

北京汽車(1958 HK, HK\$8.59, 未評級) — 北汽賓士為主要增長來源

- ❖ **顯著的收入增長和盈利能力改善。**北京汽車是北汽集團旗下負責整合和開發乘用車的平臺，它的產品包括從低端到高端的乘用車車型——低端產品（其自主品牌“北京”），高端產品“梅賽德斯賓士”（旗下51%股權的子公司北汽賓士），和中高端產品韓國“現代”（合資公司北京現代）。在2016年前9個月，北京汽車實現銷售收入803億元，同比增長38.1%，這得益於北汽賓士的強勁銷售增長。由於北汽賓士產能利用率提高以及實施了有效的成本削減措施，包括從國內採購零部件採購，毛利率上升357個基點至22.3%。淨利潤同比上升70.6%至39.2億人民幣，而淨利率同比上升93個基點至4.9%。
- ❖ **北汽賓士業績十分亮眼。**目前，北汽賓士生產2款轎車（C級和E級）和2款SUV（GLK和GLA）。由於銷售額同比增長29.3%，平均銷售價格的提高，以及規模經濟效應，北汽賓士的淨利潤在2016年前9個月同比增長55.7%至9.47億歐元，相當於約71億人民幣。自2015年起，北汽賓士就在新一輪模型升級週期中顯示出強大的競爭力，因為其在2015年亮相的新C級和在2016年第3季度發佈的新E級都能很快搶奪競爭對手的市場份額。
- ❖ **北京現代表現令人失望。**面對來自本土品牌的激烈競爭和產能限制，北京現代的銷售量在2016年前9個月僅實現了7.5%的同比增長至79.7萬輛，約佔其2016年銷售目標112萬輛的70%。不過隨著滄州新工廠的開工，我們相信產能限制很快會得到緩解。但由於產能利用率降低和啟動成本，毛利率也因此下降。我們預計因另一家位於重慶的工廠將於2017年投產，毛利率將面臨進一步下調的壓力。北京汽車對聯營企業和合營企業的投資收益（主要由北京現代的投資收益構成）在2016年前9個月中僅同比增長6.1%至26.4億人民幣。
- ❖ **北京品牌的前景仍然充滿挑戰。**儘管在2016年前9個月中北京品牌的銷量同比增長50.3%，較高利潤的SUV產品的銷售佔比也從2015年前9個月的8.3%增加到50.4%，但北京品牌目前尚未達到盈虧平衡。根據我們的估計，2016年第三季度的淨虧損約為人民幣7.7億元，2016年第一季度的淨虧損則為13億元人民幣而第二季度為14億元人民幣。2016年前9個月淨虧損同比下降6.7%至35億人民幣。
- ❖ **估值。**北京汽車目前的市盈率為8.7倍2017年每股收益，略高於香港上市汽車製造商（不包括比亞迪（1211 HK））的8.3倍2017年每股收益的平均水準。彭博綜合預測2016/17/18E的每股收益為人民幣0.68/0.86/0.73。

財務資料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額(百萬人民幣)	12,782	56,370	84,112
淨利潤(百萬人民幣)	2,714	4,511	3,319
每股收益(分人民幣)	48.4	70.3	43.7
每股收益變動(%)	NA	45.3	-37.8
市盈率(x)	15.3	10.5	16.9
市帳率(x)	1.3	1.1	1.2
股息率(%)	5.5	4.8	2.0
權益收益率(%)	14.9	20.5	18.5
淨財務槓杆率(%)	26.2	21.9	14.2

來源:公司、彭博

北京汽車(1958 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$8.59
市值(港幣百萬)	65,244
過去3月平均交易(港幣百萬)	39.86
52周高/低(港幣)	8.9/4.62
發行股數(百萬)	7,595.3
主要股東	北汽集團(44.98%)

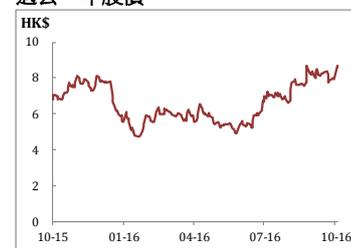
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	5.2%	5.8%
3月	23.3%	16.2%
6月	48.7%	35.1%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。