

# 电气设备

## 2019 年新能源汽车补贴政策解读：行情分化，主线仍然是分层逻辑

**事件：**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正式出台。对此，我们点评如下：

**【政策解读：过渡期后地补取消，国补各档均有退坡】**乘用车：从度电补贴标准看：补贴标准从 1200 元/KWh 降至 550 元/KWh，同比下降 54%；从续航里程来看：2019 年补贴起点为 250 公里，较 2018 年提高 100 公里，且往上各档均有退坡，2019 年最高补贴 2.5 万元，较 2018 年下降 50%；客车：从补贴标准看：补贴标准从 1200 元/KWh 降至 500 元/KWh，同比下降 58%。

**【政策设置 3 个月过渡期（2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日）】**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 年对应标准的 0.1 倍补贴，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。

**【过渡期内新能源乘用车或将抢装，过渡期后续航里程 300-400 公里的乘用车可能会断档】**我们认为乘用车或将发生抢装的原因在于：1) A00、A0 与 A 级乘用车过渡期内如果可达到 2019 年的标准，可获得 2018 年补贴的 6 折，各级乘用车均比过渡期后拿到的补贴更多；2) 过渡期内有地方补贴，过渡期后地方购置补贴取消。过渡期后，相比于 300 公里续航的 A0，250 公里续航的 A00 性价比更高。因此，续航里程 300-400 公里的乘用车或将断档。

**【分层逻辑：续航里程 250-300 公里乘用车切换 LFP 后预计不会出现销量断崖式下滑】**由 NCM 电池切换到 LFP 电池后，在 2019 年过渡期后将少获得补贴 2000 元/辆车，但从采购成本看，LFP 又比 NCM 低出 0.3 元/Wh，那么对于 300 公里续航的车来说，采购就可低出约 9000 元，毛利率提升。

**【电池行业或可抗住整个产业链的降价压力】**客观讲，补贴下滑较大，产业链降价有压力，但好的点在于电池行业格局清晰且集中度高，因此可以对产业链相对乐观。但要提示的是价格要持续跟踪，如果电池价格下降到 30%，那么产业链盈利确实会出现问题。

**【其他的边际变化点】**公交政策过渡期后会重新出台，地方补贴变成补充充电设施和运营。燃料电池车补贴单独出补贴，国家层面【重视程度升级】。

**车补方案推测：**1) 提升额定功率要求至 45-60kw，原 30kw，电堆用量提升；控制燃料电池系统额定功率与驱动电机额定功率比值，避免过度安装锂电。2) 按照功率密度设置补贴倍数，促进系统及程度提升，加强金属板路线研究。

**【投资建议】**看好分层主线，分层主线之一看好 LFP 在低端乘用车型上替代 NCM 电池，因为在 350km 续航以下车型中，性价比将是至关重要的决定因素，**继续推荐【国轩高科】，建议关注小而美的【鹏辉能源】。重视前端【加氢制氢】【大功率电堆&系统】，建议关注：厚普股份，滨化股份，鸿达兴业，深冷股份，美锦能源，雄韬股份。**

**风险提示：**新能源车销量不及预期，下游车企对补贴退坡的应对策略不及预期，燃料电池政策不及预期。

证券研究报告

2019 年 03 月 30 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

杨藻

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517060001

yangzao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《电气设备-行业点评:氢能系列:加氢站建设顶层设计启动,重申前端投资机会》 2019-03-25
- 2 《电气设备-行业研究周报:为什么我们看好电动车分层逻辑,2018 年中国风电行业报告重磅发布》 2019-03-24
- 3 《电气设备-行业研究周报:全球供应链下四大材料的投资分析,清洁能源可保量不报保价》 2019-03-17

## 内容目录

事件.....	
点评.....	
PART 1- 电动车.....	
PART 2- 燃料电池.....	

## 图表目录

图 1: 燃料电池商用车成本测算 (万元) .....	
表 1: 2018-2019 年国家新能源乘用车补贴政策对比 .....	
表 2: 2018-2019 年国家新能源乘用车车补贴测算 (以 A00、A0 与 A 级典型车为例) .....	
表 3: 2018-2019 年国家新能源客车补贴测算 (以宇通与金龙客车为例) .....	
表 4: 2019 年过渡期后 A00 与 A0 级乘用车毛利率测算.....	
表 5: 表: 佛山市南海区加氢站补贴设置标准 .....	
表 6: 表: 佛山市加氢补贴 .....	
表 7: 表: 2018 年燃料电池补贴标准.....	

## 事件

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正式出台。

## 点评

### PART 1- 电动车

【政策解读：过渡期后地补取消，国补各档均有退坡】

1) 乘用车：

从度电补贴标准看：补贴标准从 1200 元/KWh 降至 550 元/KWh，同比下降 54%；

从续航里程来看：2019 年补贴起点为 250 公里，较 2018 年提高 100 公里，且往上各档均有退坡，2019 年最高补贴 2.5 万元，较 2018 年下降 50%；

2018 年低于 150 公里续航的无补贴，150-200 公里续航的补贴 1.5 万元、200-250 公里续航的补贴 2.4 万元、250-300 公里续航的补贴 3.4 万元、300-400 公里的补贴 4.5 万元、超过 400 公里续航的补贴 5 万元；

2019 年低于 250 公里续航的无补贴，250-400 公里续航的补贴 1.8 万元、400 公里以上续航的补贴 2.5 万元。

从能量密度系数与能耗调整系数来看：

2018 年低于 105Wh/kg 能量密度的无补贴、105-120Wh/kg 能量密度的补贴系数为 0.6、120-140Wh/kg 能量密度的补贴系数为 1.1、超过 140Wh/kg 能量密度的补贴系数为 1.2；百公里电耗未优于政策的无补贴、百公里电耗优于政策 0-5%的补贴系数为 0.5、百公里电耗优于政策 5-25%的补贴系数为 1、百公里电耗优于政策超过 25%的补贴系数为 1.1；

2019 年低于 125Wh/kg 能量密度的无补贴、125-140Wh/kg 能量密度的补贴系数为 0.8、140-160Wh/kg 能量密度的补贴系数为 0.9、超过 160Wh/kg 能量密度的补贴系数为 1；百公里电耗优于政策 10%以内的无补贴、百公里电耗优于政策 10-20%的补贴系数为 0.8、百公里电耗优于政策 20-35%的补贴系数为 1、百公里电耗优于政策超过 35%的补贴系数为 1.1。

2) 客车：

从补贴标准看：补贴标准从 1200 元/KWh 降至 500 元/KWh，同比下降 58%；

从单车补贴上限看：6-8 米车身从 5.5 万元降至 2.5 万元，8-10 米车身从 12 万元降至 5.5 万元，超过 10 米车身从 18 万元降至 9 万元，车身长度超过 10 米的客车退坡幅度小于其他两种车身，政策方面偏向大型客车。

从能量密度系数与能耗调整系数来看：

由于大部分客车能量密度都超过 135 (Wh/kg)，系数变化从 1.1 变为 1。

大部分客车 EKG 系数都小于 0.15 (Wh/km·kg)，系数变化从 1.1 变为 1。

表 1：2018-2019 年国家新能源乘用车补贴政策对比

里程补贴标准：万元	纯电动续航里程 R(工况法)：KM				
	150≤R< 200	200≤R< 250	250≤R< 300	300≤R< 400	400≥R
2018 年	1.5	2.4	3.4	4.5	5
2019 年	0	0	1.8	1.8	2.5
变动	-100.0%	-100.0%	-47.1%	-60.0%	-50.0%

注 1: 单车补贴金额=里程补贴标准×电池系统能量密度调整系数×车辆能耗调整系数

注 2: 2018 年单位电池电量补贴上限不超过 1200 元/KWh; 2019 年单位电池电量补贴上限不超过 550 元/KWh。

调整系数	电池系统能量密度 E: Wh/kg				
	105≤E<120	120≤E<125	125≤E<140	140≤E<160	160≥E
2018 年	0.6	1	1	1.1	1.2
2019 年	0	0	0.8	0.9	1
变动	-100.0%	-100.0%	-20.0%	-18.2%	-16.7%

调整系数	百公里电耗优于政策的比例 Q					
	0%≤Q<5%	5%≤Q<10%	10%≤Q<20%	20%≤Q<25%	25%≤Q<35%	Q≥35%
2018 年	0.5	1	1	1	1.1	1.1
2019 年	0	0	0.8	1	1	1.1
变动	-100.0%	-100.0%	-20.0%	0.0%	-9.1%	0.0%

注: 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。

资料来源: 国家财政部, 天风证券研究所

表 2: 2018-2019 年国家新能源客车补贴政策对比

	补贴标准 (元/KWh)	单车补贴上限 (万元)		能量密度系数 (Wh/kg)		EKG 系数 (Wh/km·kg)			
		6-8 米 (含)	8-10 米 (含)	大于 10 米	115-135 (含)	135 以上	0.15 以下	0.15~0.17	0.17~0.19
2018	1200	5.5	12	18	1	1.1	1.1	1	1
2019	500	2.5	5.5	9	0	1	1	0.9	0.8
退坡幅度	-58%	-55%	-54%	-50%	-100%	-9%	-9%	-10%	-20%

资料来源: 国家财政部, 天风证券研究所

### 【政策设置 3 个月过渡期 (2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日)】

过渡期内:

1) 乘用车: 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 年对应标准的 0.1 倍补贴, 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。

2) 客车: 新能源公交车补贴政策另行公布。

### 【过渡期内新能源乘用车或将抢装, 续航里程 300-400 公里的乘用车可能会断档】

我们认为乘用车或将发生抢装的原因在于:

1) A00、A0 与 A 级乘用车过渡期内如果可达到 2019 年的标准, 可获得 2018 年补贴的 6 折, 各级乘用车均比过渡期后拿到的补贴更多;

2) 过渡期内有地方补贴, 过渡期后地方购置补贴取消。

具体测算如下:

乘用车中, 我们分别在续航里程 250KM、300KM 与 400KM 左右挑选了 A00 级的代表车型: 北汽 EC3, A0 级的代表车型: 比亚迪元高功率版与 A 级的代表车型比亚迪 e5 450, 以 2018 年与 2019 年过渡期后补贴标准进行测算与对比:

1) A00、A0 与 A 级车的典型车型都符合 2019 年技术指标, 2019 年过渡期内可享有 2018 年补贴的 6 折, 分别为 3.3 万元、2.97 万元与 3.96 万元

2) 2019 年过渡期后 A00、A0 与 A 级车典型车型补贴分别为 1.3 万元、1.62 万元与 2.9 万元，较过渡期内分别下滑约 61%、45%与 27%。

3) 过渡期内有地方补贴，过渡期后地方购置补贴取消。

另一方面，我们认为客车不一定会发生抢装的原因在于：

1) 以现有标准，2018 年与 2019 年测算的补贴结果类似；

2) 大概率公交车在过渡期后政策会比过渡期内更好。

具体测算如下：

**补贴上限是客车补贴的决定性变量。**，由于度电补贴标准从 1200 元/KWh 降至 500 元/KWh，而大部分客车的补贴标准\*带电量都会大于补贴上限，且在系数方面（能力密度系数与 EKG 系数）差距不大，因此 2018 年与 2019 年补贴测算结果类似，基本都以度电补贴上限进行补贴。

同时，对于量的判断，我们预计 2019 年全年新能源车销量可保持在 165 万及以上，其中乘用车预计 140 万辆及以上。但乘用车销售结构上会形成分化，原因在于：

相比于 300 公里续航的 A0，250 公里续航的 A00 性价比更高。在我们的测算中，过渡期后续航 250 公里的 A00 与续航 300 公里的 A0 补贴降幅基本相当（均为约 65%），而续航 250 公里的 A00 装机电量更少。

因此，续航里程 300-400 公里的乘用车或将断档。我们推测 EV 和 PHEV 比例为 7：3，而 EV 里 250-300 公里、400 公里及以上会占大头，300-400 公里可能会断档。

表 2：2018-2019 年国家新能源乘用车补贴测算（以 A00、A0 与 A 级典型车为例）

A00	年份	补贴标准 (万元)	能量密度系数	百公里耗电量系数	补贴 (万元)	补贴减少量 (万元)	补贴降幅
北汽 EC3	2018	5.00	1.10	1.10	3.72		
	2019 过渡期内	3.00	1.10	1.00	3.30	0.42	11%
	2019 过渡期后	1.80	0.90	0.80	1.30	2.42	65%
A0	年份	补贴标准 (万元)	能量密度系数	百公里耗电量系数	补贴 (万元)	补贴减少量 (万元)	补贴降幅
比亚迪元高功率版	2018	4.50	1.00	1.00	4.50		
	2019 过渡期内	2.70	1.10	1.00	2.97	1.53	34%
	2019 过渡期后	1.80	0.90	1.00	1.62	2.88	64%
A	年份	补贴标准 (万元)	能量密度系数	百公里耗电量系数	补贴 (万元)	补贴减少量 (万元)	补贴降幅
比亚迪 e5 450	2018	5.00	1.10	1.10	6.05		
	2019 过渡期内	3.00	1.20	1.10	3.96	2.09	35%
	2019 过渡期后	2.90	1.00	1.00	2.90	3.15	52%

资料来源：国家财政部，天风证券研究所

表 3：2018-2019 年国家新能源客车补贴测算（以宇通与金龙客车为例）

车型	车长 (米)	2018 年版			2019 年版		
		补贴标准*带电量 (万元)	补贴上限 (万元)	Min	补贴标准*带电量 (万元)	补贴上限 (万元)	Min
ZK6105BEVG48L	10.5	15.51	9	9	37.23	18	18
ZK6106BEVG2	10.5	9.37	9	9	22.48	18	18
ZK6115BEVY16A	10.69	11.32	9	9	27.16	18	18
宇通 ZK6650BEVG23	6.54	6.15	2.5	2.5	14.75	5.5	5.5
ZK6815BEVG4L	8.145	6.14	5.5	5.5	14.74	12	12
ZK6850BEVG57A	8.5	11.12	5.5	5.5	26.69	12	12
ZK6856BEVG1	8.55	6.81	5.5	5.5	16.33	12	12

	XMQ6112SGBEVM	10.88	14.30	9	9	34.31	18	18
<b>金龙</b>	XMQ6821CYBEVL4	8.21	7.59	5.5	5.5	18.22	12	12
	ZK6105BEVG48L	10.5	15.51	9	9	37.23	18	18

资料来源：国家财政部，天风证券研究所

### 【分层逻辑：续航里程 250-300 公里乘用车切换 LFP 后预计不会出现销量断崖式下滑】

若厂商由 NCM 电池切换到 LFP 电池，性价比极高，预计不会出现新能源车销量的断崖式下滑。由 NCM 电池切换到 LFP 电池后，在 2019 年过渡期后将少获得补贴 2000 元/辆车，但从采购成本看，LFP 又比 NCM 低出 0.3 元/Wh，那么对于 300 公里续航的车来说，采购就可低出约 9000 元，毛利率提升。

具体测算如下：

首先，我们对 2019 年现实中补贴系数的预判：

1) 能量密度系数：以磷酸铁锂电池装机的车型约为 0.9，以三元电池装机的车型约为 1。从近一年来的新能源汽车推广目录来看，磷酸铁锂电池装机的能量密度约 140Wh/kg，三元电池装机的能量密度可超过 160Wh/kg，

2) 百公里电耗优于政策的比例：对应的系数为 1.1。2018 年新能源乘用车多为约 20%，2019 年我们认为电池系统三电合一与车身轻量化技术将有所进展，可提升至约 35%。

接下来，在乘用车中，我们继续沿用在续航里程 250KM 与 300KM 左右挑选的 A00 级的代表车型：北汽 EC3 与 A0 级的代表车型：比亚迪元高功率版，以 2018 年与 2019 年过渡期后补贴标准进行测算与对比（因磷酸铁锂电池自重较大，A 级车切换有困难）。

假设 1：2019 年三元电池采购单价：1.12 元/Wh；磷酸铁锂电池采购单价：0.82 元/Wh。

假设 2：A00 级车电机+电控采购价格为 9000 元，升一档+3000 元。

假设 3：A00 级除三电外的成本为 4.2 万元，升一档+5000 元。

因此：

1) A00 中，毛利率可由-3.37%提升至 4.30%，若该车型设定 20%的毛利率，则需涨价金额由 2.2 万元降至 1.5 万元；

2) A0 中，毛利率由-5.41%提升至 3.88%，若该车型设定 20%的毛利率，则需涨价金额由 4.1 万元降至 2.5 万元。

表 4：2019 年过渡期后 A00 与 A0 级乘用车毛利率测算

车型	A00 -北汽 EC3			A0 -比亚迪元高功率版		
	2018	2019-NCM	2019-LFP	2018	2019-NCM	2019-LFP
单车收入(扣税, 万元)	10.51	7.65	7.45	14.04	12.76	12.56
- 补贴后售价	6.58	6.58	6.58	9.50	12.50	12.50
- 国补	3.72	1.98	1.78	4.50	1.98	1.78
- 地补	1.12	0.00	0.00	1.35	0.00	0.00
单车成本(扣税, 万元)	8.95	7.91	7.13	12.21	13.45	12.07
- 电池成本	3.62	2.90	2.12	5.21	5.14	3.76
—— 电池单位成本(元/Wh)	1.21	0.97	0.71	1.21	0.97	0.71
—— 带电量-kWh	30.00	30.00	30.00	43.20	53.20	53.20
电机电控	1.00	0.90	0.90	1.50	1.52	1.52
三电以外成本	4.33	4.11	4.11	5.50	6.79	6.79

毛利率	14.82%	-3.37%	4.30%	13.01%	-5.41%	3.88%
单车毛利/万元	1.56	-0.26	0.32	1.83	-0.69	0.49
假设毛利率		20%	20%		20%	20%
需涨价(扣税, 万元)		2.2	1.5		4.1	2.5

资料来源：国家财政部，天风证券研究所

### 【电池行业或可抗住整个产业链的降价压力】

客观讲补贴确实退得多，产业链降价有压力，但好的点在于电池行业格局好，优质产能掌握在 CATL 手中，它有定价权。CATL 在前面会顶住价格（降价抢不到市场份额），因此可以对产业链相对乐观。但要提示的是价格要持续跟踪，而如果 CATL 电池价格下降到 30%，那么产业链盈利确实会出现问题。

### 【其他的边际变化点】

公交政策过渡期后会重新出台，地方补贴变成补充电设施和运营。

### 【投资建议：继续看好分层逻辑与分化行情】

继续等待政策落地，具体环节和标的上，三条主线：第一，分层主线之一看好 LFP 在低端乘用车上替代 NCM 电池，因为在 350km 续航以下车型中，性价比将是至关重要的决定因素，继续推荐【国轩高科】，建议关注小而美的【鹏辉能源】。

第二，分层主线之二看好特斯拉国产化加速，带动全球供应链投资机会。继续推荐全球车，中国芯【宁德时代】、【亿纬锂能】、【欣旺达】（电子组覆盖）；全球芯，中国材料【恩捷股份】、【璞泰来】；全球芯、中国设备【先导智能】（机械组覆盖）；全球芯、中国结构件【科达利】。

第三，从“够用”到“好用”，未来 2-3 年，新能源乘用车在出租车和网约车领域的大幅渗透，将带动第三方的充电桩使用率大幅提升，建议关注充电桩运营龙头【特锐德】、二线弹性大标的【万马股份】。

## PART 2- 燃料电池

《通知》中再次强调了支持加氢基础设施建设和配套运营服务的重要性，与 3 月 15 日发布的修订后的《政府工作报告》相呼应。且与往年不同，此次燃料电池车补贴未一同公布。在随后财政部发布的《新能源汽车补贴政策的解读》中，明确表示“为促进燃料电池汽车产业加快发展，财政部等部门正在研究支持燃料电池汽车和加快推广新能源公交车的政策措施，将按程序报批后另行发布。这也表明国家层面对氢燃料电池车的重视程度升级，并且未来对燃料电池车的相关补贴也将更加全面、细化。

### 加氢站及运营补贴方案推测

我们预计，在后续补贴方案中，或加入对加氢站建设及运营环节的补贴，未来加氢站建设与运营或也能享受国补+地补待遇。参考佛山市南海区此前公布的补贴方案，未来会根据加氢站类型和加氢能力给予过百万的补贴。而对加氢运营的补贴，主要会体现在对氢气价格的补贴上，以保证当前能耗水平下，燃料电池车使用的经济型。加氢站为整个氢能源产业链前端链条的环节，也是当前制约整个产业的核心环节，政策顶层设计启动将打通氢能源的任督二脉。

表 5：表：佛山市南海区加氢站补贴设置标准

加氢站类型	日加氢能力	建设类型	2018年12月31日前建成	2019年12月31日前建成	2020年后建成
固定式加氢站	500 公斤及以上	新建	500 万元	300 万元	200 万元
	以下	改建	400 万元	300 万元	200 万元
	500 公斤以上	新建	800 万元	500 万元	300 万元
		改建	600 万元	450 万元	300 万元
撬装式加氢站	350 公斤及以上	新建	250 万元	150 万元	无
		改建	200 万元	150 万元	无

资料来源：佛山南海区政府网站，天风证券研究所

表 6：表：佛山市加氢补贴

年度	销售价格（元/kg）	补贴（元/kg）
2018-2019 年度	40 元及以下	20
2020-2021 年度	35 元及以下	14
2022 年度	30 元及以下	9

资料来源：佛山南海区政府网站，天风证券研究所

### 燃料电池车补贴方案推测

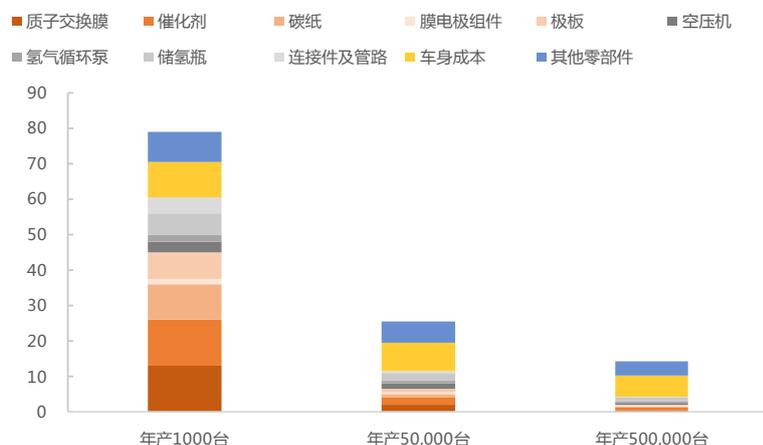
本次《通知》中提到，过渡期间销售上牌的燃料电池汽车按 2018 年对应标准的 0.8 倍补贴，即燃料电池商用车单车国补上限为 40 万元，加上地补共 80 万元左右的补贴。根据我们在 3 月 15 日发布的《氢能源系列专题：燃料电池产业链潜在规模测算及核心标的梳理》报告中的测算，目前年产 1,000 套阶段，国内一套 30kw 的系统的总售价大约在 60.5 万左右，过渡期的补贴足够覆盖燃料电池系统成本。

表 7：表：2018 年燃料电池补贴标准

车辆类型	补贴标准（元/kW）	补贴上限（万元/辆）
乘用车	6000	20
轻型客车、货车	-	30
大中型客车、中重型货车	-	50

资料来源：工信部，天风证券研究所

图 1：燃料电池商用车成本测算（万元）



资料来源：DOE，天风证券研究所

根据 2018 年燃料电池补贴方案中技术指标的具体要求、以及过去电动车补贴方案的演变，我们可以推测未来即将公布的燃料电池车补贴变化：

1. **或将对燃料电池系统额定功率要求提升。**按照原来补贴标准，1) 对燃料电池系统额定功率与驱动电机额定功率比值作出规定，超过 0.5 (含) 方能拿到 1 倍补贴；2) 乘用车系统额定功率不小于 10kw，商用车系统额定功率做到 30kw。我们预计在后续的方案中，会对额定功率要求提升至 45kw，甚至 60kw。此外，由于我国通常采用“电电混合”路线，即“燃料电池+锂电”，为避免过度安装锂电，后续方案或对燃料电池系统额定功率与驱动电机额定功率比值要求进一步提升。

2. **或将对燃料电池系统功率密度作出要求。**类似于电动车针对不同能量密度设置补贴倍数，为促进燃料电池系统集成度的提升，尤其是乘用车，未来政策有可能提出对系统功率密度的要求，这**或将推动我国金属板电堆**的研究。

**投资建议：**重点关注加氢制氢环节与电堆环节：1) 加氢设备提供商将优先受益，继续关注**厚普股份**；2) 参与加氢站建设的相关标的：**美锦能源、鸿达兴业、滨化股份、京城股份**；3) 电堆及核心材料：**美锦能源，东岳集团、潍柴动力、雄韬股份、雪人股份**；4) 整车及其他零部件：**科恒股份、鑫湖股份、中通客车、福田汽车**等。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com