汽车制造的主要原材料，汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动将对汽车生产企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。2011 年上半年，中国钢材市场需求基本保持旺盛，钢材价格稳步上扬，新增产能得到有效释放，粗钢产量快速增长。2011 年 9 月，随着欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，钢材下游企业增速放缓，钢材总体需求呈回落趋势，导致全年粗钢产量增速同比下降，钢材价格也严重受挫。2012 年，宏观经济未有明显回升，国内基建市场投资一度低迷，钢铁产量增速进一步下滑，钢铁行业进入周期性的低谷之中，全局性的产能过剩加剧了钢铁行业之间的恶性竞争，钢铁价格持续下跌。2013 年钢铁供需继续呈现弱势格局，钢铁产量再创历史新高，而市场需求越来越弱，钢铁价格在经历了年初的小幅反弹之后，便一路下探，目前其价格处于相对低位。据中钢协统计，2013 年单吨钢价同比去年下跌 340 元，降幅为 8.9%。进入 2014 年钢材价格进一步下探，截至 2014 年底，中国钢材综合价格指数已跌至历史低点。考虑钢铁产能过剩和经济发展减速导致的下游需求不振两重因素造成的供需不平衡，恐将持续，价格将维持弱势格局，呈现低位震荡的可能性较大。钢材价格的低位波动在一定程度上有助于企业的成本控制。

图3 2010年至2014年底综合钢价指数变化情况



资料来源：wind资讯

总体看，近年受宏观经济不景气影响，钢铁行业供需矛盾凸显，钢材价格持续走低，未来一段时期内保持区间震荡的可能性较大，对于汽车生产企业控制成本较为有利。

燃油价格波动

燃油价格上涨将提高用车成本，直接影响乘用车消费和需求结构；同时上游的塑料、玻璃、橡胶、有色金属等原材料价格也随着原油成本增加而上涨，间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。

从成品油价格来看，中国政府自 2009 年决定实行国内成品油价格与国际原油价格间接接轨的定价机制，近年来国家发改委对成品油价格进行不断调整，2009 年五升四降九次调整、2010 年三升一降四次调整、2011 年一升一降两次调整、2012 年三升三降六次调整，2013 年八升七降十五次调整。2013 年 3 月 26 日，国家发改委出台成品油价格形成机制完善方案，将调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日，取消 4% 的调价幅度限制，并调整挂靠油种。受此影响，国内油价调整机制将更具有时效性，调整也更频繁。未来若全球原油价格出现大幅波动，或国家改变目前的成品油定价政策，将可能导致国内成品油销售价格相应波动，从而影响汽车消费结构，进而影响汽车销售。

受宏观经济增长放缓，产能过剩影响，汽车行业上游的塑料、玻璃、橡胶、有色金属等原材料价格相应回落，间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。

总体看，随着油价调整的常态化以及人们环保理念的提高，直接影响乘用车消费和需求结构调整。

4. 行业竞争

汽车行业是典型的规模经济行业，规模和协同效应明显。行业集中度不断提高，使得具有规模优势的企业竞争力不断增强。从汽车行业整体市场格局上看，目前我国汽车年销量超过百万辆的企业集团有六家，分别为上汽集团、东风汽车集团、一汽集团、长安集团、北汽集团和广汽集团，六家企业集团占全国汽车销售总量的 79.16%。

表3 国内前十家汽车生产企业销量及市场占有率排名

排名	2013 年			2014 年		
	汽车制造商	销量	占有率	汽车制造商	销量	占有率
1	上海汽车集团股份有限公司	507.33	23.08%	上海汽车集团股份有限公司	558.37	23.77%
2	东风汽车集团	353.49	16.08%	东风汽车集团	380.25	16.19%
3	第一汽车集团	290.84	13.23%	第一汽车集团	308.61	13.14%
4	中国长安汽车集团股份有限公司	220.33	10.02%	中国长安汽车集团股份有限公司	254.78	10.85%
5	北京汽车集团有限公司	211.11	9.60%	北京汽车集团有限公司	240.09	10.22%
6	广州汽车工业集团有限公司	100.42	4.57%	广州汽车工业集团有限公司	117.23	4.99%
7	华晨汽车集团控股有限公司	77.74	3.54%	华晨汽车集团控股有限公司	80.17	3.41%
8	长城汽车股份有限公司	75.42	3.43%	长城汽车股份有限公司	73.08	3.11%
9	浙江吉利控股集团有限公司	54.94	2.50%	奇瑞汽车股份有限公司	48.61	2.07%
10	安徽江淮汽车集团有限公司	51.43	2.34%	安徽江淮汽车集团有限公司	46.47	1.98%
	合计	1,943.06	88.38%	合计	2,107.66	89.72%

资料来源：中国汽车工业协会

根据中国汽车协会统计数据来看，2014 年国内汽车生产企业销量排名前十的分别是上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽、华晨、长城、奇瑞、江淮（具体见上表）。其中上汽销量突破 500 万辆、达到 558.37 万辆。从产业集中度看，2014 年，中国汽车销量前 5 名的企业（集团）共销售汽车 1,742.10 万辆，占汽车销售总量的 74.17%（同比提高 2.16 个百分点）；中国汽车销售前 10 名的企业（集团）共销售汽车 2,107.66 万辆，占汽车销售总量的 89.72%（同比上升 1.34 个百分点）。2014 年，国内前十家汽车生产企业市场占有率进一步提升，行业集中趋势明显。

总体看，中国汽车生产企业形成了以大型集团为龙头的竞争格局，近年来随着企业兼并重组的稳步推进，市场集中度进一步提高。

5. 行业关注

（1）国内自主品牌盈利能力和研发能力有待进一步提升。

随着国内汽车消费市场的培育和发展，消费者对价格的敏感性降低，对车的性能、安全、外观和油耗等因素关注日益提高，而国内自主品牌汽车企业起步晚，技术积累薄弱，短期内受困于低端市场的格局难以改变，盈利能力普遍偏弱。随着合资企业纷纷将国外精品小车型导入我国市场，自主品牌的价格优势将逐渐弱化，盈利空间受到挤压。在合资整车企业中，目前主要由外方提供车型，主要核心技术掌握在外方手中，中方企业整体自主研发能力仍有待进一步提升。

（2）自主品牌乘用车市场占有率不断下滑。

由于国产自主品牌汽车在工艺技术创新、品种质量、多功能性以及性价比等方面缺乏创新和突破，中国品牌乘用车市场占有率呈现不断下降的局面。2014 年，中国品牌乘用车共销售 757.33 万辆，同比增长 4.10%，占乘用车销售总量的 38.44%，占有率比上年同期下降 2.14 个百分点。与上年同期相比，日系乘用车销量增速略低，德系、日系、美系、韩系和法系乘用车分别销售增速均超过 10%。

(3) 限购、限行城市增多，对汽车行业发展产生冲击。

随着居民消费升级，个人购车势头较为强劲。但是，受到城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承载力限制等因素的影响，北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外，限购还将对中低端国产品牌乘用车形成打压。以北京为例，实施限购政策前后，销售车辆的平均单价提高了 88%，1.6 升及以下排量的轿车占有率下降了 17%，限购和各种牌号限制使消费者更加趋向于买大尺寸车、大排量车、高价车、进口车。

6. 行业政策

汽车产业振兴规划及新能源汽车补贴

2012 年 6 月，财政部、商务部联合发布《老旧汽车报废更新补贴资金管理暂行办法》，明确了 2012 年老旧汽车报废更新补贴车辆范围及补贴标准：以商用车为主，每辆补贴标准为 1.1~1.8 万元。上述补贴政策的推出，在一定程度上促进了汽车行业的发展。

2012 年 7 月，国务院出台的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》提出，加快培育和发展节能与新能源汽车产业，对于节能与新能源汽车国家将加大财税扶持力度。到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

2013 年 9 月，财政部、发改委、工信部、科技部等联合发布《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》（下称“《通知》”）明确，2013 年至 2015 年继续开展新能源汽车推广应用工作，继续依托城市尤其是特大城市推广应用新能源汽车；且补助标准依据新能源汽车与同类传统汽车的基础差价确定，并考虑规模效应、技术进步等因素逐年退坡。

2014 年 2 月，财政部等四部委联合发布通知称，现行新能源汽车补贴推广政策于 2015 年底到期后，中央财政将继续实施补贴政策，以保持政策连续性，加大支持力度（具体办法另行公布）。同时，对 2014 和 2015 年度新能源汽车补助标准进行调整，按照 2013 年颁布的通知，纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车 2014 和 2015 年度的补助标准将在 2013 年标准基础上下降 10%和 20%；新通知将其降幅分别调整为 5%和 10%，调整后的补助将较原计划有所增加，以此推广新能源汽车应用，促进节能减排。

限购实行、阶段优惠政策退出

自 2011 年起，小排量汽车购置税减征、汽车下乡补贴、以旧换新等多项阶段性优惠政策已经退出，对国内汽车市场有所抑制。

为解决城市交通拥堵问题，部分城市陆续出台限购汽车政策。2010 年 12 月，北京市政府发布《关于进一步推进首都交通科学发展，加大力度缓解交通拥堵工作的意见》，规定北京 2011 年小客车上牌数量限定为 24 万辆，采用摇号方式分配；2012 年 7 月，广州市交通工作领导小组发布“限牌令”试行办法，对汽车增量分配指标规定为“环保+摇号+竞价”的分配模式，全市中小客车增量指标为 12 万个；2013 年 12 月，天津市宣布在全市实行小客车增量配额指标管理；2014 年 3 月，杭州宣布执行汽车限牌政策；2014 年 12 月，深圳宣布开始实施汽车限购，成为全国第 7 个汽车限购的城市。一方面，限购政策使自主品牌汽车面临的销售压力加大；另一方面，汽车限购也影响了消费结构，中低端产品的需求将转向相对高端品牌以求一步到位的消费。

公车改革方案实施

《关于全面推进公务用车制度改革的指导意见》和《中央和国家机关公务用车制度改革方案》相继出台，按照《方案》要求，政府将取消一般公务用车，普通公务出行社会化，适度发放

公务交通补贴。

上海自贸区平行进口放开

2014年11月，国务院发布《国务院办公厅关于加强进口的若干意见》，明确要进一步优化进口环节管理，其中包括调整汽车品牌销售有关规定，加紧在中国自由贸易试验区率先开展汽车平行进口试点工作。2015年1月，上海市商务委员会官网发布《关于在中国（上海）自由贸易试验区开展平行进口汽车的通知》，正式在上海自贸试验区启动平行进口汽车试点；2015年1月15日，从外高桥平行进口车交易中心获悉，自贸区平行进口车上海区域内8家试点企业在1月15日正式出售进口车。

上海自贸区的平行进口试点，是对创新进口汽车销售模式、完善汽车消费管理制度进行有益的探索。随着越来越耳朵的贸易商取得直接从国外进口汽车的资格，国内消费者有望在购买进口汽车方面获得更优的价格和服务。对于国内的汽车生产企业，平行进口的试点挤占了目前市场中对中高端车型的消费需求，在价格对国内生产的汽车形成了压力；但考虑平行进口尚处试点阶段，销售规模相对小，且存在地域局限，短期内对国内市场影响有限。

总体看，未来国家汽车政策的战略方向一方面是继续延续“调结构”的节能与新能源汽车补贴，另一方面是在由“做大”到“做强”、由“促销费”到“补短板”的发展思路转变下引发的政策导向的变化，同时，公务用车改革和自贸区平行进口的逐步放开，将对国内汽车行业的销售造成一定程度冲击。

7. 未来发展

从中长期看，汽车行业具有稳定增长的支撑。我国经济发达程度和汽车保有量水平决定中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力，支撑我国汽车行业稳定增长。

我国汽车行业在经历刺激政策退出带来的调整期之后，资金、资源和技术将向优势企业汇集。伴随并购重组催生特大型集团不断诞生，产业集中度必然提高，规模化生产将增强行业整体竞争力；企业间的竞争将更加集中于生产规模与产品结构、自主研发与创新能力、供应链管理等核心要素，具有上述优势的大中型企业将在竞争中继续占据有利地位。

此外，新能源汽车正迎来前所未有的发展时期。2013年以来，在资源与环保压力下，发展新能源汽车在世界范围内受到高度关注。各汽车厂商纷纷加大对新能源汽车的研发，并持续推出不断成熟的新能源车型。国内在2013年9月新能源汽车补贴政策正式出台后，新能源汽车的性价比优势也正在逐渐显现，销量出现了快速提升。2014年随着各地方补贴政策陆续出台及相关基础设施建设的逐步完善，2014年，300多款新车型上市，全年生产8.39万辆，同比上涨近4倍。

最后，随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场逐步扩大；而目前随着汽车消费的升级，我国汽车金融和服务将迎来重大的发展机遇。根据发达国家汽车行业的发展经验，中国汽车工业的利润增长点也将由整车制造环节逐步向汽车金融和服务领域转移。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司规模庞大，综合实力较强

公司主要业务为对汽车及相关产业投资，是北京汽车重要的投资公司，拥有北京李尔岱摩斯汽车系统有限公司、北京北汽大世汽车系统有限公司、北京北内发动机零部件有限公司、北京首

钢冷轧薄板有限公司、北京现代汽车有限公司、现代首选二手车经营有限公司、北京现代汽车金融有限公司和北京汽车集团财务有限公司等合营或联营企业。

北京现代是公司最核心的利润来源，北京现代的产品类型覆盖经济型轿车、中级轿车、高级轿车和 SUV 各个领域，自动化程度位居国内汽车制造行业的前列。根据 2014 年 10 月由国际汽车测评机构 J.D.Power 亚太公司发布的《2014 年中国新车质量研究（IQS）报告》，北京现代以 85 分位居第 6 位（主流车市场平均 110 分，分越低质量越高），北京现代旗下的 ELANTRA 朗动取得中型轿车细分市场第一名；发布的《2014 年中国新车购买意向研究（NVIS）》中，北京现代瑞纳成为紧凑型高端轿车细分市场的购买意向冠军。

股东实力雄厚

北京汽车是公司的控股股东，拥有技术平台先进且销售快速增长的北京汽车自主品牌、历史悠久的梅赛德斯-奔驰豪华车业务以及销售稳健增长的现代中高端品牌业务。北汽集团作为北京汽车的控股股东，成立于 1958 年，是中国主要的汽车集团之一，北汽集团拥有包括乘用车、越野车、商用车、新能源汽车和动力总成技术的专业研发机构，建立了涵盖汽车零部件、汽车服务贸易、进出口和汽车金融的完整产业链，实现了产业向通用航空等领域的战略延伸。北汽集团以北京为中心，建立了分布全国十余省市的八大乘用车、九大商用车生产基地，并在全球二十多个国家建立了整车工厂。2014 年北汽集团销售汽车 240.1 万辆，营业收入达 3,115.6 亿元。

总体看，公司是北京汽车重要的投资公司，规模较大，股东实力雄厚；北京现代作为公司最重要的利润来源，具有一定竞争力。

2. 人员素质

公司拥有高层管理人员 2 人，其中，总经理 1 人，财务总监 1 人，具体工作由北京汽车派出人员具体执行。

周焰明先生，工学硕士、工商管理硕士、高级工程师，现任公司总经理，同时担任北京汽车副总裁以及湖南大学兼职教授。拥有 33 年的汽车行业经验，曾任长沙汽车电器厂分电器厂工程师、副厂长，长沙汽车电器厂办公室主任、副厂长、厂长，中国汽车工业总公司总经理助理等职务。

姜小栋先生，工商管理硕士、高级会计师，现任公司财务总监，同时担任北京汽车副总裁和党委委员，兼任北京海纳川投资有限公司财务总监、株洲北汽汽车系统科技有限公司监事和北京现代汽车金融有限公司董事，担任中央财经大学教授。

总体看，公司高层管理人员具有较丰富管理经验，公司主要工作由北京汽车派出人员完成，能够满足公司运营及发展需求。

3. 技术优势

北京现代不断推出新车型且销量持续增长是公司最主要的利润来源。

（1）先进的生产体系

北京现代以引进韩国现代汽车公司乘用车产品为主要技术来源，拥有国内技术及自动化率领先的汽车制造平台，冲压、焊接、涂装、总装四大车间生产自动化率达到国内领先水平，拥有生产机器人的数量达到 1,480 台，冲压与焊接自动化率实现 100%，其柔性生产线与智能化的工艺，使产品品质与生产灵活性有效提高。目前北京现代发动机厂的制造和工艺水平处于国内领先水平，类似冷式台架检测等先进技术都是国内首家采用。

北京现代在工厂设计中广泛采用与生产纲领相适应的新工艺、新技术、新装备和新的生产方式，工艺方案的确定和主要工艺设备的选型均采用国际同水平的成熟技术；生产线设计充分考虑

柔性化，适应多品种生产需要；遵循建立完善的质量保证系统、高效生产系统和以人为本系统三原则，尽量选用机器人等自动化、机械化设备，尽量选用节能和环保设备。尤其是第二工厂的建设，充分体现科学发展观，突出节能和环境保护，突出关键和先进技术的引进、消化和吸收，实现质量工位 100% 自动化，举升重物工位自动化。另外，北京现代还构筑了生产综合信息系统对生产运营进行全方位的信息管理，包括：生产综合管理系统、物流综合管理系统、顾客综合管理系统、信息分析管理系统。以提高经营管理效率，适应变幻莫测的市场变化。

(2) 丰富、领先的车型系列

北京现代目前共有六大系列、二十余款车型可供用户选择，覆盖经济型轿车、中级轿车、中高级轿车、SUV 各个领域。其共同特点是：产品主动与被动的安全性可最大程度地保证乘客的安全；宽敞的内部空间和符合人体工程学的设计大大提高了舒适性和便利性；整车搭载的发动机具有低震动、低噪声，动力性好，燃油经济性好，性价比高等特点，并且其排放指标均可达到国 IV 标准。为了确保产品具有良好的质量一致性和优秀的环保性能，北京现代投资两千余万元建成了可对整车进行欧 IV 标准排放试验的整车排放试验室。

总体看，北京现代拥有国内领先的生产体系，能够不断对产品进行升级和开发新的汽车产品，拥有一定技术优势。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》和《公司章程》的相关规定，设立股东会、董事会和监事会，股东会是公司的最高权力机构，董事会是公司最高权力执行机构。公司设立经营管理机构，负责公司的日常管理工作，并向董事会负责。

公司设有董事会，由 5 名董事组成，董事经股东会选举产生，董事会对股东会负责，执行股东会的决议，在其授权范围内代替股东行使职权，决定公司的经营计划和投资方案及重大事项。监事会是公司的常设机构，董事会由 5 名成员组成，董事名额的分配由股东会决定，董事应符合法律规定和股东会要求的任职条件，并经股东会选举产生。董事会设董事长 1 人，董事长候选人由实缴出资最多的股东推荐，经董事会选举产生和罢免。监事会是公司常设的监察机构，由 3 名监事组成，监事名额的分配由股东会决定，其中职工代表采用民主选举产生，非职工监事经股东会选举产生。公司监事列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议。

公司设总经理 1 名，财务总监 1 名。公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，向董事长和董事会报告工作。

总体看，目前公司治理结构健全，能适应公司的发展现状。

2. 管理体制

截至 2015 年 6 月，公司下设法律部、综合管理部、资本运营部、发展研究部等 8 个职能部门，并结合公司内部控制规定，建立健全了符合公司经营特点和管理要求的内部控制制度并组织实施。公司各项管理制度、管理措施符合章程规定及业务需求。

资金管理方面，公司现金流入主要来自于收到投资企业分配股利，公司根据年初母公司制定的投资计划对收到的现金股利统筹安排，除当年需投资部分留存企业外，其余部分全部用于股利分配。

投资管理方面，公司作为北京汽车的重要子公司，年初母公司董事会制定相应的投资计划并

经公司董事表决通过，予以执行。按照相关规划，公司致力于打造以整车制造为核心、上游零部件、下游服务贸易一体化的完整产业链，公司即按照规划，根据北京汽车战略安排，整合相关资产。

担保方面，公司对对外担保事项统一管理，下属子公司若对外担保需经公司本部同意后方可对外担保，公司对外担保按权限需经董事会或股东会审核同意后方可执行。

合营、联营公司管理方面，公司仅行使股权管理职责，通过股东会表决行使自身权益，并通过阅读审计报告、董事会工作汇报等相关措施行使监督权限，公司对合营、联营公司的生产经营等重大事项具有重要影响。

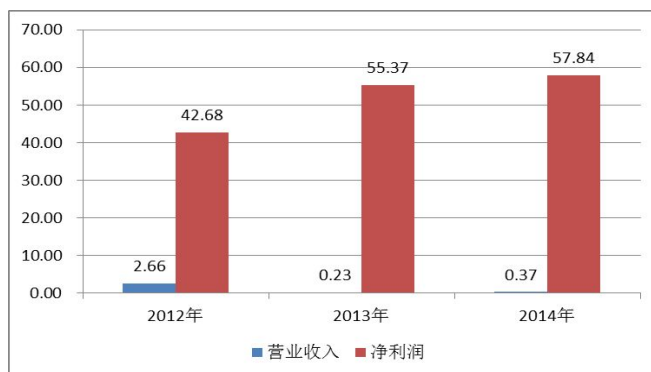
总体看，公司管理制度较为齐全，目前运作情况正常。

六、经营分析

1. 经营概况

2012 年公司转让了中都物流有限公司和北京北汽鹏龙机动车拍卖有限公司 2 家公司股权，同时转移了对北京北汽发动机零部件有限公司的控制权。受上述因素影响，2013 年公司收入较上年度大幅下降，2012~2014 年，公司营业收入分别为 2.66 亿元、0.23 亿元和 0.37 亿元，呈波动下降趋势，年均复合下降 62.85%；2012~2014 年，公司合营及联营企业业绩增长，公司确认投资收益规模持续增长，公司净利润分别为 42.68 亿元、55.37 亿元和 57.84 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 16.41%，具体情况如下图所示。

图 4 2012~2014 年公司营业收入及净利润情况 单位：亿元



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从毛利率来看，自 2012 年公司股权结构调整后，公司主要收入来源于收取投资合营及联营企业的咨询业务费，成本主要由职工薪酬构成，公司毛利率水平处于较高水平。2014 年，由于公司相关人员由母公司派出，公司高管人员全部统一由北京汽车支付薪酬，公司成本下降为 0，毛利率水平进一步攀升，2012~2014 年，公司毛利率分别为 25.05%、97.03%和 100.00%，公司毛利率水平很高。

公司利润主要来源于长期股权投资确认的投资收益，2012~2014 年，公司长期股权投资确认投资收益分别为 37.80 亿元、54.61 亿元和 58.12 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 24.00%，投资收益在公司营业利润中占比分别为 84.82%、98.19%和 100.45%。其中，公司持有北京现代股权确认的投资收益贡献较大，2014 年公司持有北京现代长期股权确认投资损益为 56.89 亿元，在全年投资收益中占比为 97.88%，公司利润实现对北京现代经营状况依赖度较大。截至 2015 年 6 月底，公司下属合营或联营企业涵盖 1 个整车制造、4 个汽车零部件和 3 个汽车服务项目，具体

情况如下表所示。

表 4 截至 2015 年 6 月底公司主要合营及联营公司（单位：%）

板块	参股企业	持股比例
零部件	北京李尔岱摩斯汽车系统有限公司	20.00
	北京北汽大世汽车系统有限公司	48.00
	北京北内发动机零部件有限公司	50.00
	北京首钢冷轧薄板有限公司	20.00
整车制造	北京现代汽车有限公司	50.00
服务贸易	现代首选二手车经营有限公司	40.00
	北京现代汽车金融有限公司	33.00
	北京汽车集团财务有限公司	20.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，长期股权投资收益是公司营业利润的最主要来源，公司利润实现对北京现代经营状况依赖度较大。

2. 股权投资—北京现代

北京现代是公司最核心的资产，其产生的投资收益是公司最主要的利润来源，其经营状况与公司利润总额息息相关。所以，本报告的经营分析将以北京现代的经营为主。北京现代是由公司和韩国现代自动车株式会社在 2002 年共同出资设立，中韩双方各占 50%，是中国加入 WTO 后被批准的第一个汽车生产领域的中外合资项目。

（1）整车制造

原材料采购

北京现代汽车生产所需的原材料主要包括发动机、钢板和零部件三大类别。

发动机主要通过北京现代发动机厂和少部分国外进口相结合的供应模式，其中，北京现代自产可满足 70%~80%的需求。

北京现代生产对钢板原材料有特定的技术需求，国内钢板市场供应量较小，全部由北京现代海斯克在海外市场采购，采购价格随市场变化。北京现代零部件主要通过战略采购和竞争采购相结合的模式。其中，战略采购主要针对生产特定车型所需的专用部件，北京现代摩比斯汽车配件有限公司是北京现代战略采购的第一大供应商，主要供应底盘、动力总成等各类模块，竞争性采购主要针对整车生产所需的通用零部件，北京现代一般采用招标的方法，同时邀请关联方和第三方参与报价，综合考虑货品质量和价格因素决定供应商，结算方式采用汇票和现金相结合的方式。对于竞争性采购，北京现代一般采用长期合作供应商的模式，有利于形成采购的规模效应，实现技术研发的同步性。北京现代定期对供应商进行评价，一旦供应商出现严重质量问题立即拉入黑名单，终止双方合作。截至 2014 年底，北京现代零部件采购的供应商共 170 余家。

从采购的资金结算来看，对于海外采购订单，北京现代提前 3~5 个月直接向韩方的供应商采购，先入库后结算，北京现代无需进行长周期的零部件库存及资金积压；对于国内零部件采购都是先使用后结算的模式，公司原材料采购对资金的占用量不大。

总体看，北京现代原材料采购资金占用量不大，采购价格随市场变化。

汽车生产

从产品类型特点看，北京现代自成立以来一直保持一年至少推出一款新车，这些车型针对不同的用户群体，形成了一条遍布高、中、低端的完整的产品线。索纳塔是北京现代最早引进的车

型，属于中型商务车型。其中，第八代索纳塔于 2011 年 4 月正式上市，按 2013 年的销量计算，占中国合资中高端中型轿车市场约 6.5% 的份额；雅绅特是经济型家用轿车；索纳塔·御翔是中型商务车型，并在一定程度上兼顾家庭用户使用；伊兰特定位于成熟的理性消费者；途胜是北京现代推出的第一款 SUV 产品，主要面向 30 岁左右追求高品位生活的消费者；伊兰特·悦动是公司 2008 年推出的产品，主要面对年龄在 25 与 35 岁之间的企业中高层管理者，2012 年 7 月上市的朗动是新悦动的升级换代版；IX25 在 2014 年 10 月正式推出，属中高端 SUV 车型。

从产品的结构调整来看，北京现代的产品主要可以分为轿车和 SUV 两大类。其中，轿车产品主要有 ELANTRA 悦动、伊兰特、VERNA 瑞纳、朗动和索纳塔等，排气量集中在 1.4~2.0L 之间，产品价格集中在 7~15 万元之间；SUV 产品主要是途胜和 IX35，产品价格集中在 16~25 万元之间。2010 年，北京现代推出“D+S（中高级车+SUV）”战略，即以中级车和 SUV 车型组合的形式拓展市场，目前，北京现代“D+S”车型有 MISTRA 名图、全新胜达、第八代索纳塔、第九代索纳塔、IX35、IX25、途胜及名驭等 8 款产品。“D+S”战略对北京现代销售的贡献度不断加强，促进了品牌的高端化和产品结构的调整，2012~2014 年以及 2015 年 1~6 月，“D+S”车型销量占北京现代总销量的比重分别为 33.73%、40.69%、41.70% 和 43.2%。

从生产能力看，北京现代目前拥有 3 座整车生产工厂、3 座发动机生产工厂和 1 座承担自主研发的技术中心。整车年生产能力为 105 万辆、发动机年生产能力为 90 万台，工厂占地面积共 327 万平方米。目前，北京现代生产用机器人的数量达到 1,480 台，自动化程度位居国内乘用车生产企业前列。

从生产模式来看，北京现代采用以销定产的模式。产销计划的制定流程主要包括：北京现代在年初制定预测的年度计划，并在年度计划内规划供货体系，细化到季度和月度；北京现代在月底会安排产销例会来制定下个月以及未来 3~5 个月的预测生产计划。同时，为了精确实现“零库存”生产模式，北京现代通过周订单的方式安排生产，每周二由经销商给北京现代发送订单，周三北京现代生产部门反馈意见，周四通过销售部门反馈给经销商。除此之外，北京现代设置了专门的质量控制部，主要是进行事中和事后的质量控制以及零部件的入库检查。

目前，北京现代拥有顺义第一工厂、顺义第二工厂以及顺义第三工厂三大生产基地，可实现整车 105 万产能。并且，北京现代还有沧州第四工厂（预计 2017 年初投产）和重庆第五工厂（预计 2016 年 9 月投产），随着在建工厂的陆续完工投入使用预计规划整车年产能均为 30 万台，发动机年产能分别为 20 万台和 30 万台，并且增加 6 种新车型的生产。值得注意的是，在现有汽车行业即将进入调整期的情况下，公司未来 2~3 年新产能的释放将会迎来新的发展机遇。

总体看，北京现代的产品类型覆盖高、中、低端轿车以及 SUV 车型，生产自动化率处于国内领先水平，并且随着在建工厂的投入使用，产能水平将进一步提高。

汽车销售及售后服务

北京现代通过销售部门针对经销商的产品调查以及聘请专业的第三方面对普通消费者进行抽样调查的方式密切监控市场动态，即时反馈信息，使得北京现代的产品开发与生产能够最大限度的贴近市场需求，把握市场动向。2012~2014 年，北京现代分别完成销量 85.96 万辆、103.08 万辆和 112.00 万辆，年均复合增长率为 14.15%，总销量呈现稳定增长的趋势。2015 年 1~6 月，北京现代销量达到 51.03 万辆，市场占有率一直保持较为稳定的水平。具体情况如下表所示。

表 5 北京现代近三年一期的销售情况（单位：万辆、%）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
销量	85.96	103.08	112.00	51.03
市场份额	6.7	6.8	6.6	5.8

资料来源：公司提供

从品牌销售指导价格来看，北京现代产品定价主要采用的追随市场法，即参照区域市场同类型产品销售价格定价。北京现代轿车产品主要产品价格集中在 7~15 万元之间；SUV 产品主要产品价格集中在 16~25 万之间，具体情况如下表所示。

表 6 北京现代旗下品牌销售指导价格（单位：万元）

品牌	名驭	伊兰特	途胜	IX35	朗动	瑞纳
报价	9.10~9.80	8.98~9.88	16.58~20.38	14.98~22.28	10.58~14.98	7.29~10.69
品牌	名图	悦动	IX25	索纳塔八	新胜达	索纳塔九
报价	12.98~18.98	9.98~12.08	11.98~18.68	18.39~21.39	21.18~28.18	17.48~24.98

资料来源：公司提供

从品牌销售数据来看，2014 年北京现代销量超过 10 万辆的车型有 4 款轿车，分别为 MISTRA 名图、VERNA 瑞纳、ELANTRA 悦动、朗动，合计销量占总销量的 67.47%，其中朗动超过 20 万辆；北京现代销量超过 10 万辆的 SUV 车型为 IX35，销量占总销量的 12.97%。

表 7 北京现代近三年一期分类型销售情况（单位：辆）

车型	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1~6 月
名驭	16,903	13,954	9,587	4,593
伊兰特	64,368	34,454	32,236	7,883
索纳塔	100,477	104,670	54,946	29,319
雅绅特	3,200	398	--	--
瑞 纳	204,963	198,667	236,024	111,214
悦 动	214,753	171,547	132,363	38,162
朗 动	81,827	206,348	252,338	132,715
I30	1,645	3	1	--
途 胜	56,184	52,692	26,107	2,715
IX35	108,241	156,876	145,304	51,429
新胜达	7,033	74,437	71,424	10,551
名 图	--	16,762	134,997	73,794
IX25	--	--	24,721	47,901
合计	859,595	1,030,808	1,120,048	510,276

资料来源：公司提供

从销售区域分布来看，北京现代销售区域主要集中于东部区域和北部区域，尤其是东部沿海区域；从销售政策来看，北京现代对于全部经销商采用“先款后货”的销售政策，不予授信，即各级经销商必须先行付款，经财务部确认后再由业务部门发货；从销售的推广模式来看，北京现代主要通过广告，活动促销，服务（车展以及地方活动）、定期免费检测和售后回访的方式进行宣传。

从销售服务模式来看，北京现代重视产品的售后服务及体系建设，不断加大销售网络建设，通过 4S 店和服务站相结合的模式来完善公司销售和服务体系。目前，北京现代发展经销商主要是通过综合考察企业资质（千万元规模以上）、资信情况以及行业经验等因素，由于重点城市限购以及汽车市场饱和的原因，北京现代未来目标为覆盖至地级市以及县级市，重点拓展地市级及县

级市市场。

为做到及时迅速地为消费者服务，北京现代建立了良好的售后服务体系，销售及售后服务网络遍布全国。为了有效的衡量售后服务体系的工作能力及效果，北京现代在售后服务过程中通过第三方公司对工作指标如 CSI、IQS 等进行持续测量与监控，每半年反馈一次监测结果，并根据监测结果，有针对性的指导服务网络各单位进行持续改进与提高。出于效益考虑，北京现代于 2012 年逐步取消服务站，2013 年底，北京现代已无服务站。截至 2014 年底，北京现代的经销及售后服务体系为 764 家 4S 店，具体情况如下表所示。

表 8 北京现代销售网络情况（单位：家）

网络构成	2012 年	2013 年	2014 年
4S	640	715	764
服务站	77	0	0
合计	717	715	764

资料来源：公司提供

2008 年以来，北京现代从“以生产为中心”转向“以客户为中心”的发展阶段，从“深化网络管理、提升品牌价值、加强执行能力以及提升经销商综合实力”四个方面提升客户满意度。在国家规定 3 年/6 万公里，汽车行业普遍 3 年/10 万公里的背景下，北京现代将其发动机、变速箱总成的保修期延长至“5 年/10 万公里”（一般零部件仍然为 3 年/6 万公里）政策给客户带来更多实惠，从售后服务层面增强了产品的市场竞争力。在为客户提供高质量售后服务的同时，兼顾了服务的多样性和特殊性。

总体看，北京现代销售量及收入持续增长，朗动、名图和瑞纳的销量持续快速增长，有效的提高了盈利能力；同时北京现代售后服务的保修期的延长，提高了客户满意度同时体现了北京现代对汽车质量的信心。

3. 其他股权投资

北京李尔岱摩斯汽车系统有限公司（以下简称“李尔岱摩斯”）为公司（持股 20%）和美国李尔公司、韩国岱摩斯公司于 2004 年 9 月共同设立的合资企业。该公司主要为北京现代生产 NFC/JMC/MCC 轿车座椅，具备年产 30 万套的能力。截至 2014 年底，李尔岱摩斯总资产 6.09 亿元，总负债 4.05 亿元，所有者权益 2.04 亿元；2014 年，李尔岱摩斯实现主营业务收入 13.79 亿元，净利润 1.22 亿元。

北京北汽大世汽车系统有限公司（以下简称“北汽大世”）为公司（持股 48%）和韩国的大世株式会社于 2011 年 6 月共同设立的合资企业。截至 2014 年底，北汽大世总资产 9.74 亿元，总负债 7.04 亿元，所有者权益 2.69 亿元；2014 年，北汽大世实现营业收入 24.32 亿元，净利润 1.45 亿元。

北京北内发动机零部件有限公司（以下简称“北京北内”）为公司（持股 50%）和北内集团总公司于 2003 年 9 月共同出资的企业。北京北内拥有三条凸轮轴机加工生产线，2005 年通过了 ISO/TS16949-2002 国际质量管理体系的认证。截至 2014 年底，北京北内总资产 8.55 亿元，总负债 3.88 亿元，所有者权益 4.67 亿元；2014 年，北京北内实现营业收入 4.59 亿元，净利润 0.28 亿元。

北京首钢冷轧薄板有限公司（以下简称“首钢冷轧”）为公司（持股 20%）和北京首钢股份有限公司、首钢总公司于 2008 年 8 月共同出资的企业。截至 2014 年底，首钢冷轧总资产 70.59 亿元，总负债 70.06 亿元，所有者权益 0.53 亿元；2014 年，首钢冷轧实现营业收入 81.58 亿元，

净利润-3.00 亿元。

现代首选二手车经营有限公司（以下简称“首选二手车”）为公司（持股 40%）和北京首钢股份有限公司、首钢总公司于 2008 年 8 月共同出资的企业。首选二手车主要是提供二手车的收购、销售以及北京现代品牌汽车的零售等服务。截至 2014 年底，首选二手车总资产 1.02 亿元，总负债 0.01 亿元，所有者权益 1.01 亿元；2014 年，首钢冷轧实现营业收入 0.58 亿元，净利润 0.15 亿元。

北京现代汽车金融有限公司（以下简称“北汽金融”）为公司（持股 33%）和现代金融株式会社、现代自行车株式会社于 2012 年 6 月共同出资的企业。截至 2014 年底，北汽金融总资产 130.66 亿元，总负债 110.00 亿元，所有者权益 20.66 亿元；2014 年，北汽金融实现净利润 1.05 亿元。

北京汽车集团财务有限公司（以下简称“北汽财务”）为公司（持股 20%）和北汽福田汽车股份有限公司、北京海纳川汽车部件股份有限公司、北京汽车集团有限公司于 2011 年 11 月共同出资的企业。截至 2014 年底，北汽财务总资产 123.17 亿元，总负债 105.84 亿元，所有者权益 17.33 亿元；2014 年，北汽财务实现营业收入 4.62 亿元，净利润 1.40 亿元。

总体看，公司股权投资主要分布于零部件和汽车服务企业，形成了以整车制造为核心，上游零部件，下游服务贸易一体化的产业链结构，股权投资收益较好。

4. 经营效率

公司作为投资企业，主要是通过控股、参股企业获取投资收益的方式来取得营业利润。由于公司应收账款及存货为 0，因此应收账款周转次数和存货周转次数无意义；由于公司联营、合营企业较多，投资收益占比很高，为了更好的反映经营效率，本报告将投资收益计入营业收入，总资产周转率分别为 0.43 次、0.43 次和 0.41 次，基本保持稳定。

总体看，公司资产规模较大，公司作为投资企业，利润来源于长期股权投资的投资收益持续增长，公司整体经营效率较好。

5. 经营关注

公司作为投资企业，经营主要依靠其所投资的控股、参股、合营企业。公司投资企业主要集中于汽车行业，公司存在的经营风险主要有如下几点：

（1）宏观经济环境与政策风险。国家宏观经济状况及政策引导将会对汽车行业有一定的影响，如国家鼓励汽车行业推广新能源汽车推动了新能源汽车的发展；国家鼓励国内自主汽车品牌发展鼓励了汽车行业的研发竞争但对合资品牌影响较大。

（2）市场竞争激烈逐步进入调整期。近年来汽车行业竞争激烈、重点城市市场趋于饱和，未来三年汽车行业有可能将进入调整期，届时部分汽车生产商将面临市场冲击甚至倒闭的风险。

（3）生产要素成本价格波动。用于制造汽车的生产要素包括人力、各类原材料，如包括钢材、铝材、橡胶、塑料以及油漆、稀释剂等化学制品；用于制造汽车的零部件主要包括金属件、化工件和电子器件。公司生产乘用车、发动机及零部件等产品需要向上游企业采购大量的原材料。若大宗原材料价格上升时，使上游零部件生产企业的生产成本大幅度上升，当供货商提高零配件供应价格时，虽然公司可以通过诸如推出新品重新定价、优化工艺、减少损耗等措施，消化零部件价格的上涨，但如果主要原材料价格上涨幅度过大过快，则可能会对公司盈利产生不利影响。

（4）北京现代经营业绩的稳定性对公司盈利的影响较大

公司利润主要来源于长期股权投资确认的投资收益，2012~2014 年，公司长期股权投资确认投资收益分别为 37.80 亿元、54.61 亿元和 58.12 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 24.00%，

投资收益在公司营业利润中占比分别为 84.82%、98.19%和 100.45%，其中来自于北京现代的投资收益在投资收益中占比分别为 82.69%、96.72%和 97.88%，占比很大，北京现代经营业绩的稳定性对公司盈利的影响较大。

6. 未来规划

公司主要的收益来源为对合营和联营企业长期股权投资收益，尤其是对北京现代的长期股权投资收益，因此未来规划主要针对北京现代而言。

北京现代将主要从提升品牌价值、改进经营业绩、完善公司优化运作机制三个方向上采取措施来实现战略目标。通过改进品牌及渠道架构、升级产品组合、加强代理店支持和管理，以及加强影响四个方面进一步推进品牌战略。

公司投资计划将以北京现代为主体，在现有产品：索纳塔、名驭、途胜、IX35、伊兰特、悦动、朗动、I30、雅绅特、瑞纳的基础上不断引进新车型，包括新 SUV、MPV 和现有产品的升级产品，使产销达到 136 万辆。同时通过引进和自主开发，推出新能源汽车产品。

从生产布局来看，北京现代顺义第一工厂实现 30 万产能的生产布局，产品有索纳塔、名驭、途胜、伊兰特、雅绅特、瑞纳；北京现代顺义第二工厂实现 30 万产能，产品包括索纳塔、IX35、悦动、I30；北京现代顺义第三工厂实现 45 万产能，产品包括悦动、朗动、名图、新胜达。并且，至“十二五”期末，北京现代预计投资 74.47 亿元在沧州建设第四工厂，预计产能增加 30 万辆整车，增加 20 万台发动机，北京现代预计投资 77.86 亿在重庆建设第五工厂，预计产能增加 30 万辆整车，增加 30 万台发动机，使实际整车生产能力达到 150 万辆以上。

总体看，北京现代对未来产能和新车型的推广有着明确的未来发展规划，目标在于进一步提升北京现代的市场占有率和利润水平，公司投资收益有望稳定增长。根据北京汽车相关规划，公司拟择机增加对下属合营企业和联营企业的股权投资规模。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2013 年度合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）、2014 年合并财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，公司 2015 年 1~6 月财务报告未经审计。公司财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则—基本准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。

2012 年，公司将中都物流有限公司 51%股权、北京北汽鹏龙机动车拍卖有限公司 100%股权对外转让。同时，公司持有北京北内发动机零部件有限公司 50%股权，2012 年因董事会人员变更，其控制权转移至北京汽车股份有限公司，公司不再纳入合并范围。由于 2012 年公司合并范围变化较大，其 2012~2013 年收入和现金流量数据可比性较差。

截至 2014 年末，公司纳入合并范围的子公司有海纳川投资有限公司 1 家，含北京现代汽车有限公司 1 家合营企业，含北京北内发动机零部件有限公司、北京现代汽车金融有限公司、北京北汽大世汽车系统有限公司等 7 家联营企业。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 143.21 亿元，负债合计 15.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）127.51 亿元。2014 年公司实现营业收入 0.37 亿元，净利润（含少数股东损益）57.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 57.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.07 亿元，

现金及现金等价物净增加额-4.64 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 162.21 亿元，负债合计 14.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.56 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 0.00 亿元，净利润（含少数股东损益）20.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 20.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.62 亿元。

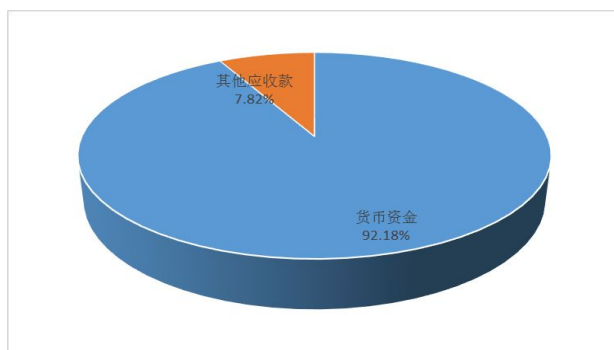
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模逐年稳步上升，年均复合增长率 8.75%，资产结构以非流动资产为主，且其占比呈持续增长态势，2012~2014 年底非流动资产占比分别为 86.42%、91.26%和 98.16%。截至 2014 年底，公司资产总额为 143.21 亿元，其中流动资产合计占 1.84%，非流动资产合计占 98.16%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产持续下降，年均复合下降 59.95%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 2.64 亿元，由货币资金（占比 92.18%）和其他应收款（占比 7.82%）构成。

图 5 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金总额持续下降，年均复合下降 54.33%，主要系对北京汽车集团财务有限公司、北京现代汽车金融有限公司和北京北内发动机零部件有限公司增资所致。截至 2014 年底，公司货币资金余额 2.43 亿元，无使用受限资金。

2012~2014 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 78.79%，公司其他应收款主要系与其他企业往来款及应收股权转让款。截至 2014 年底，公司其他应收款合计 0.21 亿元，较 2013 年底的 5.07 亿元大幅下降，主要系收到 2012 年股权转让款项所致。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产呈持续增长态势，年均复合增长 15.90%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 140.57 亿元，近三年年均复合增长 15.90%，公司非流动资产主要系长期股权投资。

2012~2014 年，公司长期股权投资在非流动资产中占比分别为 100%、99.99% 和 99.99%。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 140.56 亿元，较 2013 年底增长 10.94%，主要系确认投资收益导致长期股权投资账面价值增长所致，公司长期股权投资明细如下表所示：

表9 2012~2014年公司长期股权投资明细情况 单位：亿元，%

企业名称	持股比例	主要业务	项目	2012 年	2013 年	2014 年
北京现代汽车有限公司	50	整车制造	资产总额	447.48	537.47	616.12
			净利润	75.39	108.75	114.89
			公司确认投资收益	37.35	54.00	56.89
北京李尔岱摩斯汽车系统有限公司	20	零部件制造	资产总额	8.00	7.96	6.09
			净利润	1.32	1.37	1.22
			公司确认投资收益	0.26	0.27	0.23
北京首钢冷轧薄板有限公司	20	钢铁业	资产总额	74.06	73.28	70.59
			净利润	-5.90	-3.77	3.00
			公司确认投资收益	-0.34	-0.75	-0.60
现代首选二手车经营有限公司	40	服务贸易	资产总额	0.79	0.95	1.02
			净利润	0.16	0.14	0.15
			公司确认投资收益	0.06	0.06	0.06
北京汽车集团财务有限公司	20	服务贸易	资产总额	52.15	121.49	123.17
			净利润	0.51	1.41	1.40
			公司确认投资收益	0.10	0.28	0.28
北京北汽大世汽车系统有限公司	48	零部件制造	资产总额	5.56	7.21	9.74
			净利润	0.27	1.22	1.45
			公司确认投资收益	0.13	0.59	0.73
北京现代汽车金融有限公司	33	服务贸易	资产总额	4.81	50.17	130.66
			净利润	-0.39	0.005	1.05
			公司确认投资收益	-0.16	0.00	0.35
北京北内发动机零部件有限公司	50	零部件制造	资产总额	5.79	6.82	8.55
			净利润	0.16	0.27	0.28
			公司确认投资收益	0.38	0.13	0.18

数据来源：公司提供

截至 2015 年 6 月底，公司资产总计 162.21 亿元，较年初增长 13.26%，主要系收到北京现代分红导致货币资金增长和与北京汽车往来款项增长导致其他应收款大幅增长所致。其中流动资产占比 33.20%，较年初大幅上升；公司长期股权投资较年初大幅下降 22.93%，主要系合营及联营企业分红规模较大所致。

总体看，公司规模较大，资产结构简单，主要以非流动资产为主；非流动资产主要以长期股权投资构成，整体资产质量较好。

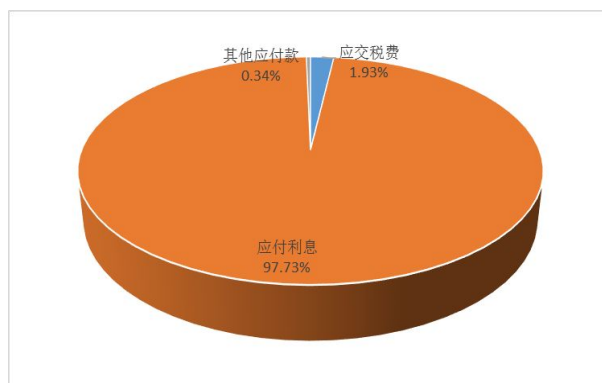
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014，公司负债呈波动下降态势，年均下降 25.84%。截至 2014 年底，公司负债合计 15.70 亿元，其中非流动负债占比 95.36%，负债构成以非流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 0.73 亿元，近三年年均复合下降 76.85%，公司流动负债主要以应付利息为主（占比 97.73%）。2012~2014 年，公司流动负债在负债中占比分别为 47.65%、52.05%和 4.64%，受 2014 年应付股利规模大幅下降影响，当年公司流动负债占比大幅下跌。

图6 2014年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2012~2014年，公司应交税费持续大幅下降，年均复合下降90.82%。截至2012年底，公司应交税费合计1.67亿元，主要系应交企业所得税规模较大所致，2012年，北京汽车收购公司持有北京北内有限公司持有的北京北内发动机零部件有限公司50%股权，并取得其控制权，同时，公司出售中都物流有限公司51%股权和北京北汽鹏龙机动车拍卖有限公司100%股权，上述三家公司不再纳入合并报表范围，致使2013~2014年公司应交税费规模大幅下降；截至2013年底，公司应交税费合计0.26亿元，其中应交企业所得税0.25亿元；截至2014年底，公司应交税费合计0.01亿元，主要系应付增值税。

2012~2014年，公司应付利息均为0.71亿元，全部为应付债券利息。

2010年，公司发行2010年北京汽车投资有限公司公司债券，发行总额15亿元，债券期限7年，附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。该债券前5年票面年利率5.18%，第5年末发行人选择不上调票面利率，后2年债券利率保持5.18%固定不变。截至2014年底，公司应付债券账面价值合计14.97亿元。

公司每年根据当年现金持有计划及投资计划确定分红规模。2012~2013年底，公司应付股利分别为10.50亿元和15.25亿元，截至2014年底，公司应付股利已于当年支付完毕。

公司非流动负债近三年年均复合增长0.09%，规模基本保持稳定。截至2014年底，公司非流动负债合计14.97亿元，全部系公司发行的2010年北京汽车投资有限公司公司债券。

截至2015年6月底，公司负债合计14.64亿元，较年初下降6.72%，主要系应付利息和应付债券账面余额下降所致。2012~2014年，公司银行借款在2013年到期偿还后，公司有息负债仅含2010年发行的15亿元公司债券。截至2014年底，公司全部债务合计14.97亿元，全部为长期债务，2014年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为10.96%、10.51%和10.51%，公司债务负担较小。近三年公司债务规模呈波动下降趋势，年均复合下降2.18%。截至2015年6月底，公司有息债务规模小幅下降4.26%至14.36亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为9.03%、8.85%和8.85%，较年初有所下降，有息负债规模整体处于较低水平。

总体看，公司负债规模较小，主要系已发行的公司债券，公司债务负担较小。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均复合增长17.38%，主要来自于公司利润留存。2012~2014年，公司向股东分红规模分别为30.50亿元、40.25亿元和38.00亿元，整体分红规模较大。截至2014年底，公司所有者权益合计127.51亿元，其中归属于母公司所有者权益占99.79%。归属于

母公司所有者权益中实收资本占比 27.51%，资本公积占比 0.30%，未分配利润占比 58.44%，盈余公积¹占比 13.75%，未分配利润占比较高，公司权益结构的稳定性较弱。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益为 147.56 亿元，受公司未分配利润增长影响，所有者权益较年初上升 15.72%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构的稳定性较弱。

4. 盈利能力

受 2012 年公司陆续转移所持下属子公司股权影响，公司收入规模大幅下降，2012~2014 年，公司分别实现营业收入 2.66 亿元、0.23 亿元和 0.37 亿元，呈波动下降趋势，年均复合下降 62.85%；受所持长期股权投资确认投资收益规模逐年持续增长影响，公司净利润规模呈持续增长态势，三年分别实现净利润 42.68 亿元、55.37 亿元和 57.84 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 16.41%，主要系归属于母公司所有者的净利润，近三年占比分别为 99.75%、99.97%和 100.00%。

近三年，公司期间费用总额波动下降，年均复合下降 29.96%。在 2012 年公司转让部分子公司股权后，2013 年和 2014 年公司未开展销售活动，销售费用已下降为 0；2012~2014 年，公司管理费用和财务费用呈波动下降趋势，2013 年受转让 3 家子公司股权影响，财务费用和管理费用均较 2012 年大幅下降。受 2010 年发行 15 亿债券的影响，公司财务费用高企，公司费用收入比处于高位。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 47.15%、187.87%和 167.56%，受 2012 年转让子公司导致 2013 年和 2014 年公司销售收入大幅下降影响，2013~2014 年公司费用收入比大幅上升，但考虑到公司营业收入并不体现公司实际经营成果，因此费用收入比对衡量公司费用控制能力的指导意义不大。

公司利润主要来源于长期股权投资确认的投资收益，2012~2014 年，公司长期股权投资确认投资收益分别为 37.80 亿元、54.61 亿元和 58.12 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 24.00%，投资收益在公司营业利润中占比分别为 84.82%、98.19%和 100.45%。公司营业外收入规模较小，2012~2014 年，公司营业外收入分别为 1.56 万元、56.80 万元和 15.25 万元，公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率持续增长，分别为 24.38%、91.43%和 94.73%。自 2012 年转让 3 家下属子公司股权后，公司营业成本主要系管理人员薪酬，2014 年公司管理人员薪酬全部从北京汽车支出，公司营业利润率进一步提高。2012~2014 年，公司总资产、所有者权益和净利润均保持持续增长态势，年均复合增长率分别为 8.75%、17.38%和 16.41%，总资产增速低于所有者权益和净利润增速，公司总资产报酬率分别为 40.66%、43.40%和 41.57%，净资产收益率分别为 49.18%、55.31%和 49.19%。

2015 年 1~6 月，公司共实现营业收入 0.00 亿元，较上年同期的 690.18 万元有所下降；实现净利润 20.05 亿元，较上年同期的 27.91 亿元下降 28.16%，主要系合营企业和联营企业业绩较去年同期有所下滑所致。

总体看，公司盈利规模较大，主要系长期股权投资确认的投资收益。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年公司经营活动现金流量净额分别为 0.25 亿元、-1.25 亿元和 0.07 亿元。2012 年，受当期转让股权的子公司未转让前现金流纳入合并范围影响，公司销售商品、提

¹ 2012 年底，公司提取法定盈余公积累计金额已达到注册资本的 50%，2013~2014 年，公司未继续提取法定盈余公积。

供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，分别为2.26亿元和1.71亿元；2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金规模受合并范围内经营活动规模较小影响，现金流规模较小，但受支付2012年企业所得税流出现金1.68亿元影响，2013年经营活动现金流净流出1.69亿元；2014年，公司经营活动现金流规模较小，净流入0.07亿元。从现金收入质量来看，近三年公司现金收入比呈波动下降态势，2012~2014年分别为85.01%、100.00%和46.99%，2014年公司确认的合营及联营公司咨询收入部分在2015年支付，公司收入实现质量有待提升。

从投资活动来看，近两年公司投资活动现金流均呈现净流入状态，公司投资活动现金流入主要来自于取得投资收益收到的现金。2012~2014年，公司投资活动现金净流量分别为31.53亿元、33.63亿元和49.32亿元，其中取得投资收益收到的现金分别为28.79亿元、34.39亿元和49.99亿元。2014年，公司收到其他与投资活动有关的现金45.71亿元，主要系收到北京汽车归还往来资金，投资支付现金51.29亿元，主要支付北京汽车往来款45.70亿元，对北京汽车集团财务有限公司增资2亿元，向北京现代汽车金融有限公司增资3.30亿元，向北京北内发动机零部件有限公司增资0.29亿元。

表10 公司近三年及一期取得投资收益收到的现金明细 单位：万元

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
北京现代汽车股份有限公司分红	259,549.30	339,248.01	489,353.33	516,965.45
北京李尔岱摩斯汽车系统有限公司分红	6,439.58	2,334.34	3,049.37	2,932.12
北京现代摩比斯汽车配件有限公司分红	18,686.65	0.00	0.00	0.00
北京韩一汽车饰件有限公司分红	3,224.24	0.00	0.00	0.00
北汽大世汽车系统有限公司分红	0.00	768.00	4,320.00	0.00
北京汽车集团财务有限公司分红	0.00	232.53	1,755.17	0.00
北京世纪北广广告有限公司分红	0.00	545.37	0.00	0.00
北京北内发动机零部件有限公司分红	0.00	800.00	0.00	0.00
合计	287,899.78	343,928.25	498,477.88	519,897.58

资料来源：公司提供

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流量呈净流出态势，三年分别净流出22.31亿元、36.98亿元和54.02亿元。公司筹资活动现金流出主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金，三年分别为20.93亿元、36.28亿元和54.02亿元。

2015年1~6月，公司经营活动现金流净额为0.05亿元，全部为收到2014年实现收入；公司投资活动产生的现金流量净额为26.99亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.42亿元。

总体看，自2012年股权结构变化后，经营活动产生现金流入规模较小；因取得投资收益收到的现金规模较大，公司投资活动现金净流入规模较大；受分配股利、偿付利息规模较大影响，公司筹资活动现金流出规模较大。随着公司未来股权投资规模的扩大，公司仍有一定的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，近三年公司流动比率分别为1.21倍、0.75倍和3.62倍。2013年，受货币资金大幅下降影响，公司流动资产规模大幅下降，流动比率较2012年有所下降；2014年，流动资产规模受货币资金规模下降影响持续下降，但因应付股利下降为0导致流动负债跌幅大于流动资产跌幅，流动比率上升至3.62倍。受公司性质影响，公司无存货，速动比率与流动比率一致。2012年，公司现金短期债务比为16.65倍，2013~2014年公司无短期债务，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司资产负债率分别为23.57%、22.46%和10.96%，债务水平低；2012~2014年，投资收益的持续增长导致公司EBITDA呈持续增长态势，近三年公司EBITDA分别为45.67亿元、56.41亿元和58.63亿元，EBITDA利息倍数分别为47.16倍、71.29倍和74.18倍，EBITDA全部债务比分别为2.92倍、3.77倍和3.92倍，EBITDA对利息和全部债务的保障能力都较好。

截至2015年6月底，公司向母公司北京汽车股份有限公司提供担保金额15亿元，向北京北内发动机零部件有限公司提供担保金额0.9亿元，被担保企业均为关联企业，整体或有负债风险较低。

根据公司提供的查询日期为2015年9月23日的银行征信报告（本部）显示，公司无未结清与已结清不良信用记录。

总体看，公司目前债务规模不高，投资收益规模大，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年6月底，公司全部债务14.33亿元，本次拟发行债券规模为30亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平影响较大。

以2015年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为30亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为23.10%、23.10%和23.23%，债务负担有所加重，但处于较低水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2014年底的相关财务数据为基础，公司2014年EBITDA为58.63亿元，为本次公司债券发行额度（30亿元）的1.95倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度高；2014年取得投资收益收到的现金合计49.99亿元，为本次公司债券发行额度（30亿元）的1.67倍，公司取得投资收益收到的现金规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产2.43亿元，为本次债券发行额度（30亿元）的0.08倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司投资收益规模大、债务负担轻、核心资产北京现代竞争优势较强等竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为北京汽车重要的投资公司，主要业务是对汽车及相关产业的投资，具有资产质量高、债务负担轻、长期股权投资收益规模大、股东实力雄厚等优势。公司核心投资资产北京现代汽车有限公司产销规模大、营销服务体系成熟、市场占有率较高、盈利能力强。同时，联合评级也关注到公司利润对投资收益的依赖度很高、汽车制造行业市场竞争日趋激烈等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，北京现代将进一步完善产品结构，并巩固其在经济型轿车市场的优势地位，公司长期股权投资有望保持稳定增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 北京汽车投资有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	121.10	138.86	143.21	162.21
所有者权益（亿元）	92.55	107.67	127.51	147.56
短期债务（亿元）	0.70	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	14.94	14.96	14.97	14.33
全部债务（亿元）	15.64	14.96	14.97	14.33
营业收入（亿元）	2.66	0.23	0.37	0.00
净利润（亿元）	42.68	55.37	57.84	20.05
EBITDA（亿元）	45.67	56.41	58.63	20.84
经营性净现金流（亿元）	0.25	-1.25	0.07	0.05
应收账款周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.00	0.00	0.00
现金收入比率（%）	85.01	100.00	46.99	--
总资本收益率（%）	46.14	48.66	44.23	13.17
总资产报酬率（%）	40.66	43.40	41.57	13.13
净资产收益率（%）	49.18	55.31	49.19	14.58
营业利润率（%）	24.38	91.43	94.73	--
费用收入比（%）	47.15	187.87	167.56	--
资产负债率（%）	23.57	22.46	10.96	9.03
全部债务资本化比率（%）	14.46	12.20	10.51	8.85
长期债务资本化比率（%）	13.90	12.20	10.51	8.85
EBITDA 利息倍数（倍）	47.16	71.29	74.18	26.39
EBITDA 全部债务比（倍）	2.92	3.77	3.92	1.45
流动比率（倍）	1.21	0.75	3.62	172.32
速动比率（倍）	1.21	0.75	3.62	172.32
现金短期债务比（倍）	16.65	--	--	--
经营现金流动负债比率（%）	1.84	-10.43	9.47	15.56
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.52	1.88	1.95	0.69

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入投资损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入投资损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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，违约风险较高；

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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京汽车投资有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年北京汽车投资有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京汽车投资有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京汽车投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京汽车投资有限公司的相关状况，如发现北京汽车投资有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京汽车投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至北京汽车投资有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送北京汽车投资有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月二十八日