

## 稀缺的A股纯正物流车标的

### 核心观点：

#### ● H1新能源汽车收入占比77.8%，电控销售规模仅次于江川

在主板电机电控上市公司中，蓝海华腾2016年上半年的新能源汽车收入占比高居榜首，达77.8%，是A股最为纯正的新能源汽车标的之一。如果只考虑电机控制器单一产品，蓝海华腾的销售规模（上半年约1.6亿元）应高居国内第二，仅次于江川技术（上半年2.81亿元），领先于上海大郡、大地和、上海电驱动、英威腾等公司。

#### ● 全年物流车占比有望超50%，增长空间优于同行

乘用车整车厂中，比亚迪自产电机电控、江淮主要销售给与自身有长期股权渊源的巨一自动化、北汽拥有北汽西门子等多家合资公司、上汽旗下也有自己的供应商华域电动系统。因此，乘用车市场虽然大，但对第三方供应商的开放度也低。经过我们的估算，客车和物流车仍占据了电机电控总市场空间的70%以上。而从未来的增长潜力来看，物流车远优于渗透率高且补贴额度面临大幅下降的客车。2015年，蓝海华腾的电机控制器收入中，物流车占20%；2016年上半年，占比上升至40%；预计2016年全年，物流车占比将达50%以上，在A股上市公司中非常稀缺，未来增长潜力足。

#### ● 继公交后，沃特玛创新联盟大举进军物流车领域

2013年10月，沃特玛联合动力电池、电机、电控、动力总成、充电设备等零部件供应商建立了产业创新联盟，覆盖了除整车以外的所有新能源汽车零部件，目前成员已经超过600家。创新联盟以快充、移动补电、整体解决方案、建设产业园帮助当地经济转型升级的“组合拳”已在多个城市运营电动公交超千辆。目前联盟的发展重心已转移到物流车，联盟成立深圳运创租赁作为副理事长单位，打通了从零部件到整车到运营的物流车产业链条。目前运创租赁在运营车辆已近万台，仅今年8、9两个月，运创租赁即又向一汽解放和东风特专分别采购了5000辆纯电动物流车。

#### ● 身为联盟最核心成员，物流车电控业务将飞速发展

公司是联盟的核心成员，并是2013年联盟成立时的发起单位之一。联盟的合作物流车整车厂为一汽解放、东风特专、大运汽车、重汽成都王牌商用车等。根据车型公告、新闻媒体报道、上市公司公告等信息，这些整车厂所生产的物流车，很多都使用了蓝海华腾的电机控制器。其中，一汽解放已与联盟及公司签约5000台轻卡、东风特专全年计划生产10000台载质量3吨级的轻卡、大运汽车也签订了与沃特玛合作研发1.5万辆纯电动物流车的协议。我们只考虑与创新联盟合作紧密的一汽解放和东风特专，从保守的角度出发不考虑大运汽车的1.5万台订单，也不考虑驱动电机、整车控制单元等新产品的贡献，一汽和东风合计1.5万台载质量3吨级的轻卡，电机控制器峰值功率分别为100kW和110kW，假设每W价格为0.2元，得出公司2016年潜在的物流车收入或可达3.2亿元。

#### ● 冲量季或将真正来临，公司是主要受益者之一

主要电机电控上市公司2016年全年的新能源汽车收入目标均是H1新能源汽车收入的3倍以上，而公司偏保守，不足2.5倍，我们认为公司全年的经营目标可能偏低，超预期的可能性较大。调整后的国补标准和纳入专用车的新一批推荐车型目录落地后，年底仍有希望迎来冲量季，公司将成为主要受益者之一。

#### ● 稀缺的A股纯正物流车标的，具备持续高增长的能力

我们预计2016至2018年公司分别实现每股收益1.58元、2.29元和2.89元，对应PE为61X、42X和33X。维持“推荐”评级。

## 蓝海华腾（300484.SZ）

**推荐** 维持

### 分析师

张玲

■：(8610) 6656 8643

✉：zhangling\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏：(8610) 83571395

✉：yuhuapeng@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

### 相关研究

- 1、行业深度\_特高压：穿透雾霾 特高压建设明显加快、全球互联 打造电力版一带一路 2015.03.03
- 2、行业深度\_能源互联网：未来能源互联网 2015.06.01
- 3、行业深度\_光热：光热产业正处于大爆发的前夜 2015.10.13
- 4、行业深度\_电改：售电侧放开大幕开启 新市场主体有望涌现 2015.10.19
- 5、行业跟踪\_光热：示范项目即将落地 行业获实质性进展 2015.11.17
- 6、行业深度\_核电：二代加谢幕三代成主流，核电建设开启又一高峰 2015.12.23
- 7、行业深度\_年度策略：经济新常态下改革催生新增长方式 2015.12.27
- 8、行业深度\_电池材料：结构调整转型升级先锋，新能源汽车持续高增长 2016.03.03
- 9、行业点评\_新能源：千呼万唤“配额制”终露真面目 2016.03.04
- 10、行业简评\_新能源：“配额制”逐步落实，燃煤发电企业承担配额指标责任 2016.04.25
- 11、行业简评\_新能源：限电改善，光伏Q3不淡 2016.05.16
- 12、行业深度\_充电桩：充电桩建设井喷，设备供应业绩爆发 2016.05.20
- 13、行业深度\_电机电控：优秀企业如能抓住商用车的机遇，就抓住专用车爆发、扎根乘用车 2016.05.27

## 投资摘要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

**电动汽车电机控制器：**我们预计 2016 至 2018 年公司电机控制器业务收入增速分别为 170%、50%、30%，毛利率分别为 45%、44%、44%。主要原因：

1、物流车部分：主要客户为一汽解放、东风特专、大运汽车、重汽成都王牌商用车等。已公告的订单是一汽解放（约 5000 台轻卡）。其余客户中，东风特专载质量 3 吨的轻卡、移动补电车、载质量 0.8 吨的微卡等车型采用了公司的电机控制器，其中的 3 吨级轻卡，东风特专全年计划生产 10000 台；大运汽车有部分轻卡车型采用公司的电机控制器，并于 3 月底与沃特玛签订了合作研发 1.5 万台纯电动物流车的合作协议；王牌商用车今年前 8 个月产量超过 10 辆的 4 种车型全部使用了公司的电机控制器。我们只考虑与创新联盟合作紧密的一汽解放和东风特专，从保守的角度出发不考虑大运汽车的 1.5 万台订单，也不考虑驱动电机、整车控制单元等新产品的贡献，一汽和东风合计 1.5 万台载质量 3 吨级的轻卡，峰值功率分别为 100kW 和 110kW，假设每 W 价格为 0.2 元，得出公司 2016 年潜在的物流车收入或可达 3.2 亿元。

2、客车部分：上半年 2 亿元的电机控制器收入中，40% 为物流车、60% 为客车，即客车为 1.2 亿元。我们按较为保守的算法，假设下半年与上半年一致，则全年纯电动客车的收入为 2.4 亿元。将两者相加后，得出全年公司电机控制器收入约为 5.6 亿元，同比增长 170%。

**变频器和伺服驱动器业务：**目前不是公司投入的重点，我们假设营业收入的增速分别保持在 10% 和 20%，2016 年分别可实现收入 0.9 亿元和 0.1 亿元，毛利率保持稳定。

### 我们与市场不同的观点：

市场认为公司的估值水平过高，我们认为公司具备较强的稀缺性，首先，新能源汽车收入占比接近 80%，在电机电控板块中是最高的，在整个新能源汽车板块中能达到此比例的标的也非常的少。其次，从公司的收入结构上来说，上半年物流车占比 40%，全年有望超过 50%，目前主要的电池和电机电控上市公司的收入均以客车为主，虽然 15/16 年的增速还比较快，但从长远来讲，增长潜力弱于以物流车为主的公司。此外，将主流电机电控公司的全年经营目标与上半年实际实现收入对比后可以发现，公司的经营目标偏保守，超预期的可能性高。

### 行业估值与投资建议：

稀缺的 A 股纯正物流车标的，具备持续高增长的能力。我们预计 2016 至 2018 年公司分别实现每股收益 1.58 元、2.29 元和 2.89 元，对应 PE 为 61X、42X 和 33X。维持“推荐”评级。

### 行业表现的催化剂：

补贴和推荐车型目录等政策推出；物流车斩获新的订单；业绩表现超市场预期。

### 主要风险因素：

物流车进入推荐车型目录的时间过晚；调整后的新国补目录迟迟不能推出；在一汽解放、东风特专供货体系中的主导地位被新进厂商所取代。

## 目 录

一、新能源汽车收入占比 77.8%，电控销售规模仅次于江川.....	3
二、全年物流车占比有望超 50%，增长空间优于同行.....	3
(一) 乘用车封闭度高，70% 以上的电机电控市场仍在客车和物流车 .....	4
(二) 公司 2016 年 H1 物流车占比近 40%，未来发展潜力足 .....	6
三、继公交后，沃特玛创新联盟大举进军物流车领域.....	7
(一) 创新联盟通过快充、移动补电在多个城市实现电动公交的无地补推广 .....	7
(二) 联盟打通物流车从零部件到整车到分时租赁运营的全产业链 .....	8
四、身为联盟最核心成员，物流车业务将飞速发展.....	10
(一) 公司是联盟的发起成员及核心成员 .....	10
(二) 跟随联盟，成为东风、一汽、大运、王牌汽车的主要供应商 .....	11
(三) 2016 年物流车电控潜在销售规模或可达 3.2 亿元 .....	13
五、冲量季或将真正来临，公司是主要受益者之一.....	14
(一) 全年经营目标相对保守，超预期可能性大 .....	14
(二) 系列政策即将落地，物流车占比高的公司受益程度高 .....	15
插图目录 .....	16
表格目录 .....	16

## 一、新能源汽车收入占比 77.8%，电控销售规模仅次于汇川

除珠海英博尔、南京越博动力、北京精进电动、天津松正等少数厂商外，绝大部分的第三方电机电控供应商均已登陆资本市场，所涉及的上市公司主要包括：汇川技术、蓝海华腾、上海电驱动（大洋电机收购）、大洋电机、上海大郡（正海磁材收购）、大地和、合康变频、方正电机、英威腾等。我们将上述公司上半年的财务数据整理如下：

表 1、新能源汽车电机驱动系统上市公司 2016 年 H1 情况分析（按收入占比排序）

上市公司	2016 年 H1 营业收入(亿元)	2016 年 H1 新能源汽车收入(亿元)	收入占比	毛利率	其中电控收入规模(预计数, 亿元)	产品类别
大地和	2.50	2.50	100%	41.1%	约 1.25	电机控制器、驱动电机
蓝海华腾	2.57	2.00	77.8%	47.12%	约 1.6	电机控制器（包含部分外购的电机）
正海磁材 (大郡)	7.24	2.93	40.5%	23.09%	约 1.5	电机控制器、驱动电机（主要是外购）
合康变频	6.31	2.30	36.5%	54.36%	约 0.5	整车控制器、辅助电源控制器、动力总成（除电机外其余均自产）
汇川技术	14.65	2.81	19.2%	47.16%（含 轨交）	2.81	电机控制器
大洋电机	29.97	3.95（其中上海电驱动 2 亿, 大洋本部 1.9 亿）	13.2%	27.85%	上海电驱动 1、大 洋本部 1	电机控制器、驱动电机、AMT 变 速箱（外购）
方正电机	4.70	约 0.5	10.6%	约 30%	0	驱动电机、动力总成（除电机控制 器外其余自产）
英威腾	5.65	0.38	6.7%	未披露	0.38	电机控制器

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部整理

从半年报中披露的各上市公司新能源汽车电机电控的销售规模来看，方正电机、英威腾规模尚小，不足 0.5 亿元。其余的上海大郡、合康变频、汇川技术、大洋本部、上海电驱动、深圳大地和 6 家企业规模相近，均处于 2 至 3 亿元的区间之内。可以看出，国内电机电控行业现处于“战国”时代，不足 10 家企业同处第一阵营（曾经的龙头上海电驱动今年份额快速下滑）。如果只考虑电机控制器，汇川技术以 2.81 亿元的销售额居于榜首，其余公司中，大地和、上海大郡、合康变频的收入规模虽然超过蓝海华腾，但产品种类较多，销售收入中除电控外还包含了驱动电机、整车控制器等产品。电机控制器单一产品，蓝海华腾应高居国内第二，仅次于汇川技术。

从新能源汽车电机电控的收入占比来看，新三板挂牌公司大地和占比最高为 100%，在主板上市公司中，蓝海华腾高居榜首，新能源汽车电控的收入占比达 77.8%，是 A 股最为纯正的新能源汽车标的之一。

## 二、全年物流车占比有望超 50%，增长空间优于同行

乘用车市场对第三方供应商的开放度低。经过我们的估算，客车和物流车仍占据了电机电控总市场空间的 70%以上。从未来的增长潜力来看，物流车远优于渗透率高且补贴额度面临大幅下降的客车。2015 年，蓝海华腾的电机控制器收入中，物流车占 20%；2016 年上半年，物流车收入已达 8000 万元，占比上升至 40%；预计 2016 年全年，物流车将超过客车，占比达 50%以上。我们认为蓝海华腾超过 50%的物流车收入占比，在 A 股上市公司中是非常稀缺的，未来的增长潜力也将远优于同行。

### （一）乘用车封闭度高，70%以上的电机电控市场仍在客车和物流车

国内的电机电控厂商主要分为两类：1、车企内部配套或车企控股设立合资公司；2、第三方独立供应商。客车、物流车的整车厂基本上采用第 2 种方式，而乘用车整车厂采用第 1 种方式的较多。

表 2、国内主要乘用车整车厂的电机电控供应商

厂商	供应商	电机电控采购模式
比亚迪	比亚迪	内部配套
江淮汽车	安徽巨一自动化	江淮与合肥工业大学成立合资公司巨一自动化，2013 年江淮退出，目前由合肥工业大学博导林巨广控股
北京汽车	北汽西门子、北汽大洋、大郡景誉等	成立合资公司
奇瑞汽车	上海电驱动等	第三方独立供应商
吉利汽车	精进电动、德洋电子（知豆）、永康市斯科若（康迪）	第三方独立供应商
众泰汽车	杭州德沃仕、汇川技术、珠海英博尔、杭州杰能等	第三方独立供应商
长安汽车	上海电驱动等	第三方独立供应商
江铃汽车	深圳大地和电气等	第三方独立供应商
上海汽车	华域汽车电动系统公司、上海电驱动、上海大郡、博世联合电子等	华域电动系统为合资公司，其余为第三方独立供应商

资料来源：高工电动车，Evtank，中国银河证券研究部整理

我们首先计算电机电控的市场空间。我们判断全年新能源汽车的产量应在 56 万辆左右，其中乘用车 40 万辆、客车 8 万辆、专用车（物流车）8 万辆。（如补贴、目录等政策的出台时点过晚，全年产销量存在下调风险）

乘用车的一套电机和电机控制器，价格范围较宽。上海电驱动上半年 2.04 亿销售收入中，乘用车占一半，即 1 亿元左右，套数约为 1.5 万套，合每套 7000 元，主要原因是奇瑞 eQ 等 A00 级电动车占比较高。比亚迪秦 EV、吉利帝豪 EV 这类 A 级纯电动乘用车，普遍使用功率较大的电机和电机控制器，单套价格在 2 万元左右。综合考虑两类车型，我们假设每套 1.5 万元。

客车,根据上海电驱动和上海大郡收购报告书中披露的数字,单套价值量应在5万元左右。

根据汇川技术的描述,传统客车通常会在卡车的二类底盘上进行改装,整车的动力布置与现在的物流车是一致的,即客车的电控可以较为方便的移植在物流车上应用。电动物流车主要是两类,微面和轻卡,由于载质量差异较大,因此物流车的电机和电机控制器,性能参数和价值量的差异都比较大。今年前8个月,物流车产销量最大的是东风汽车,我们将东风部分车型的参数列举如下:

**表3、东风汽车的6款纯电动物流车与宇通E7纯电动客车参数对比**

车企、型号	车型	车长 (mm)	总质量 (kg)	驱动电机峰值功率 (kW)
东风 EQ5025XXYACBEV	微卡	3750	1750	30
东风 EQ5025XXYTBEV	微面	4330	2210	50
东风 EQ5030XXYACBEV4	微面	4498	3495	60
东风 EQ5041XXYACBEV7	轻卡	5800	4495	90
东风 EQ5070XXYTBEV15	轻卡	6110	7350	120
东风 EQ5070XXYTBEV11	轻卡	6110	7350	150
宇通 E7	中巴	7045	6000	100

资料来源:工信部,中国银河证券研究部整理

由上表可见,物流车驱动电机的峰值功率与整车的总质量(总质量=整备质量+载质量)密切相关:2吨以下的微面,电机峰值功率30kW;3吨左右的微面,电机峰值功率60kW;4到5吨的轻卡,电机峰值功率90kW;6吨以上的轻卡,电机峰值功率120到150kW。对比来看,宇通E7为7米的客车,总质量6吨,电机峰值功率100kW,与轻卡接近。

根据调研信息,微面使用的峰值功率为30kW的电机电控,1套约1至1.3万元;4.5吨的轻卡所用的90kW电机电控,与6到8米的客车所使用的基本一致,1套约4万元。综合考虑这两种物流车主力车型,我们按1辆物流车的电机电控2.5万元计算。

**表4、2016年电机电控总市场空间(估算)**

车型	预计2016年产量(万辆)	单价(万元)	市场空间(亿元)	占比
乘用车	40	1.5	60	50.0%
客车	8	5	40	33.3%
物流车	8	2.5	20	16.7%
综合	中巴		120	

资料来源:节能和新能源汽车网,中国银河证券研究部整理

经计算,2016年电机电控的总市场空间约120亿元,乘用车、客车、物流车分别占50.0%、33.3%和16.7%。但根据今年前7个月的乘用车销量数据,自产电机电控的比亚迪,销量占比高达36.3%;江淮主要销售给与自身有长期股权渊源的巨一自动化,销量占比7.4%;北汽拥有北汽西门子等多家合资公司,销量占比12.1%;上汽旗下也有自己的供应商华域电动系统,销量占比7.8%。因此,我们判断超过50%的乘用车市场都是封闭的,并不对第三方供应商开放。

**表 5、2016 年前 7 个月主流乘用车车企的销售量占比**

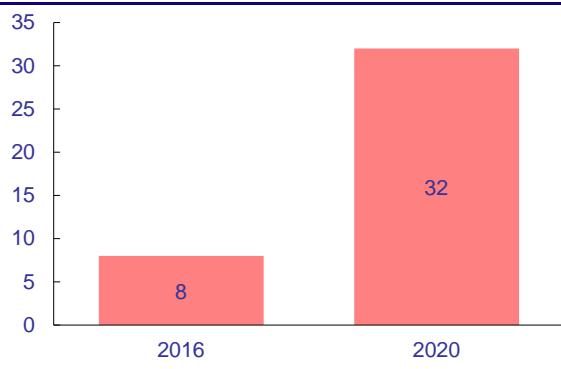
车企	插电式混合动力占有率	纯电动占有率	总销量	总占比
比亚迪	70%	20%	5.5	36.3%
上汽	24%		1.2	7.8%
广汽	4%		0.2	1.3%
吉利		20%	2.0	13.5%
北汽		18%	1.8	12.1%
长安		11%	1.1	7.4%
江淮		11%	1.1	7.4%
众泰		10%	1.0	6.7%
奇瑞		8%	0.8	5.4%

资料来源：乘联会，中国银河证券研究部整理

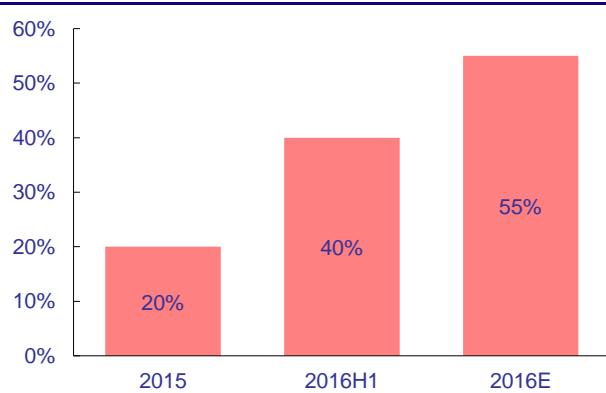
假设第三方电机电控供应商在乘用车市场的占有率为 40%，则重新计算后，乘用车的市场空间仅有 24 亿元，客车、物流车不变，分别为 40 亿元、20 亿元。按此计算，客车和物流车占据了总市场空间的 70%以上，是最重要的一块市场。从 2015 年、2016 年 H1 各家上市公司的客户结构来看，也还是以客车、物流车为主。

## （二）公司 2016 年 H1 物流车占比近 40%，未来发展潜力足

从未来的增长潜力来看，物流车远优于客车。原因第一是物流车的渗透率低，而客车已接近饱和；第二是物流车的补贴额度比较高，且基本保持稳定，而客车的补贴额度则下滑的很快。预计到 2020 年，客车的年复合增速只有 10%左右，而物流车可保持 40%以上的复合增速。根据高工锂电的预测，2020 年物流车产销量可达 32 万辆。

**图 1、电动物流车销量预测（万辆）**


资料来源：高工电动车，中国银河证券研究部整理

**图 2、蓝海华腾各时期的物流车销售收入占比**


资料来源：公司调研信息，中国银河证券研究部整理

2015 年，蓝海华腾的电机控制器收入中，物流车占 20%；2016 年上半年，物流车收入已达 8000 万元，占比上升至 40%；预计 2016 年全年，物流车将超过客车，占比达 50%以上。（我们预计达 55%）

同行业其余公司中,江川技术、合康变频、英威腾等公司的收入仍主要来自于新能源客车,物流车的比重很低。方正电机、大洋电机(含上海电驱动)虽然较大部分收入来自于发展前景好的乘用车,但2016H1的新能源汽车收入占比仅10%左右,业绩弹性小。综合对比后,我们认为蓝海华腾超过50%的物流车收入占比,在A股上市公司中是非常稀缺的,未来的增长潜力也将远优于同行。

### 三、继公交后, 沃特玛创新联盟大举进军物流车领域

2013年10月, 沃特玛联合动力电池、电机、电控、动力总成、充电设备等零部件供应商建立了产业创新联盟, 覆盖了除整车以外的所有新能源汽车零部件, 目前成员已经超过600家。创新联盟以快充、移动补电、整体解决方案、建设产业园帮助当地经济转型升级的“组合拳”已在多个城市运营电动公交超千辆。目前的发展重点是物流车, 联盟成立深圳运创租赁作为副理事长单位, 打通了从零部件到整车到运营的物流车产业链条。目前运创租赁在运营车辆已近万台, 仅今年8、9两个月, 运创租赁即又向一汽解放和东风特专分别采购了5000辆纯电动物流车。

#### (一) 创新联盟通过快充、移动补电在多个城市实现电动公交的无地补推广

近年来, 国家大力推动新能源汽车的发展, 并向各地方政府派发了具体的推广任务。但一辆新能源汽车的补贴额度动辄高达数万甚至数十万, 随着推广任务量的增加, 很多地方政府根本无力承担高额的地补。因此, 对于地方政府来说, 最希望看到的就是不用自己出资, 只依靠国补就能实现新能源汽车的推广。机构调研信息也反应, 除了北上广深外, 其余二三线城市的地补是很难到位的。

沃特玛创新联盟为了解决这一“痛点”, 提出了城市交通电动化的整体解决方案。其中的关键点在于“快充、移动补电”和“不只是卖车, 同时提供充电、保修的整体解决方案”。

沃特玛的磷酸铁锂电池可以实现快充, 8分钟即可充电40度。纯电动客车每公里电耗约为1千瓦时左右, 40度电可支撑客车行驶40公里, 足以满足客车单次的行驶需求。客车行驶到终点后, 利用公交调度的间隙, 用8分钟补电后, 又可继续行驶, 单日行驶里程可以不断累加, 不再有里程焦虑, 而且电池始终保持在浅充浅放的状态, 有利于电池寿命的延长。最重要的是, 在这种模式下车辆可不断补电, 不需要装载太大容量的电池。据沃特玛的分析, 快充模式下, 每辆客车装载的电池量可从300千瓦时下降至150到160千瓦时, 电池成本大幅下降, 扣除国补后, 就可以和传统燃油客车的价格相当, 不再需要地补。采用沃特玛创新联盟整体解决方案的临汾公交集团总经理就表示“我们采购沃特玛创新联盟的电动公交车只有国补, 首次付50%的款, 其余8年内付清”。装载电池容量的降低带来的除了整车成本的下降, 还有车内空间的增大和百公里耗电量的减少。

图3、快充和移动补电, 使整车成本大幅下降, 不需要地补   图4、创新联盟将固定快充和移动快充结合



资料来源：深圳市纯电动公交新车型新模式示范运行项目评估报

资料来源：深圳市纯电动公交新车型新模式示范运行项目评估报告 资料来源：第一电动网，中国银河证券研究部整理  
告，中国银河证券研究部整理

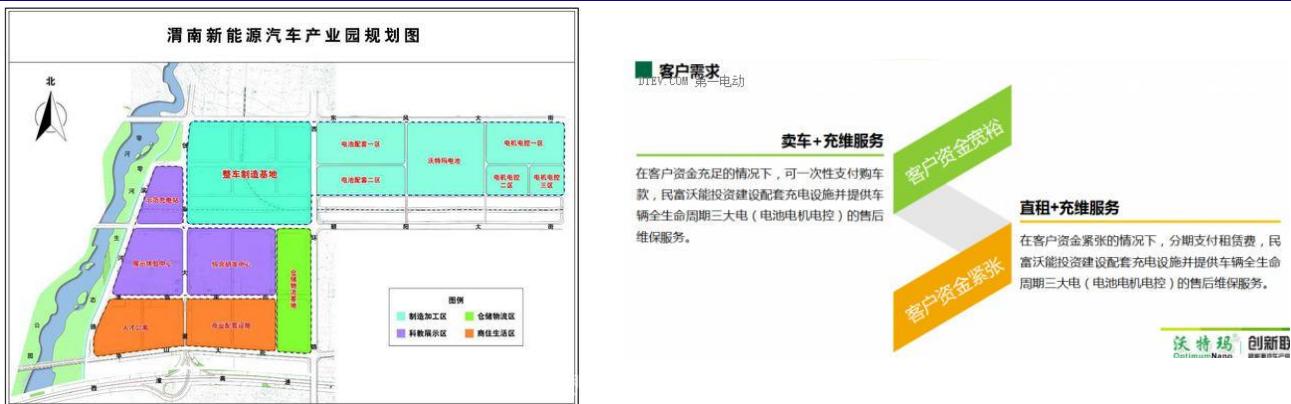
为了解决部分城市固定充电场地不够的问题，创新联盟还提出了“移动补电”，即通过移动补电车对驶到终点的客车进行补电。优点第一是充电不再受场地条件的限制，第二是移动补电车可利用夜间时间充电，享受低廉的谷段电价。

除了为售出的车辆提供充电服务外，联盟还提出“八年质保”，即由联盟而非车企负责对售出的车辆进行安全监控、日常维护和保修，质保期长达八年，解决地方政府和用车单位的后顾之忧。

创新联盟帮助二三线城市解决了推广难题后，当地政府和公交集团即将车辆订单给予联盟，联盟企业提供“三电”等核心零部件，并尽可能找当地的车企加工成整车，而后出租或出售给当地的公交集团。此外，联盟通常还会在当地投资建设产业园，带动当地经济转型升级。这种模式广受各地方政府的青睐，至今已成功在陕西渭南、山西临汾、湖北十堰、安徽铜陵、内蒙古呼和浩特、河北唐山等多城市进行推广，运营的纯电动公交车已超过千辆。

图 5、创新联盟在渭南的新能源汽车产业园规划

图 6、创新联盟的公交车既可租又可售



资料来源：百度文库，中国银河证券研究部整理

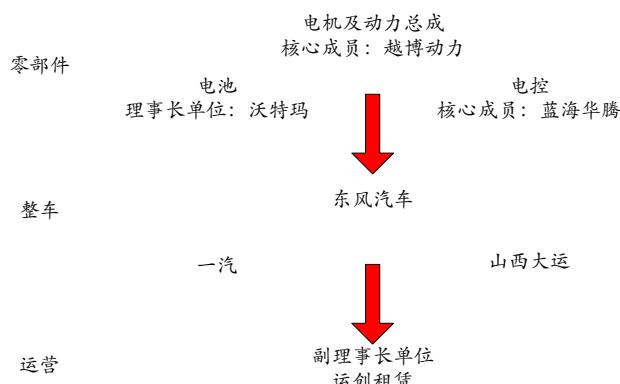
资料来源：第一电动网，中国银河证券研究部整理

(二) 联盟打通物流车从零部件到整车到分时租赁运营的全产业链

上一节所述是创新联盟在公交领域的运作模式，在物流车领域，联盟的商业模式有所不同。创新联盟的理事长单位是沃特玛电池，而副理事长单位之一是深圳运创租赁有限公司，运创租赁是联盟内部经营物流车租赁的主体。目前下设深圳运创、呼和浩特运创、唐山运创等36家子公司。

我们判断，联盟已形成物流车从零部件到整车再到分时租赁运营的闭环。“三电”等零部件由联盟内沃特玛、蓝海华腾、越博动力等企业提供，之后由联盟合作伙伴东风特专、一汽解放、山西大运等整车厂配上底盘、加工成整车，整车生产出来后，进入运创租赁进行租赁运营。从运创租赁官网看，运创使用的主力物流车车型即是创新联盟与东风特专合作开发的7吨级轻卡（车重4吨、载质量3吨）。8月11日，呼和浩特运创与东风特专签订了5000辆纯电动物流车采购协议；9月13日，深圳运创与一汽解放签订了5000台纯电动物流车采购协议，一汽解放与联盟内沃特玛、蓝海华腾等企业签订了电池、电控等核心零部件的供货协议。（蓝海华腾已公告该事项）

图7、联盟打通物流车从零部件到整车到运营的全产业链



资料来源：运创租车官网，中国银河证券研究部整理

图8、副理事长单位运创租赁使用的东风沃特玛3吨物流车



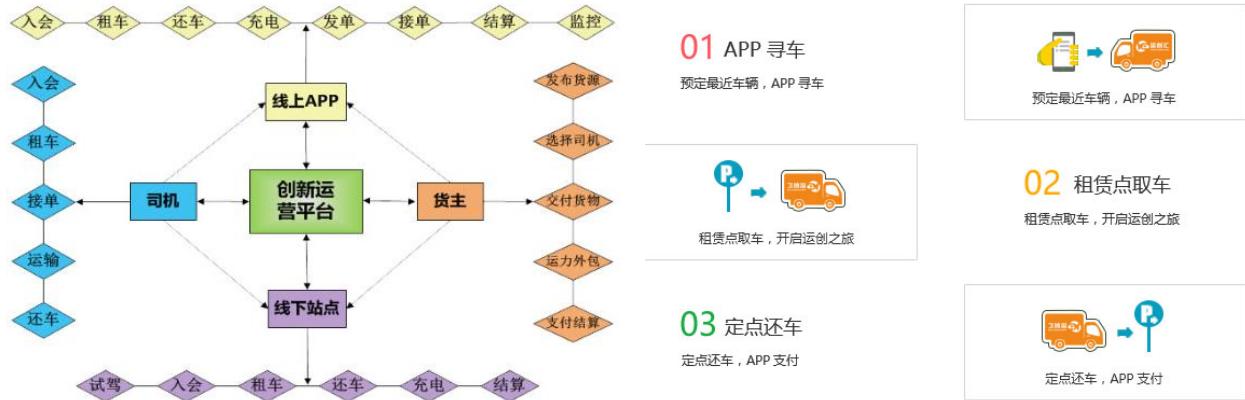
资料来源：运创租车官网，中国银河证券研究部整理

我们简要对运创租赁的物流车运营模式进行简介。根据运创董事长黄继宏的描述，运创租赁的经营方式区别于普通的租赁公司，其运营模式可概括为“以司机为主体进行纯电动物流车分时租赁、以企业为主体进行货物的运输外包”。

传统的租赁公司购置车辆后，往往采用月租的方式租给四通一达、电商等用车企业。而货主在运创租车时，是将货物运输服务外包给了运创租赁，不再需要雇佣司机，流程是先使用运创租车app在线下单，司机接单后来货主处接货，该次运送完成后，货主支付运输和装卸费。司机接单后，到约每10平方公里一个的租赁点去取车，完成该次运送后可到目的地附近的另一个租赁点还车，实现“即时可用、即刻可还”。

图9、运创租赁的物流车运营的模式

图10、司机租车流程：寻车-取车-运输-还车



资料来源：运创租车官网，中国银河证券研究部整理

资料来源：运创租车官网，中国银河证券研究部整理

对于司机来说，为货主进行货物运输后，从货主处获得服务费，按里程收取，约每公里3.5元；在还车时，向运创租赁支付租车费，约每公里1.5元（已包含充电费），每完成1公里运输约可获得2元的收入。对于运创租赁来说，收入是每公里1.5元的租车费，成本是车辆购置费、保险费、车辆运维费、电费等，以及租赁点建设费用及人员成本。

目前运创租赁在运营的物流车已达近万台，未来将通过联盟成员出资、政府资金及银行贷款等方式扩大资本金，将物流车运营规模迅速做大，进一步打通创新联盟从零部件到物流车整车到物流车运营的产业链条。

## 四、身为联盟最核心成员，物流车业务将飞速发展

公司是联盟的最核心成员，并是2013年联盟成立时的发起单位之一。联盟的合作者物流整车厂为一汽解放、东风特专、大运汽车、重汽成都王牌商用车等。根据车型公告、新闻媒体报道、上市公司公告等信息，我们判断这些整车厂所生产的物流车，大多均使用了蓝海华腾的电机控制器。其中，一汽解放已与联盟签约5000台轻卡、东风特专全年计划生产10000台载质量3吨级的轻卡、大运汽车也签订了与沃特玛合作研发1.5万辆纯电动物流车的协议。我们只考虑与创新联盟合作紧密的一汽解放和东风特专，从保守的角度出发不考虑大运汽车的1.5万台订单，也不考虑驱动电机、整车控制单元等新产品的贡献，一汽和东风合计1.5万台载质量3吨级的轻卡，峰值功率分别为100kW和110kW，假设每W价格为0.2元，得出公司2016年全年潜在的物流车收入或可达3.2亿元。

### （一）公司是联盟的发起成员及核心成员

虽然联盟企业超过300家，但根据公开信息，我们判断蓝海华腾是联盟的最核心成员，并是2013年联盟成立时的发起单位之一。沃特玛在于2014年9月发布的《深圳市纯电动公交车型新模式示范运行项目评估报告》中称，联盟主要企业包括：电池由沃特玛提供、电机由大地和公司提供、电机控制器由蓝海华腾公司提供、线束和接插件由巴斯巴公司提供、充电系统（AC/DC、DC/DC）由元正能源公司提供、整车DC/DC由新锐特公司提供。

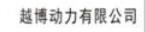
图 11、沃特玛创新联盟主要成员



1. 深圳市沃特玛电池有限公司（理事长单位）



2. 唐山普林亿威科技有限公司



3. 南京越博汽车电子有限公司



4. 深圳市蓝海华腾技术股份有限公司



5. 南京能瑞自动化设备股份有限公司



6. 深圳市创欧汽车空调有限公司



7. 广州安费诺诚信软性电路有限公司



8. 深圳市快车道汽车电子有限公司



9. 深圳市民富沃能新能源有限公司

资料来源：百度文库，中国银河证券研究部整理

从媒体的两则报道也能看出蓝海华腾在创新联盟中的重要地位，2015年10月，铜仁市市长参观沃特玛创新联盟，沃特玛董事长李瑶、沃特玛总经理李金林、民富沃能董事长耿德先、**蓝海华腾总经理邱文渊**、斯诺公司总经理鲍海友、南京越博动力副总经理刘恒等参加了会见；2015年11月，呼和浩特市副市长到访沃特玛创新联盟，沃特玛电池董事长李瑶、民富沃能董事长耿德先、**蓝海华腾总经理邱文渊**、深圳斯诺总经理鲍海友以及长园深瑞、南京越博动力、众能联创、唐山普林亿威等联盟企业高管参与会谈。在这两次重要会谈中，蓝海华腾的排序都仅次于沃特玛及其下属企业民富沃能，在其余所有零部件供应商之前。

## （二）跟随联盟，成为东风、一汽、大运、王牌汽车的主要供应商

考虑到蓝海华腾在联盟内的特殊地位，我们判断与创新联盟密切合作的整车厂所生产的物流车，大多均将使用蓝海华腾的电机控制器，这些物流车整车厂包括一汽解放、东风特专、大运汽车、重汽成都王牌等。

**一汽解放：**根据媒体7月16日的报道，创新联盟与一汽解放合作的5000辆物流车，“三电”均来源于联盟成员，分别是沃特玛动力电池、蓝海华腾电控和南京越博电机及动力总成。蓝海华腾9月14日披露的合同也验证了蓝海华腾和一汽解放之间的供货关系。

表6、一汽解放与创新联盟合作的2款纯电动物流车参数

型号	图例	总质量 (kg)	载质量 (kg)	峰值功率 (kW)	电控型号	电控厂家
CA5071XXYP40L1EVA84-3		7495	3100	100	KTZ54X32S-VT4D11	深圳市蓝海华腾技术股份有限公司
CA5075XXYP40L1EVA84-3		7495	3100	100	KTZ54X32S-VT4D11	深圳市蓝海华腾技术股份有限公司

资料来源：中国汽车网，中国银河证券研究部整理

**东风特专：**根据媒体报道，十堰沃特玛新能源汽车产业园项目由沃特玛电池牵头，联合蓝海华腾等八家深圳新能源汽车技术创新联盟企业共同投资建设，从投资换市场的角度考虑，东风特专（十堰）的纯电动物流车，采用蓝海华腾电机控制器是大概率事件。

东风汽车 2016 年 1 至 8 月共生产 2064 辆纯电动物流车，共 7 种车型，其中产量超过 50 辆的只有 4 款，其中 3 款是与创新联盟合作的，总产量 1996 辆，占比 96.7%。3 款与创新联盟合作的车型中，BEV5 确定采用蓝海华腾电机控制器，BEV3 和移动补电车的电机选自南京越博动力，未披露电机控制器供应商。但从一汽解放的“三电”供应商采用了沃特玛+南京越博动力+蓝海华腾的组合来看，BEV3 和移动补电车两款车型可能也选用了蓝海华腾的电机控制器。

表 7、东风汽车 2016 年 1 至 8 月产量超过 50 辆的 4 种车型

型号	1-8 月产量	总质量	载质量 (kg)	峰值功率 (kW)	电控厂家	电机厂家	电池厂家
EQ5070XXYTBEV5	962	6650	2605	110	蓝海华腾	唐山普林亿威	沃特玛
EQ5070XXYTBEV3	984	7100	3100	90	未披露	南京越博动力	沃特玛
EQ5070XDYTBEV (移动补电车)	50	7100	3100	90	未披露	南京越博动力	沃特玛
EQ5070XXYACBEV	60	6650	2605	100	大地和电气	大地和电气	LG 化学

资料来源：中国汽车网，中国银河证券研究部整理

**大运汽车：**根据媒体报道，今年 3 月 29 日，山西大运汽车与沃特玛电池签订供货协议，双方计划 2016 年合作研发、生产 65 度电带 EMT 配置的纯电动物流车 1.5 万台，采用分批交货的方式，交货期均在 2016 年。

今年 4 月公示的第 283 批车型公告中，多款大运汽车的纯电动物流车也采用了蓝海华腾的电机控制器。

表 8、大运汽车与创新联盟合作的多款纯电动物流车均采用蓝海华腾电机控制器

型号	图例	总质量 (kg)	载质量 (kg)	峰值功率 (kW)	电控型号	电控厂家
DYX5070XXYBEV1CAG0		7280	3200	90	V6-H-4D90G-WT	深圳市蓝海华腾技术股份有限公司
CGC5070XXYBEVBB33		7280	3200	90	V6-H-4D90G-WT	深圳市蓝海华腾技术股份有限公司

资料来源：中国汽车网，中国银河证券研究部整理

**重汽成都王牌商用车：**重汽成都王牌商用车 2016 年 1 至 8 月共生产了 156 辆纯电动物流车，其中产量超过 10 辆的 4 种车型全部采用了蓝海华腾的电机控制器。

表 9、重汽成都王牌商用车 2016 年 1 至 8 月产量超过 10 辆的 4 种车型

型号	1-8 月产量	总质量	载质量 (kg)	峰值功率 (kW)	电控厂家	电机厂家	电池厂家
CDW5070XLCH1PEV	55	7100	2570	90	蓝海华腾	江特电机	沃特玛
CDW5070CCYH1PEV	37	7100	3010	90	蓝海华腾	江特电机	沃特玛
CDW5070XXYH1PEV	31	6630	2600	90	蓝海华腾	江特电机	沃特玛
CDW1070H1PEV	18	7100	3650	90	蓝海华腾	江特电机	沃特玛

资料来源：中国汽车网，中国银河证券研究部整理

### (三) 2016 年物流车电控潜在销售规模或可达 3.2 亿元

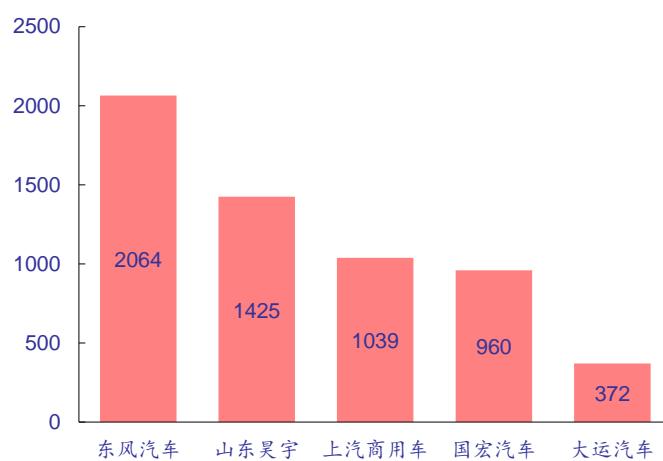
大运汽车 1.5 万台的合同为今年 3 月所签订，距今时间已有半年，能否执行尚具有一定的不确定性，从保守的角度出发我们暂不给予考虑。创新联盟和东风特专、一汽解放两家整车企业的合作比较紧密，我们可根据东风特专和一汽解放今年的生产计划来大致推算蓝海华腾今年在物流车领域的销售规模。

图 12、2015 年纯电动物流车产量前 10 名的车企

 东风	东风	6525
 重庆瑞驰	重庆瑞驰	4726
 陕西通家	陕西通家	4112
 重庆力帆	重庆力帆	3600
 国宏集团	国宏	3381
 北汽	北汽	2917
 新龙马汽车	福建新龙马	2314
 芜湖宝骐	芜湖宝骐	2032
 江苏奥新	江苏奥新	1798
 吉姆西	吉姆西	1703

资料来源：高工电动车，中国银河证券研究部整理

图 13、2016 年 1-8 月纯电动物流车产量前五名



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

在估算时，我们简化考虑，假设电机控制器的价格与其峰值功率成正比，每 W 价格为 0.2 元。一汽解放的 5000 台物流车，总质量 7.5 吨、载质量 3 吨，峰值功率 100kW，每套电机控制器的价格为 2 万元，5000 台物流车的总价约为 1 亿元。东风特专的纯电动物流车年度生产目标为 1.5 万台，具体的计划如下表。根据前面章节整理的信息，3 吨级纯电动物流车采用了蓝海华腾的电机控制器，峰值功率 110kW，单套价格 2.2 万元，10000 台对应价格 2.2 亿元。

表 10、东风特专 2016 年 1.5 万台纯电动汽车生产计划

车型	台数
纯电动 3 吨移动补电车	200
纯电动 3 吨物流车	10000
纯电动 8 吨物流车	300

纯电动全铝车身客车	1000
纯电动微型面包车	3500

资料来源：东风特专宣传册，中国银河证券研究部整理

将一汽解放和东风特专的量相加后，得出蓝海华腾全年潜在的物流车销售规模或可达3.2亿元。（该计算未考虑大运、重汽等客户，也未考虑驱动电机、整车控制单元等新产品带来的收入）

我们的算法与实际情况不符的风险有：

- 1、物流车进入推荐车型目录的时间过晚，框架性合同未能如期转化为实际订单；
- 2、电控单价为按照峰值功率估算，可能不够准确；
- 3、公司在东风特专供货体系中的主导地位，被新进的厂商所替代；
- 4、产能有限，不能承接短时间内爆发出来的订单。

## 五、冲量季或将真正来临，公司是主要受益者之一

主要电机电控上市公司2016年全年的新能源汽车收入目标均是H1新能源汽车收入的3倍以上，而公司偏保守，不足2.5倍，我们认为公司全年的经营目标可能偏低，超预期的可能性较大。调整后的国补标准和纳入专用车的新一批推荐车型目录落地后，年底仍有望迎来冲量季，公司将成为主要受益者之一。

### （一）全年经营目标相对保守，超预期可能性大

上海电驱动、方正电机、大洋本部、汇川技术、英威腾、合康变频等公司2016年全年的新能源汽车收入目标均是H1新能源汽车收入的3倍以上，仅大地和和蓝海华腾偏保守，不足2.5倍。

与同业对比后，我们认为蓝海华腾全年的经营目标可能偏低，超预期的可能性较大。

表 11、蓝海华腾全年的经营目标最为保守

上市公司	2016年H1新能源汽车收入（亿元）	全年新能源汽车收入目标	全年目标/H1收入
上海电驱动	2	15	7.5
方正电机	约0.5	3	6
大洋本部	1.9	7	3.7
汇川技术	2.81	9	3.2
英威腾	0.38	1-1.5	2.6-3.9
合康变频	2.30	6-8	2.6-3.5
大地和	2.50	5.5	2.2
<b>蓝海华腾</b>	<b>2.00</b>	<b>4-5</b>	<b>2-2.5</b>

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部整理

## （二）系列政策即将落地，物流车占比高的公司受益程度高

据中汽协数据，1-8月新能源汽车生产25.8万辆，销售24.5万辆。距离行业预期目标50至55万辆相差的仍比较多。尤其是前8个月纯电动专用车产量只有8000辆左右，仅完成行业预期目标8万辆的十分之一。

目前业内较为一致的看法是，调整后的国补标准和纳入专用车的新一批推荐车型目录将在9月底到10月初落地。虽然前8个月的新能源汽车产销量低于预期，最后3个月仍有望迎来冲量季。公司凭借较高的物流车占比，将是主要受益者之一。

## 插图目录

图 1、电动物流车销量预测（万辆） .....	6
图 2、蓝海华腾各时期的物流车销售收入占比 .....	6
图 3、快充和移动补电，使整车成本大幅下降，不需要地补 .....	7
图 4、创新联盟将固定快充和移动快充结合 .....	7
图 5、创新联盟在渭南的新能源汽车产业园规划 .....	8
图 6、创新联盟的公交车既可租又可售 .....	8
图 7、联盟打通物流车从零部件到整车到运营的全产业链 .....	9
图 8、副理事长单位运创租赁使用的东风沃特玛 3 吨物流车 .....	9
图 9、运创租赁的物流车运营的模式 .....	9
图 10、司机租车流程：寻车-取车-运输-还车 .....	9
图 11、沃特玛创新联盟主要成员 .....	10
图 12、2015 年纯电动物流车产量前 10 名的车企 .....	13
图 13、2016 年 1-8 月纯电动物流车产量前五名 .....	13

## 表格目录

表 1、新能源汽车电机驱动系统上市公司 2016 年 H1 情况分析（按收入占比排序） .....	3
表 2、国内主要乘用车整车厂的电机电控供应商 .....	4
表 3、东风汽车的 6 款纯电动物流车与宇通 E7 纯电动客车参数对比 .....	5
表 4、2016 年电机电控总市场空间（估算） .....	5
表 5、2016 年前 7 个月主流乘用车车企的销售量占比 .....	6
表 6、一汽解放与创新联盟合作的 2 款纯电动物流车参数 .....	11
表 7、东风汽车 2016 年 1 至 8 月产量超过 50 辆的 4 种车型 .....	12
表 8、大运汽车与创新联盟合作的多款纯电动物流车均采用蓝海华腾电机控制器 .....	12
表 9、重汽成都王牌商用车 2016 年 1 至 8 月产量超过 10 辆的 4 种车型 .....	13
表 10、东风特专 2016 年 1.5 万台纯电动汽车生产计划 .....	13
表 11、蓝海华腾全年的经营目标最为保守 .....	14

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

张玲，电力设备与新能源行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外地区：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)