

证券研究报告—动态报告/行业快评

汽车汽配

新能源政策点评
超配

(维持评级)

2019年03月27日

补贴新政符合预期，新能源市场化进一步推进

证券分析师：梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
 联系人：唐旭霞 tangxx@guosen.com.cn

事项：

2019年3月26日，财政部发布《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》，2019年新能源汽车补贴政策靴子落地。

国信汽车观点：整体来看，2019年补贴新政前期市场预期充分，补贴退坡背景下，新能源汽车市场化大势所趋，我们看好市场化程度较高的特斯拉产业链，推荐三花智控；同时考虑新政加速新能源客车回款周期，客车行业现金流有望改善，推荐宇通客车。其他建议关注具备成本优势的磷酸铁锂和油混路线，以及补贴幅度仍然较强的燃料电池路线。

评论：

■ 2019年新能源补贴退坡基本符合预期

3月26日晚，财政部发布《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》，至此网传版本多次的2019年新能源汽车补贴政策靴子落地，退坡幅度基本符合预期。2019年补贴政策大致分为1) 二季度(补贴过渡期，补贴幅度下滑40%)；2) 下半年(补贴新政正式施行，新能源乘用车补贴幅度下滑47%-60%，新能源客车补贴幅度下滑50-55%，新能源货车补贴幅度下滑46%-59%)。

1. 二季度设置过渡期，自3月26日通知发放日起进入2019年新能源汽车补贴政策过渡期，过渡期间为2019年3月26日至2019年6月25日。过渡期期间：

- 1) 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2018年对应标准的0.1倍补贴；
- 2) 符合2019年技术指标要求的销售上牌车辆，按2018年对应标准的0.6倍补贴；
- 3) 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；
- 4) 燃料电池汽车和新能源公交车补贴政策另行公布。

2. 过渡期后(2019年6月25日之后)，新能源乘用车、新能源客车、新能源货车均作出政策调整，我们从补贴幅度，技术标准两方面分析2019年补贴政策变更。

新能源乘用车补贴幅度方面：纯电动最低续航里程由150km提高至250km，续航里程在250km以上的乘用车补贴下降47%-60%。插电混补贴下降55%。

表 1: 新能源乘用车 2019 年相对 2018 年单项补贴变动额度

乘用车		2018 年缓冲期后	2019 年	较 18 年变动
单 KWH		1200	550	-54%
续航里程 (KM)	150 ≤ R < 200	1.5	0	-100%
	200 ≤ R < 250	2.4	0	-100%
	250 ≤ R < 300	3.4	1.8	-47%
	300 ≤ R < 400	4.5	1.8	-60%
	R ≥ 400	5	2.5	-50%
	PHEV	2.2	1	-55%

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

新能源乘用车技术标准方面: 最低能量密度从 105Wh/kg 提升到 125Wh/kg, 18 年对应的高能量密度 (140Wh/kg 以上) 系数补贴奖励消除。能耗系数补贴奖励门槛提高。

表 2: 2018 年、2019 年新能源乘用车补贴标准技术门槛对比明细

	2018	2019	变动说明
最低车速	纯电动乘用车 30 分钟最高车速不低于 100km/h。	纯电动乘用车 30 分钟最高车速不低于 100km/h。	未变动
最低续航里程	纯电动乘用车工况法续航里程不低于 150 km。插电式混合动力(含增程式)乘用车工况法续航里程不低于 50 km。	纯电动乘用车工况法续航里程不低于 250 km。插电式混合动力乘用车(含增程式)工况法续航里程不低于 50 km。	纯电动最低续航里程由 150km 提高至 250km, 插电保持 50km 不变。
最低能量密度	纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 105Wh/kg, 105 (含) -120Wh/kg 的车型按 0.6 倍补贴, 120 (含)-140Wh/kg 的车型按 1 倍补贴, 140 (含) -160Wh/kg 的车型按 1.1 倍补贴, 160Wh/kg 及以上的车型按 1.2 倍补贴	纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于 125Wh/kg, 125 (含) -140Wh/kg 的车型按 0.8 倍补贴, 140 (含) -160Wh/kg 的车型按 0.9 倍补贴, 160Wh/kg 及以上的车型按 1 倍补贴。	最低能量密度从 105Wh/kg 提升到 125Wh/kg, 18 年对应的高能量密度 (140Wh/kg 以上) 系数补贴奖励消除。
百公里耗电量	根据纯电动乘用车能耗水平设置调整系数。按整车整备质量 (m) 不同, 工况条件下百公里耗电量 (Y) 应满足以下门槛条件: m ≤ 1000kg 时, Y ≤ 0.0126 × m+0.45; 1000 < m ≤ 1600kg 时, Y ≤ 0.0108 × m+2.25; m > 1600kg 时, Y ≤ 0.0045 × m+12.33。百公里耗电量 (Y) 优于门槛 0 (含) -5% 的车型按 0.5 倍补贴, 优于门槛 5 (含) -25% 的车型按 1 倍补贴, 优于门槛 25% (含) 以上的车型按 1.1 倍补贴。	根据纯电动乘用车能耗水平设置调整系数。纯电动乘用车整车能耗比《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》(财建[2018]18号)规定门槛提高 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。	能耗系数补贴奖励门槛提高
插电燃料消耗量	工况法纯电续航里程低于 80km 的插电式混合动力乘用车 B 状态燃料消耗量(不含电能转化的燃料消耗量)与现行的常规燃料消耗量国家标准中对应限值相比小于 65%, 比值介于 60% (含) -65% 之间的车型按 0.5 倍补贴, 比值小于 60% 的车型按 1 倍补贴。工况法纯电续航里程大于等于 80km 的插电式混合动力乘用车, 其 A 状态百公里耗电量应满足纯电动乘用车门槛要求。	工况法纯电续航里程低于 80km 的插电式混合动力乘用车 B 状态燃料消耗量(不含电能转化的燃料消耗量)与现行的常规燃料消耗量国家标准中对应限值相比小于 60%, 比值介于 55% (含) -60% 之间的车型按 0.5 倍补贴, 比值小于 55% 的车型按 1 倍补贴。工况法纯电续航里程大于等于 80km 的插电式混合动力乘用车, 其 A 状态百公里耗电量应满足纯电动乘用车 2019 年门槛要求。	插电混合动力 B 状态燃料消耗量与现行的常规燃料消耗量国家标准对应比值最小值由 2017 年的 65% 降低为 60%, 但 2019 年在 55%-60% 区间仅按 0.5 倍补贴, 在 55% 以下才按 1 倍补贴。

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

新能源客车补贴幅度方面: 新能源客车 2019 年补贴退坡 50%-55%。补贴下滑符合预期, 地补取消, 但公交客车的补贴仍保持地方额度的一定灵活性。

表 3: 2018 年新能源客车补贴标准

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		
		系统能量密度 (Wh/kg)			6 < L ≤ 8m	8 < L ≤ 10m	L > 10m
非快充类电动 客车	1200	115-135 (含)	135 以上		5.5	12	18
		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)	15C 以上			
		0.8	1	1.1			
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%	65%-70%	70%			
		0.8	1	1.1			

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

表 4: 2019 年新能源客车补贴标准

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)		
		单位载质量能量消耗量 (Wh/km·kg)			6 < L ≤ 8m	8 < L ≤ 10m	L > 10m
非快充类纯电 动客车	500	0.19 (含)-0.17	0.17 (含)-0.15	0.15 及以下	2.5	5.5	9
		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			

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理。注: 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量系数、快充倍率系数、节油率系数)

表 5: 新能源客车 2019 年相对 2018 年单项补贴变动额度

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政单车补贴上限		
		6 < L ≤ 8m	8 < L ≤ 10m	L > 10m
非快充类电动客车	-58.3%	-54.5%	-54.2%	-50%
快充类纯电动客车	-57.1%	-50%	-50%	-50%
插电式混合动力 (含增程式) 客车	-60%	-54.5%	-55.6%	-50%

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所测算

新能源客车技术标准方面: 新能源客车技术标准相比 2018 年变化不大, 主流客车企业 2019 年新能源客车技术达标难度不大。

表 6: 2018、2019 年新能源客车补贴标准技术门槛对比明细

对比项目	2018	2019	2019 年相对 18 年变动
单位载质量能量消耗量 Ekg	≤ 0.21Wh/km · kg, 0.15-0.21 (含) Wh/km · kg 的车型按 1 倍补贴, 0.15Wh/km · kg 及以下的车型按 1.1 倍补贴。	≤ 0.19Wh/km · kg,	能耗要求趋严
纯电动客车 (不含快充和插电式混合动力客车) 续航里程	> 200 公里 (等速法)	> 200 公里 (等速法)	无变化
插电式混合动力 (含增程式) 客车纯电续航里程	> 50 公里 (等速法)	> 50 公里 (等速法)	无变化
电池系统总质量占整车整备质量比例 (m/m)	未明确规定	取消门槛要求	基本无变化
非快充类纯电动客车电池系统能量密度	> 115Wh/kg	> 135Wh/kg	无变化
快充类纯电动客车快充倍率	> 3C	> 3C	无变化
插电式混合动力 (含增程式) 客车节油率水平	> 3C	> 3C	无变化

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

新能源货车补贴幅度方面: 新能源货车 2019 年补贴退坡 46%-59%, 下滑幅度相对较大 (18 年下降 40%)。结构方面 N2 类的轻卡和轻客的拉动相对较强。

表 7：2018、2019 年新能源货车补贴标准对比

对比年限	补贴标准 (元/kWh)			中央财政单车补贴上限 (万元)		
	≤30kWh 部分	30-50kWh (含) 部分	50kWh 以上部分	N1 类	N2 类	N3 类
2018	850	750	650	10	10	10
2019	350	350	350	2	5.5	5.5
2019 相对 2018 变动情况	-59%	-53%	-46%	-80%	-45%	-45%

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

新能源货车技术标准方面：新能源货车 2019 年对能量密度和能耗均提出更严格的要求。

表 8：2017、2018 年新能源货车和专用车补贴技术门槛对比

技术门槛	2018	2019
装载动力电池系统能量密度		≥115Wh/kg
纯电动货车、运输类专用车单位载质量能量消耗量 (Ekg)	≤0.4Wh/km*kg, 对 0.35-0.4 Wh/km·kg (含) 的按 0.2 倍补贴, 对 0.35Wh/km·kg 及以下的按 1 倍补贴	≤0.3Wh/km*kg
作业类纯电动专用车吨百公里电耗 (按试验质量)	≤8kWh	≤8kWh

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

■ 新政影响分析

我们认为新能源补贴新政主要有以下四点影响：

- 1) **二季度有望出现抢装行情。**考虑到 3 月 26 日-6 月 25 日的三个月补贴过渡期，二季度有望带来抢装行情。二季度新能源汽车销量及上游出货量有望高速增长。
- 2) **高能量密度系数增量弱化，磷酸铁锂，燃料电池、油混相对优势。**与 2018 年高能量密度给予适当倍数（双 1.1）补贴优惠的政策相比，2019 年的政策对于高能量密度的补贴优惠基本取消，车企在电池技术路线的选择上或更趋于考虑成本减免和补贴收益的权衡。进而低成本的磷酸铁锂方案和油混方案、补贴收益相对较高的燃料电池方案有望得到车企青睐。
- 3) **新能源汽车行业市场化加速推进。**在补贴持续大幅退坡背景下，对新能源车企自身盈利能力提出严峻考验，核心定价权产品缺失、严重依赖补贴的企业将面临较大业绩压力，而本身补贴依赖度低，具备优质产品的新能源企业竞争力进而凸显，我们基于此主线推荐特斯拉产业链。
- 4) **客车层面营运回款改善。**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。上牌预拨补贴、3 万公里降至 2 万公里运营要求下，客车企业回款压力大幅度减轻。

■ 投资建议：补贴退坡符合预期，看好特斯拉产业链和客车现金流改善

整体来看，2019 年补贴新政前期市场预期充分，补贴退坡背景下，新能源汽车市场化大势所趋，我们看好市场化程度较高的特斯拉产业链，推荐三花智控；同时考虑新政加速新能源客车回款周期，客车行业现金流有望改善，推荐宇通客车。其他建议关注具备成本优势的磷酸铁锂和油混路线，以及补贴幅度仍然较强的燃料电池路线。

■ 风险提示

- 1、宏观经济波动系统性风险；
- 2、新能源销量不达预期风险；
- 3、新能源政策波动风险。

表 9: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002050	三花智控	增持	15.29	325.78	0.61	0.7	0.83	25.07	21.84	18.42
600066	宇通客车	买入	13.92	308.18	1.43	1.63	1.79	9.73	8.54	7.78

资料来源: wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《汽车汽配 3 月投资策略: 行业估值进入修复, 推荐智能化、电动化》 ——2019-03-13
 《汽车行业前瞻点评: 两会进行时: 汽车行业提案密切关注电动化、智能化》 ——2019-03-06
 《行业重大事件快评: 特斯拉或裁员 7%, 短期压力不改长期向好》 ——2019-01-24
 《汽车前瞻研究系列(一): 共享汽车, 非成熟条件下的模式探讨》 ——2018-12-26
 《汽车汽配 2019 年投资策略: 春耕秋收, 静候下半年复苏》 ——2018-12-17

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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, 我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032