

北京汽车(1958 HK, HK\$8.59, 未评级) — 北汽奔驰为主要增长来源

- ❖ **显著的收入增长和盈利能力改善。**北京汽车是北汽集团旗下负责整合和开发乘用车的平台，它的产品包括从低端到高端的乘用车车型——低端产品（其自主品牌“北京”），高端产品“梅赛德斯奔驰”（旗下51%股权的子公司北汽奔驰），和中高端产品韩国“现代”（合资公司北京现代）。在2016年前9个月，北京汽车实现销售收入803亿元，同比增长38.1%，这得益于北汽奔驰的强劲销售增长。由于北汽奔驰产能利用率提高以及实施了有效的成本削减措施，包括从国内采购零部件采购，毛利率上升357个基点至22.3%。净利润同比上升70.6%至39.2亿人民币，而净利率同比上升93个基点至4.9%。
- ❖ **北汽奔驰业绩十分亮眼。**目前，北汽奔驰生产2款轿车（C级和E级）和2款SUV（GLK和GLA）。由于销售额同比增长29.3%，平均销售价格的提高，以及规模经济效应，北汽奔驰的净利润在2016年前9个月同比增长55.7%至9.47亿欧元，相当于约71亿人民币。自2015年起，北汽奔驰就在新一轮模型升级周期中显示出强大的竞争力，因为其在2015年亮相的新C级和在2016年第3季度发布的新E级都能很快抢夺竞争对手的市场份额。
- ❖ **北京现代表现令人失望。**面对来自本土品牌的激烈竞争和产能限制，北京现代的销售量在2016年前9个月仅实现了7.5%的同比增长至79.7万辆，约占其2016年销售目标112万辆的70%。不过随着沧州新工厂的开工，我们相信产能限制很快会得到缓解。但由于产能利用率降低和启动成本，毛利率也因此下降。我们预计因另一家位于重庆的工厂将于2017年投产，毛利率将面临进一步下调的压力。北京汽车对联营企业和合营企业的投资收益（主要由北京现代的投资收益构成）在2016年前9个月中仅同比增长6.1%至26.4亿人民币。
- ❖ **北京品牌的前景仍然充满挑战。**尽管在2016年前9个月中北京品牌的销量同比增长50.3%，较高利润的SUV产品的销售占比也从2015年前9个月的8.3%增加到50.4%，但北京品牌目前尚未达到盈亏平衡。根据我们的估计，2016年第三季度的净亏损约为人民币7.7亿元，2016年第一季度的净亏损则为13亿元人民币而第二季度为14亿元人民币。2016年前9个月净亏损同比下降6.7%至35亿人民币。
- ❖ **估值。**北京汽车目前的市盈率为8.7倍2017年每股收益，略高于香港上市汽车制造商（不包括比亚迪（1211 HK））的8.3倍2017年每股收益的平均水平。彭博综合预测2016/17/18E的每股收益为人民币0.68/0.86/0.73。

财务资料

| (截至12月31日) | FY13A | FY14A | FY15A |
|------------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万人民币) | 12,782 | 56,370 | 84,112 |
| 净利润(百万人民币) | 2,714 | 4,511 | 3,319 |
| 每股收益(分人民币) | 48.4 | 70.3 | 43.7 |
| 每股收益变动(%) | NA | 45.3 | -37.8 |
| 市盈率(x) | 15.3 | 10.5 | 16.9 |
| 市帐率(x) | 1.3 | 1.1 | 1.2 |
| 股息率(%) | 5.5 | 4.8 | 2.0 |
| 权益收益率(%) | 14.9 | 20.5 | 18.5 |
| 净财务杠杆率(%) | 26.2 | 21.9 | 14.2 |

来源: 公司、彭博

北京汽车(1958 HK)

| | |
|----------------|--------------|
| 评级 | 未评级 |
| 收市价 | HK\$8.59 |
| 市值(港币百万) | 65,244 |
| 过去3月平均交易(港币百万) | 39.86 |
| 52周高/低(港币) | 8.9/4.62 |
| 发行股数(百万) | 7,595.3 |
| 主要股东 | 北汽集团(44.98%) |

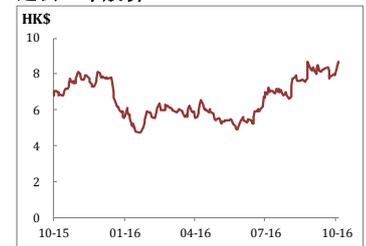
来源: 彭博

股价表现

| | 绝对 | 相对 |
|----|-------|-------|
| 1月 | 5.2% | 5.8% |
| 3月 | 23.3% | 16.2% |
| 6月 | 48.7% | 35.1% |

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。