

北京首钢股份有限公司拟协议转让  
持有的北京汽车股份有限公司股权  
所涉及的北京汽车股份有限公司  
12.83% 股东权益价值项目

估 值 报 告

中联评估字【2020】第 1095 号

中联资产评估集团有限公司  
二〇二〇年五月三十一日

## 目 录

摘 要.....	2
正 文.....	4
一、估值背景及目的.....	4
二、价值类型及其定义.....	6
三、估值基准日.....	7
四、估值方法.....	7
五、估值假设.....	9
六、估值技术说明.....	10
六、估值结论.....	47
七、重要事项提示.....	47
备查文件目录.....	50

# 北京首钢股份有限公司拟协议转让持有的 北京汽车股份有限公司股权所涉及的北京汽车 股份有限公司 12.83% 股东权益价值项目 估 值 报 告

中联评估字【2020】第 1095 号

## 摘 要

中联资产评估集团有限公司接受北京首钢股份有限公司的委托，就北京首钢股份有限公司拟协议转让其持有的北京汽车股份有限公司 12.83% 内资股股权之经济行为，对所涉及的北京首钢股份有限公司持有北京汽车股份有限公司 12.83% 内资股股东权益在估值基准日的市场价值进行估值。

估值对象为北京首钢股份有限公司持有北京汽车股份有限公司 12.83% 内资股股权，估值范围是北京汽车股份有限公司的全部资产及相关负债。

估值基准日为 2020 年 4 月 30 日。

本次估值的价值类型为市场价值。

本次估值以持续使用和公开市场为前提，结合纳入估值范围对象的实际情况，综合考虑各种影响因素，采用市场法对北京首钢股份有限公司持有北京汽车股份有限公司 12.83% 内资股股权进行测算并作为最终估值结论。

采用市场法，北京首钢股份有限公司拟协议转让其持有北京汽车股

份有限公司 12.83% 内资股股权在估值基准日 2020 年 4 月 30 日的估  
值为 454,686.50 万元，增值 50,388.26 万元，增值率 12.46%。

本报告估值结果可供参考的有效期为一年，即自估值基准日 2020  
年 4 月 30 日至 2021 年 4 月 29 日。

以上内容摘自资产估值报告正文，欲了解本估值项目的详细情况和  
合理解释估值结论，应当阅读资产估值报告全文。

# 北京首钢股份有限公司拟协议转让持有的 北京汽车股份有限公司股权所涉及的北京汽车 股份有限公司 12.83% 股东权益价值项目 估 值 报 告

中联评估字【2020】第 1095 号

正 文

## 一、估值背景及目的

北京首钢股份有限公司（以下或简称“委托人”或“首钢股份”）根据其发展规划及经营策略，拟向控股股东首钢集团有限公司转让其持有的北京汽车股份有限公司（以下或简称“北京汽车”）12.83%内资股股权，特委托中联资产评估集团有限公司对北京汽车股份有限公司12.83%内资股股东权益价值进行估值。

### （一）委托人概况

公司名称：北京首钢股份有限公司

注册地址：北京市石景山区石景山路

法定代表人：赵民革

注册资本：528,938.96 万人民币

企业类型：其他股份有限公司(上市)

统一社会信用代码：911100007002343182

经营范围：钢铁冶炼，钢压延加工；铜冶炼及压延加工、销售；烧结矿、焦炭、化工产品制造、销售；高炉余压发电及煤气生产、销售；工业生产废弃物加工、销售；销售金属材料、焦炭、化工产品、机械电

器设备、建筑材料、通用设备、五金交电（不含电动自行车）、家具、装饰材料；设备租赁(汽车除外)；仓储服务；技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务、技术培训；投资及投资管理。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；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；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

## （二）被估值单位概况

公司名称：北京汽车股份有限公司

注册地址：北京市顺义区双河大街 99 号院 1 幢五层 101 内 A5-061

统一社会信用代码：91110000562091696T

注册资本：人民币 801533.8182 万元

法人代表：徐和谊

成立时间：2010 年 9 月 20 日

公司类型：股份有限公司(中外合资、上市)

经营范围：制造汽车及零部件、配件（仅限分支机构经营）；销售自产产品；技术开发、技术服务、技术咨询；经济信息咨询；设备安装；货物进出口、技术进出口、代理进出口。（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）

### 1、公司简介

北京汽车股份有限公司是中国领先的乘用车制造企业，也是行业中品牌布局及业务体系最优的乘用车制造企业之一，主要业务涵盖乘用车研发、制造、销售与售后服务，乘用车核心零部件生产、汽车金融、以及其他相关业务。乘用车业务通过北京品牌、北京奔驰、北京现代和福建奔驰四个业务分部开展，品牌涵盖合资豪华乘用车、合资豪华多功能乘用车、合资中高端乘用车以及自主品牌乘用车。

2014年12月19日，北京汽车股份有限公司完成首次公开发行H股并在香港联合交易所有限公司主板上市(H股股票简称：北京汽车；H股股份代号：1958)。截止估值基准日北京汽车股份有限公司已发行普通股股票8,015,338,182.00股，其中香港流通股2,520,690,682.00股，占总发行股数的31.45%；非流通股5,494,647,500.00股，占总发行股数的68.55%。

## 2、资产、财务及经营状况

根据被估值单位披露的财务信息以及估值基准日最近一期财务数据，截至2020年3月31日，北京汽车股份有限公司合并口径账面资产总额18,741,910.08万元，负债总额11,305,207.50万元，所有者权益合计7,436,702.58万元，其中归属于母公司所有者权益5,040,259.62万元。具体包括流动资产9,221,138.50万元，非流动资产9,520,771.58万元；流动负债9,668,624.28万元，非流动负债1,636,583.23万元。

表 1-1 公司资产、负债及财务状况（合并口径）

单位：人民币万元

项目	2018年12月31日	2019年12月31日	2020年3月31日
总资产	17,203,410.8	19,321,198.6	18,741,910.08
负债	10,279,632.7	12,058,478.6	11,305,207.50
所有者权益	6,923,778.1	7,262,720.0	7,436,702.58
项目	2018年度	2019年度	2020年1-3月
营业收入	15,192,039.0	17,463,272.2	3,298,341.89
利润总额	2,117,485.8	2,131,442.6	298,050.39
净利润	1,427,133.3	1,432,310.7	179,461.41

## 二、价值类型及其定义

依据本次估值目的，确定本次估值的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

### 三、估值基准日

本项目资产估值的基准日是 2020 年 4 月 30 日。

此基准日是委托人综合考虑相关因素确定的。

### 四、估值方法

国内常用的基本估值方法包括收益法、市场法和资产基础法，每种基本估值方法亦包含若干细分估值方法及衍生估值方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理测算企业各项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的思路。

被估值单位的普通股在香港联交所上市（股票代码：1958.HK），被估值单位的信息披露受到已签署的商业保密协议和香港联交所证券监管规定中相关要求的限制。为促进及维护相关方的长远利益，经本次交易双方结合实际情况协商一致，估值人员仅能在有限程度内履行核查程序；同时，基于与委托人的讨论并考虑到可能获得的资料程度，本次估值采用市场法对北京汽车股份有限公司 12.83%内资股股权市场价值进行测算。

#### （一）市场法的定义和原理

市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。

市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平公允价值，它具有估值角度和估值途径直接、估值过程直观、估值数据直接取材于市场、估值结果说服力强的特点。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

## (二) 上市公司比较法

上市公司比较法是指通过对资本市场上与估值对象处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析,计算适当的价值比率或经济指标,在与估值对象比较分析的基础上,得出估值对象价值的方法。其中,可比上市公司应当是公开市场上正常交易的上市公司,估值结论应当考虑流动性对估值对象价值的影响。

对于上市公司比较法,由于所选交易案列的指标数据的公开性,使得该方法具有较好的操作性。使用市场法估值的基本条件是:需要有一个较为活跃的资本、证券市场;可比公司及其与估值目标可比较的指标、参数等资料是可以充分获取。证券公司监管严格,信息披露充分。目前沪深股票市场和香港股票市场存在较多的可比上市公司,可以充分可靠的获取可比公司的经营和财务数据。

采用上市公司比较法,一般是根据估值对象所处市场的情况,选取某些指标如市净率(P/B)、市盈率(P/E)、市销率(P/S)、EV/EBIT、EV/EBITDA等与可比上市公司进行比较,通过对估值对象与可比上市公司各指标相关因素的比较,调整影响指标因素的差异,来得到估值对象的市净率(P/B)、市盈率(P/E)、市销率(P/S)、EV/EBIT、EV/EBITDA,据此计算目标公司股权价值。

股东全部权益价值 = 价值比率 × 价值指标

由于北京汽车股份有限公司所属行业类似上市公司较多,上市公司股价及经营和财务数据等信息较为公开,可以相对充分、准确、可靠地获取相关资料,故本次采用市场法中的可比上市公司法估值。

## (三) 交易案例比较法

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料,计算适当的价值比率,在与被估值企业比较分析的基础上,确定

估值对象价值的具体方法。

采用交易案例比较法和上市公司比较法类似，一般是根据估值对象所处市场的情况，选取某些公共指标如市净率(P/B)、市盈率(P/E)等与可比公司进行比较，通过对估值对象与可比公司各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市净率(P/B)、市盈率(P/E)，据此计算目标公司股权价值。

而国内汽车制造行业并购案例有限，与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折扣或溢价做出分析，因此本次估值未选择交易案例比较法。

综合考虑，本次估值采用上市公司比较法进行估值。

## 五、估值假设

本次估值中，估值人员遵循了以下估值假设：

### （一）一般假设

#### 1、交易假设

交易假设是假定所有待估值资产已经处在交易的过程中，估值师根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产估值得以进行的一个最基本的前提假设。

#### 2、公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等做出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

#### 3、资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据被估值资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基

础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

## （二）特殊假设

1. 国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。
2. 被估值单位在未来经营期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。
3. 被估值单位在未来经营期内管理团队尽职尽责，核心人员保持稳定而不发生重大变化，并继续按照现有的经营管理模式持续经营。
4. 被估值单位生产、经营场所的取得及利用方式与估值基准日保持一致而不发生变化。
5. 被估值单位在未来经营期内的主营业务、收入与成本的构成以及经营策略等仍保持其最近几年的状态持续，而不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的主营业务状况的变化所带来的损益。
6. 在未来的经营期内，被估值单位的期间费用类型及结构不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其最近几年的变化趋势持续。鉴于货币资金或银行存款等资产在经营过程中频繁变化或变化较大，财务费用中不考虑存款产生的利息收入，也不考虑汇兑损益等不确定性损益。
7. 假设估值基准日后被估值单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出。

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

## 六、估值技术说明

### （一）宏观及行业分析

#### 1、国际方面

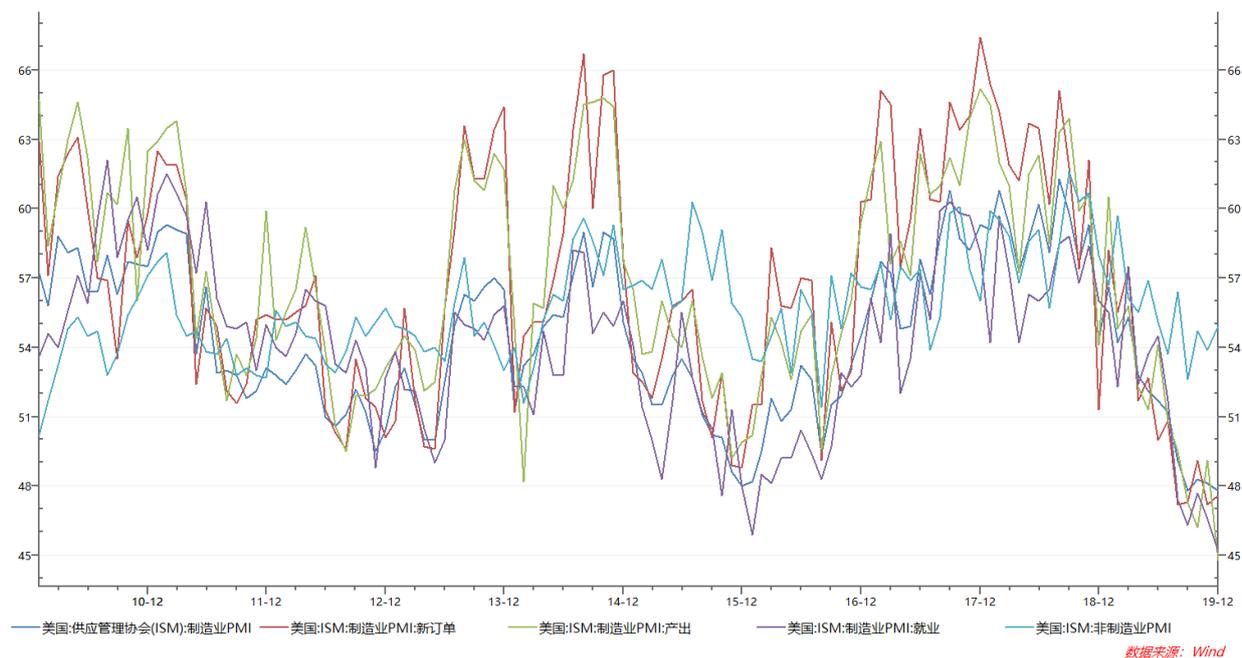
##### （1）美国宏观经济概况

美国供应管理协会 1 月 3 日公布的数据显示，2019 年 12 月美国制

制造业采购经理人指数(PMI)降至 47.2, 连续 5 个月低于荣枯线, 反映出美国制造业面临严峻考验。50 是 PMI 荣枯线, 低于 50 意味着经济活动处于收缩状态。数据显示, 去年 12 月美国制造业订单继续减少, 工厂持续减产。12 月美国制造业采购经理人指数是自 2009 年 6 月以来的最低值。美国制造业采购经理人指数 2019 年平均值为 51.2, 是 10 年来的最低水平, 比 2018 年的平均值下降了 7.6, 是 2001 年以来的最大降幅。受到美国国内企业投资回调、全球需求走软以及美中贸易关系的影响, 尽管美国就业市场在其它领域普遍强劲, 但是制造业的就业态势进一步疲软。根据美国商务部发布的初读数据显示, 四季度美国实际 GDP 环比折年率录得 2.1% 的增长, 与二季度持平, 符合预期。2019 年全年美国实际 GDP 增速为 2.3%, 低于 2018 年的 2.9% 以及 2017 年的 2.4%。这一增速也低于特朗普政府对 2017 年税改后经济增速的预测。根据美国商务部报告, 2019 年四季度 GDP 增长主要是由于个人消费支出, 联邦、州和地方政府开支, 住宅固定投资以及出口的提振, 部分抵消了私人库存投资和非住宅固定投资带来的拖累。具体来看, 去年四季度, 美国消费者支出的年化环比增速为 1.8%, 远低于三季度时的 3.2% 和二季度的 4.6%。不过个人消费支出还是为四季度的 GDP 增长贡献了 1.2 个百分点。目前美国经济规模为 21.7 万亿美元, 其中 68% 来自消费者。四季度, 美国国内私人投资总额年化环比下跌 6.1%, 为连续第三个季度下滑, 降幅也远大于第三季度的 1%。其中, 建筑类投资下降 10.1%, 设备类投资下降 2.9%。与此同时, 政府支出提振了经济增长。四季度美国政府消费支出和总投资增长 2.7%, 其中国防支出增长 4.9%。根据美国预算办公室 1 月份公布的最新预测, 到 2020 年 9 月 30 日财年结束时, 美国的预算赤字将达 1.05 万亿美元, 为 2011 年以来的最高赤字水平, 比 2019 财年高出 310 亿美元。

美国供应管理协会公布,2019年12月美国制造业ISM指数为47.2,创2009年6月以来最低,弱于预期49和11月前值48.1。这是该指数连续第五个月处于荣枯分水岭50下方,意味着制造业活动继续萎缩。2019年8月,ISM制造业指数曾于三年来首度跌破50,创2016年1月以来新低,结束了此前连续35个月、均值56.5的扩张周期。自2018年8月创十四年最高61.3后,这一指数从2019年2月起不断下测2016年底来新低,2019年9月起下测2009年中旬以来低位。历史数据显示,2019全年,ISM制造业指数均值为51.2,同创十年来最低;较2018年均值下滑了7.6个点,创2001年以来最大年度跌幅。12月ISM制造业数据不仅创上一次美国经济危机结束以来最低值,同比跌幅也跌至与美国衰退时期相吻合的水平,令人重燃对经济形势的担忧。

图6-1: 2010年1月以来美国PMI指数



从分项指数看,除了供应商交付指数和物价支付指数处于扩张区间之外,12月其他所有的ISM制造业重要分项指标都在萎缩区间。其中:生产指数从前值49.1跌至43.2,连续第五个月萎缩,创2009年4月、即上次美国经济衰退来最低,六大制造业行业仅一个扩张。2019年8

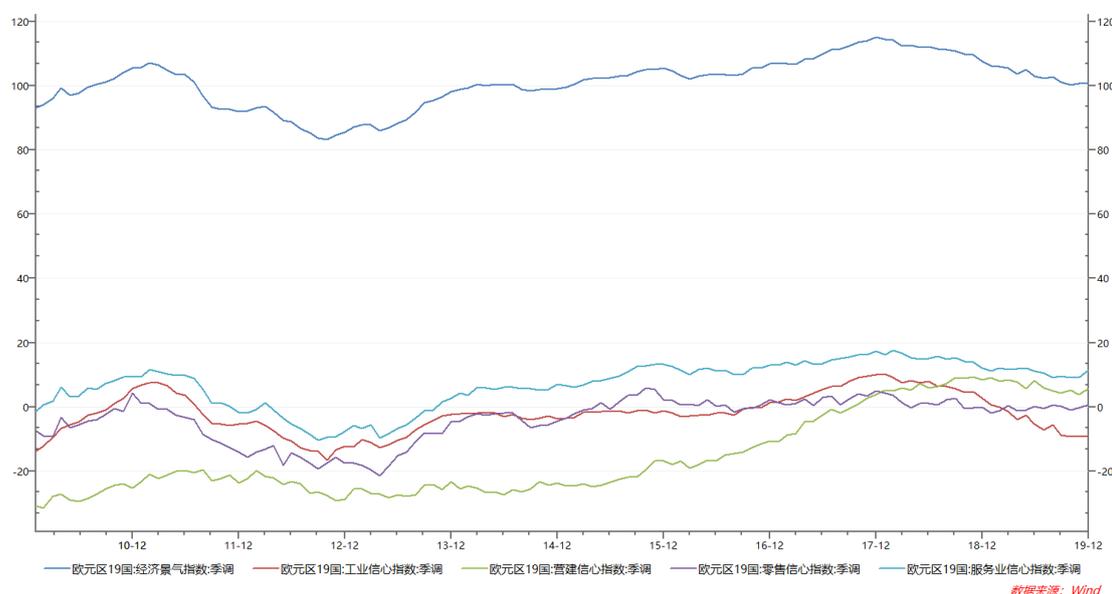
月前，这一指数曾连续 35 个月扩张，均值 58.9。就业指数从 46.6 跌至 45.1，连续第五个月萎缩且下滑速度更快，创 2016 年 1 月以来最低。2019 年 8 月前，这一指数曾连续 34 个月扩张，均值 55.8。新订单指数从 47.2 跌至 46.8，连续第五个月萎缩且速度更快，创 2009 年 4 月以来最低，运输设备在六大行业中领跌。2019 年 8 月前，这一指数曾连续 43 个月扩张，均值 58.5。物价支付指数从 46.7 反弹至 51.7，打破此前连续六个月的萎缩趋势，创 2019 年 5 月以来最高，主要由于钢、铜和铝材价格上涨；2019 年 7 月曾创 2016 年 2 月以来最低。进口指数从 48.3 反弹至 48.8，连续第六个月萎缩，10 月前值 45.3 曾创 2009 年 5 月以来最低，主要拖累因素是制造商持续将库存水平与更疲软的新订单输入指标相匹配。新出口订单指数从 47.9 跌至 47.3，过去六个月有 5 个月陷入萎缩，对新订单指数不利，并主要受到运输设备行业的拖累；9 月前值 41 曾创 2009 年 3 月以来最低。此外，计算 GDP 产出的重要指标库存指数从 45.5 涨至 46.5，连续第七个月萎缩；因新订单疲软，积压订单指数从 43 反弹至 43.3，连续第八个月萎缩，前值创 2016 年 1 月以来最低。供应商交付指数涨至 54.6，创 2019 年 2 月以来最高，显示供应商的交付更加困难，高于 50 代表交货速度较慢。

## (2) 欧洲宏观经济概况

经济形势方面，根据欧盟统计局 2 月 14 日公布的初值数据显示，2019 年欧盟 27 国 GDP 增长 1.4%，欧元区 19 国 GDP 增长 1.2%。2019 年第四季度，欧盟 27 国经季节调整 GDP 同比增长 1.2%，较上季度减少 0.3 个百分点，环比增长 0.1%，较上季度减少 0.2 个百分点；欧元区 19 国 GDP 同比增长 0.9%，较上季度下调 0.3 个百分点，环比增长 0.1%，较上季度下调 0.2 个百分点。从成员国看，基于季度数据，2019 年德国 GDP 增长 0.6%，法国增长 1.2%，意大利增长 0.2%，低于欧盟平均水平。

西班牙保持良好增势，同比增长 2.0%。波兰、匈牙利、罗马尼亚等中东欧国家增长强劲，增速均超过 4%。欧委会近期发布的冬季经济预测报告认为，2020 年和 2021 年欧盟 27 国 GDP 预计增长 1.4%，同期欧元区 19 国预计增长 1.2%。按照欧盟统计局公开的信息，包括英国在内的欧盟 28 国在 2019 年的经济同比实际增长 1.5%，完成的名义 GDP 折合美元为 18.41 万亿美元，与美国 21.43 万亿美元相比，差距为 3.02 万亿美元。其中，德国在 2019 年经济仅实际增长 0.6%，虽仍是欧盟最大经济体，但由于欧元贬值，其 GDP 下降至 3.85 万亿美元；英国继续是欧盟第二大经济体，其在 2019 年经济实际增长 1.4%，完成的名义 GDP 为 2.83 万亿美元。法国在 2019 年经济实际增长 1.3%，完成的名义 GDP 为 2.707 万亿美元，继续在欧盟内部排第三名。意大利在 2019 年经济增速下滑至 0.3%，完成的 GDP 折合约 2 万亿美元，将在 2020 年英国脱欧后成为欧盟内部新的三驾马车之一。

图 6-2：2010 年 1 月以来欧元区经济增长与经济景气指数



就业方面，欧盟统计局网站 1 月 30 日对外发布，经季节因素调整后，2019 年 12 月欧元区失业率为 7.4%，低于 11 月份的 7.5% 和 2018 年 12 月的 7.8%。这是自 2008 年 5 月份以来欧元区的最低值。2019 年

12 月欧盟 28 国的失业率为 6.2%，低于 11 月份的 6.3% 和 2018 年 12 月的 6.6%。这是欧盟自 2000 年 1 月份开始发布月度失业率以来的最低值。从各成员国来看，2019 年 12 月失业率最低的国家分别是捷克（2.0%）、德国和荷兰（均为 3.2%）；失业率最高的国家分别是希腊（2019 年 10 月为 16.6%）和西班牙（13.7%）。与 2018 年 12 月相比，有 21 个成员国的失业率下降，丹麦保持稳定，失业率上升的有塞浦路斯（从 7.4% 升至 7.6%）、斯洛文尼亚（从 4.4% 升至 4.6%）、立陶宛（从 5.8% 升至 6.1%）、葡萄牙（从 6.6% 升至 6.9%）、卢森堡（从 5.2% 升至 5.6%）和瑞典（从 6.5% 升至 6.9%）。下降幅度最大的有希腊（从 2018 年 10 月的 18.5% 降至 2019 年 10 月 16.6%）、保加利亚（从 4.7% 降至 3.7%）和克罗地亚（从 7.3% 降至 6.4%）。

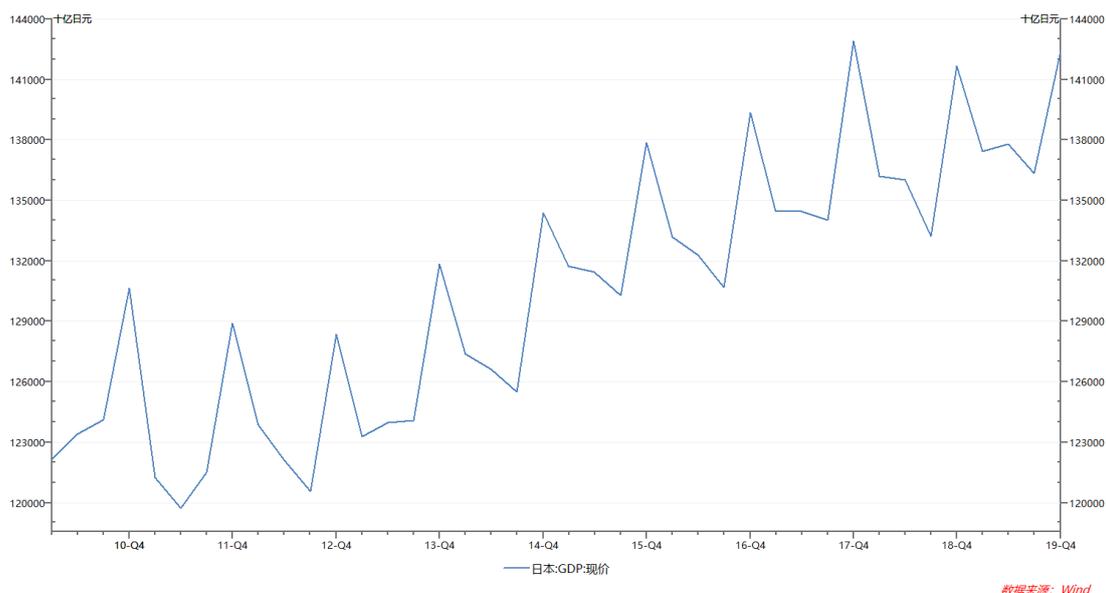
物价方面，欧盟统计局 2020 年 1 月 17 日公布数据显示，欧元区 2019 年 12 月未季调 CPI 年率终值增长 1.3%，欧元区 12 月 CPI 月率终值增长 0.3%。欧元区 2019 年 12 月未季调核心 CPI 年率终值增长 1.3%，欧元区 12 月核心 CPI 月率终值增长 0.3%。欧元区 2019 年 11 月建筑业产出月率增长 0.7%，欧元区 11 月建筑业产出年率增长 1.4%。

### (3) 日本宏观经济概况

日本内阁府 2 月 17 日公布的初步统计结果显示，受消费税税率上调等因素影响，2019 年第四季度日本实际国内生产总值（GDP）扣除物价因素后环比下降 1.6%，按年率计算降幅为 6.3%，创 2014 年第二季度下滑 7.4% 以来的最大降幅，是日本经济时隔五个季度以来首次转为负增长。内需大幅下滑是日本 2019 年四季度经济出现明显负增长的主要原因，对经济增长的贡献为负 2.1 个百分点。其中，因日本家庭在 2019 年 10 月上调消费税后削减支出，占日本经济比重二分之一以上的个人消费环比下降 2.9%；企业设备投资下降 3.7%，降幅远超过市场预期的

1.6%。外需不再是 2019 年四季度经济增长的拖累因素。受全球需求疲软及贸易摩擦拖累，四季度日本出口虽然环比下降 0.1%，与此同时进口环比下降 2.6%，进出口相抵的净出口对经济增长的贡献为 0.5 个百分点。消费税上调和超级台风令经济活动显著承压，导致消费支出、企业投资和生产供应链降温。2019 年 10 月份消费税加税诱发第三季度出现一定程度的提前消费，是四季度内需明显下滑的主要原因。与此同时，强台风扰乱了日本中部和东部的交通、生产和运输，暖冬等季节性因素削弱了对冬衣和取暖用具等物品的需求，这些都对内需下滑有一定影响，但经济下降幅度之大还是超过各界预期。日本首相安倍晋三和日本央行此前曾经预测消费税上调对经济的影响将小于 2014 年，为缓解财政压力，日本政府自去年 10 月 1 日起正式将消费税提高至 10%，这是日本自 2014 年将消费税从 5% 升至 8% 后，时隔 5 年再次提高税率。目前市场对于日本经济疲软也产生了担忧，日本经济增速可能在 2020 年第一季度同样出现萎缩。若经济连续两个季度下滑，届时，日本经济将陷入技术性衰退区间。

图 6-3：2010 年以来日本 GDP



## 2. 国内方面

国家统计局发布的经济数据显示，2019年，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门认真贯彻党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，积极推动高质量发展，扎实做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，三大攻坚战取得关键进展，国民经济运行总体平稳，发展质量稳步提升，主要预期目标较好实现，为全面建成小康社会奠定了坚实基础。

初步核算，全年国内生产总值 990865 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.1%，符合 6%-6.5% 的预期目标。分季度看，一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%，四季度增长 6.0%。分产业看，第一产业增加值 70467 亿元，比上年增长 3.1%；第二产业增加值 386165 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 534233 亿元，增长 6.9%。

#### （1）粮食产量创历史新高，牛羊禽蛋奶实现增长

全年全国粮食总产量 66384 万吨，比上年增长 0.9%，增产 594 万吨，连续 5 年保持在 65000 万吨以上。其中，夏粮产量 14160 万吨，增长 2.0%；早稻产量 2627 万吨，下降 8.1%；秋粮产量 49597 万吨，增长 1.1%。分品种看，小麦产量 13359 万吨，增长 1.6%；玉米产量 26077 万吨，增长 1.4%；大豆产量 1810 万吨，增长 13.3%。全年猪牛羊禽肉产量 7649 万吨，比上年下降 10.2%。其中，牛肉产量 667 万吨，增长 3.6%；羊肉产量 488 万吨，增长 2.6%；禽肉产量 2239 万吨，增长 12.3%；禽蛋产量 3309 万吨，增长 5.8%；牛奶产量 3201 万吨，增长 4.1%；猪肉产量 4255 万吨，下降 21.3%。

#### （2）工业生产持续发展，高技术制造业和战略性新兴产业较快增长

全年全国规模以上工业增加值比上年增长 5.7%。分经济类型看，

国有控股企业增加值增长 4.8%；股份制企业增长 6.8%，外商及港澳台商投资企业增长 2.0%；私营企业增长 7.7%。分三大门类看，采矿业增加值增长 5.0%，制造业增长 6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.0%。高技术制造业和战略性新兴产业增加值分别比上年增长 8.8% 和 8.4%，增速分别比规模以上工业快 3.1 和 2.7 个百分点。12 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，比上月加快 0.7 个百分点，环比增长 0.58%。12 月份，制造业采购经理指数（PMI）分项指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数分别为 53.2%，51.2% 和 51.1%，均高于临界点。制造业生产经营活动预期指数为 54.4%，位于较高景气区间。

1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 56101 亿元，同比下降 2.1%，降幅比 1-10 月份收窄 0.8 个百分点；其中 11 月份，规模以上工业企业利润总额同比增长 5.4%，10 月份为下降 9.9%。

### （3）服务业较快发展，现代服务业增势良好

全年全国服务业生产指数比上年增长 6.9%。信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业增加值分别增长 18.7%、8.7%、7.2% 和 7.1%，增速分别快于第三产业 11.8、1.8、0.3 和 0.2 个百分点。1-11 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%，增速分别快于全部规模以上服务业 3.0、2.6 和 2.6 个百分点；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。

12 月份，服务业商务活动指数为 53.0%，继续位于荣枯线以上。其中铁路运输业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务、金融业、租赁及商务服务业等行业商务活动指数均位于

55.0%以上的较高景气区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

#### (4) 市场销售平稳增长，网上零售占比明显提高

全年社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年增长 8.0%。其中，限额以上单位消费品零售额 148010 亿元，增长 3.9%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 351317 亿元，增长 7.9%；乡村消费品零售额 60332 亿元，增长 9.0%。按消费类型分，餐饮收入 46721 亿元，增长 9.4%；商品零售 364928 亿元，增长 7.9%。消费升级类商品较快增长，全年限额以上单位化妆品类、通讯器材类、体育娱乐用品类、家用电器和音像器材类商品零售额增速分别比限额以上消费品零售额增速快 8.7、4.6、4.1、1.7 个百分点。12 月份，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，环比增长 0.53%。

全年全国网上零售额 106324 亿元，比上年增长 16.5%。其中，实物商品网上零售额 85239 亿元，增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点。

#### (5) 固定资产投资平稳增长，高技术产业投资增长较快

全年全国固定资产投资(不含农户)551478 亿元，比上年增长 5.4%。分领域看，基础设施投资增长 3.8%，制造业投资增长 3.1%，房地产开发投资增长 9.9%。全国商品房销售面积 171558 万平方米，下降 0.1%；商品房销售额 159725 亿元，增长 6.5%。分产业看，第一产业投资增长 0.6%，第二产业投资增长 3.2%，第三产业投资增长 6.5%。民间投资 311159 亿元，增长 4.7%。高技术产业投资增长 17.3%，快于全部投资 11.9 个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 17.7% 和 16.5%。社会领域投资增长 13.2%，快于全部投资 7.8 个百分点，其中教育，文化、体育和娱乐业投资分别增长 17.7% 和 13.9%。12 月份，

固定资产投资环比增长 0.44%。

(6) 对外贸易逆势增长，一般贸易占比继续提升

全年货物进出口总额 315446 亿元，比上年增长 3.4%。其中，出口 172298 亿元，增长 5.0%；进口 143148 亿元，增长 1.6%。进出口相抵，顺差为 29150 亿元。一般贸易进出口占进出口总额的比重为 59.0%，比上年提高 1.2 个百分点。机电产品出口增长 4.4%，占出口总额的 58.4%。我国对欧盟、东盟进出口分别增长 8.0% 和 14.1%；与“一带一路”沿线国家进出口增势良好，对“一带一路”沿线国家合计进出口增长 10.8%，高出货物进出口总额增速 7.4 个百分点。全年规模以上工业企业实现出口交货值 124216 亿元，比上年增长 1.3%。

(7) 居民消费价格涨幅符合预期目标，工业生产者价格小幅下降

全年居民消费价格比上年上涨 2.9%，符合 3% 左右的预期目标。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.2%。分类别看，食品烟酒价格上涨 7.0%，衣着上涨 1.6%，居住上涨 1.4%，生活用品及服务上涨 0.9%，交通和通信下降 1.7%，教育文化和娱乐上涨 2.2%，医疗保健上涨 2.4%，其他用品和服务上涨 3.4%。在食品烟酒价格中，粮食价格上涨 0.5%，鲜菜价格上涨 4.1%，猪肉价格上涨 42.5%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。12 月份，居民消费价格同比上涨 4.5%，环比与上月持平。全年工业生产者出厂价格比上年下降 0.3%，12 月份同比下降 0.5%，环比与上月持平。全年工业生产者购进价格比上年下降 0.7%，12 月份同比下降 1.3%，环比与上月持平。

(8) 就业形势保持稳定，城镇调查失业率符合预期目标

全年城镇新增就业 1352 万人，连续 7 年保持在 1300 万人以上，明显高于 1100 万人以上的预期目标，完成全年目标的 122.9%。12 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，2019 年各月全国城镇调查失业率保持在

5.0%-5.3%之间，实现了低于 5.5%左右的预期目标。全国主要就业人员群体 25-59 岁人口调查失业率为 4.7%。12 月份，31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%。2019 年末，城镇登记失业率为 3.62%，比上年末降低 0.18 个百分点，符合 4.5%以内的预期目标。年末全国就业人员 77471 万人，其中城镇就业人员 44247 万人。全年农民工总量 29077 万人，比上年增加 241 万人，增长 0.8%。其中，本地农民工 11652 万人，增长 0.7%；外出农民工 17425 万人，增长 0.9%。农民工月均收入水平 3962 元，比上年增长 6.5%。

(9) 居民收入增长与经济增长基本同步，城乡居民人均收入比值继续缩小

全年全国居民人均可支配收入 30733 元，比上年名义增长 8.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点；扣除价格因素实际增长 5.8%，与经济增长基本同步，与人均 GDP 增长大体持平。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 42359 元，比上年名义增长 7.9%，扣除价格因素实际增长 5.0%；农村居民人均可支配收入 16021 元，比上年名义增长 9.6%，扣除价格因素实际增长 6.2%。城乡居民人均收入比值为 2.64，比上年缩小 0.05。全国居民人均可支配收入中位数 26523 元，比上年名义增长 9.0%。按全国居民五等份收入分组，低收入组人均可支配收入 7380 元，中间偏下收入组人均可支配收入 15777 元，中间收入组人均可支配收入 25035 元，中间偏上收入组人均可支配收入 39230 元，高收入组人均可支配收入 76401 元。

全年全国居民人均消费支出 21559 元，比上年名义增长 8.6%，增速比上年加快 0.2 个百分点；扣除价格因素实际增长 5.5%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 28063 元，名义增长 7.5%；农村居民人均消费支出 13328 元，名义增长 9.9%。

## (10) 重点改革和攻坚任务扎实推进，经济转型升级态势持续

供给侧结构性改革成效显著。2019 年全国工业产能利用率为 76.6%，比上年提高 0.1 个百分点；其中石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率分别为 91.2% 和 80.0%，分别比上年提高 2.9 和 2.0 个百分点。企业资产负债率下降。11 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.9%，同比下降 0.3 个百分点。年末全国商品房待售面积 49821 万平方米，比上年末下降 4.9%。企业单位成本费用比年初继续下降。补短板方面，薄弱环节投资较快增长。全年生态保护和环境治理业、环境监测及治理服务投资分别增长 37.2%、33.4%，分别快于全部投资 31.8、28.0 个百分点。微观主体活力增强。2019 年，新登记市场主体 2377 万户，日均新登记企业 2 万户，活跃度 70% 左右，年末市场主体总数达 1.2 亿户。三大攻坚战取得关键进展。全年 1109 万农村贫困人口实现脱贫。初步核算，天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费量占能源消费总量的比重比上年提高 1.0 个百分点；万元国内生产总值能耗比上年继续下降，降幅为 2.6%。11 月末，全国地方政府债务余额 213333 亿元，控制在全国人大批准限额内。

经济结构继续优化。全年第三产业增加值占国内生产总值的比重为 53.9%，比上年提高 0.6 个百分点，高于第二产业 14.9 个百分点；对国内生产总值增长的贡献率为 59.4%。消费作为经济增长主动力作用进一步巩固，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 57.8%，高于资本形成总额 26.6 个百分点。居民消费升级提质。全国居民恩格尔系数为 28.2%，比上年下降 0.2 个百分点。全年全国居民人均消费支出中，服务性消费支出占比为 45.9%，比上年提高 1.7 个百分点。

## (11) 人口总量平稳增长，城镇化率继续提高

年末中国大陆总人口（包括 31 个省、自治区、直辖市和中国人民

解放军现役军人，不包括香港、澳门特别行政区和台湾省以及海外华侨人数) 140005 万人，比上年末增加 467 万人。全年出生人口 1465 万人，人口出生率为 10.48‰；死亡人口 998 万人，人口死亡率为 7.14‰；人口自然增长率为 3.34‰。从性别结构看，男性人口 71527 万人，女性人口 68478 万人，总人口性别比为 104.45（以女性为 100）。从年龄构成看，16 至 59 周岁的劳动年龄人口 89640 万人，占总人口的比重为 64.0%；60 周岁及以上人口 25388 万人，占总人口的 18.1%，其中 65 周岁及以上人口 17603 万人，占总人口的 12.6%。从城乡结构看，城镇常住人口 84843 万人，比上年末增加 1706 万人；乡村常住人口 55162 万人，减少 1239 万人；城镇人口占总人口比重（城镇化率）为 60.60%，比上年末提高 1.02 个百分点。全国人户分离人口（即居住地和户口登记地不在同一个乡镇街道且离开户口登记地半年以上的人口）2.80 亿人，比上年末减少 613 万人；其中流动人口 2.36 亿人，比上年末减少 515 万人。

总的来看，2019 年国民经济继续保持了总体平稳、稳中有进发展态势。同时也要看到，当前世界经济贸易增长放缓，动荡源和风险点增多，国内结构性体制性周期性问题交织，经济下行压力依然较大。下阶段，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，按照党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念和推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。

### 3、行业概况

#### 1、所属行业

被估值单位是一家中国领先的乘用车制造企业，也是行业中品牌布

局及业务体系最优的乘用车制造企业之一。其品牌涵盖合资豪华乘用车、合资豪华多功能乘用车、合资中高端乘用车以及自主品牌乘用车，也是中国纯电动乘用车业务的领跑者。其所属行业应为汽车制造业行业。根据中国证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，公司所处行业属于“C36 汽车制造业”。

## 2、行业主管部门及监管体制

目前我国汽车行业的主管部门主要是国家发改委和工信部。国家发改委会同工信部制定《汽车产业发展政策》，对汽车行业准入及投资项目以核准和备案方式进行管理和控制；工信部通过发布《车辆生产企业及产品公告》对汽车行业的生产和销售进行管理；国家质检总局依照《强制性产品认证管理规定》、《缺陷汽车产品召回管理规定》对汽车生产和销售质量进行监督管理。此外，商务部、工商总局、国家认监委、环保部、公安部、财政部、税务总局亦依照有关规定对汽车行业生产、销售、使用的不同环节进行协同管理和监管。中国汽车工业协会是自律性行业组织，承担自律管理、信息统计、国际交流等职能。

## 3、行业发展状况

### 1) 全球汽车行业概况

汽车工业经过 100 多年的发展，已成为世界上规模最大和最重要的产业之一。2019 年，全球汽车产销量略微下滑。根据世界汽车制造商协会（OICA）的统计，全年全球累计生产各类汽车约 9178.69 万辆，同比下降约 3.78%；同年，全球累计销售汽车约 9129.67 万辆，同比下降约 3.95%。

2010-2019年全球汽车销量



资料来源：OICA

2013-2019年全球汽车产量统计



资料来源：OICA

## 2) 中国汽车行业概况

根据中国汽车工业协会—中汽协数据，二零一九年乘用车批发销量 2,144.4 万辆，同比下降 9.6%。纵观全年，受一系列鼓励汽车市场消费政策措施出台，经济下行压力加大，“国六”标准提前实施、新能源汽车补贴大幅退坡等多重因素影响，乘用车行业呈现如下特点：受消费

者需求调整、产业政策变革等影响，乘用车市场整体面临结构性压力、市场需求走弱；乘用车四大细分市场依然下降，中国品牌市占率降幅明显；新能源汽车结束高速增长势头；乘用车企业进一步加速了优胜劣汰的步伐。根据中汽协数据，类别市场方面，轿车全年销售 1,030.8 万辆，同比下滑 10.7%；SUV 持续负增长态势，全年销售 935.3 万辆，同比下滑 6.3%；MPV 和交叉型乘用车整体销量下滑为明显，同比分别下滑 20.2% 和 11.7%。与此同时，豪华品牌销量保持相对向好，国产豪华品牌第一阵营的产品均实现了稳健销量同比增长，体现出消费升级趋势。根据中汽协数据，系别市场方面，中国品牌乘用车全年销售 840.7 万辆，同比下降 15.8%，市场份额 39.2%，比上年下降 2.9 个百分点，中国品牌仍占中国乘用车系别市场最大份额。在整体需求下降的环境下，企业间竞争加剧，行业深度变革持续进行。根据中汽协数据，新能源乘用车全年实现销售 106.0 万辆，同比增长 0.7%；其中，纯电动乘用车保持增长态势，实现销售 83.4 万辆，同比增长 5.9%。相比而言，插电式混合动力乘用车实现销量 22.6 万辆，同比下降 14.7%。新能源乘用车产品的续航里程进一步提高，产品市场进一步拓宽。

#### 4、行业壁垒

##### 1) 生产准入壁垒

国家发改委和工信部对汽车行业实行生产准入管理，即取得公告后方能进行汽车的生产，其中对轿车生产准入的控制尤为严格。自 2004 年《汽车产业发展政策》发布至今，仅有少数企业进入轿车生产领域。2009 年发布的《汽车产业调整和振兴规划》也提出“以结构调整为主线，推进企业联合重组”的汽车产业总体发展原则，可以预期汽车行业准入壁垒将越来越高。

##### 2) 资金壁垒

汽车行业属于资金密集型的制造行业，整车平台的研发、车型的改款、生产线建设、品牌推广和营销渠道建设都需要投入大量资金。按照《汽车产业发展政策》对汽车行业投资管理的规定：新建汽车生产企业的投资项目，项目投资总额不得低于 20 亿元人民币，其中自有资金不得低于 8 亿元人民币。

### 3) 技术壁垒

汽车产业从整车到零部件、从设计到生产都有很高的技术要求：设计方面，整车设计包括整车外观、动力系统、传动系统、电控系统、安全系统等部件设计和整体匹配性设计，是一个系统工程，对汽车企业技术水平、人员素质、团队规模和相关实验设备等提出很高要求；生产方面，汽车作为一个精密度很高的产品，对加工工艺、加工精度等要求很高，这不仅需要高精度的设备，更需要大量技术水平高、经验丰富的生产工人。而且，随着世界各国对排放、安全、能耗等方面要求的不断提高，对汽车企业的研发能力和技术水平也提出了更高要求。

### 4) 规模壁垒

由于汽车行业的初期需要巨额的研发费用和建设费用，且经营过程中需要投入大量管理、营销费用以及采购成本，因此汽车行业规模效应较为明显，汽车生产企业必须实现规模经济，否则将难以获得盈利。我国汽车行业从快速发展至今仅有十多年的历史，行业尚处于扩容阶段，较为有利的宏观经济背景和汽车消费环境为行业内各类企业提供了快速发展壮大的机会和空间。正是在这样的背景下，国内自主品牌能够在较短时间内取得长足的发展。

### 5) 出口认证壁垒

海外市场已成为我国汽车企业重要的目标市场，而进口国出于环保、节能、安全的目的，往往直接或间接采取限制进口的“技术壁垒”，其

表现形式主要有各类法规、指令、标准和认证等，这就对我国汽车企业的技术水平和资质认证提出了较高要求。

## 6) 管理壁垒

大规模的生产就要求以高水平的管理作为保证。在汽车研发、生产和销售过程中，对研发环节的管理、对生产环节的管理、对供应商的管理、对物流的管理、对经销商的管理、对员工的管理以及协调各环节之间的衔接等等，都需要科学有序的统筹安排。

## 5、中国汽车行业发展现状

### 1) 乘用车市场占汽车市场主导地位，人均汽车保有量仍有较大差距

2019年，我国乘用车产销量分别为 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，为汽车市场的重要组成部分。

近年来，我国汽车保有量呈逐年上升趋势。根据公安部交通管理局公布的数据，截至 2018 年底，全国汽车保有量达 2.4 亿辆，较 2017 年末新增 2,285 万余辆。2018 年末中国总人口约为 139,538 万人，每千人汽车保有量约为 172.00 辆，与同期美国、日本、以及韩国还有较大差距，千人汽车保有量仍处于比较低的水平，未来仍有较大的发展空间。根据既有汽车产销量、保有量等数据，预计我国汽车报废高峰已临近。综合考虑当前一线城市车辆置换需求和二三线城市新购买车辆的需求，预计未来几年我国的汽车行业仍将保持持续稳定增长的态势。

### 2) 合资品牌占据乘用车市场主导地位

我国整车制造业的特有模式为中外合资，外资汽车品牌若要进入中国市场生产并销售，必须与国内汽车制造企业合资经营，且股权比例不得高于 50%，在这种模式下，我国整车制造业通过引进国外先进汽车生产技术和管理模式，得到了长足的进步。目前我国乘用车市场以合资品牌占据主导地位。

### 3) 我国乘用车市场集中度相对较低

2016-2019 年，我国乘用车销量排名前十的汽车制造企业乘用车市场占有率具体情况如下：



资料来源：中国汽车工业协会

与发达国家前五名汽车制造企业占市场份额达 60%-80% 的市场格局相比，我国乘用车市场集中度依然较低。

## 6、中国汽车行业未来发展趋势

### 1) 人均保有量水平低，未来发展空间巨大

我国汽车产销规模虽于 2019 年成为世界第一，但 2019 年的千人汽车保有量远低于欧美发达国家及世界平均水平。与此同时，中国人均 GDP 也远低于发达国家水平，随着中国宏观经济持续快速增长和人均收入的增加，中国汽车市场未来发展空间巨大。

### 2) 人均收入持续增长，中国将全面进入汽车消费时代

2010-2019 年，城镇居民人均可支配收入有了大幅的提高。居民消费逐渐转向改善生活品质和提高生活的便利性。与此同时，国内汽车行业经过近十年的快速发展，产品线愈加丰富，价格也趋于合理，汽车消费呈现大众化趋势，逐渐成为国内居民新一轮消费升级的热点。

### 3) 汽车消费市场自东向西、自一、二线城市向三、四线城市推移

东部沿海区域由于起步较早，经济发展和人均收入均远超中西部地区，是目前国内汽车消费的主力市场。2019 年东部沿海地区乘用车销

量明显高于中西部地区；但同期中西部地区乘用车销售同比增幅却又远  
超东部沿海地区。呈现出沿海发达地区销量大，中西部地区增速快的局  
面。比较各级城市的乘用车消费增长情况可以发现：2015-2019 年，三  
级及以下城市乘用车销量占国内乘用车销售总量的比重已由 60%增至  
70%，三级及以下城市的销量增长率高于一、二级城市。可以预见，  
三级及以下城市将逐渐成为国内汽车消费市场的主要增长点。

#### 4) 不同细分市场，呈现不同的增长态势

① 燃油经济性高的 SUV 市场前景广阔 在油价居高不下的趋势  
下，油耗指标直接影响 SUV 产品发展态势，节能将是未来 SUV 产品  
竞争焦点。燃油经济性高的 SUV 已逐渐成为主力车型，具有环保、省  
油、节能优点的 SUV 将继续得到消费者认同。

② 中小排量经济型轿车需求迅速增加由于油价上升而带来的用车  
成本增加，1.6L 及以下中小排量轿车已经成为轿车市场的主流。  
1.3-1.6L 排量段轿车在响应节能减排的同时，兼顾了人们日益增强的动  
力性和舒适性要求，增长较为迅速，是市场容量最大、最具增长潜力的  
细分排量段。

#### 5) 产业政策重结构调整

受环保政策长期影响，预计二零二零年产业政策将进一步趋向严  
格，燃油车禁行区政策逐步发展完善，双积分政策推动车企新能源化和  
小排量化，运营车油改电加快，进一步压缩燃油出租和网约车空间。供  
给侧升级、变革。自主品牌方面将向高端化和产品中大型化加速发展；  
受产业政策引导，新能源产品的投放将进一步丰富，智能交互、5G 物  
联、自动驾驶等新技术应用速度进一步加快。

## (二) 北京汽车经营情况分析

### 1、主营业务

北京汽车的主要业务涵盖乘用车研发、制造、销售与售后服务，乘用车核心零部件生产、汽车金融、以及其他相关业务，并不断延伸产业链条、提升品牌实力。

### ① 乘用车

乘用车业务通过北京品牌、北京奔驰、北京现代和福建奔驰四个业务分部开展。

### ② 乘用车核心零部件

主要通过北京品牌、北京奔驰、北京现代的生产基地生产发动机、动力总成等乘用车核心零部件。北京品牌方面，通过北京汽车动力总成有限公司等实体制造发动机、变速器、新能源减速机和其他核心汽车零部件，并主要装配自产整车产品，同时也销售给其他汽车制造商。

### ③ 汽车金融

被估值单位通过联营企业北京汽车集团财务有限公司、梅赛德斯-奔驰租赁有限公司(奔驰租赁)、北京现代汽车金融有限公司(北现金融)、北现租赁有限公司等开展北京品牌、梅赛德斯-奔驰品牌、现代品牌的汽车金融及汽车后市场相关业务，并持续以资金投入、业务合作等方式推动汽车金融业务的快速发展。

## 2、经营模式

### ① 生产设施情况

被估值单位拥有专门的生产设施制造和组装产品，所有生产基地均位于中国境内并配备先进的生产设施。所有生产设施均配备柔性生产线，一条生产线可生产不同型号的乘用车。

### ② 销售网络情况

被估值单位一直注重客户权益，努力完善产品服务体系，致力于使产品经销商和客户得到及时、高效、准确、优质的服务保障，各品牌均

拥有独立的销售渠道。二零一九年度，北京品牌持续优化网络布局、稳定网络结构，拥有燃油车渠道经销商网络超 350 家，实现一、二、三类城市全覆盖，四、五、六类市场竞品主销城市覆盖率超 80%；北京奔驰优化升级经销商网络，打造“智慧型”经销商网络，已有经销商网点超 600 家，覆盖全国 240 座城市；北京现代经销商网络超 1,000 家，遍布全国超 300 座城市，渠道稳定运营，同时积极维护网络体系健康发展。

### ③ 研发情况

被估值单位各品牌业务均大力推动研发体系与能力建设。

北京品牌开发多款基于中型 SUV 及中型轿车的纯电动车产品，继续深化与百度、科大讯飞、博世等智能化技术公司的战略合作关系，全面推进「NOVA-PLS」智能化战略落地实施。

北京奔驰依拖研发中心引入梅赛德斯-奔驰开发体系，不断缩短开发周期、加强数字化验证能力。该研发中心拥有严格依据戴姆勒标准建立及运行的气候腐蚀、整车排放、发动机和振动噪声等 7 个先进的试验室，同时拥有研发原型车工厂和测试跑道、专为纯电动新能源车型引入的新能源动力电池测试中心，为梅赛德斯-奔驰国产传统车型及新能源车型的研发、生产提供重要的技术支撑。

## 3、核心竞争力分析

### 1、高度互补的业务布局以及转型创新应对行业变革

公司拥有较强竞争力且高度互补的乘用车品牌组合，满足不同群体在不同阶段的购车需求。北京奔驰全面打造“数字化、柔性化、绿色”智能工厂，新产品项目导入稳步推进，进一步巩固高端豪华车市场的领先地位。北京现代聚焦研发与创新，不断推出新产品，实现了产品线全面焕新，加快新能源、智能化、网联化等新技术的导入和应用。北京品

牌坚定践行管理创新，充分落实全面新能源化战略，积极应对行业发展趋势。三力协同初现效果，品牌焕新亮相，产品创新，渠道融合，打开自主品牌向上的新局面。

## 2、多元化的股权结构以及良好的战略合作伙伴关系

公司控股股东北汽集团为中国五大汽车集团之一，建立了涵盖整车及零部件研发制造、汽车服务贸易、综合出行服务、金融与投资等业务的较为完整的汽车行业产业链。公司其他股东包括国有投资平台、重点国有企业、戴姆勒、相关战略及财务投资者，股权结构多元化、国际化。多元化的股权结构有利于公司充分利用股东资源、提升管理能力，充分挖掘公司发展潜力。

公司与戴姆勒、现代汽车等行业内知名企业缔结了紧密的合资、合作关系，并进一步扩展双方合作的广度和深度。公司与戴姆勒除合资成立北京奔驰、福建奔驰、北京梅赛德斯-奔驰销售服务有限公司(奔驰销售)、奔驰租赁外，在技术、平台和人员等方面均有较多的合作与交流。与战略合作伙伴的密切合作，增强了公司的研发能力、充实了人才队伍、丰富了公司在管理和生产经营方面的经验。

## 3、经验丰富的管理团队和核心研发团队

公司管理团队均拥有丰富的行业及管理经验，具备多学科复合知识体系和专业技能。团队成员曾在国内外领先的汽车企业任职，积累了丰富的企业管理经验，根植本土文化，拓展国际视野，确保公司能够定位未来乘用车发展趋势和技术、产业发展规律，制定出高效、富有远见的研发战略。公司致力于打造一流研发实力，现拥有一支素质优良、结构合理的研发人才队伍，具备产品研究、工程开发、试制试验等全面开发能力。核心研发团队集国际、国内相关领域资深专业人士，具有较强的研发实力和丰富的研发经验，全力推进自主创新，深入打造核心技术，

持续提升质量、成本、进度管控能力。项目开发、标准体系、产品验证、专利管理日趋成熟，智能化、低碳化、精细化实现了突破。

#### 4、先进的制造、工艺、质量以及流程管理

公司拥有专门的生产设施制造和组装乘用车产品，以提升效率和维持产品优质水平，亦通过扩产以节省单位产品成本。公司的所有品牌生产设施均配备弹性生产线，针对不同乘用车类别采用差异化生产流程。为保障生产工作的高质量运行，生产设施会进行定期维护。与此同时，我们已建立并运用严格且符合国家及国际标准的质量控制体系，高度重视产品质量的一致性。

### (二) 上市公司比较法估值技术说明

#### 1、估值思路

##### (1) 可比公司的选择原则

选取与被估值企业属于同一行业，从事相同或相似的业务、受相同经济因素影响的可比上市公司。同时关注可比公司财务效益状况、资产质量状况、发展能力状况、其他运营状况等因素，恰当选择与被估值企业进行比较分析的可比上市公司。

##### (2) 分析、选择并计算各可比对象的价值比率

价值比率通常包括市盈率(P/E 比率)、市净率(P/B 比率)、市销率(P/S 比率)、企业价值/息税折旧及摊销前利润(EV/EBITDA)等。通过比较分析各价值比率中分子与分母的相关性，选择恰当的价值比率。

##### (3) 流动性折扣选取

本次市场法估值选取的可比公司均为上市公司，而被估值单位的内资股无法上市流通，市场流通性相对缺乏。因此需要扣除缺少流通性折扣。市场流通性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。市场流通性折扣(DLOM)是相对于流通性较强的投资，

流通性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流通性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流通性的缺失。借鉴国际上定量研究市场流通性折扣的方式，本次估值结合国内实际情况采用新股发行定价估算市场流通性折扣。

#### （4）股权价值的估算

对可比企业选择适当的价值乘数，并采用适当的方法对其进行选取修正，进而估算出被估值企业的价值乘数，在考虑缺乏市场流通性折扣的基础上，得出被估值企业内资股每股市价，根据北京首钢股份有限公司持有的被估值单位内资股股数，最终确定被估值单位内资股股权价值。

## 2、估值过程

### （1）可比公司选取

本次估值中可比公司选取主要遵循如下原则：（1）根据被估值企业的经营范围情况和上市地区情况，选择 A 股市场和 H 股市场的上市公司作为可比公司；（2）选取申万行业分类标准下的汽车行业，且与被估值企业主营业务相似的上市公司作为可比公司；（3）选取与被估值企业经营规模相似的上市公司作为可比公司；（4）剔除数据不全或数据异常的公司。

#### 1) 可比公司选取

通过公开信息查询，估值人员首先浏览了 A 股市场和 H 股市场申万行业分类中汽车行业的上市公司，剔除其中的 ST 上市公司和 B 股上市公司后，共计 155 家上市公司；通过分析被估值单位的主营业务和主要产品可知，被估值单位的主营业务为乘用车研发、制造与销售，主要产品为北京品牌、北京奔驰、北京现代和福建奔驰的乘用车，估值人员根据申万行业分类：汽车--汽车整车--乘用车的标准以及经营范围和主

营产品类型的相似度，对上述 155 家上市公司进行筛选，最终选取与被估值单位行业一致且主营业务相似的 16 家上市公司，具体明细如下：

表 6-1 可比公司业务类型统计表

证券代码	证券简称	上市日期	所属行业	主营产品类型
601238.SH	广汽集团	2012/3/29	汽车--汽车整车--乘用车	车身及外观设备、发动机设备、行驶底盘设备、轿车、客车、轻型卡车、专用设备与零部件、转向设备
000800.SZ	一汽轿车	1997/6/18	汽车--汽车整车--乘用车	轿车、客车、轻型卡车、重型卡车与专用车
600104.SH	上汽集团	1997/11/25	汽车--汽车整车--乘用车	传动设备、行驶底盘设备、轿车、客车、摩托车、轻型卡车、重型卡车与专用车
000625.SZ	长安汽车	1997/6/10	汽车--汽车整车--乘用车	轿车、客车、轻型卡车、专用车
601633.SH	长城汽车	2011/9/28	汽车--汽车整车--乘用车	轿车、轻型卡车
002594.SZ	比亚迪	2011/6/30	汽车--汽车整车--乘用车	半导体太阳能光伏、低压电器类、电子元器件、集成电路、汽车及零配件经销
600006.SH	东风汽车	1999/7/27	汽车--汽车整车--商用载货车	发动机设备、行驶底盘设备、轿车、客车、轻型卡车、商务车、重型卡车与专用车
601127.SH	小康股份	2016/6/15	汽车--汽车整车--乘用车	汽车及零配件经销
600418.SH	江淮汽车	2001/8/24	汽车--汽车整车--乘用车	行驶底盘设备、轿车、轻型卡车、商务车、重型卡车与专用车、专用车
2333.HK	长城汽车	2003/12/15	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	风骏皮卡、哈弗 SUV、教练车、腾翼轿车
2238.HK	广汽集团	2010/8/30	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	HVAC 系统、城市公交客车、发动机、广汽丰田 CAMRY 凯美瑞、广汽丰田 YARIS 雅力士、广州本田奥德赛、广州本田飞度、广州本田思迪、广州本田雅阁、减震器、金星系列轻型货车、骏铃系列轻型货车、银星系列轻型货车、转向器、座椅
1958.HK	北京汽车	2014/12/19	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	乘用车-北京奔驰
1211.HK	比亚迪股份	2002/7/31	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	比亚迪汽车、充电器、电声产品、光电子产品、锂电池及能源产品、镍电池、太阳能电池、微电子
1122.HK	庆铃汽车股份	1994/8/17	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	轻型商用车
1114.HK	BRILLIANCE CHI	1999/10/22	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	轻型客车及汽车零部件销售

北京首钢股份有限公司拟协议转让持有的北京汽车股份有限公司股权  
所涉及的北京汽车股份有限公司 12.83% 股东权益价值项目·估值报告

0489.HK	东风集团股份	2005/12/7	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	商用车
0175.HK	吉利汽车	1973/2/23	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造	生产及买卖汽车,汽车零件及相关汽车部件

表 6-2 可比公司资产数据统计表

单位：人民币万元

证券代码	证券简称	总负债及总权益[报告期] 2019 年报	总负债及总权益[报告期] 2018 年报	股东权益合计[报告期] 2019 年报	股东权益合计[报告期] 2018 年报	归属母公司股东权益[报告期] 2019 年报	归属母公司股东权益[报告期] 2018 年报
601238.SH	广汽集团	13,746,355.10	13,217,375.90	8,250,824.60	7,797,470.70	8,018,811.10	7,660,385.40
000800.SZ	一汽轿车	1,965,519.41	1,862,819.40	811,514.97	815,818.20	804,766.36	807,509.72
600104.SH	上汽集团	84,933,327.96	78,276,984.98	30,083,962.43	28,472,022.55	24,970,200.97	23,436,856.20
000625.SZ	长安汽车	9,761,705.36	9,348,885.41	4,393,407.10	4,615,292.20	4,402,831.27	4,624,495.87
601633.SH	长城汽车	11,309,640.95	11,180,041.13	5,439,922.99	5,268,858.75	5,439,922.99	5,252,483.11
002594.SZ	比亚迪	19,564,159.30	19,457,107.70	6,260,142.00	6,069,397.90	5,676,228.90	5,519,828.90
600006.SH	东风汽车	1,881,890.85	1,962,971.34	769,521.61	746,121.45	740,742.54	714,316.60
601127.SH	小康股份	2,993,510.31	2,656,388.41	785,363.01	719,425.89	554,295.74	521,898.80
600418.SH	江淮汽车	4,385,451.60	4,749,150.49	1,370,436.44	1,372,486.98	1,295,228.18	1,285,639.19
0489.HK	东风集团股份	27,200,000.00	22,651,700.00	13,396,800.00	12,492,500.00	12,778,100.00	11,835,600.00
1211.HK	比亚迪股份	19,564,159.30	19,457,107.70	6,260,142.00	6,069,397.90	5,676,228.90	5,519,828.90
1958.HK	北京汽车	19,321,198.60	17,203,410.80	7,262,720.00	6,923,778.10	5,040,321.20	4,841,546.30
2238.HK	广汽集团	13,746,355.10	13,217,375.90	8,250,824.60	7,797,470.70	8,018,811.10	7,660,385.40
2333.HK	长城汽车	11,309,640.95	11,180,041.13	5,439,922.99	5,268,858.75	5,439,922.99	5,252,483.11
0175.HK	吉利汽车	10,792,757.80	9,146,098.00	5,492,446.60	4,537,471.80	5,102,252.40	4,494,397.70
1114.HK	BRILLIANCE CHI	4,947,000.40	4,209,985.60	3,447,545.20	3,182,482.20	3,392,553.30	3,107,974.40
1122.HK	庆铃汽车股份	1,099,561.40	1,089,325.10	808,085.00	812,411.40	776,201.80	781,387.30

表 6-3 可比公司经营数据统计表

单位：人民币万元

证券代码	证券简称	总营业收入[报告期] 2019 年报	总营业收入[报告期] 2018 年报	净利润[报告期] 2019 年报	净利润[报告期] 2018 年报	归属普通股东净利润[报告期] 2019 年报	归属普通股东净利润[报告期] 2018 年报
601238.SH	广汽集团	5,974,078.40	7,244,389.70	661,626.50	1,089,960.30	661,626.50	1,089,960.30
000800.SZ	一汽轿车	2,634,153.48	2,484,776.36	5,277.00	15,502.24	5,277.00	15,502.24
600104.SH	上汽集团	83,671,447.82	89,473,073.32	2,560,338.42	3,600,921.06	2,560,338.42	3,600,921.06
000625.SZ	长安汽车	6,810,718.81	6,399,235.24	-264,671.94	68,072.84	-264,671.94	68,072.84
601633.SH	长城汽车	9,201,083.88	9,560,260.68	449,687.49	520,731.40	449,687.49	520,731.40
002594.SZ	比亚迪	12,300,334.20	12,295,049.90	161,445.00	278,019.40	135,658.50	254,172.90
600006.SH	东风汽车	1,346,334.70	1,435,940.51	44,240.57	55,384.86	44,240.57	55,384.86
601127.SH	小康股份	1,756,943.59	1,955,634.13	6,672.15	10,632.18	6,672.15	10,632.18
600418.SH	江淮汽车	4,685,337.03	4,960,353.33	10,601.50	-78,614.38	10,601.50	-78,614.38
0489.HK	东风集团股份	10,179,900.00	10,550,600.00	1,285,800.00	1,297,900.00	1,285,800.00	1,297,900.00

1211.HK	比亚迪股份	12,300,334.20	12,295,049.90	161,445.00	278,019.40	135,658.50	254,172.90
1958.HK	北京汽车	17,483,287.40	15,202,457.40	408,269.80	442,946.50	397,069.80	431,746.50
2238.HK	广汽集团	5,974,078.40	7,244,389.70	661,626.50	1,089,960.30	661,626.50	1,089,960.30
2333.HK	长城汽车	9,201,083.88	9,560,260.68	449,687.49	520,731.40	449,687.49	520,731.40
0175.HK	吉利汽车	9,771,227.50	10,683,925.90	818,963.80	1,255,320.70	818,963.80	1,255,320.70
1114.HK	BRILLIANCE CHI	402,653.30	451,859.10	676,270.70	582,090.90	676,270.70	582,090.90
1122.HK	庆铃汽车股份	498,185.90	553,831.20	34,530.80	45,377.20	34,530.80	45,377.20

根据可比上市公司的主营业务类型分析，比亚迪（002594.SZ、1211.HK）主营产品为新能源电动车和电池、电子产品等，庆铃汽车股份（1122.HK）、BRILLIANCE CHI（1114.HK）、东风汽车（600006.SH、0489.HK）、小康股份（601127.SH）和江淮汽车（600418.SH）主要产品为卡车、货车等，与被估值单位的主营产品有较大差距；同时，一汽轿车（000800.SZ）的资产规模和收入规模远低于被估值单位。故根据企业经营规模情况和主营产品情况，剔除一汽轿车（000800.SZ）、比亚迪（002594.SZ、1211.HK）、东风汽车（600006.SH、0489.HK）、小康股份（601127.SH）、庆铃汽车股份（1122.HK）、BRILLIANCE CHI（1114.HK）和江淮汽车（600418.SH）。最终选取广汽集团（601238.SH、2238.HK）、上汽集团（600104.SH）、长安汽车（000625.SZ）、长城汽车（601633.SH、2333.HK）、北京汽车（1958.HK）和吉利汽车（0175.HK）作为被估值单位的可比上市公司，具体明细如下：

表 6-4 选取可比公司明细表

证券代码	证券简称	上市日期	所属行业
601238.SH	广汽集团	2012/3/29	汽车--汽车整车--乘用车
600104.SH	上汽集团	1997/11/25	汽车--汽车整车--乘用车
000625.SZ	长安汽车	1997/6/10	汽车--汽车整车--乘用车
601633.SH	长城汽车	2011/9/28	汽车--汽车整车--乘用车
2333.HK	长城汽车	2003/12/15	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造
2238.HK	广汽集团	2010/8/30	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造
1958.HK	北京汽车	2014/12/19	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造
0175.HK	吉利汽车	1973/2/23	可选消费--汽车与汽车零部件--汽车--汽车制造

本次估值选取的 A 股市场 4 家上市公司简介如下：

### 1. 上海汽车集团股份有限公司（600104.SH）

上海汽车集团股份有限公司属于汽车制造行业，主要业务包括整车(含乘用车、商用车)的研发、生产和销售，零部件(含动力驱动系统、底盘系统、内外饰系统，以及电池、电驱、电力电子等新能源汽车核心零部件和智能产品系统)的研发、生产、销售等，采取投资管控与实体运营相结合的经营模式，对下属上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱等联营及合营企业进行投资管控，对自主品牌业务进行实体运营。上海汽车集团股份有限公司是目前国内产销规模最大的汽车集团，截止 2019 年实现整车销售 600 万辆左右。

## 2. 广州汽车集团股份有限公司（601238.SH）

广州汽车集团股份有限公司现有主要业务包括研发、整车（汽车、摩托车）、零部件、商贸服务、金融五大业务板块，构成了完整的汽车产业链闭环。汽车整车主要通过子公司广汽乘用车和合营公司广汽本田、广汽丰田、广汽菲克、广汽三菱生产，乘用车产品包括 15 个系列的轿车、25 个系列的 SUV 及 3 个系列的 MPV；商用车主要通过合营公司广汽日野和联营公司广汽比亚迪生产，主要产品为轻、重型卡车、工程车、大中型客车等。截至 2019 年，汽车总产能为 261.3 万辆/年，拥有覆盖全国 31 个省、市、自治区和直辖市的乘用车 4S 店 2,555 家。

## 3. 长城汽车股份有限公司（601633.SH）

长城汽车股份有限公司是中国最大的 SUV 制造企业之一。目前，旗下拥有哈弗、WEY、长城皮卡、欧拉四个品牌，并与宝马合作，成立合资公司光束汽车有限公司并运作，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类，以及相关主要汽车零部件的生产及供应。

## 4. 重庆长安汽车股份有限公司（000625.SZ）

重庆长安汽车股份有限公司公司主要业务涵盖整车研发、制造和销

售以及发动机的研发、生产，旗下现拥有长安乘用车、欧尚汽车、长安凯程、长安福特、长安马自达等众多知名品牌。截至目前，已推出 CS 系列、逸动系列、锐程系列、欧诺、欧尚系列等一系列经典自主品牌车型；合资品牌拥有全新福克斯、新蒙迪欧、翼虎、锐际、CX-5、CX-8、昂克赛拉等多款知名产品，截止 2019 年，实现汽车生产 2500 万辆。

本次估值选取的 H 股市场 4 家上市公司简介如下：

### 1. 长城汽车股份有限公司（2333.HK）

长城汽车股份有限公司是中国最大的 SUV 制造企业之一。目前，旗下拥有哈弗、WEY、长城皮卡、欧拉四个品牌，并与宝马合作，成立合资公司光束汽车有限公司并运作，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类，以及相关主要汽车零部件的生产及供应。

### 2. 广州汽车集团股份有限公司（2238.HK）

广州汽车集团股份有限公司现有主要业务包括研发、整车（汽车、摩托车）、零部件、商贸服务、金融五大业务板块，构成了完整的汽车产业链闭环。汽车整车主要通过子公司广汽乘用车和合营公司广汽本田、广汽丰田、广汽菲克、广汽三菱生产，乘用车产品包括 15 个系列的轿车、25 个系列的 SUV 及 3 个系列的 MPV；商用车主要通过合营公司广汽日野和联营公司广汽比亚迪生产，主要产品为轻、重型卡车、工程车、大中型客车等。截至 2019 年，汽车总产能为 261.3 万辆/年，拥有覆盖全国 31 个省、市、自治区和直辖市的乘用车 4S 店 2,555 家。

### 3. 北京汽车股份有限公司（1958.HK）

北京汽车股份有限公司是中国领先的乘用车制造企业，也是行业中品牌布局及业务体系最优的乘用车制造企业之一，主要业务涵盖乘用车研发、制造、销售与售后服务，乘用车核心零部件生产、汽车金融、以

及其他相关业务。乘用车业务通过北京品牌、北京奔驰、北京现代和福建奔驰四个业务分部开展，品牌涵盖合资豪华乘用车、合资豪华多功能乘用车、合资中高端乘用车以及自主品牌乘用车，截止 2019 年合计实现整车销售 142.5 万辆。

#### 4. 吉利汽车控股有限公司（0175.HK）

吉利汽车控股有限公司是一家专注于研发、制造以及销售乘用车的汽车生产企业，产品主要在中国市场销售，并开始扩展到其他发展中国家。通过“全球鹰”、“帝豪”和“英伦”三个品牌下的约 981 家中国经销商销售其 5 个自有平台上开发的 14 款主要车型，这些车型全部由其自主研发生产的 1.0 升至 2.4 升的汽油发动机驱动。

### （2）价值比率选取与测算

#### 1. 价值比率的选取

价值比率是指资产价值与其经营收益能力指标、资产价值或其他特定非财务指标之间的一个“比率倍数”。常用的价值比率包括：企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA）、市盈率（P/E）、市销率（P/S）、市净率（P/B）等。

市净率（P/B）：指每股市价与每股净资产的比值。该指标在一定程度上反映了企业既往的投资规模、资本积累与估值的相关性，对于资产量较大的企业，该指标更为适用。

市盈率（P/E）：指每股市价与每股盈利的比值，包括静态市盈率和动态市盈率等。该指标通常使用近期的实际盈利或盈利估计，近期的盈利估计一般比较准确，可以进行较广泛的参照比较。但使用市盈率指标容易受到资本结构的影响；需要排除会计政策及非经营性损失的影响。另外，市盈率无法顾及远期盈利，对周期性及亏损企业而言估值相对困难。

市销率 (P/S)：指每股市价与每股销售额的比值。使用市销率可以规避折旧、存货等会计政策的影响。但该指标难以反映企业盈利能力与股权价值之间的关系。

企业价值/息税折旧及摊销前利润 (EV/EBITDA)：指企业价值与 EBITDA (利息、所得税、折旧、摊销前利润) 的比值。该价值比率具有以下特点：反映了企业的经营现金流情况，排除了折旧摊销这些非现金成本的影响；不受所得税率的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性；不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变不会影响估值，有利于比较不同公司估值水平。

就汽车制造企业而言，价值比率通常选择市盈率 (PE)、市净率 (PB)、市销率 (P/S)、企业价值与折旧息税前利润比率 (EV/EBITDA) 等。在上述四个指标中，企业价值与折旧息税前利润比率 (EV/EBITDA) 侧重企业整体价值的判断；而市盈率 (PE)、市净率 (PB)、市销率 (P/S) 侧重股东权益价值的判断，以合理确定估值对象的价值为目的。

汽车制造行业是一个资本密集型和技术密集型行业，作为汽车制造企业，其拥有的资产规模、资金充裕程度在一定程度上反映了企业的经营能力，企业所拥有的资产规模一定程度上决定了企业未来的发展态势、获利能力，对企业长期持续经营起着重要的作用。因此采用市净率 (PB) 指标，是汽车制造公司的主流估值方法。

为进一步判断不同价值比率对于汽车制造行业的适用性，本次估值对申银万国汽车制造行业上市公司，选取近三年平均归母净利润与近三年平均市值、近三年平均归母净资产与近三年平均市值、近三年平均主营业务收入与近三年平均市值，以及近三年平均 EBITDA 与近三年平均 EV，四个价值比率，进行线性回归分析。为加强分析有效性，统计中去除了上述财务指标为零或负数等无效值的影响，最终筛选了 59

家上市公司进行分析，结果如下：

表 6-5 线性回归分析结果表

因变量	近三年平均市值			近三年平均 EV
	B	E	S	
自变量				EBITDA
相关性 Multiple R	0.9825	0.9459	0.9202	0.9505
拟合优度 R Square	0.9654	0.8947	0.8467	0.9035
样本拟合优度 Adjusted R Square	0.9648	0.8928	0.8440	0.9018
观测值	59	59	59	59

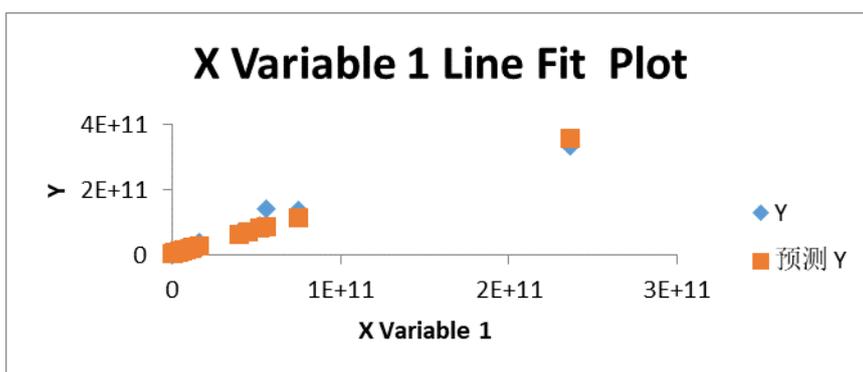


图 6-4：自变量 B，因变量近三年平均市值

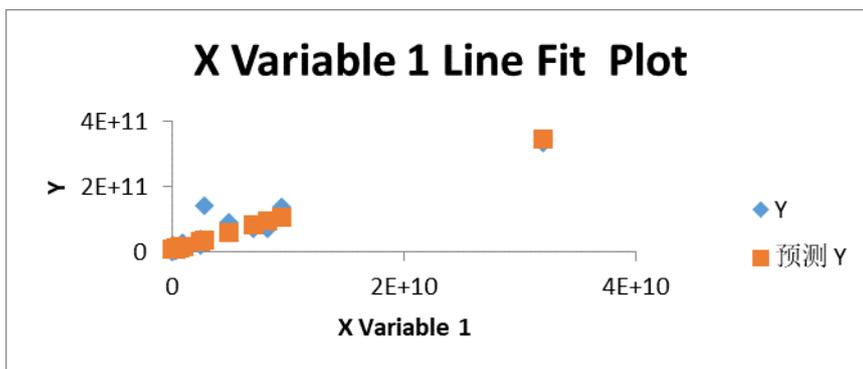


图 6-5：自变量 E，因变量近三年平均市值

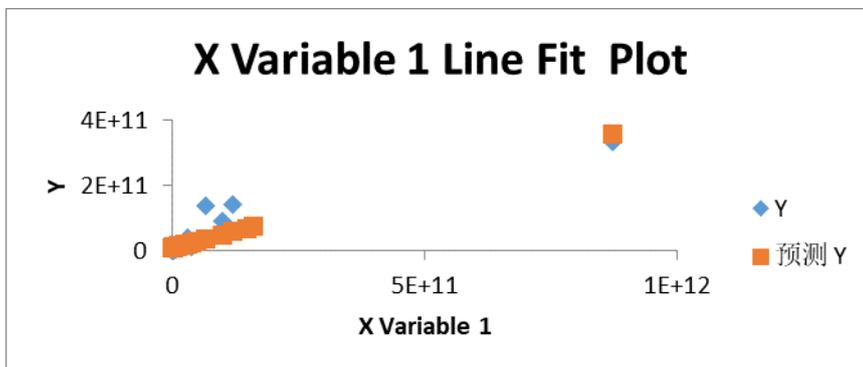


图 6-6：自变量 S，因变量近三年平均市值

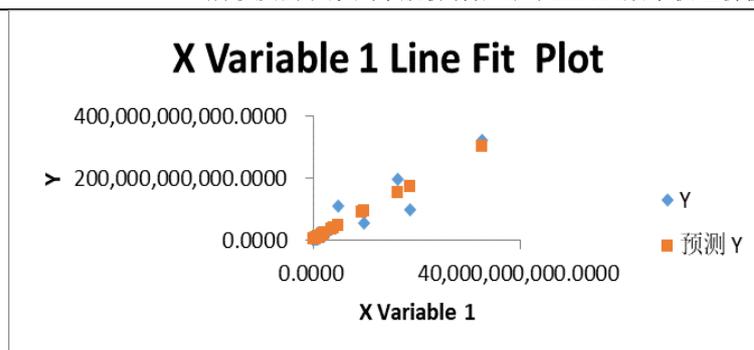


图 6-7：自变量 EBITDA，因变量近三年平均 EV

由上可知，采用市净率作为自变量对近三年平均市值进行回归分析，自变量与因变量间的相关性、拟合优度、样本拟合优度均表现最佳。因此在综合考虑定性及定量分析结果后，本次估值最终采用市净率（P/B）作为价值比率。

## 2，价值比率的测算

本次估值价值比率选取的是市净率（P/B），公式为：市净率=股价/每股净资产。根据上述选择的 8 家可比上市公司，通过查询 wind 数据库，本次估值选取的 A 股市场和 H 股市场可比上市公司的基准日时点市净率分别如下表所示：

表 6-6 A 股市场可比上市公司的市净率统计表

证券代码	证券简称	市净率 PB(MRQ)[交易日期] 2020-04-30[单位] 倍
600104.SH	上汽集团	0.8857
601238.SH	广汽集团	1.2533
601633.SH	长城汽车	1.3746
000625.SZ	长安汽车	1.0426
平均值		<b>1.1391</b>
中位数		<b>1.1480</b>

注：A 股市场市净率=每股股价/每股净资产

表 6-7 H 股市场可比上市公司的市净率统计表

证券代码	证券简称	市净率 PB(MRQ)[交易日期] 2020-04-30[单位] 倍
1958.HK	北京汽车	0.4969
2238.HK	广汽集团	0.8168
2333.HK	长城汽车	0.8072
0175.HK	吉利汽车	1.9597
平均值		<b>1.0202</b>
中位数		<b>0.8120</b>

注：H股市场市净率=每股股价/每股净资产

由于本次内资股协议转让双方均为中国境内公司，且北京汽车内资股无法在香港市场流通，故本次估值选用 A 股市场可比上市公司的市净率作为价值比率。由表 6-6 中的市净率可以看出，A 股市场可比上市公司的市净率集中度较高，综合考虑被估值企业与可比公司所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素可能存在的差异，选取 A 股市场可比公司市净率的中位数值作为被估值企业的比准市净率，即本次被估值单位比准市净率为 1.1480。

### （3）确定流动性折扣

本次市场法估值选取的可比公司均为上市公司，而被估值单位的内资股股权不可上市交易，市场流通性相对缺乏。因此在上述测算市净率的基础上需要扣除缺少流通性折扣。市场流通性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。市场流通性折扣（DL0M）是相对于流通性较强的投资，流通性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流通性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流通性的缺失。借鉴国际上定量研究市场流通性折扣的方式，本次估值结合国内实际情况采用新股发行定价估算市场流通性折扣。

所谓新股发行定价估算方式就是研究国内上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流通折扣的方式。国内上市公司在进行 IPO 时都是采用一种所谓的询价的方式为新股发行定价，新股一般在发行期结束后便可以上市交易。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格。可以认为新股发行价不是一个股票市场的交易价，这是因为此时该股票尚不能上市交易，也没有“市场交易机制”，因此尚不能成为市场交易价。当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了，因此可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的。

因此可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间的差异来定量研究市场流动性折扣。根据汽车制造行业首次公开发行的上市公司新股发行价的分析，通过研究其与上市后 30 日、60 日、90 日、120 日后收盘价之间的关系，综合确定流动性折扣。

通过分析可发现汽车制造行业的各 A 股公司上市后 30 日、60 日、90 日、120 日后的流动性折扣均值分别为 38.15 %、37.67%、35.47% 和 43.80%。综合考虑，剔除 A 股股市短期波动的影响，本次流动性折扣取汽车制造行业上市各 A 股公司上市后平均流动性折扣为 38.77%。

#### (4) 目标股权每股价格

根据本次估值的基准日情况以及被估值单位、可比上市公司公开披露的财务信息情况，本次选取估值基准日最近一期财务数据即 2020 年 1 季度财务数据对目标股权每股价格进行测算。

被估值单位 2020 年 1 季度归属于母公司的所有者权益合计为 5,040,259.62 万元，北京首钢股份有限公司所持有的所有股权数为 801,533.82 万股，同时根据上述各过程所得到的比准市净率和流动性折扣，根据每股价格公式可以求出目标股权每股价格。目标股权每股价格为：

每股价格 = 比准市净率 × (1 - 流动性折扣率) × 归属于母公司所有者权益 / 企业总股数

$$\begin{aligned} &= 1.1480 * (1 - 38.77\%) * 5,040,259.62 / 801,533.82 \\ &= 4.42 \text{ 元} \end{aligned}$$

由上表可知，目标股权每股价格为 4.42 元。

#### (5) 估值结果

根据上述各过程所得到的估值参数，以及截至估值基准日，北京首钢股份有限公司持有的北京汽车股份有限公司内资股股数为

1,028,748,707.00 股,可以得出北京首钢股份有限公司拟协议转让其持有的北京汽车股份有限公司 12.83% 内资股估值价值:

估值价格=每股价格\*北京首钢股份有限公司持有的北京汽车股份有限公司内资股股数。

$$\begin{aligned} &= 4.42 * 1,028,748,707.00 \\ &= 4,546,865,020.05 \quad \text{元} \\ &= 454,686.50 \quad \text{万元} \end{aligned}$$

## 六、估值结论

### (一) 估值结论

北京首钢股份有限公司持有的北京汽车股份有限公司 12.83% 内资股股权在估值基准日 2020 年 4 月 30 日账面值为 404,298.24 万元,经测算,采用可比上市公司法,北京首钢股份有限公司持有的北京汽车股份有限公司 12.83% 内资股股权在估值基准日 2020 年 4 月 30 日的市场价值为 454,686.50 万元,增值 50,388.26 万元,增值率 12.46%。

## 七、重要事项提示

1、本次估值选用的估值方法——上市公司比较法,属于相对估值理念的一种实践运用。相对估值反映的是在特定时间市场供求关系对估值对象的价值锚定。对于市场参与者而言,在每一个相对具体的时间,相对估值都是其交易决策相对有效的参考。但是,由于时间的不同,市场供求关系会发生变化,导致相对估值出现变动。因而,市场参与者也需要综合考虑供求关系随时间而可能发生的变化,合理利用相对估值作为其决策参考。

由于市场供求关系在不同时点的差异,估值倍数相应存在差异。提请报告使用者关注,未来可能发生的市场供求关系变化,可能会对未来

基准日的估值产生影响，进而可能会导致参考本报告估值结论的决策行为面临相应的风险。

2、被估值单位的普通股在香港联交所上市（股票代码：1958.HK），被估值单位的信息披露受到已签署的商业保密协议和香港联交所证券监管规定中相关要求的限制。本次估值采用的财务数据均为可查询的公开信息和被估值单位公开披露的财务数据，由于截止报告日，被估值单位尚未披露估值基准日的财务信息，本次估值采用的财务数据为被估值单位披露的2020年1季度财务数据。

提请报告使用者关注，若被估值单位估值基准日财务数据与2020年3月31日财务数据有较大变化，可能会对基准日的估值产生影响，进而可能会导致参考本报告估值结论的决策行为面临相应的风险。

3、本次报告仅对委托人北京首钢股份有限公司持有的北京汽车股份有限公司12.83%内资股股权价值进行估值，提请报告使用者注意。

4、估值人员执行资产估值业务的目的是对估值对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。估值结论不应当被认为是对其估值对象可实现价格的保证。

5、本报告估值结果可供参考的有效期为一年，即自估值基准日2020年4月30日至2021年4月29日。

(此页无正文)

中联资产评估集团有限公司

估值人员:

估值人员:

年 月 日

## 备查文件目录

- 1.中联资产评估集团有限公司企业法人营业执照(复印件)。