

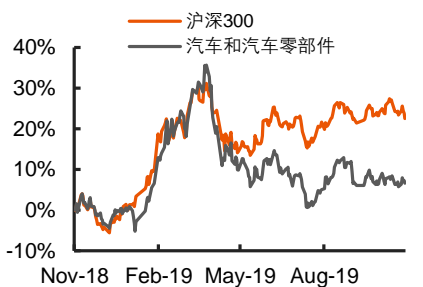
行业动态跟踪报告

光束汽车项目批复、长城宝马联手共赢

中性（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*汽车和汽车零部件*汽车经销商行业全景图——行业变革+多元化业务发展，经销商有望从量变到质变》 2019-11-18

《行业快评*汽车和汽车零部件*二手车出口政策打通、促进汽车全球流通》 2019-10-31

《行业专题报告*汽车和汽车零部件*丰田汽车电动化战略转型启示录——居安思危、顺势应变、合作共赢、持续投入》 2019-10-14

证券分析师

曹群海 投资咨询资格编号
S1060518100001
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

李鹤 一般从业资格编号
S1060119070028
LIYAO157@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **事件：**长城与宝马合资的光束汽车项目获江苏省发改委批复。光束汽车项目拟开工时间为2020年，拟建成时间为2022年，项目建设地点为江苏省张家港市。建设规模为年产16万辆燃油乘用车全出口制造及纯电动乘用车研制。
- **MINI 燃油产能转移，发力中国市场。**MINI全球销量约为36万辆，其中50%以上车型销往欧洲地区，亚太和北美市场仅各占MINI 12%左右的份额，与中美为全球两大汽车市场地位不符，依然具备很大开发潜力。MINI与长城合资是成本控制+技术研发的强强联合，有望开拓中国市场。
- **脱欧和碳排放法规促使 MINI 产能转移，且发力电动技术路线。**英国无序脱欧导致英国牛津工厂供应链及整车关税具备不确定性，物流成本有抬高风险。此外欧盟严厉的碳排放法规使得2025年之前车辆直接+间接成本将增加1000欧元以上，小型车的价格优势将缩小，消费者接受程度降低，欧洲MINI燃油车产能将加速转移，走向纯电动技术路线。
- **光束汽车承载全球燃油车出口+国内小型电动车市场。**光束汽车一期产能16万台，包括燃油车出口及电动车研制，预计燃油车出口将覆盖东亚地区，而长城优秀的成本管控能力将使MINI燃油车型更具成本优势，纯电动车型将为双方带来双积分盈余，预计到2023年此项目将给长城贡献0.5~1.3亿美元收益。
- **盈利预测与投资建议：**光束汽车预计2022年投产，MINI品牌的投产将完善长城汽车技术标准+抬高其品牌价值+贡献额外收益，长城宝马强强联合，实现双赢，继续推荐长城汽车。
- **风险提示：**1) 汽车行业销量不及预期：如果汽车行业销量不达预期，主机厂为了保证产量和销量，或将出现价格战，经销商终端优惠力度加大，盈利能力下滑，主机厂毛利率下降；2) 原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响主机厂盈利能力；3) 新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足等原因将导致新能源汽车整体销量下滑。

一、MINI 燃油产能转移、发力中国市场

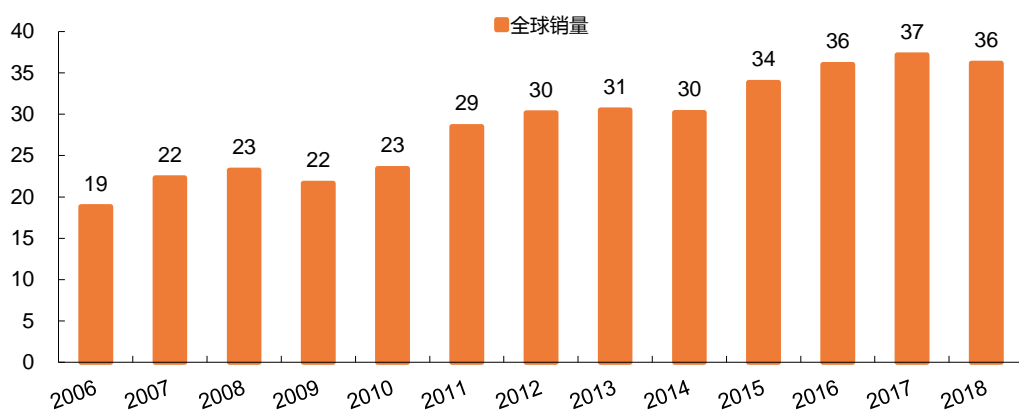
1.1 MINI 在中美份额相对较低，具有较大市场潜力

MINI 品牌在 2018 年实现销量 36.2 万辆，其中 MINI Hatch 以 50% 的销量占比占绝对优势。

65% 的 MINI 产自英国牛津工厂，牛津工厂约 60% 的零部件供应来自于欧洲。

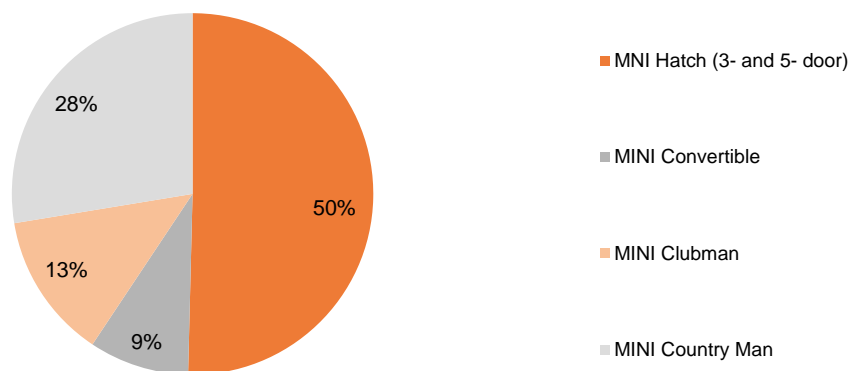
欧洲为 MINI 产品的绝对销量主力，MINI 品牌在英国本土销量为 67021 辆，占 MINI 总销量的 18%，除英国的其它欧洲国家销量占比 42%。美国销量为 43684 辆，占比 12%，而中国仅占 MINI 销量的 5%，为 18151 辆。

图表1 MINI 全球销量 单位：万辆



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 MINI 分车型全球份额占比



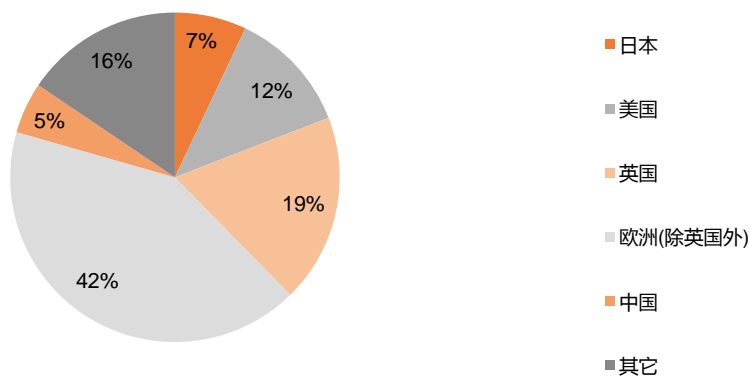
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 MINI 全球工厂分布

工厂	地区	辐射区域	生产车型
金奈工厂	印度	南亚、中东	MINI Countryman
海姆斯霍尔工厂	英国	西欧	MINI
牛津工厂	英国	西欧、北美	MINI Hatch MINI Clubman
斯太尔工厂	奥地利	西欧	发动机等核心零部件
雅加达工厂	印尼	东南亚、东亚	MINI Countryman
居林工厂	马来西亚	东南亚、澳洲	MINI Countryman
泊尔工厂	荷兰	西欧	MINI Hatch MINI Convertible MINI Countryman

资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 MINI 全球分区域销量分布



资料来源:wind, 平安证券研究所

1.2 无序脱欧+欧洲严格碳排放法规促使 MINI 产能转移

防范应对脱欧导致的物流成本增加。2019年4月,MINI在英国的工厂曾关闭长达四周,以应对英国无协议脱欧所带来的供应链风险。若因脱欧导致物流供应无法通过边境,宝马将不得不关闭其在英国的MINI和劳斯莱斯工厂。

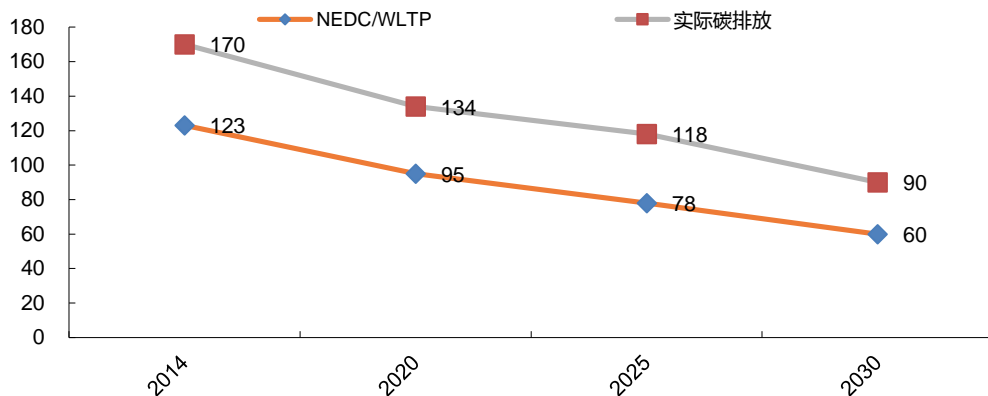
宝马表示目前无关闭MINI牛津工厂的计划,但脱欧将会导致关税增加,若关税增加5%以上,会导致MINI销量的下滑,MINI牛津工厂的产量将会受到影响。

从全球角度来看,欧洲新碳排放法规异常严格,汽车行业必须将其NEDC碳排放水平从2014年的123克每公里降低至2020年的95克每公里,从2021到2025年碳排放平均水平将降低15%,到2030年将降低37.5%,碳排放水平降低至60克每公里。

低价燃油小型汽车溢价能力低,排放法规带来的成本提升将影响其市场接受度。碳排放水平的降低需要每款车型增加大量的节油和减排装置比如48V系统、一键启停系统、尾气处理装置,从而大幅度提高车辆的研发成本和物料成本,预计若要满足2025年的排放法规,单车额外增加成本约在1000

到 2150 欧元左右，小型汽车与大型汽车增加的成本总量基本相同，小型车较为单薄的利润无法覆盖其成本增加，消费者亦无法接受低价小型汽车的成本溢价。

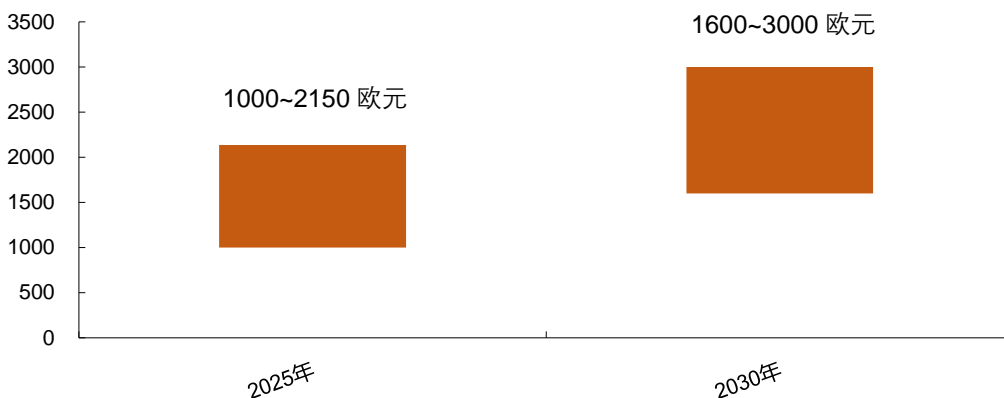
图表5 欧盟新车碳排放每年降低约 3.9% (单位:克/公里)



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 欧盟满足碳排放法规需额外增加成本 (研发成本+物料成本)

单位: 欧元



资料来源:wind, 平安证券研究所

MINI 将逐步把燃油车产能转移至中国，实现品牌效应最大化，走向纯电动技术路线。由于严厉的欧洲碳排放法规，宝马将逐步转移欧洲燃油车产能至中国，实现品牌效应最大化。另外 MINI 将逐步走向纯电动技术路线，在国内新建成本较低的纯电动车产能辐射东亚地区。

二、 光束汽车出口+国内市场兼顾

光束汽车项目总投资约 51 亿元人民币，建设规模为年产 16 万辆燃油乘用车全出口制造及纯电动乘用车研制，建设周期为 24 个月。

本次光束汽车生产基地项目审批仅针对燃油乘用车全出口制造及纯电动乘用车研制，进行纯电动乘用车的生产销售前，需获得纯电动汽车整车项目审批。

图表7 光束汽车 MINI 新车计划

车型	级别	对标车型	上市时间	综合续航
MINI 电动三门车	小型轿车	奥迪 A1	2023 年 6 月	400km
MINI Countryman	紧凑型跨界 SUV	奥迪 Q2	不详	燃油车型

资料来源:wind, 平安证券研究所

2018 年 MINI 在韩国实现销售 8379 量, 日本 25427 辆, 中日韩三国销量为 51957 辆, 占据 MINI 销量的 14.37%, 预计长城 MINI 工厂将至少覆盖 15% 的 MINI 销量。按照 MINI 的历史销量预测, 至 2023 年光束汽车完全量产, 预测 MINI 全球销量为 42 万辆, 光束汽车将覆盖 6.3 万~16 万辆的产能。

根据 2018 年车型销量和销售价格折算, MINI 平均单车售价约为 32723 美元, 按照全球车企平均净利率 5% 来计算, 则 2023 年光束汽车工厂贡献净利润约为 1~2.6 亿美元, 按照 50% 股比计算, 则贡献给长城汽车的投资收益约为 0.5~1.3 亿美元。

图表8 MINI 车型售价 (美国)

车型	售价
MINI Hatch	\$ 25922~33800
MINI Convertible	\$46990~58990
MINI Clubman	\$24900~35900
MINI Countryman	\$26900~37900

资料来源:wind, 平安证券研究所

三、风险提示

- 1) 汽车行业销量不及预期: 如果汽车行业销量不达预期, 主机厂为了保证产量和销量, 或将出现价格战, 经销商终端优惠力度加大, 盈利能力下滑, 主机厂毛利率下降;
- 2) 原材料涨价影响: 如果上游原材料价格快速上涨, 将影响主机厂盈利能力;
- 3) 新能源汽车零部件成本下降缓慢: 如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期, 外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足等原因将导致新能源汽车整体销量下滑。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033