



中性

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
华域汽车	600741.SH	23.32	买入
中鼎股份	000887.SZ	14.07	买入

资料来源：万得，中银证券

以2018年8月1日当地货币收市价为标准

大众 MEB 平台即将来袭， 中国零部件迎历史新机遇

大众 MEB 平台深度报告

大众集团开启“Roadmap E”战略，计划推出主要为纯电动打造并兼顾插混的 MEB 平台，到 2025 年全球推出共计超过 80 款全新的电动车型，年产量将达 300 万辆，其中中国产量将达 150 万辆，一汽大众、上汽大众、江淮大众将共同发力拉动中国市场。大众集团开启招标程序，用于 MEB 平台量产车项目订单总额将超过 500 亿欧元，巨额订单为中国零部件企业打开了广阔的市场，重点推荐华域汽车、中鼎股份，建议关注宁德时代及其产业链。

支撑评级的要点

- 大众集团将推 MEB 纯电平台，电动化进程大幅加速。大众集团由于“柴油门”产生的各项损失近 240 亿欧元，面临着巨大的财务负担和技术性课题。2017 年 9 月，大众集团正式提出“Roadmap E”战略，到 2025 年将推出共计超过 80 款全新的电动车型，年产量将达 300 万辆，到 2030 年集团旗下 300 余款车型均将推出至少一款电动版本，是目前新能源规划车型数量与计划销量最多的车企，向新能源的转型最为坚决。为进一步缩短汽车的开发、生产和上市周期，提高研发效率并降低制造成本，大众将从 2020 年起，推出主要为纯电动打造，兼顾插混的 MEB 平台，大众的电动化进程将大幅提速，大众有望率先推出多款高性价比的新能源车型，抢占市场。大众是全球汽车销量最大的汽车集团，车型性价比较高，有着强大的粉丝基础，将力保大众集团顺利实现 2025 年全球 300 万辆新能源汽车的销量目标。
- 一汽大众、上汽大众、江淮大众齐发力新能源，三驾马车拉动中国市场。中国是大众全球最大的市场，根据大众集团规划，2020 年将生产 40 万辆新能源汽车，2025 年将推出近 40 款本土化新能源汽车，产量提升至 150 万辆。为实现该目标，MEB 平台将会在 2020 年实现国产化，一汽大众与上汽大众将相继引入，I.D. 系列将是在 MEB 平台生产的首款车型。江淮大众前期则着重于经济型 SUV，每年会推出一款纯电动车型，全新品牌思皓首款车型 E20X 定位纯电动 A0 级 SUV，预计 2018 年第三季度上市。
- MEB 平台开启全球采购，产业链公司将迎来爆发期。为有效推进“Roadmap E”战略，大众集团开启招标程序，用于 MEB 平台量产车项目订单总额将超过 500 亿欧元。作为全球新能源第一产销大国，中国能够绕开核心部件被外国企业掌控的壁垒，与国际巨头在同一起跑线上竞争，关键零部件格局或将重塑，大众巨额的订单为中国零部件企业打开了广阔的市场，目前宁德时代、华域麦格纳、奥特佳、三花智控、富奥股份等多家优质零部件企业已获得 MEB 平台订单。推荐华域汽车、中鼎股份，建议关注宁德时代及其产业链。

评级面临的主要风险

- 1) 大众集团战略发生重大变化；2) 车型推广速度与新能源汽车销量不及预期；3) 产业政策与市场发生重大变化。

重点推荐

- 华域汽车：业绩稳定增长，新能源前瞻布局大有可为。公司是国内汽车零部件行业龙头企业，主要客户为上汽集团，上汽合资自主新品周期延续，2018 年公司业绩增长确定性高。华域麦格纳获得上汽大众、一汽大众 MEB 平台电驱动系统总成定点意向书，预计于 2020 年投产，华域电动将为其提供全部驱动电机部件的配套供货，华域三电电动压缩机已批量供货 5.5 万台，新能源领域布局完善，发展前景看好，公司推行“零级化、国际化、中性化”初见成效。公司当前估值水平仅约 2018 年 10 倍市盈率，业绩增长确定性高。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 2.32 元、2.56 元和 2.82 元，维持买入评级，持续推荐。
- 中鼎股份：非轮胎橡胶件王者，新能源领域进展迅速。公司是国内非轮胎橡胶行业龙头，公司先后收购德国 KACO、WEGU、AMK、TFH 公司，在密封系统、降噪减振底盘系统、冷却系统和空气悬挂及电机系统四大领域确定了行业领先地位，并将先进技术工艺引入国内生产，国产化带来巨大成长空间，力争打造全球非轮胎橡胶领域龙头。TFH 获得奥迪 Q6 (首款电动 SUV) 项目定点书，供应新能源汽车电池冷却系统，未来有望取得 MEB 平台的供应资格。2018 年公司获得宁德时代多个项目新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品批量供应资格，宁德时代已经成为 MEB 电动车平台的动力电池供应商，公司有望成为 MEB 平台电池包减振产品供应商。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.12 元、1.34 元和 1.54 元，维持买入评级，持续推荐。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

目录

大众集团将推 MEB 纯电平台，电动化进程大幅加速	5
大众开启 ROADMAP E 战略，将推 MEB 纯电平台	5
油耗及排放法规加严，新能源与燃油车成本此消彼长	6
新能源汽车时代到来，大众电动化转型最为坚决	8
大众消费者基础广泛，力保其新能源销量目标顺利实现	10
大众集团新能源战略开启，2025 年产量将达 300 万辆	13
全球产品规划	13
全球产能规划	16
一汽大众、上汽大众、江淮大众三驾马车拉动中国市场	18
MEB 平台为中国零部件产业带来历史新机遇	22
宁德时代	23
华域汽车	25
中鼎股份	26
松芝股份	28
奥特佳	28
得润电子	30
均胜电子	31
三花智控	32
银轮股份	34
富奥股份	34
重点推荐	35
投资评级	35
风险提示	36

图表目录

图表 1. 大众集团 Roadmap E 战略.....	5
图表 2. 大众集团模块化平台.....	6
图表 3. 大众集团 MEB 平台示意图.....	6
图表 4. 中国和欧盟对汽油乘用车油耗和碳排放要求对比.....	7
图表 5. 内燃机技术和生产新能源汽车技术成本比较图.....	7
图表 6. 大众在华公司油耗和新能源积分情况.....	8
图表 7. 国内外主要车企新能源汽车规划.....	9
图表 8. 2017 年大众集团夺得全球汽车销量榜首.....	10
图表 9. 2017 年中国乘用车分厂商销量排名.....	10
图表 10. 2017 年欧洲新能源汽车销量排名（按车型）.....	11
图表 11. e-Golf 与其竞品相关指标对比.....	11
图表 12. e-Golf、高尔夫燃油版与其竞品相关指标对比.....	12
图表 13. 大众集团全球新能源车型规划.....	13
图表 14. 大众集团全球新能源规划产品图谱.....	14
图表 15. 大众集团 MEB 平台概念车参数.....	14
图表 16. I.D. 系列车系规划.....	15
图表 17. I.D. 概念车.....	15
图表 18. I.D. Buzz 概念车.....	15
图表 19. I.D. CROZZ II 概念车.....	15
图表 20. Roadmap E.....	16
图表 21. 大众新能源汽车全球工厂产能规划.....	17
图表 22. 大众在中国产品图谱.....	18
图表 23. 大众新能源汽车中国市场的销量规划.....	19
图表 24. I.D. CROZZ II 概念图.....	19
图表 25. 江淮大众思皓 E20X.....	20
图表 26. 大众新能源汽车国内规划.....	21
图表 27. 大众新能源汽车相关供应厂商.....	22
图表 28. 宁德时代动力电池系统产品.....	23
图表 29. 2017 年全球动力电池企业销量份额.....	23
图表 30. 大众新能源车为宁德时代贡献收入测算.....	24
图表 31. CATL/ATL 供应链.....	24
图表 32. 国内外主要专业电机、电控厂商.....	25
图表 33. 麦格纳电驱动系统.....	26

图表 34. 大众电驱动系统为华域麦格纳贡献收入测算	26
图表 35. 在线挤出成型一体化技术 creatube	27
图表 36. 中鼎股份新能源产品	27
图表 37. 松芝股份汽车空调部件	28
图表 38. 奥特佳压缩机产品	29
图表 39. 全球汽车空调压缩机销量（万台）	29
图表 40. 大众电动空调压缩机为奥特佳贡献收入测算	30
图表 41. 大众车载充电机业务为公司贡献收入测算	30
图表 42. 科世得润新能源汽车高压线束产品	31
图表 43. 大众高压线束业务为科世德润贡献收入测算	31
图表 44. 均胜电子 BMS 产品	32
图表 45. 大众 BMS 为均胜电子贡献收入测算	32
图表 46. 三花智控汽车热管理产品样品	33
图表 47. 三花汽零汽车热管理产品 2017 年销售情况	33
图表 48. 大众新能源热管理产品为三花汽零贡献收入测算	33
图表 49. 银轮股份热管理系统产品	34
图表 50. 大众 MEB 逆变器项目为合资公司贡献收入测算	34
图表 51. 重点推荐公司及盈利预测	35
附录图表 52: 报告中提及上市公司估值表	37
股价表现	38
投资摘要	38
损益表 (人民币 百万)	39
资产负债表 (人民币 百万)	39
现金流量表 (人民币 百万)	39
主要比率	39
股价表现	40
投资摘要	40
损益表 (人民币 百万)	41
资产负债表 (人民币 百万)	41
现金流量表 (人民币 百万)	41
主要比率	41

大众集团将推 MEB 纯电平台，电动化进程大幅加速

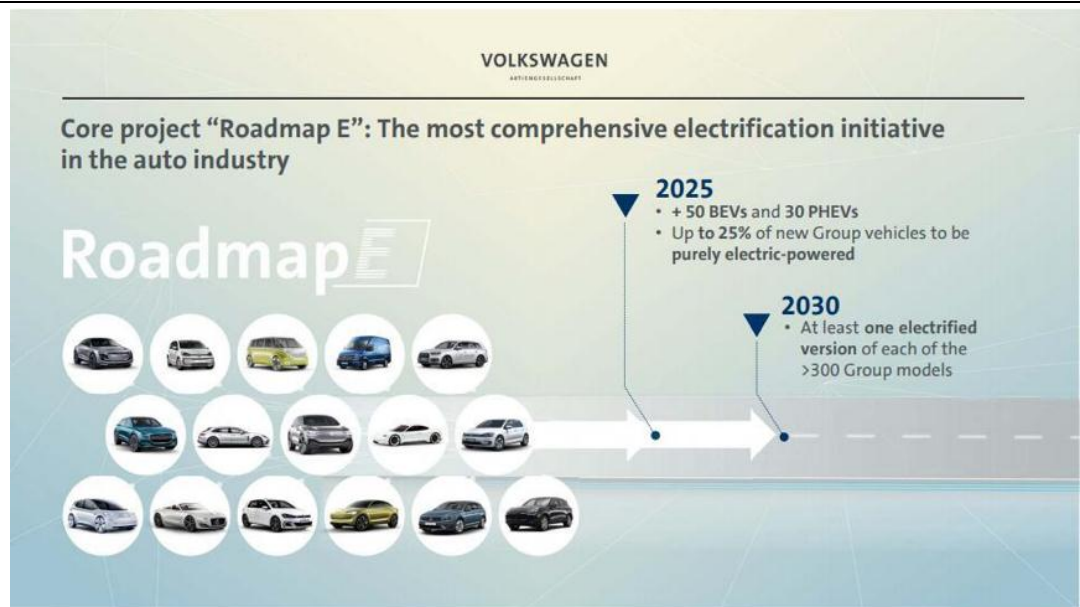
大众开启 Roadmap E 战略，将推 MEB 纯电平台

大众汽车集团（以下简称“大众集团”）于 2015 年 9 月与 11 月分别收到美国环保署针对 2.0L 柴油发动机（EA189、289 型）与 3.0L 发动机配套车的违法通知，由于使用违法发动机控制软件，使得排放大大超过标准。大众集团随即采取了召回、修改、回购等措施，涉及车辆达 1100 万辆，并承诺为研究更为环保的排放技术提供资金支持。同年大众集团在全球市场销售 993 万辆，同比下滑 2.7%（全球汽车增长 2%），实现营业收入 2,132.9 亿欧元，同比增长 5.4%，但“柴油门”事件导致 168.9 亿欧元的损失，2015 年集团营业亏损 40.7 亿欧元。目前大众集团由于造假柴油车做出的罚款、处罚和赔偿等各项损失已达近 240 亿欧元，面临着巨大的财务负担和技术性课题。

2016 年 6 月，大众集团发布“TOGETHER – Strategy 2025”战略（以下简称“2025 战略”），调整核心汽车业务，将电动化作为未来 10 年里最核心的战略基石之一，以期开发新竞争力，重振旗鼓。“2025 战略”提出将重点关注新能源汽车的研发，在未来十年将推出超过 30 款纯电车型（BEV）预期 2025 年其纯电动车的销量将在 200 万辆至 300 万辆之间，占总销量的 20%—25%，其中战略同时提出发展电池技术与自动驾驶技术成为集团新的竞争力；快速扩张新移动出行业务，从中获取数十亿欧元的收入；高效利用资源，到 2025 年营业利润率达到 7%至 8%，汽车业务部门的资本收益率超过 15%。

2017 年 9 月，大众集团正式提出“Roadmap E”战略，到 2025 年，大众电动车的年产销量将达 300 万辆，集团旗下各品牌将推出共计超过 80 款全新的电动车型，包括 50 款纯电车型及 30 款插电式混合动力车型。最迟至 2030 年，集团旗下覆盖全球各级别市场的 300 余款车型均将推出至少一款电动版本。“Roadmap E”战略是对“2025”战略中电动产品规划的延伸与升级，不仅将推动大众集团的电动化产品规划，还会大幅加速集团旗下车型阵容的电动化进程。

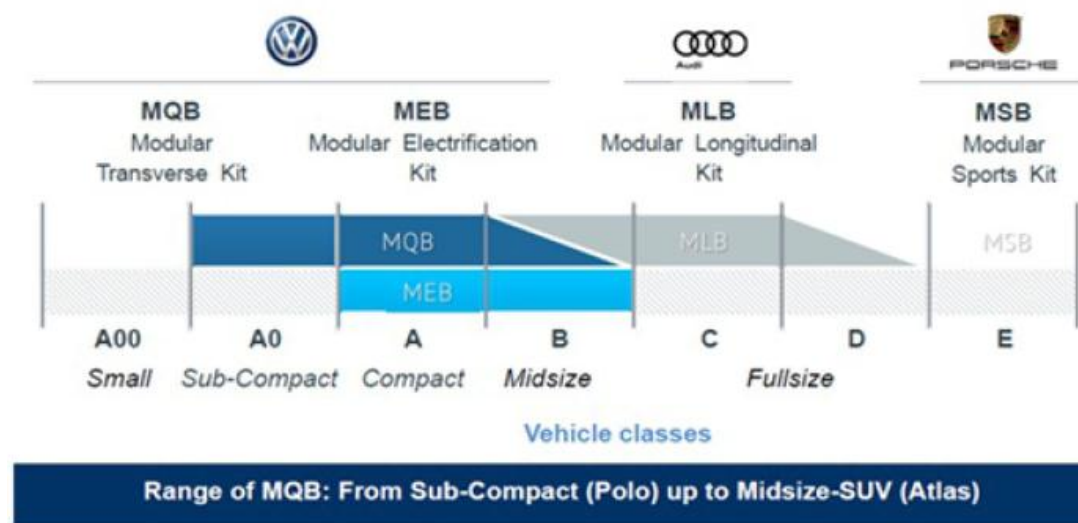
图表 1. 大众集团 Roadmap E 战略



资料来源：新能源汽车网，中银证券

“模块化”生产方式能够保持产品技术升级的便利性，进一步缩短汽车的开发、生产和上市周期，通用化的零部件和总成，也可以大大提高研发效率并降低制造成本。2012 年开始，大众集团就开始采用 MQB 平台（横置发动机模块化平台），覆盖了大众、奥迪、斯柯达以及西雅特等众多品牌，MQB 平台的通用性使大众集团节约了 20% 的生产制造成本。当前大众生产的新能源汽车主要使用 MQB 平台。但从 2020 年起，MEB 平台作为主要为纯电车型打造，并兼顾插电混动车型的平台，将成为新能源汽车的主要生产平台。根据大众集团规划，MEB 平台项目将满足未来中国和欧洲的油耗法规要求，MEB 平台生命周期 8 年，全球销量预计将达到 650 万台。

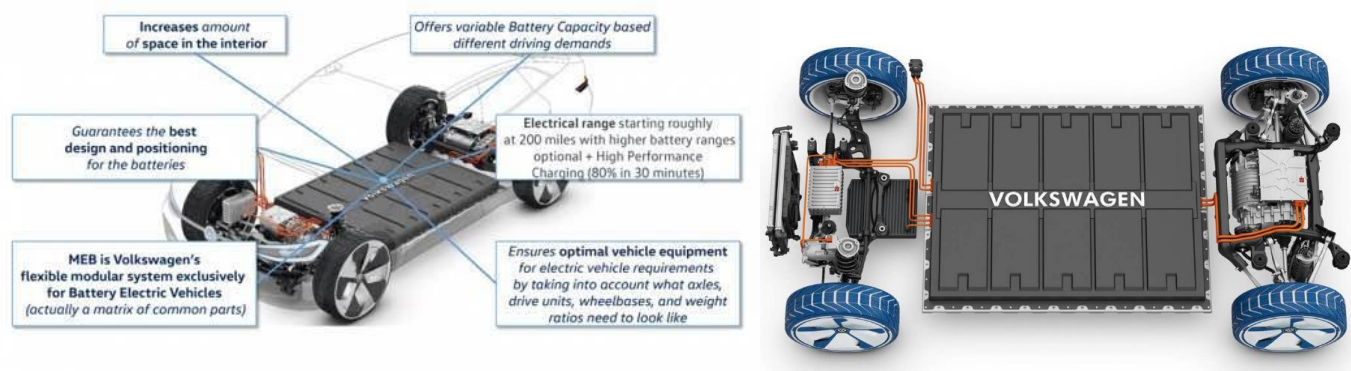
图表 2. 大众集团模块化平台



资料来源：新能源汽车网，中银证券

MEB 平台全称为“电动车模块化平台”，与 MQB 平台相同，都是基于大众模块化理念而来，具有极强的扩展性，可打造不同车身轴距，并根据不同电动车的需求调校出不同的续航里程。MEB 平台环绕电池而造，围绕电池组进行布局，电池组、电机等核心组件均设定固定的位置和模式。电池整体嵌入车底，车轴模块和传动系统模块相隔较远，使生产出的车辆具有较长的轴距和较短的前后悬，“四轮四角”的特征更为明显，纯电动车不需要用到内燃机，在空间上可以更好的利用，带来更大的驾驶舱空间和更高的坐姿。

图表 3. 大众集团 MEB 平台示意图



资料来源：CleanTechnica，中银证券

油耗及排放法规加严，新能源与燃油车成本此消彼长

2015 年欧洲的 CO2 排放标准是 130g/km，根据国际清洁交通委员会（ICCT）数据，2015 年大众、奥迪、斯柯达品牌的 CO2 排量为 119、127、115 g/km，且从往年大众单车平均排量来看，虽满足标准但领先标准的幅度并不大。欧盟将 2020 年 CO2 的排放标准定位 97.5g/km，并预计在 2025 年将进一步降低至大约 70.5-80.5g/km 的情况下，如何进一步降低排量来满足更加严格的排放标准是当下大众急需解决的问题。

大众集团在中国同样面临日益严格的油耗和碳排放要求。虽然国内当前排放标准与欧洲相比相对宽松，但 2015-2020 年期间年降幅超过了欧盟同期要求的水平。而且 2018 年之后国内油耗目标设计将逐年严格，2018、2019、2020 年要求同比降幅分别为 6.3%、8.3% 和 9.1%，至 2020 年目标水平为 5 L/100km 的油耗目标对大众来说是一个很大的挑战。

图表 4. 中国和欧盟对汽油乘用车油耗和碳排放要求对比

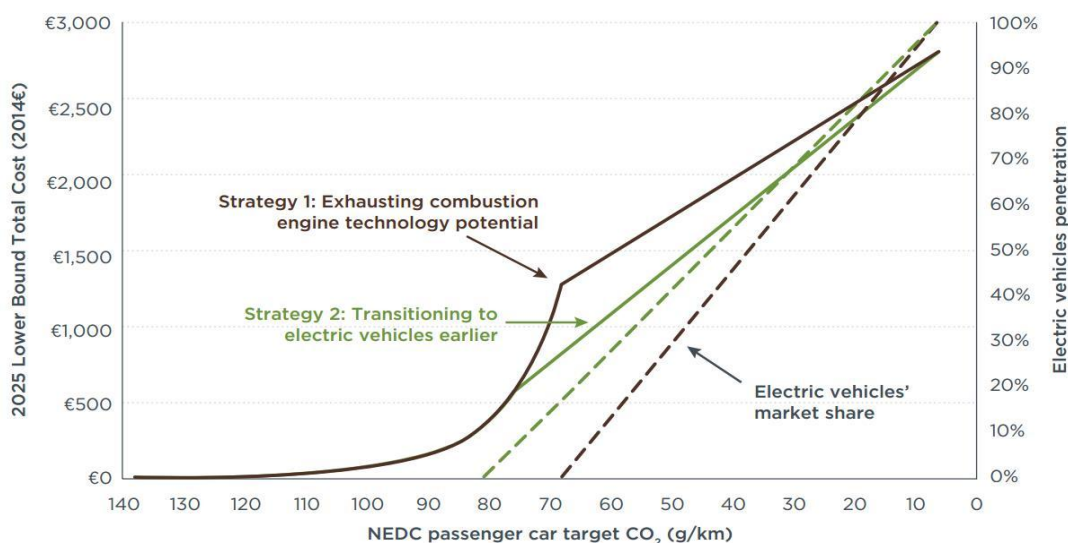
	2015		2020		2025		年降幅 -2020	年降幅 -2025
	原始	对应国标	原始	对应国标	原始	对应国标	(%)	(%)
欧盟	130g/km	5.6L/100km	97.5g/km	4.2L/100km	70.5-80.5g/km	3.0-3.4L/100km	5.4	4.2
中国	6.9 L/100km		5.0L/100km		-		5.5	-

资料来源：中银证券，国际清洁交通委员会（ICCT）工作报告

注：欧盟标准换算为国标时假设燃油种类为汽油

当前整车企业满足油耗标准的两大解决方案为提升内燃机技术和生产新能源汽车。根据国际清洁交通委员会（ICCT）测算，以欧洲的排放标准为例，通过一直提升燃油效率，降低排量至 70g/km 为止再开始新能源汽车生产的做法成本较高，并且由于进入新能源汽车市场较晚，获得的市场份额也相应较低。如果采用成本最低的方法，大约在每车平均排量降至 83g/km 时提前生产新能源汽车，成本将大大降低。以 2014 年欧 6 开始实行的标准排量为起点，降至 2025 年 70g/km 的排放标准，采用提前开始新能源汽车生产的方案，据测算成本约为每车 650 欧元（包括间接成本，不考虑税收因素），比提升内燃机技术的方案每车降低 350 欧元，届时市场渗透率将达到大约 17%。从经济因素考虑，提前开始生产新能源汽车是更优方案。

图表 5. 内燃机技术和生产新能源汽车技术成本比较图



资料来源：中银证券，国际清洁交通委员会（ICCT）

注：横轴表示综合工况下 CO2 排放标准，黑色实线表示采用提升内燃机效率的方法（简称“方法 1”）的成本，绿色实线表示采用提前生产新能源汽车方法（简称“方法 2”）的成本，黑色虚线表示采用方法 1 来满足 CO2 排放标准需达到新能源车市场渗透率，绿色虚线表示采用方法 2 来满足 CO2 排放标准需达到新能源车市场渗透率。

未来随着“三电”技术的不断成熟，以及零部件企业的大规模生产，新能源汽车的成本将逐渐降低，而燃油车为满足越来越严格的油耗及排放法规成本将逐渐提升，新能源汽车的成本会越来越接近于传统汽车的成本，新能源产品的竞争力将大大加强。

新能源汽车时代到来，大众电动化转型最为坚决

部分国家已经制订了停止生产销售传统能源汽车时间表，如荷兰表示 2025 年迈出禁售传统汽车、柴油车第一步，挪威表示最快将在 2025 年禁止销售新燃油车，德国联邦参议院通过 2030 年之后仅允许零排放汽车上路决议，英国与法国宣布 2040 年起禁止销售新的汽油和柴油汽车等，我国工信部也启动了相关研究。发展新能源汽车已经成为不可逆的大势，众多车企也从观望状态转向了深度布局的状态。国家不断加大基础设施建设与政策支持，也使得新能源汽车市场驱动的步伐越来越快。

我国《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（以下简称“双积分政策”）自 2018 年 4 月 1 日起施行，该政策对新能源汽车的产量也有了明确要求，推动车企在中国加大新能源汽车布局。当前大众在华销售包括上汽大众和一汽大众国产的车型以及通过大众汽车（中国）销售有限公司进口的相关车型。从 2017 年三家合资公司的平均燃料消耗积分来看，尚不存在负积分的情况。但双积分政策要求 2019 年的新能源汽车积分所占比例为 10%，2020 年为 12%，而上汽大众和一汽大众的新能源汽车积分占比几乎为 0，主要靠进口新能源车型获得新能源汽车积分。假设南北大众在 2018-2020 年产销量增速为 5%，生产每辆新能源汽车获得 3 个积分，不考虑油耗积分，则 2019 年、2020 年大众集团在中国新能源汽车的产量需为 15 万辆与 19 万辆。大众集团在中国发展新能源汽车迫在眉睫。

图表 6. 大众在华公司油耗和新能源积分情况

	2017 年产量 /进口量	2017 年达标值	2017 年实际值	平均燃料消耗积分	新能源汽车积分
上汽大众	2,051,973	6.53	6.42	225,717	0
一汽大众	1,984,152	6.62	6.31	615,087	328
大众汽车（中国） 销售有限公司	59,518	7.85	7.76	5,357	3,960

资料来源：中银证券，工信部

从全球各大车企的新能源战略规划来看，大部分车企将 2020 年或 2025 年定为新能源规划“关键年”。大众集团计划到 2025 年各品牌推出共计超过 80 款全新的电动车型，年销量达到 300 万辆，占公司总销量的 20%—25%，是新能源规划车型数量与计划销量最多的车企，向新能源的转型最为坚决。在导入产品形式上，前期采取进口形式投放新能源车型，而后逐渐引入国产，一汽大众、上汽大众、江淮大众在华三家合资企业将成为拉动中国市场销量的重要支撑。平台技术上前期主要基于现有的 MLB 与 MQB 模块化平台打造插混与纯电车型，之后将引入 MEB 平台着力打造纯电车型。模块化平台能够帮助大众缩短汽车的开发、生产和上市周期与降低制造成本，大众有望率先推出多款高性价比的新能源车型，抢占市场。

图表 7. 国内外主要车企新能源汽车规划

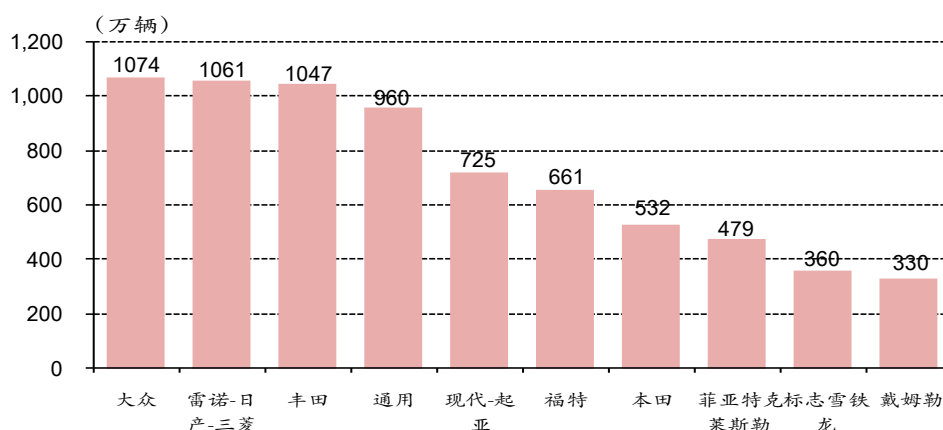
车企	2018 年	2020 年	2025 年	2030 年	车型规划
特斯拉		100 万辆 (中国 10 万辆)			
大众		40 万辆	300 万辆, 销量占 公司总销量的 20%—25% (中国 150 万辆)		到 2025 年各品牌将推出共计超过 80 款全新的电动 车型, 包括 50 款纯电动车型及 30 款插电式混合动 力车型
宝马			30-50 万辆, 销量占 公司总销量 15%-25%		2020 年所有车系具备电动选项
奔驰			45-75 万辆, 销量占 公司总销量 15%-25%		2025 年前 10 款, 推出 EQ 子品牌
沃尔沃			100 万辆		2019 年起所有新款车型都具备 EV 或 PHEV 版本
PSA		10 万辆			2020 年前, 推出 7 款 PHEV 和 4 款 EV (中国 5 款, 其中 2 款 EV)
福特		65-165 万辆, 销量 占公司总销量 10%-25%			2020 年 40% 车型提供电动版
通用		中国超过 10 万辆			2025 年几乎全部车型提供电动版
本田			销量占公司总销量 2/3		2020 年在中国混动车占比 50% 以上
丰田			电动车超总产量的 一半, 全球年销 550 万台, 其中纯电动及 燃料电池车超过 100 万		2020 年投放十多款电动汽车车型, 到 2025 年, 每 款丰田车型和豪华品牌雷克萨斯车型都将拥有电 动版本, 2050 年 HEV、PHEV 占总销量 70%, FCV、 EV 占 30%
现代-起亚		30 万辆, 销量占公 司总销量 10%			2020 年前 26 款新能源车型 (12 款 HEV、6 款 PHEV、 2 款 EV、2 款 FCV) 在中国推出 9 款车型
雷诺-日产		200 万辆			2017 年起五年内 12 款纯电动车型
比亚迪	20 万辆	60 万辆			
北汽新能源	15 万辆	50 万辆			
江淮		20 万辆			2020 年 iEV8 续航里程达 400km
奇瑞		20 万辆			2020 年实现全部车型电动化, 至 2022 年推出 22 款 新能源车型
吉利		70 万辆, PHEV 与 HEV 占比 65%、EV 占比 35%			2020 年 11 款以上新能源车型
上汽	10 万辆	60 万辆 (自主品牌 20 万辆)			2020 年 30 款以上新能源车型
广汽乘用车	1.5 万辆	20 万辆			2019 年起每年将至少推出 2 款纯电动车型
长安	8 万辆	35 万辆	116 万辆		到 2025 年, 累计推出 21 款纯电动产品、1 款混合 动力产品
江铃	4 万辆	10 万辆			2018 年将推出 9 款新能源车型, 并在 2019 年和 2020 年每年将推出两款新能源车型
众泰					2020 年 10 款新能源车型
一汽轿车		5 万辆			2020 年 19 款新能源产品
东风汽车		30 万辆			2020 年 6 款新能源车型

资料来源: 搜狐汽车, 网易汽车, 各公司公告, 中银证券

大众消费者基础广泛，力保其新能源销量目标顺利实现

大众集团在全球与中国都有着广泛的粉丝基础。大众集团 2017 年的销量达到 1074 万辆，荣登全球汽车集团销量榜首。根据 F2M 网站全球数据库发布的全球汽车销量排行榜来看，2017 年销量前十名车型大众入选三款，分别为高尔夫、途观、Polo，销量达 231.2 万辆，前一百名车型中大众入选 12 款，销量达 571.7 万辆，入选车型数与销量均居榜首。

图表 8.2017 年大众集团夺得全球汽车销量榜首



资料来源：各汽车集团公告、搜狐汽车、中银证券

大众集团在华的两家合资企业一汽大众和上汽大众也对中国汽车市场影响深远，两家厂商持续保持在乘用车销量排行榜前三的位置，2017 年一汽大众与上汽大众合计销售乘用车 402.0 万辆，占据中国市场 16.2% 的市场份额，在车型排行榜中，2017 年销量前十名车型大众入选三款，分别为朗逸、速腾、途观，销量达 112.3 万辆。

图表 9.2017 年中国乘用车分厂商销量排名

排名	厂商	销量(万辆)	市占率 (%)
1	上汽大众	206.3	8.3
2	上汽通用	199.9	8.1
3	一汽大众	195.7	7.9
4	上汽通用五菱	166.3	6.7
5	吉利汽车	127.1	5.1
6	东风日产	124.0	5.0
7	长安汽车	112.8	4.6
8	长城汽车	107.0	4.3
9	长安福特	82.8	3.3
10	北京现代	78.5	3.2
总计		1,400.4	56.6

资料来源：中汽协，中银证券

早在 2013 年，大众集团就推出了大众品牌的第一款新能源汽车 e-up!，保时捷品牌下的 Panamera 也在同年发售，但过去几年大众集团的新能源车型款数较少且主要集中于欧洲地区。从 2017 年欧洲新能源汽车车型销量排名来看，前 15 位的车型中大众集团有 4 款车型入围，是所有整车企业中最多的。与雷诺等品牌主推一款车型相比，其布局更为完善，入围车型中涵盖了纯电动和插电混动两大动力类型，实现了从紧凑型到中型的覆盖。

图表 10. 2017 年欧洲新能源汽车销量排名（按车型）

销量排名	车型	动力类型	2017 年销量
1	雷诺 Zoe	纯电动	31,410
2	宝马 i3	纯电动	20,855
3	三菱 Outlander PHEV	插电混动	19,189
4	日产 Leaf	纯电动	17,454
5	特斯拉 Model S	纯电动	15,553
6	大众 Passat GTE	插电混动	13,599
7	大众 e-Golf	纯电动	12,895
8	特斯拉 Model X	纯电动	12,630
9	梅赛德斯奔驰 GLC350e	插电混动	11,249
10	宝马 225xe	插电混动	10,805
11	宝马 330e	插电混动	10,117
12	大众 Golf GTE	插电混动	9,267
13	奥迪 A3 e-Tron	插电混动	8,356
14	沃尔沃 XC90 T8	插电混动	7,847
15	梅赛德斯奔驰 C350e	插电混动	6,861

资料来源：中银证券，Ev-sales

以大众集团最具代表性的新能源车型 e-Golf 为例，e-Golf 定位两厢轿车，与日产 Leaf 和现代 Ioniq 相比，尺寸较两者略小，但续航里程上更具优势。未来 e-Golf 在 MEB 平台生产后将进一步提高续航里程，有望达到 420km。大众集团在新能源领域布局较早，具备一定的技术优势，且品牌竞争力突出，车型国产化后售价也有望大幅降低，销量增加规模效应也使其成本优势凸显，预计国产化补贴后售价将略高于自主品牌，优势仍较为明显。

图表 11. e-Golf 与其竞品相关指标对比

品牌车型	比亚迪 e5 2018 款	荣威 Ei5 2018 款	北汽新能源 EU260	e-Golf 2017 款	日产 Leaf 2018 款	现代 Ioniq 2017 款
级别	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型
尺寸 (mm)	4680×1765×1500	4544×1818×1532	4602×1794×1515	4270×1790×1450	4480×1790×1560	4470×1821×1450
轴距 (mm)	2660	2665	2650	2631	2700	2700
电池容量 (kWh)	43	35	42	36	40	28
最高车速 (km/h)	130	145	155	150	143	165
最大续航里程 (km)	305	301	260	300	250	280
电动机总功率 (kw)	160	85	100	100	110	88
最大扭矩 (N.m)	310	255	260	290	320	295
补贴前价格 (万元)	22.065-23.065	21.38-22.38	20.59-21.59	30495 美元	32490 美元	30035 美元
补贴后价格 (万元)	12.99-13.99	13.38-14.38	13.99-14.99			

资料来源：中银证券，Autoguide、易车网

注：e-golf 2017 款、日产 Leaf 2018 款、现代 Ioniq 2017 款三款车型采用在美国的售价。

燃油版高尔夫与其相关竞品相比，除了尺寸稍有逊色外，在动力和油耗方面均具备较大优势。e-Golf 在 2019 年实现国内量产，在价格上将更具竞争力，使用成本更低，预计未来能较好地替代燃油版。

图表 12. e-Golf、高尔夫燃油版与其竞品相关指标对比

品牌车型	e-Golf 2017 款	Golf 2018 款	威朗 2018 款两厢	骐达 2016 款	福克斯 2018 款两厢
级别	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型	紧凑型
尺寸 (mm)	4270×1790×1450	4259×1799×1452	4370×1809×1461	4393×1766×1524	4368×1823×1483
轴距 (mm)	2631	2631	2662	2700	2648
NEDC 油耗 (L/100km)	-	5.4	6.3	5.6	5.0
最高车速 (km/h)	150	205	180	180	192
百公里加速时间 (s)	9.6	9.1	13	12	-
最大功率 (电动机总功率) (kw)	100	96	87	93	92
最大扭矩 (N.m)	290	225	146	154	170
价格 (万元)	30495 美元	12.19-23.99	13.59-14.59	9.99-13.49	13.59-14.59

资料来源：中银证券，Marklines

注：所有车型相关指标均选取中档配置版本

大众的车型性价比较高，有着很强的市场竞争力，消费者对大众的品牌认同度普遍较强，有着强大的粉丝基础，不论在传统燃油车领域与新能源汽车领域优势均较为明显，将力保大众集团顺利实现 2025 年全球 300 万辆新能源汽车的销量目标。

大众集团新能源战略开启，2025 年产量将达 300 万辆

全球产品规划

目前，大众集团已经发售了十三款新能源车型，包括大众品牌 5 款，奥迪品牌 5 款，保时捷品牌 3 款。根据全球新能源汽车网数据统计，从 2013 年至今，大众集团共向全球销售了约 14 万台新能源汽车。其中大众品牌新能源车销量达 8.5 万台，占大众集团新能源总销量的 61%。根据大众集团的规划，到 2025 年，旗下大众品牌、奥迪、保时捷、斯柯达和西雅特等 12 大品牌的电动车产量将达 300 万辆。

图表 13. 大众集团全球新能源车型规划

品牌	种类	车名	开发状况	发售	备注
大众品牌	PHV	XL3	开发阶段	2018 年	跑车的 PHV
	PHV	辉昂 (Phideon) GTE	开发阶段		中级三厢车的 PHV
	PHV	T-Prime Concept GTE	开发阶段		全尺寸跨界 SUV 的概念车
	PHV	Cross Coupe GTE	开发阶段		中型跨界 SUV 的概念车
	PHV	高尔夫 (Golf) GTE Sport	开发阶段		双座运动轿跑的 PHV 概念车
	PHV	Sport Coupe Concept GTE	开发阶段		4 座紧凑型轿跑的 PHV 概念车
	PHV	途观 (Tigan) GTE concept	开发阶段		紧凑型跨界的 PHV 概念车
	PHV	XL Sport Concept	开发阶段		双座跑车的 PHV 概念车
	EV	I.D. BUZZ Concept	开发阶段	2022 年	小型客车的 EV
	EV	I.D. Crozz II	开发阶段	2020 年	紧凑型跨界的 EV 概念车
	EV	e-Delivery	开发阶段	2020 年	中型卡车的 EV
	EV	BUDD-e	开发阶段		MPV 的 EV 概念车
	EV	e-Crafter	开发阶段		大型厢型车的 EV
	EV	I.D. Vizzion concept	开发阶段		全尺寸三厢车的 EV 概念车
	PHV	帕萨特 (Passat) GTE	已发售	2015 年	中级三厢/旅行车的 PHV
	PHV	高尔夫 (Golf) GTE	已发售	2014 年	紧凑型三厢车的 PHV
	PHV	XL1	已发售	2014 年	双座跑车的 PHV 概念车
上汽大众	EV	e-高尔夫 (Golf)	已发售	2014 年	紧凑型两厢车的 EV 2020 年停售
	EV	e-up!	已发售	2013 年	次紧凑型两厢车的 EV
	EV	E-Lavida	开发阶段	2019 年	紧凑型三厢车的 EV
	HV	A7 Sportback	已发售	2018 年	中型三厢车的 HV
	HV	A8/A8L	已发售	2017 年	全尺寸三厢车的 HV
	PHV	A6L e-tron	已发售	2017 年	中级三厢车的 HV
	PHV	Q7 e-tron quattro	已发售	2016 年	7 座全尺寸跨界 SUV 的 PHV
	PHV	A3 Sportback e-tron	已发售	2014 年	紧凑型两厢车的 PHV
	HV	A6	开发阶段	2018 年	中型三厢车的 HV
	HV	Q8 sport concept	开发阶段		全尺寸跨界 SUV 的 HV 概念车
	PHV	A8L e-tron	开发阶段	2019 年	全尺寸三厢车的 PHV
	PHV	Q6 e-tron	开发阶段	2018 年	中型跨界 SUV 的 PHV
	PHV	Allroad Shooting Brake	开发阶段		紧凑型跨界的 PHV 概念车
奥迪品牌	PHV	Prologue Allroad	开发阶段		全尺寸跨界 PHV 的概念车
	PHV	TT Offroad Concept	开发阶段		紧凑型跨界的 PHV 概念车
	EV	e-tron quattro concept	开发阶段	2019 年	全尺寸跨界 SUV 的 EV 概念车
	EV	e-tron Sportback concept	开发阶段	2019 年	全尺寸三厢车的概念车 EV
	EV	Urban Concept/Urban Concept Spyder	开发阶段		双座运动轿跑的 EV 概念车
	EV	Aicon	开发阶段		中级三厢车的 HV
	FCV	h-tron quattro concept	开发阶段	2018 年	中型跨界 SUV 的 FCV 概念车
	FCV	A7 Sportback h-tron quattro concept	开发阶段		全尺寸三厢车的概念车 FC-PHV
	PHV	Panamera 4/Turbo S E-Hybrid Sport Turismo	已发售	2017 年	全尺寸三厢车的 PHV
	PHV	Cayenne S E-Hybrid	已发售	2014 年	中型跨界 SUV 的 PHV
保时捷	PHV	Panamera S E-Hybrid	已发售	2013 年	全尺寸三厢车的 PHV 2017 年停售
	PHV	911 PHV	开发阶段	2020 年	跑车的 PHV
	EV	Mission E	开发阶段	2020 年	4 座跑车的 EV 概念车
	PHV	Vision S concept	开发阶段	2019 年	紧凑型跨界 SUV 的 PHV 概念车
斯柯达	EV	Vision E concept	开发阶段	2020 年	紧凑型跨界 SUV 的 EV
西雅特	PHV	Leon Verde	开发阶段		紧凑型两厢车的 PHV 概念车
宾利	HV	Continental GT Hybrid	开发阶段	2018 年	4 座运动轿跑的 HV
宾利	PHV	Bentayga Hybrid	开发阶段	2018 年	全尺寸跨界 SUV 的 PHV
兰博基尼	PHV	Asterion LPI910-4 Concept	开发阶段		超跑的 PHV

资料来源：中银证券，Marklines

图表 14. 大众集团全球新能源规划产品图谱

微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车	e-up! (EV)	奥迪 A3 Sportback e-tron (PHV)、e-高尔夫 (Golf) (EV)			
三厢轿车		高尔夫 (Golf) GTE (PHV)	辉昂 (Phideon) GTE I.D. Vizzion concept (EV)、奥迪 (PHV)、奥迪 A7 A8/A8L (HV)、奥迪 A8L e-tron Sportback (HV)、奥迪 (PHV)、奥迪 e-tron Sportback A6L e-tron (PHV)、奥迪 A6 (HV)、奥迪 Aicon (EV)	奥迪 Q7 e-tron quattro (PHV)、奥迪 e-tron quattro concept (EV)、奥迪 A7 Sportback h-tron quattro concept (FCV)	
SUV			奥迪 Q6 e-tron (PHV)、奥迪 h-tron quattro concept (FCV)	奥迪 Q7 e-tron quattro (PHV)、奥迪 e-tron quattro concept (EV)、奥迪 Q8 sport concept (HV)	
MPV	I.D. BUZZ Concept (EV)		BUDD-e (EV)	e-Crafter (EV)	
跨界车		途观 (Tigan) GTE concept (PHV)、I.D. Crozz II (EV)、奥迪 Allroad Shooting Brake (PHV)、奥迪 TT Offroad Concept (PHV)、Vision S concept (PHV)、Vision E concept (EV)	T-Prime Concept GTE (PHV)、Cross Coupe GTE (PHV)	奥迪 Prologue Allroad (PHV)	
轿跑跑车	XL1 (PHV)、奥迪 Urban Concept/Urban Concept Spyder (EV)	Sport Coupe Concept GTE (PHV)	高尔夫 (Golf) GTE Sport (PHV)、XL3 (PHV)、XL Sport Concept (PHV)		
旅行轿车			帕萨特 (Passat) GTE (PHV)		
卡车			e-Delivery (EV)		

资料来源：中银证券，Marklines

注：本表包含大众、奥迪、斯柯达品牌。

I.D.系列将作为在 MEB 平台上生产的首款车型。目前，I.D.系列已亮相了 4 款概念车，分别是 I.D.、I.D.BUZZ、I.D.CROZZ、I.D. Vizzion 概念车，其中 I.D.CROZZ 将成为 I.D 系列中首款在华投产的车型。I.D. 系列还会有两款车型 I.D.Lounge 和 I.D.AEROe，I.D Lounge 或有望是一款中型纯电动 SUV，I.D AEROe 则有望定位于一款中型轿车，在 2019 年到 2022 年陆续在北美市场和中国市场推出，并有望国产化。

图表 15. 大众集团 MEB 平台概念车参数

型号	I.D.	I.D.Buzz	I.D.Crozz II	I.D.Vizzion
车身型式	紧凑型两厢车	MPV	紧凑型 SUV	传统三厢车
车长 (mm)	4100	4941	4625	5110
车宽 (mm)	1800	1976	1891	/
车高 (mm)	1530	1963	1609	/
轴距 (mm)	2750	3300	2773	/
最大功率 (马力)	170	374	302	305
电池能量 (kWh)	/	111	83	111
最大续航里程 (km)	600	600	500	665

资料来源：网易汽车，搜狐汽车，中银证券

注：I.D.Crozz II 为 I.D.Crozz 二代概念车

大众 I.D.是大众汽车基于 MEB 新平台研发的首款紧凑型车，也是大众汽车高度创新的全新电动车产品序列中的首款车型，预计将于 2020 年上市。同时，I.D.还是大众汽车首款应用全自动驾驶功能的车型。I.D.的充电方式也很特别，电池可以通过充电电缆或车头的感应式充电接口充电。而使用感应式充电时，驾驶者只需将 I.D.停在充电板旁。并且在快速模式下，I.D.的电池只需 30 分钟即可充满 80% 的电量。

图表 16. I.D.系列车系规划



资料来源：中银证券，CleanTechnica

图表 17. I.D.概念车



资料来源：中银证券，CleanTechnica

大众 I.D.Buzz 是一款采用人机交互式设计的颇具动感的全能车型，采用电动四轮驱动，提供 225kW 的功率输出，最高时速达 180km/h，单次充电工况下可行驶 500km。与 I.D.一样，借助快充技术，其电池可在 30 分钟内充满 80% 的电量。I.D.Buzz 在设计的时候就考虑到了自动驾驶特性。在大众的标志下面，隐藏着没有辐条的方向盘和仪表盘。

I.D.CROZZ 定位于纯电动跨界 SUV 车型，并将于 2020 年正式量产，综合续航里程可达 500 公里，并且能在 15-30 分钟内快充达到 80% 的电量。二代概念车 I.D.Crozz II 内部有四个独立座椅，增添了语音控制功能，可以利用语音开启四个车门，装载多项科技配备，设计有方向盘回缩功能，全车没有传统实体按键，车载媒体、开关门窗等动作皆采用触摸屏来控制，传统仪表板也分别整合在方向盘与前挡玻璃上，营造一种类似 AR 虚拟实境的未来感。

图表 18. I.D. Buzz 概念车



资料来源：中银证券，CleanTechnica

图表 19. I.D. CROZZ II 概念车



资料来源：中银证券，CleanTechnica

全球产能规划

根据大众集团规划，目前仅在三个工厂生产电动车，之后将有 9 座新工厂在未来两年投产，到 2022 年年底，大众集团将在全球 16 个工厂生产电动车。其中北美 1 座，欧洲 10 座，中国 5 座工厂（长春、青岛、安亭、佛山、仪征，未计入江淮大众合肥工厂）。

图表 20. Roadmap E



资料来源：中银证券，大众集团公司官网

德国萨克森州的大众 Zwickau 汽车制造工厂将会成为大众第一个改造升级为支持 MEB 平台上电动汽车的工厂，e-Golf 将成为改造升级完成后生产的首款车型。Zwickau 工厂将于 2020 年拥有每天 1500 台电动车的生产能力，即年产量约 55 万辆。Zwickau 工厂改造完成后，wolfsburg 工厂和 Emden 工厂会紧随其后进行升级，升级完成后也会建立基于 MEB 平台设计制造的电动汽车生产线。I.D. BUZZ Concept 则将在德国 hanover 工厂生产。

大众将于 2020 年在美国田纳西州的 Chattanooga 汽车制造工厂生产基于 MEB 平台的 I.D. 系列，并且在美国上市的第一款 MEB 平台制造的车型将会是一辆 SUV。同时该工厂还会生产长续航版高尔夫（longer-range e-Golf）。大众在将来还会花 33 亿美元在美国扩大产能，其中一部分将用来生产新能源汽车。

图表 21. 大众新能源汽车全球工厂产能规划

工厂名称	产能	生产车型
德国 Zwickau 工厂	55 万	e-golf
德国 hanover 工厂	20 万	I.D. BUZZ Concept
德国 Emden 工厂	25 万	帕萨特 (Passat) GTE
德国 wolfsburg 工厂	114 万	高尔夫 (Golf) GTE、途观 (Tigan) GTE concept、e-高尔夫 (Golf)
德国 Osnabruck 工厂	10 万	XL1
德国 dresden 工厂	2 万	e-高尔夫 (Golf)
德国 Neckarsulm 工厂	30 万	A7 Sportback、A8/A8L、A6L e-tron、A6
德国 ingolstadt 工厂	60 万	A3 Sportback e-tron
德国 leipzig 工厂	15 万	Panamera 4/Turbo S E-Hybrid Sport Turismo、Cayenne S E-Hybrid、Panamera S E-Hybrid
德国 stuttgart-zuffenhausen 工厂	6 万	Mission E
波兰 Wrzesnia 工厂	10 万	e-Crafter
斯洛伐克 Bratislava 工厂	40 万	e-up! 、Q7 e-tron quattro
比利时 Brussels 工厂	15 万	e-tron quattro concept、e-tron Sportback concept
英国 crewe 工厂	1.1 万	Bentayga Hybrid
美国田纳西州 Chattanooga 工厂	18 万 (计划 20 万)	Cross Coupe GTE、途观 (Tigan) GTE concept、I.D.系列、longer-range e-Golf

资料来源：中银证券，Marklines

注：产能包含燃油车，中国产能规划详见图表 26。

一汽大众、上汽大众、江淮大众三驾马车拉动中国市场

根据大众集团财报，2017 年大众集团在全球共交付车辆 1074 万辆，同比增长 4.3%，其中中国的两家合资企业——上汽大众和一汽大众创纪录地向中国内地及中国香港地区客户共交付汽车 418 万辆同比增长 5.1%。2017 年大众集团营业利润达到了 170.41 亿欧元，中国的合资企业营业利润达到 47.5 亿欧元，且采购的零部件也为大众集团贡献了丰厚的利润，中国无疑成为大众全球最大的市场。大众现在的主要产品集中于传统的燃油汽车，为了满足中国市场的燃油汽车油耗标准与双积分政策，且谋求更高的销量增长率与赚取更多的利润，大众也需要在现有产品体系的基础上，加快新能源汽车的发展。

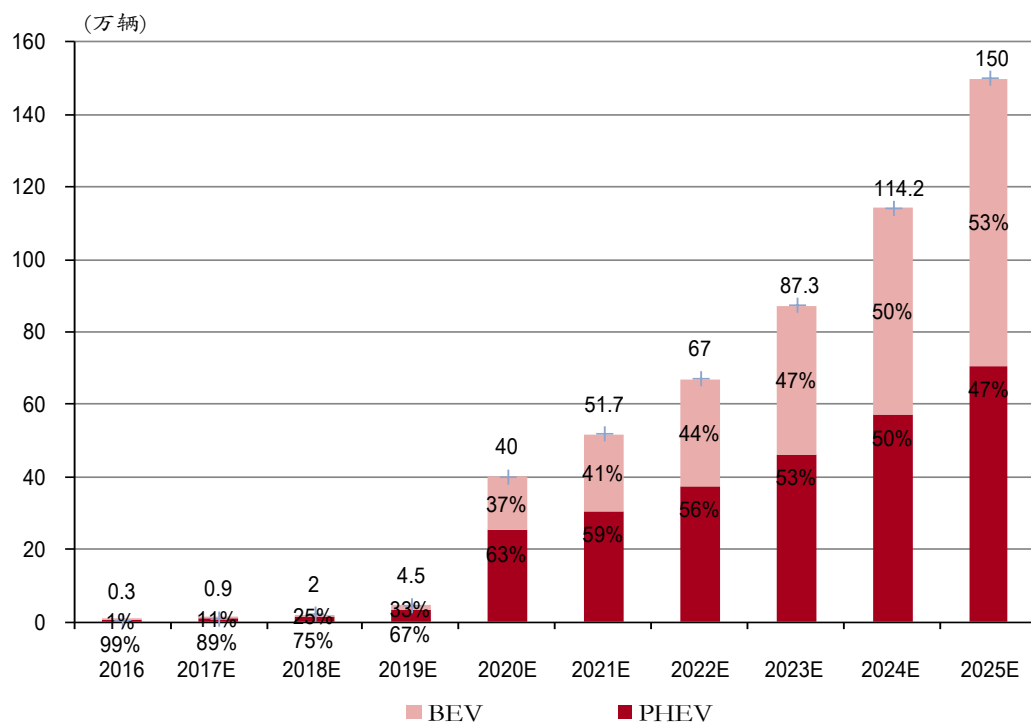
图表 22. 大众在中国产品图谱

	微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车	Up! (进口)	Polo	朗行			
	Cross Up! (进口)	Cross Polo	Cross Santana			
	Electric Up! (进口)	Polo GTI	朗境			
			桑塔纳-浩纳			
			高尔夫			
			蔚领			
			高尔夫 GTI			
			甲壳虫 (进口)			
			高尔夫 R (进口)			
			Golf GTE (进口)			
三厢轿车			Sportsvan (进口)			
			朗逸	帕萨特	辉昂	
			凌渡	CC		
			桑塔纳-尚纳	迈腾		
			宝来			
			捷达			
SUV			速腾			
			速腾 GLI			
MPV			途观	途观 L	途昂	
			Tiguan (进口)		途锐 (进口)	
敞篷轿车			途安	夏朗 (进口)	迈特威 (进口)	
					凯路威 (进口)	
轿跑跑车			甲壳虫敞篷 (进口)			
			尚酷 (进口)			
旅行轿车			尚酷 R (进口)			
			高尔夫嘉旅	蔚揽 (进口)		
			高尔夫 R 旅行版 (进口)			
			高尔夫旅行 (进口)			

资料来源：中银证券，搜狐汽车

2017 年 11 月，大众集团发布了中国市场的新能源产品规划，规划是“2025 战略”和“Roadmap E”在中国市场的具体体现。计划到 2020 年，生产 40 万辆新能源汽车，五年后提升至 150 万辆。到 2025 年，大众中国将推出近 40 款本土化新能源汽车。

图表 23. 大众新能源汽车中国市场的销量规划



资料来源：汽车海外并购，中银证券

大众集团中国新能源汽车产品将基于以下几个平台实现：在 MQB 平台上推出纯电(e-Golf)和插电产品(途观 L PHEV)，在 MLB 平台推出插电式混合动力产品(奥迪 A6 e-tron PHEV 和辉昂 PHEV)；在 MEB 平台上推出纯电产品(I.D 和续航 500 公里以上的纯电动车)，与江淮合作平价纯电动汽车。为实现 2025 年销售 150 万辆销售目标，大众集团除了加大进口和借助一汽大众、上汽大众合资公司以外，借助江淮汽车的产能和开发平台也是必然选择。

根据大众集团规划，2016 年-2020 年，部分插电式混动车型在中国本地化生产。2020 年前后，大众将国产多款纯电动汽车产品，MEB 平台也将会在 2020 年实现国产化。2020-2022 年 8 款 MEB 平台车型进行本土化生产，现已规划了 4 款车型，分别是 I.D. 两厢车、跨界 SUV (I.D. CROZZ)、革新的大型 SUV (I.D. Lounge，定位中型) 和充满未来感的轿车 (I.D. AEROe，定位中型)，同时还有 3 款进口的 MEB 平台新车引入。首款实现国产或为 I.D. CROZZ II 的量产版车型。

图表 24. I.D. CROZZ II 概念图



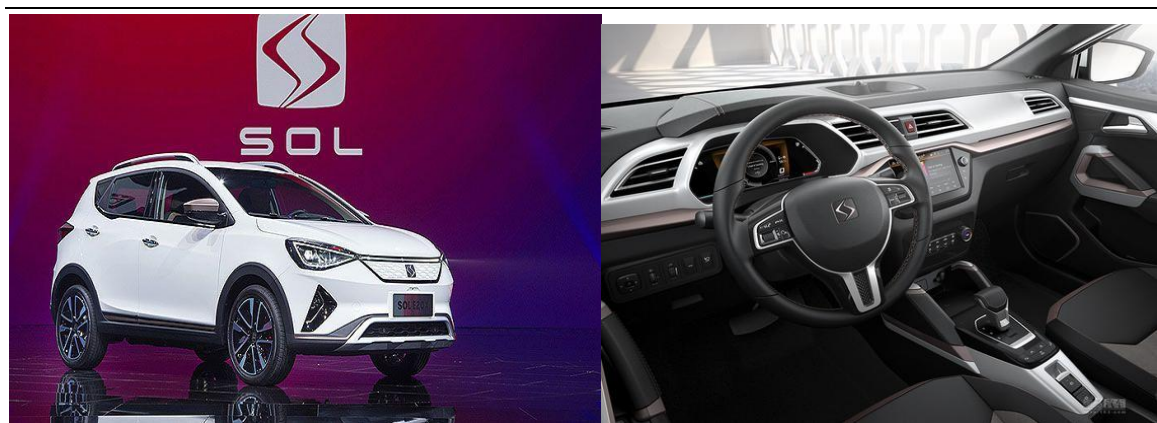
资料来源：中银证券，汽车之家

根据一汽大众规划，将在 2019 年推出三款大众品牌的新能源车型，包含 Bora BEV、e-Golf，以及迈腾 PHEV。奥迪品牌方面，2018 年到 2020 年将引入 7 款新能源车型，包括 A8（PHEV）、Q2（BEV）、Q4（PHEV）、Q5（PHEV）、e-tron sportback（BEV）、一款纯电动小型 SUV 与奥迪首款国产纯电动 SUV C-BEV，该车续航里程超过 500 公里。一汽大众佛山工厂将逐步改造成 MEB 平台车辆生产工厂，并在中期发展阶段逐渐过渡到完全生产电动汽车。

上汽大众将在 2018 年下半年推出首款新能源汽车途观 L PHEV，2019 年将推出辉昂 GTE PHEV 以及朗逸 BEV。根据易车网报道，大众中国也将在上海安亭投资建设一座新电动汽车生产工厂。引入大众最新开发的 MEB 纯电动车平台，预计投产时间为 2020 年。新工厂建成后，先会投产 2 款 I.D. 电动 SUV，在 2021 年开始相继上市。

江淮大众将主要聚焦于新能源汽车，投资总额为 60 亿元，将设立一个全新品牌，全新新能源汽车工厂于 2017 年 6 月开始建设，投建地址位于安徽合肥，目标是年产量 36 万辆规模产能。根据大众集团规划，江淮大众短期内所生产的车型更多的是基于现有车型进行开发、设计和制造，未来双方将会共同开发车型，产品主要集中在 SUV 领域，2018 年-2023 年，江淮大众每年都会推出一款纯电车型，SUV 将覆盖 A0 级、A 级和 A+ 级等细分市场。江淮大众在 2018 年北京车展发布全新品牌——SOL（思皓），其首款车型 E20X 亮相。E20X 定位纯电动 A0 级 SUV 车型，综合工况续航里程超过 300 公里，预计将在 2018 年第三季度上市。

图表 25. 江淮大众思皓 E20X



资料来源：中银证券，网易汽车

根据大众集团规划，到 2022 年长春、青岛、安亭、佛山、仪征将各有一处新能源工厂。上汽大众与江淮大众 2018-2020 年的新能源产品主要在现有工厂中生产，江淮大众的新能源工厂则位于安徽合肥，于 2017 年 6 月开始建设，预计将在 2018 年底建成投产。

图表 26. 大众新能源汽车国内规划

	工厂名称	产能	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	备注
上汽大众	上海安亭工厂	98 万	途观 L PHEV	朗逸 BEV、辉昂 GTE PHEV		I.D. CROZZ II、I.D Lounge	
	江苏南京工厂	30 万					
	江苏仪征工厂	30 万					
	浙江宁波工厂	60 万					-
	新疆乌鲁木齐工厂	5 万					
	湖南长沙工厂	30 万					
一汽大众	吉林长春工厂	100 万		迈腾 PHEV			
	吉林长春 Q 工厂	30 万			C-BEV、奥迪 Q2 (BEV)、奥迪 Q4 (PHEV)、奥迪 Q5 (PHEV)		到 2020 年，旗下大众和奥迪两个品牌将在华投放超过 10 款新能源产品到中国市场
	四川成都工厂	60 万					
	广东佛山工厂	60 万		e-Golf			
	山东青岛工厂	30 万		Bora BEV			
	天津工厂	30 万					
江淮大众	安徽合肥工厂	10 万 (远期规划 36 万)	思皓 E20X	BEV	BEV	BEV	

资料来源: Marklines, 中银证券

注: 产能包含燃油车。

MEB 平台为中国零部件产业带来历史新机遇

为有效推进 Roadmap E 战略，确保能够拥有足够的产能满足巨大的行业需求，大众集团开启招标程序，根据其预测，该项目订单总额将超过 500 亿欧元，是汽车行业有史以来规模最大的采购项目之一，资金均用于未来基于 MEB 电动车模块化平台量产车。到 2022 年底，大众集团将在全球范围内拥有 16 个电动汽车生产基地。

根据第一电动网报道，在大众集团近日举行的股东大会上宣布，目前大众已经签署了 480 亿美元的动力电池订单，电池购买主要分散在宁德时代、三星 SDI 与 LG 化学，并与 Braunschweig 工厂签订合同，计划每年生产 50 万辆电动汽车电池组。到 2025 年，大众与合资企业在电动化方面共计投入约 100 亿欧元，包括电动汽车产品的研发与生产与设备、生产线、电池模组方面的更新和应用，但不包括电池的采购。根据汽车之家报道，大众集团计划投资 7500 万美元，于 2018 年 12 月启动在大众变速箱天津工厂电机生产改造工作。

新能源汽车重新定义了汽车产业，中国能够降低核心部件被外国企业掌控的壁垒，与国际巨头在一起跑线上竞争，作为全球新能源第一大产销大国，也使得国外巨头越来越重视中国市场，目前正是实现跨越发展、抢占先机的重要机遇期。大众巨额的订单为中国零部件企业打开了广阔的市场。

图表 27.大众新能源汽车相关供应厂商

公司名称	产品名称	平台名称	合作企业	供应状况	公告日期
宁德时代	动力电池	MEB	德国大众	中国境内唯一、全球内优先采购	2018 年 3 月 6 日
华域汽车	电驱动系统总成	MEB	上汽大众、一汽-大众	华域麦格纳获大众全球电动汽车平台（MEB 平台）电驱动系统总成相关产品定点，华域电动将提供全部驱动电机部件的配套供货	2017 年 10 月 19 日
中鼎股份	新能源电池冷却系统	MLB	德国大众奥迪	奥迪 Q6(奥迪首款电动 SUV)项目，协议年金额 810 万欧元/年，供货期 6 年，并已成为宁德时代电池包内冷却系统减振类产品供应商，有望进入 MEB 平台	2017 年 4 月 15 日
松芝股份	冷凝器	MEB	上汽大众、德国大众	上汽大众部分车型冷凝器批量供货并通过德国大众 MEB 平台供应商审核	2017 年年报
均胜电子	电池管理系统 (BMS)	MQB	上汽大众、一汽-大众	国内南、北大众新能源 MQB 平台车型项目订单，有望进入 MEB 平台	2017 年三季报
奥特佳	电动压缩机	MQB、MEB	一汽大众、德国大众	已经确定为一汽大众 MQB 平台的 5 款电动车型提供电动压缩机，并将为大众集团包括 SEAT、AUDI、SKODA 等欧洲工厂生产的 MEB 平台车型供应，生命周期 8 年，全球销量预计将达到 650 万台	2017 年 9 月 8 日
得润电子	高压线束（科世得润）	MEB	一汽-大众	该项目生命周期产量超过 260 万辆，计划于 2020 年量产，生命周期内预计产品销售额将超过 41 亿元人民币	2018 年 3 月 21 日
	充电机（美达电器）	MQB	一汽大众、上汽大众	MQB 平台 PHEV 和 BEV 车型平台车载充电机（OBC）项目核心供应商，未来有望进入 MEB 平台	2017 年 2 月 7 日
三花智控	电池冷却器	MQB	上汽大众、一汽-大众	已进入 MQB 平台，为一汽大众、上汽大众供应电池冷却器	2017 年 6 月 9 日
	热管理产品	MEB	德国大众	为德国大众 MEB 平台热管理产品 5 个项目的供应商	2018 年 1 月 23 日
银轮股份	热交换器		德国大众	通过德国大众供应商审核，公司将有资格参与大众相关采购项目的竞标	2017 年 11 月 7 日
富奥股份	逆变器总成部件	MEB	德国大众	中国区电驱动总成核心逆变器总成部件	2017 年年报

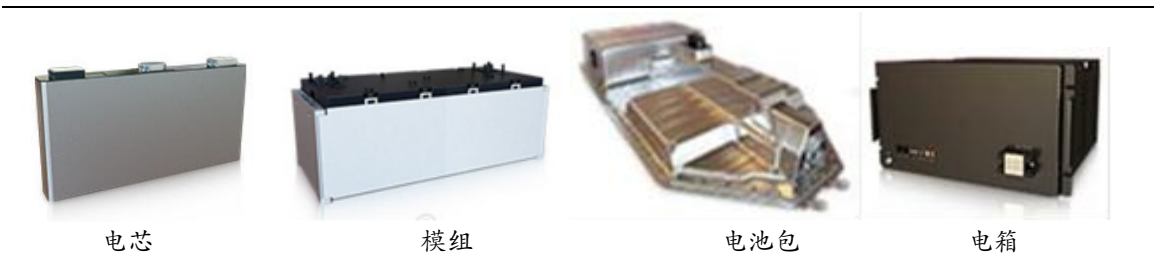
资料来源：中银证券，公司公告

宁德时代

宁德时代是全球领先的动力电池系统供应商，主要产品包括动力电池系统、储能系统和锂电池材料，动力电池系统是公司最主要的收入来源，约占收入的 90%。2015-2017 年，公司动力电池系统销量分别为 2.19GWh、6.80GWh 和 11.84GWh，连续三年在全球动力电池企业中排名前三位，2017 年销量超越松下电器排名全球第一。公司动力电池下游客户包括宇通、上汽、北汽、吉利等国内整车龙头企业与宝马、奔驰等国际一流车企。

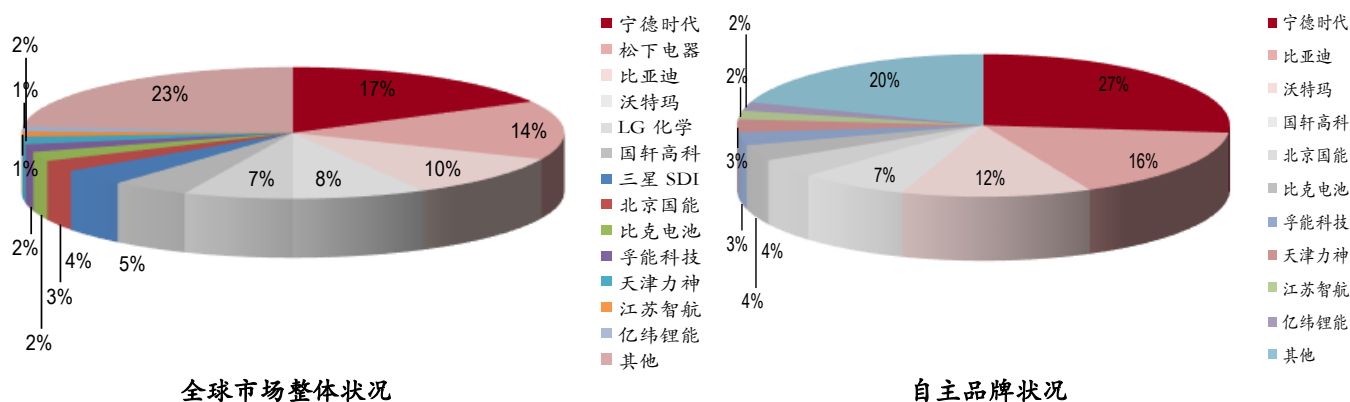
根据 GGII 数据，2017 年国内动力电池总的装机量超过 36GWh，前十大厂商销量占全国的比例为 80%，宁德时代 2017 年以 27% 的占比超越比亚迪，位居第一（2016 年宁德时代占比 21%，比亚迪 27%）。2017 年全球动力电池总的装机量约 69.0GWh，前十大厂商销量占比为 72%，宁德时代以 17% 的占比超越松下位居第一，在国内与国际市场的销量与市场份额持续保持增长趋势。

图表 28. 宁德时代动力电池系统产品



资料来源：中银证券，公司招股说明书

图表 29. 2017 年全球动力电池企业销量份额



资料来源：中银证券，GGII

根据澎湃新闻报道，宁德时代成为大众汽车集团最核心的 MEB 电动车平台中国境内唯一、全球内优先采购的动力电池供应商。参与大众竞标的电池企业包括松下、三星、LG、宁德时代、力神等全球较大规模的电池制造企业，但大众的商务和技术考核极为严苛，大多数企业在竞标中被逐步淘汰。宁德时代本次中标全球最大额的电池招标，开启了全球动力电池汽车巨头公司的进程。

2018 年 7 月 9 日宁德时代与德国图林根州政府签署投资协议，将投资 2.4 亿欧元（约折合 18.7 亿人民币），在德国图林根州埃尔福特市设立电池生产基地及智能制造技术研发中心，将分两期建设，主要从事锂离子电池的研发与生产，计划于 2021 年投产，2022 年达产后将形成 14GWh 的产能，产品将为宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA 等全球知名车企配套。

根据大众规划，到 2025 年需超过 150GWH 的锂电池产量，全球产销量 300 万辆，其中中国市场 150 万辆。根据盖世汽车网报道，大众集团对于电池成本(包括电芯 Cell、模块 module、制造成本)的目标是 2018 年达到 135 美元/KWH，2020 年降至 93 美元/KWH。我们以 2020 年之后电池成本降幅为 5%，宁德时代中国市场份额 70%，除中国外全球市场份额 20%计算，2025 年大众新能源车对宁德时代的电池需求将为 35GWH，营收将达到 25.2 亿美金，是宁德时代 2017 年营收的 0.86 倍（汇率按照 1 美元=6.8 元人民币计算）。

图表 30. 大众新能源车为宁德时代贡献收入测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收贡献 (亿美元)	0.03	1.6	6.4	10.1	14.0	18.6	25.2

资料来源：中银证券，公司公告

宁德时代获得大众的订单，不仅代表着其动力电池技术水平已经达到世界领先水平，推动其业绩持续高速发展，同时也将带动其产业链如电池材料等环节供应商业绩爆发，并有望带动中国的其他新能源零部件厂商进入全球供应，建议关注宁德时代产业链。

图表 31. CATL/ATL 供应链

供应材料		供应商	备注
正极材料	磷酸铁锂	北大先行	未上市，CATL 系公司，供货 CATL
		德方纳米	上市排队中，供货 CATL
	三元	天津巴莫	未上市，供货 CATL
		长远锂科	上市公司五矿资本子公司，供货 CATL
		厦门钨业	上市公司，供货 CATL
		振华新材料	新三板上市公司，供货 CATL+ATL
		北大先行	未上市，CATL 系公司，供货 CATL
		杉杉股份	上市公司，供货 ATL+CATL
负极材料	凯金能源	未上市，供货 CATL	
	贝特瑞	新三板上市公司，供货 CATL	
	杉杉股份	上市公司，供货 ATL+CATL	
电解液	天赐材料	上市公司，供货 CATL+ATL	
	江苏国泰	上市公司，供货 CATL+ATL	
	杉杉股份	上市公司，供货 ATL+CATL	
	赛纬电子	未上市，供货 CATL	
	新宙邦	上市公司，供货 CATL+ATL	
隔膜	上海恩捷	上市公司创新股份拟收购公司，供货 CATL	
	苏州捷力	上市公司胜利精密子公司，供货 CATL	
	东莞卓高	上市公司璞泰来的子公司，CATL 系公司，供货 ATL+CATL	
结构件	科达利	上市公司，供货 CATL	
锂电铜箔	诺德股份	上市公司，供货 CATL	
锂电设备	先导智能	上市公司，供货 CATL+ATL	
	新嘉拓	上市公司璞泰来的子公司，CATL 系公司，供货 ATL+CATL	
电池回收/三元前驱体	湖南邦普	未上市，CATL 系公司，供货 CATL	
	格林美	上市公司，供货 CATL	

资料来源：各公司公告，各公司官网，中银证券

华域汽车

华域汽车是国内最大、综合实力最强的汽车零部件企业，主要产品包括内外饰件、功能件、金属成型和模具、电子电器等，主要客户为上汽集团、长安福特、一汽大众等主要合资与自主整车企业，其中上汽集团贡献约占 50%。公司在新能源领域布局完善，电驱动系统、驱动电机、电子转向机、电动空调压缩机、新能源电池托盘等产品已获得德国大众、上汽乘用车等多家整车客户电动汽车平台配套定点。2017 年 10 月，公司与麦格纳国际公司所属全资子公司麦格纳（太仓）汽车科技有限公司共同投资设立华域麦格纳电驱动系统有限公司，华域汽车持股 50.1%。华域麦格纳主要产品为新能源汽车电驱动系统总成产品，该产品主要通过一体化集成驱动电机、变速器、控制器等，实现对现有传统汽车内燃机发动机和变速箱的替代。

当前新能源汽车电机电控及动力总成市场主要包括两大类企业：一类是比亚迪、北汽新能源等具备电机电控供应链的整车企业，二是第三方厂商，专业制造新能源电机与控制系统。国外企业中，博世、博格华纳、采埃孚、麦格纳等在技术水平、研发能力上有很大优势，产品多为集成式的驱动总成。国内市场方面，联合电子、上海电驱动、上海大郡等众多厂商也都有多合一的驱动系统产品。传统的电机或电控制造商如方正电机、汇川技术等也在积极研制电机电控集成式产品。新进入的新能源车企与自身研发能力较弱的专用车企等缺乏自制的能力，对第三方供应商需求较大。整车企业倾向于自配电机电控及动力总成部件，少量外采，占据约 55% 的市场份额。

图表 32. 国内外主要专业电机、电控厂商

公司名称	国家	产品集成状态	主要产品	代表产品	配套车厂
博世	德国	集成式驱动总成	动力电机、电机功率控制逆变器和变速箱合三为一的电驱动桥	eAxe	特斯拉、宝马、大众保时捷
博格华纳	美国	集成式驱动总成	集成变速器电子驱动桥和电机的减速器集成驱动电机模块	eDM (Electric Drive Module)	特斯拉、福特、奔驰、吉利、北汽新能源
采埃孚	德国	集成式驱动总成	电机、减速器、差动齿轮机构合为一体的纯电动汽车用驱动机	Electric Axle Drive	宝马、沃尔沃、奔驰、大众
麦格纳	加拿大	集成式驱动总成	电气化动力总成	etelligentDrive	奔驰、福特、沃尔沃、上汽大众、蔚来
大洋电机 (上海电驱动)	中国	集成式驱动总成	永磁同步电机及其配套控制器	EM2006/EC1357	一汽、长安、广汽、奇瑞
正海磁材 (上海大郡)	中国	集成式驱动总成	纯电动牵引电机/控制器、双电机系统、商用车混合动力系统、ISG 系统	EA130	东风、中通、厦门金龙
深圳大地和	中国	集成式驱动总成	永磁同步电机及控制器	CMLA28	中通客车、厦门金龙、苏州金龙、东风柳汽、
精进电动	中国	主产电机，在研电控、驱动总成	永磁同步电机、两箱变速器	OD220	吉利、东风、广汽传祺
方正电机	中国	自产电机，外购电控	电机、变速箱、电控集成	/	众泰、上汽通用五菱、珠海银隆、中通
汇川技术	中国	集成式主驱动控电控、DC/DC 集成，主驱控制器、发电控制器转向控制器		InoGreen IEVD 系列	宇通、海马、东风、陕汽通家
蓝海华腾	中国	主驱动控制器、混合动力主驱、ISG 控制器、辅助电机控制集成辅助控制器		V6-H-4D120G/V6-H-2D60G	东风、广通

资料来源：中银证券，各公司网站，盖世汽车等

当前新能源汽车的生产成本中，电控和电机部分占比约为 10-20%，以 2020 年新能源汽车产量达到 200 万辆水平计算，预计我国新能源汽车电驱动系统市场 2020 年市场规模将达到 300 亿元。未来主机厂自配率提升下，电机、电控产品集成度与行业集中度会进一步提升，未来产品稳定性强，具有强研发力、成本控制力、并与主机厂有长期良好合作关系的第三方供应商将受益，如华域汽车、联合电子等供应商。

麦格纳是全球汽车零部件巨头，能够提供现代化电驱动系统的所有核心部件，包括电机、变速箱、逆变器和控制软件，为福特福克斯、沃尔沃 V60 和 S60 插电混动车型提供电驱动系统产品。华域电动已批量供货驱动电机与电子电力箱，配套上汽荣威 E50、ERX5 与完成上汽商用车 EM18 项目，上汽通用 K228 项目驱动电机系统的定点配套，华域三电为上汽荣威 ERX5、e950、沃尔沃 S90 混合动力、广汽集团 GS4 混合动力等多款车型配套电动压缩机，实力强劲。华域与麦格纳合资，有利于吸收麦格纳的技术优势实现强强联合，提高电驱动系统集成能力。

图表 33. 麦格纳电驱动系统



低功率高度集成式电驱动系统 中等功率高度集成式电驱动系统 高功率高度集成式电驱动系统

资料来源：中银证券，Magna 公司官网

华域麦格纳目前已成功获得上汽大众、一汽大众关于大众全球电动汽车平台（MEB 平台）电驱动系统总成相关产品的定点意向书，预计于 2020 年投产，华域电动将提供全部驱动电机部件的配套供货，并积极争取更多整车客户的配套机会。我们以单套供货价格 1 万元计算，假设 60% 的配套份额计算，预计到 2025 年大众对华域麦格纳贡献的收入将达 48.0 亿元，约为 2017 年华域汽车收入的 3.4%。以毛利率 20% 计算，预计净利率约在 10.5%，预计到 2025 年大众电驱动系统对华域汽车归母净利润将达 2.5 亿元，约为 2017 年华域汽车归母净利润的 3.9%。

图表 34. 大众电驱动系统为华域麦格纳贡献收入测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收贡献(亿元)	0.6	5.4	9.6	18.0	30.0	48.0

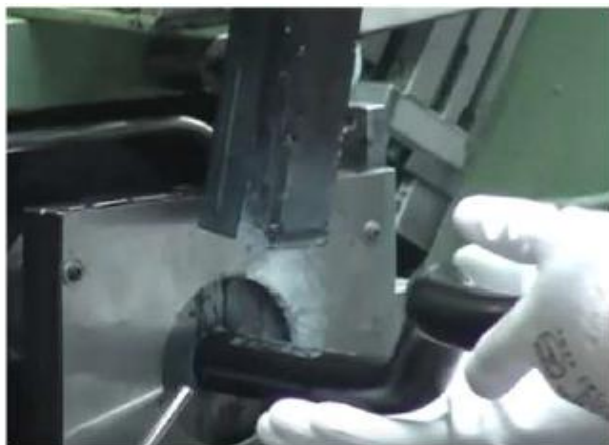
资料来源：中银证券，公司公告

中鼎股份

公司是国内非轮胎橡胶行业龙头，主要产品有密封件、特种橡胶制品等，出货量国内第一，全球排名前列。公司近几年持续收购海外优质资产，目前已形成了密封系统、降噪减振底盘系统和冷却系统三大业务板块，新能源汽车业务目前已经获得上汽、车和家、吉利、蔚来汽车、宁德时代等多家整车和汽车零部件企业的项目定点。

2017 年公司并购了德国 Tristone Flowtech Holding SAS（简称“TFH”），该公司是发动机和电池冷却、充气和进气应用的全系统提供商，全球行业排名第二，其三分之一的业务为新能源汽车冷却系统，客户主要包括沃尔沃、宝马、大众、福特、菲亚特等整车企业。TFH 的自动一体成型胶管生产技术 creatube，生产的产品更加高效，质量更加稳定，新能源体系中大大降低重量，满足新能源汽车轻量化的需求。

图表 35. 在线挤出成型一体化技术 creatube



资料来源：中银证券，公司网站

2017 年 4 月 15 日，TFH 收到大众集团奥迪 Q6 (首款电动 SUV) 项目定点书，将为其供应新能源汽车电池冷却系统，项目定点书金额为 810 万欧元/年，供货期 6 年，之后又相继拿到了吉利新能源“MPC-1 新能源汽车项目”和北京车和家“M01 新能源 SUV 汽车项目”冷却系统的项目定点，未来有望取得 MEB 平台的供应资格。

中鼎股份在收购德国 WEGU 后吸收其全球领先的硅胶动力吸振技术，可为汽车提供快捷高效的振动噪音解决方法，成为降噪减振系统产品的全球高端供应商，2018 年公司先后获得了宁德时代的“EL255 项目”、“A75 项目”、“A26 项目”等多个项目的新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品批量供应资格。宁德时代已经成为 MEB 电动车平台的动力电池供应商，中鼎股份有望成为 MEB 平台电池包减振产品供应商。

公司传统减震业务包括衬套、悬置、连接板等产品价值量约 600-700 元，WEGU 谐振块 200-300 元，新能源车与传统燃油车价值量相当，公司也正在积极布局锻铝控制臂业务，单车价值量有望达 1000-1500 元。公司传统发动机、变速箱密封业务约 200-300 元，新能源电池、电机密封业务约 500-600 元。中鼎胶管传统产品单车仅 300-400 元，在并购 TFH 公司后，公司成为新能源电池热管理系统总成产品的高端供应商，单套冷却系统供应的零部件价值量约为 1,500 元。公司在新能源领域业务进展顺利，未来有望从零部件供应商升级为系统供应商，为客户提供多种新能源产品组合，单车价值量也得到大幅提升。

图表 36. 中鼎股份新能源产品



电池模块冷却进水铝管

电池冷却系统胶管总成

加热器阀门进水铝管总成

资料来源：中银证券，公司官网

松芝股份

松芝股份是国内主要的汽车空调生产企业之一，其产品覆盖大中型客车、乘用车、轨道车及冷冻车。公司的传统业务是大中型客车空调，基本实现了自主品牌全覆盖。2017 年公司营业收入为 41.7 亿元，汽车空调业务占营业收入的 90% 以上。

当前国际上乘用车空调的主要企业包括电装、德尔福、法奥雷等，这些企业也在新能源汽车空调领域积极布局。新能源汽车不仅包括传统汽车空调系统，而且新增电池、电机等冷却需求。汽车乘用车空调的单车价值约为 1000-2000 元，新能源乘用车电池热管理单车价值约为 5000 元，2020 年国内新能源汽车空调与电池热管理市场将超过 100 亿元。燃油车的发动机冷却系统和空调冷却系统相对独立，但新能源汽车的热管理集成度则要求更高，电池冷却系统需要兼顾空调系统的冷却，有时需要共用电动压缩机和 PTC 加热器，在新能源汽车领域蓝海市场，公司作为国内领先的汽车空调企业，积极切入电池热管理系统，更具集成优势。

公司生产的智能暖风空调已经应用于东南 V5 电动车和厦门金龙轻客电动车等车型上，电池冷却系统应用在江淮、北汽新能源、长安、五菱、吉利等整车企业的产品上。公司已经为上汽大众部分车型供应冷凝器等汽车空调配件，2017 年公司新能源汽车电池冷却系统和智能暖风空调等产品已经为江淮汽车 IEV 系列和 A108 等新能源车型提供配套，新产品逐步得到客户和市场的认可。公司已为上汽大众部分车型冷凝器批量供货并通过德国大众 MEB 平台供应商审核，随着江淮大众新能源车型的推出，公司也有望成为江淮大众的供应商。

图表 37. 松芝股份汽车空调部件



M201/HF16/MD/MS201 暖通空调总成

前置蒸发器/加热器总成

冷凝器总成

资料来源：中银证券，公司官网

奥特佳

奥特佳是国内专业的汽车空调压缩机厂商，主营业务包括汽车空调压缩机和汽车空调系统的研发、生产、销售。空调压缩机业务占收入的 64%，是奥特佳的主要收入来源。目前公司的空调压缩机已经配套于一汽、奇瑞、比亚迪等整车企业和法雷奥、德尔福等空调系统配套商。2016 年，公司空调压缩机销量为 758 万台，全球销量排名从第七位升至第四位，国内排名第一，毛利率在过去三年一直在 30% 左右，公司空调压缩机 2017 年全年销量达到 801 万台，同比增长 5.7%。

图表 38. 奥特佳压缩机产品



涡旋式压缩机 066-Z



电动压缩机 E26A 系列

资料来源：中银证券，公司官网

根据 Business Wire 数据，2015-2017 年全球汽车空调压缩机销量从 8466.4 万台增长至 2016 年的 8832.1 万台，预计 2017 年将达到 9177.0 万台，奥特佳在全球市场的同期销量占比分别为 6.3%、8.6% 和 8.7%。销量与市场份额持续保持持续增长，与重庆建设、苏州中成、上海光裕等国内其他汽车空调压缩机企业相比优势明显。

图表 39. 全球汽车空调压缩机销量（万台）

企业名称	国家	2015	2016	2017E
电装	日本	1,785.5	1,916.8	2,025.4
三电	日本	1,352.7	1,287.3	1,312.7
汉拿伟世通	韩国	805.1	812.7	859.6
奥特佳	中国	533.2	758.0	801.2
德尔福	德国	744.0	769.3	771.5
华域三电	中日合资	692.4	716.5	795.0
法雷奥	法国	593.1	624.8	583.1
马勒	德国	306.5	316.1	330.7
重庆建设	中国	232.0	247.9	269.3
苏州中成	中国	140.9	151.8	160.8
上海光裕	中国	25.2	28.1	29.1
比泽尔	德国	25.4	27.6	28.6
其他		1,230.4	1,175.2	1,210.0
全球总计		8,466.4	8,832.1	9,177.0

资料来源：中银证券，Business Wire，公司公告

注：奥特佳销量来源为公司公告

奥特佳的全资子公司南京奥特佳是全球最大的涡旋式汽车空调压缩机生产企业。具备超 500 万台涡旋压缩机量产能力，累计生产 3000 万台涡旋式压缩机，占据国内自主乘用车市场 60% 份额。由于新能源汽车使用驱动电机，传统的活塞式压缩机无法匹配，而电动涡旋式压缩机却可以与电机很好的匹配。随着新能源汽车市场的发展，南京奥特佳的电动涡旋式压缩机渗透率有望继续提升。

南京奥特佳的涡旋式压缩机目前主要配套于上汽通用五菱、奇瑞等自主品牌，未来即将积极拓展海外市场的业务。奥特佳目前已经确定为一汽大众 MQB 平台的 5 款电动车型提供电动压缩机。2017 年 9 月 8 日，南京奥特佳收到大众集团的提名信通知，被确定为大众集团全球 MEB 新能源电动车平台的电动空调压缩机供货商，将为奥迪、斯柯达和西雅特等车型的欧洲工厂开发生产及供应电动空调压缩机，订单周期为 8 年，预计相关车型的总销量为 650 万台，于 2019 年底批量上市。我们假设单套电动空调压缩机 2000 元计算，配套比例 20% 计算，预计大众电动空调压缩机 2025 年为公司贡献的收入将为 12 亿元左右。

图表 40. 大众电动空调压缩机为奥特佳贡献收入测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收贡献 (亿元)	0.4	1.0	3.0	4.9	6.1	7.6	9.5	12.0

资料来源：中银证券，公司公告

得润电子

得润电子是国内电子连接器领域的领军企业，主要产品为家电和消费类电子、汽车相关电子连接器和车联网相关技术。公司控股子公司意大利 Meta System S.p.A. 在汽车电子的核心领域拥有成熟的产品和客户资源，主营产品包括汽车功率控制及电动汽车车载充电模块、安全和告警传感器和控制单元、车联网模块，均已进入欧洲中高端的汽车整车厂，车载充电机产品已建立起全球行业领先地位，已赢得宝马、PSA、大众、保时捷、东风汽车等多家国内外知名车企订单。

电动汽车车载充电机（OBC）是指固定安装在电动汽车上的充电机，具有为电动汽车动力电池，安全、自动充满电的能力，充电机依据电池管理系统提供的数据，能动态调节充电电流或电压参数，执行相应的动作，完成充电过程。车载充电机行业具有较高的技术壁垒，较长周期的评审及认证，而我国车载充电机产品是在 2012 年新能源汽车开始高速发展后开始产业化生产的，市场多由国外品牌垄断，如科世达、台达、博世、艾默生、法雷奥、英飞凌等企业，得润电子通过收购意大利 Meta 成功获取国内外知名汽车厂商订单，国内有欣锐特、铁成信息、南京中港电力等企业，但主要在专用车、微型电动汽车等领域。根据一览众咨询数据，目前国产车载充电机价格为 2000-5000 元/台，功率越大价格越高，高功率是未来产品的一大趋势。车载充电机是新能源汽车必不可少的核心零部件，我们以批产后 2020 年单台充电机 2000 元计算，预计市场空间达 40 亿元。

2017 年 2 月 7 日公司公告，控股子公司 Meta System S.p.A. 在华全资子公司美达电器（深圳）有限公司已被一汽大众与上汽大众指定为大众 MQB 平台混合动力 PHEV 和纯电动 BEV 车型平台车载充电机（OBC）项目核心供应商。本次定点供应的 OBC 产品为 Meta 专门针对大众汽车开发，产品采用了 Meta 全球领先的充电机技术，可以极大的提高大功率器件的散热效果及效率，产品设计紧凑，充电效率高，与市场竞争对手相比较具有占用空间小、重量轻、制造工艺先进的特点和优势，产品软件设计符合 AUTOSAR 及 ISO26262 功能安全标准。公司的车载充电机产品 2017 年已批量供货给宝马 i3 与东风汽车，进展顺利，预计 2018 年起将大量交付，迎来快速发展。我们假设南北大众 MQB 平台车载充电机业务配套比例 60%，预计该业务 2025 年为公司贡献的收入有望达 6.0 亿元，且公司有望获得大众 MEB 平台车载充电机订单。

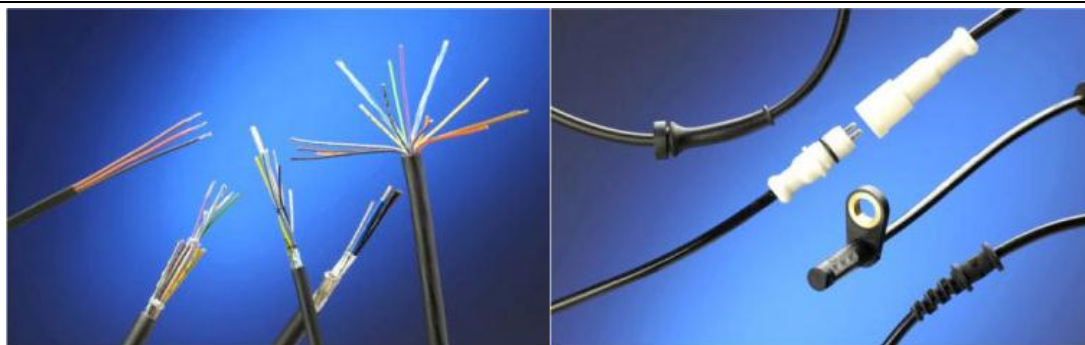
图表 41 大众车载充电机业务为公司贡献收入测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收贡献 (亿元)	0.2	0.4	3.5	3.7	4.6	5.1	5.7	6.0

资料来源：中银证券，公司公告

广东科世得润汽车部件有限公司是得润电子与德国科仑伯格舒伯（Kromberg & Schubert）公司在中国成立的合资公司，得润电子持有其 45% 的股权（不纳入合并报表）。科世得润的主要产品为汽车整车线束产品、汽车连接器和汽车配件，已经进入高端车型线束供应市场，获得了一汽-大众等整车企业的包括奥迪 Q5、高尔夫 A7 等多个车型项目的供应资格，也获得了博世等汽车零部件企业的供应商资质。

图表 42. 科世得润新能源汽车高压线束产品



资料来源：中银证券，Kromberg & Schubert 公司官网

线束主要在汽车电气系统中扮演能量输送和信号传递的作用，目前汽车线束市场主要以住友电气、矢崎、德尔福等国外企业为主，市场份额高度集中。在新能源汽车特别是纯电动汽车中，除了 12V 电路系统以外，还有一个约在 300-600V 的电压范围主要用于动力驱动系统的电路系统，该系统中需要采用高压线束来连接各个电路中的单元。新能源汽车中低压线束与燃油车线束区别不大，主要差别在于高压线束，高压线束从线束材料、生产工艺和设备等都发生较大变化，更加注重信号输送性能、质量、温度、绝缘保护、电磁兼容等方面的考虑，其成本相比传统汽车高出约 20%~40%。根据一览众咨询数据，目前传统燃油车线束单车价值量约在 2000 元左右，纯电动车型可达 3000-5000 元。新能源汽车产销量的快速增长，会为新能源汽车线束产业的发展带来巨大的市场空间，我们以批产后 2020 年新能源汽车线束单车价值量 3000 元计算，预计国内市场空间达 60 亿元。

2018 年 3 月 20 日得润电子公司公告，科世得润被确定为一汽-大众 MEB 电动车平台高压线束业务的本地化供应商，后续将展开本地化各项准备工作。本次获得一汽-大众定点的项目，产品涵盖大众品牌和奥迪品牌 MEB 平台的多款电动车型，该项目生命周期产量超过 260 万辆，计划于 2020 年量产，生命周期内预计产品销售额将超过 41 亿元人民币。

图表 43. 大众高压线束业务为科世得润贡献收入测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收贡献（亿元）	0.2	1.9	3.4	6.3	10.5	16.8

资料来源：中银证券，公司公告

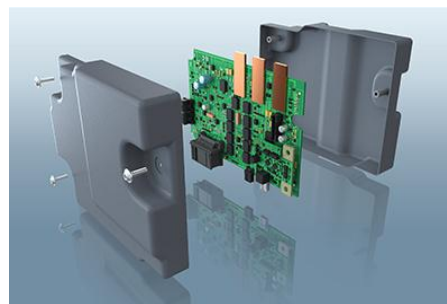
均胜电子

均胜电子业务主要涉及汽车安全系统、车载互联系统、新能源汽车电子以及高端汽车功能件几大领域。公司收购德国普瑞（Preh GmbH），其主要产品包括空调控制系统、驾驶控制系统、电子控制单元和仪表、传感器系统以及创新自动化生产线，定位于高端汽车电子市场，配套宝马、奥迪等众多高端豪华品牌。早在 2011 年，德国普瑞就开始为宝马的混动车型提供 BMS 方案，技术全球领先，是宝马电动汽车 BMS 的独家供应商，为奔驰开发 48V 微混系统 BMS，并开拓了大众、特斯拉、中车、吉利、奇瑞等众多新客户，2016 年公司 BMS 实现 4.3 亿收入，预计 2017 年 BMS 收入将超过 6 亿元，同比增长近 40%。

图表 44. 均胜电子 BMS 产品



新能源车 BMS



48V 轻混系统 BMS

资料来源：中银证券，公司官网

BMS 承担着采集电池数据，控制动力电池系统以及与其他控制单元进行信息交互的职责，对改进提升汽车动力系统、乃至整车性能都具备极高价值，价值量较高。BMS 价格与电芯的类型、电量、电压等因素有关，目前 BMS 价格在 3000-20000 元不等，根据一览众咨询预测，2020 年中国新能源汽车 BMS 市场规模将超过 150 亿元，新能源产业链公司竞相布局。

当前 BMS 市场的企业主要分为专业第三方 BMS 企业、电池企业和整车企业。当前国际 BMS 市场整车厂商与第三方汽车零部件供应商占据主要市场，国际车厂如特斯拉、本田、现代等选择自主研发，传统汽车零部件厂商博世、电装等凭借传统供应优势占据重要地位，电池厂商中 LG、三星等则为自己的电池产品配套。我国目前 BMS 企业众多，但由于缺乏标准，市场集中度不高、BMS 产品良莠不齐。动力电池企业如宁德时代、国轩高科等均布局 BMS，部分为“BMS+PACK”模式，比亚迪、北汽等整车厂有专门的 BMS 研发团队，第三方的 BMS 企业数量众多占据约 40% 份额，如科列技术、亿能电子等。

优质的 BMS 产品需要长期的研发积累与大量的数据积淀，随着未来 BMS 标准出台，凭借专业化和规模化生产，具备核心技术实力的第三方 BMS 厂商将受益。作为第三方 BMS 企业，德国普瑞技术积累深厚，作为传统的零部件厂商资源优势明显，有望在未来提升 BMS 市场的份额。均胜电子与大众集团有着多方面的合作，根据公司三季报公告，车载互联业务公司获得大众集团、国内上汽大众、一汽-大众的下一代车联网平台项目订单，BMS 项目获得国内上汽大众、一汽-大众 MQB 平台新能源车型项目订单，目前公司 BMS 单套价格约 3000 元，假设公司供应比例为 30%，2025 年 BMS 价格降至 1800 元，预计 2025 年大众 MQB 平台 BMS 为公司贡献收入约 2.7 亿元，公司未来也有望进入 MEB 平台供应 BMS 产品。

图表 45. 大众 BMS 为均胜电子贡献收入测算

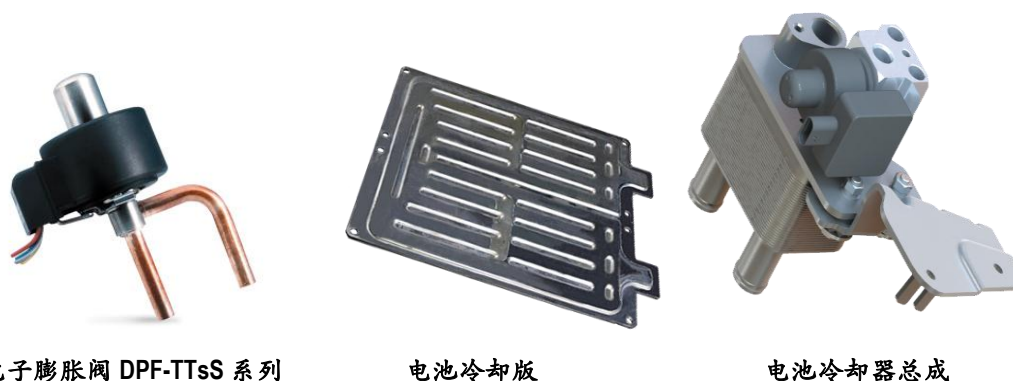
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收 (亿元)	0.2	0.4	1.8	1.9	2.2	2.4	2.5	2.7

资料来源：中银证券，公司公告

三花智控

三花智控是全球领先的制冷空调控制元件和零部件厂商，主要产品包括电子膨胀阀、贮液器、调温阀、控制器、油冷器、水冷却板、电池冷却板等。公司 2017 年营业收入为 95.73 亿元，其中制冷业务单元是公司最主要的收入来源，占比约 60%，汽零热管理业务占比约为 13%。

图表 46. 三花智控汽车热管理产品样品



资料来源：中银证券，公司官网

浙江三花汽车零部件有限公司是三花智控的子公司，主要从事汽车热管理业务，2017 年三花汽零实现营业收入 12.1 亿元，净利润 1.8 亿元。三花汽零的主要客户包括法雷奥、马勒、汉拿、空调国际等汽车零部件企业和大众、奔驰、通用、比亚迪、吉利、上汽、一汽、广汽等整车企业。公司提供的传统汽车热管理产品包括贮液器、热膨胀阀、水泵、调温阀、油冷器等，单车价值约在 200-400 元；新能源汽车热管理产品包括贮液器、热膨胀阀、电子膨胀阀、电子水泵、电池冷却器、电池冷却板、压块等，单车价值约为 1500-2000 元。根据新能源汽车未来的产量，预计 2020 年国内市场空间约为 40 亿元，全球市场空间约为 80 亿元。

图表 47. 三花汽零汽车热管理产品 2017 年销售情况

产品名称	销售收入 (万元)	销售量 (万只)	平均单价 (元)
膨胀阀	45,594.5	1,755.6	26.0
贮液器	20,129.7	974.0	20.7
调温阀	14,145.7	274.7	51.5
电子膨胀阀	3,193.7	20.5	156.0
控制器	5,552.9	46.9	118.5
油冷器	476.9	7.5	63.6
水冷却板	1,131.2	6.1	185.4
电池冷却器	1,472.5	10.1	146.1
压块	3,815.3	3,037.4	1.3

资料来源：中银证券，公司公告

三花汽零生产的电子膨胀阀一直保持全球第一的市占率，2016 年国内市占率超过 37%，全球市占率超过 16%。在公司将新能源汽车热管理系统定为未来主要业务增长点之后，成为了第一家将电子膨胀阀在电动车电池热管理系统应用的企业。目前三花汽零的竞争对手不二工机虽有一定的技术储备，但暂未实现车型的量产；瀚昂虽已批量供应大众，但市占率低于公司。其余空调电子膨胀阀企业如盾安科技虽也想切入该领域，但需要一定的技术积累及客户认证。公司目前已经实现了电子膨胀器和电池冷却器的电池冷却模块的集成，未来有望继续保持电子膨胀阀领域的领先地位。

三花汽零当前已进入 MQB 平台，为一汽大众、上汽大众供应电池冷却器，并已确定成为德国大众 MEB 平台热管理产品 5 个项目的供应商，有望未来为 MEB 平台车型提供电子膨胀阀、电池冷却器等新能源汽车热管理产品。我们假设平均单车供应价格 500 元，供应比例 40% 计算，预计 2025 年大众新能源热管理产品为三花汽零贡献收入将达 3.0 亿元。

图表 48. 大众新能源热管理产品为三花汽零贡献收入测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收贡献 (亿元)	0.02	0.03	0.8	1.0	1.3	1.7	2.3	3.0

资料来源：中银证券，公司公告

银轮股份

银轮股份是生产和销售汽车热交换器和尾气处理类产品的零部件企业，热交换器产销量已经连续数年保持国内市场第一，中冷器、油冷器等产品国内市占率分别约 35%、45%，客户包括吉利、广汽、上汽、长城、比亚迪、福特、通用、沃尔沃等国内外知名整车企业。公司在新能源热管理的产品主要集中在电池热管理和电机热管理两方面，目前已供应前端冷却模块、电控冷却器、电机冷却器、电池水冷板、高低温水箱等产品，配套吉利、广汽、比亚迪、宇通、宁德时代等整车和零部件企业。

公司定增 1.7 亿元用于新能源汽车热管理项目，项目达产后将形成年电池冷却器、板低温散热器、低温散模块等共计约 250.4 万台的生产能力，预计新增销售收入约 6.35 亿元/年，新增利润约 0.5 亿元/年。2017 年 11 月 7 日，公司通过德国大众供应商审核，进入大众供应体系，未来有望成为大众 MEB 电动车平台热管理模块业务供应商。

图表 49. 银轮股份热管理系统产品



资料来源：中银证券，公司官网

富奥股份

公司主要产品包括底盘系统、环境系统、制动和传动系统、转向及安全系统、电子电器系统、发动机附件系统等六大系列，并积极与国外零部件巨头的合资合作，目前已与伟世通、法雷奥、采埃孚、电装、天合等多家国际零部件巨头企业建立合资企业，是一汽集团的核心供应商，其中本部主要为一汽解放等商用车供应，下属合资公司主要为一汽大众、一汽丰田、一汽轿车等乘用车企业配套，2017 年投资收益占其营业利润约 55%。

公司 2017 年报披露，经过多轮竞标，公司已成功获得德国大众 MEB 电动车中国区电驱动总成核心逆变器总成部件项目。2018 年 7 月 2 日，公司与法雷奥西门子共同签署了《设立富奥法雷奥西门子电动汽车零部件（常熟）有限公司之合资合同》，公司将持有合资公司 50.5% 的股权，法雷奥西门子将持有合资公司 49.5% 的股权，合资公司将制造、销售和经销新能源车逆变器和进口相关零部件以及为其提供售后服务，并支持量产后降低产品成本、提高质量或性能所需的技术调整。根据常熟市政府网站报道，合资公司达产后将年产 70 万套新能源汽车逆变器及车载充电装置，预计年销售 50 亿元。

我们假设逆变器平均单车供应价格 2500 元，供应比例 80% 计算，预计 2025 年 MEB 中国区逆变器总成部件项目为合资公司贡献收入将达 16.0 亿元。法雷奥西门子集团是目前世界最先进的新能源汽车动力系统生产商之一，合资公司有着强大的技术背景，未来有望继续竞标，成为大众 MEB 平台车载充电装置等新能源产品供应商，并有望开拓国内其他整车厂客户，未来发展前景广阔。

图表 50. 大众 MEB 逆变器项目为合资公司贡献收入测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收贡献（亿元）	0.2	1.8	3.2	6.0	10.0	16.0

资料来源：中银证券，公司公告

重点推荐

大众集团开启“Roadmap E”战略，计划推出主要为纯电动打造，兼顾插混的 MEB 平台，到 2025 年全球推出共计超过 80 款全新的电动车型，年产量将达 300 万辆，其中中国产量将达 150 万辆，一汽大众、上汽大众、江淮大众将共同发力拉动中国市场。大众集团开启招标程序，用于 MEB 平台量产车项目订单总额将超过 500 亿欧元，巨额的订单为中国零部件企业打开了广阔的市场，重点推荐华域汽车、中鼎股份，建议关注宁德时代及其产业链。

- **华域汽车：业绩稳定增长，新能源前瞻布局大有可为。**公司是国内汽车零部件行业龙头企业，主要客户为上汽集团，上汽合资自主新品周期延续，2018 年公司业绩增长确定性高。华域麦格纳获得上汽大众、一汽大众 MEB 平台电驱动系统总成定点意向书，预计于 2020 年投产，华域电动将为其提供全部驱动电机部件的配套供货，华域三电电动压缩机已批量供货 5.5 万台，新能源领域布局完善，发展前景看好，公司推行“零级化、国际化、中性化”初见成效。公司当前估值水平仅约 2018 年 10 倍市盈率，业绩增长确定性高。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 2.32 元、2.56 元和 2.82 元，维持买入评级，持续推荐。
- **中鼎股份：非轮胎橡胶件王者，新能源领域进展迅速。**公司是国内非轮胎橡胶行业龙头，公司先后收购德国 KACO、WEGU、AMK、TFH 公司，在密封系统、降噪减振底盘系统、冷却系统和空气悬挂及电机系统四大领域确定了行业领先地位，并将先进技术工艺引入国内生产，国产化带来巨大成长空间，打造全球非轮胎橡胶领域龙头。TFH 获得奥迪 Q6 (首款电动 SUV)项目定点书，供应新能源汽车电池冷却系统，未来有望取得 MEB 平台的供应资格。2018 年公司获得宁德时代多个项目新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品批量供应资格，宁德时代已经成为 MEB 电动车平台的动力电池供应商，公司有望成为 MEB 平台电池包减振产品供应商。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.12 元、1.34 元和 1.54 元，维持买入评级，持续推荐。

图表 51. 重点推荐公司及盈利预测

公司名称	证券代码	EPS			PE			投资评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
华域汽车	600741.SH	2.32	2.56	2.82	10.0	9.1	8.3	买入
中鼎股份	000887.SZ	1.12	1.34	1.54	12.6	10.5	9.1	买入

资料来源：万得，中银证券，股价为 2018 年 7 月 31 日收盘价

风险提示

- 1) 大众集团战略发生重大变化；
- 2) 车型推广速度与新能源汽车销量不及预期；
- 3) 产业政策与市场发生重大变化。

附录图表 52：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	(元/股)
300750.SZ	宁德时代	未有评级	72.22	1,568.9	1.79	1.46	40.5	49.5	11.57
600741.SH	华域汽车	买入	23.32	735.2	2.08	2.32	11.2	10.0	13.92
000887.SZ	中鼎股份	买入	14.07	173.7	0.91	1.12	15.4	12.6	6.42
002454.SZ	松芝股份	未有评级	5.35	33.8	0.58	0.95	9.2	5.6	4.47
600699.SH	均胜电子	未有评级	26.28	249.5	0.42	1.05	63.0	25.0	13.11
002239.SZ	奥特佳	未有评级	3.62	113.4	0.12	0.15	30.9	24.1	1.68
002055.SZ	得润电子	未有评级	13.60	65.2	0.36	0.91	37.3	14.9	5.03
002050.SZ	三花智控	未有评级	13.60	311.7	0.58	0.71	23.3	19.2	3.82
002126.SZ	银轮股份	买入	8.64	69.2	0.39	0.51	22.3	16.9	4.30
002048.SZ	宁波华翔	买入	12.17	76.2	1.27	1.20	9.5	10.1	12.47
000030.SZ	富奥股份	未有评级	5.07	90.6	0.46	-	11.0	-	3.31

资料来源：万得数据及中银证券

注：股价截止日 2018 年 7 月 31 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



600741.SH

买入

市场价格：人民币 23.32

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.0)	2.8	9.8	12.7
相对上证指数	0.1	1.7	16.5	24.3

发行股数(百万)	3,153
流通股(%)	91
流通股市值(人民币 百万)	66,847
3个月日均交易额(人民币 百万)	263
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
上海汽车集团股份有限公司	58

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以2018年8月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

华域汽车

业绩稳定增长，新能源前瞻布局大有可为

公司是国内汽车零部件行业龙头企业，主要客户为上汽集团，上汽合资自主新品周期延续，2018年公司业绩增长确定性高。华域麦格纳获得上汽大众、一汽大众 MEB 平台电驱动系统总成定点意向书，预计于2020年投产，华域电动将为其提供全部驱动电机部件的配套供货，华域三电电动压缩机已批量供货5.5万台，新能源领域布局完善，发展前景看好，公司推行“零级化、国际化、中性化”初见成效。公司当前估值水平仅约2018年10倍市盈率，业绩增长确定性高。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.32元、2.56元和2.82元，维持买入评级，持续推荐。

支撑评级的要点

- 上汽合资自主新品周期延续，2018年业绩增长确定性高。公司主要客户为上汽集团，收入占比约55%。上汽乘用车后续将推出RX8、光之翼等车型，有望持续热销。上汽大众将推出斯柯达Karoq、大众Tharu等多款SUV车型，上汽通用将新增凯迪拉克SUV等多款车型。上汽合资自主新品周期延续，公司业绩增长有保障。
- 完成上海小系收购，持续优化业务结构。2018年3月底，公司完成上海小系车灯收购及交割，上海小系成为公司全资子公司并更名“华域视觉”，自2018年3月1日起纳入公司合并报表范围。通过内外部资源整合，公司积极推进华域视觉从现有汽车照明产品向汽车照明信息系统和视觉感知系统的升级发展，前瞻布局有望长期受益。
- 新能源智能驾驶布局完善，发展前景看好。在新能源汽车领域，华域麦格纳获得上汽大众、一汽大众MEB平台电驱动系统总成定点意向书，预计于2020年投产，华域电动将为其提供全部驱动电机部件的配套供货，华域三电电动压缩机已批量供货5.5万台。在智能驾驶领域，2017年底国内首款自主研发、具有独立知识产权的24GHz后向毫米波雷达实现量产，前视摄像头完成综合工况道路验证测试。公司在新能源、智能驾驶等领域布局完善，发展前景看好。

评级面临的主要风险

- 1) 市场竞争加剧，汽车销量和利润率下滑；2) 原材料等成本上涨。

估值

- 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为2.32元、2.56元和2.82元，维持买入评级，持续推荐。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	124,296	140,487	157,346	173,080	190,388
变动(%)	36	13	12	10	10
净利润(人民币 百万)	6,076	6,554	7,317	8,057	8,898
全面摊薄每股收益(人民币)	1.927	2.079	2.321	2.556	2.822
变动(%)	16.1	7.9	11.6	10.1	10.4
全面摊薄市盈率(倍)	12.1	11.2	10.0	9.1	8.3
价格/每股现金流量(倍)	6.5	8.7	8.9	5.0	6.5
每股现金流量(人民币)	3.61	2.69	2.63	4.63	3.57
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.6	5.1	4.1	2.8	2.0
每股股息(人民币)	1.000	1.050	1.160	1.278	1.411
股息率(%)	4.3	4.5	5.0	5.5	6.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	124,296	140,487	157,346	173,080	190,388
销售成本	(106,623)	(120,766)	(135,160)	(148,641)	(163,372)
经营费用	(9,351)	(10,766)	(11,371)	(12,346)	(13,478)
息税折旧前利润	8,321	8,956	10,815	12,093	13,538
折旧及摊销	(2,534)	(2,999)	(3,323)	(3,693)	(4,084)
经营利润 (息税前利润)	5,788	5,957	7,492	8,399	9,455
净利息收入/(费用)	105	92	111	133	138
其他收益/(损失)	3,968	4,065	4,412	4,698	5,019
税前利润	9,861	10,113	12,015	13,230	14,611
所得税	(1,278)	(1,361)	(1,562)	(1,720)	(1,899)
少数股东权益	(2,507)	(2,577)	(3,136)	(3,453)	(3,814)
净利润	6,076	6,554	7,317	8,057	8,898
核心净利润	6,134	6,580	7,343	8,084	8,927
每股收益 (人民币)	1.927	2.079	2.321	2.556	2.822
核心每股收益 (人民币)	1.946	1.967	2.329	2.564	2.831
每股股息 (人民币)	1.000	1.050	1.160	1.278	1.411
收入增长(%)	36	13	12	10	10
息税前利润增长(%)	30	10	26	12	13
息税折旧前利润增长	35	8	21	12	12
每股收益增长(%)	16	8	12	10	10
核心每股收益增长(%)	16	8	12	10	10

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	9,861	10,113	12,015	13,230	14,611
折旧与摊销	2,534	2,999	3,323	3,693	4,084
净利息费用	(105)	(92)	(111)	(133)	(138)
运营资本变动	4,948	2,058	(5,415)	10,321	(5,414)
税金	1,228	1,594	(1,562)	(1,720)	(1,899)
其他经营现金流	(7,090)	(8,186)	54	(10,782)	3
经营活动产生的现金流	11,375	8,486	8,304	14,610	11,246
购买固定资产净值	578	197	4,034	3,243	3,639
投资减少/增加	1,285	2,575	2,448	2,956	3,150
其他投资现金流	(4,129)	(6,590)	(8,189)	(6,644)	(7,416)
投资活动产生的现金流	(2,267)	(3,818)	(1,706)	(445)	(627)
净增权益	570	0	0	0	0
净增债务	788	5,822	(1,309)	217	228
支付股息	(3,153)	(3,310)	(3,658)	(4,029)	(4,449)
其他融资现金流	3,106	(4,427)	(1,701)	177	185
融资活动产生的现金流	1,311	(1,915)	(6,668)	(3,634)	(4,036)
现金变动	10,419	2,753	(70)	10,531	6,583
期初现金	15,574	29,895	32,588	32,518	43,049
公司自由现金流	9,108	4,668	6,598	14,165	10,619
权益自由现金流	9,791	10,398	5,179	14,250	10,709

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	29,895	32,588	32,518	43,049	49,632
应收帐款	28,245	33,335	34,293	40,009	42,330
库存	7,343	9,944	6,106	12,802	8,381
其他流动资产	2,349	2,896	3,461	3,117	3,904
流动资产总计	67,832	78,763	76,379	98,978	104,247
固定资产	18,029	20,284	20,894	20,465	20,024
无形资产	2,603	2,799	2,900	2,879	2,875
其他长期资产	14,711	17,245	19,393	21,317	23,350
长期资产总计	35,342	40,328	43,188	44,661	46,249
总资产	107,612	123,373	123,695	147,608	154,340
应付帐款	37,576	45,551	39,786	55,770	51,075
短期债务	1,519	4,055	2,500	2,500	2,500
其他流动负债	12,634	17,117	19,461	19,586	22,412
流动负债总计	51,729	66,723	61,747	77,856	75,987
长期借款	4,083	633	633	633	633
其他长期负债	5,957	6,083	6,448	6,770	7,109
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
储备	32,848	36,269	39,927	43,956	48,405
股东权益	36,001	39,422	43,080	47,109	51,558
少数股东权益	7,747	8,651	11,787	15,240	19,053
总负债及权益	107,612	123,373	123,695	147,608	154,340
每股帐面价值 (人民币)	11.42	12.50	13.66	14.94	16.35
每股有形资产 (人民币)	10.59	11.62	12.74	14.03	15.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.59)	(8.85)	(9.32)	(12.66)	(14.75)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.7	6.4	6.9	7.0	7.1
息税前利润率(%)	4.7	4.2	4.8	4.9	5.0
税前利润率(%)	7.9	7.2	7.6	7.6	7.7
净利率(%)	4.9	4.4	4.7	4.7	4.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.0	1.1	1.1	1.3
估值					
市盈率(倍)	12.1	11.2	10.0	9.1	8.3
核心业务市盈率(倍)	12.0	11.9	10.0	9.1	8.2
市净率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	6.5	8.7	8.9	5.0	6.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.6	5.1	4.1	2.8	2.0
周转率					
存货周转天数	21.9	26.1	21.7	23.2	23.7
应收帐款周转天数	76.6	80.0	78.4	78.3	78.9
应付帐款周转天数	95.5	108.0	99.0	100.8	102.4
回报率					
股息支付率(%)	51.9	53.6	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	20.0	16.4	17.7	17.9	18.0
资产收益率(%)	5.4	4.5	5.3	5.4	5.4
已运用资本收益率(%)	3.6	3.2	3.3	3.3	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测



000887.SZ

买入

市场价格：人民币 14.07

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(21.0)	(0.3)	(11.1)	(25.7)
相对深证成指	(3.1)	1.9	(0.0)	(13.7)

发行股数(百万)	1,234
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	17,145
3个月日均交易额(人民币 百万)	87
净负债比率(%) (2018E)	26
主要股东(%)	
安徽中鼎控股(集团)股份有限公司	46

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年8月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

中鼎股份

非轮胎橡胶件王者，新能源领域进展迅速

公司是国内非轮胎橡胶行业龙头，公司先后收购德国 KACO、WEGU、AMK、TFH 公司，在密封系统、降噪减振底盘系统、冷却系统和空气悬挂及电机系统四大领域确定了行业领先地位，并将先进技术工艺引入国内生产，国产化带来巨大成长空间，打造全球非轮胎橡胶领域龙头。TFH 获得奥迪 Q6 (首款电动 SUV) 项目定点书，供应新能源汽车电池冷却系统，未来有望取得 MEB 平台的供应资格。2018 年公司获得宁德时代多个项目新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品批量供应资格，宁德时代已经成为 MEB 电动车平台的动力电池供应商，公司有望成为 MEB 平台电池包减振产品供应商。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.12 元、1.34 元和 1.54 元，维持买入评级，持续推荐。

支撑评级的要点

- 吸收非轮胎橡胶子领域多个顶尖企业，国产化带来巨大成长空间。公司自 2008 年开始国际化战略，已连续收购 5 家美国公司和德国 KACO、WEGU、AMK、TFH 公司，KACO 在油封领域技术水平强劲，WEGU 是抗震减噪领域领先企业，AMK 在空气悬挂及电机系统领域全球领先，TFH 在发动机/新能源汽车电池冷却系统细分领域全球排名前三，高端品牌汽车生产商是其主要客户，公司并购后对先进技术工艺消化吸收并引入国内生产，国产化带来巨大成长空间，公司产品逐渐向高端化升级，在冷却系统、降噪减振底盘系统、密封系统、空气悬挂及电机系统四大领域确定了行业领先地位。
- 新能源领域进展迅速，接连斩获订单。公司在并购 TFH 公司后，成为新能源车热管理系统总成产品的高端供应商，单套冷却系统价格约为 1,500 元，传统产品单车仅 300-400 元，价值量得到大幅提升。TFH 获得奥迪 Q6 (首款电动 SUV) 项目定点书，供应新能源汽车电池冷却系统，未来有望取得 MEB 平台的供应资格。2018 年公司获得宁德时代多个项目新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品批量供应资格，宁德时代已经成为 MEB 电动车平台的动力电池供应商，公司有望成为 MEB 平台电池包减振产品供应商。公司先后还获得沃尔沃、上汽、东风日产、吉利等多个项目定点，新能源领域进展顺利。
- 低估值、高分红、稳增长的零部件巨头，投资价值凸显。公司拟每 10 股派发现金股利 3 元 (含税)，合计派发现金股利约 3.7 亿元，分红比例 33%，目前股价对应 18 年市盈率仅 15 倍，是汽车零部件企业中低估值、高分红、稳增长的稀缺标的，在汽车行业增速放缓的背景下，公司的投资价值进一步凸显。

评级面临的主要风险

- 1) 外延并购整合效果不达预期；2) 原材料价格持续上涨。

估值

- 我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.12 元、1.34 元和 1.54 元，维持买入评级，持续推荐。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	8,384	11,770	13,852	16,098	18,596
变动(%)	28	40	18	16	16
净利润(人民币 百万)	901	1,127	1,376	1,647	1,901
全面摊薄每股收益(人民币)	0.730	0.913	1.115	1.335	1.540
变动(%)	26.2	25.1	22.0	19.7	15.4
全面摊薄市盈率(倍)	19.3	15.4	12.6	10.5	9.1
价格/每股现金流量(倍)	19.1	15.1	17.4	8.1	43.6
每股现金流量(人民币)	0.74	0.93	0.81	1.74	0.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	11.1	9.1	7.4	6.7
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.369	0.440	0.508
股息率(%)	0.7	2.1	2.6	3.1	3.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	8,384	11,770	13,852	16,098	18,596
销售成本	(5,961)	(8,498)	(9,844)	(11,413)	(13,253)
经营费用	(1,044)	(1,494)	(1,855)	(2,169)	(2,474)
息税折旧前利润	1,379	1,779	2,153	2,515	2,870
折旧及摊销	(286)	(369)	(343)	(361)	(380)
经营利润 (息税前利润)	1,093	1,410	1,810	2,154	2,489
净利息收入/(费用)	(59)	(164)	(194)	(217)	(242)
其他收益/(损失)	67	162	97	101	102
税前利润	1,101	1,407	1,713	2,038	2,349
所得税	(172)	(254)	(291)	(336)	(385)
少数股东权益	(28)	(26)	(45)	(54)	(63)
净利润	901	1,127	1,376	1,647	1,901
核心净利润	908	1,137	1,385	1,656	1,909
每股收益 (人民币)	0.730	0.913	1.115	1.335	1.540
核心每股收益 (人民币)	0.736	0.921	1.122	1.341	1.547
每股股息 (人民币)	0.100	0.300	0.369	0.440	0.508
收入增长(%)	28	40	18	16	16
息税前利润增长(%)	15	29	28	19	16
息税折旧前利润增长(%)	16	29	21	17	14
每股收益增长(%)	26	25	22	20	15
核心每股收益增长(%)	26	25	22	20	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,101	1,407	1,713	2,038	2,349
折旧与摊销	286	369	343	361	380
净利息费用	59	164	194	217	242
运营资本变动	(324)	(113)	(610)	314	(1,399)
税金	(144)	(228)	(291)	(336)	(385)
其他经营现金流	(67)	(450)	(348)	(447)	(788)
经营活动产生的现金流	911	1,150	1,000	2,148	399
购买固定资产净值	26	123	310	250	270
投资减少/增加	(829)	(942)	22	23	24
其他投资现金流	(2,281)	(1,000)	(491)	(527)	(565)
投资活动产生的现金流	(3,084)	(1,820)	(159)	(254)	(271)
净增权益	(123)	(370)	(455)	(544)	(627)
净增债务	479	1,611	331	(823)	1,093
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,832	(310)	(299)	(293)	(440)
融资活动产生的现金流	2,188	958	(371)	(1,557)	247
现金变动	15	287	469	337	375
期初现金	1,274	1,315	1,608	2,078	2,415
公司自由现金流	(2,173)	(671)	841	1,894	128
权益自由现金流	(1,635)	1,105	1,365	1,288	1,463

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,315	1,608	2,078	2,415	2,789
应收帐款	2,550	3,235	3,691	4,415	5,503
库存	1,417	2,008	2,326	2,519	3,464
其他流动资产	1,773	1,266	1,158	1,372	1,457
流动资产总计	7,055	8,117	9,253	10,720	13,213
固定资产	2,278	3,332	3,266	3,140	3,032
无形资产	354	476	509	524	522
其他长期资产	275	451	400	422	424
长期资产总计	2,907	4,259	4,175	4,087	3,978
总资产	11,865	15,349	16,271	17,664	20,058
应付帐款	1,250	1,822	1,622	2,424	2,283
短期债务	411	510	1,219	1,944	2,794
其他流动负债	1,158	1,190	1,192	1,378	1,447
流动负债总计	2,819	3,522	4,033	5,746	6,524
长期借款	1,997	3,521	3,150	1,594	1,840
其他长期负债	424	539	403	455	466
股本	1,234	1,234	1,234	1,234	1,234
储备	5,399	6,442	7,244	8,374	9,670
股东权益	6,634	7,676	8,478	9,609	10,904
少数股东权益	167	161	206	261	324
总负债及权益	11,865	15,349	16,271	17,664	20,058
每股帐面价值 (人民币)	5.37	6.22	6.87	7.78	8.83
每股有形资产 (人民币)	5.09	5.83	6.46	7.36	8.41
每股净负债/(现金)(人民币)	0.89	1.96	1.86	0.91	1.49

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.4	15.1	15.5	15.6	15.4
息税前利润率(%)	13.0	12.0	13.1	13.4	13.4
税前利润率(%)	13.1	12.0	12.4	12.7	12.6
净利率(%)	10.7	9.6	9.9	10.2	10.2
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.3	2.3	1.9	2.0
利息覆盖率(倍)	18.5	8.6	9.3	9.9	10.3
净权益负债率(%)	16.1	30.9	26.4	11.4	16.4
速动比率(倍)	2.0	1.7	1.7	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	19.3	15.4	12.6	10.5	9.1
核心业务市盈率(倍)	19.1	15.3	12.5	10.5	9.1
市净率(倍)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	19.1	15.1	17.4	8.1	43.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.4	11.1	9.1	7.4	6.7
周转率					
存货周转天数	78.4	73.5	80.4	77.5	82.4
应收帐款周转天数	94.7	89.7	91.3	91.9	97.3
应付帐款周转天数	45.7	47.6	45.4	45.9	46.2
回报率					
股息支付率(%)	13.7	32.8	33.1	33.0	33.0
净资产收益率(%)	17.5	15.8	17.0	18.2	18.5
资产收益率(%)	9.5	8.5	9.5	10.6	11.0
已运用资本收益率(%)	3.0	2.7	2.8	3.1	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371