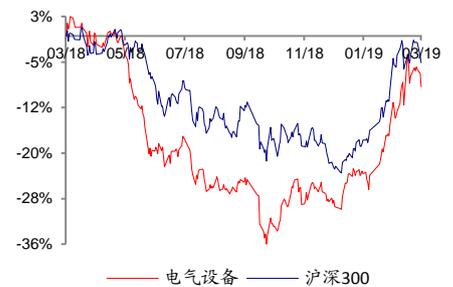


## 新能源汽车

### 补贴因事而化，创新与时俱进

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-03-27

#### 相对市场表现



分析师:	陈子坤
	SAC 执证号: S0260513080001
	010-59136752
	chenzikun@gf.com.cn
分析师:	华鹏伟
	SAC 执证号: S0260517030001
	SFC CE No. BNW178
	010-59136752
	huapengwei@gf.com.cn
分析师:	纪成炜
	SAC 执证号: S0260518060001
	021-6075-0617
	ji Chengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤、纪成炜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

广发电新“科创”系列报告:	2019-03-26
容百科技: 引领高镍趋势, 进军全球市场	
新能源汽车行业: 2月新能源汽车产销量环比下降	2019-03-12
璞泰来 (603659.SH): 厚积薄发, 孕育新机	2019-03-12

#### ● 2019 年新版补贴政策靴子落地

3月26日财政部、工信部、科技部、发改委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，标志着2019年新能源汽车补贴政策正式落地，2019年3月26日至6月25日为过渡期，过渡期期间2019年技术指标未达标给予2018年0.1倍补贴，达标给予0.6倍补贴。

#### ● 强化质量管理，鼓励使用周转

2019年依然延续产品“扶优扶强”引导方向，特别强调在“技术上先进”的同时“质量上可靠、安全上有保障”，鼓励企业注重安全性、一致性，质量监管力度从暂停目录及补贴进一步升级为暂定或取消。在加强新能源车推广应用方面，政策扶持从购置环节转向使用环节，一方面取消地方补贴转向支持基础设施建设及运营，另一方面对于运营车辆2万公里门槛新增2年期限内达标的期限门槛，要求满足一定使用强度。

#### ● 乘用车：技术进步成绩斐然，产品竞争进入新阶段

2019年乘用车补贴整体依然延续高续航里程、高能量密度、低能耗水平的鼓励方向。续航里程分档补贴区间由5档变为2档，250-400km单车补贴1.8万元，400km以上2.5万元，退坡幅度47-60%不等，政策激励下A级车将升级至400km以上，同时A00级车也升级至300km以上；电池系统能量密度下限从105Wh/kg提升至125Wh/kg，最高一档160Wh/kg未进一步提高，补贴政策已助力国产电池突破180Wh/kg已赶超日韩，未来电池行业更加侧重于安全性、一致性方面的产品竞争。

#### ● 客车：凸出引导能耗水平改善

2019年客车补贴综合退坡幅度50-60%，对于非快充类纯电动客车考核指标从能量密度转变为能耗水平，反映补贴稳健平衡技术和安全要求。

#### ● 货车：补贴规则细化，技术考核微调

2019年政策下，纯电动货车对N1、N2、N3类货车区分施行补贴标准，分别退坡80%/45%/45%，相关技术指标门槛仅作微调。

#### ● 投资建议：技术创新推动市占率提升

2017年以来新能源汽车产品续航里程、能量密度均实现明显进步，2019年新版补贴政策综合平衡产业发展过程中的技术升级和安全性，为新能源汽车健康有序发展保驾护航，同时在双积分制有效执行下，全年销量有望实现160万辆以上产销规模，建议关注在新版政策下通过技术创新提升市占率的新能源汽车产业链相关企业，如比亚迪、国轩高科、宁德时代、当升科技、星源材质、璞泰来等。

#### ● 风险提示

新能源车销量不及预期；产业链价格下跌超预期；技术升级低于预期。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	评级	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/27	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
300750.SZ	宁德时代	CNY	增持	85.30	-	1.70	2.10	50.18	40.62	28.86	22.00	13.20	14.10
603659.SH	璞泰来	CNY	买入	53.92	63.35	1.37	1.81	39.36	29.79	28.28	23.45	20.40	21.30
300073.SZ	当升科技	CNY	买入	29.27	-	0.63	0.93	46.46	31.47	28.40	20.89	8.30	10.80

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

2019 年新能源汽车补贴政策落地 .....	5
政策新标准，产业新阶段.....	6
乘用车：技术进步成绩斐然，产品竞争进入新阶段 .....	6
客车：凸出引导能耗水平改善 .....	10
货车：补贴规则细化，技术考核微调 .....	11
投资建议：技术创新推动市占率提升 .....	12
风险提示 .....	12

## 图表索引

图 1: 2017 年纯电动乘用车续航里程结构 (km) .....	7
图 2: 2018 年纯电动乘用车续航里程结构 (km) .....	7
图 3: 历年纯电动乘用车各续航里程区间月度销量 (km) .....	7
图 4: 2017 年以来纯电动乘用车推广目录技术指标变化 .....	8
图 5: 2017 年新能源客车电池市场份额 .....	11
图 6: 2018 年新能源客车电池市场份额 .....	11
表 1: 历年新能源乘用车补贴退坡对比 .....	6
表 2: 历年纯电动乘用车补贴政策能量密度补贴系数 .....	8
表 3: 全球动力电池厂商高比能产品技术路线图 .....	8
表 4: 历年纯电动乘用车补贴政策能耗优化系数 .....	9
表 5: 以奇瑞 eQ1 车型比较能耗水平 .....	10
表 6: 新能源客车补贴退坡对比 .....	10
表 7: 2018 年新能源客车补贴政策 .....	11
表 8: 2019 年新能源客车补贴政策 .....	11
表 9: 2018 年新能源货车补贴政策 .....	11
表 10: 2019 年新能源货车补贴政策 .....	11

## 2019 年新能源汽车补贴政策落地

2019年3月26日财政部、工信部、科技部、发改委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，标志着2019年新能源汽车补贴政策正式落地。本通知从2019年3月26日起实施，**2019年3月26日至2019年6月25日为过渡期**，过渡期期间，符合**2018年技术指标要求但不符合2019年技术指标要求的销售上牌车辆，按照2018年政策对应标准的0.1倍补贴**，符合**2019年技术指标的按2018年对应标准的0.6倍补贴**。过渡期期间销售上牌的燃料电池汽车按2018年对应标准的0.8倍补贴。**燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策另行公布。**

通知中特别强调以下五点：

### (1) 优化技术指标，坚持“扶优扶强”

按照技术上先进、质量上可靠、安全上有保障的原则，适当提高技术指标门槛，保持技术指标上限基本不变，重点支持技术水平高的优质产品，同时鼓励企业注重安全性、一致性。主要是：稳步提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要求，适度提高新能源汽车整车能耗要求，提高纯电动乘用车续航里程门槛要求。具体见附件。

**点评：**对于技术指标要求，2019年依然延续“扶优扶强”调整方向，相比于2018年政策表述——“根据动力电池技术进步情况，进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用”，**2019年政策更加突出在“技术上先进”的同时“质量上可靠、安全上有保障”**，对于电池系统能量密度、整车能耗等技术指标要求中增加“稳步”、“适度”等表述，特别强调鼓励企业注重安全性、一致性。

### (2) 完善补贴标准，分阶段释放压力

根据新能源汽车规模效益、成本下降等因素以及补贴政策退坡退出的规定，降低新能源乘用车、新能源客车、新能源货车补贴标准，促进产业优胜劣汰，防止市场大起大落。

**点评：**相比于2018年政策表述——“根据成本变化等情况，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准”，**政策更加强调补贴退出过程对促进新能源汽车产业包括乘用车在内，实现优胜劣汰的积极作用。**

### (3) 完善清算制度，提高资金效益

从2019年开始，对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨一部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算。政策发布后销售上牌的有运营里程要求的车辆，从注册登记日起2年内运行不满足2万公里的不予补助，并在清算时扣回预拨资金。

**点评：**2019年政策依然延续对于有运营里程（2万公里）要求的车辆实施部分资金的预拨机制，而**新增2年期限门槛**，反映了**强调使用环节而非购置环节的补贴政策思路**。对于满足实际需要的真实运营需求给予预拨资金缓解现金流压力，而对于2年内无法满足2万公里运营强度的车辆取消补贴，补贴获取更加严格。

### (4) 营造公平环境，促进消费使用

从2019年起，符合公告要求但未达到2019年补贴技术条件的车型产品也纳入

推荐车型目录。地方应完善政策，过渡期后不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。如地方继续给予购置补贴的，中央将对相关财政补贴作相应扣减。

**点评：**2018年补贴政策特别强调“破除地方保护，建立统一市场”，2019年政策依然直陈“地方应完善政策”，明确要求过渡期后取消地方补贴，由购置环节补贴转向使用环节（充电或加氢等基础设施），一方面推动在全国统一市场下新能源汽车产业优胜劣汰过程，另一方面通过提高使用端便利性加快新能源推广应用。

#### （5）强化质量监管，确保车辆安全

进一步加强安全性和一致性监管，由行业主管部门加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。对由于产品质量引发重大安全事故，或经有关部门认定存在重大质量缺陷的车型，暂停或取消推荐车型目录，并相应暂缓或取消财政补贴。

**点评：**鉴于2018年以来多起电动车安全事故，**2019年政策对质量监管进一步强化，监管力度从暂停目录及补贴进一步升级为暂定或取消**，以保障行业健康有序发展。

## 政策新标准，产业新阶段

### 乘用车：技术进步成绩斐然，产品竞争进入新阶段

2019年政策针对乘用车补贴调整幅度较大，但整体依然延续高续航里程、高能量密度、低能耗水平的结构性补贴倾向。

**（1）续航里程：**分档补贴区间由5档变为2档，250-400km单车补贴1.8万元，400km以上单车补贴2.5万元，退坡幅度47-60%不等，并取消250km以下补贴，插电混动车型（含增程式）单车补贴从2.2万元降至1万元，退坡幅度55%。

表 1：历年新能源乘用车补贴退坡对比

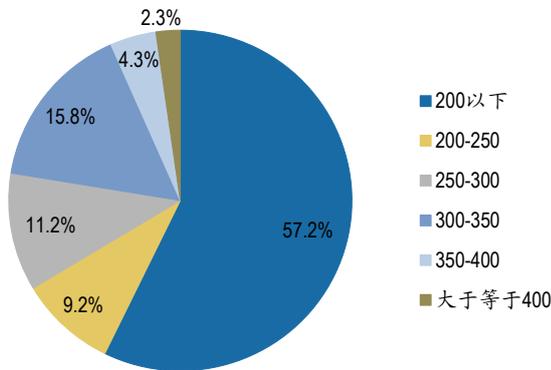
续航里程 (km)	2017 年国补 (万元)	2018 年国补 (万元)	2018 年 退坡额度	2018 年 退坡幅度	2019 年缓冲期国补 (万元)	2019 年国补 (万元)	2019 年 退坡额度	2019 年 退坡幅度
100-150	2.00	0.00	-2.00	-100%	0.00	0.00	0.00	-
150-200	3.60	1.50	-2.10	-58%	0.90	0.00	-1.50	-100%
200-250		2.40	-1.20	-33%	1.44	0.00	-2.40	-100%
250-300	4.40	3.40	-1.00	-23%	2.04	1.80	-1.60	-47%
300-400		4.50	0.10	2%	2.70	1.80	-2.70	-60%
400 以上		5.00	0.60	14%	3.00	2.50	-2.50	-50%
插电混动	2.40	2.20	-0.20	-8%	1.32	1.00	-1.20	-55%

数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

根据2018年销量结构，在补贴激励与技术进步的推动下，200km以下车型从57.2%大幅回落至27.8%，而300km以上车型优于补贴额度不降反升，占比大幅度提升，其中400km以上车型占比从2.3%提升至20.0%，在2019年政策激励下上汽荣威Ei5、北汽EU/EX系列等300-400km的A级车型将进一步升级改版至400km以

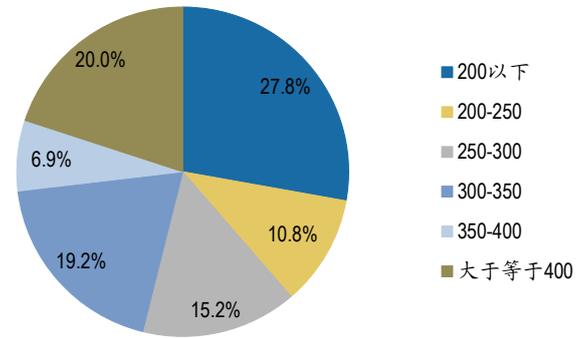
上，而爆款A00级车型北汽EC系列、江淮iEV6e及奇瑞eQ1等也普遍升级至300km以上。

图1：2017年纯电动乘用车续航里程结构（km）



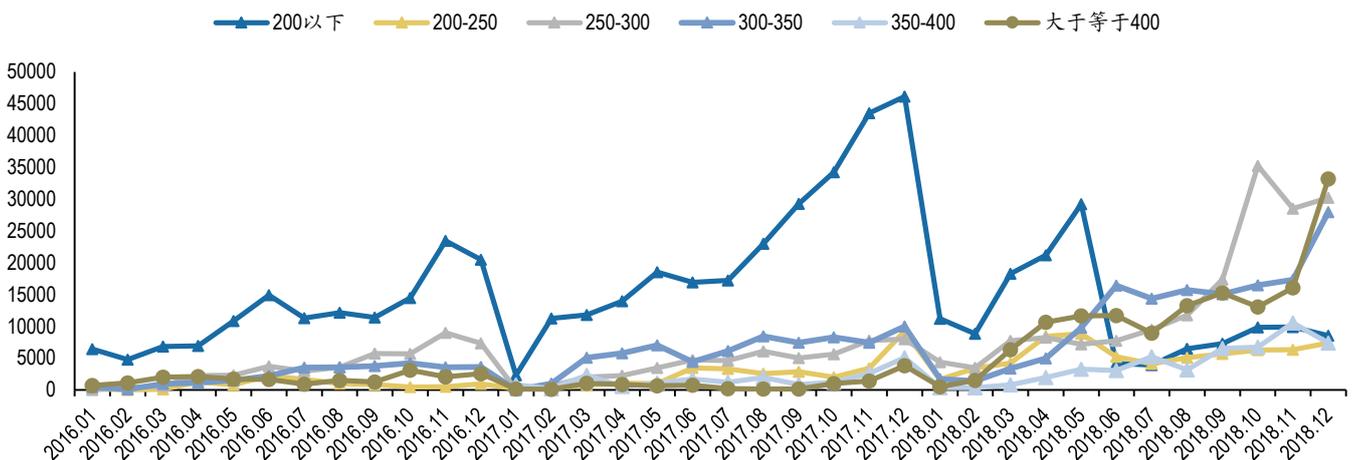
数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

图2：2018年纯电动乘用车续航里程结构（km）



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

图3：历年纯电动乘用车各续航里程区间月度销量（km）



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

另外政策要求，纯电动乘用车单车补贴金额=Min{里程补贴标准，车辆带电量×550元}×电池系统能量密度调整系数×车辆能耗调整系数，由于目前550元/kWh远低于动力电池成本线，因此250-400km车型带电量32.7kWh可获最高单车补贴1.8万元，400km以上车型带电量45.5度电可获最高单车补贴2.5万元，同时带电量越少，即能耗水平越低，考虑补贴后综合盈利性将越高。

2017年来乘用车续航里程提升成绩斐然。经过两年补贴政策对续航里程门槛要求提升，国内整体纯电动乘用车技术水平得到显著进步，2019年推荐目录平均续航里程达到368km，相比2018年第一批提升42%，相比2017年第一批提升70%，并且比亚迪唐、北汽EU5等车型续航已超过500km突破新高。随着新车续航里程攀升，“里程焦虑”问题得到明显缓解，因此2019年政策对最高一档400km未作进一步上探，新能源汽车推广应用瓶颈逐步从续航里程限制转为综合产品实力，如安全性、便利性等。

图4: 2017年以来纯电动乘用车推广目录技术指标变化



数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

**(2) 能量密度:** 电池系统能量密度下限从105Wh/kg提升至125Wh/kg, 最高一档160Wh/kg未进一步提高, 补贴倍数从1.2倍降至1倍, 相应中间档1倍补贴区间从120-140Wh/kg提至160Wh/kg以上。

补贴政策已助力国产电池技术赶超日韩。2017年新能源汽车补贴政策引入高能量密度补贴系数以来, 国内动力电池系统能量密度得到大幅提升, 从2016年大幅落后于日韩企业, 到2017年指标收窄, 直至2018年达到160Wh/kg, 达到国际一流水准, 随着2019年宁德时代等国内企业对高镍三元材料的应用, 系统能量密度超于180Wh/kg, 已经领先于全球电动车标杆特斯拉所使用的松下NCA电池系统。

表2: 历年纯电动乘用车补贴政策能量密度补贴系数

系统能量密度	2017年政策	2018年政策	2019年政策
90Wh/kg 以下	0.0	0.0	0.0
90 (含) -105Wh/kg	1.0	0.0	0.0
105 (含) -120Wh/kg	1.0	0.6	0.0
120 (含) -125Wh/kg	1.1	1.0	0.0
120 (含) -140Wh/kg	1.1	1.0	0.8
140 (含) -160Wh/kg	1.1	1.1	0.9
160Wh/kg 及以上	1.1	1.2	1.0

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

全球竞技高镍三元, 能量密度不再构成短板。目前全球主流电池厂商宁德时代、LG化学、国轩高科、SK创新等制定技术路线图, 依循NCM523/622/811的高镍化升级路线, 力神、比克、天鹏等少数国内圆柱型厂商在开发NCM811同时也尝试研发NCA产品, 国内市场高镍应用相对更加积极, LG化学将NCM811首先大规模应用于大巴车和动力工具, 而开发全新软包产品NCM712/NCMA应用于乘用车。横向比较来看, 国产三元电池能量密度已不构成竞争短板, 因此本次补贴调整不再对160Wh/kg提出更高要求, 更加侧重于对于安全性、一致性的质量管控, 竞争态势进入后半程。

表3: 全球动力电池厂商高比能产品技术路线图

电池厂商	宁德时代	国轩高科	松下	LG化学	三星 SDI
------	------	------	----	------	--------

2017 年主流产品	正极材料	NCM523	NCM111	NCA	NCM111	NCM523
	负极材料	人造石墨	人造石墨	硅碳人造石墨	天然石墨	天然石墨
	隔膜	湿法+陶瓷涂覆	湿法+陶瓷涂覆	湿法+芳纶涂覆	干法+陶瓷涂覆	干法+陶瓷涂覆
	单体能量密度	190 Wh/kg	160 Wh/kg	250 Wh/kg	157 Wh/kg	170 Wh/kg
	系统能量密度	120 Wh/kg	105 Wh/kg	155 Wh/kg	107 Wh/kg	95 Wh/kg
2018 年主流产品	正极材料	NCM523	NCM622	NCA	NCM622	NCM622
	负极材料	人造石墨	人造石墨	硅碳人造石墨	天然石墨	天然石墨
	隔膜	湿法+陶瓷涂覆	湿法+陶瓷涂覆	湿法+芳纶涂覆	湿法+PVDF 涂覆	湿法+PVDF 涂覆
	单体能量密度	220 Wh/kg	210 Wh/kg	280 Wh/kg	224 Wh/kg	210 Wh/kg
	系统能量密度	150 Wh/kg	140 Wh/kg	170 Wh/kg	156 Wh/kg	122 Wh/kg
2019 年规划产品	正极材料	NCM523	NCM622	NCA	NCM622	NCM622
	负极材料	人造石墨	人造石墨	硅碳人造石墨	天然石墨	天然石墨
	隔膜	湿法+陶瓷涂覆	湿法+陶瓷涂覆	湿法+芳纶涂覆	湿法+PVDF 涂覆	湿法+PVDF 涂覆
2020 年规划产品	正极材料	NCM811	NCM811	NCA	NCM712/NCMA	NCM811/NCA
	负极材料	硅碳+人造石墨	硅碳+人造石墨	硅碳+人造石墨	硅碳+天然石墨	天然石墨
	隔膜	湿法+陶瓷涂覆	湿法+陶瓷涂覆	湿法+芳纶涂覆	湿法+PVDF 涂覆	湿法+PVDF 涂覆

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

**(3) 能耗水平：**作为唯一保留高补贴系数的技术指标，政策规定按照2018年补贴政策门槛提高10%（含）-20%的车型按0.8倍补贴，提高20%（含）-35%的车型按1倍补贴，提高35%（含）以上的车型按1.1倍补贴。2019年政策对能耗水平油耗提高更加严格的门槛，1倍补贴门槛从优化5（含）-25%平移至20%（含）-35%。

表4：历年纯电动乘用车补贴政策能耗优化系数

能耗优化	2017 年政策	2018 年政策	2019 年政策
0（含）-5%	-	0.5	
5（含）-10%	-	1.0	
10%（含）-20%	-	1.0	0.8
20（含）-25%	-	1.0	1.0
25（含）-35%	-	1.1	1.0
35%（含）以上	-	1.1	1.1

数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

**车厂未雨绸缪，百公里电耗优化达标。**以爆款A00级车型奇瑞eQ1为例，2019年以来申报目录车型百公里电耗已经达到9.4kWh/100km，相对于2018年版本的11.9和12kWh/100km，相应降低21%以上。部分车型已提前准备改良能耗水平应对新的门槛要求，能耗水平降低将有利于带电量减少、零部件成本降低。

表 5: 以奇瑞 eQ1 车型比较能耗水平

批次	车型名称	产品型号	百公里电耗 (kWh/100km)	储电量 (kWh)	续航里程 (km)	能量密度 (Wh/kg)	电池型号	电池 供应商
2018 年第 6 批	奇瑞 eQ1	SQR7000BEVJ729	11.90	35.82	301	155.02	三元锂	宁德时代
2018 年第 6 批	奇瑞 eQ1	SQR7000BEVJ727	12.00	36.12	301	140.91	三元锂	国轩高科
2018 年第 13 批	奇瑞 eQ1	NEQ7000BEVJ72	9.40	28.29	301	160.20	三元锂	宁德时代
2019 年第 1 批	奇瑞 eQ1	NEQ7000BEVJ72B	9.40	28.30	301	140.20	磷酸铁锂	国轩高科

数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

**(4) 营运车辆。**2019 年政策特别提出, 对于非私人购买或用于营运的新能源乘用车, 按照相应补贴金额的 0.7 倍给予补贴。对于出行服务等乘用车运营类市场, 终端需求侧重考察使用阶段全生命周期成本, 而非购置阶段初始成本, 因此考虑油电差价, 营运车辆经济性较高, 给予一定补贴折扣, 一方面提高补贴资金的使用效率, 集中有限补贴资金“扶优扶强”, 另一方面降低通过旗下运营公司集中采购的套利冲动。

#### 客车: 凸出引导能耗水平改善

2019 年客车补贴综合退坡幅度 50-60%, 其中对于非快充类纯电动客车的考核技术指标从能量密度转变为单位载质量能量消耗量 (Ekg), 仅要求电池系统能量密度不低于 135Wh/kg, 不作更高能量密度的额外激励性补贴, 而单位载质量能量消耗量上限从 0.21Wh/km·kg 降至 0.19Wh/km·kg, 并且分阶梯给予补贴系数, 反映客车技术指标不再特别强调电池系统能量密度, 而是凸出整车综合能耗, 稳健平衡技术提升和安全要求。其中, 针对新能源公交车, 补贴政策另行公布, 体现了对公共交通领域扶持政策的重视与审慎。

表 6: 新能源客车补贴退坡对比

车辆类型	非快充类纯电动客车	快充类纯电动客车	插电式混合动力 (含增程式) 客车	
<b>2019 年度电补贴 (元/kWh)</b>	500	900	600	
	6<L≤8m	2.5	2	1
<b>2019 年单车补贴上限 (万元)</b>	8<L≤10m	5.5	4	2
	L>10m	9	6.5	3.8
<b>2018 年度电补贴 (元/kWh)</b>	1200	2100	1500	
	6<L≤8m	5.5	4	2.2
<b>2018 年单车补贴上限 (万元)</b>	8<L≤10m	12	8	4.5
	L>10m	18	13	7.5
<b>2019 年度电补贴退坡幅度</b>	<b>-58.33%</b>	<b>-57.14%</b>	<b>-60.00%</b>	
	6<L≤8m	<b>-54.55%</b>	<b>-50.00%</b>	<b>-54.55%</b>
<b>2019 年单车补贴上限退坡幅度 (万元)</b>	8<L≤10m	<b>-54.17%</b>	<b>-50.00%</b>	<b>-55.56%</b>
	L>10m	<b>-50.00%</b>	<b>-50.00%</b>	<b>-49.33%</b>

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

表7: 2018年新能源客车补贴政策

车辆类型	中央财政补贴标准(元/kWh)	中央财政补贴调整系数		中央财政单车补贴上限(万元)		
				6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	1200	系统能量密度(Wh/kg)		5.5	12	18
		115-135(含)	135以上			
		1	1.1			
快充类纯电动客车	2100	快充倍率		4	8	13
		3C-5C(含)	5C-15C(含)			
		0.8	1			
插电式混合动力(含增程式)客车	1500	节油率水平		2.2	4.5	7.5
		60%-65%(含)	65%-70%(含)			
		0.8	1			

单车补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准; 单车补贴上限}×调整系数(包括: 电池系统能量密度系数、单位载质量能量消耗系数、快充倍率系数、节油率系数)

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

表8: 2019年新能源客车补贴政策

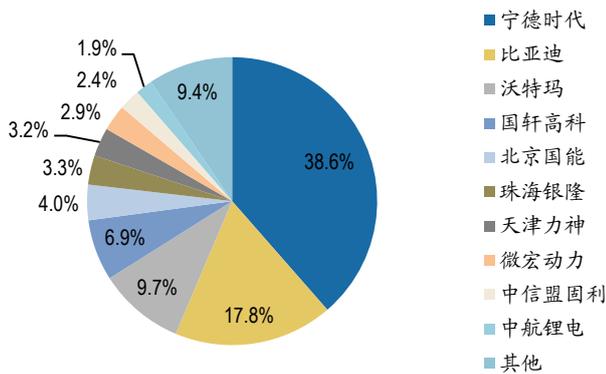
车辆类型	中央财政补贴标准(元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限(万元)		
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	500	单位载质量能量消耗量(Wh/km·kg)			2.5	5.5	9
		0.19(含)-0.17	0.17(含)-0.15	0.15及以下			
		0.8	0.9	1			
快充类纯电动客车	900	快充倍率			2	4	6.5
		3C-5C(含)	5C-15C(含)	15C以上			
		0.8	0.9	1			
插电式混合动力(含增程式)客车	600	节油率水平			1	2	3.8
		60%-65%(含)	65%-70%(含)	70%以上			
		0.8	0.9	1			

■ 单车补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准; 单车补贴上限}×调整系数(包括: 单位载质量能量消耗系数、快充倍率系数、节油率系数)

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

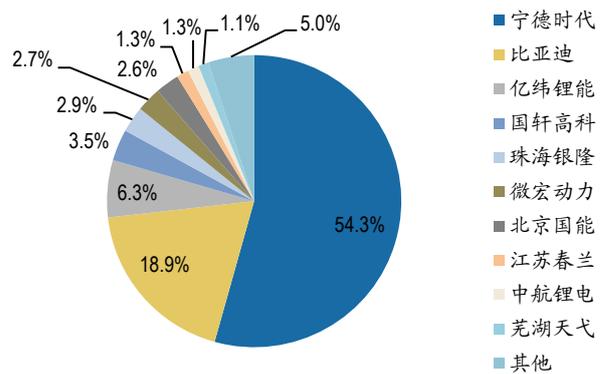
客车领域动力电池洗牌初见成效。2017年来客车补贴政策对电池系统能量密度不断提出更高要求, 从最低门槛85Wh/kg提升至2019年135Wh/kg, 客车行业更高电池技术要求带来部分客车动力电池供应商出清, 宁德时代主推大电芯产品快速获得客车市场客户, 2018年市场份额高达54.3%, 行业格局得到优化。

图5: 2017年新能源客车电池市场份额



数据来源: 乘联会、广发证券发展研究中心

图6: 2018年新能源客车电池市场份额



数据来源: 乘联会、广发证券发展研究中心

货车: 补贴规则细化, 技术考核微调

2019年政策下, 纯电动货车对N1、N2、N3类货车区分施行补贴标准, 相比于2018年单车补贴上限10万元, 分别退坡80%/45%/45%, 并单独划出插电式混合动力(含增程式)货车针对N3类, 退坡幅度65%。

表9: 2018年新能源货车补贴政策

补贴标准(元/kWh)			中央财政单车补贴上限(万元)
30(含)kWh以下部分	30~50(含)kWh部分	50kWh以上部分	
850	750	650	10

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

表10: 2019年新能源货车补贴政策

车辆类型	中央财政补贴标准(元/kWh)	中央财政单车补贴上限(万元)		
		N1类	N2类	N3类
纯电动货车	350	2	5.5	
插电式混合动力(含增程式)货车	500	—	—	3.5

根据GB/T 15089-2001, N1类指最大设计总质量不超过3500kg的载货汽车; N2类指最大设计总质量超过3500kg, 但不超过12000kg的载货汽车; N3类指最大设计总质量超过12000kg的载货汽车。

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

新能源货车技术指标考核门槛仅作微调。纯电动货车电池系统能量密度不低于125Wh/kg, 相比于2018年门槛115Wh/kg略微提升, 纯电动货车单位载质量能量消

耗量 (Ekg) 不高于0.30Wh/km·kg, 较低于2018年下限0.35Wh/km·kg, 作业类纯电动专用车吨百公里电耗 (按试验质量) 不超过8kWh, 与2018年标准相同。

## 投资建议: 技术创新推动市占率提升

2017年以来新能源汽车产品续航里程、能量密度均实现明显进步, 2019年新版补贴政策综合平衡产业发展过程中的技术升级和安全性, 为新能源汽车健康有序发展保驾护航, 同时在双积分制有效执行下, 全年销量有望实现160万辆以上产销规模, 建议关注在新版政策下通过技术创新提升市占率的新能源汽车产业链相关企业, 如比亚迪、国轩高科、宁德时代、当升科技、星源材质、璞泰来等。

## 风险提示

新能源汽车销量不及预期; 产业链价格下跌超预期; 技术升级进度低于预期

## 广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤：首席分析师，10年相关产业协会和证券从业经验。2016年新财富电力设备新能源行业入围，2015年新财富环保行业第一名，2013年、2014年新财富有色金属行业第一名，2013年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。