

2018年12月12日

证券研究报告·公司研究报告

大众汽车(VOW3.F) 汽车



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

Volkswagen AG-大众的汽车

投资要点

- **公司简介:** 大众汽车创立于1937年,是全球知名汽车制造产商,经过一系列的并购整合,公司旗下拥有12个品牌,产品谱系齐全,涵盖从小轿车到豪华车及商用车等各种车型。其中大众乘用车和奥迪品牌是公司最核心的子品牌,也是公司的核心利润来源。1985年大众正式进驻中国,目前拥有上汽大众、一汽-大众和江淮大众三家合资企业,在华生产的品牌包括大众、奥迪、斯柯达等。
- **收入持续增长,盈利历经波动。**1988年至2017年,大众营收从303亿欧元增长至2306.8亿(复合增速7.3%),净利润从4亿欧元增长至116.4亿(复合增速12.3%)。其间,因1993年、2002年全球需求下滑以及2008年金融危机,大众业绩出现阶段性下滑,其余年份增长较好。2015年起因尾气排放事件产生较多非经常性损益,对大众近几年的利润产生较大影响。2018年前三季度,在全球需求疲软的情况下,大众汽车依靠较强的产品实力仍实现销售813万辆,同比增长4.2%,营业收入1745.8亿欧元,同比增长2.7%。
- **大众乘用车和奥迪贡献核心收入,保时捷盈利性最强。**大众乘用车和奥迪是公司的核心销量和收入来源。2017年,销量上,大众乘用车、奥迪、保时捷分别贡献集团销量的33%、14%、2%,合计49%;收入端,大众乘用车、奥迪、保时捷分别贡献35%、27%、10%,合计72%;盈利端,保时捷营业利润率高达17.6%,远高于大众乘用车(4.1%)、奥迪(8.4%)、斯柯达(9.7%)等其他子品牌,因此在利润贡献上,保时捷占比达24%。2018年前三季度,受累于行业景气度较低,其他品牌均盈利承压,但保时捷依靠较强的产品和技术实力,仍旧保持18.4%的营业利润率(环比微降0.1pp),展现了较强的盈利能力。
- **中国市场空间大,品牌渗透潜力高。**2007-2017年亚太地区的汽车销量从2360万辆增至4890万辆,中国销量占比从37%提至59%,是目前亚太最大的汽车销售市场。由于大众集团较早开拓中国市场,集团在亚太的在销量从105万辆增至446万辆,主要都是中国市场的贡献,大众在中国的市场份额约14%。随着公司在中国市场的投入不断增加,从渗透率的角度,仍有很大的提升空间。
- **大众未来,聚焦“电动+智能”。**新能源和智能化是公司未来的重点发展方向,到2025年,大众计划为全球提供80多款新电动车型,包括约50款纯电动汽车和30款插电式混合动力车,到2025年新能源车将占公司总销量的1/4。在中国,大众计划到2025年实现约40款新能源车型的本土生产。在自动驾驶领域,大众一方面以SEDRIC为平台探索自主技术和应用,另一方面也在市场上寻求合作,在已有车型上增添成熟的自动驾驶技术。
- **风险提示:** 全球汽车销量增速或不达预期,中国汽车市场或拓展不达预期,经营效率提升或不达预期,新能源汽车推广或不达预期,智能驾驶技术提升或不达预期。

西南证券研究发展中心

分析师:刘洋

执业证号:S1250518090002

电话:021-58351909

邮箱:liuyqc@swsc.com.cn

联系人:丁逸朦

电话:021-58352138

邮箱:dym@swsc.com.cn

相关研究

1. 宝马汽车(BMW3.F):前瞻布局,寻求下一个百年定位(2018-11-16)
2. 福特汽车(F.N):百年福特,砥砺前行(2018-11-01)

目 录

1 大众汽车，大众的汽车	1
1.1 基于大众，面向全球.....	1
1.2 收入持续增长，盈利历经波动.....	3
2 公司发展历程	6
2.1 不断超越的发展史.....	6
2.2 成功的收购整合.....	12
2.3 关键时点的领军人物-公司历任 CEO.....	13
3 品牌实力雄厚、产品谱系全面、产能扩张有序	18
3.1 优势品牌、强强联合.....	18
3.2 谱系全面、定位清晰.....	19
3.3 全球布局、扩张有序.....	20
4 公司经营分析	22
4.1 最近十年公司盈利分析.....	22
4.2 大众乘用车和奥迪是公司的重要子品牌，保时捷盈利性最强.....	31
4.3 大众汽车及竞争对手财务基础情况对比.....	49
4.4 模块化平台生产铸就企业综合实力.....	58
4.5 大众核心技术.....	59
5 大众汽车的中国扩张	61
5.1 开拓中国市场的必要.....	61
5.2 打入中国市场的历程.....	62
5.3 进入中国市场的成果.....	64
6 公司未来发展战略-电动+智能	66
6.1 高效内燃机和替代动力系统.....	66
6.2 电动汽车.....	67
6.3 移动出行服务.....	75
6.4 自动驾驶技术.....	76
7 风险提示	77

图 目 录

图 1: 大众旗下品牌.....	1
图 2: 大众汽车股权结构 (2017 年报)	2
图 3: 大众集团全球销售 (汽车交付量/千辆)	2
图 4: 公司 2017 年主营业务结构情况.....	3
图 5: 公司 2017 年汽车业务收入构成.....	3
图 6: 公司 2017 年分地区销售收入 (单位: 百万欧元)	3
图 7: 公司 2017 年分地区销量 (单位: 千辆)	3
图 8: 公司 1988-2018Q3 营业收入 (亿欧元) 及增速	4
图 9: 公司 1988-2018Q3 净利润 (亿欧元) 及增速.....	4
图 10: 1988-2018Q3 大众全球汽车销量 (Sales)	5
图 11: 1989-至今大众汽车股价复盘.....	5
图 12: 大众发展历程中, 竞争对手及全球重要经济时点.....	8
图 13: 甲壳虫第一代到第三代车型演变.....	10
图 14: 高尔夫第一代到第七代车型演变.....	10
图 15: Touareg 第一代到第三代车型演变.....	11
图 16: Polo 第一代到第五代车型演变.....	11
图 17: 帕萨特第一代到第六代车型演变.....	12
图 18: 品牌收购及整合.....	13
图 19: Ferdinand Porsche.....	14
图 20: Heinrich Nordhoff.....	14
图 21: Rudolf Leiding.....	15
图 22: Toni Schmücker.....	15
图 23: Carl Hahn.....	16
图 24: Ferdinand Piëch.....	16
图 25: Bernd Pischetsrieder	16
图 26: Martin Winterkorn	16
图 27: Matthias Müller.....	17
图 28: Herbert Diess.....	17
图 29: 品牌定位清晰.....	19
图 30: 产品谱系齐全 (轿车、SUV、MPV、商用车、电动车均有)	19
图 31: 产能布局完善.....	21
图 32: 大众中国 SUV 交付量 (千辆)	21
图 33: 大众中国产能提升计划.....	21
图 34: 公司 2009-2018Q3 营业收入 (亿欧元) 及增速.....	22
图 35: 公司 2009-2018Q3 净利润 (亿欧元) 及增速.....	22
图 36: 公司 2009-2018Q3 分品牌收入 (百万欧元)	22
图 37: 公司 2009-2018Q3 全球汽车销量 (千辆)	22
图 38: 公司 2009-2018Q3 全球合计交付量 (千辆)	23
图 39: 公司 2009-2018Q3 分品牌交付量 (千辆)	23

图 40: 公司 2009-2018Q3 营业利润 (百万欧元)	23
图 41: 公司 2009-2018Q3 分品牌营业利润 (百万欧元)	23
图 42: 公司 2009-2018Q3 毛利率和净利率	24
图 43: 2009-2018Q3 三费率	24
图 44: 大众集团乘用车历年销量及增速	25
图 45: 大众集团乘用车分地区历年销量构成	25
图 46: 大众集团乘用车全球及区域的市占率	26
图 47: 全球汽车集团的市占率-大众市占率第一	26
图 48: 公司 2018Q1-Q3 和 2017Q1-Q3 销量及产量 (千台)	29
图 49: 公司 2017Q3 及 2018Q3 销量及产量 (千台)	29
图 50: 2017-2018Q3 特殊款项扣除前的经营利润 (百万欧元)	30
图 51: 大众集团 2017-2018 月度交付量 (千辆)	30
图 52: 2017 大众集团品牌销量结构	32
图 53: 2018 前三季度大众集团品牌销量结构	32
图 54: 2017 大众集团品牌客户交付量结构	32
图 55: 2018 前三季度大众集团品牌客户交付量结构	32
图 56: 2017 大众集团品牌收入结构	32
图 57: 2018 前三季度大众集团品牌收入结构	32
图 58: 2017 大众集团品牌利润结构	33
图 59: 2018 前三季度大众集团品牌利润结构	33
图 60: 大众车型	35
图 61: 大众乘用车产销数据 (千辆)	36
图 62: 大众乘用车盈利情况	36
图 63: 大众乘用车 ROS	36
图 64: 奥迪产能分布	37
图 65: 奥迪车型	38
图 66: 奥迪产销数据 (千辆)	40
图 67: 奥迪集团盈利情况 (百万欧)	40
图 68: 奥迪 ROS	41
图 69: 奥迪原材料成本	41
图 70: 奥迪研发支出 (百万欧元)	41
图 71: 2016-2017 奥迪研发投向	41
图 72: 保时捷家族图谱	43
图 73: 保时捷车型	44
图 74: 保时捷产销及交付 (千辆)	45
图 75: 中国及美国区交付及增速	45
图 76: 保时捷营收及利润 (百万欧元)	46
图 77: 保时捷汽车 ROS	46
图 78: 斯柯达在售车型	47
图 79: 车型主要销售地区	47
图 80: 分地区交付量 (辆) 及增速	47
图 81: 斯柯达分地区市场份额	48

图 82: 斯柯达产销 (千辆) 及交付量数据	48
图 83: 全球终端销量 (千辆) 及剔除合资公司销量	48
图 84: 斯柯达营收及利润 (百万欧元)	49
图 85: 斯柯达 ROS	49
图 86: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-毛利率	52
图 87: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-净利率	53
图 88: 大众集团汽车部门净现金流 (亿欧元/剔除因柴油机事件的支付)	55
图 89: 大众集团汽车部门资本开支 (亿欧元) 及收入占比	55
图 90: 2012-2017 年全球主要汽车公司 R&D ratio	56
图 91: 2012-2017 年全球主要汽车公司研发人数及占比	56
图 92: 大众集团乘用车分地区历年销量构成	61
图 93: 全球汽车分地区历年销量构成	61
图 94: 中国汽车销量增速领先	62
图 95: 大众在中国的份额	62
图 96: 大众集团在国内的合资公司	63
图 97: 大众汽车在华乘用车产量和增速	65
图 98: 大众集团在华营业总利润	65
图 99: 大众可持续交通的五大领域	66
图 100: 大众集团电池提升计划	69
图 101: 大众集团电池成本计划	69
图 102: 大众 RoadmapE 电动平台计划	69
图 103: MEB 平台	70
图 104: 可扩展电池包	71
图 105: 大众电池结构图	71
图 106: 大众 I.D.	72
图 107: 大众 I.D.BUZZ	72
图 108: 大众 I.D.CROZZ	72
图 109: 大众 I.D.VIZZION	72
图 110: MEB 平台灵活架构	73
图 111: 充电效率	74
图 112: 壁挂充电盒	74
图 113: 奥迪 e-tron	74
图 114: 保时捷 Mission E	74
图 115: 电动兰博基尼 Terzo Millennio 概念车	75
图 116: MOIA 的试运营	76
图 117: 大众自动驾驶技术发展历程	76

表 目 录

表 1: 大众汽车发展历程	6
表 2: 历史经典车型梳理	8
表 3: 二战后历任公司领导人员汇总	13
表 4: 2018 年集团人员架构调整	17
表 5: 大众集团旗下品牌概况及交付 (万辆)	18
表 6: 大众全球工厂分布	20
表 7: 2015-2018 年影响盈利的非经常性事件 (单位: 十亿欧元)	24
表 8: 大众集团分地区乘用车历年销量 (万辆) 及增长率	25
表 9: 全球分地区汽车销量 (万辆) 及增长率	25
表 10: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 经营情况 (百万欧)	27
表 11: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 分地区销售额 (百万欧)	27
表 12: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 集团分业务运营情况	27
表 13: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 交付量 (辆)	28
表 14: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 分品牌运营情况 (单位: 百万欧, 千辆)	28
表 15: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 分品牌交付量 (辆)	29
表 16: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 研发及资本支出情况 (百万欧)	30
表 17: 全球车企 2018 三季报对比	31
表 18: 全球车企 2018Q3 对比	31
表 19: 公司品牌盈利能力及未来盈利目标	33
表 20: 大众乘用车品牌车型及历年产量 (辆)	34
表 21: 大众新车型计划	37
表 22: 奥迪品牌车型及历年交付量 (辆)	39
表 23: 奥迪新车型计划	42
表 24: 保时捷大众收购案回顾	43
表 25: 保时捷车型历年交付量及产量 (辆)	44
表 26: 斯柯达品牌分型号销量 (辆) 数据	46
表 27: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-收入及增速	50
表 28: 大众集团和竞争对手的对比-销量 (千辆) 及增速	50
表 29: 大众集团和竞争对手的对比-市占率	51
表 30: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-利润及增速	51
表 31: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-毛利率	52
表 32: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-净利率	52
表 33: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-资产负债率	53
表 34: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-ROE	53
表 35: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-经营净现金流	54
表 36: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-资本开支 (百万美元) 及比例	54
表 37: 大众集团研发投入情况 (单位: 百万欧元)	55
表 38: 2012-2017 年全球主要汽车公司的研发支出	56
表 39: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-股利 (美元) 及股利支付率	56

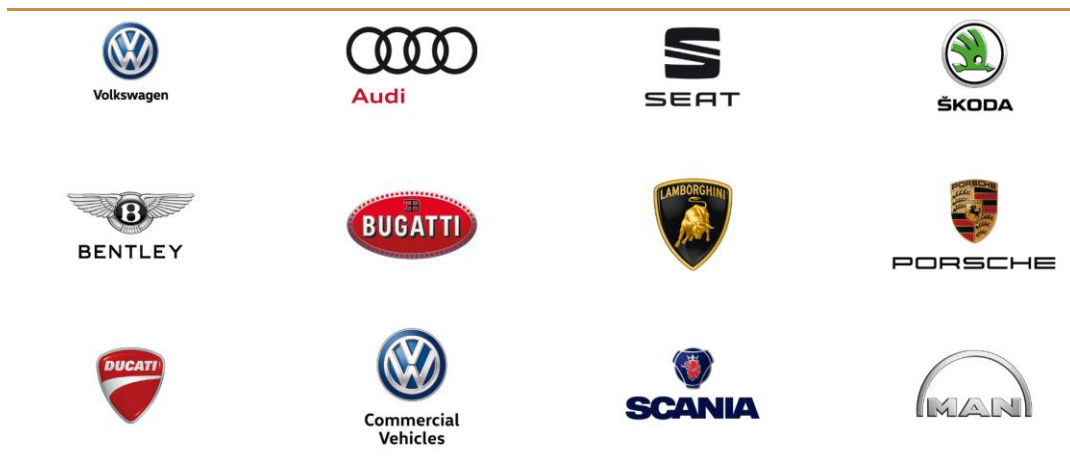
表 40: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-EPS	57
表 41: 大众集团和竞争对手的估值情况 (20181204)	57
表 42: 大众集团财务目标(ROS、ROI 数据 Before special items)	57
表 43: 大众集团汽车平台	58
表 44: 大众集团核心技术	59
表 45: 全球汽车厂商代表性技术	60
表 46: 大众集团分地区销量增速 (亚太地区增速相对较好)	61
表 47: 全球汽车分地区销量增速 (亚太地区增长较好)	61
表 48: 一汽大众	63
表 49: 上汽大众	64
表 50: 大众集团中国区业务数据	64
表 51: 大众集团中国区业务数据销量 (千辆)	65
表 52: 大众集团中国区业务数据产量 (千辆)	65
表 53: 大众可持续交通的投资计划	66
表 54: 高效内燃机和替代动力系统的目标	67
表 55: 大众集团 Roadmap E 电动车计划目标	67
表 56: 大众新能源车型规划	67
表 57: 国内外主要车企新能源规划和销量目标	68
表 58: 大众电动车平台的目标	70
表 59: 大众集团 MEB 平台概念车参数	70
表 60: 大众集团充电桩布局	75

1 大众汽车，大众的汽车

1.1 基于大众，面向全球

大众汽车 (Volkswagen AG) 于 1937 年创立，是一家德国的汽车制造商，世界四大汽车产商之一。大众汽车公司拥有汽车和金融服务两大业务板块。公司的汽车部门包括车辆和发动机的开发，乘用车，轻型商用车，卡车，公共汽车和摩托车的生产和销售，以及备件，柴油发动机，涡轮机械，特种减速机，推进部件和试验系统。金融服务部门将经销商和客户融资，租赁，银行，保险活动，车队管理和移动产品相结合。公司旗下经营 12 个品牌，包括大众、奥迪、西亚特、斯柯达、宾利、布加蒂、兰博基尼、保时捷、杜卡迪、大众商用车、斯堪尼亚及 MAN。产品谱系齐全，乘用车产品包括从超经济的紧凑车型到豪华型小轿车。在集团之下，奥迪和大众各自独立管理其品牌群，并负责从中创造利润。各个品牌均有其自己的标识，自主经营。大众汽车的产品在全球超过 150 个国家均有销售，且最近三年，销量增长较好。

图 1：大众旗下品牌

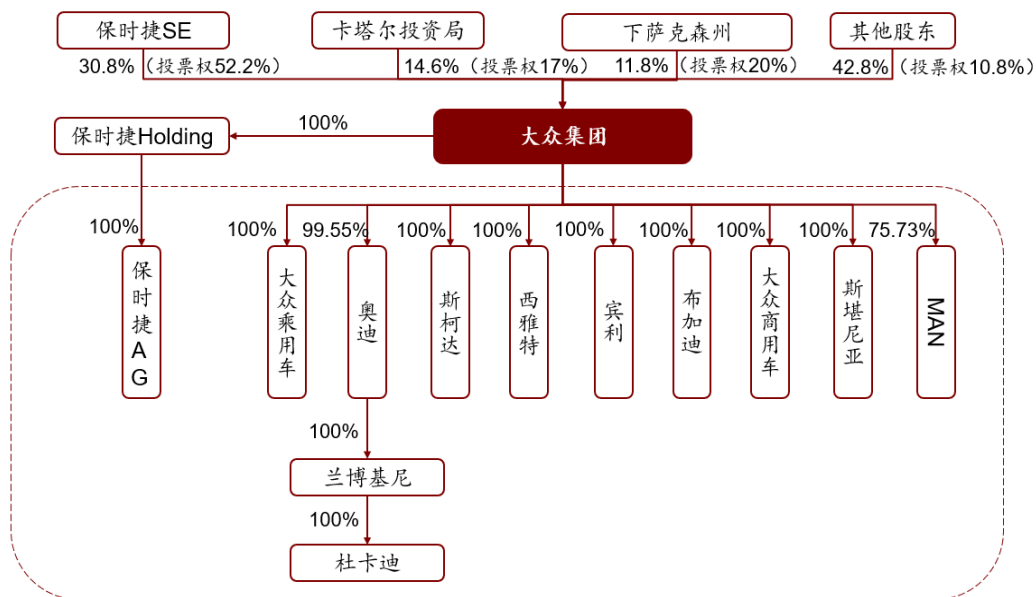


数据来源：公司财报，西南证券整理

截至 2017 年底，保时捷 SE 公司持有大众集团 30.8% 的股权，卡塔尔投资局持有 14.6%，德国下萨克森州政府持有 11.8%，其他股东合计持有 42.8%。投票权分配与持股不同，保时捷 SE 公司拥有 52.2% 的投票权，下萨克森州拥有 20% 投票权，卡塔尔投资局拥有 17%，其他股东合计投票权占 10.8%。

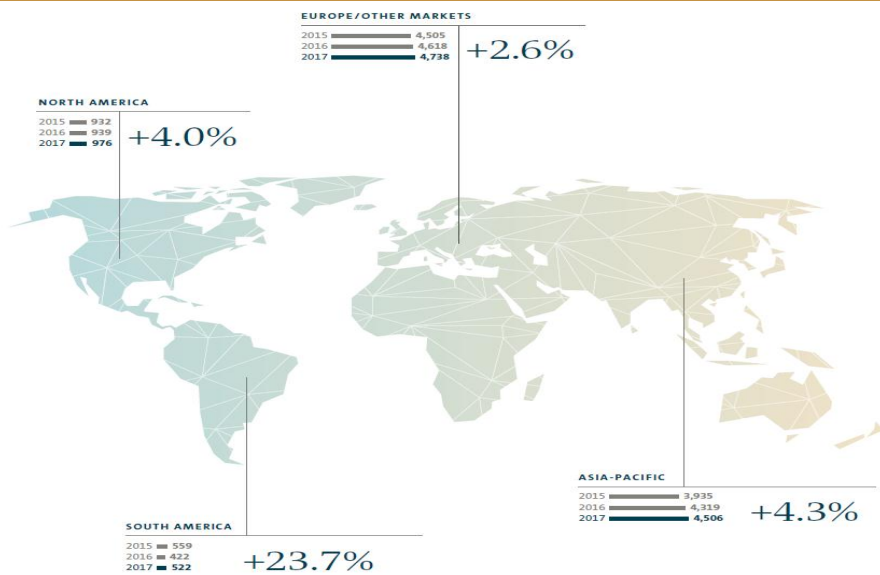
大众集团旗下的 12 个品牌中，除奥迪 (99.55%) 和 MAN (75.73%) 以外，均为 100% 持有。

图 2：大众汽车股权结构（2017 年报）



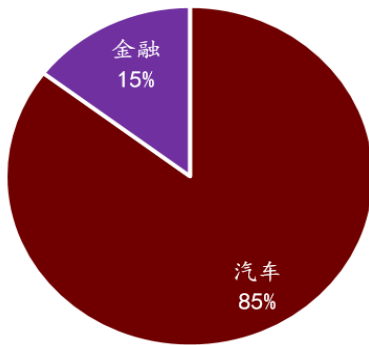
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 3：大众集团全球销售（汽车交付量/千辆）

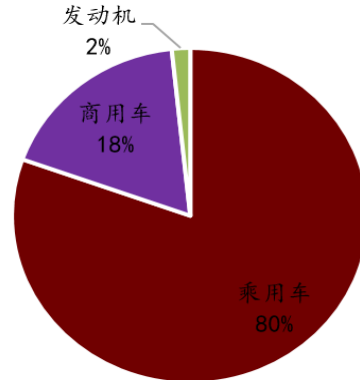


数据来源：公司财报，西南证券整理

2017 年，公司营业收入 2307 亿欧元，汽车销售 1077 万辆。汽车是公司最主要的业务，贡献了 85% 的营业收入，其中乘用车销售占比 80%、商用车占比 18%，还有 2% 的收入来源于发动机及配件销售。

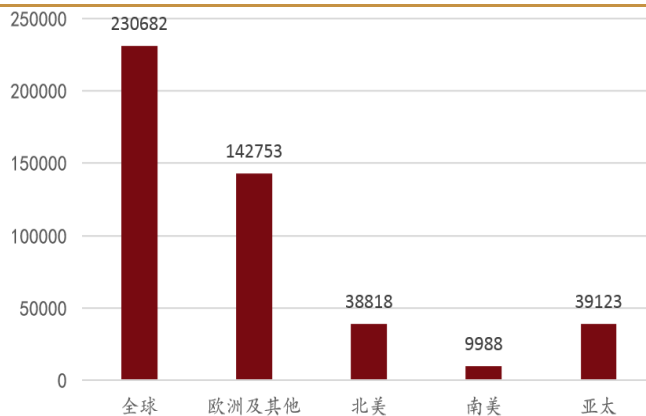
图 4：公司 2017 年主营业务结构情况


数据来源：年报、西南证券整理

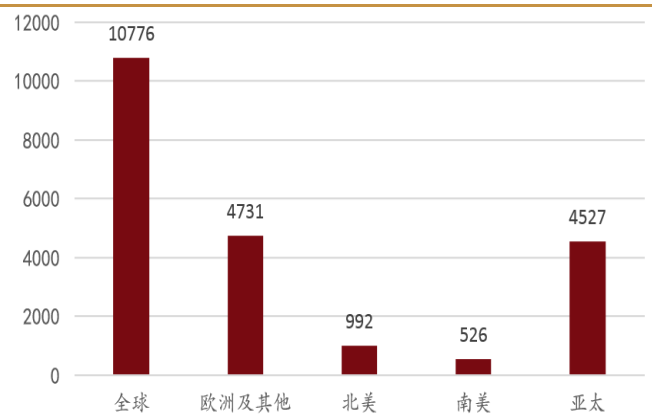
图 5：公司 2017 年汽车业务收入构成


数据来源：年报、西南证券整理

大众集团作为全球性的汽车集团，分区域看，欧洲及其他、亚太、北美、南美市场的销量贡献分别为 44%、42%、9%、5%，销售额贡献分别为 62%、17%、17%、4%。亚太市场，特别是中国市场，汽车年销量近 3000 万辆，是大众集团近年来在亚太市场拓展的重心，销量占比快赶上欧洲本土市场。但由于集团的豪华品牌和高价值量的 SUV 在欧洲销售更多，欧洲市场在销售额贡献了超过 50% 的营收。

图 6：公司 2017 年分地区销售收入（单位：百万欧元）


数据来源：年报、西南证券整理

图 7：公司 2017 年分地区销量（单位：千辆）


数据来源：年报、西南证券整理

1.2 收入持续增长，盈利历经波动

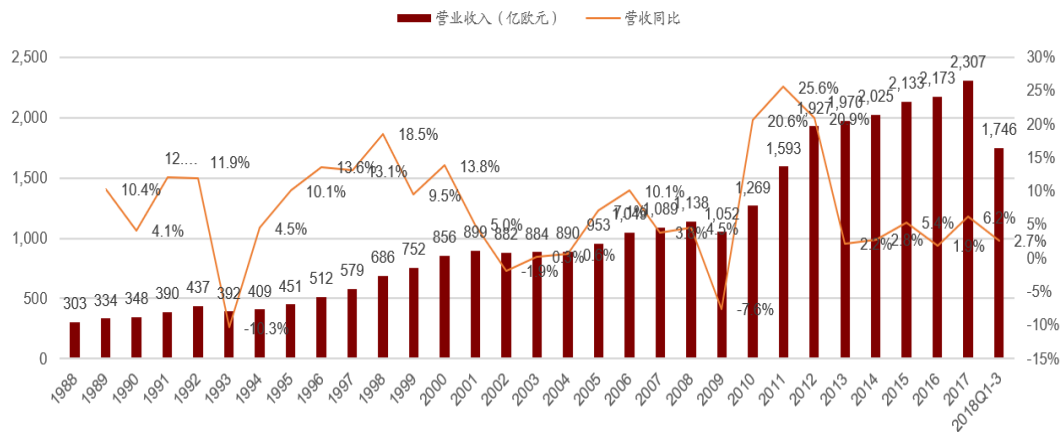
1988 年到 2008 年，大众集团营业收入 303 亿欧元增长至 1138 亿欧元，复合增速约 6.8%。其中 1988 年到 1992 年收入连续增长，复合增速约 9.6%，1993 年全球经济不景气，汽车消费需求减少，大众收入下降 10.3%。随着全球经济的复苏，1994 年到 2001 年，公司收入增长至 899 亿欧元，复合增速 11.9%，净利润增至 29.2 亿欧元，复合增速 67.2%。2002 年到 2004 年，全球需求不振，大众销量下滑带来营收和利润的减少。2005 年伴随全球经济复苏，公司业绩重新增长。2008 年全球金融危机，大众销量增速放缓，2009 年营收下滑明显。

2009 年到 2017 年，公司营业收入从 1052 亿欧元增至 2307 亿欧元，体量翻倍扩张，复合增速 10.3%；净利润从 9.1 亿欧元增至 116.4 亿欧元，增速 37.5%，归母净利润从 9.6

亿欧元增至 116.3 亿，复合增速 36.6%；其中 2012 年 8 月大众完成收购保时捷汽车业务，集团资产被重估，因而利润大幅增长。2013 年的净利润对比基数较高，因此同比下滑，但 2011 的净利润 158.0 亿欧元仍超过 2013 年的 91.5 亿欧元。2013 年以后公司营业利润逐年增长，2015 年因受到柴油机尾气排放事件的影响，大众计提 168.9 亿应急准备金，当年账面净利润为-13.6 亿欧元。

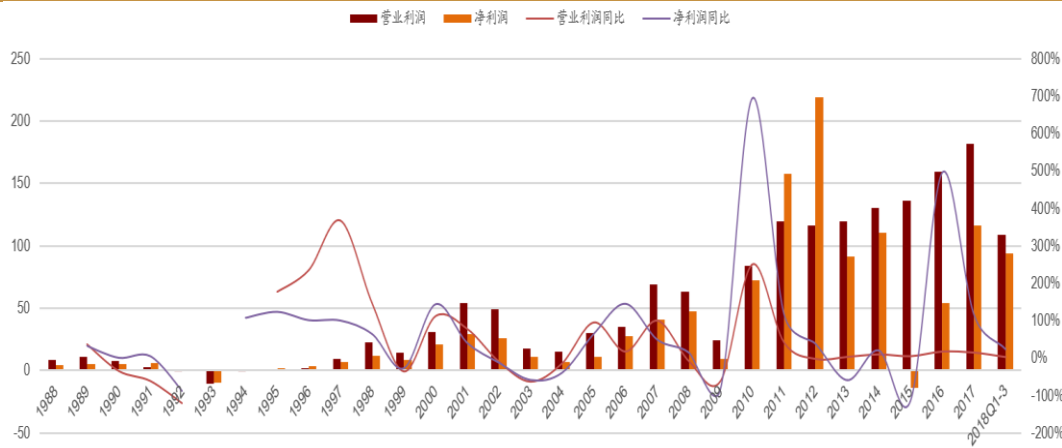
2018 年 1-9 月，公司实现营业收入 1745.8 亿欧元，同比增长 2.7%，汽车销量 813 万，同比增长 4.2%，毛利率 20.1%，同比增长 0.9pp，特殊项目影响前的销售利润率 7.6%，同比减少 0.2pp。

图 8：公司 1988-2018Q3 营业收入（亿欧元）及增速



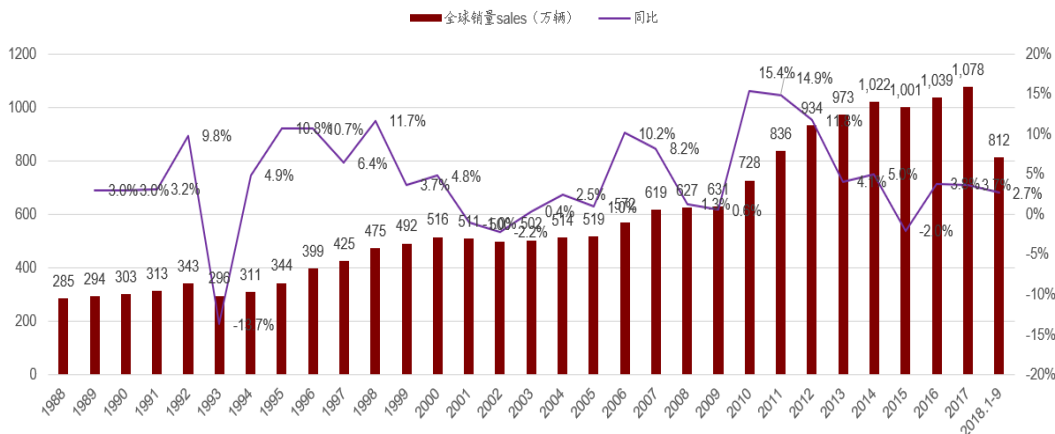
数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

图 9：公司 1988-2018Q3 净利润（亿欧元）及增速



数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

图 10: 1988-2018Q3 大众全球汽车销量 (Sales)



数据来源: 公司财报, 西南证券整理。注: 1996 年起数据包含非并表合资企业, 当年同比增速已调整

1989 年至今, 大众的股份走势基本和大众集团业绩状况相吻合。2008-2009 年, 受保时捷和大众收购案的影响, 大众股价剧烈波动, 最高交易价格曾经高达 1005 欧元/股。2009 年 8 月, 大众反收购受金融危机的影响而资金紧张的保时捷后, 股价回落至正常水平。2015 年, 受到柴油门事件的影响, 大众股价下跌超过 50%, 随后保持稳中有升的趋势。

图 11: 1989-至今大众汽车股价复盘



数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

2 公司发展历程

2.1 不断超越的发展史

大众集团从成立到发展成现在全球性的汽车集团，经历了二战的炮火、掌舵人的变迁，近百年的时间，大众集团不断突破瓶颈，打造了多款经典的车型，创造销量历史。

1937-1945: 希特勒在 1936 年提出生产廉价的“大众汽车”的设想，提出让每个德国家庭都有一辆轿车，要求是能坐得下两名成年人以及三名儿童，同时还有他们的行李，最高时速能达到 100 公里/小时，以满足高速公路行驶需求，平均油耗不高于百公里 7 升，售价要控制在 1000 马克之下。随后，由奥地利工程师保时捷主持设计，纳粹组织的“劳工阵线”负责生产。1937 年 3 月 28 日，“Gesellschaft zur Vorbereitung des Deutschen Volkswagens mbH”公司成立，1938 年 9 月 16 日更名为“Volkswagenwerk GmbH”。1938 年，大众汽车公司在沃尔夫斯堡开始建厂，计划产能 150 万辆，产量超过福特汽车公司。

1945-1949: 二战结束，1945 年 6 月中旬，大众汽车公司由英国军政府接管，甲壳虫开始投入大量生产。1948 年，大众成为德国重要的经济和象征元素，并开始获得成功。

1960-1980: 60 年代，大众扩大生产线，并推出四种不同的 tpe3 车型。1972 年，甲壳虫累计销量超过 1500 万辆，超过福特 T 型车创造的销量记录。1973 年，采用模块化战略设计的首款帕萨特投产，标准化组建可同时应用于多款车，规模经济效应显著，同年，大众还推出高尔夫，并在美国开设新工厂，公司年总产量超过 1600 万辆。

1980-2000: 1983 年，第二代 Golf 正式生产。该车型在设计上非常适合高度自动化的装配流程，在特别建立的最后装配车间（Hall 54），机器人首次应用于汽车制造中。1999 年 7 月，大众推出首款耗油率仅 3 升/100 公里的量产车 Lupo 3L TDI。

2000-至今: 2002 年 8 月，豪华越野车 Touareg 量产，大众品牌进入新的 SUV 市场。2015 年，大众汽车品牌在中国逐步启用全新“基于发动机扭矩”的车尾标识体系。大众 TSI 涡轮增压直喷汽油发动机能够在不增加发动机排量的前提下产生更大的扭矩，并在较为宽泛的发动机转速范围内，实现并保持最大扭矩输出，能够更好地适应中国的特殊交通状况。2011 年，保时捷收购案之后，公司成为全球最大的汽车公司。2016 年 12 月，大众成立新品牌 Moia 进军移动出行，将网约车运营业务全部移至“Moia”，提供“新出行方案”服务，希望十年内成为“世界前三出行提供商”，这是传统汽车企业的比较激进的一次转型。

表 1：大众汽车发展历程

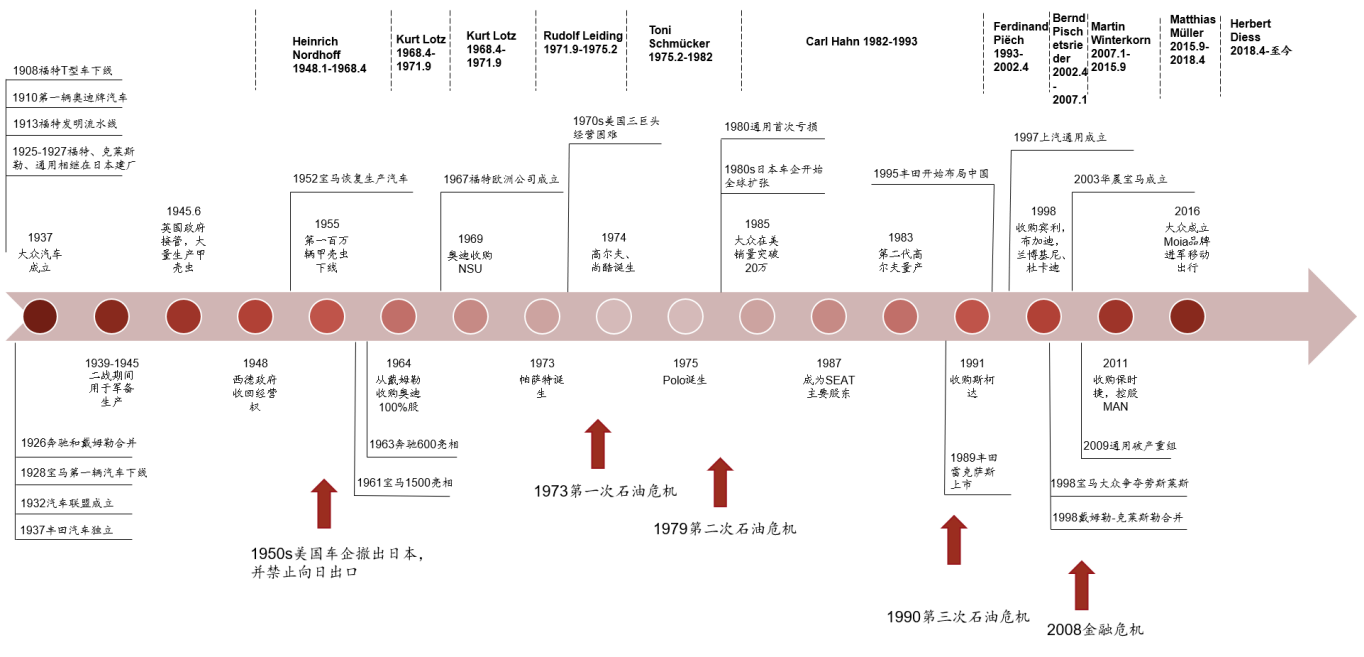
时间	事件	详情
1937	大众汽车成立	
1939-45	二战期间用于军备生产	type82E 是为二战开发的军用车型。
1945-49	1945 年 6 月，公司由英国军政府接管。甲壳虫大量生产。 1948 年，西德政府收回经营权	
1950	Type 2 投入生产	
1955	第一百万辆甲壳虫下线	大众汽车以其出色的广告营销，风靡美国
1961	拓宽产品线	在 type3 基础上研发三款：Karmann Ghia, Notchback, Squareback。
1956	独立的 Transporter 生产基地在汉诺瓦成立	

时间	事件	详情
1964	从戴姆勒-奔驰公司买下奥迪-德国本土汽车公司	以 2.9 亿马克一举收购奥迪 100% 股份。
1969	买下 NSU, 1977 起未再使用; 开发出 Type 4 模型, 引入硬壳式结构和一体式成型技术、全自动变速箱, 电喷发动机(动力更强劲)。	奥迪与德国制造商 NSU Motorenwerke AG 在 8 月 26 日合并为汽车联盟, 创建 Audi NSU Auto.AG (1985 年更名为 AUDI AG)。
1971	基于 type4, 研制出全新“超级甲壳虫”(type113)	销量不佳
1972	甲壳虫销售 15,007,034 辆	超越福特汽车 Model T 车型在 1908—27 年的记录
1973	发展陷入瓶颈, 帕萨特诞生	帕萨特采用模块化战略设计
1974	尚酷、高尔夫诞生	
1975	Polo 横空出世	
1976	首辆 Golf GTI 下线	
1980	大众在北美市场受到日系和美系车挑战, 销量狂跌	第二代高尔夫, GTI 和捷达挽救大众北美市场。
1985	大众美国销量突破 20 万辆	比预定目标提前 22 年
1987	成西班牙汽车公司 Seat(西亚特)的主要持有者, 1990 年买下全部股权	1983, 大众汽车集团有意买下西雅特大部分股权, 但西班牙政府已经在与丰田、日产、三菱等厂商洽谈关于出售相关事宜。但大众直接与西雅特谈判, 将大众旗下的帕萨特与 Polo 车型放在位于西班牙的西雅特工厂进行生产。西雅特汽车在生产过程中逐渐被大众同化, 大众在 1983 年 6 月与西雅特签署合作协议, 并不断对西雅特股权进行收购, 到 1986 年 6 月, 大众拥有西雅特汽车公司 51% 的股份, 成为最大股东, 在 12 月份增持至 75%。
1983.06	第二代 Golf 生产	
1990	大众成为全球销量冠军	
1991	买下斯柯达, 在北美市场推出第三代高尔夫	1991 年, 收购斯柯达 70% 股份, 2000 年收购余下 30%
1995	大众推出新甲壳虫, 引起复古风潮, 大卖	
1997	推出 Golf MK4, 并在此平台上诞生 Bora。	新甲壳虫, 奥迪 A3, 奥迪 TT, 斯柯达奥克塔维亚量产
1998	从 Vickers 买劳斯莱斯和宾利; 买布加迪, 推出三款概念车: EB110、Chiron、Veyron (量产版 406km/h)	宾利与劳斯莱斯董事会威克斯集团接受大众报价, 14.14 亿马克将宾利和劳斯莱斯品牌出售
1998.06	买下意大利超跑制造商兰博基尼	
1999.07	推出 Lupo 3L TDI	首款耗油率仅 3 升/100 公里的量产车问世
2002.08	开始量产豪华越野车 Touareg	大众品牌进入新市场
2002.12	Touran 小型厢型车生产, 辉腾诞生	
2003	第五代高尔夫开始生产, 途锐问世	
2006	途观 (Tiguan) 问世	
2008	第六代高尔夫、途观 (小型 SUV) 和帕萨特双门跑车上市	
2009	小型 MPV 西亚阿尔塔上市。大众与铃木成战略合作伙伴联盟, 大众收购铃木 19.9% 的股份, 收购保时捷汽车 49.9% 股权	大众以 17 亿欧元(当时约 21 亿美元)收购 19.89% 铃木股权。2015, 铃木买回该股权的申请备案, 金额 4603 亿至 4717.4 亿日圆。大众以 40 亿欧元取得保时捷 49.9% 的股权。
2011	收购保时捷, 控股 MAN, 大众成全球最大汽车公司	2012 年完成保时捷合并, 收购 MAN 55.9% 股份, 成为控股股东
2016.12	大众成立新品牌 Moia 进军移动出行。	网约车业务全部移至 “Moia”, 提供 “新出行方案” 服务
2018.06	将其持有的上汽大众股份中的 1% 转让给奥迪公司	

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

大众在整个发展过程中，虽然也遇到过自身的发展困劲，但比较竞争对手的发展路径，整体还算顺利。大众和丰田汽车在 1937 年同时成立，但日系车真正崛起在 50 年代后，依靠美国的技术支持获得快速发展。虽然大众在 1974 年出现亏损，但同年推出的新车型高尔夫迅速帮公司走出困境。70 年代，原本强势的美系车企因误判石油危机的影响，经营遇困，经济省油的日系、德系车顺势挤占部分市场。在这一期间，大众还推出了经典车型 Polo，给公司提供了新的增长，且至今依旧畅销。80 年代大众合资成立上海大众，率先进入中国，在亚太区最具潜力的市场占得先机。而其他竞争对手，日系车切入中国较晚，美系车全球经营不佳，大众则陆续将多个优质品牌收入旗下，相对平稳地度过各次全球的危机。

图 12：大众发展历程中，竞争对手及全球重要经济时点



数据来源：西南证券整理

表 2：历史经典车型梳理

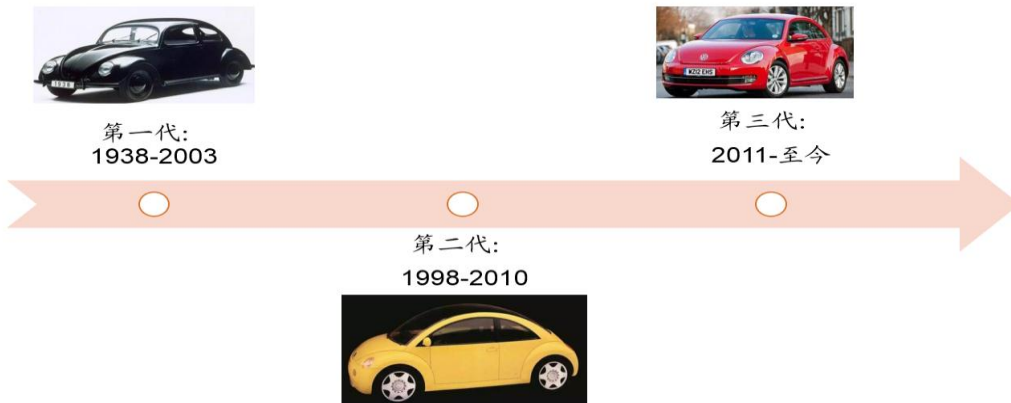
车型	简介	时期	历史
甲壳虫	世界最经典的车型之一	第一代 1938-2003	1938，第一代甲壳虫。1946，战后第一台甲壳虫诞生。1955：总产量 100 万辆。1962：第 500 万辆下线。1967：第 1000 万辆下线。1972：产量打破福特 T 型车纪录。1974：沃尔夫斯堡第 11916519 台甲壳虫下线。1978：埃姆登工厂生产最后一台甲壳虫。1981：第 2000 万辆甲壳虫在墨西哥 Peubla 工厂下线。2003：最后一辆在墨西哥工厂下线。
		第二代 1998-2010	1994：发布 Concept one，4 年后，New Beetle 上市。第二代甲壳虫在墨西哥投产，开创“复古未来派”设计风潮。这一代基于高尔夫四的 PQ34 平台，从结构简单的平民车变精致的时尚车。1999：第一次为甲壳虫配备涡轮增压发动机。2003：推出敞篷版。
		第三代 2011-至今	2011 年：新一代上市，车头变长，车顶至车尾的线条变平缓。配备 6 挡手动变速箱和 6 挡双离合、7 挡双离合变速箱。运动定位明显。
高尔夫	甲壳虫之后，大众汽车最成功的产	第一代 1974-1983	Mk1 (Typ 17)：乔治亚罗经典之作。1974 年 3 月，高尔夫投产，8 月上市。1976，新版 1.6 升燃油喷射汽油机装备运动型的高尔夫 gti，最大功率是 81 千瓦，极速达 181Km/h(同类车不超 165 Km/h)。9 月，推出高尔夫 Diesel 车款，搭载 1.5 升压缩式点柴柴油发动机，百公里消耗比汽油少 2 公升。10 月 27 日，第 100 万辆高尔夫在沃尔夫斯堡下线。1979 年 3 月，高尔夫敞篷车上市，连续生产 14 年，共销售 38.85 万辆，全球销量最大的敞篷车。1983：第一代高尔夫功成身

车型	简介	时期	历史
	品, 高尔夫的投产意味着追求舒适性和实用性时代的开始。		退,总销售量 678 万辆。2008 年, 第一代高尔夫依然在南非以大众 Citi Golf 这个名称投产销售。
		第二代 1983-1992	Mk2 (Typ19/1G)。1983 年 8 月, 推出第二代高尔夫。为满足顾客需求, 第二代轴距更长, 行李舱更宽敞。全新的扭力梁式后桥, 改善了路面操作和行驶状况, 其发动机排量从 1.3l 到 1.8l 配置齐全, 配有涡轮增压柴油发动机。1986 年 3 月: 推出四气门引擎高尔夫 16V, 拥有 139 匹最大马力输出, 极速达 210km/h。1986 年 4 月, 同步四轮驱动高尔夫面世, 输出功率达 118kw。1988 年 6 月, 高尔夫系列轿车的产量达 1000 万辆。1990, 高尔夫轿车共生产 98.77 万辆, 相当于当年大众旗下帕萨特、奥迪、波罗和高尔夫产量之和。甲壳虫仅 8 万多辆, 高尔夫成为大众主力车型。
		第三代 1991-1997	Mk3 (Typ 1H)。1991: 第三代上市, 椭圆形前大灯设计加上流线型外观成为市场焦点。1991 年 11 月: 推出高尔夫 VR6 车款, 首创中小型房中六汽缸的设计。1992 年 8 月: 所有高尔夫第三代车款均将前座双气囊列为选用配备, 创下全球 480 万台的销售记录。1995, 一汽-大众引进生产“都市高尔夫”。
		第四代 1997-2003	Mk4 (Typ 1J)。1997 上市。2003, 一汽-大众国产的第四代高尔夫上市。第四代总产量 430 万辆, 比第 3 代少 50 万辆。日趋圆润的造型设计更符合人们对汽车的审美。
		第五代 2003-2008	Mk5 (Typ 1K)。2003 发布。小排量涡轮增压开始流行。DSG 双离合变速箱首次应用在非性能版高尔夫上。TSI 和 DSG 成“黄金搭档”。
		第六代 2008-2013	Mk6 (Typ 5K): 基于五代车型的一次升级。2008 发布。第六代高尔夫 2009 年在国内上市, 提供 1.4T 和 1.6L 两种发动机可供选择。
		第七代 2013-至今	Mk7 (Typ 5G)。2012 推出第七代, 使用 MQB 平台, 减重 100KG。2013 年, 国产高尔夫 7 在一汽-大众佛山工厂下线。高尔夫全面进入小排量“T 时代”。
Touareg	首款 SUV	第一代 2002-2010	大众和保时捷打造 PL71 造车平台, 推出高端全地形 SUV。高性能发动机、可调悬挂系统和带锁止的 Haldex 多片离合器式中央差速器等配置, 使第一代途锐在越野能力上和奔驰 ML、宝马 X5 拉开差距。
		第二代 2010-2018	2010 基于 LP72 平台研发的第二代途锐, 注重公路行驶品质的高端全地形 SUV。
		第三代 2018-至今	2018 年 3 月, 基于 MLB Evo 平台的第三代途锐, 第三代加入了全新数字驾驶舱 Innvision Cockpit。有一定越野能力的高端城市 SUV。
Polo	经济小型车中可靠、舒适性和安全性的标准	第一代 1975-1981	1975 年, 第一代 Polo 诞生, 其源自典型的奥迪 50 的车身, 配置朴素实用, 是奥迪 50 的经济版。
		第二代 1981-1994	二代 Polo 外形做一些修改, 后部车身线条被设计的更加简洁动感, 后备箱更加陡直, 这样的设计目的在于增大内部空间, 提高整车的实用性。
		第三代 1994-2002	第三代 Polo 宣告一个趋势小型轿车将越来越舒适、越来越安全、内部空间也将越来越宽敞。
		第四代 2002-2009	第四代 Polo 与大众旗下西亚特 Ibiza 和斯柯达 Fabia 公用平台。这款顺利引进中国生产。在这代 Polo 上 ABS、助力转向、前排双安全气囊等设备已成标准配置, 并可选装 ESP、导航系统等, 使小型轿车的舒适程度进一步与中高档车型接近。
		第五代 2009-至今	第五代展现的是时尚潮流的外表, 造型理念变化。外形上第五代 Polo 的最大特点是车身压得很低, 更贴近地面, 运动趋势更加明显。
帕萨特		第一代 1973-1980	采用奥迪平台、乔治亚罗设计、纵置发动机、操控优良 Dasher。
		第二代 1980-1988	帕萨特 B2.Quantum/Santana, 中文名“桑塔纳”、由上海大众引进国产
		第三代 1988-1995	采用新平台、新设计、全球定名“Passat”
		第四代 1995-1996	舒适性大大提高、成为欧洲最受欢迎家用车
		第五代 1996-2005	与奥迪 A4 同平台、国产后轴距加长 100mm, 最受欢迎, 最受欢迎帕萨特
		第六代 2005-至今	开始转型运动风格, PQ46 平台、TSI+DSG、一汽-大众国产后定名“迈腾”

数据来源: 西南证券整理

1934年6月，德国汽车制造联合会委托著名的汽车设计师费迪南德保时捷设计一款“大众汽车”。1935年，样车下线，安装改进型空冷700毫升直列4缸发动机，功率达到22马力。这款车是甲壳虫的原型。从1938年第一代甲壳虫问世以来，已经进化到第三代，而且第一代甲壳虫销售至2003年。

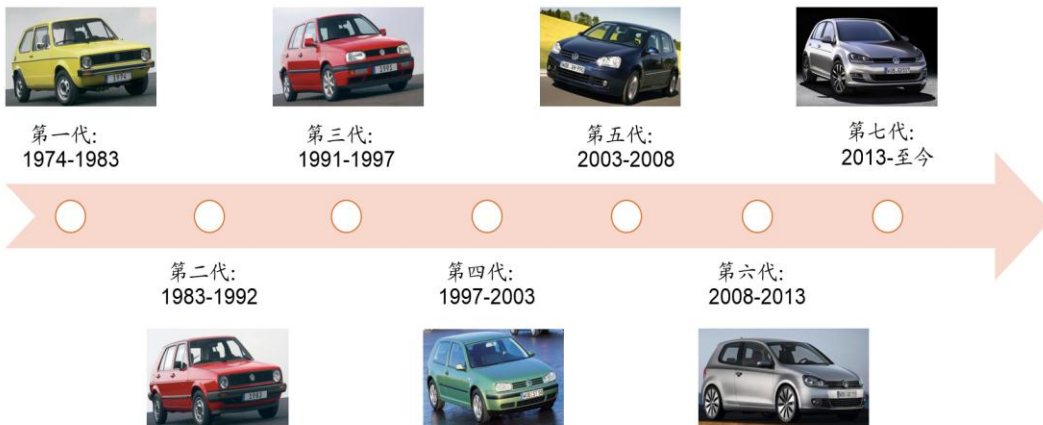
图 13：甲壳虫第一代到第三代车型演变



数据来源：西南证券整理

高尔夫自1974年诞生以来，历经43年，已经进化到第七代车型。意大利汽车设计师乔治亚罗提出的“折纸”设计理念赋予了高尔夫经典的造型。第一代高尔夫采用和原型车EA-276相同的掀背造型，“掀背”这一概念首次被高尔夫应用并引入汽车设计领域。高尔夫系列是大众汽车设计的核心，大众又把成熟平台拿给奥迪、保时捷做二次开发。

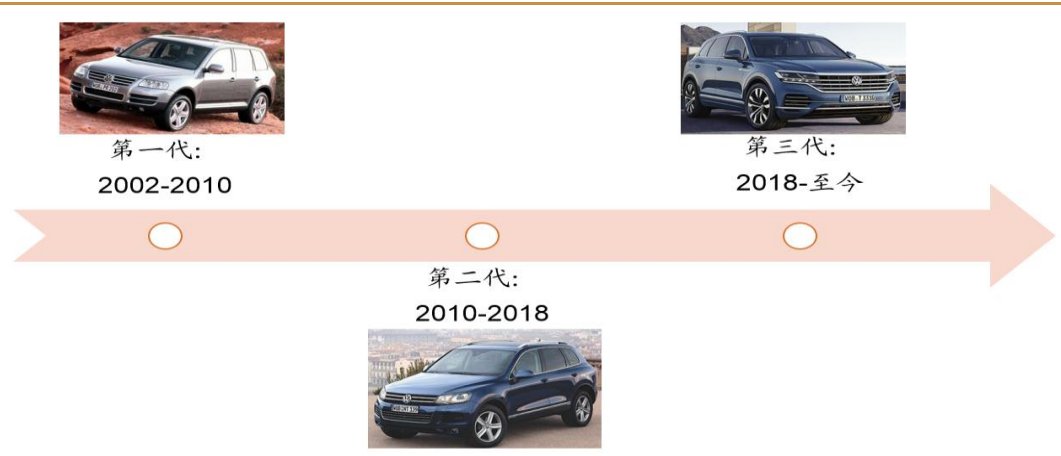
图 14：高尔夫第一代到第七代车型演变



数据来源：西南证券整理

21世纪初，大众包括旗下的奥迪和保时捷都没有一款纯粹的SUV车型。后来随着奔驰、宝马和沃尔沃等高端品牌相继推出SUV、美系全尺寸SUV逐渐提升品质之后，大众联合旗下保时捷共同打造代号为PL71的造车平台，推出高端全地形的SUV途锐。

图 15: Touareg 第一代到第三代车型演变



数据来源: 西南证券整理

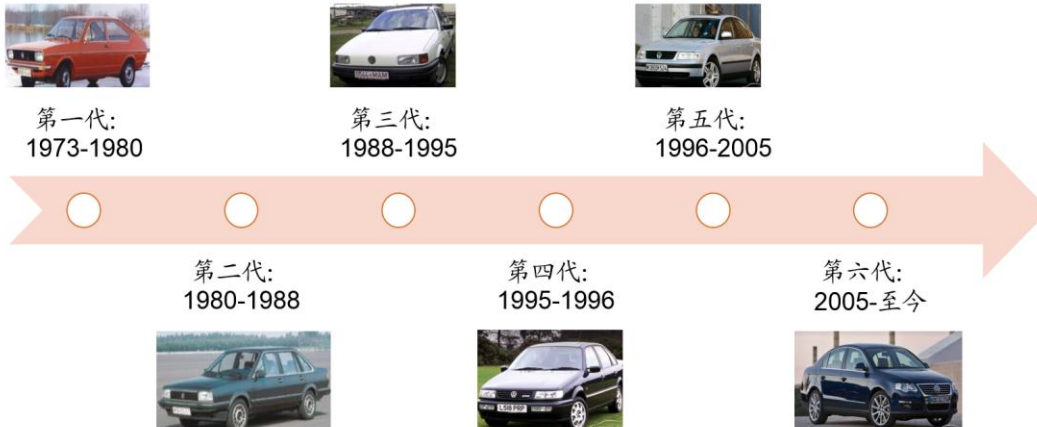
大众 Polo 诞生于 1975 年, 历经五代产品演变, 总产量超过 700 万辆, 曾长期位居德国经济性小型车销量榜首。Polo 长期被视为经济型小型车可靠性, 舒适性和安全性的标准。

图 16: Polo 第一代到第五代车型演变



数据来源: 西南证券整理

帕萨特是大众汽车设计的一款中型轿车, 1973 年诞生, 凭借安全性高、设计经典、造车质量好获得不错业绩, 共产销 2000 余万辆。目前帕萨特在中国的主要销售厂家为上海大众。

图 17：帕萨特第一代到第六代车型演变


数据来源：西南证券整理

2.2 成功的收购整合

大众集团旗下有 12 个优质的汽车品牌，其中除大众乘用车及大众商用车，其他品牌均通过收购并入公司旗下。大众在品牌处于相对低谷的时期收入公司体内，通过给收购企业提供资金及技术支持，但不强行灌输、不对被收购企业加以限制的战略，带领子品牌重新崛起。

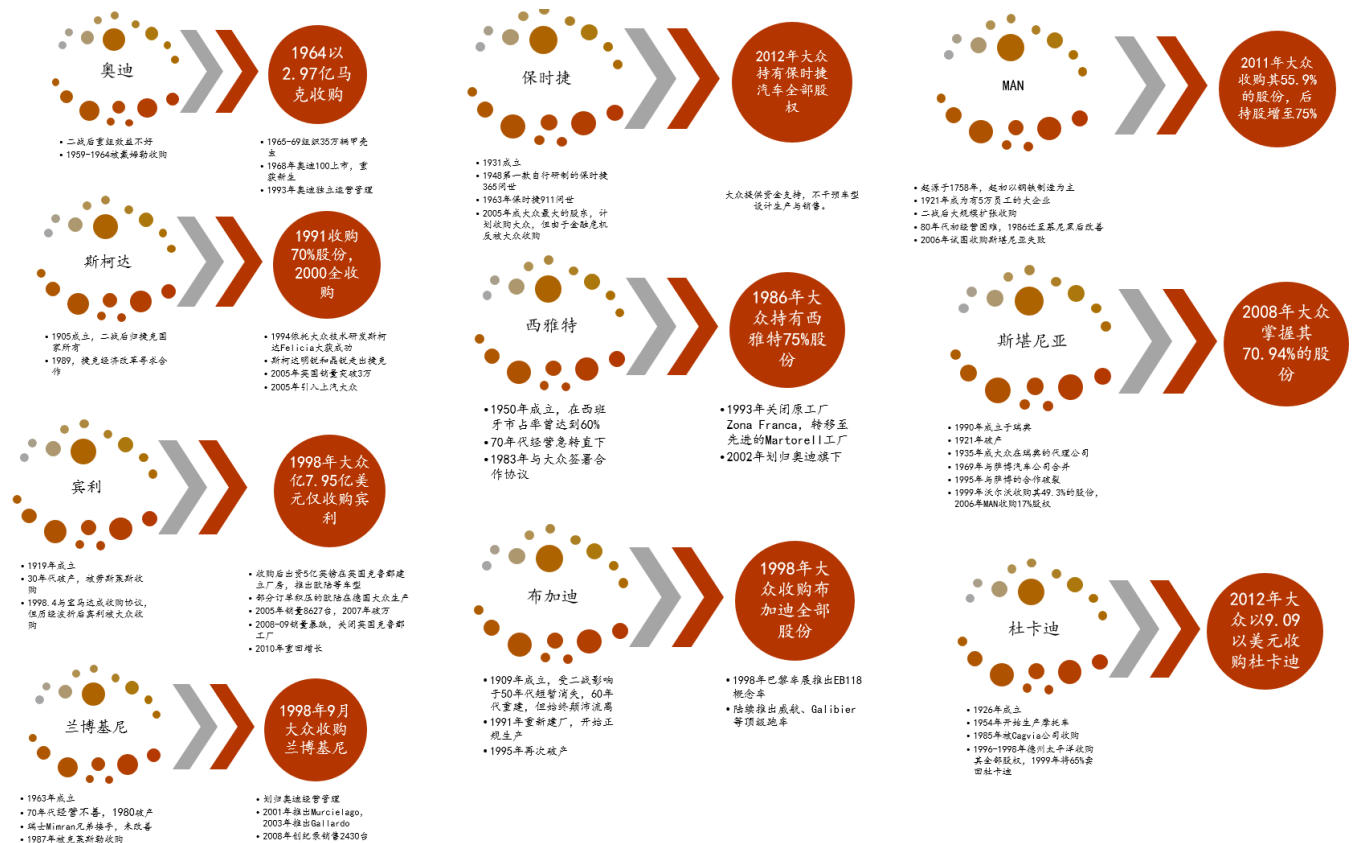
奥迪-组装甲壳虫，走出低谷。 奥迪在濒临破产之际被大众收购，依靠组装大众甲壳虫从低谷走出，之后独立研发的奥迪 100 上市，品牌重新复苏。大众掌握奥迪 99% 的股份，奥迪的 quattro 技术是唯一不与大众共享的。**斯柯达-共享大众技术，扩张规模。** 斯柯达因本土经济体制改革开始寻求全球伙伴。被大众收购后，获资金支持，与大众共享技术，规模迅速扩大，产品走出捷克。**宾利-获资金支持，扩张产能。** 因负债破产，被收购后，大众花 5 亿英镑在英国克鲁郡建立现代化厂房，推出欧陆等车型。后因订单火爆，宾利欧陆的部分车型也在德国的大众工厂进行生产。进入大众集团的几年时间内，宾利不仅成功翻身，而且销量年年攀升。后因 2008 年的金融危机，销量暴跌，大众在 2009 年 4 月关闭了宾利位于英国克鲁郡的工厂。

兰博基尼-获资金支持。 兰博基尼由于产品研发速度迟缓，在 20 世纪 70 年代经营不善，1980 年宣布破产，1998 年受金融危机影响，资金流再次断裂，被大众收购，划到奥迪旗下。在大众和奥迪的支持下，兰博基尼扭亏为盈，凭借 2001 年的 Murcielago 和 2003 年的 Gallardo 重回巅峰。**保时捷-资金支持，危机解除。** 保时捷在 2005 年计划收购大众，后因金融危机影响经营状况，反被大众收购，之后大众仅提供资金支持，不干预其车型设计生产与销售，资金危机解除，经营状况扭转。

西亚特-资金技术同步支持，产效提升。 西亚特在被收购后，借助大众的技术和资金支持，他们将零配件生产加工的工厂安置在生产线上，集中的管理、设计、研究，极大的提高生产效率，在进入大众的前几年时间，年年盈利，成为西班牙效益最好的汽车公司。**布加迪-经营不善，获资金帮助。** 布加迪因为二战在上世纪 50 年代短暂消失，60 年代开始逐渐复兴。1991 重新建厂。后因经营不善遭遇危机，1995 年再次破产。1998 年，大众将布加迪全盘收购，当年的巴黎车展上推出 EB118 首款概念车，后来品牌起死回生。

斯堪尼亚-生产甲壳虫，积累实力。斯堪尼亚在一战中给军方提供卡车，积累大量财富，战争结束后因产品结构单一，不适合日常需求，1921年暂时宣告破产。1935年成大众在瑞典的代理公司，主要生产大众汽车，偏重生产甲壳虫，扩大业务，1936年，推出第一款自主研发的柴油发动机，1949年推出一款直喷型柴油发动机。**MAN和斯堪尼亚成为合作伙伴。**MAN在二战中为政府、军队提供战争所需的武器装备积累的大量财富。后因过度收购及组织结构过时、管理混乱，企业有从内部瓦解、分崩离析的迹象。1986年，集团重组后走上正轨。被大众收购后，和斯堪尼亚也从竞争对手也变成合作伙伴。

图 18：品牌收购及整合



数据来源：西南证券整理

2.3 关键时点的领军人物-公司历任 CEO

在大众集团发展的历史中，公司的创始人费迪南·保时捷以及此后的历任 CEO 对于集团的发展有很大的影响。

表 3：二战后历任公司领导人员汇总

任职时间	人员	成就
1948.1-1968.4	Heinrich Nordhoff	发展大众出口市场和海外生产，使大众甲壳虫风靡全球。收购奥迪。
1968.4-1971.9	Kurt Lotz	收购 NSU 后，获水冷、四冲程发动机以及前驱布局设计等新技术。研发高尔夫
1971.9-1975.2	Rudolf Leiding	减少大众对于甲壳虫的依赖，提出模块化组装。高尔夫完成下线。

任职时间	人员	成就
1975.2-1981.12	Toni Schmücker	裁员、在美国建厂
1982.1-1992.12	Carl Hahn	收购西亚特、斯柯达。奠定大众汽车欧洲最大汽车制造商的地位。
1993.1-2002.4	Ferdinand Piëch	将大众汽车引入高端市场，收购兰博基尼以及布加迪，购买劳斯莱斯和宾利。
2002.4-2007.1	Bernd Pischetsrieder	将奥迪和大众品牌推向高端市场
2007.1-2015.9	Martin Winterkorn	提议建立 MQB 和 MLB 平台
2015.9-2018.4	Matthias Müller	推进去中心化，组建起四个新控股公司，推进电动化和自动驾驶技术的转型
2018.4-至今	Herbert Diess	重视电动汽车、自动驾驶、数字化、移动出行服务四大领域的投资发展。

数据来源：西南证券整理

创始人- Ferdinand Porsche。费迪南·保时捷是公司的灵魂人物。1931年，费迪南·保时捷在斯图加特创建保时捷汽车设计室；1938年，他在下萨克森州的狼堡建立第一个大众汽车的生产车间，生产由他亲自设计的、工薪大众都能买得起的轿车甲壳虫；一年后战争爆发，大众工厂生产坦克，战后1946年，大众被转交给德国，成为一家国有企业；本着薄利多销的原则，战后大众专门生产物美价廉的甲壳虫，作为一款设计十分成功的车型，甲壳虫成有史以来世界上生产量最大的轿车，也成为战后德国经济奇迹的一个象征。

Heinrich Nordhoff (1948.1-1968.4)。海因里希诺德霍夫是大众汽车公司在二战之后重建的第一任 CEO。在他就职的第一年里，大众的产量翻番，达 19244 辆，到 1961 年底年产量超过百万。他发展了大众汽车的出口市场和海外终端产品生产线，并且因使大众甲壳虫风靡全球而成为传奇人物。他开创了在保持原有造型风格的情况下持续改进的理念。在他接管大众的六年内，生产一辆汽车的工时数从 400 减少到 100，降低了 75%。1955 年，在大众沃尔夫斯堡工厂庆祝其第 100 万辆甲壳虫下线的前夕，诺德霍夫被授予联邦服务十字勋章。1964 年，大众汽车收购汽车联盟，为甲壳虫带来更多的生产能力，最终还为大众集团带来了奥迪这个未来表现卓越的豪华品牌。

图 19: Ferdinand Porsche



数据来源：维基百科、西南证券整理

图 20: Heinrich Nordhoff



数据来源：维基百科、西南证券整理

Kurt Lotz (1968.4-1971.9)。库尔特洛兹是大众二战后的第二任 CEO，1968 年 4 月诺德霍夫去世后接任。他上任后将大众公司的重心从之前很受欢迎的甲壳虫车型上移开，因为当时甲壳虫在北美和欧洲市场上已经显得有些过时。尽管在他上任的当年甲壳虫在美国的销量达到最高峰，但是在欧宝和福特的竞争之下，甲壳虫在西德的绝对优势已经动摇。在他买

下德国小型汽车制造商 NSU 后，大众获得水冷、四冲程发动机以及前驱布局设计等新技术。1969 年，一款新型小汽车开始研发，就是日后经久不衰的大众高尔夫。

Rudolf Leiding (1971.9-1975.2)。鲁道夫·莱丁接任后由于市场对后置发动机车型反应冷淡，莱丁停止 EA266 的开发项目（当时已经投入 1600 万马克）。大众汽车 1972 年前四个月在德国销量被欧宝超越。5 月，莱丁发布拯救计划，并开始实施，过去五年研制的五款车型在内的八款量产车型都被列在拯救计划中，以减少大众对于甲壳虫的依赖。解决方案的关键在于模块化组装，即不同车型可使用通用的部件，以减少投资和提高灵活性，更好应对市场变化。虽然 1974 年大众汽车亏损 8 亿马克，但高尔夫在当年完成下线。

Toni Schmücker (1975.2-1981.12)。托尼·施米克上任后第一年，大众公司裁员 2.5 万人。1976 年大众在美国宾夕法尼亚州建立威斯特摩兰装配工厂，成为 20 世纪 30 年代以来第一家在美国建厂的非美国本土汽车公司。工厂 1978 年 4 月开业，意图在德国马克不断升值情况下降低高尔夫在美国的销售成本。在他任职期间，由于德国马克对竞争对手的货币升值，大众在日本、美国等市场销量下降明显，相继被丰田和日产超过。1980 年，大众仅为世界第五大汽车制造商。尽管如此，大众在 1975 年再次实现盈利，1976 年盈利 10 亿马克。

图 21: Rudolf Leiding



数据来源：维基百科、西南证券整理

图 22: Toni Schmücker



数据来源：维基百科、西南证券整理

Carl Hahn (1982.1-1992.12)。卡尔哈恩领导下，大众于 1982 年与西班牙汽车品牌西雅特签署合作协议，并于 1986 年控股，1990 年完全收购该品牌。1985 年，哈恩使得大众的利润增长 140% 达到 2.25 亿美元，当年销售额达到 210 亿美元。1983 年，高尔夫 MK1 在欧洲上市，次年登陆美国，成为 80 年代最畅销的车型之一。但是由于美国工厂的生产低效率和质量问题，1988 年美国工厂被迫关闭。在苏联解体后，大众汽车收购捷克汽车制造商斯柯达，从此奠定大众汽车欧洲最大汽车制造商的地位。

Ferdinand Piëch (1993-2002.4)。费迪南德皮耶希是费迪南德保时捷的外孙。皮耶希在任期间带领大众汽车取得了可观的利润获得成功，将大众汽车引入高端市场，并且将大众和奥迪两个品牌提升为高端产品品牌。在他的领导下大众成功的收购兰博基尼以及布加迪。大众汽车从而拥有自上而下的全部档次品牌。在 2002 年 4 月退休后，仍在监事会任职到 2015 年。

图 23: Carl Hahn

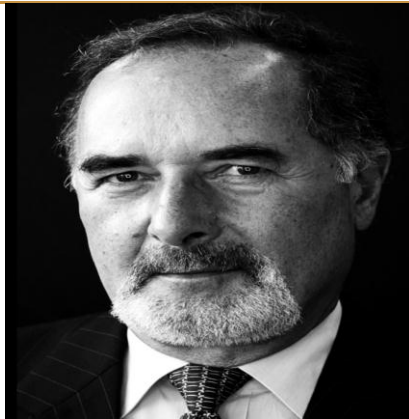

数据来源：维基百科、西南证券整理

图 24: Ferdinand Piëch


数据来源：维基百科、西南证券整理

Bernd Pischetsrieder (2002.4-2007.1)。皮舍茨里德任职期间指导布加迪公司重新设计并推迟发布了布加迪威龙 16.4。

Martin Winterkorn (2007.1-2015.9)。马丁温特科恩上任后开始实施“2018 战略”，目标在 2018 年超过通用和丰田，成为世界上最大的汽车制造商，并且“在销量上，在盈利能力、创新能力、客户满意度上全都达到”。他提议建立 MQB 和 MLB 平台，从而使油门踏板和前轮、引擎之间的区域标准化，节约研发成本，提高车辆设计的灵活性。2015 年，因柴油机碳排放事件，温特科恩辞去大众集团 CEO 的职务。

图 25: Bernd Pischetsrieder


数据来源：维基百科、西南证券整理

图 26: Martin Winterkorn


数据来源：维基百科、西南证券整理

Matthias Müller (2015.9-2018.4)。2015 年 9 月当时主管保时捷业务的穆勒接任成为大众集团新任掌门人。上任后，穆勒推进去中心化，组建起四个新的控股公司，目的是给予旗下品牌更多决定权，以此来提高效率以及利润表现。战略上，穆勒积极推进大众对电动化和自动驾驶技术上的转型，制定到 2025 年推出 80 款电动汽车的战略规划，并在此基础上，提供更多移动出行服务，以此推动大众集团转型成为移动出行服务商。2017 年，大众销量达 1070 万辆，同增 4.3%，销售收入 2307 亿欧元，营业利润 170 亿欧元，同比大增 16.5%。

图 27: Matthias Müller


数据来源：维基百科、西南证券整理

图 28: Herbert Diess


数据来源：维基百科、西南证券整理

Herbert Diess (2018.4-至今)。迪斯是今年 4 月新上任的 CEO，他提出：到 2022 年之前，大众与中国合资伙伴将在电动汽车、自动驾驶、数字化、移动出行服务四大领域共同投资 150 亿欧元。这是大众集团史上规模最大的一次管理层架构调整，赫伯特·迪斯成为集团新任 CEO 后，还将负责集团的研发工作、汽车 IT (Vehicle IT) 业务以及未来出行方面。集团的采购部门和零部件部门将合并为一个部门。

表 4: 2018 年集团人员架构调整

人员	调整前	调整后
赫伯特 迪斯	大众品牌 CEO	大众集团 CEO，负责集团研发、汽车 IT 以及未来出行
马蒂亚斯 穆伦	大众集团 CEO	-
鲁伯特 施泰德	奥迪 CEO	奥迪 CEO，负责大众集团销售业务
奥利弗 布鲁姆	保时捷 CEO	保时捷 CEO，大众集团执行董事，负责大众集团生产业务
Frank Witter	大众集团首席财务官	大众集团首席财务官，负责总是 IT
Ralf Brandstatter	大众品牌采购负责人	大众集团采购业务负责人
Gunnar Killan	大众集团工会秘书长	大众集团人力资源负责人
Kalheinz Blessing	大众集团人力资源负责人	退出大众集团管理层
Francisco Javier Garcia Sanz	大众集团采购业务负责人	离开公司

数据来源：公司官网，西南证券整理

此外，大众集团将设立 6 大业务板块领域以及专门针对中国市场的业务组合，并对旗下 12 大品牌进行了重新梳理。未来这些品牌将分成量产型、豪华、运动型超级豪华以及商用车部门。量产型品牌包括大众品牌、斯柯达、西雅特，豪华品牌为奥迪品牌，运动型超级豪华品牌包括保时捷、宾利、兰博基尼以及布加迪，商用车部门则包括大众商用车、MAN 和斯堪尼亚。此外，为赋予子公司更大的领导权，大众集团还计划将旗下卡客车业务在资本市场上市。此次调整，大众集团希望能够系统性进行业务转型，同时希望在公司乃至整个汽车行业快速变化的情况下，能够拥有更高效的管理架构。

3 品牌实力雄厚、产品谱系全面、产能扩张有序

3.1 优势品牌、强强联合

大众集团旗下的汽车品牌可分为两个大众和奥迪两个品牌群，其中，奥迪品牌群包括奥迪 (Audi、德国本土汽车公司，1964 年从戴姆勒-奔驰公司买下)、西亚特 (Seat、西班牙汽车公司，1987 年开始成为主要持有者，1990 年买下)、兰博基尼 (Lamborghini)、杜卡迪 (DUCATI) 4 个品牌；大众品牌群包括大众商用车、大众乘用车、斯柯达 (SKODA，捷克汽车公司，1991 年买下)、宾利 (Bentley、意大利超级跑车制造商，1998 年买下) 和布加迪 (Bugatti、法国超级跑车制造商，1998 年买下)、保时捷 (Porsche，2012 年完成收购)、斯堪尼亚 (SCANIA)、MAN 共 8 个品牌。

表 5：大众集团旗下品牌概况及交付 (万辆)

	品牌	商标	简介	产品	价格 (万人民币)	2017 交付量 (万辆)	销售区域
大众品牌群	大众乘用车		公司自己的品牌	Golf/Jetta/Tiguan /Polo 等	7-90	623	欧洲及其他 30.1%，北美 9.5%，南美 6.7%，亚太 53.7%
	斯柯达		1895 成立，总部捷克	Octavia 等	6-27	120.1	欧洲及其他 70.4%；亚太 29.5%
	大众商用车		1956 成立，总部汉诺威	Caravelle/Multivan 等	7.6-84.7	49.8	欧洲及其他 84.3%，北美 2.1%，南美 8.3%，亚太 5.3%。
	保时捷		豪华汽车品牌，总部德国斯图加特	Macan/Cayenne 等	55-389	24.6	欧洲及其他 35.3%，北美 26.5%，南美 1%，亚太 37.2%
	MAN		著名重型卡车制造商	Trucks,Buses 等	83-125	11.4	欧洲 71.7%，北美 1.9%，南美 20.5%，亚太 5.8%
	斯堪尼亚		瑞典，1891 年成立	Trucks,Buses	68 左右	9.1	欧洲及其他 75.2%，北美 0.9%，南美 12.3%，亚太 11.6%
	宾利		超豪华汽车制造商	Bentayga 等	269-555	1.1	欧洲及其他 48.5%，北美 23.6%，亚太 27.9%
	布加迪		豪华汽车品牌	Chiron	2500-4300	71 辆	
奥迪品牌群	奥迪		奥古斯特·霍希 1899 年创立，1965 被大众收购	A1 /Q2/ A3/Q3 /Q5/A6/Q7 等	19-250	188.2	欧洲及其他 48.4%，北美 14.8%；南美 1.2%；亚太 35.6%
	西亚特		1950 年成立，西班牙汽车公司	leon,Ibiza,Ateca 等	14-29	46.8	欧洲及其他 94.5%，北美 5.3%，南美 0.2%
	兰博基尼		全球顶级跑车制造商	Huracan 等	280-735	3815 辆	参考奥迪，欧洲是主要销售地区
	杜卡迪		1926 年，摩托车生产商	Diavel 等	10 左右	5.6	

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 谱系全面、定位清晰

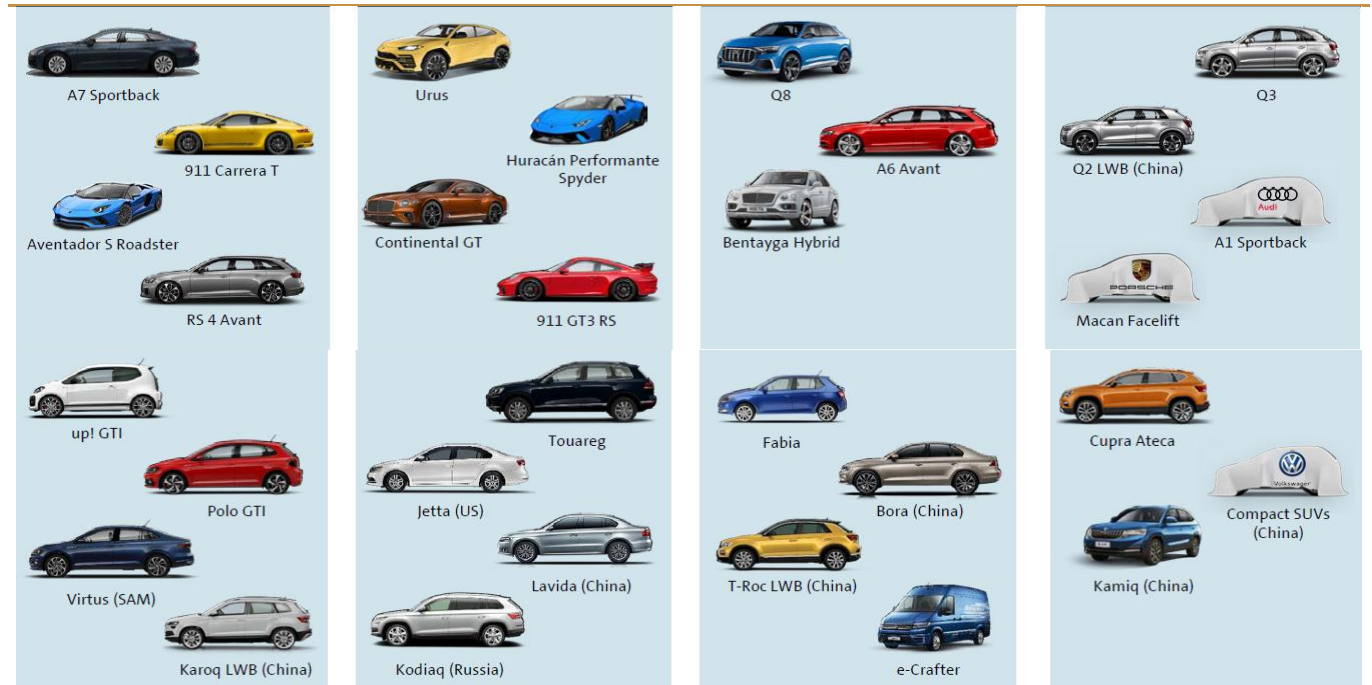
大众集团对旗下品牌有清晰的定位，2018年，公司对旗下12大品牌重新梳理。未来这些品牌将分成量产型、豪华、运动型超级豪华以及商用车部门。量产的品牌包括大众品牌、斯柯达、西雅特，豪华品牌为奥迪品牌，运动型超级豪华品牌包括保时捷、宾利、兰博基尼以及布加迪，商用车部门则包括大众商用车、曼和斯堪尼亚。公司产品谱系齐全，轿车、SUV、MPV、商用车、电动车均有适应各个价格档位的车型产品。

图 29：品牌定位清晰

Volume	Premium	Sport & Luxury	Truck & Bus
VW  Volkswagen	Audi 	Porsche 	MAN 
Škoda 	Lamborghini* 	Bentley 	Scania 
SEAT 	Ducati* 	Bugatti 	Power Engineering*
VW LCV 			
MOIA 			

数据来源：公司官网、西南证券整理

图 30：产品谱系齐全（轿车、SUV、MPV、商用车、电动车均有）



数据来源：公司官网、西南证券整理

3.3 全球布局、扩张有序

大众集团在 153 个国家销售汽车，在 20 个欧洲国家和美洲，亚洲和非洲的 11 个国家经营着 123 家生产工厂。每个工作日，全球 642,292 名员工生产约 44,170 辆汽车，并从事汽车相关服务或其他业务领域。

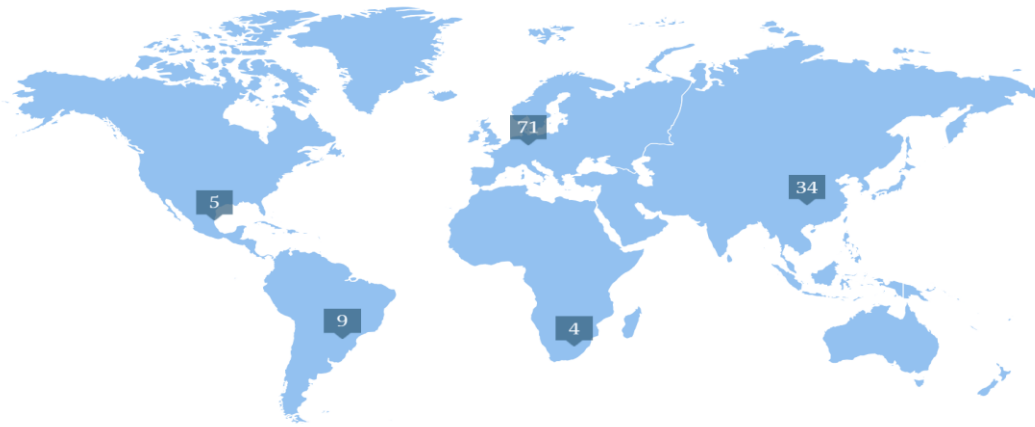
表 6：大众全球工厂分布

国家	位置	工厂名称	产品	整车	国家	位置	工厂名称	产品	整车
中国	长春	FAW-Volkswagen Au	大众New Bora, 大	大众, 奥迪	荷兰	MEPPEL	Scania Production Meppel B.V.	零部件	
		Volkswagen FAW PI	轿, 底盘			ZWOLLE	Scania Production Zwolle B.V.	卡车	斯堪尼亚
	天津	FAW-Volkswagen	大众(SUV) 奥迪(SU	大众, 奥迪	瑞士	WINTERTHUR	RENK-MAAG GmbH	变速箱单元	
		Volkswagen FAW PI	轿, 底盘			ZÜRICH	MAN Diesel & Turbo Schweiz AG	零部件	
	大连	Volkswagen Automa	变速箱, 电动机		意大利	SANT' AGATA B	Automobili Lamborghini S.p.A.	兰博基尼Huracón, 兰博基尼Aventador, 电动机	
		Volkswagen FAW En	电动机			BORGIO PANIGAL	Ducati Motor Holding S.p.A.	摩托车, 电动机	杜卡迪
	青岛	Volkswagen Automa	变速箱		奥地利	STEYR	MAN Truck & Bus	卡车, 零部件	
		FAW-Volkswagen	大众New Bora	大众		POLKOWICE	Volkswagen Motor Polska Sp. z o.o.	电动机	
	南京	SAIG Volkswagen A	大众New Lavida, 大	大众, 斯柯达	波兰	GŁOGÓW	Sitech Sp. z o.o.	座椅	
	江苏仪征	SAIG Volkswagen A	大众Santana (A-E	大众, 斯柯达		POLKOWICE	Sitech Sp. z o.o.	座椅	
	常州	MAN Diesel & Turb	零部件		捷克	POZNAŃ	Volkswagen Poznań Sp. z o.o.	大众Caddy, 大众T6, 零部件铸造	大众
		SAIG Volkswagen A	大众Polo, 大众Ne	大众, 斯柯达		WRZEŚNIA	Volkswagen Września	大众Crafter, MAN TGE	大众
	上海	Sitech DongQiang	座椅		斯洛伐克	WRZEŚNIA	Sitech Sp. z o.o.	座椅	
		Shanghai Volkswag	电动机			STARACHOWICE	MAN Truck & Bus Polska Sp. z o.o.	巴士, 巴士总成, 巴士外壳	MAN
	宁波	SAIG Volkswagen A	斯柯达Karoq, 斯	大众, 斯柯达	波兰	KRAKÓW	MAN Trucks Sp. z o.o.	卡车	
SAIG Volkswagen A		斯柯达Kodiaq, 大	大众, 斯柯达	SĘPSK		Scania Production Słupsk S.A.	巴士车身		
长沙	FAW-Volkswagen Au	大众Golf, 大众Go	大众, 奥迪	捷克	VRHLABÍ	SKODA AUTO a.s.	变速箱		
	Volkswagen FAW PI	轿, 底盘			MLADÁ BOLESLA	SKODA AUTO a.s.	斯柯达Fabia, 斯柯达Fabia Comb	斯柯达	
佛山	Volkswagen FAW PI	轿, 底盘		斯洛伐克	KVASINY	SKODA AUTO	斯柯达Yeti, 斯柯达Karoq, 斯	斯柯达	
	FAW-Volkswagen Au	大众Jetta, 大众S	大众		VELKÁ BÍTEŠ	PBS Turbo s.r.o.	零部件		
成都	Volkswagen FAW PI	轿, 底盘		斯洛伐克	MARTIN	Volkswagen SLOVAKIA a.s.	变速箱, 底盘, 电动机		
	FAW-Volkswagen Au	大众Jetta, 大众S	大众		BRATISLAVA	Volkswagen SLOVAKIA a.s.	大众Touran, 保时捷Cayenne, 大众, 保时捷, 奥迪, 斯	大众, 保时捷, 奥迪, 斯	
乌鲁木齐	SAIG Volkswagen A	大众Santana	大众	匈牙利	GYŐR	AUDI HUNGARIA MOTOR Kft.	奥迪A3 Cabriolet, 奥迪A3 Sed	奥迪	
	Scania Korea Ltd.	卡车车身	斯堪尼亚		SARAJEVO	Volkswagen SARAJEVO, d.o.o.	底盘		
韩国	BUSAN	Scania Korea Ltd.	卡车车身	斯洛伐克	ANKARA	MAN Türkiye A.S.	巴士		
中国	台湾	Griffin Automotiv	卡车, 巴士	斯洛伐克	FREDERIKSHAVN	MAN Diesel & Turbo SE	零部件		
		Scania Siam Co. L	卡车, 巴士		COPENHAGEN	Dencop A/S	零部件		
泰国	BANG PAKONG	Ducati Motor (Tha	摩托车, 电动机	土耳其	LULEÁ	Ferruform AB	零部件		
		Scania (Malaysia)	卡车, 巴士		SDORTÁLJE	Scania CV AB	卡车, 巴士底盘, 电动机, 变速箱	斯堪尼亚	
马来西亚	KUALA LUMPUR	Scania (Malaysia)	卡车, 巴士	芬兰	OSKARSHAMN	Scania Industrial Maintenance AB	零部件		
		MAN Trucks India	卡车, 电动机, 零		LAHTI	Scania Omniexpress Bus Production	巴士	斯堪尼亚	
印度	PITHAMPUR	MAN Trucks India	卡车, 电动机, 零	俄罗斯	ST. PETERSBUR	MAN Truck & Bus Production RUS	卡车	MAN	
		Volkswagen India	大众Polo, 大众Ve		大众	KALUGA	MAN Diesel & Turbo SE	大众Polo Sedan, 大众Tiguan, 大	大众, 斯柯达
印度	AURANGABAD	ŠKODA AUTO India	大众Tiguan, 大众	俄罗斯	HAMBURG	MAN Diesel & Turbo SE	零部件		
		MAN Diesel & Turb	柴油电动机		BERLIN	MAN Diesel & Turbo SE	零部件		
印度	AURANGABAD	Scania Commercial	卡车, 巴士	德国	RHEINE	Renk AG	变速箱单元, 零部件		
		MAN Turbomachiner	零部件		OBERHAUSEN	MAN Diesel & Turbo SE	零部件		
南非	UITENHAGE	Volkswagen of Sou	大众Polo, 大众Po	德国	KASSEL	Volkswagen AG	变速箱, 电动机, 电动机, 零部件铸造, 冲压, 排气系统		
		MAN Truck & Bus (大众, 巴士		EMDEN	Volkswagen AG	大众Passat, 大众Passat Estate	大众	
南非	OLIFANTSFONTE	MAN Bus & Coach (大众, 巴士	德国	EMDEN	SITECH Sitztechnik GmbH	座椅		
		Scania South Afri	卡车, 巴士		OSNABRÜCK	Volkswagen Osnabrück GmbH	大众Tiguan, 保时捷Cayenne, 保时捷, 保时捷		
美国	JOHANNESBURG	Volkswagen Group	大众Passat NAR,	德国	HANOVER	Renk AG	零部件		
		MAN Commercial	大众		HANOVER	Volkswagen AG	大众T6, 大众Amarok, 零部件铸造	大众	
墨西哥	CHATTANOOGA	Volkswagen Group	大众Passat NAR,	德国	HANOVER	SITECH Sitztechnik GmbH	座椅		
		MAN Turbomachiner	零部件		WOLFSBURG	Volkswagen AG	大众Golf, 大众Golf Sportsvan, 大众		
墨西哥	SILAO	Volkswagen de Mé	电动机	德国	WOLFSBURG	SITECH Sitztechnik GmbH	座椅		
		MAN Truck & Bus M	卡车, 巴士		BRUNSWICK	Volkswagen AG	底盘零件, 塑料技术, 电池系统		
墨西哥	QUERÉTARO	Volkswagen de Mé	大众Jetta, 大众B	德国	SALZGITTER	MAN Truck & Bus AG	零部件		
		Volkswagen de Mé	大众Jetta, 大众B		SALZGITTER	Volkswagen AG	电动机		
巴西	PUEBLA	Audi México, S.A	奥迪Q5	德国	LEIPZIG	Porsche Leipzig GmbH	保时捷Cayenne, 保时捷Panamera	保时捷	
		Volkswagen do Bra	电动机		DRESDEN	Volkswagen Sachsen GmbH / Gläserne	大众e-Golf	大众	
巴西	SÃO CARLOS	Volkswagen do Bra	电动机	德国	OHEMNITZ	Volkswagen Sachsen GmbH	电动机		
		Volkswagen do Bra	大众Fox, 大众Gol		德国	ZWICKAU	Volkswagen Sachsen GmbH	大众Golf, 大众Golf Estate, 大	大众
巴西	SÃO PAULO	Scania Latin Amer	卡车, 巴士底盘	德国		NEOKARSULM	Audi AG	奥迪A4, 奥迪A5 Cabriolet, 奥	奥迪
		Volkswagen do Bra	大众up!, 大众Gol		德国	STUTTGART-ZUF	Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG	保时捷911, 保时捷911 Cabriolet	保时捷
巴西	TAUBATÉ	Volkswagen do Bra	大众up!, 大众Gol	德国		NUREMBERG	MAN Truck & Bus AG	电动机, 零部件	
		Volkswagen do Bra	大众Gol, 大众New		德国	DEGGENDORF	MAN Diesel & Turbo SE	零部件	
阿根廷	ANCHIETA	MAN Latin America	大众, 巴士底盘	德国		INGOLSTADT	Audi AG	奥迪A3, 奥迪A3 Sportback, 奥	奥迪
		MAN Latin America	大众, 巴士底盘		德国	AUGSBURG	Renk AG	变速箱	
阿根廷	RESENDE	Scania Argentina	零部件	德国		AUGSBURG	MAN Diesel & Turbo SE	电动机, 零部件	
		Volkswagen Argent	变速箱		德国	MUNICH	MAN Truck & Bus AG	卡车, 零部件	MAN
阿根廷	TUCUMÁN	Volkswagen Argent	大众Spacefox/Sur	德国					
		Volkswagen Argent	大众Spacefox/Sur						
葡萄牙	PALMELA	Volkswagen Autoeu	大众T-Roc, 大众S	德国					
		Volkswagen Autoeu	大众T-Roc, 大众S						
西班牙	PAMPLONA	Volkswagen Navarr	大众Polo	德国					
		Martorell plant	西班牙Arona, 西		德国				
西班牙	MARTORELL	El Prat de Llobre	变速箱, 零部件铸造	德国					
		Barcelona plant	零部件冲压车间						
英国	GREWE	Bentley Motors Lt	宾利Mulsanne, 宾	德国					
		Bugatti Automobil	布加迪Chiron						
法国	MOLSHEIM	Scania France S.A	卡车	德国					
		MAN Diesel & Turb	电动机, 零部件						
法国	ANGERS	MAN Diesel & Turb	电动机, 零部件						
		MAN Diesel & Turb	电动机, 零部件						
比利时	SAINT-NAZAIRE	MAN Diesel & Turb	电动机, 零部件						
		MAN Diesel & Turb	电动机, 零部件						
比利时	BRUSSELS	AUDI BRUSSELS S.A	奥迪A1, 奥迪A1 S						
		AUDI BRUSSELS S.A	奥迪A1, 奥迪A1 S						

数据来源：公司官网、西南证券整理

2017年，大众集团产量1087.5万辆，销售1077.6万辆。公司根据不同地区的市场情况，配备不同的整车厂及零部件生产工厂，以满足各地的汽车销售及零部件供应需求。

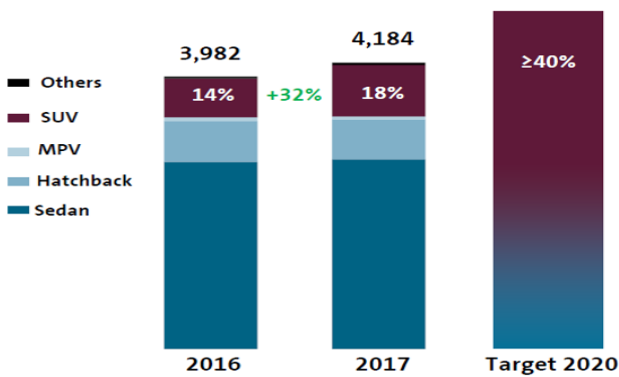
图 31：产能布局完善



数据来源：公司官网、西南证券整理

中国是大众全球扩张中非常重要的一环，中国区交付量贡献集团40%销量。2016-17，大众在中国的交付量从398.2万台提升至418.4万台，SUV占比从14%提升至18%。2018年，大众乘用车品牌新上了4款SUV，其中三款是全新车型，如T-ROC，斯柯达推出3款SUV，包括Kamiq、Karoq；未来2-3年，奥迪会推出6款SUV车型。依照大众集团的战略规划，未来在中国区对SUV的投放力度加强，预计到2020年，SUV交付量占比要超过40%。

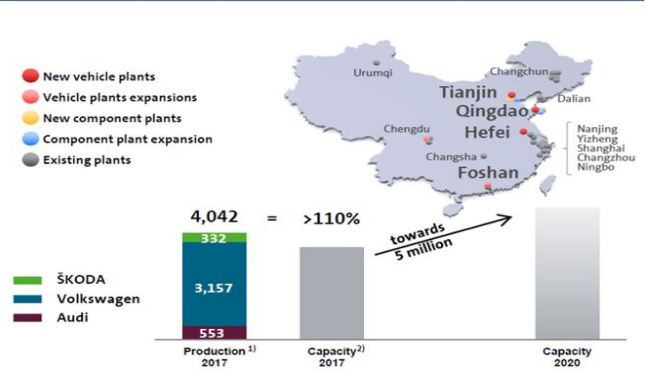
图 32：大众中国 SUV 交付量（千辆）



¹⁾ Source: IHS. ²⁾ Schematic overview – does not show all models.

数据来源：公司官网、西南证券整理

图 33：大众中国产能提升计划



¹⁾ Actual production volume in '000 vehicles ²⁾ Available capacity on the basis of 250 working days.

数据来源：公司官网、西南证券整理

2017年大众集团在国内的产量402万辆，对比国内现有的产能情况，产能利用率超过110%，为了匹配未来持续的新SUV的上市，以及后续电动车的放量，在2018年，陆续进行了天津、青岛、合肥和佛山的产能扩张，以便更好应对未来的产能需要。

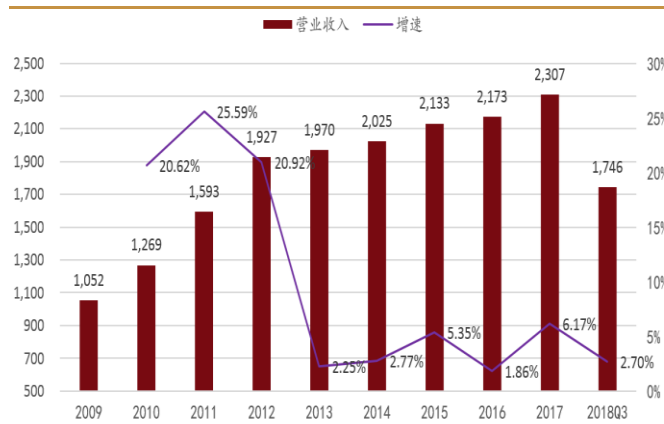
4 公司经营分析

4.1 最近十年公司盈利分析

4.1.1 收入增长较好，净利润波动较大

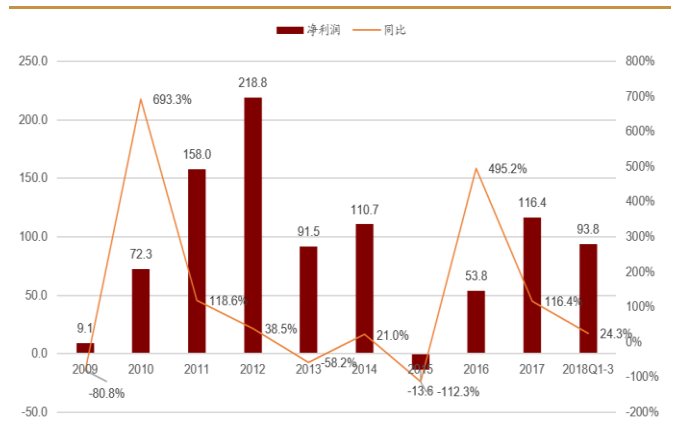
2009-2017年，公司营业收入从1052亿欧元增至2307亿欧元，体量翻倍扩张，复合增速10.3%；税后净利润从9.1亿欧元增长到116.4亿欧元，复合增长率37.5%；归属股东的净利润从9.6亿欧元增至116.3亿，复合增速36.6%；汽车销量从631万辆增长至1078万辆，复合增速6.9%。

图 34：公司 2009-2018Q3 营业收入（亿欧元）及增速



数据来源：公司财报，西南证券整理

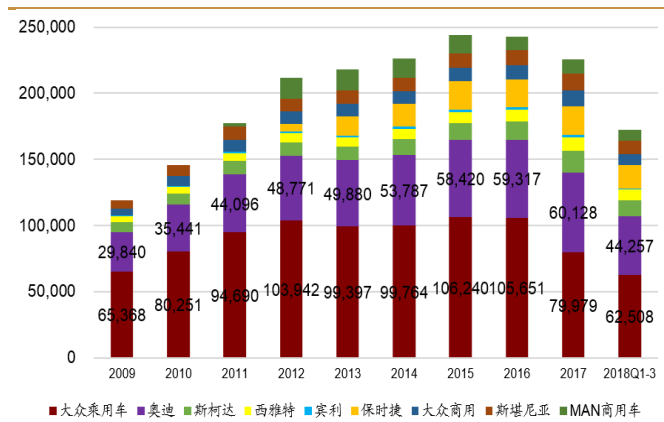
图 35：公司 2009-2018Q3 净利润（亿欧元）及增速



数据来源：公司财报，西南证券整理

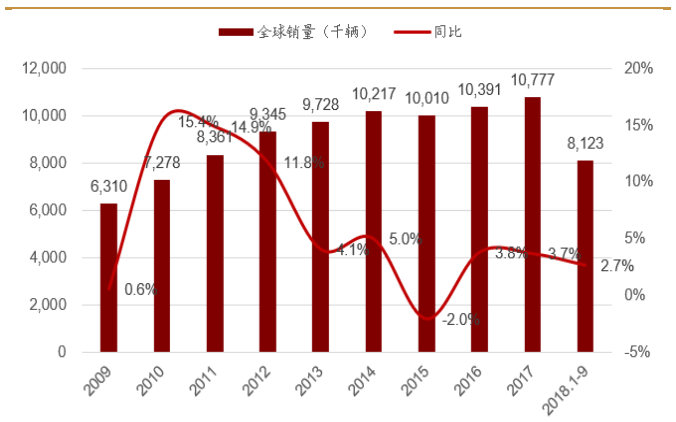
2009-2012年，公司营业收入增长较快，主要汽车销量增长较好，各品牌车型销量表现不错，且相对价格高一些的车型增速更快，带动收入增速超过20%。2013年起，大众集团营业收入增速降至个位数，分品牌来看，重要收入和销量贡献来源的上汽乘用车增速下滑是主要原因，销量端连续-3%左右增速，收入端持平，受益于保时捷2012年归入公司旗下，整体营收还是保持了正的增长速度。

图 36：公司 2009-2018Q3 分品牌收入（百万欧元）

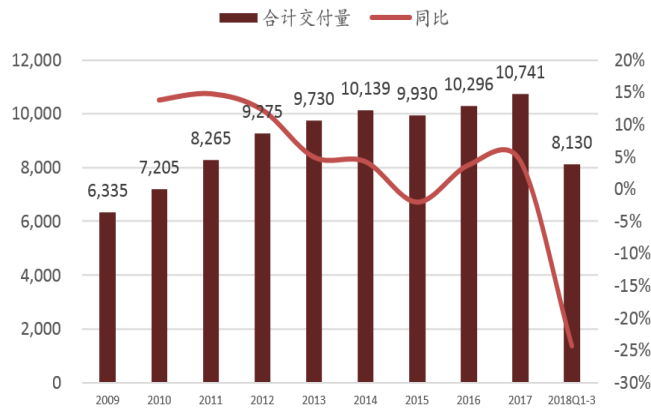


数据来源：公司财报，西南证券整理

图 37：公司 2009-2018Q3 全球汽车销量（千辆）



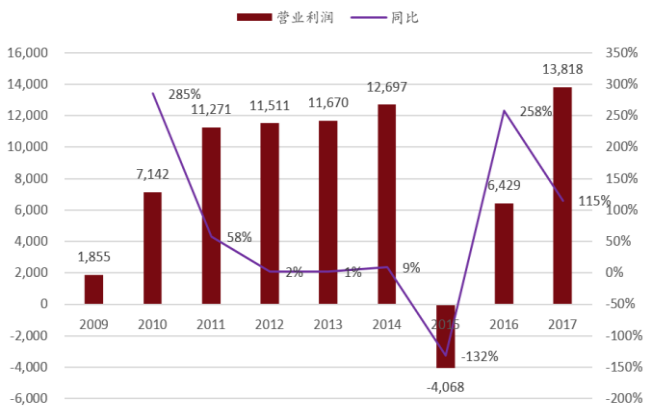
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 38: 公司 2009-2018Q3 全球合计交付量 (千辆)


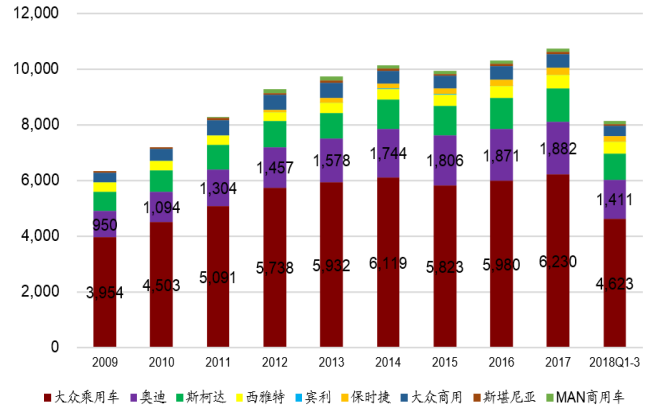
数据来源: 公司财报, 西南证券整理

2009-2011 年, 伴随公司销量和收入的快速增长, 公司的营业利润也快速提升。2012-2014, 大众乘用车及奥迪销量平淡, 虽然新增了保时捷的利润贡献, 但由于相对占比不高, 对业绩拉动作用有限, 收入利润相对平稳, 小幅增长。

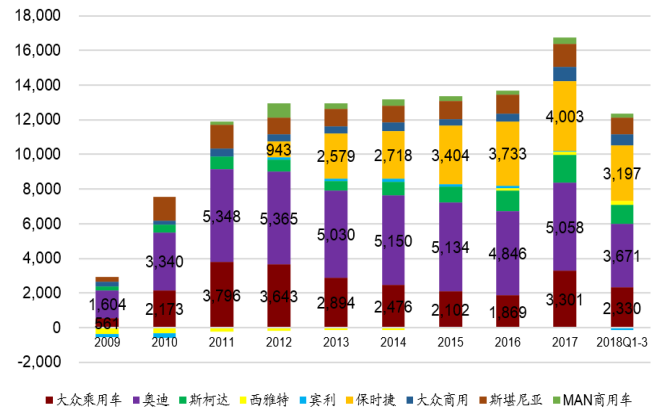
2015 年, 受柴油发动机排放事件的影响, 大众集团在 2015 年亏损 40.7 亿欧元 (营业利润)。但扣除“尾气门”事件 168.9 亿欧元的损失, 集团营业利润为 128.3 亿欧元, 较 2014 年 127.0 亿欧元略有上涨。2015 年, 大众商用车累计销售 45.6 万辆; 营业收入实现 103.4 亿欧元, 较 2014 年 95.8 亿欧元提升 8.0%。但销量的增长和利好的汇率依然无法抵消产品更新的支出, 商用车整体利润下跌, 营业利润下降 24.2% 至 3.8 亿欧元。2016 年-2017 年, 排放事故延续性影响以及后续大众因斯堪尼亚反垄断事件, 盈利依旧承受不少压力。

图 40: 公司 2009-2018Q3 营业利润 (百万欧元)


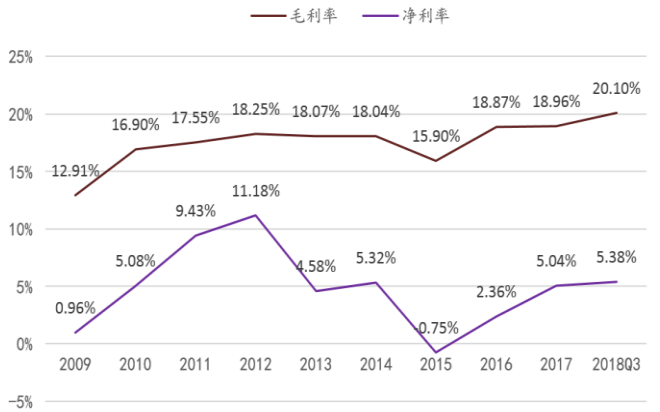
数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 39: 公司 2009-2018Q3 分品牌交付量 (千辆)


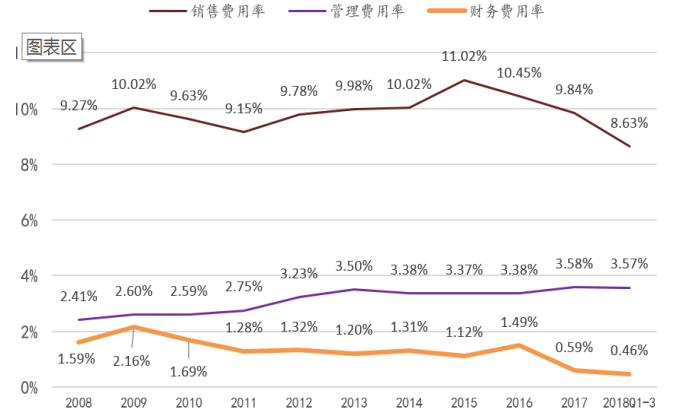
数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 41: 公司 2009-2018Q3 分品牌营业利润 (百万欧元)


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 42: 公司 2009-2018Q3 毛利率和净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 43: 2009-2018Q3 三费率


数据来源: wind, 西南证券整理。2016 之前财务费用是 financial cost, 2017 报表改为 interest income 和 expenses 之和, 2018 改为 interest result

2015-2018 年, 仅非经常性事件就对公司带来了近 300 亿欧元的盈利影响。

表 7: 2015-2018 年影响盈利的非经常性事件 (单位: 十亿欧元)

时间	柴油机		其他		合计
2015	法律	7	重建		16.9
	其他	9.2	卡车业务	0.2	
			南美乘用车	0.2	
	合计	16.2	高田气囊	0.3	
			合计	0.7	
2016	法律事务	6.4	斯堪尼亚反垄断事件处理		7.5
			其他	0.7	
	合计	6.4	合计	1.1	
2017	回购/翻新	2.2			3.2
	法律事务	1			
	合计	3.2			
2018	法律事务	1.6			1.6
合计	27.4		1.8		29.2

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

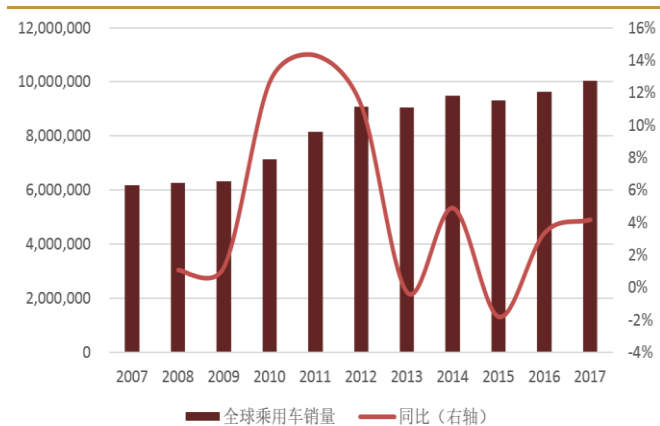
4.1.2 乘用车是公司汽车业务的核心

乘用车销售是公司汽车业务的重点。剔除商用车之后, 从 2007 年到 2017 年, 大众集团乘用车销量从 619 万辆增长至 1004 万辆, 销量接近翻倍。分地区看, 欧洲和亚太地区是公司汽车销售的主打市场, 尤其是亚太地区, 受益于大众汽车在中国地区的业务扩张, 销量提升显著, 公司亚太地区的销量从 2007 年的 105 万台增长至 2017 年的 446 万台, 增长 324.8%, 复合增速 15.6%。

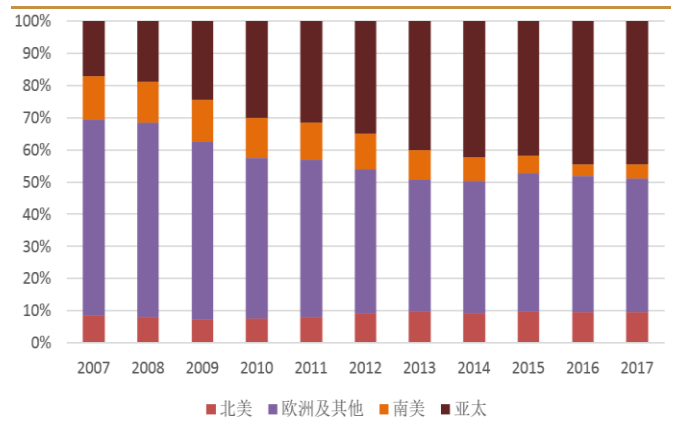
表 8: 大众集团分地区乘用车历年销量 (万辆) 及增长率

汽车销量	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
全球	619	626	634	714	816	907	905	949	932	964	1,004
增速		1.09%	1.27%	12.68%	14.30%	11.20%	-0.30%	4.90%	-1.79%	3.38%	4.18%
北美	53	50	47	55	67	84	88	88	92	93	96
增速		-5.18%	-7.03%	17.42%	21.41%	26.20%	5.10%	0.00%	4.33%	0.57%	3.77%
欧洲及其他	376	378	349	356	399	405	372	389	401	406	417
增速		0.45%	-7.56%	1.99%	12.05%	1.56%	-8.33%	4.80%	2.88%	1.41%	2.59%
南美	85	80	83	89	93	101	83	69	49	36	45
增速		-4.97%	2.79%	7.51%	5.10%	8.25%	-17.69%	-17.00%	-29.05%	-26.00%	22.99%
亚太	105	117	155	214	257	317	362	402	390	428	446
增速		11.39%	32.23%	38.09%	20.04%	23.34%	14.09%	11.24%	-2.99%	9.75%	4.20%

数据来源: wind, OCIA, 西南证券整理

图 44: 大众集团乘用车历年销量及增速


数据来源: 年报、西南证券整理

图 45: 大众集团乘用车分地区历年销量构成


数据来源: 年报、西南证券整理

2007-2017年, 全球汽车销量从7156万辆增长至9680万辆, 复合增速3.1%, 其中亚太是最大的汽车销量地区, 2017年销量4890万辆, 占比51%, 增速4.3%, 其次是欧洲和北美, 2017年销量分别为2527万辆和2123万辆, 占比分别为26.1%和21.9%, 增速分别为4.7%和4.3%。公司的汽车销量基本匹配全球汽车销量的增长速度, 分区域之间略有不同。

表 9: 全球分地区汽车销量 (万辆) 及增长率

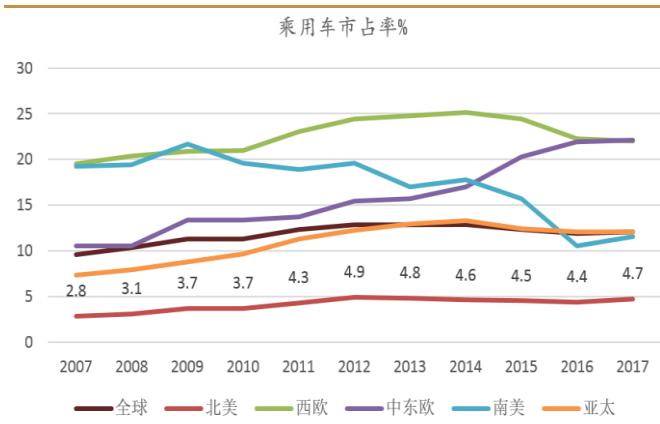
汽车销量	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
全球	7,156	6,831	6,556	7,496	7,816	8,212	8,559	8,833	8,971	9,391	9,680
增速		-4.54%	-4.02%	14.33%	4.27%	5.07%	4.24%	3.19%	1.56%	4.68%	3.09%
欧洲及其他	2,872	2,783	2,206	2,292	2,480	2,391	2,350	2,326	2,285	2,412	2,527
增速		-3.08%	-20.73%	3.89%	8.18%	-3.59%	-1.72%	-0.99%	-1.78%	5.59%	4.74%
亚太	2,362	2,428	2,826	3,518	3,539	3,821	4,057	4,254	4,341	4,690	4,890
增速		2.79%	16.41%	24.48%	0.61%	7.97%	6.16%	4.87%	2.02%	8.06%	4.26%
北美	1,930	1,624	1,286	1,420	1,560	1,753	1,876	1,991	2,117	2,150	2,123
增速		-15.86%	-20.82%	10.46%	9.81%	12.37%	7.06%	6.11%	6.35%	1.52%	-1.24%

汽车销量	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
南美	431	466	464	552	598	614	627	557	451	405	456
增速		8.24%	-0.53%	18.94%	8.42%	2.74%	1.97%	-11.17%	-18.90%	-10.17%	12.40%

数据来源: wind, OCIA, 西南证券整理

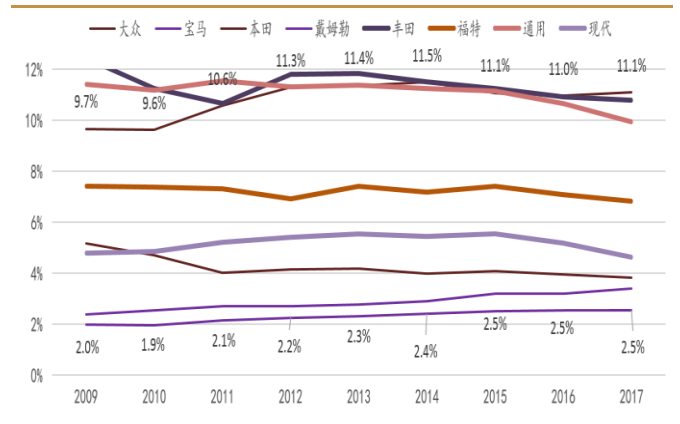
近十年来,大众集团汽车销量在全球市占率逐步提升,从2007年的9.7%提升至2017年的11.1%,分区域看,大众在西欧的市占率最高,达22%,在北美的市占率最低,到2017年,北美市占率近4.7%。从全球看,随着大众的车型持续发力,以及在中国区业务的扩张进展良好。从市占率的角度,截止2017年,大众已经成为全球最大汽车企业,市占率全球第一,领先通用1.2pp(市占率9.9%),领先丰田0.3pp(市占率10.8%)。

图 46: 大众集团乘用车全球及区域的市占率



数据来源: 年报, 西南证券整理

图 47: 全球汽车集团的市占率-大众市占率第一



数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

4.1.3 2018年1-9月,销量下滑,盈利承压

2018年1-9月,大众汽车总体销售量813万辆,同比增长4.2%。营业收入1745.8亿欧元,同比增长2.7%。毛利率20.1%,同比增长0.9pp,剔除特殊项目的销售利润率7.6%,同比减少0.2pp。柴油排放项目额外开支24.4亿欧元,同比减少6.2%。研发投入98.5亿欧元,与去年同期大体持平,占营收比重6.6%,同比减少0.2pp。资本支出78.5亿欧元,同比增长10.8%,占营收比重增长至5.3%。其中,大众品牌乘用车营收625.1亿欧元,同比增长7.3%,销售利润率为3.7%,同比减少0.6pp。奥迪营收442.6亿欧元,与去年基本持平,销售利润率8.3%,同比下滑0.7pp。保时捷营收175.1亿欧元,同比增长11.5%,销售利润率18.3%,同比持平。以权益法核算的大众集团在华营业利润前三季度为33.3亿欧元,同比增长0.8%。

2018年7-9月,大众销售量261.1万辆,同比下滑1.5%,营业收入552亿欧元,比去年三季度微增0.9%。第三季度销售毛利率18.5%,同比增长2.2pp。受柴油排放事件的影响,第三季度额外开支8亿欧元,前三季度共出现额外开支24.4亿欧元。单季度的额外开支较去年同期减少69.2%,销售利润率4.9%,同比增长1.8pp。但排除此部分影响后,单季度的销售利润率为6.4%,同比下降1.5pp。本季度研发投入31.0亿欧元,同比增长0.6%,资本支出34.6亿欧元,同比增长17.9%。

表 10: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 经营情况 (百万欧)

	2018Q1-3			2018Q3 单季度		
	2018Q1-3	2017Q1-3	同比	2018Q3	2017Q3	同比
营业收入	174,577	170,065	2.7%	55,200	54,716	0.9%
毛利润	35,043	32,640	7.4%	10,215	8,920	14.5%
毛利率	20.1%	19.2%	0.9%	18.5%	16.3%	2.2%
特殊项目前营业利润	13,306	13,231	0.6%	3,511	4,315	-18.6%
特殊项目前 ROS	7.6%	7.8%	-0.2%	6.4%	7.9%	-1.5%
特殊项目	-2,435	-2,595	-6.2%	-800	-2,595	-69.2%
营业利润	10,871	10,636	2.2%	2,711	1,720	57.6%
ROS	6.2%	6.3%	0.0%	4.9%	3.1%	1.8%
税后利润	9,376	7,543	24.3%	2,764	1,069	158.6%

数据来源: 2017&2018 三季度, 西南证券整理

分地区看, 欧洲和北美地区销售额分别为 1067 亿欧、274 亿欧, 同比微降。亚太地区销售额 313.7 亿欧, 同比增长 13.3%。

表 11: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 分地区销售额 (百万欧)

集团分地区销售额	2018Q1-3	2017Q1-3	同比
欧洲和其他	106,689	107,269	-0.5%
北美	27,394	27,695	-1.1%
南美	7,769	7,405	4.9%
亚太	31,370	27,696	13.3%

数据来源: 2017&2018 三季度, 西南证券整理

分业务板块看, 乘用车和商用车营收有增长, 但盈利均承压, ROS 同比降低 0.1%。交付量上, 乘用车和商用车增速差距不大, 商用车小幅领先。

表 12: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 集团分业务运营情况

	2018Q1-3	2017Q1-3	同比
乘用车			
营收 (百万欧)	119,646	116,642	2.6%
营业利润	7,393	7308	1.2%
ROS	6.2%	6.3%	-0.1pp
商用车			
营收 (百万欧)	26,289	25,757	2.1%
营业利润	1,486	1,484	0.1%
ROS	5.7%	5.8%	-0.1pp
动力工程			
营收 (百万欧)	2,489	2,355	5.7%
营业利润	-46	-75	-38.7%
ROS	-1.8%	-3.2%	+1.4pp

数据来源: 2017&2018 三季度, 西南证券整理

从乘用车板块分地区的交付量来看,除北美和欧洲其他片区,其他地区全面实现正增长。

表 13: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 交付量 (辆)

集团整体	2018Q1-3	2017Q1-3	同比
乘用车 (台)	7,592,480	7,294,101	4.1%
商用车	537,770	512,185	5.0%
总计	8,130,250	7,806,286	4.2%
乘用车分地区			
欧洲和其他	3,255,454	3,148,381	3.4%
其中: 西欧	2,489,744	2,416,361	3.0%
中东欧	535,086	489,907	9.2%
其他	230,624	242,113	-4.7%
北美	705,392	708,785	-0.5%
南美	367,023	334,021	9.9%
亚太	3,264,611	3,102,914	5.2%
其中: 中国	3,032,298	2,887,111	5.0%

数据来源: 2017&2018 三季报, 西南证券整理

分品牌, 大众、保时捷销量增长较好, 同比增速约分别为 4.6%和 5.6%, 拉动营收增长分别为 7.3%和 11.5%。保时捷盈利能力强劲, 营业利润增速 10.6%, ROS 基本和去年持平。大众中国区部分, 实现销量 302 万辆, 同比增长 3.6%, 领先国内汽车行业增长。

表 14: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 分品牌运营情况 (单位: 百万欧, 千辆)

品牌	2018Q1-3	2017Q1-3	同比	品牌	2018Q1-3	2017Q1-3	同比
大众				奥迪			
销量	2,753	2,632	4.6%	销量	1,107	1,147	-3.5%
营收	62,508	58,278	7.3%	营收	44,257	44,028	0.5%
营业利润	2,330	2,504	-6.9%	营业利润	3,671	3,941	-6.9%
ROS	3.7%	4.3%	-0.6%	ROS	8.3%	9.0%	-0.7%
斯柯达				西雅特			
销量	698	700	-0.3%	销量	462	436	6.0%
营收	12,598	12,338	2.1%	营收	7,744	7,255	6.7%
营业利润	1,083	1,206	-10.2%	营业利润	237	154	53.9%
ROS	8.6%	9.8%	-1.2%	ROS	3.1%	2.1%	0.9%
宾利				大众商用车			
销量	7	7	0.0%	销量	337	371	-9.2%
营收	1,092	1,321	-17.3%	营收	8,572	8,919	-3.9%
营业利润	-137	31	-541.9%	营业利润	628	698	-10.0%
ROS	-12.5%	2.3%		ROS	7.3%	7.8%	-0.5%
保时捷				斯堪尼亚			
销量	190	180	5.6%	销量	69	65	6.2%
营收	17,507	15,703	11.5%	营收	9,634	9,304	3.5%

品牌	2018Q1-3	2017Q1-3	同比	品牌	2018Q1-3	2017Q1-3	同比
营业利润	3,197	2,890	10.6%	营业利润	991	947	4.6%
ROS	18.3%	18.4%	-0.1%	ROS	10.3%	10.2%	0.1%
MAN 商用车				大众中国			
销量	98	80	22.5%	销量	3,021	2,917	3.6%
营收	8,599	7,970	7.9%	权益法的营业利润	3,330	3,305	0.8%
营业利润	222	269	-17.5%				
ROS	2.6%	3.4%	-0.8%				

数据来源: 2017&2018 三季度, 西南证券整理

交付上, 豪华品牌中布加迪和兰博基尼增速超 20%, 结构性领跑, 量产品牌中斯柯达西雅特增长突出, 增速分别为 7.8% 和 17.1%。大众和奥迪品牌交付量分别为 462.3 万辆和 140.8 万辆, 同比增长 2.9% 和 2.0%, 表现平淡, 亚太地区特别是中国区 Q3 行业性销量下滑对公司的影响较大。

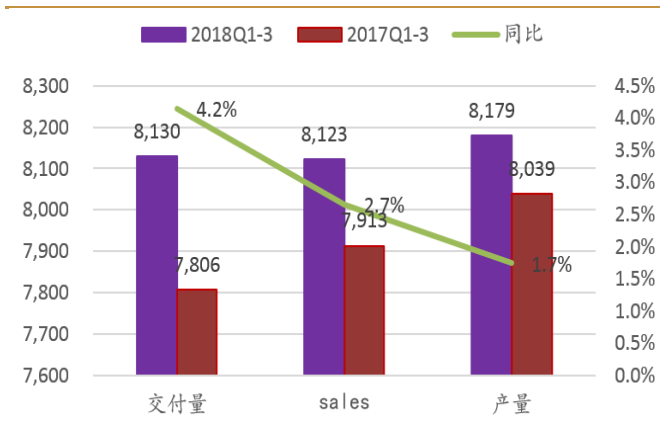
表 15: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 分品牌交付量 (辆)

	2018Q1-3	2017Q1-3	同比
大众	4,622,846	4,490,902	2.9%
奥迪	1,407,718	1,380,463	2.0%
斯柯达	939,064	871,082	7.8%
西雅特	415,577	354,894	17.1%
宾利	7,107	7,890	-9.9%
兰博基尼	3,554	2,930	21.3%
保时捷	196,562	185,898	5.7%
布加迪	52	42	23.8%

数据来源: 2017&2018 三季度, 西南证券整理

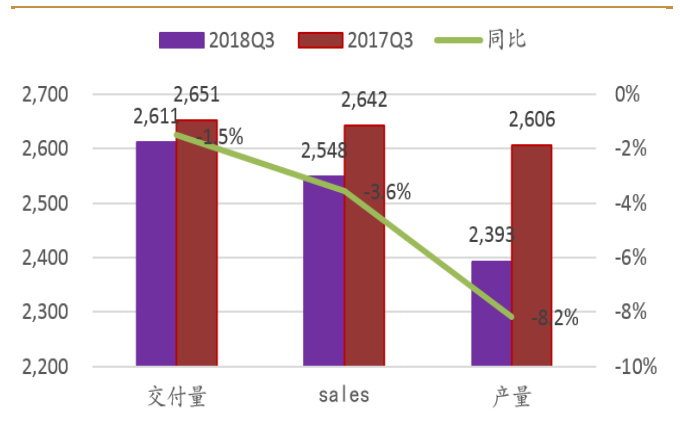
整体交付上, 2018Q1-Q3, 公司交付 813 万台汽车, 同比增长 4.2%, 销售汽车 812.3 万台, 同比增长 2.7%; 2018Q3 单季度, 公司交付汽车 261.1 万台, 同比降低 1.5%, 销售汽车 253.8 万台, 同比降低 3.6%。从 Q3 单季度是数据看来, 公司交付及销量下滑比较明显。行业压力凸显。

图 48: 公司 2018Q1-Q3 和 2017Q1-Q3 销量及产量 (千台)



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

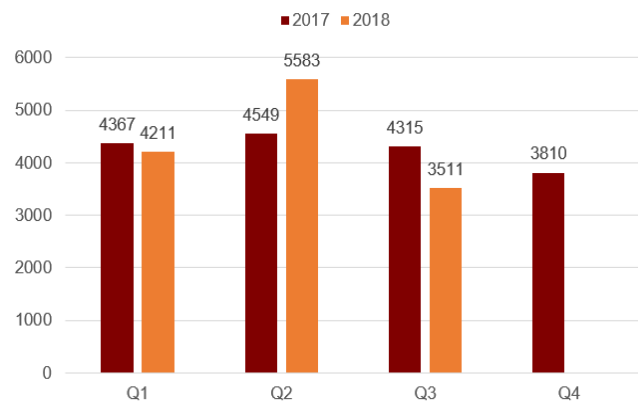
图 49: 公司 2017Q3 及 2018Q3 销量及产量 (千台)



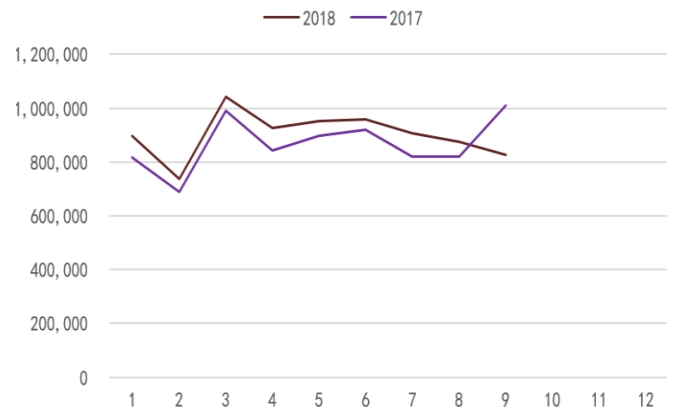
数据来源: 公司财报, 西南证券整理

从大众 2017Q1-2018Q3 单季度的营业利润看,扣除排放门产生的特殊款项的影响之后,2018Q1 营业利润同比小幅下降,Q2 增长显著,Q3 下滑明显。剔除非经常性因素影响之外,盈利能力同比也有下降,行业性的压力除了在销量上有所体现,盈利也开始受到部分影响。

从大众 2017 年 1 月到 2018 年 9 月的月度交付量数据来看,2018 年 9 月,交付量下滑明显,在去年同期开始进度交付量高峰期时,大众的月单月交付量趋势向下,预计 10-12 月压力依旧明显,对于整个 Q4 的交付数据并不乐观。

图 50: 2017-2018Q3 特殊款项扣除前的经营利润 (百万欧元)


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 51: 大众集团 2017-2018 月度交付量 (千辆)


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

虽然 2018 年汽车整体行业承压,但作为全球领先的汽车集团,公司在研发上依旧非常重视,前三季度研发投入 98.5 亿欧,同比微增 0.1%,R&D ratio 6.6%,同比减少 0.2pp。其中,Q3 单季度研发投入 31.0 亿欧,同比增加 0.6%,R&D ratio 6.6%,同比减少 0.1pp。2018 前三季度资本开支 785.3 亿欧,同比增长 10.8%,营收占比 5.3%,同比增加 0.4pp,其中,Q3 单季度资本开支 34.6 亿,同比增长 17.9%,营收占比 7.4%,同比增加 1.1%,三季度的资本开支增长较多,接近贡献了前三季度近 50% 的资本投入。

表 16: 大众集团 2017Q1-Q3 及 2018Q1-Q3 研发及资本支出情况 (百万欧)

	2018Q1-3			2018Q3 单季度		
	2018Q1-3	2017Q1-3	同比	2018Q3	2017Q3	同比
总研发投入	9,850	9,844	0.1%	3,104	3,084	0.6%
资本化率	35.6%	42.8%				
R&D ratio	6.6%	6.8%		6.6%	6.7%	
资本支出	7,853	7,089	10.8%	3,455	2,930	17.9%
资本支出/营收	5.3%	4.9%		7.4%	6.3%	

数据来源: 2017&2018 三季报, 西南证券整理

从全球车企的三季报来看,2018 年 1-9 月,除特斯拉以外,全球龙头车企收入增速偏低,宝马汽车更是同比增长-1.2%。

表 17: 全球车企 2018 三季度报对比

2018 前三季度	营收	同比	净利	同比	毛利率	净利率	销量 (万辆)	同比
大众 (亿欧元)	1,746	2.7%	94	24.3%	20.1%	5.4%	813	4.2%
福特 (亿美元)	1,185	2.7%	38	-27.3%	8.3%	3.2%	451	-7.2%
宝马 (亿欧元)	725	-1.2%	58	-8.7%	19.2%	8.0%	183	1.3%
通用 (亿美元)	1,087	0.7%	59	357.3%	18.3%	5.5%	614	12.4%
本田 (十亿日元)	7,866	5%	496	18.9%	21.6%	6.3%		
丰田 (十亿日元)	14,674	3.4%	1,242	16.0%		8.5%	442	0.7%
戴姆勒 (亿欧元)	1,208	0.2%	59	-19.7%		4.9%	243	1.4%
特斯拉 (亿美元)	142	68.1%	-13		18.3%	-8.9%		

数据来源: 公司财报, 西南证券整理 丰田和本田的财年期截止到 2018.3

2018 单三季度, 除特斯拉三季度开始交付量提升拉动业绩之外, 从销量的环比数据看, 车企销量基本环比负增长, 对单季营收略有拖累, 行业销量低迷的情况下, 盈利端承压明显。

表 18: 全球车企 2018Q3 对比

2018 第三季度	营收	同比	环比	净利	同比	环比	销量 (万辆)	同比	环比
大众 (亿欧元)	552	0.9%	-9.7%	28	158.6%	-16.6%	261	-1.5%	-8.0%
福特 (亿美元)	377	3.3%	4.9%	10	-37.1%	-7.1%	135	-10.0%	-9.4%
宝马 (亿欧元)	247	4.7%	-1.1%	14	-23.9%	-32.5%	59	0.3%	-7.1%
通用 (亿美元)	358	6.4%	-2.6%	25	-	6.9%	198	14.7%	-4.1%
本田 (十亿日元)	3,842	1.7%	-4.5%	229	19.6%	-14.1%			
丰田 (十亿日元)	7,311	2.3%	-0.7%	585	27.7%	-11.0%	218	0.4%	-2.4%
戴姆勒 (亿欧元)	402	-1.3%	-1.3%	18	-21.3%	-3.5%	79	-3.6%	-4.6%
特斯拉 (亿美元)	68	128.6%	70.5%	3					
蔚来 (亿人民币)	15	无	3095.3%	-28					

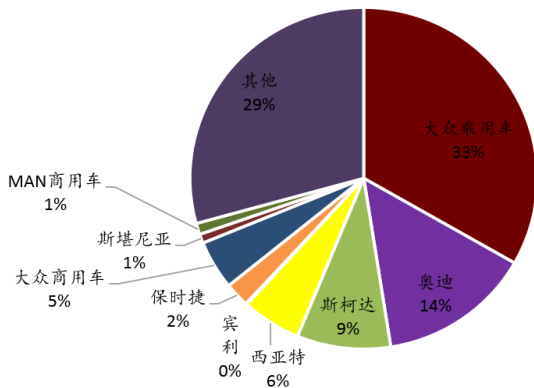
数据来源: 公司财报, 西南证券整理。注: 通用 2017 年三季度出售欧宝/沃豪公司产生了 54 亿美元费用, 主要以非现金结算。第四季度由于美国税制改革, 单季度所得税费用高达 79 亿美元, 其中大部分为非现金支出, 是递延所得税资产无法实现

4.2 大众乘用车和奥迪是公司的重要子品牌, 保时捷盈利性最强

大众乘用车和奥迪是公司的核心销量和收入来源。2017 年, 从销量看, 大众车乘用车、奥迪、斯柯达分别贡献集团汽车销量的 33%、14%、9%, 合计贡献 56% 的汽车销量; 从收入看, 大众乘用车、奥迪、保时捷分别贡献 35%、27%、10% 的销售收入, 合计贡献 72% (斯柯达和保时捷销量分别为 93.7 万辆和 24.8 万辆, 但由于保时捷车型价格较高, 所以在收入贡献上, 保时捷提升明显)。

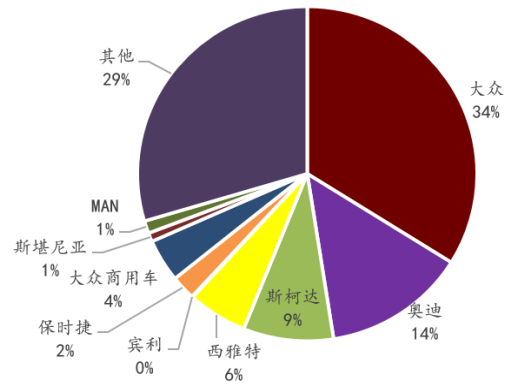
由于大众集团将在中国的合资企业以权益法部分核算销量数据, 因此全球交付量数据更能直观反映大众各品牌的实际销量。从交付量看, 大众乘用车、奥迪和斯柯达销量分别占比 58%、18% 和 11%。

图 52: 2017 大众集团品牌销量结构



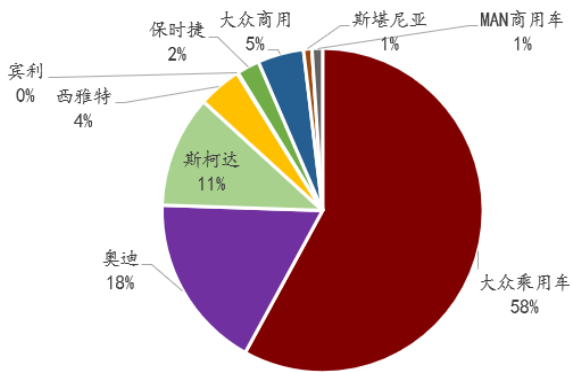
数据来源: 年报、西南证券整理 注: 其他还包括以权益法核算的中国合资企业销量与实际销量的差额

图 53: 2018 前三季度大众集团品牌销量结构



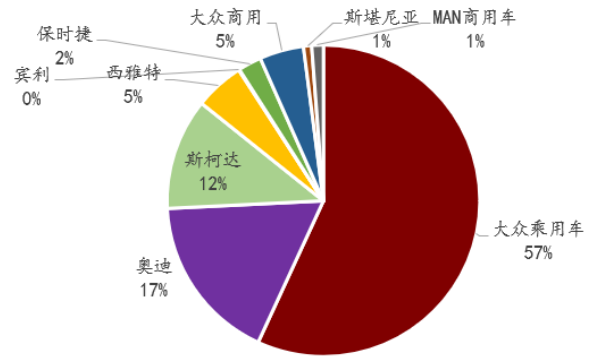
数据来源: 2018 三季度报、西南证券整理

图 54: 2017 大众集团品牌客户交付量结构



数据来源: 年报、西南证券整理

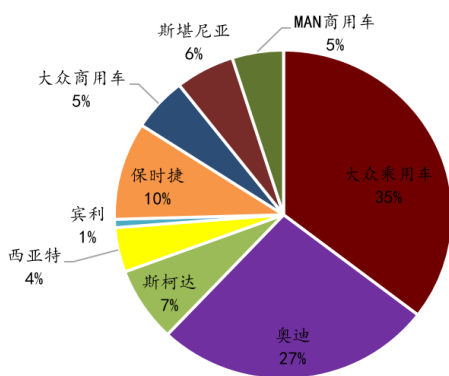
图 55: 2018 前三季度大众集团品牌客户交付量结构



数据来源: 2018 三季度报、西南证券整理

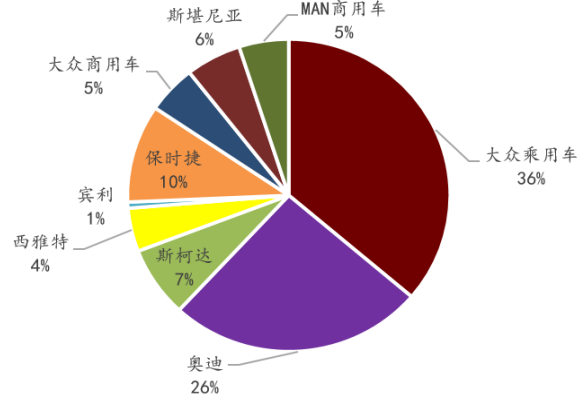
2018Q1-Q3, 销量上, 大众车乘用车、奥迪、斯柯达分别贡献集团汽车销量的 34%、14%、9%, 合计贡献 57% 的汽车销量; 收入上, 大众乘用车、奥迪、保时捷分别贡献 36%、26%、10% 的销售收入, 合计贡献 72% 的营业收入。

图 56: 2017 大众集团品牌收入结构



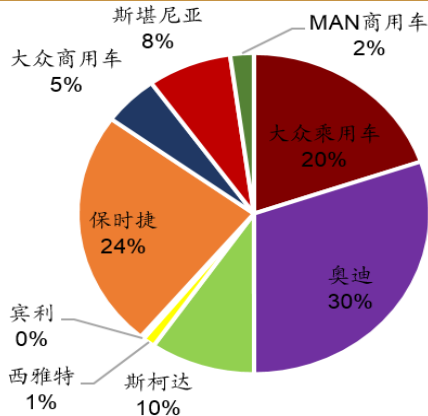
数据来源: 年报、西南证券整理

图 57: 2018 前三季度大众集团品牌收入结构

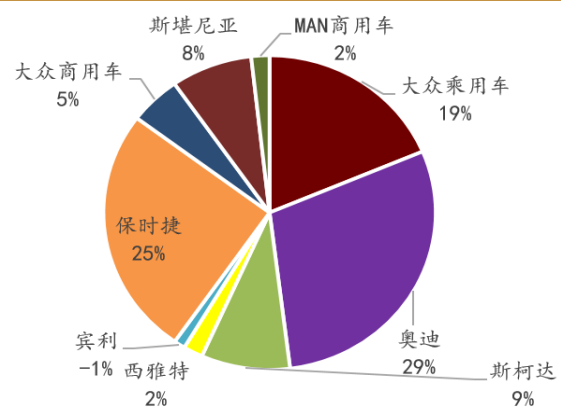


数据来源: 年报、西南证券整理

从利润结构看, 2017, 大众车乘用车、奥迪、斯柯达、保时捷分别贡献集团汽车利润的 20%、30%、10%和 24%, 合计贡献 84%的利润。2018Q1-Q3, 大众车乘用车、奥迪、斯柯达、保时捷分别贡献集团汽车利润的 19%、29%、9%和 25%, 合计贡献 82%的利润。在前三季度各品牌承压的情况下, 保时捷仍表现了较强的盈利能力。

图 58: 2017 大众集团品牌利润结构


数据来源: 年报、西南证券整理

图 59: 2018 前三季度大众集团品牌利润结构


数据来源: 年报、西南证券整理

对比大众旗下子品牌的盈利能力, 保时捷是盈利性最强的子品牌, 单品定价高, 盈利能力强, 仅 2%的销量占比, 贡献了集团 10%的收入, 25%左右的利润。2017 年 ROS 为 18.5%, 显著高于其他的子品牌。按照公司的规划, 预计 2020 年, 大众集团整体 ROS 要保持在 6.5%-7.5%, 大众乘用车 4%-5%, 奥迪 8%-10%, 保时捷 >15% 等, 对不同品牌的盈利规划也有一些差异。作为公司的收入利润重要贡献的大众品牌和奥迪品牌, 公司希望未来的盈利能力能够趋势向上, 稳步提升。

表 19: 公司品牌盈利能力及未来盈利目标

ROS(%)	2016	2017 目标	2017	2018 目标	2020
大众集团	6.7	6-7	7.4	6.5-7.5	6.5-7.5
大众品牌	1.8	3-5	4.1	4-5	4-5
奥迪	8.2	8-10	8.4	8-10	8-10
保时捷	17.4	>15	18.5	>15	>15
斯柯达	8.7	7-8	9.7	8-9	6-7
大众商用车	4.1	3-4	7.2	5-6	4-5
卡车&巴士					
斯堪尼亚	9.5	6-7	6.9	6-7	9
MAN 商用车	2.3				
大众金融服务	15.6%	14-16%	15.8%	14-16%	14-16%

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4.2.1 大众品牌-最成功的量产汽车制造商之一

2017 年, 大众品牌汽车全球交付达到 623 万辆。在大众集团的历史上, 大众乘用车推出了多款经典车型。比如, 1972 年, 年产量超过 1500 万辆的甲壳虫, 是当时世界量产最多的车型。1973 年, 采用模块化设计的首款帕萨特投入生产。1976, 高尔夫产量超过一百

万。1975 年，大众 POLO 成为小型经济车的畅销车型。根据 2013-2017 年公司分车型的产量数据，高尔夫、捷达、途观、Polo 和帕萨特依旧是大众乘用车品牌每年生产最多，市场需求最旺的几款主力车型。特别是途观，2017 年全球交付量 72 万台，是最受欢迎的车型之一。

表 20：大众乘用车品牌车型及历年产量（辆）

车型	价格区间			2013	2014	2015	2016	2017
	欧洲（欧元）	美国（美元）	中国（元）					
Golf	1.8-4.5 万	2.1-4 万		824,629	1,011,124	1,095,553	982,495	968,284
Jetta/Sagitar		1.8-2.7 万		909,204	926,277	844,907	968,135	883,346
Tiguan	2.9-4.1 万	2.2-3.9 万		472,958	515,349	501,712	548,687	769,870
Polo	1.3-2.4 万			725,291	753,754	754,546	794,388	755,506
Passat/Magotan	3.2-4.5 万	2.5-3 万		756,530	747,583	724,018	711,878	660,996
Lavida			11-17 万	450,703	481,740	462,748	547,187	507,574
Bora			11-16 万	238,797	226,006	202,964	236,427	334,900
Santana			8-14 万	261,938	295,485	279,583	312,177	293,313
Gol				454,725	300,629	192,841	160,130	203,148
up!	1.1-1.7 万			143,188	217,278	172,345	169,970	158,795
Touran	2.8-3.3 万			135,382	126,567	120,507	164,248	144,676
Lamando			15-23 万		3,080	103,573	146,285	138,943
Atlas/Teramont		3.1-4.8 万					386	129,724
Saveiro	2.5 万			93,334	96,420	75,397	47,460	66,431
Beetle	2.3 万	2.1-2.8 万		109,517	91,464	64,035	61,940	59,483
Fox				164,763	106,991	85,161	50,273	50,739
Sharan	3.5-4.1 万			40,159	49,498	53,423	41,949	45,695
Touareg	5.8 万			70,861	63,741	59,190	47,495	42,407
Arteon/CC	3.8 万			88,632	85,591	56,796	44,091	37,972
T-Roc	2.1 万							22,724
Suran				39,674	23,332	24,691	20,163	21,093
Phideon			35-66 万				5,131	13,014
Scirocco	2.5 万			23,400	23,573	16,251	11,963	8,199
Eos				7,651	6,567	4,559		
Phaeton				5,812	4,061	2,924	452	
XL1					106	59		
总产量				6,017,148	6,156,216	5,897,783	6,073,310	6,316,832
Sales				4,704,000	4,583,000	4,424,000	4,347,000	3,573,000

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 60: 大众车型

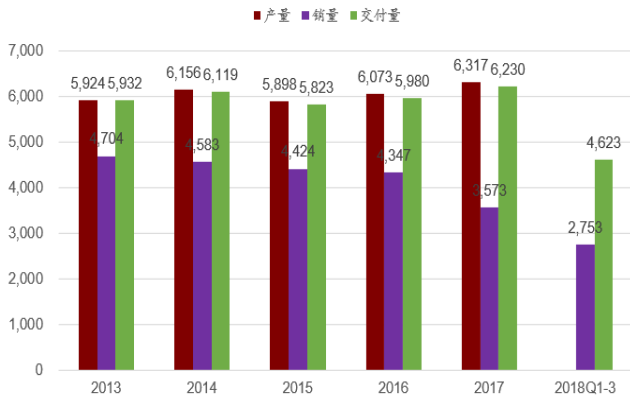

数据来源: 公司官网、西南证券整理

2013-2017年,大众乘用车销量从470万台降至357万台。2014年销量下滑的主要是因为南美市场下滑以及俄罗斯那边需求的减弱,但西欧那边,客户对up!、Golf等车型的需求还是比较旺盛。2015年,由于市场形式严峻,巴西、俄罗斯的市场需求持续下降,但西欧还处于一个持续复苏的过程,综合销量略有下滑。

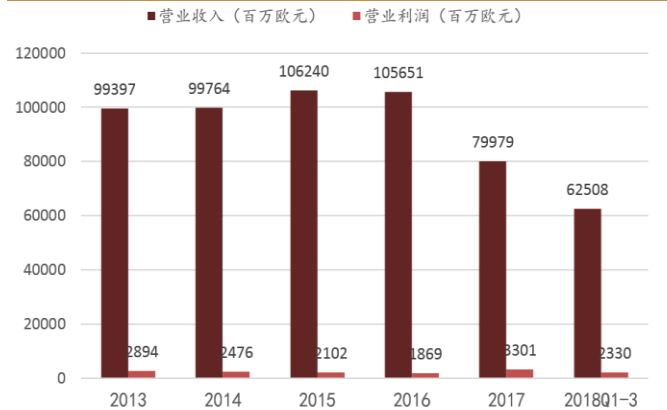
2016年,巴西和俄罗斯市场情况依旧。2017年,由于大众的尾气排放事件,德国地区销量略有下滑。从交付量的数据看来,近年来受益于大众在中国市场的快速发展,中国区销量的快速增长抵消了部分地区连续几年需求偏淡,销量下滑的影响,整体交付量近年来小幅波动。

2014年大众汽车集团乘用车品牌的销售收入为998亿欧元(2013年为994亿欧元),较上年增长0.4%。大众汽车乘用车品牌营业利润有所下降,原因主要南美市场疲软。单车销量下降、俄罗斯因危机出现需求下滑。由于公司投入了较多的资金用于新技术的研发,及汇率变动对盈利产生负面影响,尽管较低的材料成本有所抵消。公司利润同比下降了4.17亿欧元,ROS同比减少0.4%。(上述数字未将中国合资企业销售收入和利润的增长计入在内)。2015年,大众因尾气排放事件产生较多非经常性损益,尽管当年汇率变动方向利好公司,成本优化也有效果。但仅非经常性项目就带来164个亿欧元支出。ROS进一步下降至2.0%。

2016 年，排放事件影响持续，虽绝对金额在减少，但市场成本压力及负面的汇率波动影响，综合拉低 ROS，降至 1.8%。2017 年，大众乘用车在 2017 年的营业收入同比下滑 24.3%，主要是因为集团业务的重新分类，受益于内部降本及收入口径的大幅调整，虽然当年有较多的折旧以及排放事件处理费用，ROS 显著提升至 4.1%。

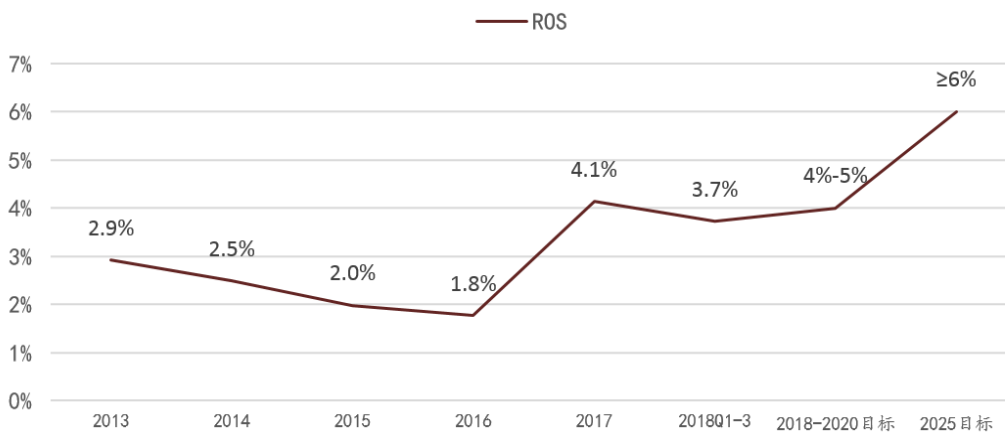
图 61：大众乘用车产销数据（千辆）


数据来源：公司财报、西南证券整理 销量和交付量之间的差距主要是在中国的合资公司的销量没有算进大众乘用车

图 62：大众乘用车盈利情况


数据来源：年报、西南证券整理

2018 前三季度大众品牌乘用车销售 280 万辆，其中 Polo、T-Roc、途观等非常受欢迎。营业收入增长 7.3%，剔除非经常项的营业利润 23 亿欧，新产品的汇率变动损失和更多的资本投入及排放事件的 16 亿欧元影响，拖累盈利，2018 前三季度 ROS 降至 3.7%。排放门事件带来的影响将步入尾声，后续盈利有望提高。此外公司未来对于产品成本、资本投入、研发等各方面都会加强管控，按照公司的战略规划，2018-2020 年预计盈利能提升到 4%-5%，到 2025 年，希望 ROS 能不低于 6%。

图 63：大众乘用车 ROS


数据来源：公司财报、西南证券整理

2018 年大众除了升级了传统车型外，全新电动版的 e-Golf 也迎来上市。未来几年大众将推出更多的新能源车型，纯电动的 I.D. 系列计划 2020 年上市。根据大众的规划，到 2025 年将推出至少 50 款纯电动车型。

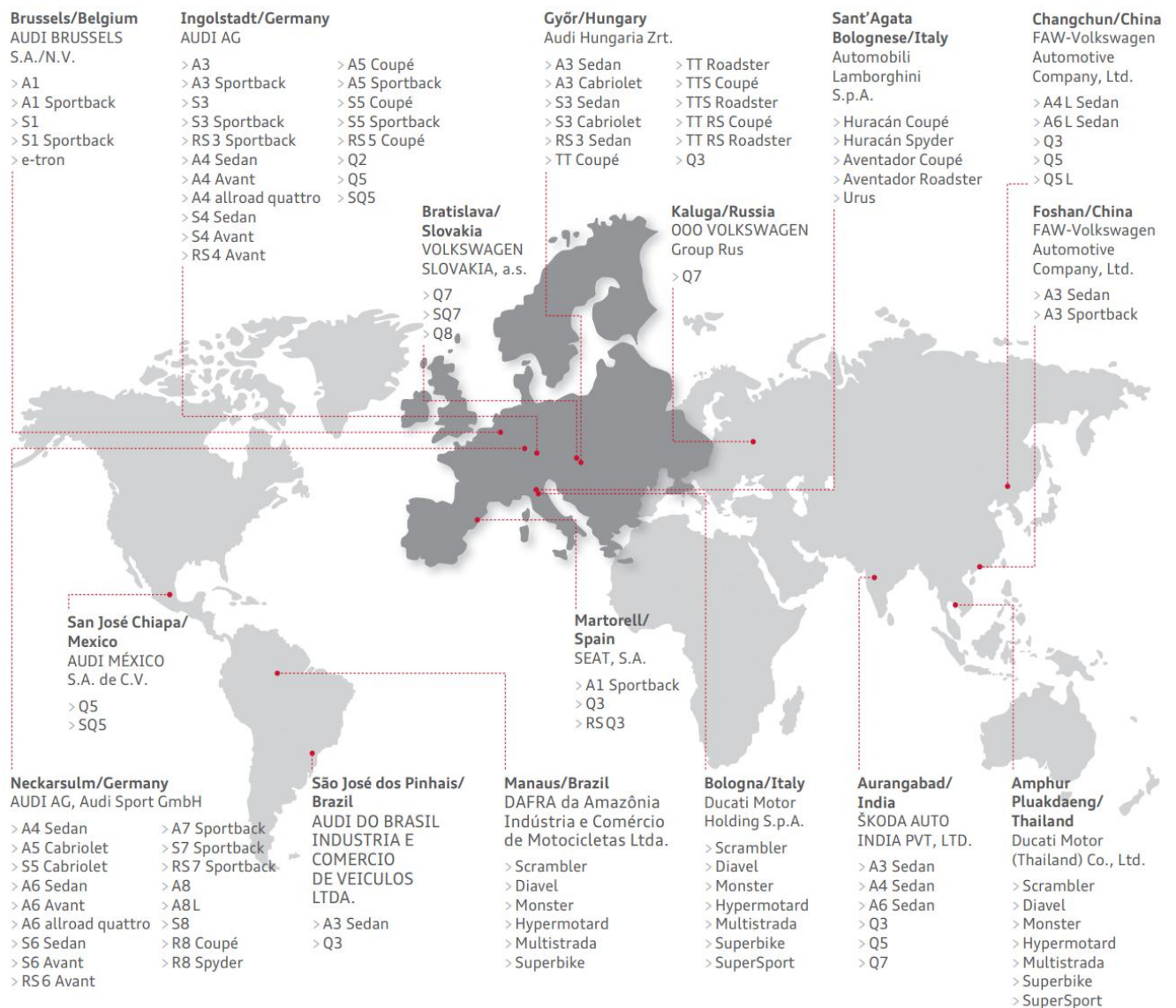
表 21: 大众新车型计划

品牌	2018	2019	2020	2021	2021-2025
大众	e-Golf; 上海大众: 新朗逸、新 POLO、新帕萨特、全新 SUV(南美版 Tharu 国产); 一汽大众: Arteon、T-Roc、新宝来、A SUV 等	8 代 Golf、B-SUV Coupe(全新途锐)、新速腾、国产 e-Golf、A-SUV Coupe 等	T-Roc 敞篷、I.D.Crozz、I.D.Crozz II 等	2020 年前推出至少 10 款新能源车和 10 款全新 SUV	预计到 2025 年,将推出至少 50 款纯电动车型。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4.2.2 奥迪-世界上最成功的高档车品牌之一

奥迪在 1965 年被大众集团收购。2017 年全球交付量达到 187 万辆, 在全球拥有 13 个整车制造厂, 分布于欧洲、亚洲和南美洲。

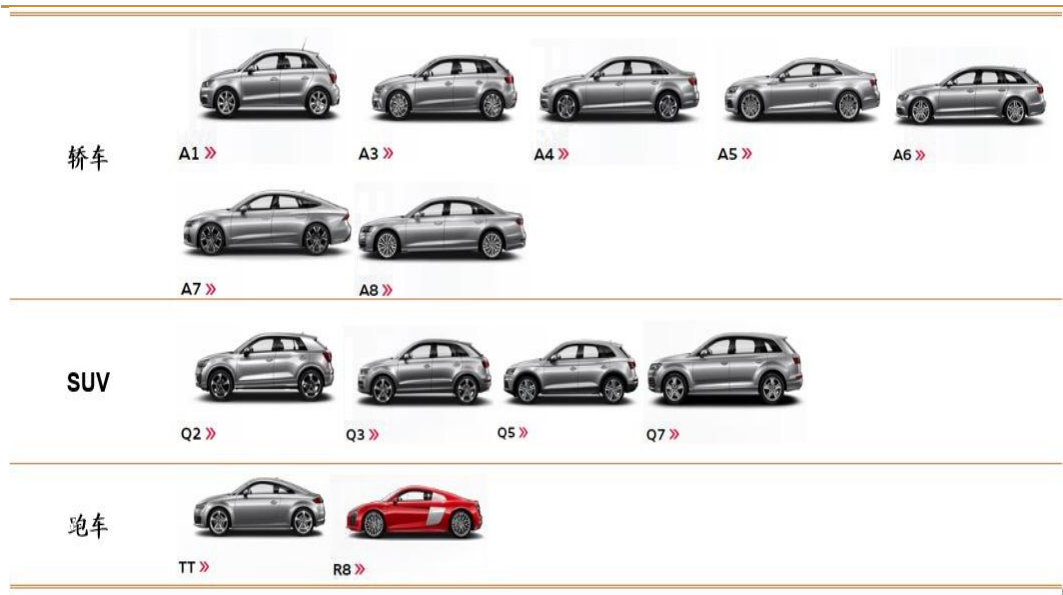
图 64: 奥迪产能分布


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

1899年，品牌创始人奥古斯特·霍希从奔驰公司辞职后来科隆创办奥古斯特霍希公司，1902年迁至萨克森州，随后公司业绩不断发展。1909年引擎试验失败后，霍希离开。一个月后，他重开公司，因诉讼问题更名为奥迪。1910年，公司生产第一辆奥迪牌汽车。在1912到1914年的国际奥地利阿尔卑斯汽车拉力赛中，奥迪汽车连连夺冠为品牌赢得良好的声誉。1921年，奥迪首创将汽车方向盘左置，并将排挡杆移至中间，使得驾驶更为方便，从此在众多品牌中脱颖而出。1923年，奥迪率先在汽车上安装空气过滤器，成为各大汽车厂商纷纷效仿的对象。1932年，奥迪公司、奥古斯特霍希公司与当时的另外两家汽车公司漫游者公司、DKW公司合并组成汽车联盟股份公司，商标为四个连接的圆环，象征四家公司彼此平等，奥迪商标就此诞生。二战期间，汽车联盟遭到重挫，苏占区的工厂被苏联没收拆除。一些原来的经营者和员工来英戈尔斯塔重新建厂，并继承四环商标。1957年，奔驰收购新汽车联盟全部股权，后因财政危机，在1966年将全部股权出售给大众。大众注资后，汽车联盟重获新生，并于1968年推出二战后的首款新车奥迪100。

1969年汽车联盟和NSU公司合并，组成奥迪-NSU汽车联盟公司，1985年更名为奥迪股份公司。1980年，奥迪独创技术 quattro 全时四驱系统，引起轰动。1988年，奥迪V8型轿车首次亮相，奥迪重返豪华轿车市场。1994年，作为V8改进型的全铝轿车奥迪A8首次亮相。1995年，奥迪TT诞生，凭借其时尚的外形和出色的性能在市场上大获成功。1998年，奥迪公司成功收购意大利著名的跑车公司兰博基尼和英国赛车发动机公司考斯沃斯。奥迪也迎来了历史上销量和利润的新纪录。

图 65：奥迪车型



数据来源：公司官网、西南证券整理

根据2013-2017年公司的交付数据，奥迪Q3、A4 Sedan、Q5、A6 Sedan是奥迪品牌每年交付量最多，市场需求最旺的几款主力车型，年交付量20万台左右。奥迪Q5是以MLB平台为基础的一款紧凑型SUV车型，外型延续了奥迪Q7的设计风格，配备了TorsenAWD系统，使其四轮全驱能够实现40/60的动力划分。奥迪Q5还配备高度可调式空气式悬挂、下坡控制系统等高科技电子装备。奥迪Q3是基于PQ35平台的SUV，在奥迪车型系列中的定位在Q7与Q5之下，最大优点是造型动感，内饰工艺质量高，配置和动力适中。A4和A6则是奥迪中高端轿车的代表车型，外观兼具时尚与稳重，多年持续为畅销车型。

表 22: 奥迪品牌车型及历年交付量 (辆)

品牌	车型	价格区间 (欧元)	2013	2014	2015	2016	2017
Audi	A1	1.8 万起	38,684	35,414	32,479	27,190	19,541
Audi	A1 Sportback	2.2 万起	84,260	81,232	78,957	87,256	76,184
Audi	Q2	2.4-2.6 万起			-	8,797	93,483
Audi	A3	3 万起	34,448	26,301	19,231	16,624	9,166
Audi	A3 Sportback	2.5-3.3 万起	156,201	176,211	194,144	196,616	172,142
Audi	A3 Sedan	2.6-3.3 万起	7,380	93,567	140,097	142,035	128,032
Audi	A3 Cabriolet	3.4-4.3 万起	4,244	13,700	19,292	14,596	12,594
Audi	Q3	3.1 万起	145,224	197,919	199,830	232,045	207,774
Audi	TT Coupé	3.7-7.6 万起	15,103	12,981	24,622	24,681	18,901
Audi	TT Roadster	4-0-6.3 万起	4,264	3,043	5,338	6,386	4,998
Audi	A4 Sedan	3.3-3.8 万起	235,582	244,866	210,346	211,512	215,146
Audi	A4 Avant	3.5-4.0 万起	86,731	83,666	86,410	110,338	105,503
Audi	A4 allroad quattro	4.8 万起	18,126	19,038	16,946	15,012	20,722
Audi	A5 Sportback	3.9-4.1 万起	48,978	48,279	44,595	37,868	67,784
Audi	A5 Coupé	3.9-4.1 万起	29,461	25,623	20,511	16,251	25,506
Audi	A5 Cabriolet	4.5-4.7 万起	18,032	16,220	13,578	13,468	13,534
Audi	Q5	4.6-5.6 万起	234,051	247,446	266,968	278,968	281,854
Audi	A6 Sedan	4.9 万起	230,535	241,657	226,805	203,492	190,696
Audi	A6 Avant	5.2 万起	48,623	51,519	58,119	59,113	54,946
Audi	A6 allroad quattro	5.8 万起	8,999	10,415	11,689	10,776	10,523
Audi	A7 Sportback	5.8 万起	28,179	29,162	28,779	25,399	18,641
Audi	e-tron						
Audi	Q7	6.4 万起	59,099	62,166	71,173	102,038	106,004
Audi	Q8	7.6 万起					
Audi	A8	9.2-9.6 万起	36,681	38,482	31,146	24,399	21,323
Audi	R8 Coupé	14.4-17.4 万起	1,617	1,357	1,577	2,576	1,916
Audi	R8 Spyder	15.8-17.9 万起	978	865	614	302	1,152
Audi 品牌整体			1,575,480	1,741,129	1,803,246	1,867,738	1,878,105
Lamborghini	Gallardo		1,120	265			
Lamborghini	Urus						
Lamborghini	Huracán			1,137	2,242	2,353	2,642
Lamborghini	Aventador		1,001	1,128	1,003	1,104	1,173
Lamborghini 品牌整体			2,121	2,530	3,245	3,457	3,815
大众其他			173,406	189,858	218,390	216,992	223,164
奥迪整体			1,751,007	1,933,517	2,024,881	2,088,187	2,105,084

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

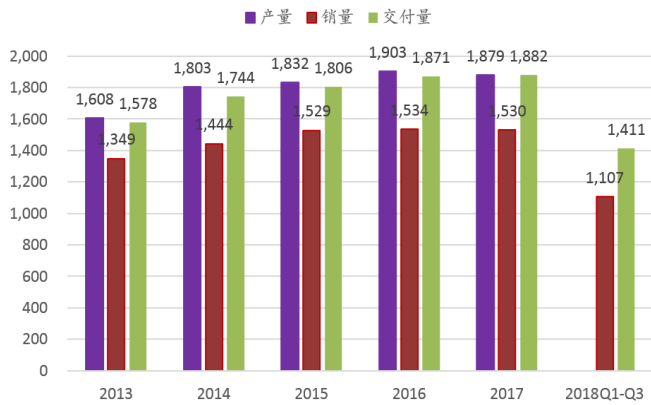
2013 年，奥迪扩张了全球产能，给未来的增长奠定基础。2013-2017 年，奥迪销量从 134.9 万台增至 153.0 万台。

从交付量上看。2014，奥迪交付 174.4 万辆(+10.5%)，其美国和中国的增速尤为显著，美国增长 15.1%，中国增长 17.7%。2015，奥迪交付 180.6 万辆(+3.6%)，继续刷新纪录，西班牙(+16.5%)、意大利(+10.3%)、美国(+11.1%)地区交付量提升显著。2016，公司交付 187.1 万辆(+3.6%)，其中西欧(+7.0%)、北美(+5.3%)、中国(+3.6%)增长显著。2017，交付 188.2 万辆(+0.6%)，北美增长 8.4%，中国增长 1.1%。

从销量上看。2014，奥迪销售 144.4 万辆(+7.0%)，中国的合资公司销售 51.3 万辆奥迪。其中，奥迪 A3、A6、以及 Q3、Q5 SUV 系列在全球的需求特别旺盛。2015，奥迪销售 152.9 万辆(+5.9%)，中国合资公司销售 51 万辆，A3、A6、Q3、Q5、Q7 需求旺盛。2016，公司销量 153.4 万辆(+0.3%)，中国合资公司销售 53.6 万辆。全球范围内，奥迪 Q3 和新款 A4 及 Q7 畅销。2017，销售 153 万辆，中国合资公司销售 55.2 万辆。奥迪 Q2、Q5 畅销。

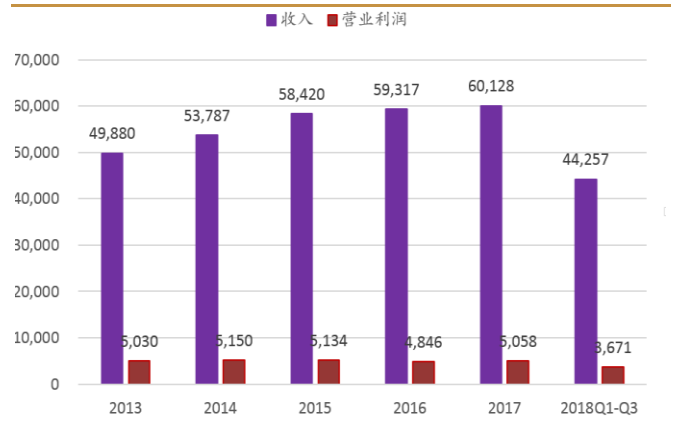
从产量上。2014，奥迪总共在 11 个工厂 9 个国家生产 180.3 万辆(+12.2%)，新增巴西产能将在 2015 年开始，墨西哥 2016 年。2015，产量 183.2 万辆(+1.5%)，墨西哥的 san jose chiapa 工厂计划 2016 年中生产，设计产能 150 万辆每年。2016，奥迪生产 190.3 万辆(+3.9%)。2016 年 9 月，墨西哥工厂开始运营，用来生产新的奥迪 Q5。2017，奥迪生产 187.9 万辆(-1.3%)。

图 66: 奥迪产销数据 (千辆)



数据来源: 年报、西南证券整理

图 67: 奥迪集团盈利情况 (百万欧元)



数据来源: 年报、西南证券整理

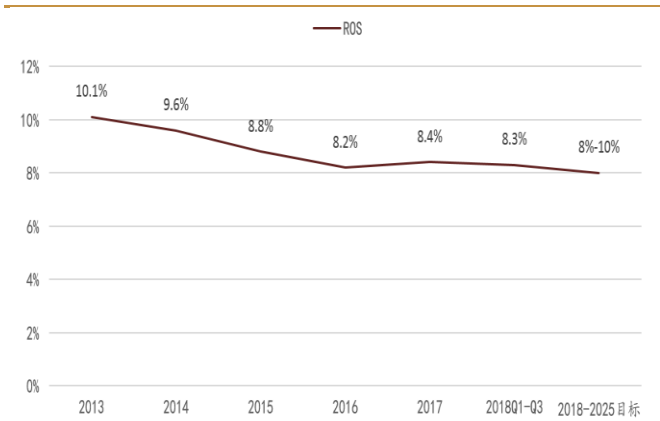
从盈利上，伴随着每年的销量增长，收入利润均不断提升，但由于成本端的波动，盈利能力从 2013 年的 10.1% 降至 2017 的 8.4%。2014，品牌收入 537.9 亿欧元(+7.8%)，利润 51.5 亿(+2.4%)，虽然材料成本有所下降，但因为新产品、新技术的投入，以及国际产能扩展，营业利润率降至 9.6%。2015，剔除非经常项的营业利润和去年持平(尾气排放事件带来的影响约 30 亿欧元)，达 51.3 亿欧元。汇率变动对利润的正面影响未抵消研发及扩产能的成本，利润率进一步降至 8.8%。

2016，收入同比增加 9 亿欧元，非经常项前营业利润 48.5 亿欧元(尾气排放事件影响 18 亿欧元)。公司的成本优化战略虽略有成效。但由于竞争环境严峻，新产品和新技术的支出较高及国际产能扩张的折旧摊销增加，叠加汇率变动的负面影响，利润率进一步走低至 8.2%。2017，新奥迪 A8 上市。收入同比增加 8 亿欧元，营业利润 50.6 亿欧元，比去年略

高。成本优化及提价对盈利有正面影响。但这个效果被更高的折旧摊销抵消不少。利润率提升至 8.4%。排放事件影响 4 亿欧元，同比去年 18 亿欧元，绝对数减少。

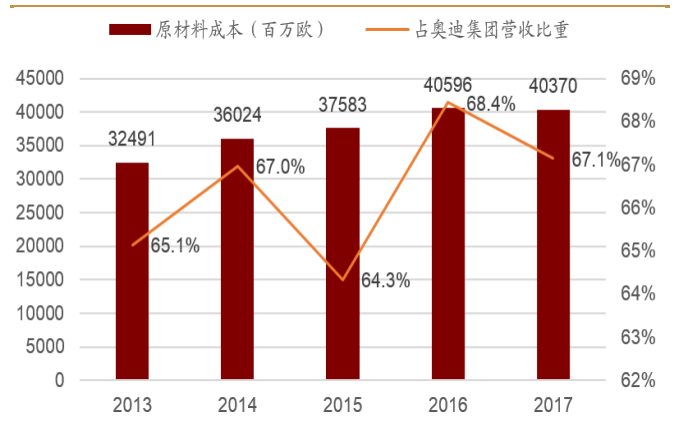
2018 年 1-9 月，奥迪销售 110.7 万辆，营业收入 442.6 亿欧元，剔除非经常项的营业利润 36.7 亿欧，前三季度 ROS 降至 8.3%。排放门事件带来的影响将步入尾声，后续盈利有望提高。此外公司未来对于产品成本、资本投入、研发等各方面都会加强管控，按照公司的战略规划，2018-2025 年预计盈利能到 8%-10%。

图 68: 奥迪 ROS



数据来源: 年报、西南证券整理

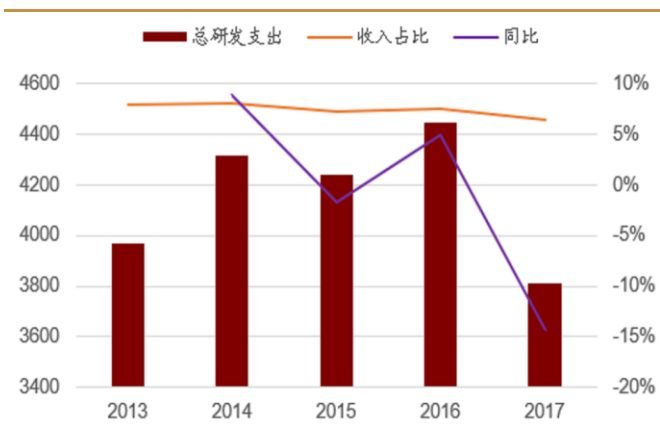
图 69: 奥迪原材料成本



数据来源: 年报、西南证券整理

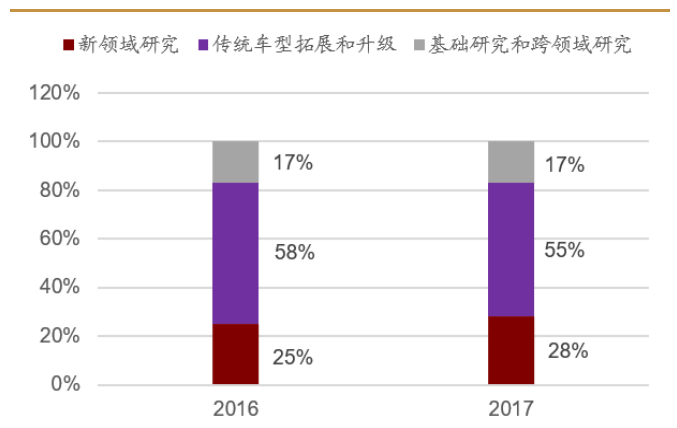
2016-2017 年，奥迪主要在新领域研究、传统车型拓展升级以及基础和跨领域研究方面投入大量资金，超过半数的研发资金都投向了全新领域的研究。全新领域包括新能源车及动力电池技术、辅助和自动驾驶技术、移动互联技术、全新显示屏、空调系统、空气动力学等方面。基础研究方面，奥迪会继续再车型测试和赛车运动中投入资金。

图 70: 奥迪研发支出 (百万欧元)



数据来源: 年报、西南证券整理

图 71: 2016-2017 奥迪研发投入



数据来源: 年报、西南证券整理

奥迪 2018 年的更新以现有车型为主。3 月在日内瓦车展上奥迪展示了其首款电动 SUV e-tron quattro 的原型车，该车型有望在 2019-2020 年上市。根据奥迪的计划，2025 年之前将有多款基于 MEB 和 PPE 平台的车型上市，范围覆盖轿车、紧凑型 and 大型 SUV。

表 23: 奥迪新车型计划

品牌	2018	2019	2020	2021	2021-2025
奥迪	SQ2、新 A6/A6 Avant、RS5 Sportback、RS Q5、新 S8、Q8、新 Q3、新 A1、新 RS7、e-tron quattro prototype 等	RS Q2、Q1、Q4、Q6、新 A3/A3 Sportcoupe、新 A6 allroad quattro、e-tron quattro Sportback、中期改款 A4、S1、RS Q3、RS Q8、S6 等	e-tron SUV (小型/MEB 平台) 等	e-tron GT 等	2022-2023: e-tron SUV (紧凑型/MEB 平台)、e-tron 7、e-tron 5、e-tron 5 Avant; 2024: e-tron SUV (紧凑型/PPE 平台)、e-tron 9 Sportback; 2025: e-tron SUV (大型/PPE 平台)

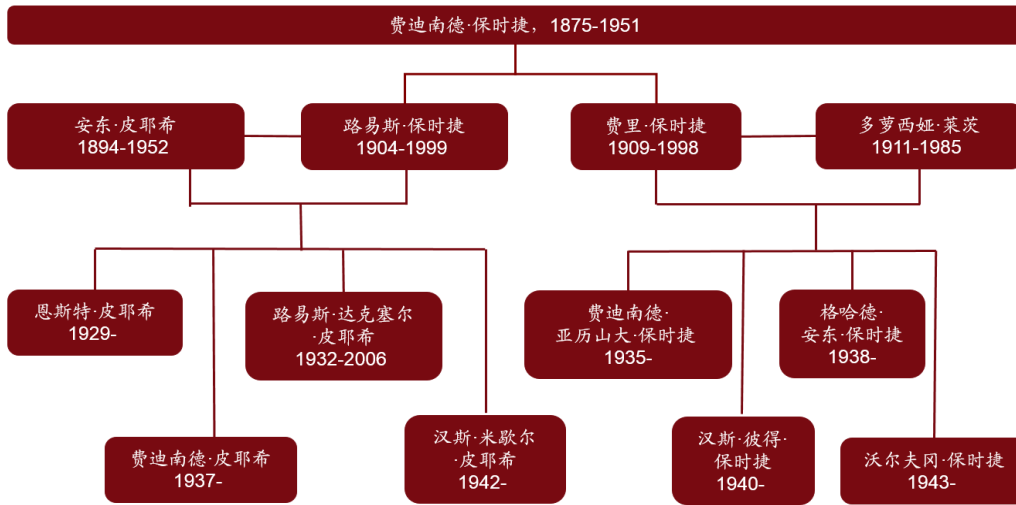
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4.2.3 保时捷-盈利性最强的子品牌

保时捷成立于 1931 年的德国斯图加特, 世界著名的豪华跑车品牌, 创始人费迪南德·保时捷。1900 年, 在 Lohner 车厂担任设计师的保时捷设计出一款双座跑车—Lohner-Porsche。1906 年, 他在戴姆勒的奥地利分公司担任技术总监, 1923 年晋升为戴姆勒总厂的总工程师。1931 年, 费迪南德·保时捷在斯图加特建立一家设计公司, 专门开发汽车、飞机和轮船发动机。因向董事会提出设计并生产一款大众都买得起的汽车, 遭董事会否决后离开。而制造大众都买得起的汽车的设想却与希特勒的想法不谋而合, 因此, 在 1935 年, 保时捷设计出后来风靡全球的大众甲壳虫的原型车。后来, 希特勒决定建立一个新厂来大批量生产这种车型, 大众汽车公司随即成立。

1948 年, 第一款保时捷自行研制的汽车 Porsche356 问世, 凭借其出色的性能风靡一时。1951 年, 费迪南德·保时捷去世, 其子费利·保时捷继承了父亲的事业, 并将保时捷品牌发扬光大。1963 年, 保时捷 911 面世。1971 年, 保时捷开始建设研发中心和大型测试场, 用来提高其产品的品质。同年, 涡轮增压器开始研制。1972 年, 保时捷改制为上市公司, 费利·保时捷担任监事会主席。1975 年, 公司推出第一部水冷式前置发动机跑车 924。80 年代中期, 保时捷遭遇严重经营危机, 靠大幅降价和裁员渡过危机。1993 年, 主打高品质低价位的大众化跑车 Boxster 概念车发布, 1996 年上市后销售火爆, 之后保时捷重获新生。2000 年, 保时捷顶级跑车 Carrera GT 首次面世, 2003 年量产。2010 年, 插电式混合动力顶级跑车 918 Spyder 亮相。2015 年, 保时捷斥资 10 亿欧元建设全新电动汽车工厂, 制造首款纯电动跑车。

保时捷和大众都是费迪南德·保时捷创办, 创建之初大众是德国政府的国有企业, 两家公司极具渊源。2005 年, 保时捷成为大众最大的股东, 并开始计划收购大众, 到 2009 年初持有了大众 50.7% 的股份。由于金融危机的到来, 保时捷的经营状况受到较大的影响, 加之银行停止再为保时捷放贷, 导致保时捷不得不将收购计划搁浅。后被大众反收购。2012 年, 大众完全持有保时捷汽车的股权, 保时捷成为大众集团旗下的第十个品牌。

图 72: 保时捷家族图谱


数据来源：西南证券整理

表 24: 保时捷大众收购案回顾

时间	事件	详情
2005.10	保时捷成大众最大股东	收购大众 8.27% 股份之后，加上其原来所持的 10.26% 的股份，保时捷总共持有大众 18.53% 的股，成为大众汽车最大股东。
2007.10	“大众法”被推翻	最高法院欧洲法院终审裁定推翻“大众法”（旨在保护欧洲最大汽车生产商德国大众汽车在财政紧张时被国外的财团恶意收购）
2008.03	保时捷决定增持大众股份	保时捷公司监事会做出决定，将其在大众汽车公司的持股增至 50% 以上，从而完全控股大众。
2008.05	保时捷计划 9 月前控股大众	保时捷计划在现有 31% 的基础上，增持大众的股份，在今年 9 月前控股大众。
2008.07	欧盟批准保时捷收购大众	欧盟委员会批准德国保时捷汽车公司收购德国大众汽车公司。今年 6 月，保时捷公司购买大众公司 4.92% 的股份，从而使保时捷公司对大众公司拥有实际支配权。
2008.09	大众汽车成保时捷子公司	保时捷已拥有大众汽车公司 35.14% 的股份，掌握实际控制权，使大众汽车成为旗下子公司。
2008.11	保时捷销售额大幅下滑，推迟收购	保时捷本财年前四个月公司销售额将比上年同期大幅下滑 15%，并有可能出现 1993 年以来首次年度销售额下滑。
2009.01	保时捷获大众过半股份，欲购 75% 股份	保时捷宣布获得欧洲最大汽车制造商大众汽车公司超过一半的股权，从而成为后者绝对第一大股东。
2009.03	保时捷获 100 亿欧元贷款	保时捷向外界表示公司已得到 15 家银行提供的 100 亿欧元贷款，以收购大众汽车公司的股份。
2009.04	保时捷收购大众白热化，股价上演过山车	保时捷公司收购大众汽车公司的“蛇吞象”并购案进入白热化阶段。受各方消息影响，6 日保时捷公司股价出现“过山车”行情，上午飙升后下午快速回落。
2009.05	保时捷同意与大众合并	保时捷公司同意和欧洲最大汽车制造商大众公司合并，结束长达 3 年半的收购战。
2009.05	大众与保时捷合并谈判暂时搁浅	大众与保时捷的合并谈判陷入了尴尬境地，原定 18 日举行的双方高层谈判因大众集团监事会主席皮耶希的缺席而搁浅。
2009.06	保时捷拒绝大众 49.9% 股份收购要约	保时捷 29 日表示公司将不会理会下萨克森州政府要求大众和保时捷合并的提议，并已拒绝了大众汽车公司的收购请求。
2009.07	大众或全额收购保时捷	据德国媒体 18 日报道，此前被保时捷收购过半股份的大众汽车公司将以 80 亿欧元 (112.8 亿美元) 全额收购保时捷。

时间	事件	详情
2009.08	大众 40 亿欧元收购保时捷，2011 年完成合并	德国当地时间 8 月 13 日，大众汽车集团宣布已与保时捷就合并成一家新的汽车集团达成了综合协议，大众将出价 40 亿欧元收购保时捷，双方的合并将在 2011 年完成。届时，一家拥有十大品牌的年产 640 万辆的汽车集团将正式诞生。新公司或起名“汽车联盟”。
2012.12	大众完全控股保时捷	大众汽车花费 44.6 亿欧元认购余下 50.1% 的保时捷股权，完成了 100% 控股了保时捷。

数据来源：西南证券整理

图 73：保时捷车型


数据来源：公司官网、西南证券整理

根据 2013-2017 年公司的交付数据，Macan 是保时捷每年交付量最多，市场需求最旺的车型，2017 年交付量 9.7 万台。保时捷 Macan 是保时捷入门级的中型 SUV，采用和 Q5 相同的 MLB 平台，在设计上更加趋向运动化的风格。Macan 填补了保时捷品牌在中型 SUV 市场的空白，性价比高，外观时尚，市场接受度较好。Panamera 是保时捷 2009 年推出的轿跑，动力性能优越，具备较大的座椅和后备箱空间，兼顾豪华轿车、跑车和旅行车的优点，一经推出很快得到了市场的青睐。

表 25：保时捷车型历年交付量及产量（辆）

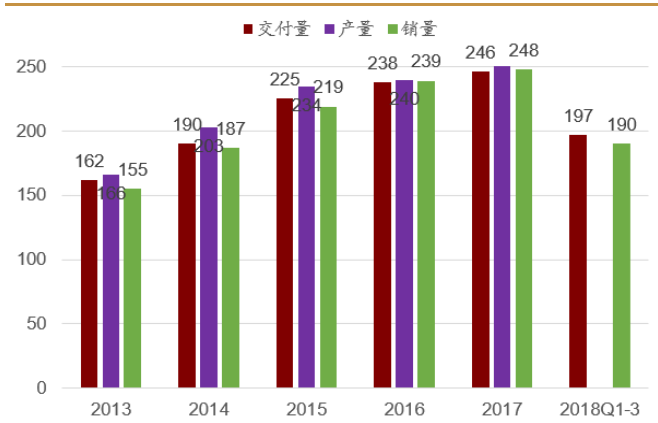
车型	价格区间（欧元）	数量	2012	2013	2014	2015	2016	2017
911	9.8-21.8 万	交付量	25,457	30,205	30,510	31,350	32,365	32,197
		产量	28,419	29,751	31,590	31,373	31,648	33,820
918 Spyder	64.5 万起	交付量	-	-	301	566	44	7
		产量	-	35	545	375	-	-
718 Boxster/Cayman	5.7-8.2 万	交付量	11,825	25,704	23,597	22,663	23,620	25,114

车型	价格区间 (欧元)	数量	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Macan	5.9-11.6 万	产量	13,316	28,996	23,211	21,978	24,882	26,427
		交付量	-	-	44,636	80,216	95,642	97,202
		产量	-	312	59,363	86,016	97,177	98,763
Cayenne	7.5-13.9 万	交付量	74,763	84,041	65,941	73,119	70,867	63,913
		产量	83,208	81,916	66,005	79,700	71,693	59,068
Panamera	9.1-20 万	交付量	29,030	22,032	24,864	17,207	15,240	27,942
		产量	27,056	24,798	22,383	15,055	14,218	37,605
合计		交付量	141,075	161,982	189,849	225,121	237,778	246,375
		产量	151,999	165,808	203,097	234,497	239,618	255,683

数据来源：公司官网，西南证券整理

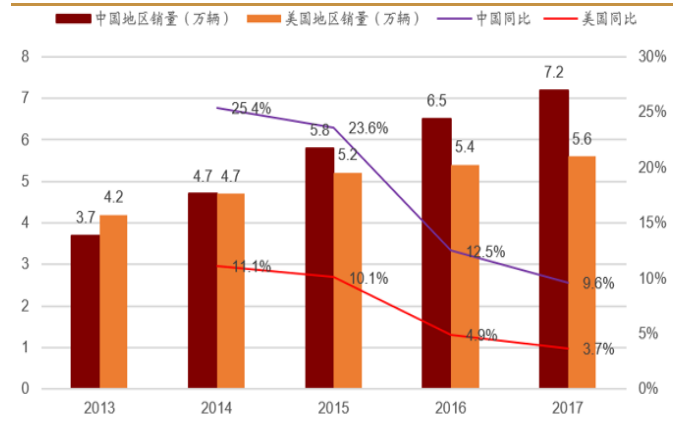
从交付数据看，美国原本是保时捷最大的市场。2013，保时捷交付了 16.2 万辆车，美国交付 4.2 万辆，中国销售 3.7 万辆，德国交付 2.1 万辆。2015，交付 22.5 万辆(+18.6%)，中国 5.8 万辆(+23.6%)，超过美国（交付 5.2 万辆，+10.1%），成为保时捷最大的销售市场，之后持续领跑。

图 74：保时捷产销及交付（千辆）



数据来源：年报，西南证券整理

图 75：中国及美国区交付及增速



数据来源：年报，西南证券整理

盈利上，销量拉动收入利润增长，尽管期间成本波动影响利润率，但保时捷品牌仍保持了较强的盈利能力。

2014 年，Macan 销量特别好，并开始和卡宴与帕拉梅拉在 Leipzig 工厂一块生产，品牌销量增长 20.7%至 18.7 万辆。销售收入增长 20.1%至 172 亿欧元，销量提升盈利 5.4%至 27 亿欧元，因生产 Macan 带来的较高的固定成本拉低营业利润率至 15.8%。

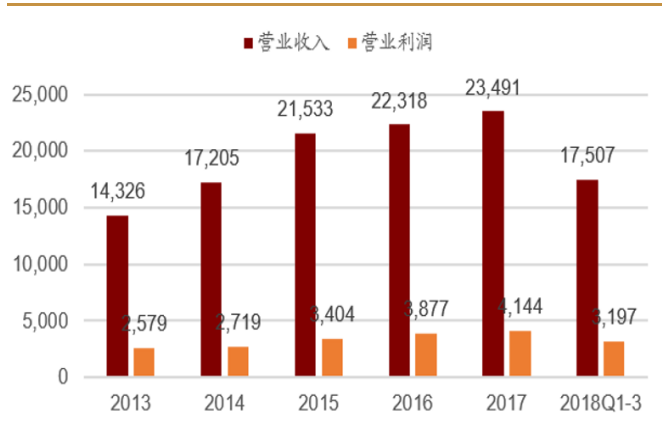
2015 年，MACAN、卡宴、911 畅销，品牌销售 21.9 万辆(+17%)，产量 23.4 万辆(+15.5%)，受益于销量和汇率变动，虽有增加的成本和技术上的投资，营业利润率持平在 15.8%。

2016 年，MACAN、911、718、卡宴畅销，品牌销售 2.4 万辆(+9.2%)，销售 223 亿欧元(+3.6%)，营业利润 39 亿(+13.9%)，受益于汇率影响以及相对成本增长降低，尽管有电子化、数字化及新业务领域的支出，营业利润率提升至 17.4%。

2017年,新帕拉梅拉销售强劲,品牌销售24.8万辆(+3.7%),保时捷金融服务开始并进入大众集团金融服务板块,保时捷营业收入保时捷234.9亿欧元,营业利润41.4亿欧元,ROS为17.6%,其中汽车业务实现217亿欧元(+4.7%),营业利润40亿欧元(+7.2%),利润率提升至18.5%。

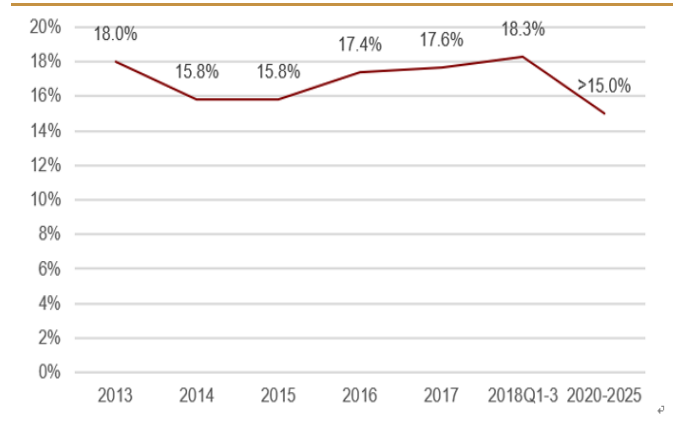
2018前三季度,保时捷盈利能力强劲,营业利润增速10.6%,ROS基本和去年持平。

图 76: 保时捷营收及利润 (百万欧元)



数据来源: 年报、西南证券整理

图 77: 保时捷汽车 ROS



数据来源: 年报、西南证券整理

4.2.4 斯柯达-大众之下的入门品牌

斯柯达是创立于1895年的捷克汽车品牌,是全球少数的百年汽车品牌。在20世纪中原本为国营企业,在东欧开放民营化的过程中,为大众集团所收购,成为集团旗下品牌之一。斯柯达定位在大众之下的入门品牌,主打东欧以及南欧市场。为降低成本,斯柯达大量采用大众所开发的底盘、发动机、平台等,第二代 Fabia 便是采用旧款 Polo 的 PQ24 底盘,结合斯柯达的后悬挂系统,以成本较低的旧技术,组合出具竞争力的价格。大众集团进入 MQB 平台时代之后,斯柯达品牌旗下产品也大改款,引入新的平台。

表 26: 斯柯达品牌分型号销量(辆)数据

斯柯达品牌分型号交付数据	价格(欧元)	2013	2014	2015	2016	2017
Citigo (微型车) 总计		45,225	42,494	40,152	40,674	37,115
Fabia	1.0 万起	152,248	118,975	127,154	127,325	130,186
Fabia Combi		49,741	41,543	65,204	74,978	76,313
Fabia (晶锐) 总计	1.4 万起	201,989	160,518	192,358	202,303	206,499
Rapid		95,787	148,991	127,095	133,583	136,729
Rapid Spaceback	1.7 万起	7,994	72,372	67,226	79,073	74,751
Rapid (昕锐) 总计		103,781	221,363	194,321	212,656	211,480
Roomster		31,149	27,454	15,459	20	1
Roomster Praktik		2,146	2,189	1,153	9	0
Roomster (多功能车) 总计		33,295	29,643	16,612	29	1
Octavia	2.0 万起	244,812	235,486	264,312	262,863	236,309

斯柯达品牌分型号交付数据	价格 (欧元)	2013	2014	2015	2016	2017
Octavia Combi		114,766	153,771	168,023	173,111	182,458
Octavia (明锐) 总计		359,578	389,257	432,335	435,974	418,767
Yeti (野帝) 总计	13万人民币起	82,449	102,867	99,547	95,540	69,467
KAROQ (柯珞克) 总计	2.7万起				0	6,335
KODIAQ (科迪亚克) 总计	2.5万起				447	99,961
Superb	2.5万起	59,315	53,282	47,400	81,288	94,522
Superb Combi		35,118	37,802	32,776	57,566	56,388
Superb (速派) 总计		94,433	91,084	80,176	138,854	150,910
斯柯达品牌总计		920,750	1,037,226	1,055,501	1,126,477	1,200,535

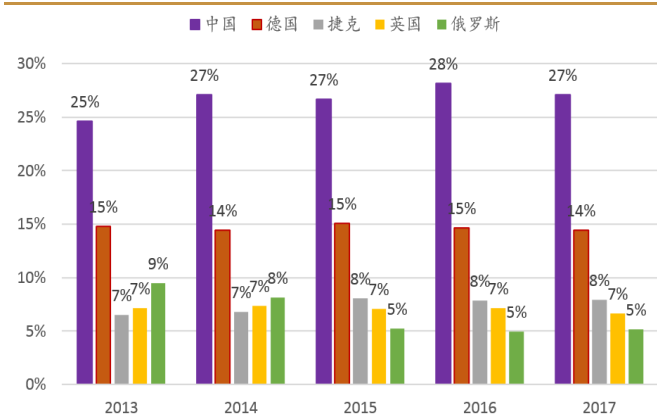
数据来源: wind, OCIA, 西南证券整理

图 78: 斯柯达在售车型



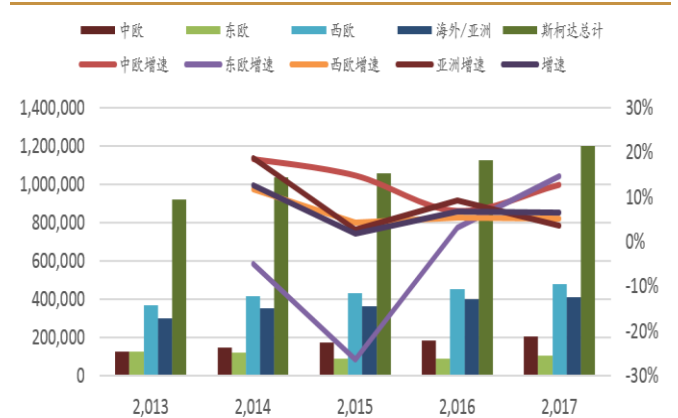
数据来源: 公司官网、西南证券整理

图 79: 车型主要销售地区



数据来源: 年报、西南证券整理

图 80: 分地区交付量 (辆) 及增速

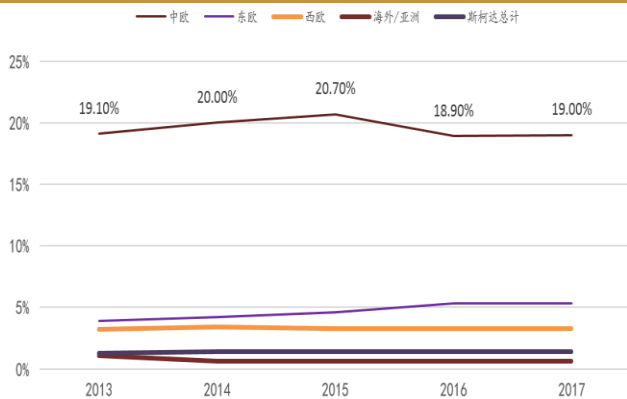


数据来源: 年报、西南证券整理

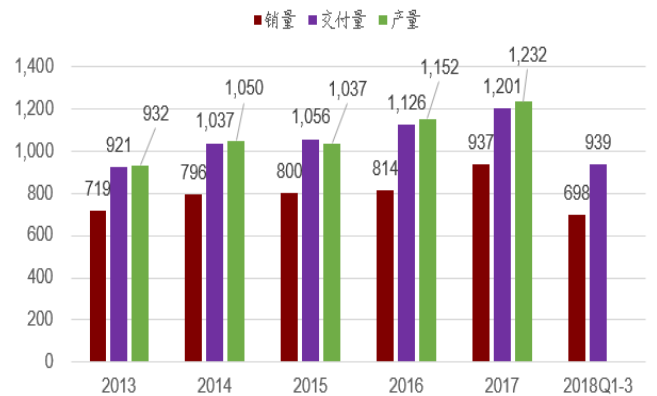
2013 年, 第三代 Octavia 市场反馈良好, 年中旗舰车型改进款 Superb 面世, 上半年受车型升级等因素影响销量有所下滑, 下半年全面回升。全球全年终端销售 92.1 万辆 (-2%)。2014 年, Octavia 系列市场表现优异。品牌终端销量创造历史新高, 全球销售 103.7 万辆

(+12.7%)，中国市场增长 24%。在东欧，受俄罗斯和乌克兰的不利因素的影响，销量减少 4.9%。2015 年斯柯达发布了旗舰车型新 Superb，并持续产能提升，弗尔赫拉比的工厂单日产能从 1500 辆增长到 2000 辆。斯柯达全球销售 105.6 万辆 (+1.8%)，中东欧部分国家销量增长明显，西班牙增长 23.5%，捷克增长 21.1%，意大利增长 16.8%，土耳其增长 58.4%。

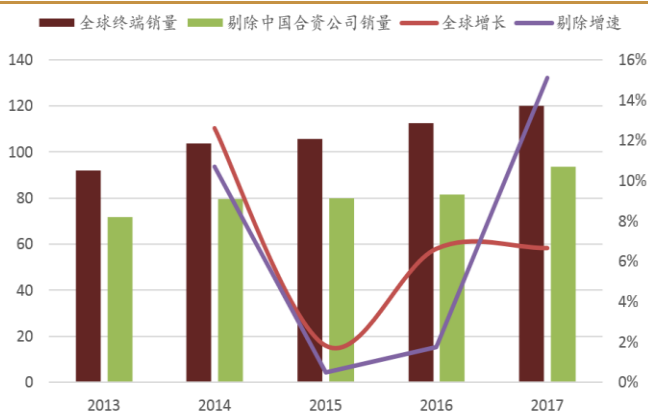
2016 年，发布新 Kodiaq。Octavia 依然是最畅销车型，累计共卖出 500 万辆。全球终端销量 112.6 万辆 (+6.7%)，中国增长 12.6%，土耳其增长 30.0%。捷克本土表现强劲，波兰再现两位数的增长，斯洛文尼亚的销量创历史新高。东欧虽然受到俄罗斯和哈萨克斯坦等市场的不利因素影响，但依然有 3.1% 的增长。西欧，德国销量再创记录，此外在英国、爱尔兰、比利时、挪威、法国和芬兰，斯柯达销量也创造新纪录。2017 年，新 Kodiaq 上市，斯柯达还展示电动概念车。全球销售 120.1 万辆 (+6.6%)。中国市场增长 2.5%，西欧市场 5.2%，中东欧增长 13.3%。在西欧，德国、法国、芬兰、挪威等市场的销量和市占率都创新高。在中欧，本土捷克保持增长，波兰销量增长 18.5%。俄罗斯和乌克兰市场的复苏是东欧市场增长的主要因素，罗马尼亚市场也有两位数的增速。

图 81：斯柯达分地区市场份额


数据来源：公司财报、西南证券整理

图 82：斯柯达产销（千辆）及交付量数据


数据来源：公司财报、西南证券整理

图 83：全球终端销量（千辆）及剔除合资公司销量


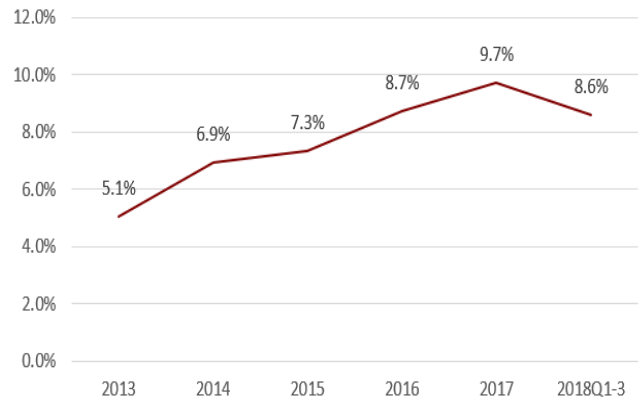
数据来源：公司财报、西南证券整理

从盈利上，2013-2017，收入随销量从 103 亿增至 165.5 亿欧元，利润从 5.2 亿欧元增至 16.1 亿欧元，受益于规模效应及较好的成本管控，公司利润率持续走高，从 5.1% 提升至 2017 年的 9.7%。2018 年前三季度，斯柯达品牌销量 69.8 万辆，虽然同比小幅减少，但营

业收入 126 亿欧元，同比增长 2.1%。受到不利的汇率变动和新车型研发投入的影响，营业利润 11 亿欧元，同比减少 10.2%，营业利润率下降至 8.6%。

图 84：斯柯达营收及利润（百万欧元）


数据来源：公司财报、西南证券整理

图 85：斯柯达 ROS


数据来源：公司财报、西南证券整理

4.3 大众汽车及竞争对手财务基础情况对比

从全球汽车行业格局来看，在二战之前，欧洲汽车企业在技术和产品基础上同美国并驾齐驱，后因战争动荡政治格局，工业生产能力和全球份额也不占优势。日本的汽车工业更是几乎被美国垄断。1925-1927，福特、克莱斯勒和通用先后在日本设厂，之后十年，这三家公司生产年产量是日本本土车企的两倍以上，当时日本的汽车工业重心放在给军事服务的卡车制造上，自身的汽车制造水平不高。战后，出于政治上的考量，美国政府给予日本大量经济援助，其中一项包括帮助日本本土汽车业发展，到 50 年代，美国政府强令美国车企撤出日本，禁止向日本出口汽车。还主动将包括通用在内的先进汽车制造技术授予日本，并做本土化改良。之后，日本车企在节油性可靠性方面取得不断突破，研发了增压进气系统、CVT 变速箱、甚至混合动力系统等关键技术。

60 年代，日系车企完成本土市场的彻底垄断，开始进军海外市场。后来石油危机爆发，加上美国关税壁垒逐渐放松，通用对危机认识不足，日系和德系车迅速崛起，美系三巨头在全球的市场份额从 1955 年的 72% 降至 1970 年的 36%。外国厂商在美国本土市场的渗透率，也在不断提升。截止 1970 年，美系“三巨头”垄断超过大半个世纪的国内市场，也被外国车企夺去 17.2% 的份额。通用、福特、克莱斯勒陷入持续的经营困境。1980 年，通用汽车首次亏损，全年亏损 7.7 亿美元，1990 年，通用亏损 19.8 亿美元，成为美国三大汽车公司中唯一的亏损企业。1991 年，亏损额扩大到 44.5 亿美元，比福特公司亏损额多一倍，在美国市场占有率下降到 34%。

我们选取了丰田、本田、戴姆勒、宝马、福特、通用、现代从 2009 年到 2017 年的重要经营指标和大众汽车做对比，从收入、利润、销量、市占率、毛利率、净利率、现金流、负债率、资本开支、估值和分红情况上做了对比。

公司产品的品牌定位直接影响了公司的收入、销量和利润，大众近年来持续发力，收入和销量已绝对领先，但由于公司旗下品牌较多，且近三年因为排放事件损失较多利润，盈利能力弱于丰田，净利润体量落后丰田较多。

表 27: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-收入及增速

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	复合增速
大众 (亿欧元)	收入	1051.87	1268.75	1593.37	1926.76	1970.07	2024.58	2132.92	2172.67	2306.82	10.31%
	增速	-7.6%	20.6%	25.6%	20.9%	2.2%	2.8%	5.4%	1.9%	6.2%	
宝马 (亿欧元)	收入	506.81	604.77	688.21	768.48	760.58	804.01	921.75	941.63	986.78	8.69%
	增速	-4.7%	19.3%	13.8%	11.7%	-1.0%	5.7%	14.6%	2.2%	4.8%	
本田 (十亿日元)	收入	8579.17	8936.87	7948.1	9877.95	11842.5	13328.1	14601.2	13999.2	15361.2	7.55%
	增速	-14.3%	4.2%	-11.1%	24.3%	19.9%	6.6%	9.6%	-4.1%	9.7%	
戴姆勒 (亿欧元)	收入	789.24	977.61	1065.4	1142.97	1179.82	1298.72	1494.67	1532.61	1643.3	9.60%
	增速	-17.7%	23.9%	9.0%	7.3%	3.2%	10.1%	15.1%	2.5%	7.2%	
丰田 (十亿日元)	收入	18951.0	18993.69	18583.65	22064.2	25691.9	27234.5	28403.1	27597.19	29379.5	5.63%
	增速	-7.7%	0.2%	-2.2%	18.7%	16.4%	6.0%	4.3%	-2.8%	6.5%	
福特 (亿美元)	收入	1183.08	1289.54	1362.64	1342.52	1469.17	1440.77	1495.58	1518	1567.76	3.58%
	增速	-18.5%	10.9%	5.7%	-1.0%	10.0%	-1.9%	3.8%	1.5%	3.3%	
通用 (亿美元)	收入		1355.92	1502.76	1522.56	1554.27	1559.29	1523.56	1663.8	1455.88	1.02%
	增速			10.8%	1.3%	2.1%	0.3%	-2.3%	9.2%	-2.4%	
现代 (十亿韩元)	收入	91463.1	66985.3	77797.9	84469.7	87307.6	89256.3	91958.7	93649.0	96376.08	0.66%
	增速	14.7%	-26.8%	16.1%	8.6%	3.4%	2.2%	3.0%	1.8%	2.9%	

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理。丰田和本田的财年期截止到2018.3

表 28: 大众集团和竞争对手的对比-销量 (千辆) 及增速

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	复合增速
大众	销量	6336	7203	8265	9276	9731	10137	9931	10297	10741	6.82%
	增速	1.3%	13.7%	14.7%	12.2%	4.9%	4.2%	-2.0%	3.7%	4.3%	
宝马	销量	1286	1461	1669	1845	1964	2118	2247	2368	2464	8.46%
	增速	-10.4%	13.6%	14.2%	10.6%	6.4%	7.9%	6.1%	5.3%	4.1%	
本田	销量	3392	3512	3137	3408	3560	3513	3636	3683	3689	1.05%
	增速	-3.6%	3.5%	-10.7%	8.6%	4.5%	-1.3%	3.5%	1.3%	0.2%	
戴姆勒	销量	1551	1895	2111	2198	2354	2546	2853	2998	3274	9.79%
	增速	-25.2%	22.2%	11.4%	4.1%	7.1%	8.2%	12.1%	5.1%	9.2%	
丰田	销量	8139	8423	8334	9692	10133	10168	10094	10251	10441	3.16%
	增速	-2.3%	3.5%	-1.1%	16.3%	4.6%	0.3%	-0.7%	1.6%	1.9%	
福特	销量	4866	5524	5695	5668	6330	6323	6635	6651	6607	3.90%
	增速	-12.0%	13.5%	3.1%	-0.5%	11.7%	-0.1%	4.9%	0.2%	-0.7%	
通用	销量	7477	8390	9024	9294	9722	9925	9985	10008	9600	3.17%
	增速		12.2%	7.6%	3.0%	4.6%	2.1%	0.6%	0.2%	-4.1%	
现代	销量	3133	3632	4070	4436	4732	4808	4963	4858	4473	4.55%
	增速	12.0%	15.9%	12.0%	9.0%	6.7%	1.6%	3.2%	-2.1%	-7.9%	

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

表 29: 大众集团和竞争对手的对比-市占率

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众	9.7%	9.6%	10.6%	11.3%	11.4%	11.5%	11.1%	11.0%	11.1%
宝马	2.0%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
本田	5.2%	4.7%	4.0%	4.2%	4.2%	4.0%	4.1%	3.9%	3.8%
戴姆勒	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.9%	3.2%	3.2%	3.4%
丰田	12.4%	11.2%	10.7%	11.8%	11.8%	11.5%	11.3%	10.9%	10.8%
福特	7.4%	7.4%	7.3%	6.9%	7.4%	7.2%	7.4%	7.1%	6.8%
通用	11.4%	11.2%	11.5%	11.3%	11.4%	11.2%	11.1%	10.7%	9.9%
现代	4.8%	4.8%	5.2%	5.4%	5.5%	5.4%	5.5%	5.2%	4.6%

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

表 30: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-利润及增速

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	复合增速
大众 (亿欧元)	利润	9.6	68.35	154.09	217.17	90.66	108.47	-15.82	51.44	116.28	36.59%
	增速	-79.8%	612.1%	125.4%	40.9%	-58.3%	19.6%	-114.6%	-425.2%	126.0%	
宝马 (亿欧元)	利润	2.04	32.18	48.81	50.96	53.14	57.98	63.69	68.63	86.2	59.67%
	增速	-37.1%	1477.5%	51.7%	4.4%	4.3%	9.1%	9.8%	7.8%	25.6%	
本田 (十亿日元)	利润	268.4	534.09	211.48	367.15	574.11	509.44	344.53	616.57	1059.34	18.72%
	增速	95.9%	99.0%	-60.4%	73.6%	56.4%	-18.5%	-32.4%	79.0%	71.8%	
戴姆勒 (亿欧元)	利润	-26.4	44.98	56.67	60.95	68.42	69.62	84.24	85.26	105.25	
	增速	-295.9%	270.4%	26.0%	7.6%	12.3%	1.8%	21.0%	1.2%	23.5%	
丰田 (十亿日元)	利润	209.46	408.18	283.56	962.16	1823.12	2173.34	2312.69	1831.11	2493.98	36.29%
	增速	147.9%	94.9%	-30.5%	239.3%	89.5%	19.2%	6.4%	-20.8%	36.2%	
福特 (亿美元)	利润	27.17	65.61	202.13	56.65	71.55	31.87	73.73	45.96	76.02	13.72%
	增速	118.4%	141.5%	208.1%	-72.0%	27.5%	-73.3%	498.9%	-37.7%	65.4%	
通用 (亿美元)	利润		61.72	91.9	61.88	53.46	39.49	96.87	94.27	-38.64	
	增速			48.9%	-32.7%	-13.6%	-26.1%	145.3%	-2.7%	-141.0%	
现代 (十亿韩元)	利润	2973.47	5567.13	7655.87	8561.83	8541.83	7346.81	6417.3	5406.44	4032.82	3.88%
	增速	246.7%	87.2%	37.5%	11.8%	-0.2%	-14.0%	-12.7%	-15.8%	-25.4%	

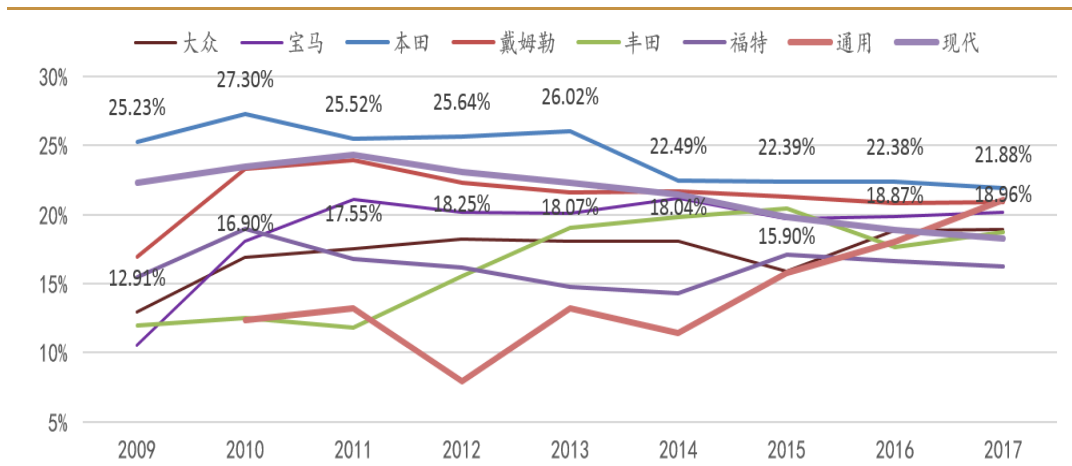
数据来源: Bloomberg, 西南证券整理。丰田和本田的财年期截止到2018.3

盈利能力上, 宝马奔驰因车型定位较高, 整体毛利率较高, 日系本田和丰田则因为自身极强的成本控制能力, 毛利率和净利率均表现突出, 特别是净利率, 显著高于美系和德系车企。

表 31: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-毛利率

毛利率	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众	12.91%	16.90%	17.55%	18.25%	18.07%	18.04%	15.90%	18.87%	18.96%
宝马	10.51%	18.05%	21.13%	20.16%	20.08%	21.15%	19.67%	19.88%	20.20%
本田	25.23%	27.30%	25.52%	25.64%	26.02%	22.49%	22.39%	22.38%	21.88%
戴姆勒	16.92%	23.29%	23.95%	22.32%	21.63%	21.70%	21.27%	20.86%	20.89%
丰田	11.96%	12.52%	11.81%	15.51%	19.04%	19.80%	20.41%	17.62%	18.69%
福特	15.46%	19.00%	16.82%	16.14%	14.76%	14.27%	17.06%	16.61%	16.23%
通用		12.39%	13.24%	7.89%	13.19%	11.45%	15.78%	18.06%	21.10%
现代	22.31%	23.47%	24.29%	23.08%	22.28%	21.43%	19.85%	18.89%	18.24%

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

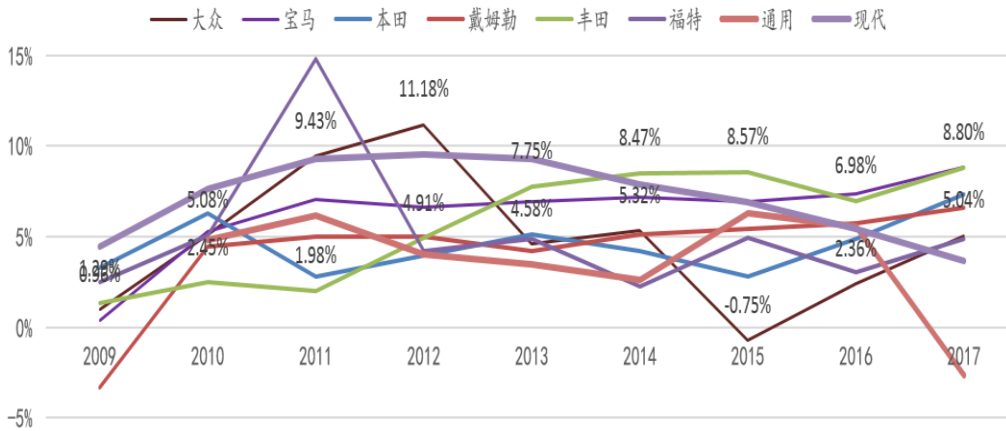
图 86: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-毛利率


数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

表 32: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-净利率

净利率	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众	0.96%	5.08%	9.43%	11.18%	4.58%	5.32%	-0.75%	2.36%	5.04%
宝马	0.39%	5.29%	7.05%	6.60%	6.95%	7.19%	6.94%	7.34%	8.82%
本田	3.29%	6.31%	2.79%	3.97%	5.14%	4.21%	2.78%	4.85%	7.35%
戴姆勒	-3.34%	4.42%	4.98%	4.98%	4.21%	5.11%	5.44%	5.73%	6.61%
丰田	1.29%	2.45%	1.98%	4.91%	7.75%	8.47%	8.57%	6.98%	8.80%
福特	2.50%	5.08%	14.84%	4.22%	4.87%	2.21%	4.93%	3.03%	4.87%
通用		4.80%	6.18%	4.03%	3.43%	2.58%	6.31%	5.57%	-2.67%
现代	4.42%	7.66%	9.26%	9.55%	9.27%	7.89%	6.88%	5.44%	3.65%

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

图 87: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-净利率


数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

汽车制造业是一个重资产的行业, 投资规模大, 品牌收购重组多。整体看来, 全球排行前列的汽车公司资产负债率均较高, 其中, 福特负债率最高, 近 5 年资产负债率虽有微弱的下降, 但仍接近 90%, 公司具有较大的偿债压力和利息负担。综合比较, 大众汽车的负债率近十年来相对平稳, 在行业中处于平均水平。

表 33: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-资产负债率

资产负债率	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众	78.87%	75.57%	75.02%	73.57%	72.24%	74.32%	76.89%	77.32%	74.16%
宝马	80.47%	78.78%	78.04%	76.94%	74.24%	75.82%	75.16%	74.88%	71.81%
本田	61.68%	60.39%	61.56%	61.88%	60.87%	59.93%	61.43%	60.07%	57.44%
戴姆勒	75.29%	72.06%	72.09%	72.08%	74.27%	76.49%	74.85%	75.66%	74.45%
丰田	63.98%	63.38%	63.90%	64.00%	63.27%	63.03%	61.86%	61.70%	60.40%
福特	103.34%	100.39%	91.55%	91.44%	86.76%	87.93%	87.22%	87.69%	86.42%
通用		73.25%	73.04%	75.24%	74.05%	79.72%	79.27%	80.12%	82.96%
现代	71.70%	65.28%	63.16%	60.57%	57.59%	57.47%	59.56%	59.55%	58.05%

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

表 34: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-ROE

ROE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众	2.6%	17%	30%	32%	11%	12%	-2%	6%	12%
宝马	1%	15%	19%	18%	16%	16%	16%	15%	17%
本田	6%	12%	5%	8%	10%	8%	5%	9%	14%
戴姆勒	-9%	14%	15%	15%	16%	16%	17%	15%	17%
丰田	-58%	8%	3%	8%	14%	14%	14%	10%	13%
福特	-22%	-155%	282%	37%	34%	12%	28%	16%	24%
通用		19%	25%	17%	14%	10%	26%	23%	-10%
现代	20%		23%		18%	13%	11%	8%	6%

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

日系车极强的管理能力，在公司的经营净现金流上也有充分的体现。大众 2000 亿欧元以上的营收，经营净现金流量在收入的占比一般。而且公司每年都有较大的资本开支。

表 35：大众集团和竞争对手的盈利情况对比-经营净现金流

经营净现金流	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众 (亿欧元)	127.41	114.55	85	72.09	125.95	107.84	136.79	94.3	-11.86
宝马 (亿欧元)	102.71	136.51	57.13	50.76	36.14	29.12	9.6	31.73	59.73
本田 (十亿日元)	1544.21	1070.84	737.43	800.74	1229.19	1020.4	1390.99	885.07	987.67
戴姆勒 (亿欧元)	109.61	85.44	-6.96	-11	32.85	-12.74	2.22	37.11	-16.52
丰田 (十亿日元)	2558.53	2024.01	1452.43	2451.32	3646.03	3685.75	4460.86	3414.24	4210.01
福特 (亿美元)	160.42	114.77	97.84	90.45	104.44	145.07	161.7	197.92	180.96
通用 (亿美元)		67.8	81.66	106.05	126.3	100.58	119.78	165.45	173.28
现代 (十亿韩元)	13958.78	4376.24	4132.12	5339.69	1208.47	2120.84	1248.41	996.96	3922.42

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

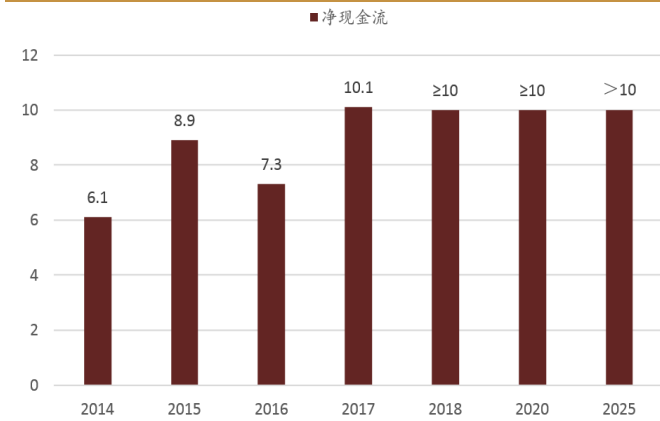
表 36：大众集团和竞争对手的盈利情况对比-资本开支 (百万美元) 及比例

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众	资本开支	8315	7639	11260	13493	15123	15958	14666	14557	14745
	收入占比	5.7%	4.5%	5.1%	5.4%	5.8%	5.9%	6.2%	6.1%	5.7%
宝马	资本开支	4840	4329	5123	6733	8890	8102	6537	6445	8035
	收入占比	6.8%	5.4%	5.3%	6.8%	8.8%	7.6%	6.4%	6.2%	7.2%
本田	资本开支	4228	3727	5034	7587	7174	5926	5295	4571	3751
	收入占比	4.6%	3.6%	5.0%	6.3%	5.7%	4.9%	4.4%	3.5%	2.7%
戴姆勒	资本开支	3379	4846	5790	6207	6608	6435	5633	6518	7619
	收入占比	3.1%	3.7%	3.9%	4.2%	4.2%	3.7%	3.4%	3.8%	4.1%
丰田	资本开支	6519	7364	9170	10342	9686	10480	10692	11321	11653
	收入占比	3.2%	3.3%	3.9%	3.9%	3.8%	4.2%	4.5%	4.4%	4.4%
福特	资本开支	4059	4092	4293	5488	6597	7463	7196	6992	7049
	收入占比	3.5%	3.2%	3.2%	4.1%	4.5%	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%
通用	资本开支	5379	4200	6249	8068	7565	7091	6813	8384	8453
	收入占比	5.1%	3.1%	4.2%	5.3%	4.9%	4.5%	5.0%	5.6%	5.8%
现代	资本开支	2965	1769	2619	2665	2898	3186	7198	2562	2703
	收入占比	4.1%	3.1%	3.7%	3.6%	3.6%	3.8%	8.9%	3.2%	3.2%

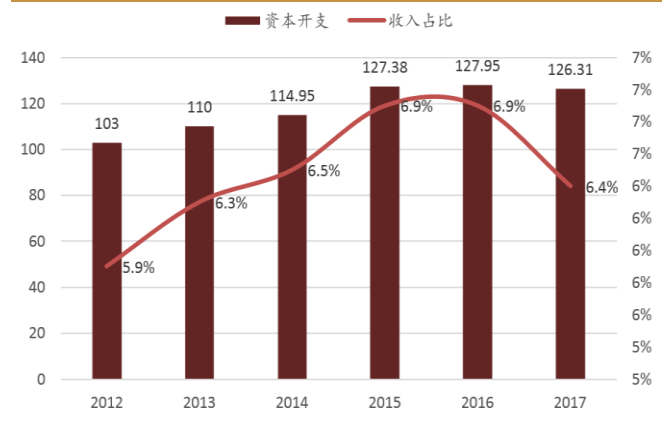
数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

单独看汽车部门的现金流，剔除掉 2016 和 2017 年因尾气排放事件带来的现金流出的影响，公司的净现金流从 2014 年的 61 亿欧元，提升至 2017 年的 101 亿欧元，公司计划到 2020 年净现金流不低于 100 亿欧元，到 2025 年净现金流超过 100 亿欧元。单独看汽车部门的资本开支情况，由于非汽车部门资本开支比例较低，因此剔除之后，资本开支在汽车部门收入的比重比全公司的高不少。根据公司的规划，2018 年对汽车部门的资本开支在收入的比例，控制在 6.5%-7%，未来希望通过降成本，降低资本开支的比例，计划到 2020

年，资本开支在部门收入的占比降至 6%，并保持这个比例到 2025 年。从公司的规划来看，对于成本控制以及保障较好的现金流情况是公司未来的重要任务之一。

图 88：大众集团汽车部门净现金流（亿欧元/剔除因柴油机事件的支付）


数据来源：年报、西南证券整理。2016 剔除 30 亿欧元、2017 剔除 161 亿欧元因柴油机事件带来的现金流影响

图 89：大众集团汽车部门资本开支（亿欧元）及收入占比


数据来源：年报、西南证券整理

研发投入是汽车制造企业必不可少的投入之一，作为全球汽车制造龙头，大众集团每年投资百亿以上的资金用于研发，以保证公司的技术实力和前瞻研究、产业布局。

表 37：大众集团研发投入情况（单位：百万欧元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
总研发	4923	5926	5790	6257	7203	9515	11743	13120	13612	13672	13135
资本化	1446	2216	1947	1667	1666	2615	4021	4601	5021	5750	5260
资本化率	29%	37%	34%	27%	23%	28%	34%	35%	37%	42%	40%
汽车营收									183936	186016	196949
R&D ratio				6.1%	5.1%	5.5%	5.8%	6.5%	7.4%	7.3%	6.7%
专利总数				1969	3182	4313	5948	6198	6244	6465	6566
新获得专利					信息娱乐、驾驶辅助、电子传动、轻型钢材	模块化信息、驾驶辅助、电子传动技术、轻型钢材	模块化信息娱乐、驾驶辅助、替代传动、智能轻型结构	驾驶辅助和信息系统、替代传动系统、轻型结构	驾驶辅助、传统和替代传动系统、轻型结构	驾驶辅助、传统和替代传动系统、轻型结构	驾驶辅助和自动驾驶、联网系统、替代传动系统、轻型结构

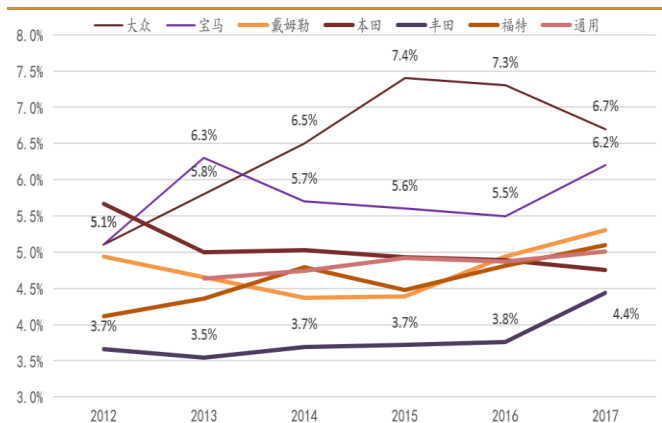
数据来源：年报，西南证券整理

全球对比看，大众的研发投入的绝对金额、相对占比、研发人数都领先其他企业，可见对研发的重视。经过了近三年较大的研发投入，考虑到未来全球汽车行业竞争越发激烈，公司之前各方面的支出也较大，为了提高经营效率，控制成本支出，保障现金流，公司预计到 2018-2020-2025 期间，研发费用率会尽量控制在 6% 左右的水平。此外，大众集团也计划增加和竞争对手的合作来削减成本。

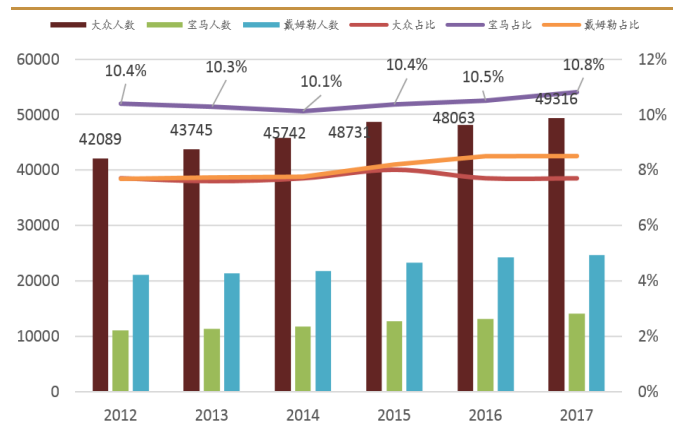
表 38: 2012-2017 年全球主要汽车公司的研发支出

研发支出	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众 (百万欧元)	9515	11743	13120	13612	13672	13135
宝马 (百万欧元)	3952	4792	4566	5169	5164	6108
戴姆勒 (百万欧元)	5644	5489	5680	6564	7572	8711
本田 (十亿日元)	9878	12506	13328	14601	13999	15361
丰田 (十亿日元)	807.4	910.5	1004.5	1055.6	1037.5	1303
福特 (百万美元)	5500	6400	6900	6700	7300	8000
通用 (百万美元)		7200	7400	7500	8100	7300

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

图 90: 2012-2017 年全球主要汽车公司 R&D ratio


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 91: 2012-2017 年全球主要汽车公司研发人数及占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

分红上, 从股利支付率的角度来说, 各家的支付率都不低, 大众由于因为近几年盈利端波动较大, 所以支付率波动较大。

表 39: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-股利 (美元) 及股利支付率

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众	股利	2.22	2.92	4.18	4.50	5.31	6.38	0.12	2.21	2.26
	支付率	67.4%	15.1%	9.1%	7.5%	20.6%	21.1%	-	19.7%	8.9%
宝马	股利	0.42	1.72	3.20	3.21	3.45	3.85	3.55	3.87	4.52
	支付率	96.6%	26.4%	30.9%	32.3%	32.2%	32.8%	33.0%	33.5%	30.5%
本田	股利	0.41	0.63	0.76	0.92	0.82	0.80	0.73	0.85	0.90
	支付率	25.7%	18.2%	51.1%	37.3%	23.7%	31.1%	46.0%	26.9%	16.9%
戴姆勒	股利	0.00	2.45	3.06	2.83	2.99	3.25	3.61	3.60	4.12
	支付率	0.0%	43.8%	41.4%	36.5%	35.2%	37.6%	41.3%	40.8%	37.1%
丰田	股利	0.49	0.59	0.63	1.09	1.65	1.83	1.75	1.94	1.99
	支付率	67.4%	38.4%	55.6%	29.6%	28.7%	29.0%	28.0%	34.5%	25.9%
福特	股利	0.00	0.00	0.00	0.15	0.40	0.50	0.60	0.85	0.65
	支付率	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	13.2%	158.6%	32.3%	73.5%	34.0%
通用	股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.20	1.38	1.52	1.52

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
现代	支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	68.8%	22.5%	24.8%	-
	股利	0.91	1.30	1.58	1.69	1.78	2.85	3.54	3.45	3.54
	支付率	10.5%	7.3%	6.2%	6.0%	6.2%	11.1%	16.8%	19.9%	26.7%

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

表 40: 大众集团和竞争对手的盈利情况对比-EPS

EPS	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众 (欧元)	2.38	15.17	33.1	73.59	30.63	36.29	-6.08	10.24	22.65
宝马 (欧元)	0.31	4.91	7.45	7.77	8.1	8.83	9.7	10.47	13.12
本田 (日元)	147.91	295.67	117.34	203.71	318.54	282.66	191.16	342.1	590.79
戴姆勒 (欧元)		4.28	5.32	5.71	6.4	6.51	7.87	7.97	9.84
丰田 (日元)	66.79	130.17	90.21	303.82	575.3	688.02	741.36	605.47	842
福特 (美元)	0.91	1.9	5.33	1.48	1.82	0.81	1.86	1.16	1.91
通用 (美元)		3.11	4.94	3.1	2.71	1.75	6.11	6.12	-2.65
现代 (韩元)	10947	20516	28200	31515	31441	27037	23861	20118	14993

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

表 41: 大众集团和竞争对手的估值情况 (20181204)

公司	PE (TTM)	PB	市值 (亿美元)	股息率 (%)
大众	4.8	0.7	857.8	3.9
宝马	7.1	0.9	560.1	5.5
本田	5.1	0.7	520.7	3.4
戴姆勒	6.5	0.8	629.4	7.6
丰田	7.7	1.0	2015.4	3.2
福特	7.0	1.1	383.3	6.2
通用	5.7	1.4	546	3.9
现代	12.0	0.6	220	3.0

数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

根据大众集团 2020 和 2025 年的财务规划, 提升盈利, 控制成本, 保障足够的现金流是公司未来在应对行业电动化变革和越发激烈的竞争的重要财务目标。

表 42: 大众集团财务目标(ROS、ROI 数据 Before special items)

关键财务指标	部门	当前		预期	目标	
		2016A	2017A	2018E	2020	2025
销量利润率 ROS		6.7%	7.4%	6.5-7.5%	6.5-7.5%	7-8%
ROI	汽车部门	13.9%	14.4%	12-14%	13-15%	> 15%
资本支出比率		6.9%	6.4%	6.5-7%	6%	6%
研发支出比率		7.3%	6.7%	6.5-7%	6%	6%
现金		净现金流	€7.2bn	€10.1bn	≥€9bn	≥€10bn
	净流动资产	€27.2bn	€22.4bn	>€20bn	>€20bn	~10% of Group turnover

数据来源: 公司官网, VW Presentation Invest Dinner, 西南证券整理

4.4 模块化平台生产铸就企业综合实力

经过百年的发展，汽车工业除关键技术的不断突破，整个汽车产业的生产方式也在持续演进，从最开始的人工组表演变到现在的模块化平台生产，极大的提升生产效率。1900年以前的汽车工业是手工作坊，依靠个别工人进行组装设计，每辆车的型号不同，成本和质量难以标准化，生产制造成本极高。1900年-1980年，整车生产进入流水线生产的时期，通过将生产过程拆分成多个简单的装配过程，人工在既定位置进行装配，生产周期缩短，效率提升显著，成本下降明显。但一条生产线也只能生产一种车型，每次新的产品都需要全新的生产流水线，生产成本依旧不低，随着市场竞争加剧，汽车的生命周期缩短，车型多样化以及加速的换代，流水线的生产方式仍旧有较高的成本压力。1980年之后，汽车生产进入平台化的生产期，相比单一流水线的生产方式，车型平台上可以通过调整参数生产多种车型，降低开发周期和成本，不同品牌之间可技术共享。21世纪后，车型的多样化要求进一步提高，新车更替周期进一步缩短，成本竞争更加激烈。模块化平台成现在的主流生产方式，主要解决平台化生产的汽车的高度相似性及无法迅速更新车型的问题。能够实现同平台跨车型、跨级别甚至跨种类的研发制造。增加公用部件的比例，共有研发工艺以及装备，进而减少研发成本，缩短新车型推出周期。大众的MQB平台是现阶段公司的主流平台，涵盖A00级、A0级、A级、B级、紧凑型SUV等多个车型。针对未来电动车的战略，公司推出了MEB、PPE和SPE三个纯电动平台。

表 43：大众集团汽车平台

平台系列	代表平台	平台介绍	涵盖车型	代表车型	未来计划
模块化平台	MQB	横置发动机的模块化平台，生产效率高，成本低，可调节性强，可跨品牌使用。2010年起大部分大众新车采用	A00级、A0级、A级、B级、紧凑型SUV等	朗逸、新POLO、途观L、途昂，帕萨特，新迈腾，高尔夫7、CC、速腾，速派、新奥迪Q3，奥迪TT、斯柯达明锐	现有主流平台，将加入更多车型
	MLB	纵置发动机模块化平台，奥迪主导研发，前驱架构打造，2007年最先应用	B级、C级、D级、SUV	奥迪A4、A5、A6、A7、A8、Q5、Q7、保时捷Macan等	由升级版替代
	2代MLB	MLB平台升级版，2015年开始使用	B级、C级、D级、SUV	奥迪A4、A5、A8、Q7、Q8、大众途锐、保时捷卡宴等	逐步代替MLB平台
	MSB	大众最高端的平台，由保时捷开发，后驱架构打造，用于生产顶级车型	D级	宾利欧陆、宾利EXP10 Speed6、新保时捷Panamera	将有更多顶级豪华车使用
电动车平台	PPE	奥迪与保时捷开发高级电动车平台	中大型车	保时捷Mission e、奥迪e-tron等	预计2022年使用
	MEB	环绕电池的电动平台，电池嵌入车底	小型到中型	I.D.、I.D.Buzz、I.D.Crozz II等	预计2020年使用
	SPE	运动跑车电动平台	跑车	保时捷、兰博基尼等未来会推出	预计2025年以后
PQ系列	PQ25	第五代紧凑型横置发动机平台	A0、入门A级	新桑塔纳、捷达、POLO	被MQB平台取代
	PQ34	第四代紧凑型横置发动机平台，最早应用于1998年	A级	明锐	被MQB平台取代
	PQ35	第五代紧凑型横置发动机平台，最早应用于1998年	A级	速腾、高尔夫5、高尔夫6、朗逸、新宝来等	被MQB平台取代

数据来源：公司官网、维基百科，西南证券整理

4.5 大众核心技术

大众在全球以及国内车市一直扮演科技先锋的角色，工程师文化氛围浓厚，敢于采取最新的技术。大众独创的缸内分层直喷 FSI 和带有涡轮增压的 TSI 技术，可有效提升引擎动力并减少油耗，DSG 双离合变速器技术可实现快速平顺换挡。TSI+DSG 的黄金动力组合技术，同时减少油耗和增强动力，在市场上取得了积极的反响。在未来，大众集团将继续发挥其在动力和传动系统方面的技术优势，结合智能驾驶方面的技术突破，推出兼具智能化和性能优势的新车型。奥迪作为大众旗下率先实现三级自动驾驶的品牌，技术已具备一定优势，未来有望将先进的自动驾驶技术应用在在大众品牌上。

表 44：大众集团核心技术

技术	具体内容及优点
FSI、TSI 发动机	FSI 是缸内分层直喷技术，分层直喷分层燃烧，可在现有排量提升 10% 动力，油耗节约 10%。 TSI 是 FSI 基础上的涡轮增压技术，可在现有排量提升 30% 以上动力，油耗减少 20-30%。
W12 引擎	比 V12 引擎体积更小，高速巡航耐力更出色
水平对置发动机 (Boxer)	保时捷引擎，平稳性好，可抵消动态震动，可降低重心
VTG 可变涡轮叶片	集小型及大型排量涡轮引擎特征于一身，既克服涡轮发动机低转速时反应迟钝，并且同时不损失高转速时的功率
DSG 变速器	双离合变速器，可实现高速平顺换挡，并且低油耗
S-tronic 双离合变速器	DSG 的改进版，换挡更快
PDK 双离合变速器自手排变速系统	保时捷的双离合器变速系统，换挡速度快
Quattro 全时四驱	奥迪独享技术，可根据路况自动进行四轮扭矩挑战和动力分配
牵引力控制系统 PTM	装备了可锁止中央差速器的全时四轮驱动系统，还包括一个高低速分动器、一个自动制动差速器 ABD 和加速防滑系统 ASR
陶瓷刹车新技术 (PCCB)	用碳纤维作为制造制动碟的材料，耐热耐磨，让整套制动系统的性能有了飞跃性的提高
高度可调空气悬架底盘	可根据行驶速度和路面情况自动调整底盘高度，
Suspension 悬挂系统	间距轻量化、稳定性、敏捷度
ASF 全铝车身	轻量化的同时刚性更高，用激光无缝焊接
空腔注蜡技术	在车身钢板的空隙处注入防腐蜡，实现空隙密闭、防锈
Turbo Charging 电池技术	15 分钟充 80%，续航 400km-500km
TiptronicS 超智慧型排档系统	在方向盘上操作换挡，能智能学习人的驾驶模式

数据来源：公开资料，西南证券整理

世界各大厂商在引擎、动力系统等领域都具备不同的技术特点。其中，宝马通过成熟的直列发动机技术降低制造成本。丰田通过可变气门技术 VVT-i，获得极高的引擎热效率；斯巴鲁采用水平对置发动机技术，由于与保时捷的定位不同，斯巴鲁的水平对置发动机与保时捷相比排量小一些。捷豹与保时捷一样拥有全铝车身轻量化技术，与保时捷不同的是，捷豹采用铆接技术，而保时捷采用无缝焊接。沃尔沃利用机械和涡轮双增压技术，均衡引擎在高地转速间的动力输出。福特则利用其 EcoBoost 发动机技术在提高动力的同时显著降低油耗和碳排放。

表 45: 全球汽车厂商代表性技术

集团	技术	具体内容及优点
沃尔沃	双增压技术 (DRIVE-E)	机械增压+涡轮增压, 可以充分利用机械增压无延迟和涡轮增压高效率的特点, 由离合器控制的机械增压器在低转区间即可发挥作用
马自达	SKYACTIV 创驰蓝天	通过对正时系统的控制实现膨胀比大于压缩比
丰田	VVT-i 正时系统/THS 混动系统	最成功的可变气门技术, 在 ECM 控制下达到最佳气门正时的位置, 有效地提高功率, 减少耗油量和废气排放, 可实现极高的热效率
本田	地球梦/i-MMD 混动系统	通过切换更大行程的凸轮轴, 以此来提高发动机的进气效能。i-MMD 混动是一款更倾向于纯电动驱动混动系统, 其电动机承载着更多驱动任务。
宝马	直列六缸发动机	不亚于 V 形结构的发动机技术, 拥有更低的制造成本
路虎	全地形反馈适应系统	在不同模式和环境下, 该系统会调节四轮动力输出, 车身高度等
奔驰	魔毯智能车身控制系统	可检测到前方 15 米范围内的地形, 通过立体摄像头扫描出地面的起伏, 再根据地形对悬挂系统做出相应调节
斯巴鲁	水平对置发动机	平稳性好, 可抵消动态震动, 可降低重心
捷豹	全铝车身技术	强度高, 轻量化, 通过铆接技术连接
福特	EcoBoost 发动机	在传统发动机的基础上, 增加了燃油缸内直喷、涡轮增压和双独立可变气门正时系统三大先进技术, 动力大幅提高, 油耗降低 20%, 二氧化碳排放降低 15%

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

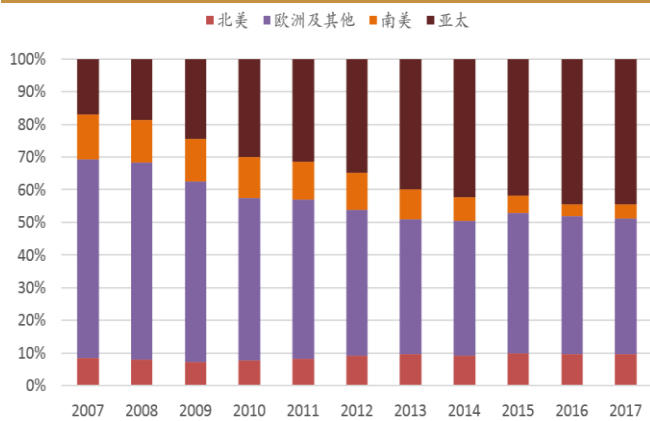
5 大众汽车的中国扩张

5.1 开拓中国市场的必要

亚太地区市场空间大、销量增长快。从全球汽车历年的销量结构来看，亚太地区和欧洲及其他地区的销售量合计占比远超 50%，亚太地区的销量绝对值提升显著，相对占比贡献提升明显。2007-2017 年，欧洲及其他地区的销量从 2872 万辆降至 2527 万辆，销售占比从 40% 降至 26%；亚太地区的销量从 2362 万辆增至 4890 万辆，销售占比从 33% 增至 51%。

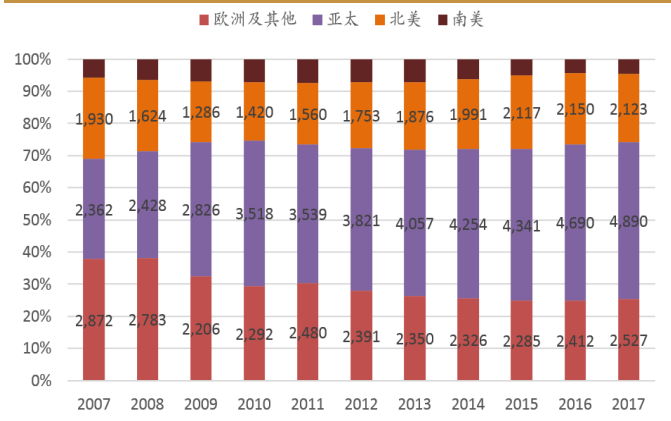
从大众集团历年的销售结构来看，集团在亚太地区和欧洲及其他地区的销售量合计占比超过 50%，并且亚太地区的销量贡献不断提升。2007-2017 年，欧洲及其他地区的销量从 376 万增至 417 万辆，销售占比从 61% 降至 42%；亚太地区的销量从 105 万辆增至 446 万辆，销售占比从 17% 增至 44%。

图 92：大众集团乘用车分地区历年销量构成



数据来源：年报、西南证券整理

图 93：全球汽车分地区历年销量构成



数据来源：OCIA、西南证券整理

表 46：大众集团分地区销量增速（亚太地区增速相对较好）

汽车销量	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
全球	1.09%	1.27%	12.68%	14.30%	11.20%	-0.30%	4.90%	-1.79%	3.38%	4.18%
欧洲及其他	0.45%	-7.56%	1.99%	12.05%	1.56%	-8.33%	4.80%	2.88%	1.41%	2.59%
亚太	11.39%	32.23%	38.09%	20.04%	23.34%	14.09%	11.24%	-2.99%	9.75%	4.20%
南美	-4.97%	2.79%	7.51%	5.10%	8.25%	-17.69%	-17.00%	-29.05%	-26.00%	22.99%
北美	-5.18%	-7.03%	17.42%	21.41%	26.20%	5.10%	0.00%	4.33%	0.57%	3.77%

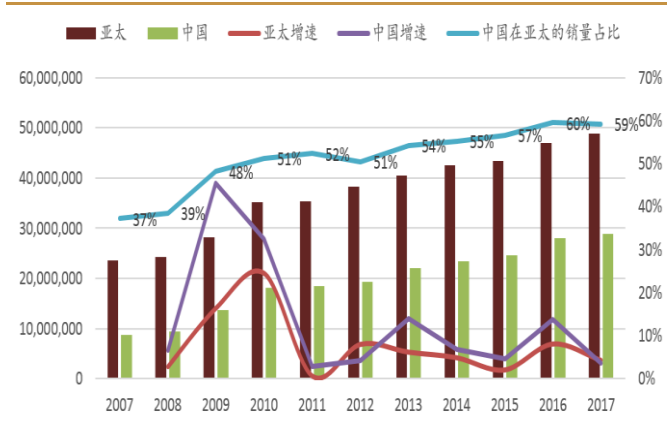
数据来源：OCIA、西南证券整理

表 47：全球汽车分地区销量增速（亚太地区增长较好）

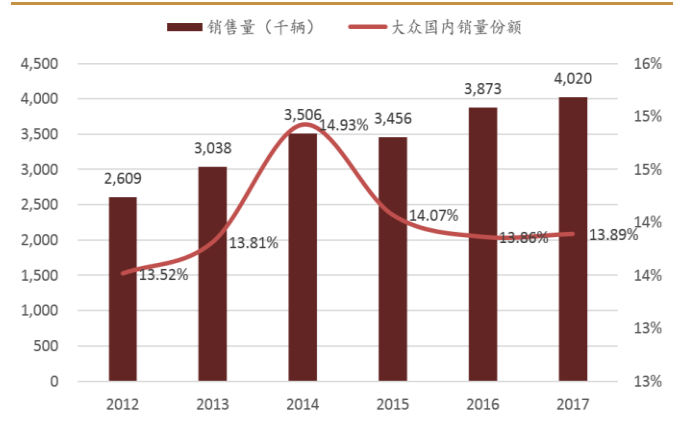
汽车销量	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
全球	-4.54%	-4.02%	14.33%	4.27%	5.07%	4.24%	3.19%	1.56%	4.68%	3.09%
欧洲及其他	-3.08%	-20.73%	3.89%	8.18%	-3.59%	-1.72%	-0.99%	-1.78%	5.59%	4.74%
亚太	2.79%	16.41%	24.48%	0.61%	7.97%	6.16%	4.87%	2.02%	8.06%	4.26%
北美	-15.86%	-20.82%	10.46%	9.81%	12.37%	7.06%	6.11%	6.35%	1.52%	-1.24%
南美	8.24%	-0.53%	18.94%	8.42%	2.74%	1.97%	-11.17%	-18.90%	-10.17%	12.40%

数据来源：OCIA、西南证券整理

中国是最大的亚太市场，近十年汽车销量增长较好。从亚太市场的销量结构看，中国汽车销量占比正逐年提升，从2007-2017，中国汽车销量在亚太地区的占比从37%提至59%，贡献一半以上的地区销量，是目前亚太地区最大的汽车销售市场。近十年，受益于国内几轮刺激政策，汽车销量增长快，除了部分年份，国内汽车销量增速均较大幅度的领先亚太地区的销量增速。虽然随着国内汽车购置税减免政策的退出，国内汽车销量增速开始逐步放缓，但在整个亚太地区，仍是最具有潜力的细分市场。2017年大众汽车在中国的销售份额已经达到13.9%。

图 94：中国汽车销量增速领先


数据来源：年报、西南证券整理

图 95：大众在中国的份额


数据来源：OCIA、西南证券整理

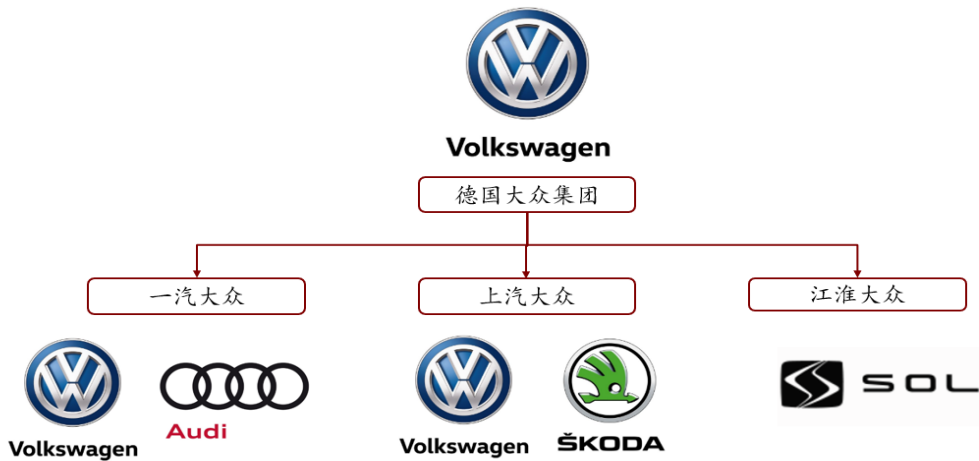
5.2 打入中国市场的历程

大众是最早进入中国的外资汽车品牌。1984年10月，中德双方约定各出资50%建立上海大众汽车有限公司。第二年3月，公司正式成立，其中大众汽车股份公司持股50%，上海市拖拉机汽车工业公司（今上汽集团）持股25%，中国银行上海信托咨询公司持股15%，中国汽车工业公司持股10%。1988年，奥迪公司授权中国一汽生产奥迪100轿车，次年，由一汽组装的第一辆奥迪100下线，成为最早在中国出厂的奥迪轿车。1991年2月，中德合资的一汽-大众正式成立，注册资本37.12亿元，其中一汽持股60%，大众持股30%，奥迪持股10%。1991年12月，一汽-大众生产的第一辆捷达A2轿车下线。1995年一汽、德国大众和奥迪三方共同签署了在一汽大众生产奥迪轿车的合同，同年12月，奥迪正式被纳入一汽-大众生产线，一汽-大众开始双品牌运营。1999年第一部国产奥迪A6在长春下线。2000年，帕萨特引进中国，2001年一汽大众宝来正式下线，2002年上海大众POLO上市，2004年上海大众首款自主开发的桑塔纳3000上市。2005年，上海大众与斯柯达汽车公司在捷克签署协议，引入斯柯达生产线。2006年斯柯达明锐在上海大众投产，成为大众集团旗下第三个在华投产的汽车品牌。2006年和2007年，一汽大众相继投产速腾和迈腾。2010年，上海大众途观上市，成为国产首个德系SUV。随着中国汽车市场的快速发展，大众集团不断增加在中国的投资。到目前，大众旗下品牌在中国年产销售量均超过400万台，2017年营业利润达到111.9亿欧元。上汽大众在上海、南京、仪征、宁波、新疆和长沙等地设有多个整车生产线，一汽-大众也拥有长春、成都、佛山、青岛等多个生产基地，量产车型覆盖从A0到SUV的多个等级。

2017年5月，江淮汽车正式发布与大众汽车合资生产纯电动汽车项目的获批公告，这是大众集团在中国的第三家合资公司。江淮大众将主攻新能源市场，同时拓展全球市场。2017年6月29日江淮大众新能源汽车项目开工。合资公司是江淮和大众各出资50%，合资期限25年。在合肥的工厂产能10万/年，计划2018年底投产，长期规划36万/年。目前车型是基于江淮iEV7S打造的思皓E20X，将搭载三元锂离子电池及电动机，计划于2018年年底上市。2018-2023江淮大众规划每年推出一款纯电动车型，将覆盖A0和A+等不同级别。

2018年6月，奥迪已持有上汽大众1%的股权，后续将有相关车型推进。

图 96：大众集团在国内的合资公司



数据来源：公司年报、西南证券整理

表 48：一汽大众

品牌	级别	1990年代								2000年代								2010年代														
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	0	1	2	3	4	5	6	7	8			
奥迪	A0																	A3 2013-														
	A+																	A3轿车 2013-														
	B	100 1992-1999				A4 1998-2003				A4 2003-2006				A4 2006-2009				A4L 2009-2013				A4L 2013-2016				A4L 2016-						
	SUV	200加长1996-1999								A6 1998-2003				A6 2003-2006				A6L 2006-2009				A6L 2009-2012				Q3 2012-						
大众	A0									高尔夫2003-2009				高尔夫2009-2013				高尔夫 2013-														
														宝来HS 2006-2008				高尔夫GTI 2010-2013														
																		高尔夫GTI 2014														
																		高尔夫嘉旅2016-														
	A+	捷达1991-1997				捷达王1997-2002				捷达王2002-2010				捷达先锋2010-2013				新捷达2013-2016				捷达2016-										
										宝来2002-2006				新宝来2007-2010				宝来2010-2013				宝来2013-2015				宝来2016- 新宝来						
B																	速腾2006-2011				速腾2012-											
																					迈腾2007-2011				迈腾2011-2016				新迈腾2016-			
MPV																									CC 2010-							
																									开迪2005-2010							

数据来源：公司官网、西南证券整理

表 49：上汽大众

品牌	级别	1980年代			1990年代			2000年代												2010年代									
		4	5	6	7	8	9	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	0	1	2	3	4	5	6	7	8			
斯柯达	A0	斯柯达晶锐2007-2014												斯柯达晶锐2015-															
	A	斯柯达昕锐2013-												斯柯达昕锐2014-															
		斯柯达明锐2006-2009						斯柯达明锐2009-2015						斯柯达明锐2013-															
	B	斯柯达昊锐2004-2009												斯柯达速派2009-2014								斯柯达速派2015-							
	紧凑型SUV													斯柯达野帝2013-								明锐旅行版							
	中型SUV																					迪拉克2017- 柯米克							
大众	A0	POLO 2000-2005						POLO劲情/劲取2005-2010						POLO 2010-															
	A	高尔夫2003-2008						POLO GTI 2010-						POLO GTI 2010-															
		POLO三厢版2000-2005						POLO劲取2005-2012						POLO新劲取															
	B	桑塔纳1984-1995						桑塔纳1984-2010						桑塔纳2013-															
		桑塔纳2000 1995-2004						桑塔纳3000 2004-2008						桑塔纳志俊2008-2014															
	C	帕萨特/帕萨特V6 1996-2005						帕萨特领驭2005-2009						帕萨特领驭2009-2011															
		帕萨特/帕萨特V6 2011-						帕萨特/帕萨特V6 2011-						桑塔纳跨界2016-															
	MPV	途安2004-2008						途安2008-2011						途安/途安2013 2011-2015															
SUV	途安L 2016-						途安L 2016-						途观2010-																
													途观L 2017-																
													途昂2017-																

数据来源：公司官网、西南证券整理

5.3 进入中国市场的成果

大众旗下品牌汽车在华产销量近年来也稳步增长，最近五年大众汽车在华产量复合增速约为 7.3%，销售量复合增速约为 6.8%。2017 年，大众汽车在中国产量达到 404.1 万辆，同比增长 3.7%。其中，大众品牌乘用车生产 315.6 万辆，占总产量的 78.1%，奥迪品牌生产 55.3 万辆，占 13.7%，斯柯达品牌生产 33.2 万辆，占 8.2%。2017 年大众汽车在华总销售量为 418.4 万辆，同比增长 5.1%。在华总营业利润在 2014 年之后略有回落，2017 年大众在华企业总营业利润为 111.9 亿欧元，同比增长 0.9%，其中归属大众集团的利润 47.5 亿欧元，比上年减少 4.2%。

表 50：大众集团中国区业务数据

大众集团	2012	2013	2014	2015	2016	2017
交付量 (千辆)	2,815	3,271	3,675	3,549	3,982	4,184
销售量 (千辆)	2,609	3,038	3,506	3,456	3,873	4,020
产量 (千辆)	2,643	3,135	3,528	3,420	3,896	4,041
大众 (千辆)	2083	2459	2722	2662	3013	3156
奥迪 (千辆)	334	420	529	490	556	553
斯柯达 (千辆)	227	255	277	268	328	332
营业利润 (百万欧元)	8,424	9,569	12,077	11,937	11,094	11,191
按比例利润 (百万欧元)	3,678	4,296	5,182	5,214	4,956	4,746
国内市场汽车销量 (千辆)	19303	21993	23489	24563	27939	28942
大众国内销售份额	13.52%	13.81%	14.93%	14.07%	13.86%	13.89%

数据来源：年报、中汽协、西南证券整理

表 51: 大众集团中国区业务数据销量 (千辆)

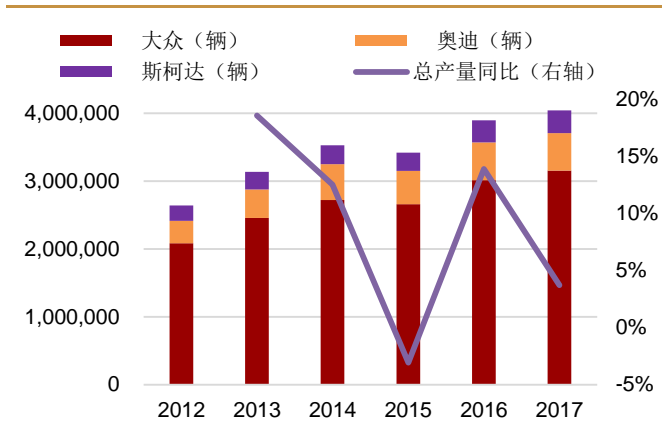
销量 sales	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众中国交付量	2815	3271	3675	3549	3982	4184
大众中国 sales	2609	3038	3506	3456	3873	4020
上汽大众 (大众+斯柯达)	1280	1525	1725	1812	2002	2063
一汽大众 (大众+奥迪)	1329	1513	1781	1644	1871	1957

数据来源: 年报, 西南证券整理

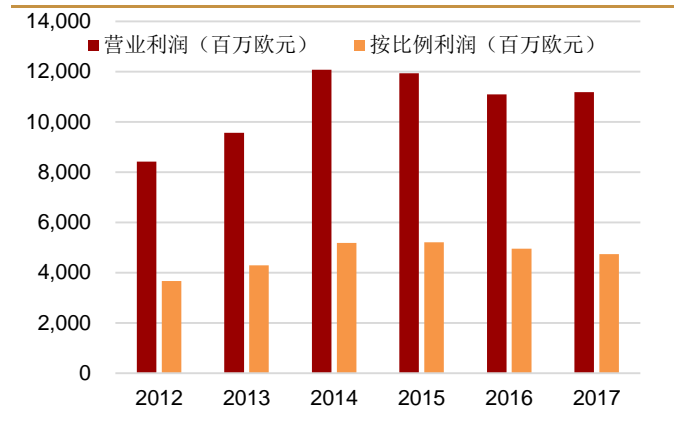
表 52: 大众集团中国区业务数据产量 (千辆)

产量	2012	2013	2014	2015	2016	2017
大众中国	2643	3528	3528	3420	3896	4041
上汽大众 (大众+斯柯达)	1282	1743	1743	1804	1969	2070
一汽大众 (大众+奥迪)	1361	1785	1785	1616	1927	1971

数据来源: 年报, 西南证券整理

图 97: 大众汽车在华乘用车产量和增速


数据来源: 年报, 西南证券整理

图 98: 大众集团在华营业总利润


数据来源: 年报, 西南证券整理

6 公司未来发展战略-电动+智能

大众集团 2025 战略规划，聚焦“智能+电动”。新能源和智能化是公司未来的重点发展方向，到 2025 年，大众计划为全球提供 80 多款新电动车型，包括约 50 款纯电动汽车和 30 款插电式混合动力车。大众计划到 2025 年新能源车将占总销量的 1/4。奥迪计划到 2025 年实现新能源汽车的销量占奥迪总销量的 1/3。

大众集团未来的核心战略思维可归纳于可持续交通，主要包括**高效内燃机和替代传动系统、电池技术、充电基础设施、移动出行服务、自动驾驶系统**等五个方面。为此，大众计划至 2022 年底累计投资 340 亿欧元以上。在中国，大众计划与合作企业在 2022 年前一同投资 150 亿欧元于电动汽车、自动驾驶、数字化和全新移动出行服务等领域，到 2025 年实现约 40 款新能源车型的本土生产。

表 53：大众可持续交通的投资计划

金额	项目
340 亿欧元	2022 年底，大众集团将投资至少 340 亿欧元于电动交通、数字化、自动驾驶和交通服务业务，其中 2018 年投资 66 亿欧元
150 亿欧元	2022 年底，大众集团和在中国的合资伙伴将拿出 150 亿欧元投资于电动交通、自动驾驶、数字化和新型交通服务业务
900 亿欧元	投资超过 900 亿欧元在传统的车辆和动力系统合成业务，其中 2018 年投资 198 亿欧元

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 99：大众可持续交通的五大领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

6.1 高效内燃机和替代动力系统

引擎和传动系统是汽车动力的来源，其技术的发展对于可持续交通战略至关重要。在电动技术发展成熟之前，未来几年的动力还将以传统发动机为基础。在排放门丑闻之后，大众在环保方面更加重视，现在所有新柴油车都装有 SCR 系统，2018 年起所有的汽油发动机都会有微粒过滤器。此外，大众还将推出更多的合成燃料和天然气燃料车作为计划的一部分。

表 54: 高效内燃机和替代动力系统的目标

项目	目标
高效内燃气和替代动力系统	汽油发动机的燃烧效率显著提升, 排放降低
	所有新型汽油机都将加装特别的过滤器
	使用可再生资源的合成燃料
	显著增加天然气燃料车
	最新的欧 6 标准柴油机超过 WLTP 测试的平均水准

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

6.2 电动汽车

6.2.1 新能源车整体规划

大众集团 2017 年提出 Roadmap E, 全面实施电动化战略。根据大众的规划, 到 2025 年, 大众将为全球客户提供 80 多款新电动车型, 包括约 50 款纯电池驱动的汽车和 30 款插电式混合动力车, 电动车销量占总销量的 1/4。到 2030, 目标将电动车型从量产车型拓展到高端车型, 旗下 300 个车型均有电动版本, 投资 200 亿欧元以上, 实现电动汽车产业化。大众新开发的 MEB 和 PPE 纯电动车平台生产的电动汽车续航将在 600 公里以上。

表 55: 大众集团 Roadmap E 电动车计划目标

时间	目标
2025 年	推出 50 款纯电动汽车及 30 款插电式混合动力汽车
	纯电动车销量 2-3 百万台, 或占集团营收的 20-25%
	拥有 150GWh 电池容量的电子车队需求
	MEB 平台的电池采购量超过 500 亿欧元
2030 年	大众旗下 300 个车型每种都有至少一个电动版本

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 56: 大众新能源车型规划

类型	动力类型	规划车型
轿车	纯电	I.D. Vizzion concept、奥迪 e-tron Sportback concept、e-up!、e-高尔夫、奥迪 Aicon、奥迪 Urban Concept / Urban Concept Spyder
	混动	奥迪 A8L e-tron、奥迪 Prologue Allroad、奥迪 A3 Sportback e-tron、奥迪 A7 Sportback、奥迪 A6L e-tron、奥迪 A6、奥迪 A8/A8L、大众 Sport Coupe Concept GTE、高尔夫 GTE Sport、高尔夫 GTE、辉昂 GTE、帕萨特 GTE、XL1、XL3
	燃料电池	奥迪 A7 Sportback h-tron quattro concept
SUV	纯电	I.D.Crozz II、斯柯达 Vision E concept
	混动	途观 GTE concept、大众 Cross Coupe、奥迪 Allroad Shooting Brake、奥迪 TT Offroad Concept、斯柯达 Vision S concept、奥迪 A7 e-tron quattro、奥迪 Q8 spot concept
	燃料电池	奥迪 h-tron quattro concept
MPV	纯电	大众 I.D.BUZZ Concept、大众 BUDD-e、大众 e-Crafter

数据来源: 公司官网、公开资料, 西南证券整理

为实现新能源车型的量产，大众布局全球工厂，在欧洲和中国整车的工厂均有新能源汽车生产计划。目前，大众已计划的大部分新能源车型在德国本土工厂都有生产计划。在中国，上汽大众将生产混动版途观、辉昂，纯电动的朗逸和 I.D.CROZZ、I.D.Lounge 等，一汽大众将生产 e-Golf、迈腾、Bora，以及奥迪 Q2、Q4、Q5 等纯电或混动车型。

世界各大汽车厂商也推出了各自的电动汽车规划，到 2020 年，全球主流汽车厂商都将实现部分新能源车型的量产。

表 57：国内外主要车企新能源规划和销量目标

车企	新能源车规划
大众	计划 2020 年大众全球新能源车销量达 300 万辆，占比 20-25%。到 2025 年在全球推出超 80 款全新电动车型，其中 50 款 EV，30 款 PHEV。在中国计划到 2020 年新能源车交付量达到 40 万辆，到 2025 年交付 150 万辆
特斯拉	计划 2020 年全球销售 100 万辆
宝马	计划到 2020 年所有车系具备电动选项，新能源销量占比 15%-25%
奔驰	2025 年前推出 10 款，推出 EQ 子品牌，新能源销量占比 15-25%
沃尔沃	2019 起所有新款车型都具备 EV 或 PHEV 版本，2025 年销量达到 100 万辆
福特	2020 年新能源销量占比 10%-25%
通用	计划到 2025 几乎全部车型提供电动版。
本田	2025 年前推出 20 款以上电动化车型。2030 年，新能源车占比约为 65%，其中 10%-15% 为纯电动车型，50%-55% 为混动车型
丰田	2050 年 HEV、PHEV 占比 70%，FCV、EV 占 30%
现代-起亚	2020 年之前推出 26 款新能源汽车，涉及旗下现代和起亚两大品牌
雷诺-日产	2020 年日产销售车辆的 20% 均将为零排放车辆
比亚迪	2020 年新能源销量 60 万辆
北汽新能源	2020 年新能源销量达到 50 万辆
奇瑞	2020 年计划新能源销售 20 万辆
吉利	2020 年将占吉利汽车总销量 90% 以上，其中 PHEV 与 HEV 占比 65%、EV 占比 35%
上汽	2020 年推出 30 款以上新能源车型，销售 60 万辆，其中自主品牌 20 万辆
广汽乘用车	2020 年新能源销售 20 万辆
长安	2020 年新能源车累计销量达到 40 万辆，至 2025 年，新能源车累计销量突破 200 万辆

数据来源：年报、中汽协、公开资料等，西南证券整理

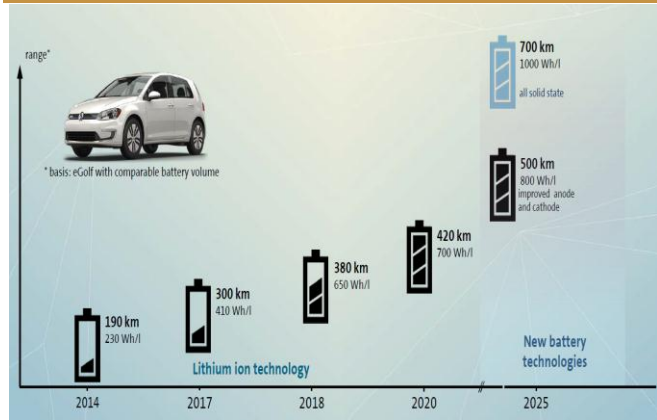
6.2.2 电池技术

短期内，大众集团以第三方采购的方式满足新能源车动力电池的需求。公司采购电芯，自己负责 Pack 生产。大众在全球已签署供应商包括宁德时代（在中国签的第一家，2019 年起为大众中国生产的车型提供电池）、三星 SDI、LG 和 SK（大众 2018 年 11 月新签 MEB 平台电池供应商，将为北美和部分欧洲生产的车型提供电池）。中长期，大众也在推进自建工厂生产电池。在中国，大众计划到 2025 年与合资企业在电动汽车领域投入 100 亿欧元（不包括电池采购），用于电动汽车产品的研发与生产设备、生产线、电池模组方面的更新和应用。

未来，公司将致力于提升电池续航里程、提高能量密度、降低制造成本。目前大众的 NCM622 电池能量密度为 280Wh/kg，650Wh/l，续航里程约 380km。到 2020 年，公司将开始用硅碳材料作为电池负极，高镍三元 NCM811 作为正极材料，电动汽车的续航里程将提

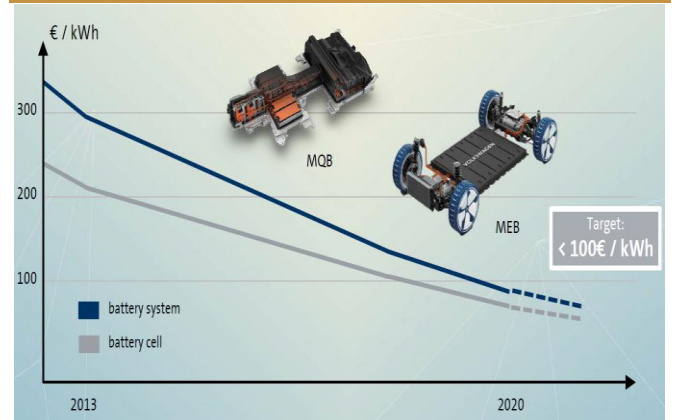
升至 420km，能量密度提升至 300Wh/kg，700Wh/l，目标成本低于 100 欧元/kWh[E1]。2025 年，硅碳负极和富锂三元正极的应用将使电池续航里程达到 500km，能量密度提升至 350Wh/kg，800Wh/l。大众与美国 QuantumScape 公司合作开发的续航里程达 700km，单位容量达到 1000Wh/l 的全固态电池，目标在 2025 年实现量产。

图 100：大众集团电池提升计划



数据来源：公司官网、西南证券整理

图 101：大众集团电池成本计划



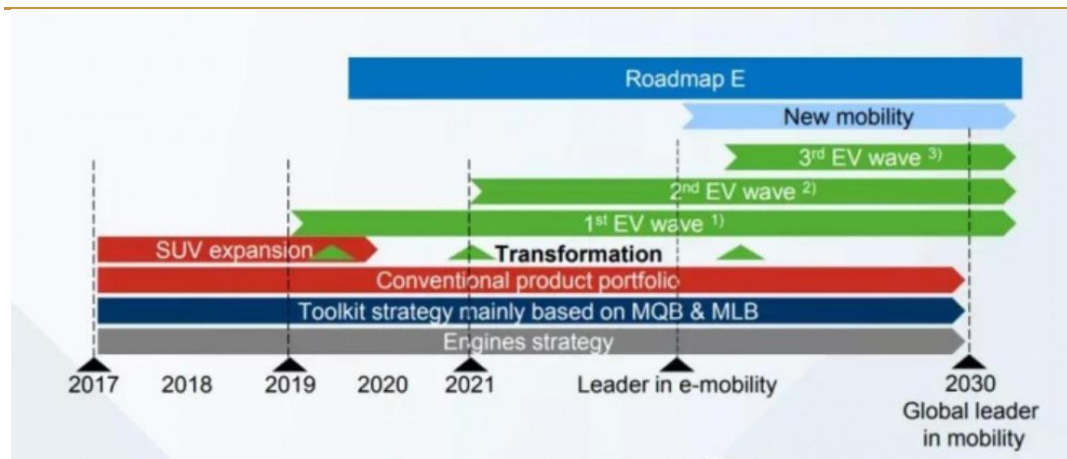
数据来源：公司官网、西南证券整理

6.2.3 纯电动平台

根据大众规划，现阶段公司将基于 MQB 或 MLB 平台打造电动车型，现已基于 MQB 平台推出的混动版途观和 e-高尔夫等。2019 年，大众将推出第一批基于 MEB 平台的电动汽车，2021 年推第二批基于 PPE 平台的车型，中长期推出基于 SPE 平台的产品。

MEB、PPE 和 SPE 三大平台架构都是全新原生架构，且只生产纯电汽车，没有混动车型。由于动力零件大幅减少，电动汽车相对于传统燃油车复杂程度减少很多。在确定核心关键系统位置后，根据不同性能要求分成经济型，豪华型，跑车高性能三大平台，这样既考虑了不同平台间关键技术的共用性，也考虑了不同性能的调教要求，降低整体开发成本。

图 102：大众 RoadmapE 电动平台计划



数据来源：大众官网、西南证券整理

表 58: 大众电动车平台的目标

平台	目标
PPE 平台 (奥迪、保时捷)	通用的模块: 节约 30% 的拓展开发成本
	灵活性: 未来其他品牌也能使用
MEB 平台 (大众)	全集团推广使用
	更高的生产效率和更少的生产时间
	更低的材料和均摊成本

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

(1) MEB 平台

大众的 MEB 模块化电驱动平台 (Modularen Elektrisch Baukasten, 英语为 Modular Electric Drive kit) 是大众汽车发布的“ELECTRIC FOR ALL”计划的实施关键。

图 103: MEB 平台

The MEB Principle



1. 低压电池布置在前部, 供电给车辆其他电器和灯光, 确定低压回路
2. 动力电池布置在地板下提供整车均匀分布的载荷, 保证了车辆的重量和车辆的内部空间。
3. MEB 先提供后驱版本, 四驱会随后跟进。
4. 电驱动, 电子化, 自动驾驶都是在 MEB 平台考虑在内的事情。
5. 动力电池布置在前后轴中间。
6. 轮胎处于车辆的四个角部, 为布置不同大小的电池提供空间, 实现不同的续航里程要求。

数据来源: 大众官网, 西南证券整理

基于 MEB 平台开发的 I.D. 概念车电池组容量为 83kWh, WLTP (全球统一轻型车辆测试规程) 工况下续航 480km, 如果是 NEDC (新标欧洲循环测试) 工况的话, 续航里程能够达到 600 公里。如果用户需要更长续航的话, 还可以加载更多电池, WLTP 工况下的续航里程将超过 550 公里。

表 59: 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
车身形式	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

数据来源: 盖世汽车, 西南证券整理

电池组可扩展。MEB 平台搭载的模块化电池组是可扩展的，用户可以根据需求来选择不同的续航里程。目前 MEB 平台的电池包有三种规格，分别包含 7 个、9 个和 12 个电池模组，电池包尺寸从 1.3 米到 1.7 米。MEB 平台电池包兼容软包电池和方型电池，在电芯供应商的选择方面更灵活。电池包也采用铝合金外壳和集成式冷却系统，这些轻量化设计进一步提升了整个系统的能量密度。

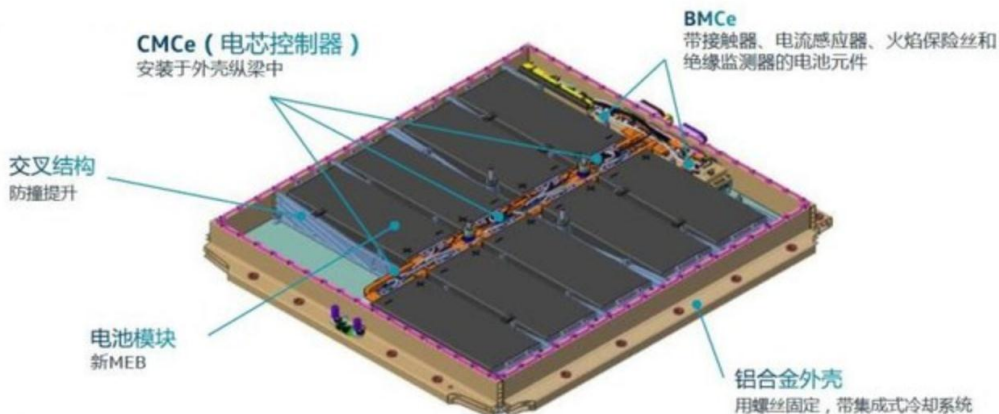
图 104：可扩展电池包



数据来源：大众官网、西南证券整理

电池安全的设计保障。MEB 电池包的最下层为坚固的碰撞保护层，其上分布着配有防撞框架的铝合金电池外壳，内置电池冷却装置和高压与低压车载电子系统接线盒。在铝合金电池外壳中是由单个电芯组成的电池模组，在电池外壳的纵梁上，集成了负责监控电芯平衡（确保电芯在日常使用中均衡使用）以及电芯电压、电流和温度的 CMCe 电芯控制单元。另一个控制单元是电池电子装置 (BMCe)，集成于电池系统后部区域。电芯模块连接器将每个电芯模块相连接，测量线缆可以与电池电子装置进行通信。电池外壳顶部采用盖板密封，在需要维护的时候可以方便取下。

图 105：大众电池结构图



数据来源：公司官网、西南证券整理

更灵活架构提升车内空间。由于 MEB 平台前部无需预留内燃机位置，前后车轴可大幅向远端移动，从而实现更长的轴距和更短的前后悬挂。可扩展的平台也支持开发小型、紧凑型到中大型的车身，从车型种类来说，覆盖从轿车、SUV 到 MPV 等多种车型。车辆的驱动形式则包括后驱和四驱。从 ID.家族已经亮相的几款车型来看，既有紧凑型的 I.D.，也有 I.D.CROZZ 概念车所展示的 SUV 车型、I.D.BUZZ 概念车展现的 MPV 车型，以及未来感十足的 I.D.VIZZION 代表的中大型豪华轿车。

图 106: 大众 I.D.



数据来源：公司官网、西南证券整理

图 107: 大众 I.D.BUZZ



数据来源：公司官网、西南证券整理

图 108: 大众 I.D.CROZZ



数据来源：公司官网、西南证券整理

图 109: 大众 I.D.VIZZION



数据来源：公司官网、西南证券整理

图 110: MEB 平台灵活架构



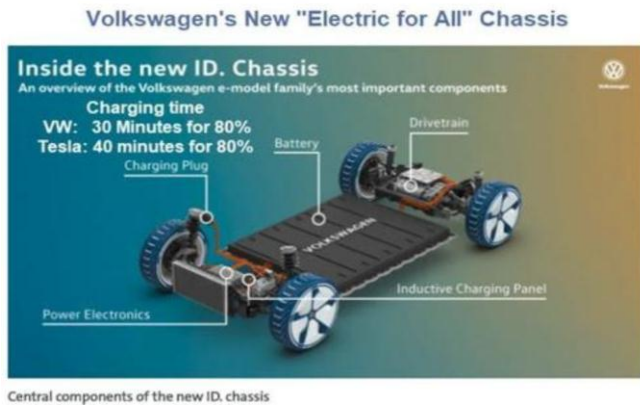
数据来源: 公司官网、西南证券整理

设计面向制造，有助于快速高效生产。以“Designs for Manufacturing (设计面向制造)”为理念，MEB 有助于实现快速、高效的生产过程。MEB 平台动力部件包括集成在后轴的电动机、功率电子装置和变速箱，布置在车辆底部的平板式高压电池，以及集成在车辆前部的辅助驱动系统。如果是四驱车型，前轴也会安装一台电动机。功率电子装置负责连接并控制电动机与电池之间的高压能量流，它可将电池储存的直流电转换为驱动电机所需的交流电。另有一个 DC/DC 转换器为车辆电子系统供电 (12V)。电动机至后轴的驱动力传递由单速变速箱完成。位于车辆底部的电池组在节省车内空间同时能够显著降低车辆重心，容易实现 1:1 的最佳前后配重。降低的重心和均匀的配重将有利于提升车辆的操控性能。

更多的电子辅助功能。MEB 平台省去传统发动机的空间可以搭载更多车载设备，比如辅助驾驶系统、信息娱乐系统和控制与显示系统等，比如增强现实的平视显示 (AR HUD)，能够将导航系统信息投射到车辆前方的虚拟空间中，这项功能在 MEB 平台上可以实现。这些车载设备通过大众汽车研发的 E3 端对端电子系统架构和操作系统“VW.OS”来集成。ID.将成为首个全面应用“E3”与“VW.OS”的车型。

高效充电提升用车体验。MEB 平台生产的电动车充电功率可以达到 125kW，未来还可提高至 350kW，目前基于 MQB 平台的电动车 e-Golf、Golf GTE 等充电功率达不到 125kW。在现有锂电池的性能下，ID.和 ID.SUV 等 MEB 平台车型利用 125kW 快充系统可在 30 分钟内充满 80% 的电量。此外，大众汽车将提供一系列模块化结构的壁挂式充电盒，可安装在自家车库或停车场，充电功率可以达到 11 kW。

图 111: 充电效率



数据来源: 年报、西南证券整理

图 112: 壁挂充电盒



数据来源: 年报、西南证券整理

(2) PPE 平台

高端电动汽车平台 (premium platform electric) 简称 PPE, 计划在 2022 年起生产纯电动版的保时捷和奥迪。新平台将研发三款动力系统, 奥迪负责其中的两个, 保时捷负责一个, 并且实现技术共享。基于这个平台的车型将有 60% 是奥迪, 另外 40% 是保时捷, 奥迪和保时捷也将通过共享部件和模块达到节省研发和材料成本的目标。到 2025 年大众集团将会有 15 款电动汽车基于该平台打造。全新 PPE 平台能充分发挥保时捷 J1 和奥迪 MEB 平台的组件及技术优势, 并优化生产出体积更大、性能更优的豪华汽车, 其中动力系统、悬挂系统电压系统和电池组将有进一步提升。

图 113: 奥迪 e-tron



数据来源: 公司官网、西南证券整理

图 114: 保时捷 Mission E



数据来源: 公司官网、西南证券整理

(3) SPE 平台

运动跑车电动平台 SPE (Sports Platform Electric), 是计划生产保时捷、兰博基尼等顶级跑车的纯电动平台, 预计 2025 年之后才会推出。

图 115: 电动兰博基尼 Terzo Millennio 概念车


数据来源：公司官网、西南证券整理

6.2.4 充电基础设施建设

充电桩和充电站的建设是发展电动汽车的必要条件，大众集团在欧洲和美国将分阶段建立充电网络。2017 年大众集团与戴姆勒、宝马、通用共同成立了泛欧洲快速充电网络合资公司 IONITY，计划通过 IONITY 到 2020 年之前建立 400 个快速充电站，并且将充电功率上升至 350kW。同时，各品牌和各个时期产品的充电接口也有望实现统一。在美国，大众成立子公司 Electrify America，未来十年将在美国打造密集的充电桩网络，高速公路上充电站的分布距离不超过 120 英里。

表 60: 大众集团充电桩布局

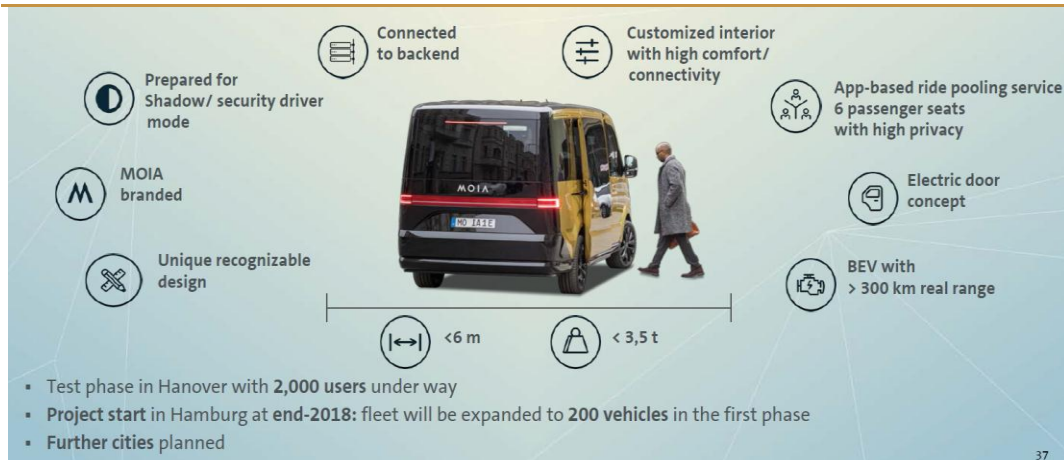
公司	目标
泛欧洲大功率充电网络 (IONITY)	2017 年开始在欧洲建立 20 个充电站
	到 2020 年将建立 400 个快充电站
	充电功率达到 350kW，将显著降低充电时间
	联合充电系统 (CCS) 将实现不同品牌和时代产品的兼容
充电美国 (Electrify America)	未来 10 年将在美国零排放车 (ZEV) 基础设施建设和教育项目中投资 20 亿美元
	第一轮将在 17 个大城市以及 39 个州的高速公路建立大约 4700 个充电桩
	充电站的充电桩将有 150kW 或 350kW 的充电功率
	高速公路上的分布间距将在 70 英里和 120 英里之间

数据来源：公司官网、西南证券整理

6.3 移动出行服务

2017 年，大众新品牌 MOIA 首次在德国汉诺威试行了移动出行服务。在这项服务中，用户可以使用 MOIA 提供的 APP 预订行程和支付车费，系统通过算法优化道路，让顺路的乘客以拼车的方式抵达目的地。在汉诺威测试期间有约 2000 名用户参与，下一步的汉堡项目计划在 2018 年底开始，第一阶段车队将有 200 辆车。试运营期间的车有 6 个座位，续航里程超过 300km，其他城市也在陆续计划中。

图 116: MOIA 的试运营



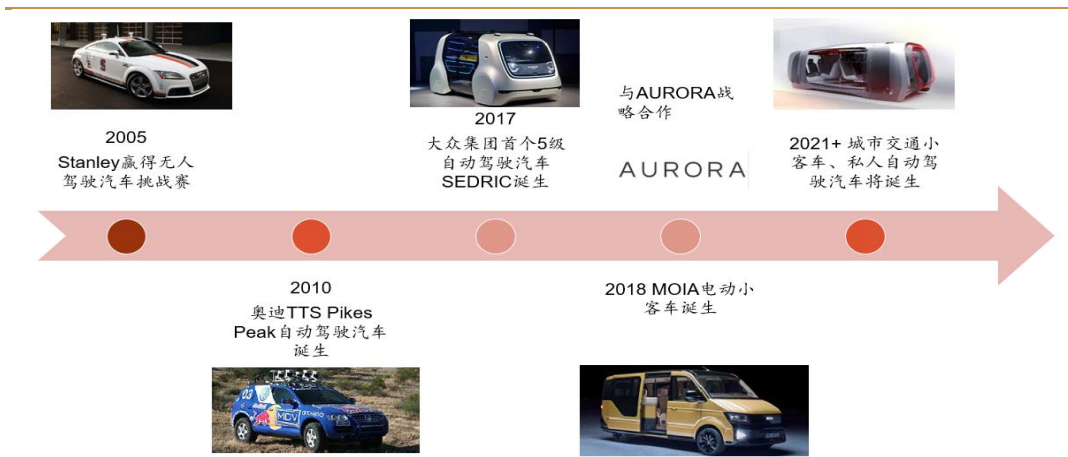
数据来源: 大众官网、西南证券整理

2018年5月,大众在中国成立全资子公司逸驾智能科技有限公司(Mobility Asia),旨在打造智能移动出行生态,聚焦智能车联网、出行生态、智能基础设施、大数据应用和智能驾驶五大出行领域,构建全方位的智能出行产业,这是大众向出行服务转型的一项战略举措。10月29日,大众集团、英特尔子公司Mobileye以及Champion Motors公司共同宣布,将于2019年起在以色列部署首个自动驾驶网约车服务(MaaS),并将成立一家合资公司推动该项目部署。其中大众集团将提供电动汽车,Mobileye公司将提供L4级别自动驾驶的硬件和软件技术,Champion Motors公司负责运营和控制,计划在2022年实现商业化。这是大众除了在德国试运行MOIA以外的又一移动出行服务方面的尝试。

6.4 自动驾驶技术

从2005年“Stanley”赢得无人驾驶汽车挑战赛以来,大众集团在无人驾驶技术方面不断推进。2017年大众展示了首个L5级别无人驾驶汽车SEDRIC的概念车,SEDRIC未来可能会应用在多个品牌中。根据计划,无人城市公交车和自动驾驶私家车的诞生将在2021年以后。

图 117: 大众自动驾驶技术发展历程



数据来源: 大众官网、西南证券整理

在自动驾驶领域，大众一方面以 SEDRIC 为平台探索自主技术和应用，另一方面也在市场上寻求合作，在已有车型上增添成熟的自动驾驶技术。2018 年初，大众宣布与美国 AURORA 公司战略合作，共同开发自动驾驶技术。11 月 2 日，大众汽车集团（中国）宣布，将作为理事会成员，加入百度公司推出的 Apollo 自动驾驶平台，并将使用一台搭载 Apollo 系统的 e-Golf 车型进行各项自动驾驶功能的测试。

7 风险提示

全球汽车销量增速或不达预期，中国汽车市场或拓展不达预期，经营效率提升或不达预期，新能源汽车推广或不达预期，智能驾驶技术提升或不达预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn