

信用等级通知书

东方金诚债评字【2019】892号

北京汽车集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“北京汽车集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第五期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AAA。



东方金诚国际信用评估有限公司

二〇一九年十一月十一日

信用评级报告声明

——除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与北京汽车集团有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

——东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

——本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

——本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

——请务必阅读权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年11月11日

北京汽车集团有限公司 2019年公开发行公司债券（第五期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2019/11/11	刘涛	曹洋洋

主体概况

北京汽车集团有限公司是集整车和零部件的研发、制造和销售为一体的国有大型汽车生产企业。公司控股股东为北京国有资本经营管理中心，实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会。

债券概况

本期发行金额：不超过30亿元（含30亿元）
 本期债券期限：本期债券分为三个品种，品种一为3年期固定利率债券；品种二为5年期固定利率债券；品种三为7年期固定利率债券
 偿还方式：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
 募集资金用途：偿还公司债务和/或补充流动资金

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
市场竞争力	市场份额	25.00	25.00
	产品均价（万元）	15.00	12.61
企业规模	营业总收入	25.00	25.00
盈利能力	毛利率	5.00	5.00
	利润总额	10.00	10.00
债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	6.61
	全部债务/EBITDA	5.00	4.34
	经营现金流流动负债比	5.00	4.56

基础评分模型得分 **93.13**

2.基础模型参考等级 **AAA**

3.评级调整因素 **无**

4.主体信用等级 **AAA**

5.增信措施 **无**

6.本期债券信用等级 **AAA**

评级观点

公司是以乘用车和商用车制造为核心的大型综合汽车生产集团，北京奔驰具备很强的市场竞争实力；新能源汽车国内市场占有率较高；福田汽车在载货车市场长期保持领先地位；公司营业收入和利润总额逐年增长，盈利能力很强，经营性净现金流状况良好。另一方面，公司合营企业北京现代销量和收入下滑；自主品牌盈利能力有待提升；商用车业务获利能力不足；债务规模逐年增长且规模较大，存在短期集中偿付压力。

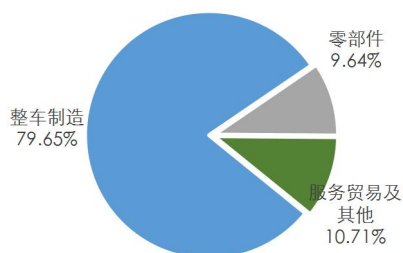
同业比较

项目	北汽集团	华晨集团	吉利控股	广汽集团	上汽集团
市场份额 (%)	8.57	2.78	5.43	7.62	25.01
产品均价（万元）	15.28	17.71	15.33	-	-
营业总收入（亿元）	2588.83	1529.68	3285.21	723.80	9021.94
毛利率 (%)	22.56	28.37	22.67	16.18	14.22
利润总额（亿元）	205.14	140.43	257.70	118.67	543.44
资产负债率 (%)	68.03	69.93	69.18	40.50	63.73
经营现金流流动负债比 (%)	6.88	14.91	29.31	-3.13	2.48
全部债务/EBITDA	3.76	2.91	2.18	0.83	0.94

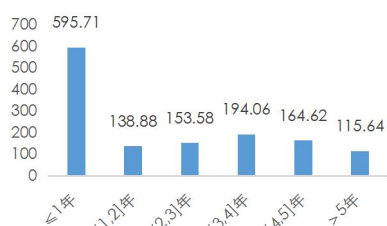
注：以上企业最新主体信用等级均为AAA/稳定，数据来源自各企业公开披露的2018年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2018 年收入构成 (单位: %)



2019 年 3 月末债务期限结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额(亿元)	3206.76	3431.91	3704.82	3776.17
所有者权益(亿元)	978.29	1118.62	1184.52	1252.40
全部债务(亿元)	1033.94	1143.36	1435.04	1352.55
营业总收入(亿元)	1929.06	2514.61	2588.83	705.90
利润总额(亿元)	158.04	199.13	205.14	56.70
经营性净现金流(亿元)	132.93	156.44	114.56	56.64
营业利润率(%)	18.19	18.85	18.41	19.19
资产负债率(%)	69.49	67.41	68.03	66.83
流动比率(%)	87.48	95.05	108.65	109.33
全部债务/EBITDA(倍)	3.81	3.39	3.76	-
EBITDA 利息倍数(倍)	9.38	10.29	10.03	-

注:表中数据来源于公司 2016 年~2018 年的审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是以乘用车和商用车制造为核心的大型综合汽车生产集团, 产业链完整, 综合实力极强;
- 子公司北京奔驰是我国合资豪华乘用车三大生产商之一, 具备很强的市场竞争实力;
- 子公司福田汽车是国内少数具有载重车核心技术的整车厂, 在载货车市场长期保持领先地位;
- 公司新能源汽车产品种类、数量均处于领先地位, 国内市场占有率较高;
- 公司营业收入和利润总额逐年增长, 盈利能力很强, 经营性净现金流状况良好。

关注

- 受产品竞争力不足影响, 公司合营企业北京现代销量和收入有所下滑, 未来仍面临较大销售压力;
- 公司自主品牌以中低端产品为主, 盈利能力有待提升;
- 公司商用车部分产品受竞品影响销量呈现波动, 业务获利能力不足;
- 公司债务规模逐年增长且规模较大, 债务结构以短期有息债务为主, 存在短期集中偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计随着新车型陆续推出, 公司整车销量将继续保持增长, 推动盈利能力提升。

评级方法及模型

《东方金诚汽车整车制造企业评级方法及模型 (RTFC008201907)》

历史评级信息

债项名称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
北京汽车集团有限公司 2019 年公开发行公司债券 (第四期)	AAA/稳定	AAA	2019/8/30	刘涛、朱经纬、曹洋洋	《东方金诚汽车整车制造企业评级方法及模型》	阅读原文
北京汽车集团有限公司 2018 年公开发行公司债券 (第三期)	AAA/稳定	AAA	2018/12/28	刘涛、朱经纬、曹洋洋	《东方金诚汽车制造行业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文

注:自 2018 年 12 月 28 日 (首次评级) 至 2019 年 8 月 30 日 (最新评级), 北汽集团主体信用等级未发生变化, 均为 AAA/稳定。

主体概况

公司是集整车和零部件的研发、制造和销售为一体的国有大型汽车生产企业，实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会

北京汽车集团有限公司（以下简称“北汽集团”或“公司”）是集整车和零部件的研发、制造和销售为一体的国有大型汽车生产企业。公司控股股东为北京国有资本经营管理中心（以下简称“国管中心”），实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。

截至 2018 年末，公司合并口径下形成 180.83 万辆乘用车和 50.82 万辆商用车销量规模。根据中国汽车工业协会统计，公司连续多年跻身国内十大汽车集团。截至 2019 年 3 月末，公司拥有上市公司四家，分别为北京汽车股份有限公司（以下简称“北汽股份”，股票代码 1958.HK）、北汽福田汽车股份有限公司（以下简称“福田汽车”，股票代码 600016.SH）、北汽蓝谷新能源科技股份有限公司（以下简称“北汽蓝谷”，600733.SH）和渤海汽车系统股份有限公司（以下简称“渤海汽车”，股票代码 600960.SH）。

截至 2019 年 3 月末，公司（合并）资产总额为 3776.17 亿元，所有者权益为 1252.40 亿元，资产负债率为 66.83%；纳入合并范围一、二级子公司共计 35 家。2018 年和 2019 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 2588.83 亿元和 705.90 亿元，利润总额为 205.14 亿元和 56.70 亿元。

本期债券概况

公司拟在上海证券交易所发行“北京汽车集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第五期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行金额不超过 30 亿元（含 30 亿元）。本期债券分为三个品种，品种一为 3 年期固定利率债券，品种二为 5 年期固定利率债券，品种三为 7 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券面值 100 元，平价发行，采用固定利率形式，单利按年计息，票面利率由簿记建档结果确定。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

本期债券募集资金用途拟用于偿还公司债务和/或补充流动资金。

宏观经济和政策环境

前三季度经济下行压力逐步显现，中美经贸摩擦仍需持续关注

1~9月GDP同比增长6.2%，其中三季度降至6.0%，较上季度下滑0.2个百分点，连续两个季度小幅走低，反映5月之后中美经贸摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”都在不同程度地受到负面影响。不过，9月以来，伴随逆周期调节力度加大，以及中美经贸摩擦趋向缓和，经济运行已开始出现企稳势头。预计四季度GDP增速将保持在6.0%，2019年GDP增速将为6.2%。未来中美经贸谈判进程仍将是影响短期宏观经济走向的关键因素。

四季度逆周期调节力度将进一步加大，货币政策重点是降低企业融资成本，财政政策将在减税降费和基建提速两方面同时发力

前三季度货币政策总体保持边际宽松态势，严监管效应趋缓，社会融资规模及M2增速均现企稳回升势头。新LPR改革将带动市场化、结构性降息持续深化。此外，当前全球货币政策已转入宽松轨道，不排除年底前后央行下调MLF政策利率的可能。财政政策方面，预计四季度还可能针对企业的减税措施出台，全年减税降费规模有望超过2万亿元，专项债资金对基建提速的作用将有明显体现。总体上看，四季度宏观政策在保持定力的同时，将进一步向稳增长方向倾斜。

行业分析

公司主营业务为乘用车制造业务，属于汽车制造行业。

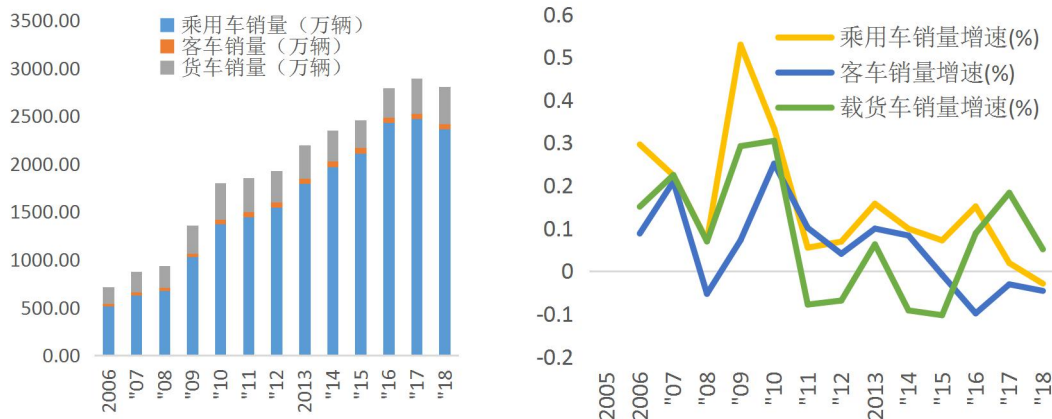
汽车制造行业

2018年，我国汽车销量首次出现负增长，受经济增速下行压力加大、居民消费信心不足等因素影响，预计2019年我国汽车销量下降幅度将扩大

受GDP增速下滑、居民收入不及预期等因素影响，我国汽车销量因乘用车销量下滑首次出现负增长。2018年，全国国内生产总值增速6.6%，较2017年下降0.3个百分点；全国居民人均可支配收入实际增长6.5%，较2017年下降0.8个百分点。根据中国汽车工业协会统计，2018年我国汽车销量为2837.27万辆，同比下降1.96%¹，2018年，乘用车销量为2401.33万辆，同比下降2.95%，载货车销量386.80万辆，同比增加5.25%，客车（含非完整车辆）市场累计销售49.93万辆，同比下降4.41%，降幅较上年扩大1.30个百分点。

¹ 2018年，乘用车销量为2401.33万辆，同比下降2.95%；2018年，载货车销量386.80万辆，同比增加5.25%，增速较上年下降13个百分点。重卡销售同比增长2.26%，其中半挂牵引车销量同比下降19.97%，工程类重卡销量同比增长27.98%。轻卡销量同比增长9.60%；国内客车（含非完整车辆）市场累计销售49.93万辆，同比下降4.41%，降幅较上年扩大1.30个百分点。

图表1 2006年~2018年我国汽车产销量及增速情况(单位:万辆、%)

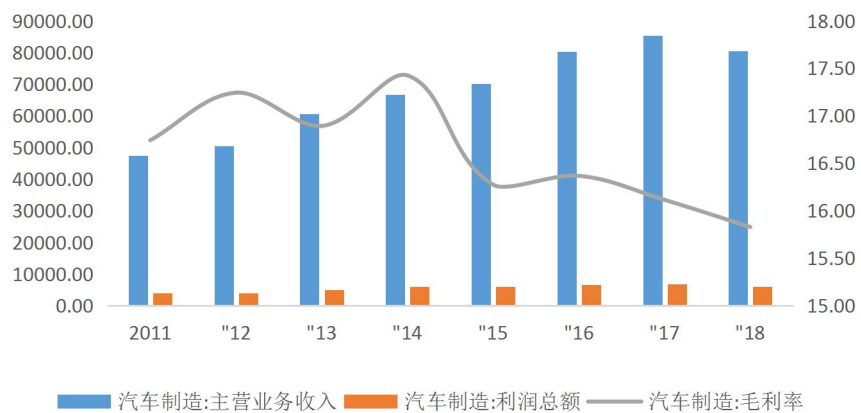


资料来源: Wind, 东方金诚整理

2019年1~6月,我国汽车批发销量为1231.84万辆,同比下降12.41%,其中乘用车批发销量为1177.82万辆,同比下降14.04%。2019年,受中美贸易战等因素影响,经济增长存在较大下行压力,PMI指数下行和可支配收入下降导致居民消费信心下降,预计2019年我国汽车产销量下降幅度将有所扩大。随着行业增速放缓,市场竞争更加激烈,2018年我国汽车制造行业营业收入、毛利率和利润总额均出现不同程度下降,预计短期内较难恢复。

2018年,受整车销量下滑的影响,我国汽车制造业整体实现营业收入80484.60亿元,同比下降5.68%;利润总额6091.30亿元,同比下降1.77%。2018年7月,汽车Wind汽车价格指数(当月比年初)为98.60,价格呈下降趋势。近年来钢铁行业去产能效果显现,钢材价格有所回升,对汽车企业生产成本控制产生较为不利的影响。受上述因素的影响,2016年以来汽车制造行业毛利率呈逐年下降²,其中2018年行业毛利率同比下降0.28个百分点至15.83%。

图表2 2011年~2018年汽车制造行业主要财务指标(单位:亿元、%)



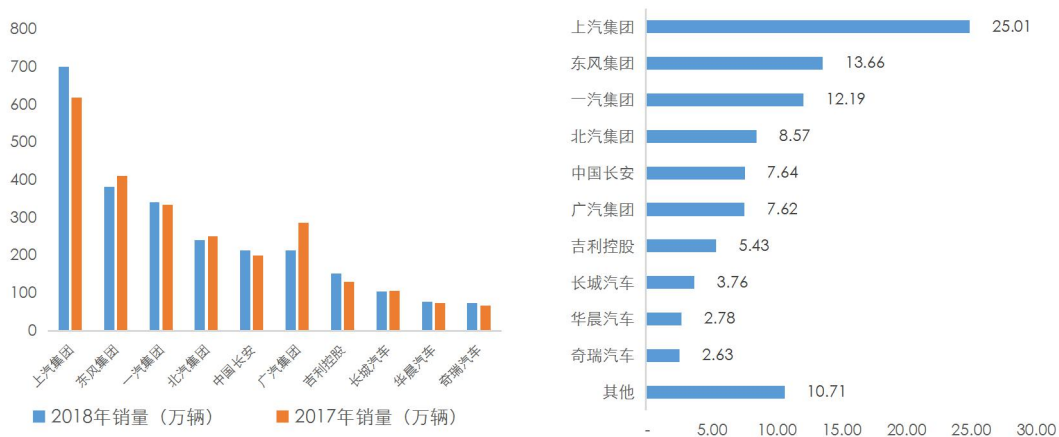
资料来源: 中国汽车工业协会, 东方金诚整理

² 2016年~2018年,汽车制造行业毛利率分别为16.37%、16.11%和15.83%。

我国汽车行业集中度不断提高，竞争格局稳定，合资品牌汽车企业仍占据主导地位

2018年，我国共3家汽车生产企业产销规模超过300万辆，3家企业超过200万辆。在我国乘用车市场，合资品牌汽车企业仍占据大部分市场份额，其次是自主品牌企业，最后为外资品牌企业。2018年自主品牌全市场占有率提升至50.28%，较2017年提高0.03个百分点。自主品牌经过多年的自主发展和海外并购，实现了前期的技术和经验积累。

图表3 2018年中国十大汽车生产企业（集团）销售及市场份额情况（单位：万辆、%）



数据来源：中国汽车工业协会，东方金诚整理

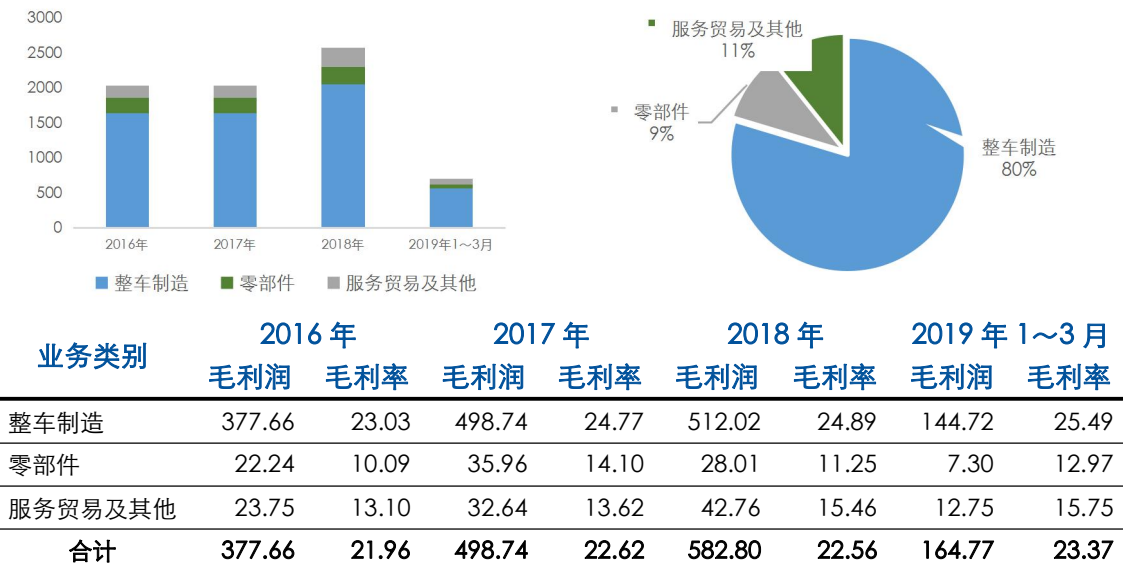
业务运营

经营概况

北汽集团是我国大型综合汽车生产集团之一，产业链完整，近年营业收入及毛利润稳定增长，毛利率处于较高水平，综合财务实力极强

北汽集团是我国的大型汽车生产集团，主要从事汽车整车和零部件生产和销售。主要受益于北京奔驰的销量增长，2016年~2018年，公司业务规模增长较快，整车制造业务占比为80%左右。近三年，公司毛利润持续增长，受益于毛利率较高的北京奔驰品牌销量增加，公司综合毛利率逐年上升。

图表 4 北汽集团营业总收入和毛利情况³ (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

北汽集团作为北京汽车工业的运营中心, 得到了市政府在自主研发能力建设、资金、整合北京市汽车相关企业和资产、重点建设项目等方面的大力支持。2010年9月8日, 获得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, 以支持北汽股份基于萨博技术的自主品牌乘用车项目建设。2012年至2015年, 北京市政府批复了市发展改革委《关于北汽集团2013年~2015年重点产业化建设项目政府资金支持有关事宜的意见》, 同意在“十二五”期间通过市重大科技成果转化和产业统筹资金及国有资本经营预算资金支持, 向北汽集团注入资本金 60 亿元, 用于支持北汽集团在合资品牌、福田汽车、北汽越野车和北汽新能源汽车有关项目建设。2016年~2018年, 公司获得的政府补助分别为 20.35 亿元、14.18 亿元及 41.71 亿元。

乘用车整车制造

1. 合资品牌业务

北汽集团合资品牌有北京奔驰、北京现代以及福建奔驰, 分别由子公司北京奔驰汽车有限公司 (以下简称“北京奔驰”)、合营企业北京现代汽车有限公司 (以下简称“北京现代”) 和福建奔驰汽车有限公司 (以下简称“福建奔驰”) 经营。北汽股份持有北京奔驰 51.00% 的股权, 开始将北京奔驰纳入合并财务报表。北京现代是公司的合营企业, 公司通过子公司北京汽车投资有限公司 (以下简称“北汽投资”) 持有北京现代 50% 的股权。

³ 表中数据尾数误差系四舍五入所致, 下文相同。

图表 5：北京奔驰和北京现代财务概况（单位：亿元）

项目	北京奔驰	北京现代
总资产（2019年3月末）	1078.97	545.20
总负债（2019年3月末）	635.05	344.89
所有者权益（2019年3月末）	443.92	200.31
营业收入（2018年）	1426.90	715.18
净利润（2018年）	201.40	0.32

资料来源：中国汽车工业协会，东方金诚整理

1、北京奔驰

北京奔驰是我国合资豪华乘用车市场三大生产商之一，具备很强的市场竞争实力

北京奔驰成立于 2005 年，经过多年发展，奔驰在华销量逐年大幅增长并成为中国合资豪华乘用车市场的第二大生产商⁴，是戴姆勒在华战略布局的核心构成部分，也是北汽集团乘用车业务核心企业。国内豪华车市场集中度较高，近三年奔驰品牌占国产豪华乘用车市场份额 25%左右⁵，具有很高的市场地位和品牌影响力。截至 2019 年 3 月末，北京奔驰共拥有 A 级、C 级、E 级轿车，GLA 和 GLC 系列 SUV 五大系列产品。

北京奔驰产品盈利能力很强，是北汽集团最重要的利润来源，随着在中国陆续推出新车型，预计未来北京奔驰销量将继续保持增长

北京奔驰产能不断扩展，产能利用率很高⁶。北京奔驰的生产基地均位于北京市，截至 2019 年 3 月末，已建成两个整车生产工厂，一个发动机生产工厂和一个研发中心。北京奔驰尚有一个发动机工厂、纯电动乘用车整车生产工厂以及动力电池工厂处于在建状态，并正在推进基于公司北京品牌顺义工厂改造的高端乘用车生产基地建设。

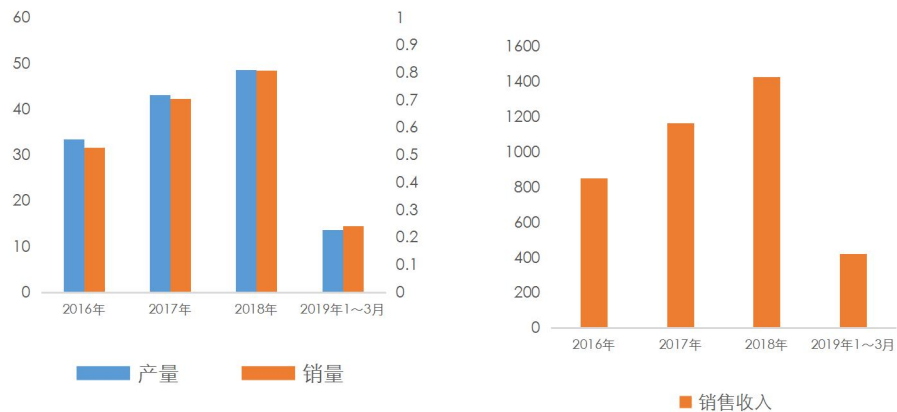
北京奔驰的所有车型均为国际市场的同代产品，并根据中国市场特殊需求，专门设计包括加长轴距在内的 C 级、E 系等本土化产品。近三年，受益于较强的产品竞争力，特别是 C、E 级轿车和 SUV 产品 GLC 等售价相对较高的车型销量占比提高，北京奔驰的整车销售量大幅增长，近三年销售收入复合增长率为 87.61%，平均销售均价维持较高水平，利润进一步提升。

⁴ 根据汽车之家数据，2018 年豪华车销量前三奥迪、奔驰（含 SMART）和宝马（含 MINI）分别销售 66.09 万辆、65.30 万辆和 64.00 万辆。

⁵ 市场占有率统计主要根据戴姆勒股份公司年报统计，因奔驰品牌乘用车在华销售主要以国产北京奔驰为主，该市场占有率主要以北京奔驰口径核算。

⁶ 2017 年，北京奔驰产能为 43.20 万辆，产能利用率为 125.95%。

图表6 2016年~2018年及2019年1~3月北京奔驰整车产销情况⁷
(单位:万辆、亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

新车计划方面, 2019年, 北京奔驰正式发布首款纯电动产品EQC, 该车定位纯电动中型SUV, 综合续航450km, 预计于2019年第四季度销售。定位为紧凑型SUV的GLB车型再也国产计划中。渠道方面, 北京奔驰已经在全国建立了授权经销及服务网点260余家, 覆盖了国内主要的一、二线城市, 并在积极开拓三线城市的市场。得益于出众的产品力、灵活的营销策略、新产品周期下密集的新品投放以及渠道的不断下沉, 预计未来北京奔驰销量将继续保持增长。

2、北京现代

受产品竞争能力不足影响, 公司合营企业北京现代销量和收入有所下滑, 未来依然面临较大销售压力

截至2019年3月末, 北京现代在国内有5个整车生产工厂, 并配套相应的发动机工厂。根据韩国现代汽车规划, 北京现代第一工厂将在适当时机关闭, 并将相关产品移至其他工厂生产。2017年, 北京现代通过对生产线改进, 产能达到130.00万辆, 但受产量波动的影响, 产能利用率由105.55%下降至61.54%。

图表7 2016年~2018年及2019年1~3月北京现代生产情况
(单位:万辆)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

⁷ 本报告中设计产能和实际产量, 公司提供数据无法精确到小数点两位。2018年后公司不再对外披露产能情况。

北京现代产品集中于经济型轿车和 SUV 领域。受自主品牌竞争力上行和日系、美系产品价格下压影响，性价比优势不再明显，以及新车导入速度缓慢、“多代同堂”策略损害产品形象等因素影响，北京现代销量和市占率继续下降。2018 年，北京现代引进菲斯塔、昂希诺、全新瑞纳等车型，并配合较有力度的促销手段，当年销量同比增长 0.66%，但单车销售均价由 9.24 万元/辆下降至 9.05 万元/辆。2016 年~2018 年，北京现代实现净利润分别为 78.97 亿元、-14.18 亿元和 0.32 亿元。

2019 年，北京现代计划上市领动插电混动版、全新 ix25、第十代索纳塔等多款车型将陆续推出；到 2020 年，北京现代首款 MPV 产品也将问世。但随着整车市场需求下行风险和市场竞争更加激烈的影响，北京现代依然面临较大的销售压力。

图表 8 2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月北京现代销售情况
(单位: 万辆、亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

3、福建奔驰

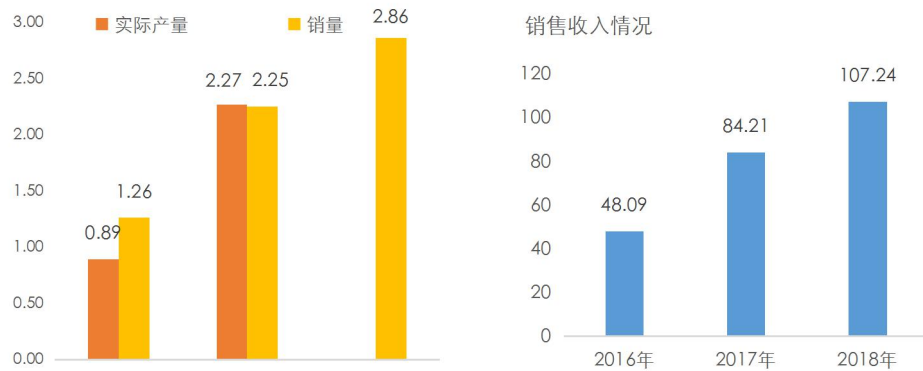
福建奔驰于 2016 年成为公司的合营企业，受益于渠道协同、高端车型销量增长，福建奔驰销量出现大幅增长

公司于 2016 年 9 月收购福建奔驰汽车有限公司（以下简称“福建奔驰”）35%的股权，并与福建汽车工业集团有限公司（以下简称“福汽集团”，持有福建奔驰 15%的股份）在对福建奔驰的经营管理等方面达成一致行动协议，福建奔驰成为公司的合营企业。截至 2019 年 3 月末，福建奔驰的总资产为 80.12 亿元，总负债为 43.46 亿元，所有者权益为 36.66 亿元，2018 年及 2019 年 1~3 月营业收入为 107.24 亿元和 21.43 亿元，净利润为 11.62 亿元和 2.10 亿元。

福建奔驰自 2010 年起生产和销售梅赛德斯-奔驰品牌多用途乘用车，主要车型包括梅赛德斯-奔驰 V 级车、新威霆、凌特。自 2016 年下半年以来，福建奔驰和北京奔驰在销售渠道方面进行了一定协同整合，福建奔驰能够进入北京奔驰的销售网点进行销售。由于全新 V-class 销售情况较好，2018 年福建奔驰整车

销量为 2.86 万辆，同比增长 27.11%，整车销售收入也较上年大幅增长 27.35% 至 107.24 亿元。

图 9 2016 年~2018 年福建奔驰整车产销情况⁸
(单位: 万辆、亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2. 自主品牌乘用车业务

北汽集团自主品牌乘用车业务主要由集团本部(威旺品牌由北汽股份于 2018 年剥离出售给母公司北汽集团)、北汽股份、北京宝沃汽车有限公司(以下简称“福田宝沃”)、北京新能源汽车股份有限公司(以下简称“北汽新能源⁹”)以及江西昌河汽车有限责任公司(以下简称“昌河汽车¹⁰”)负责经营。

公司自主品牌乘用车产品涵盖较全面,其中新能源汽车产品种类、数量均处于领先地位,国内市场占有率较高,但公司自主品牌均为中低端产品,盈利能力有待提升

北汽集团自主品牌产品包括轿车、SUV、MPV、交叉型乘用车和新能源汽车,形成了以北汽绅宝为核心,北京越野车、威旺、北汽新能源、昌河汽车、福田宝沃为辅助的六大系列的自主车型矩阵。截至 2019 年 3 月末,北汽股份旗下自主品牌乘用车共有 3 个生产基地,分别位于湖南株洲、北京顺义和广州市增城区,合计整车产能 72 万台。随着公司业务发展及产品不断升级,公司近年启动了对株洲生产基地的技改扩能建设项目,占地面积 1826 亩。项目总投资 38.77 亿元,建成后将年产 12 万辆 C40D 乘用车及同平台 C40DB 电动车车型,主要以满足出租车市场为主,兼顾私人用户和租赁市场需求。2019 年 1 月 15 日,福田汽车接到北京产权交易所《企业国有资产交易凭证》,确认福田汽车向长盛兴业(厦门)企业管理咨询有限公司转让北京宝沃汽车有限公司 67% 股权的转让价格为 39.73 亿元。截至 2019 年 3 月末,福田宝沃不再并表。

⁸ 2018 年后公司不再对外披露相关数据。

⁹ 北汽新能源由北京新能源汽车股份有限公司负责经营,北京新能源汽车股份有限公司为北汽蓝谷子公司。

¹⁰ 整车制造实际经营主体为江西志骋汽车有限责任公司。江西志骋汽车有限责任公司前身为江西昌河铃木汽车有限责任公司(以下简称“昌河铃木”)。2018 年 5 月,日本冈谷钢机株式会社和日本铃木株式会社退出昌河铃木,自此昌河汽车合并口径统计在自主拼之下。

公司于2012年正式推出自主生产的新能源汽车，分别由北汽股份和北汽新能源¹¹负责经营。北汽股份主要生产混合动力汽车，北汽新能源主要负责生产纯电动汽车。北汽集团在新能源板块产品种类与数量均处于领先地位。2017年及2018年，公司新能源汽车分别实现汽车销量10.32万辆和15.80万辆，纯电动汽车领域均位居全国第一¹²，具有很强的市场竞争力。

图表 10 2016年~2018年北汽集团自主品牌销售情况¹³ (单位: 亿元、%)

	2016年	2017年	2018年
北汽股份自主品牌业务			
销售收入	308.87	173.86	165.05
销售毛利润	8.57	-26.80	-35.16
毛利率	2.80	-15.40	-21.30
福田宝沃			
销售收入	45.39	57.60	30.60
净利润	-4.84	-9.85	-25.45
北汽新能源			
销售收入	0.05	0.38	164.38
净利润	-0.43	0.05	1.44

资料来源: 公开信息, 东方金诚整理

商用车整车制造

公司商用车业务主要由福田汽车负责运营。2012年2月, 福田汽车与戴姆勒公司合资的北京福田戴姆勒汽车有限公司(以下简称“福田戴姆勒”)¹⁴成立, 极大提升了福田汽车在中重卡市场的竞争力。截至2019年3月末, 福田汽车总资产为529.73亿元, 总负债为376.99亿元, 所有者权益为157.27亿元, 2018年及2019年1~3月, 福田汽车实现营业收入为410.54亿元和141.44亿元, 净利润为-36.39亿元和0.65亿元。截至2018年末, 福田戴姆勒总资产为176.28亿元, 净资产55.41亿元, 2018年实现净利润0.86亿元。

福田汽车是国内少数具有载重车核心技术生产能力的整车厂, 在载货车市场长期保持领先地位

福田汽车是我国品种最全、规模最大的商用车企业之一, 产品涵盖轻型卡车、中重型卡车、轻型客车、大中型客车等整车以及发动机等核心零部件, 旗下拥有合资品牌福田欧曼, 自主品牌瑞沃、欧马可、奥铃等卡车和欧辉客车品牌。公司

¹¹ 北汽新能源已拥有BJEV/ARCFOX两大品牌, EC/EV/EX/EU/ES/EH六大系列数十款产品, 在行业内率先实现了产品的全面覆盖。

¹² 数据来源: 乘用车市场信息联席会。

¹³ 数据来源于《关于上海证券交易所《关于对北汽福田汽车股份有限公司2018年年度报告的事后审核问询函》的回复公告》(公告编号: 2019-053)。

¹⁴ 2011年12月16日, 福田汽车出资50%, 戴姆勒股份公司出资40%、戴姆勒大中华区投资有限公司出资10%合资成立了福田戴姆勒, 该公司为合营企业, 未纳入公司合并范围报表。2012年, 福田汽车原欧曼品牌中重卡业务剥离到福田戴姆勒, 福田戴姆勒公司主营“福田欧曼”品牌的中重型卡车的生产和销售, 以“福田欧曼”作为整车商标。自此, 福田汽车中重卡品牌主要为瑞沃。重型机械的主打品牌为雷萨重机和雷萨环卫装备。

是我国少数拥有商用车全套动力总成生产能力的整车厂。欧曼系列重卡依托戴姆勒、康明斯、采埃孚等企业组成的动力总成配套，技术优势明显，在市场中形成了较高的产品影响力。此外，公司与美国康明斯有限公司合资成立的北京福田康明斯发动机有限公司（以下简称“福田康明斯¹⁵”）所配套生产的 2.8 升、3.8 升和 4.5 升轻型柴油发动机产品和 10.5 升、11.8 升两款重型柴油发动机产品，在排放标准、燃油经济性和耐久性等方面均优于市场同级产品。根据中国汽车工业协会统计，2018 年，公司轻卡业务市场份额位居国内第一，重卡市场份额排名第五（仅次于一汽、东风、重汽以及陕汽），新能源客车市场份额位列前十名。

公司商用车部分产品受竞品影响销量呈现波动，业务获利能力不足

公司商用车部分产品受竞品影响销量呈现波动。公司中重卡业务主要由合资公司福田戴姆经营，主要产品为欧曼系列中重卡。2018 年，公司中重卡业务同比下降 4.33%。主要是解放 J6，东风 D760，陕汽 X3000 等主要竞争企业新产品的上市导致欧曼产品竞争力略有不足；同时，重卡金融产品缺乏竞争力，对整车销售支持不够。同时，中卡下滑因为老产品欧曼 ETX 产品老化、竞争力不足。虽然公司轻卡销量长期位居全国第一，但近年产销量亦有所波动，2018 年产销量下滑较多。

图表 11 2016 年~2018 年福田主要商用车产品销量（单位：万辆）

生产基地	2016 年		2017 年		2018 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
中重卡（含非完整车辆）	8.41	8.40	13.74	12.88	12.22	12.32
轻卡（含微卡）	35.67	35.13	34.91	35.67	33.30	33.47
轻客	3.12	3.06	3.13	3.23	3.19	3.21
大中客（含非完整车辆）	0.89	0.91	0.92	0.92	0.42	0.35

资料来源：公开信息，东方金诚整理

根据福田汽车年报显示，2016 年~2018 年，福田汽车商用车板块营业收入分别为 321.69 亿元、340.20 亿元和 272.04 亿元；毛利润分别为 41.38 亿元、41.07 亿元和 31.90 亿元；毛利率分别为 12.86%、12.07%和 11.73%。近三年，受重卡需求拉动，商用车行业处于高景气度周期。但受商用车行业产能严重过剩的影响，产品价格竞争激烈，造成公司产品单位成本较高，毛利率较低，获利能力不足。

¹⁵ 福田汽车持有 50%股权，康明斯（中国）投资有限公司持有 40%股权，美国康明斯有限公司持有 10%，康明斯（中国）投资有限公司为美国康明斯有限公司全资子公司。

零部件业务

公司汽车零部件板块主要由子公司北京海纳川汽车部件股份有限公司（以下简称“海纳川”）和合资公司福田康明斯负责经营。截至2018年末，海纳川公司总资产为319.63亿元，总负债为227.82亿元，所有者权益为91.81亿元。2018年海纳川营业收入为266.71亿元，净利润为9.38亿元。截至2018年末，福田康明斯总资产635.04亿元，净资产322.50亿元，实现净利润9.37亿元。

公司汽车零部件业务覆盖产品广泛、销售规模大，成为公司营业收入和利润的重要补充

海纳川公司下属有36家零部件企业，其中中外合资合作企业25家，产品共200多个品种，覆盖“汽车内外饰系统、汽车电子系统、汽车底盘系统及其他系统”多个系列，形成了技术领先和成本领先的产品组合，具备了面向各层次商用车和乘用车的配套能力。近三年，受益于下游客户销量增长较快的影响，公司零部件业务营业收入逐年增长，毛利率逐年提升。

受尾气排放标准上升的影响，近年合资公司福田康明斯发动机业务获得较好发展，所生产的康明斯系列发动机在轻卡市场具有较强的竞争力，近三年发动机销量逐年上升。2016年~2018年，公司确认的福田康明斯投资收益分别为3.38亿元、5.28亿元和4.79亿元，成为公司利润的重要补充。

服务贸易及其他业务

汽车服务贸易业务主要由北京北汽鹏龙汽车服务贸易股份有限公司（以下简称“北汽鹏龙”）经营。截至2018年末，北汽鹏龙总资产为122.84亿元，总负债为71.88亿元，所有者权益为50.95亿元，2018年营业收入为268.05亿元，净利润为8.59亿元。

公司汽车服务贸易以汽车经销为核心，形成汽车服务综合供应商，近年来受益于北京奔驰和北京现代销量增长，收入和毛利率逐年增长

在贸易及销售网络方面，公司以北汽鹏龙为核心，负责开展北汽集团所属企业的服务贸易业务，为集团内整车、零部件企业提供贸易服务，其中整车销售、售后服务和汽车金融占比较大。在整车销售方面，北汽鹏龙主要负责经营北京奔驰和北京现代4S店¹⁶。近三年，受益于北京奔驰和北京现代销量和保有量的上升，公司汽车服务贸易业务逐年增长。2016年~2018年，公司服务贸易及其他业务实现收入181.30亿元、239.55亿元和277.26亿元；毛利润23.75亿元、32.64亿元和43.34亿元，毛利率13.10%、13.62%和15.63%，均同比增长，发展趋势良好。

¹⁶ 由于北京奔驰为并表企业，合并报表上汽车服务贸易业务主要为合资公司北京现代销售收入。

总体来看，作为我国大型整车制造集团之一，在豪华车具有明显优势，随着北京奔驰新产品逐步投放，公司将维持豪华车市场竞争力。东方金诚也关注到，北京现代未来依然面临较大销售压力，自主品牌盈利能力有待提升，商用车获利能力不足。

企业管理

产权结构

截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 171.32 亿元¹⁷，国管中心持有公司 100.00% 的股份，是公司的控股股东，北京市国资委为公司实际控制人。

公司治理结构与内部管理

公司按照公司法和公司章程建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理人员构成的法人治理结构。股东大会是公司的权力机构；董事会是公司的决策机构，对股东大会负责，经出资人授权，董事会可行使出资人授予的职权。目前，公司董事会由 13 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，职工董事 1 人，外部董事 7 人。根据十三届全国人大一次会议通过的国务院机构改革方案，不再设立国有重点大型企业监事会。根据北京市国资委机构改革相关通知，北京市国资委将监事会相关职能移交北京市审计局，未来北京市审计局将履行外部监督职能。自 2018 年 11 月 14 日起，北京市国资委派出到市属大型重点企业的监事会不再履职。因此，截至本报告出具日，公司暂无监事会。公司实行董事会领导下的总裁负责制。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。董事会成员可以兼任公司总经理及其他高级管理人员。

公司下设董事会办公室、集团办公室、战略规划部、经营管理部、财务部、资产管理部和人力资源管理部等部门，分别负责公司董事会事务、公司管理决策支持、战略管理、经营统筹、财务核算、投资与并购管理等工作，能够满足公司日常运营的需要。

发展战略

总体产业发展目标上，公司通过自身发展和引领带动作用，把北京汽车工业发展成为首都经济高端产业的重要支柱和现代制造业的第一支柱产业，通过科技创新、发展自主品牌促进中国汽车工业由大变强。未来公司将重点建设自主创新体系和自主乘用车开发能力，建立国际水准技术研发体系，掌握整车开发技术和部分核心零部件开发技术。在产品规划方面，公司将以新能源汽车为发展目标，并以纯电动为主，全面发展高中低产品，掌握核心技术和资源，实现新能源乘用车

¹⁷ 此处与下文涉及到发行人基本信息中的注册资本与实收资本，均参照发行人 2016 年 08 月 30 日更新的最新营业执照并保持一致。自该营业执照发照日起，由于重组等事项，发行人实际的注册资本和实收资本均有变动，请参照合并报表。目前发行人变更营业执照的程序正在履行中。

车、商用车国内领先、国际一流。在汽车零部件和服务贸易板块，公司将发展零部件平台业务，做强主营业务，优化产品结构，布局核心零部件；围绕轻量化相关零部件产品，建立独立的研发体系，逐步形成整车同步开发能力。

财务分析

财务概况

公司提供了2016年~2018年的审计报告及2019年1~3月的合并财务报表。致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年~2018年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2019年1~3月的合并财务报表未经审计¹⁸。

截至2019年3月末，公司纳入报表合并范围的一、二级子公司共35家。

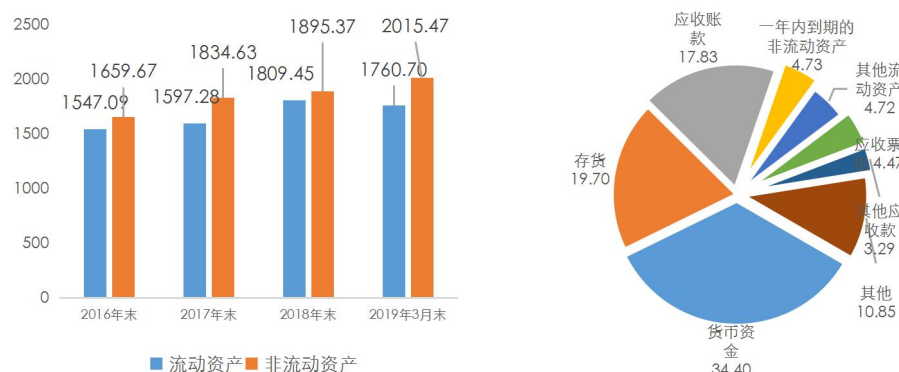
资产构成与资产质量

公司总资产保持增长，非流动资产占比略高于流动资产占比，流动资产中货币资金规模较大

公司资产总额保持增长态势，非流动资产占比略高于流动资产占比。公司货币资金规模较大，2018年末，占公司流动资产的14.79%。

公司货币资金以银行存款为主，2018年末受限部分占货币资金的比重为11.29%，主要为应付票据的银行保证金等。2016年~2018年，受整车销量增长除销金额上升及新能源汽车销售补贴发放滞后等因素影响，公司应收账款周转天数有所上升，分别为40.91天、46.81天和46.15天。同期，公司存货周转天数分别为52.17天、51.80天和59.11天，有所下降，主要是由于市场景气度下降，公司销量不及预期库存商品积压所致。

图表 12 近年末公司资产构成及 2018 年末流动资产构成情况（单位：亿元）

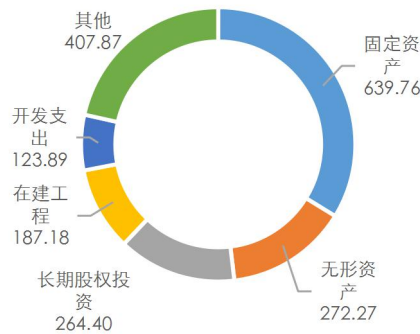


资料来源：公司提供，东方金诚整理

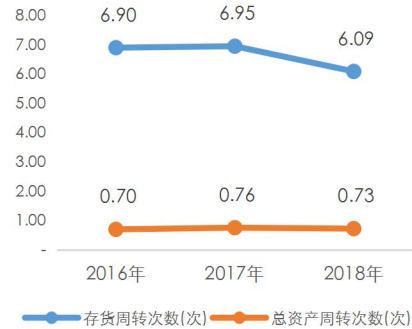
¹⁸ 由于公司历年审计报告均对上一年度财务数据进行追溯调整，同时公司于2018年年报使用新会计准则，并对2017年经审计的资产负债表进行追溯调整，本报告以追溯调整的财务数据作为分析依据。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和长期股权投资构成，2018年末占比分别为 33.75%、14.37%和 13.95%。

图表 13 2018 年末公司非流动资产构成 (单位: 亿元)



图表 14 近三年公司资产运营效率 (单位: 次)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

从当前资产受限及抵质押情况来看, 截至 2019 年 3 月末, 公司受限资产合计 175.51 亿元, 占公司当期净资产的比例为 14.15%。截至本报告出具日, 公司未质押所持上市子公司的股权。

公司本部方面, 截至 2018 年末, 公司本部资产总额为 695.40 亿元, 其中非流动资产分别占比 68.44%, 资产结构以非流动资产为主。同期末, 公司本部流动资产中其他应收款和货币资金占比较高, 分别为 149.18 亿元和 43.25 亿元, 分别占比 67.97%和 19.70%。非流动资产主要由长期股权投资构成, 截至 2018 年末为 394.74 亿元, 占比 82.94%, 长期股权投资主要以成本法核算。

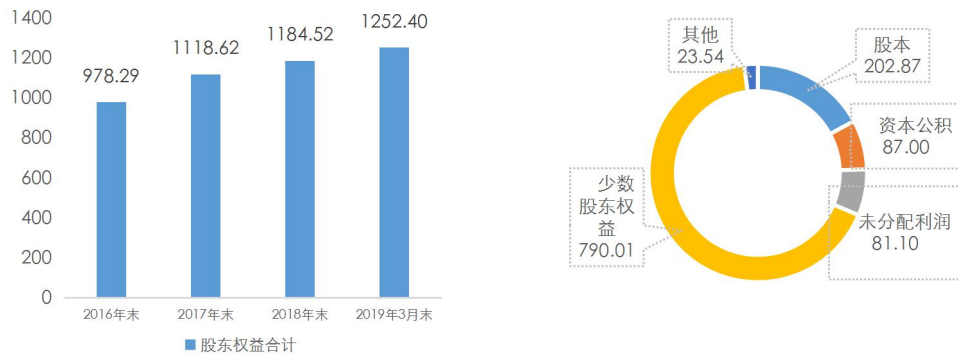
资本结构

受少数股东权益增加, 公司近年所有者权益不断增长, 资本实力持续增强, 但少数股东权益占比较高, 母公司对子公司控制能力易受外界因素影响

2016 年~2018 年末, 公司所有者权益逐年增长, 主要受少数股东权益增加所致。公司所有者权益中, 少数股东权益、归属母公司权益、实收资本占比较大。公司少数股东权益主要来源于戴姆勒股份公司 (以下简称“戴姆勒”) 对合资公司的投资权益¹⁹。戴姆勒作为北京奔驰外方股东, 为北京奔驰提供产品、技术等相关支持, 公司对合资子公司的控制能力易受戴姆勒等其他股东影响。

¹⁹ 2019 年 7 月 23 日, 北汽集团增加投资并持有戴姆勒 5% 的股权, 实现对戴姆勒的战略投资。

图表 15 公司所有者权益规模及 2018 年末构成情况构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

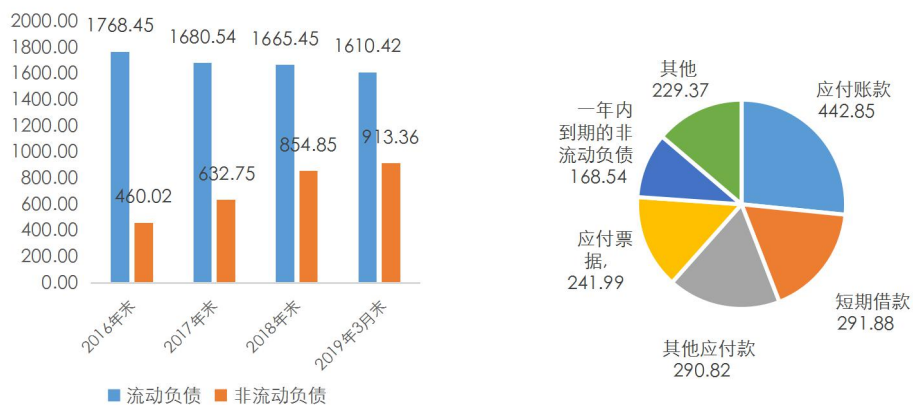
截至 2018 年末, 公司本部所有者权益 282.61 亿元; 公司本部实收资本 202.87 亿元, 资本公积 25.41 亿元, 其他权益工具-永续债 20.00 亿元, 未分配利润 24.61 亿元。

公司债务规模逐年增长且规模较大, 债务结构以短期有息债务为主, 存在短期集中偿付压力

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司负债总额逐年增长, 负债结构以流动负债为主。

公司流动负债中占比较大的科目依次为应付账款、短期借款和其他应付款。公司应付账款主要为对零部件供应商的应付货款, 短期借款主要为公司补充经营所需流动性的银行借款。其他应付款主要是预收经销商的车辆订货款和保证金。随着自主品牌和北京奔驰销量增加, 公司其他应付款保持较大规模。公司短期借款规模较大, 主要为公司因经营业务扩大增加银行借款补充流动性。2018 年末, 短期借款中信用借款、保证借款和抵押借款占比分别为 82.09%、10.41%和 5.40%。

图表 16 近年末公司负债构成及 2018 年末流动负债构成情况 (单位: 亿元)



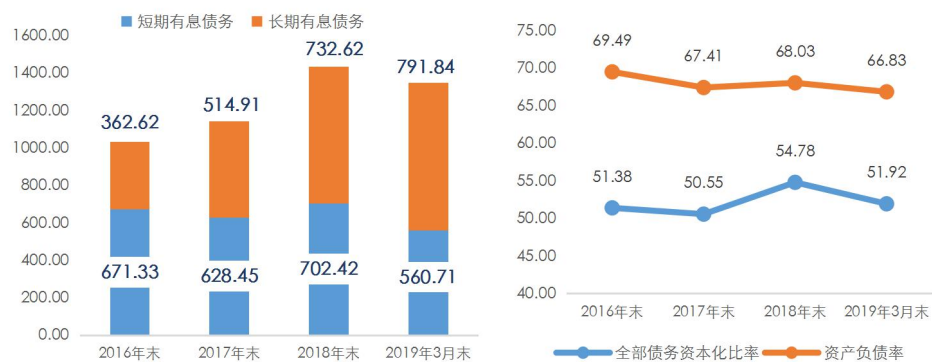
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，2018年末占比分别为45.09%和37.19%。2018年末，公司长期借款主要系公司为应对业务增长相应增加了银行借款融资规模所致。

同期末，应付债券为317.92亿元，主要是公司及子公司福田汽车、北汽股份和北京汽车投资有限公司在国内发行的多期债券。截至2018年末，公司的存续债券尚余22只，将先后于2020年~2024年到期。

公司全部债务规模较大且逐年快速增长。其中短期有息债务占比较高。近年来，公司通过增加长期借款调整债务期限结构，长期债务资本化比率逐年提高，全部债务资本化比率波动上升，资产负债率波动下降。截至2019年3月末，公司全部债务为1352.55亿元，其中短期有息债务占比为41.46%，较2018年末下降7.49个百分点；资产负债率为66.83%，长期债务资本化比率为38.74%，全部债务资本化比率为51.92%。

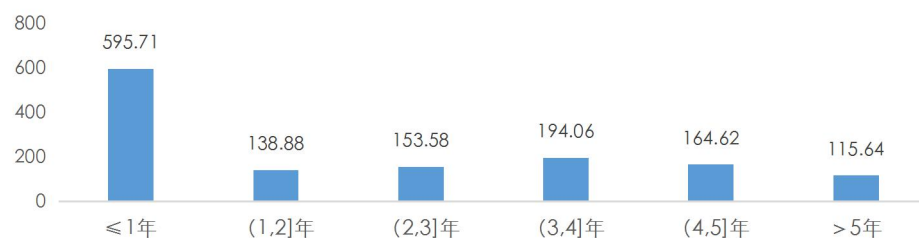
图 表 17 近年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

从期限结构看，公司合并口径一年内到期债务规模为595.71亿元，占全部有息债务的43.72%，存在短期集中偿付压力。

图 表 18 截至2019年3月末公司有息债务期限结构（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2019年3月末，公司对外担保余额为45037.67万元，主要为对参股企业的担保，对外担保占净资产比例为0.36%。对外担保企业目前经营情况均为正常。

截至 2018 年末，公司本部负债总额为 412.79 亿元。其中，流动负债 190.72 亿元，占负债总额的 46.20%，主要以短期借款、一年内到期的非流动负债和应付账款构成，分别为 83.51 亿元、46.68 亿元和 36.97 亿元。非流动负债主要以应付债券和长期借款构成，分别为 157.23 亿元和 63.80 亿元。2019 年 3 月末，公司本部负债总额 427.43 亿元，较 2018 年末略有增长。2018 年末，公司本部全部有息债务为 351.22 亿元，逐年快速增长，截至 2019 年 3 月末，公司本部全部有息债务 351.82 亿元，其中短期有息债务 86.51 亿元，资产负债率 64.89%。

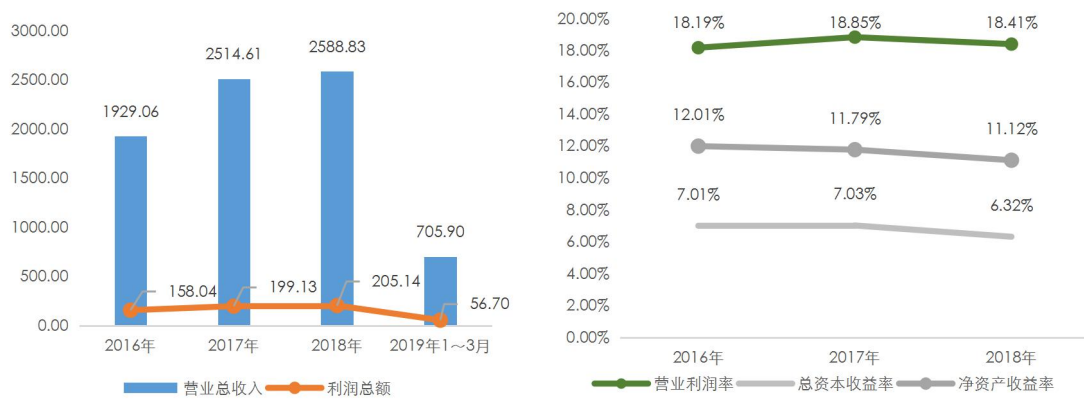
盈利能力

受益于北京奔驰整车销量增长，公司近年营业收入和利润总额逐年增长，盈利能力很强

2016 年~2018 年，受益于北京奔驰整车销量的增长，公司营业收入逐年增长；受益于北京奔驰盈利拉动，营业利润率逐年提高。同期，期间费用率波动下降，公司费用控制能力较强。

近三年，利润总额逐年增长，其中投资净收益占比分别 36.82%、18.80%和 19.16%，公司投资收益主要是来自北京现代等合营、联营企业的长期股权投资。同期，总资本收益率和净资产收益率较高，公司整体盈利能力很强。

图表 19 公司盈利能力情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司本部主营业务快速增长，2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司本部营业收入分别为 22.66 亿元、43.29 亿元、563.98 亿元和 13.84 亿元，主要为自主品牌的生产销售收入；营业利润分别为 5.14 亿元、7.98 亿元、10.68 亿元和 -4.00 亿元；利润总额分别为 6.59 亿元、14.36 亿元、15.18 亿元和 -4.04 亿元；投资收益分别为 17.34 亿元、18.57 亿元、9.40 亿元和 5.68 亿元，公司本部主要承担管理职能和投资职能，主要通过权益法确认的长期股权投资收益和处置长期股权投资获利。

图表 20 公司期间费用情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
销售费用	145.84	170.45	165.16	51.18
管理费用	98.07	98.59	120.13	28.79
研发费用	-	15.60	20.45	3.97
财务费用	17.73	30.12	27.09	3.45
期间费用合计	261.64	314.76	332.83	87.38
期间费用占营业收入比重	13.56	12.52	12.86	12.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

公司经营性净现金流状况良好，项目投资规模较大使得投资性现金流呈现净流出且规模较大，对外部融资存在一定依赖

近三年，公司经营活动现金流净额有所下降，但总体保持较好状态。同期，现金收入比分别为 100.09%、107.63%和 106.12%，经营获现能力较强。

同期，公司投资性净现金流保持较大规模流出。近年来投资活动产生的现金流量净额为负的主要原因是近年来公司在建工程、研发等投资项目较多，投入大量资金用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产。公司近年筹资性净现金流波动较大，公司外部借款主要用于公司自主品牌建设，对外部融资存在一定依赖。

图表 21 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
经营活动现金净流量	132.93	156.44	114.56	56.64
投资活动现金净流量	-199.99	-245.42	-171.30	-75.32
筹资活动现金净流量	232.76	83.14	120.17	0.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2016年~2018年末，公司流动比率和速动比率逐年提升，短期偿债能力有所改善；公司经营性净现金流流动负债比有所波动。近三年，公司 EBITDA 分别为 271.25 亿元、337.46 亿元和 381.77 亿元，逐年上升；EBITDA 利息倍数总体有所改善，全部债务/EBITDA 基本保持稳定，长期偿债能力很强。

图表 22：2016年~2018年及2019年3月公司偿债能力主要指标（单位：%）

指标名称	2016年	2017年	2018年	2019年3月
流动比率	87.48	95.05	108.65	109.33
速动比率	72.89	77.18	87.25	86.68
经营现金流流动负债比	7.52	9.31	6.88	-
EBITDA 利息倍数	9.38	10.29	10.03	-
全部债务/EBITDA	3.81	3.39	3.76	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 3 月末，公司货币资金期末余额 549.97 亿元，其中受限资金 51.52 亿元，短期有息债务 560.71 亿元，账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。截至 2019 年 3 月末，公司合并口径获取的授信额度为 2474.50 亿元，已使用额度 659.03 亿元，尚未使用额度为 1815.47 亿元，授信额度较为充足。

同期，公司本部流动比例和速动比率逐年上升。2018 年末，公司本部流动比率和速动比率分别为 115.08% 和 111.86%。2018 年经营现金流动负债比 -15.83%。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 11 月 5 日，公司发生历史欠息四笔，截至本报告出具日，均已清缴²⁰。

截至本报告出具日，公司按时兑付债券利息并及时偿还本金，未发生信用违约。

本期债券偿债能力

本期债券发行金额为不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元），按 30.00 亿元计算，发行金额是公司 2019 年 3 月末全部债务和负债总额的 2.22% 和 1.19%。

截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.83% 和 51.92%。本期债券发行后，公司资产负债率将上升至 67.10%，全部债务资本化比率将上升至 52.47%，较发债前水平有所上升。考虑到本期债券募集资金将用于偿还公司债务，预计实际债务负担将低于上述模拟值。

以公司合并口径 2018 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 12.73 倍、96.31 倍、3.82 倍和 -1.89 倍。

图表 23：本期债券偿债能力指标

偿债指标	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/本期发债额度（倍）	9.04	11.25	12.73
经营活动现金流入量/本期发债额度（倍）	66.37	94.54	96.31
经营活动现金净流量/本期发债额度（倍）	4.43	5.21	3.82
筹资活动前现金流量净额偿债倍数（倍）	-2.24	-2.97	-1.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

以公司本部 2018 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 0.96 倍、1.31 倍、-1.01 倍和 -1.52 倍。

²⁰ 欠息分别发为 2004 年 3 月 18 日欠息 293.62 万元，于 2004 年 6 月 18 日清缴；2004 年 6 月 18 日欠息 1681.09 万元，于 2005 年 6 月 18 日清缴；2007 年 9 月 21 日欠息 6.70 万元，于 2007 年 9 月 26 日清缴；2012 年 6 月 24 日欠息 1.77 万元，于 2012 年 6 月 25 日清缴。

考虑到北京奔驰很强的盈利能力、公司优质的投资收益和很强的外部支持，公司未来盈利能力将有望继续保持增长，偿债资金来源具有很强保障，本期债券无法足额支付利息的可能性极低。

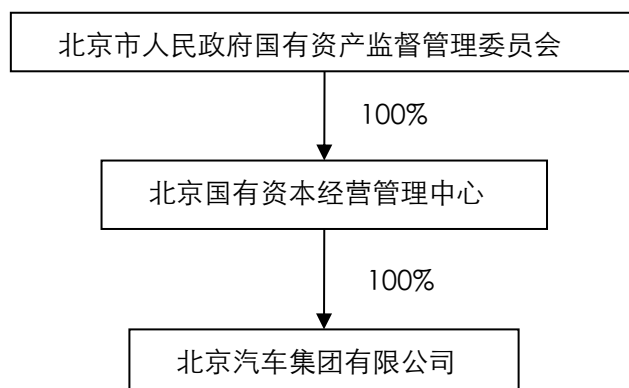
抗风险能力及结论

公司是以乘用车和商用车制造为核心的大型综合汽车生产集团，产业链完整，综合实力极强；子公司北京奔驰是我国合资豪华乘用车三大生产商之一，具备很强的市场竞争实力；子公司福田汽车是国内少数具有载重车核心技术的整车厂，在载货车市场长期保持领先地位；公司新能源汽车产品种类、数量均处于领先地位，国内市场占有率较高；公司营业收入和利润总额逐年增长，盈利能力很强，经营性净现金流状况良好。

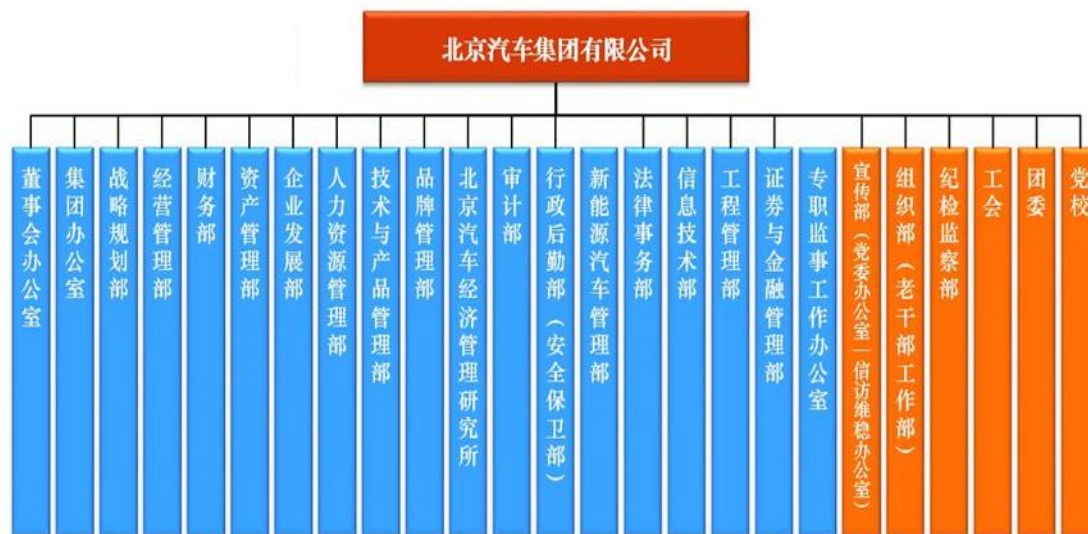
同时，东方金诚关注到，受产品竞争力不足影响，公司合营企业北京现代销量和收入有所下滑，未来仍面临较大销售压力；公司自主品牌以中低端产品为主，盈利能力有待提升；公司商用车部分产品受竞品影响销量呈现波动，业务获利能力不足；公司债务规模逐年增长且规模较大，债务结构以短期有息债务为主，存在短期集中偿付压力。

综上所述，东方金诚评定北汽集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的评估，东方金诚评定本期中期票据的信用等级为 AAA，该级别反映了本期中期票据具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2019 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年末公司主要合营和联营公司情况

	企业名称	投资额 (亿元)	股权比例 (%)	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	主要业务
合营 公司	北京福田戴姆勒汽车有限公司	28.00	50.00	176.28	120.87	300.24	0.86	整车生产
	北京现代汽车有限公司	72.07	50.00	579.17	378.74	715.18	0.32	整车生产
	北京福田康明斯发动机有限公司	8.44	50.00	635.04	312.54	86.77	9.37	汽车零部件
	北京现代摩比斯汽车配件有限公司	5.65	50.00	18.80	9.05	32.85	6.61	汽车零部件
	福建奔驰汽车有限公司	7.78	35.00	80.16	45.60	107.24	11.62	汽车制造
联营 公司	北京现代汽车金融有限公司	13.20	33.00	314.76	254.55	14.29	5.55	金融服务
	九江银行股份有限公司	25.15	15.20	3020.65	2790.69	78.66	17.87	金融服务
	梅赛德斯-奔驰租赁有限公司	5.62	35.00	391.46	351.44	12.51	4.50	融资租赁服务

附件四：截至 2019 年 3 月末公司合并子公司情况

序号	企业名称	注册地	业务性质	实收资本(万元)	持股比例(%)	享有的表决权比例(%)
1	北京汽车研究所有限公司	北京	研发	1112.00	50.99	50.99
2	北汽蓝谷新能源科技股份有限公司	北京	纯电动乘用车与核心零部件的研发、生产、销售和服务。	335534.91	35.69	35.69
3	北京汽车研究总院有限公司	北京	研发	14397.00	100.00	100.00
4	北京汽车报社有限公司	北京	新闻业	259.27	100.00	100.00
5	北京市汽车工业高级技工学校	北京	培养技术人才等	92608.15	100.00	100.00
6	北京海纳川汽车部件股份有限公司	北京	汽车零部件	246808.50	60.00	60.00
7	北京汽车资产经营管理有限公司	北京	资产管理	13000.00	100.00	100.00
8	北汽福田汽车股份有限公司	北京	汽车制造	667013.13	27.07	27.07
9	北京兴东方实业有限责任公司	北京	农业机械制造	14817.18	100.00	100.00
10	北京汽车股份有限公司	北京	制造、销售汽车	801533.82	42.63	42.63
11	北京北汽恒盛置业有限公司	北京	房地产开发、物业管理	127700.00	100.00	100.00
12	北京汽车国际发展有限公司	北京	工贸进出口	125244.20	100.00	100.00
13	北京汽车教育投资有限公司	北京	项目投资及投资管理等	2000.00	100.00	100.00
14	北汽云南瑞丽汽车有限公司	云南	整车制造	29665.47	58.87	58.87
15	江西昌河汽车有限责任公司	江西	整车生产	418865.57	87.94	87.94
16	北京汽车集团财务有限公司	北京	经营本外币业务	250000.00	65.79	65.79
17	北京通用航空有限公司	北京	销售通用设备、专用设备、交通运输设备	60904.76	83.74	83.74
18	北京汽车集团产业投资有限公司	北京	项目投资、资产管理；投资管理；投资咨询；	175911.63	100.00	100.00
19	北汽（镇江）汽车有限公司	江苏	整车生产	99700.00	85.00	85.00
20	北京北汽越野汽车有限公司	北京	销售汽车	100000.00	100.00	100.00
21	北京出行汽车服务有限公司	北京	汽车租赁	4000.00	100.00	100.00
22	北京市工业设计研究院有限公司	北京	工业设计	22800.00	40.00	40.00
23	北汽（常州）汽车有限公司	江苏	整车生产	42055.75	57.15	57.15
24	北京北汽鹏龙汽车服务贸易股份有限公司	北京	汽车服务贸易	209793.50	60.00	60.00
25	北京汽车集团越野汽车有限公司	北京	整车生产	-	100.00	100.00
26	北京兴东方科技有限公司	北京	技术开发	20000.00	100.00	100.00
27	华夏出行有限公司	北京	汽车租赁、销售	150000.00	71.83	71.83
28	四川新泰克数字设备有限责任公司	四川	生产、销售广播电视设备、交电设备、通讯设备等	10000.00	100.00	100.00
29	北京新能源汽车技术创新中心有限公司	北京	科技推广和应用服务	16000.00	39.05	39.05

30	四川首创交通科技有限公司	四川	建筑装饰和其他建筑业	1000.00	51.00	51.00
31	重庆昊华置业有限公司	重庆	房地产开发与咨询、物业管理、自有房屋租赁等	1000.00	70.00	70.00
32	四川首汇房地产开发有限公司	四川	房地产开发经营；物业管理；商品批发与零售	3750.00	80.00	80.00
33	北京标准前锋商贸有限公司	北京	销售日用品、电子产品、计算机、软件及辅助设备	4000.00	80.00	80.00
34	北京汽车集团离退休人员管理服务服务有限公司	北京	人才中介服务；技术开发	500.00	100.00	100.00
35	北汽蓝谷信息技术有限公司	北京	软件和信息技术服务	22000.00	70.03	70.03

附件五：公司主要财务数据及指标

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	3206.76	3431.91	3704.82	3776.17
所有者权益 (亿元)	978.29	1118.62	1184.52	1252.40
负债总额 (亿元)	2228.47	2313.29	2520.30	2523.78
短期债务 (亿元)	671.33	628.45	702.42	560.71
长期债务 (亿元)	362.62	514.91	732.62	791.84
全部债务 (亿元)	1033.94	1143.36	1435.04	1352.55
营业总收入 (亿元)	1929.06	2514.61	2588.83	705.90
利润总额 (亿元)	158.04	199.13	205.14	56.70
净利润 (亿元)	117.46	131.83	131.74	38.28
EBITDA (亿元)	271.25	337.46	381.77	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	132.93	156.44	114.56	56.64
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-199.99	-245.42	-171.30	-75.32
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	232.76	83.14	120.17	0.89
毛利率 (%)	21.96	22.62	22.56	23.37
营业利润率 (%)	18.19	18.85	18.41	19.19
销售净利率 (%)	6.10	5.26	5.10	5.43
总资产收益率 (%)	7.01	7.03	6.32	-
净资产收益率 (%)	12.01	11.79	11.12	-
资产负债率 (%)	69.49	67.41	68.03	66.83
长期债务资本化比率 (%)	27.04	31.52	38.21	38.74
全部债务资本化比率 (%)	51.38	50.55	54.78	51.92
货币资金/短期债务 (%)	0.84	0.86	0.89	0.98
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-0.06	-0.08	-0.04	-
流动比率 (%)	87.48	95.05	108.65	109.33
速动比率 (%)	72.89	77.18	87.25	86.68
经营现金流动负债比 (%)	7.52	9.31	6.88	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.38	10.29	10.03	-
全部债务/EBITDA (倍)	3.81	3.39	3.76	-
销售债权周转率 (次)	-	5.08	5.90	-
存货周转率 (次)	-	6.95	6.09	-
总资产周转率 (次)	-	0.76	0.73	-
现金收入比 (%)	100.09	107.63	106.12	97.37

附件六：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚汽车整车制造企业信用评级方法及模型 (RTFC008201907)》

附件七：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“北京汽车集团有限公司2019年公开发行公司债券（第五期）”的存续期内密切关注北京汽车集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在北京汽车集团有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向北京汽车集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，北京汽车集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如北京汽车集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年11月11日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。