

电气设备与新能源行业点评

双积分修正案（意见稿）点评：长效机制，真正托底电动车长期高增长 增持（维持）

2019年07月10日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

投资要点

- 新能源积分要求趋严。**单车积分降低，弱化续航里程影响，新版纯电单车积分上限降低32%。平均降幅40%以上。2021年度、2022年度、2023年度，新能源汽车积分比例要求分别为14%、16%、18%。若按照传统车每年5%增长，所需新能源积分每年增长22.5%、20%、18%。2018年传统车2212万辆，按照19-23年增速分别为0%、5%、5%、5%、5%，传统车销量分别为2212万、2323万、2439万、2561万、2663万辆，对应新能源积分分别为221万、279万、341万、410万、479万个，按照21-23年单车积分2.38、2.42、2.46测算，满足新能源积分所需电动车为143万、169万、195万辆。
- 油耗积分要求趋严格。**降低电动车及节能车系数，平均油耗实际值考核趋严，新版提出，2021-2023年对电动车倍数 w_i 分别降低为2、1.8、1.6倍，对于节能车倍数 w_i 降低为1.4、1.3、1.2倍，这个倍数主要会增加车企计算平均油耗的实际值，与油耗负积分成正比。工况测试方法从NEDC切换至了WLTC，传统车油耗增加。我们预测2021-2023年双积分所需电动乘用车产量为221万、283万、363万辆，同比分别增长35%/28%/28%，渗透率达到8.3%/10%/12%。
- 允许新能源积分结转。**17年版本规定新能源汽车正积分不得结转，但2019年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转一年。但新版本，2019年度及以后年度产生的新能源汽车正积分按照规则向后结转，结转有效期不超过3年。
- 投资建议**
双积分落地，长期托底电动行业发展。我们认为电动板块已明显见底，估值和市值在历史底部，充分反映7月销量平淡的预期，而政策层面开始转向积极，销量有望8月回暖，2020年不论是政策还是销量都是大年，Tesla的Model3中国工厂落地，大众MEB平台车型落地，未来成长空间可观，锂电材料供需格局也将明显好转，因此重点推荐逐步布局龙头，锂电中游优质龙头（新宙邦、天赐材料、璞泰来、星源材质、当升科技；恩捷股份、杉杉股份，关注多氟多）；电池龙头（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科）；核心零部件（汇川技术、宏发股份、麦格米特）；同时推荐股价处于底部的优质上游资源钴和锂（天齐锂业，关注赣锋锂业）。
- 风险提示**
投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期。

行业走势



相关研究

- 《电气设备与新能源行业点评：6月装机6.6gwh，同比+131%，环比+16%》2019-07-08
- 《电力设备与新能源行业周报：电动车基本面筑底，政策面或提前超预期》2019-07-07
- 《电气设备与新能源行业点评：5月海外电动车销量6.71万辆，同比+13%，环比+11%》2019-07-05

- 事件：7月9日，工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿），根据当前政策实际运行情况对原版文件作出修改，并更新2021-2023年要求。

1) 双积分两版政策对比如下

图表 1：双积分两版政策对比

【东吴电新】双积分修订征求意见稿对比			
更改内容	2017年双积分正式稿	2019年双积分修订征求意见稿	备注
单车新能源积分考核趋严	纯电动单车积分=0.012×续航里程+0.8 (上限5分)，插电为2分，燃料电池单车积分=0.16*电池额定功率 (上限为5分)	纯电动单车积分=0.006×R+0.4 (上限为3.4分)，插电为1.6分，燃料电池单车积分=0.08*电池额定功率 (上限为6分)	目前电动乘用车平均单车积分4，而新政下，按照 (30%插电+20%250km+40%400km+10%500km) 的结构，平均单车2.3分，相当于较原先版本所需电动车须增加74%
公布21-23年新能源积分考核		2021年度、2022年度、2023年度，新能源汽车积分比例要求分别为14%、16%、18%。2024年度及以后年度的新能源汽车积分比例要求，由工业和信息化部另行公布。	按照传统车每年5%增长，新能源积分每年增长22.5%、20%、18%。
油耗考核趋严	采用NEDC法测算燃料消耗量	2021-2023年，对与汽油、柴油、两用燃料及双燃料乘用车，应采用全球统一轻型车辆测试循环 (WLTC) 确定车型燃料消耗量。	
允许新能源积分按照一定比例结转3年	第二十三条 乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让。乘用车企业新能源汽车正积分可以依据本办法自由交易。 新能源汽车正积分不得结转，但2019年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转一年。 乘用车企业有平均燃料消耗量负积分、新能源汽车负积分的，应当在乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分核算情况报告发布后60日内，向工业和信息化部提交其平均燃料消耗量负积分和新能源汽车负积分抵偿报告 (见附件4)，并在核算情况报告发布后90日内完成负积分抵偿归零。	乘用车企业新能源汽车正积分可以依据本办法自由交易。 2019年度及以后年度产生的新能源汽车正积分按照下列规则向后结转，结转有效期不超过三年： (一) 2019年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转至2020年度使用； (二) 2020年度存在的新能源汽车正积分，每结转一次， 结转比例为50% 。 (三) 2021年度及以后年度企业传统能源乘用车平均燃料消耗量实际值与企业平均燃料消耗量达标值的比值不高于123%的，允许其当年度产生的新能源汽车正积分向后结转，每结转一次， 结转比例为50% 。只生产或者进口新能源汽车的企业产生的新能源汽车正积分按照50%的比例结转。	
车企平均油耗考核趋严	1) 对纯电动乘用车、燃料电池乘用车以及纯电动驱动模式综合上况续航里程达到50 km及以上的插电式混合动力乘用车，按实际值计算公式计算企业平均燃料消耗量时，其生产或进口量应乘以下列倍数Wi，取值为2018-2020年分别为 3、3、2 。 2) 除①所述车辆外，如车型燃料消耗量不大于2.8 L/100 km，按公式计算企业平均燃料消耗量时，其生产或进口量应乘以下列倍数Wi，取值为2018-2020年分别为 2.5、2.5、1.5 。 3) 除①及②规定的车辆外，按公式计算企业平均燃料消耗量时 Wi = 1 。	对纯电动乘用车、燃料电池乘用车以及满足GB/T 32694要求的可外接充电式混合动力乘用车，在计算企业平均燃料消耗量时，其生产或进口量应乘以下列倍数：2021-2023年分别为 2、1.8、1.6 倍。 除上述车辆外，如车型燃料消耗量不大于3.20L/100km，在计算企业平均燃料消耗量时，其生产或进口量应乘以下列倍数：2021-2023年分别为 1.4、1.3、1.2 倍。 其他车型在计算平均燃料消耗量时，其生产或进口量按照1倍计算。	系数越小，电池车及低油耗车权重越小，考核越严格
扩大传统车范围	本办法所称传统能源乘用车，是指除新能源汽车以外的，能够燃用汽油、柴油或者气体燃料的乘用车 (含非插电式混合动力乘用车)	本办法所称传统能源乘用车，是指除新能源汽车以外的，能够燃用汽油、柴油、气体燃料或者醇醚燃料等的乘用车 (含非插电式混合动力乘用车)	
降低低油耗乘用车核算新能源汽车积分达标值的基数	乘用车企业新能源汽车积分达标值，是指该企业在核算年度内传统能源乘用车的生产量或者进口量，与新能源汽车积分比例要求的乘积	计算乘用车企业新能源汽车积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或者进口量按照其数量的0.2倍计算。	

数据来源：工信部，东吴证券研究所

2) 双积分所需电动车产量测算对比

图表 2：双积分所需电动车产量测算对比

1.2017年双积分正式稿对电动车需求测算							
	燃油车产量 (万辆)	新能源积分 比例	新能源积分考 核所需 (万)	新能源单 车积分	满足油耗积分对应 电动车产量 (万 辆)	满足新能源积分对应 电动车产量 (万辆)	合计：满足双积分对 应电动车产量 (万 辆)
2018	2,212		0	3.60	21.5	0.0	22
2019E	2,101	10%	220	4.00	21.3	55.0	76
2020E	2,206	12%	278	4.00	25.6	69.4	95

2.2019年双积分修订征求意见稿对电动车需求测算								
	燃油车产量 (万辆)	新能源积分 比例	新能源积分考 核所需 (万)	新能源单 车积分	满足油耗积分对应 电动车产量 (万 辆)	满足新能源积分对应 电动车产量 (万辆)	合计：满足双积分对 应电动车产量 (万 辆)	渗透率
2021E	2,439	14%	341	2.38	77.3	143.4	221	8.3%
2022E	2,561	16%	410	2.42	114.0	169.3	283	10.0%
2023E	2,663	18%	479	2.46	168.3	194.9	363	12.0%

数据来源：工信部，东吴证券研究所测算

■ 事件点评

1. 新能源积分要求趋严

1) 单车积分降低，弱化续航里程影响

新版纯电单车积分上限降低 32%。平均降幅 40% 以上。新版纯电单车积分=0.006×续航里程+0.4（上限为 3.4 分），插电为 1.6 分，燃料电池单车积分=0.08*电池额定功率（上限为 6 分），意味着续航里程需达到 500 公里，才达到上年 3.4 分。而 17 年正式版本为：纯电单车积分=0.012×续航里程+0.8（上限 5 分），插电为 2 分，燃料电池单车积分=0.16*电池额定功率（上限为 5 分），意味着只要续航里程达到 350 公里，就可拿到上限 5 分。按照目前高端车型平均续航里程 400km，则新版积分为 2.8 分，较 17 年版本降低 44%。插电式单车积分为 1.6 分，与续航里程 200 公里的纯电积分相当，单车积分下降 20%。

目前由于高续航里程车型占比提升，18 年下半年至今平均单车积分约 4 分；按照新版标准，按照（30%插电+20%续航 250km+40%续航 400km+10%续航 500km）的结构，平均单车 2.3 分，相较而言，单车积分下降 42.5%。

2) 公布 2021-2023 年新能源积分考核比例，要求逐年提升

2021 年度、2022 年度、2023 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%。按照传统车每年 5% 增长，所需新能源积分每年增长 22.5%、20%、18%。

3) 满足新能源积分所需电动车测算

2018 年传统车 2212 万辆，按照 19-23 年增速分别为 0%、5%、5%、5%、5%，传统车销量分别为 2212 万、2323 万、2439 万、2561 万、2663 万辆，对应新能源积分分别为 221 万、279 万、341 万、410 万、479 万个，按照 21-23 年单车积分 2.38、2.42、2.46 测算，满足新能源积分所需电动车为 143 万、169 万、195 万辆。

2. 油耗积分要求趋严格

1) 降低电动车及节能车系数，平均油耗实际值考核趋严

车企平均燃料消耗量积分=（目标值-实际值）*企业乘用车生产或进口量

$$\text{实际值: } CACF = \frac{\sum_{i=1}^N FCi * Vi}{\sum_{i=1}^N Vi * Wi}$$

$$\text{目标值: } T_{CACF} = \frac{\sum_{i=1}^N Ti * Vi}{\sum_{i=1}^N Vi}$$

- i —乘用车车型序号
- FCi —第 i 个车型的燃料消耗量
- Vi —第 i 个车型的年度生产或进口量
- Ti —第 i 个车型对应燃料消耗量目标值
- T_{CACF} —企业平均燃料消耗量目标值
- Wi —第 i 个车型对应的倍数

新版提出，2021-2023 年对电动车倍数 w_i 分别降低为 2、1.8、1.6 倍，对于节能车倍数 w_i 降低为 1.4、1.3、1.2 倍，这个倍数主要会增加车企计算平均油耗的实际值，与油耗负积分成正比。而电动车此前 16-19 年的倍数分别为 5、5、3、3、2。国内近几年传统车油耗降幅小，基本依赖电动车（油耗 0+倍数高），随着电动车及节能车倍数下降，车企油耗实际值考核压力加大，在一定程度上也督促车企不仅需要发展电动车，也需督促降低传统车油耗。

图表 3：电动车及节能车的系数

阶段	年份	产量优惠倍数	
		新能源汽车	节能型汽车
三阶段	2012	5.0	3.5
	2013	5.0	3.5
	2014	5.0	3.5
	2015	5.0	3.5
四阶段	2016	5.0	3.5
	2017	5.0	3.5
	2018	3.0	2.5
	2019	3.0	2.5
五阶段	2020	2.0	1.5
	2021	2.0	1.4
	2022	1.8	1.3
	2023	1.6	1.2

数据来源：工信部，东吴证券研究所

2) 工况测试方法从 NEDC 切换至了 WLTC，传统车油耗增加

2021-2023 年，对与汽油、柴油、两用燃料及双燃料乘用车，应采用全球统一轻型车辆测试循环（WLTC）确定车型燃料消耗量。相比于 NEDC，WLTC 工况的改变主要体现在两个方面：车速波动大、怠速工况少，而且没有特别的规律性；涵盖更广的速度区间，测试周期也 longer。根据研究，WLTC 工况将比 NEDC 工况平均碳排放高 5.7%-7.7%，（碳排放就对应着油耗/电耗）。

图表 4：在 NEDC 工况下油耗指标

年份	车企平均油耗目标	乘用车实际油耗 (所有车型)	传统车平均油耗
2015	7.6	6.65	7.04
2016	6.7	6.43	6.87
2017	6.4	6.05	6.77
2018	6.0	5.80	6.60
2019	5.5	-	-
2020	5.0	-	-

数据来源：工信部，东吴证券研究所

3) 满足油耗积分对应电动车需求

2018 年行业油耗负积分为-77 万分（考虑关联企业内部结转），不考虑结转负积分为，往后随着油耗指标考核区严，且 21 年-23 年由于执行 WLTC 工况法，我们推测 2019-2023 年满足油耗负积分的电动车需要 37、44、77、114、168 万辆。

我们预测 2021-2023 年双积分所需电动乘用车产量为 221 万、283 万、363 万辆，复合增速 30%左右，渗透率达到 8.3%/10%/12%。

3. 允许新能源积分结转

17 年版本规定新能源汽车正积分不得结转，但 2019 年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转一年。

但新版本，2019 年度及以后年度产生的新能源汽车正积分按照下列规则向后结转，结转有效期不超过 3 年：1) 2019 年度可以等额结转到 2020 年度；2) 2020 年的新能源汽车正积分，每结转一次，结转比例为 50%；3) 2021 年度及以后年度企业传统能源乘用车平均燃料消耗量实际值与企业平均燃料消耗量达标值的比值不高于 123%的，允许其当年度产生的新能源汽车正积分向后结转，每结转一次，结转比例

为 50%。只生产或者进口新能源汽车的企业产生的新能源汽车正积分按照 50%的比例结转。

■ 投资建议

双积分政策倒逼车企继续加速推进电动车生产。1) 特别对于合资车企而言, 包括大众、通用、丰田、雷诺、本田等车企新能源积分缺口最大, 倒逼合资车企加速推出新车型, 预计 2020 年开始具备品牌及性能优势的电动车陆续推出, 拉动需求。2) 新能源积分更值钱, 增厚新能源车企利润, 预计 21 年后新能源积分供给过剩局面将改变, 积分价值将提高。

双积分落地, 长期托底电动行业发展。我们认为电动板块已明显见底, 估值和市值在历史底部, 充分反映 7 月销量平淡的预期, 而政策层面开始转向积极, 销量有望 8 月回暖, 2020 年不论是政策还是销量都是大年, Tesla 的 Model 3 中国工厂落地, 大众 MEB 平台车型落地, 未来成长空间较大, 锂电材料供需格局也将明显好转, 因此重点推荐逐步布局龙头, 锂电中游优质龙头 (新宙邦、天赐材料、璞泰来、星源材质、当升科技; 恩捷股份、杉杉股份, 关注多氟多); 电池龙头 (宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科); 核心零部件 (汇川技术、宏发股份、麦格米特); 同时推荐股价处于底部的优质上游资源钴和锂 (天齐锂业, 关注赣锋锂业)。

图表 5: 重点公司盈利估值表

细分行业	名称	证券代码	股价	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			评级
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
电池	宁德时代	300750.SZ	69.68	33.87	45.00	56.67	1.54	2.05	2.58	45	34	27	买入
	比亚迪	002594.SZ	49.6	27.80	36.71	45.72	1.02	1.35	1.68	49	37	30	买入
	亿纬锂能	300014.SZ	25.2	5.71	10.74	13.94	0.59	1.11	1.44	43	23	18	买入
	欣旺达	300207.SZ	11.68	7.01	10.26	14.89	0.45	0.66	0.96	26	18	12	买入
锂矿	天齐锂业	002466.SZ	25.56	22.00	13.48	21.68	1.93	1.18	1.90	13	22	13	买入
	赣锋锂业	002460.SZ	23.22	12.23	10.62	12.71	0.93	0.81	0.97	25	29	24	未评级
电解液	新宙邦	300037.SZ	20.68	3.20	4.03	4.94	0.84	1.06	1.30	24	19	16	买入
	天赐材料	002709.SZ	23.66	4.56	2.51	5.04	1.33	0.73	1.47	18	32	16	买入
隔膜	星源材质	300568.SZ	22.95	2.22	2.79	3.05	1.16	1.45	1.59	20	16	14	买入
	恩捷股份	002812.SZ	51.15	5.18	9.07	10.86	1.09	1.91	2.29	47	27	22	买入
正极	当升科技	300073.SZ	24.02	3.16	3.93	5.58	0.72	0.90	1.28	33	27	19	买入
	杉杉股份	600884.SH	10.39	11.15	10.66	13.40	0.99	0.95	1.19	10	11	9	买入
负极	璞泰来	603659.SH	46.99	5.94	8.70	11.72	1.37	2.00	2.70	34	23	17	买入
	汇川技术	300124.SZ	23.23	11.67	14.17	18.00	0.70	0.85	1.08	33	27	21	买入
电机电控	麦格米特	002851.SZ	18.13	2.02	3.67	4.85	0.43	0.78	1.03	42	23	18	买入
	宏发股份	600885.SH	23.55	6.99	8.32	10.81	0.94	1.12	1.45	25	21	16	买入
核心零部件	旭升股份	603305.SH	24.52	2.94	3.83	4.89	0.73	0.96	1.22	33	26	20	未评级
	三花智控	002050.SZ	10.42	12.92	14.67	17.06	0.47	0.53	0.62	22	20	17	买入

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 未评级公司盈利预测采用 wind 一致预期

■ 风险提示

投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

