



强于大市

# 乘用车双积分办法修正案 征求意见稿点评

## 政策促进新能源及节能汽车快速发展

2019年7月9日，工信部发布关于《〈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）》，更新了2021-2023年度新能源积分比例要求，对2021年及以后新能源积分标准和车型技术要求进行了修订，完善了新能源汽车积分灵活性、传统能源车油耗引导等措施，更新了小规模企业油耗核算优惠，并将醇醚燃料乘用车纳入双积分核算。本次修订有望促进新能源及节能汽车的共同快速发展，利好节能技术领先、新能源发展较快的技术优势企业及相关供应链，重点推荐比亚迪、万里扬，建议关注广汽集团H、科力远。

### 主要观点

- **2021-2023年积分要求确定，保障新能源汽车持续快速发展。**本次征求意见稿确定2021-2023年新能源汽车积分比例要求分别为14%、16%、18%。积分要求确定加上单车积分值大幅下降，保障了新能源汽车的持续快速发展。我们预计2020年国内新能源乘用车产销量接近200万辆，据测算2023年新能源乘用车产量有望达到364万辆，年均复合增长率高达26%，有望保持高速增长。
- **新能源单车积分值大幅下降，政策鼓励低电耗车型。**本次征求意见稿中，新能源汽车单车积分值2021年开始大幅下降，纯电动和燃料电池标准车型降幅约50%，插混车型降幅为20%。目前新能源汽车积分目标较低，降低单车积分值有助于提升新能源汽车产量。此外纯电动汽车设置了范围较宽的电耗调整系数（0.5-1.5），有助于鼓励车企发展低电耗的纯电动汽车，技术优势企业及相关供应链有望受益。
- **政策鼓励低油耗车型发展，混动技术有望迎来发展良机。**在四阶段油耗法规的执行过程中，国内乘用车行业整体油耗快速降低，但主要得益于新能源汽车在油耗计算中的巨大优势，传统汽车油耗真实降幅远低于计入新能源后的油耗降幅。本次征求意见稿提出在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，突出了对于低油耗车型的扶持，有望推动48V、强混等节能技术快速发展，相关产业链有望受益。
- **完善新能源汽车积分结转制度，增加车企发展新能源的积极性。**本次征求意见稿修订了新能源汽车积分的结转规则，增加结转及积分有效期延长，有望增加新能源积分供给，或对积分价格产生一定负面影响，但同时可以防止新能源汽车积分的过期作废，并有望增加车企发展新能源汽车积分的积极性。

### 投资建议

- 本次《征求意见稿》中明确了2021-2023年新能源积分考核和分值标准，鼓励企业发展低能耗新能源及传统汽车，有望促进新能源及节能汽车的共同快速发展，利好节能技术领先、新能源发展较快的技术优势企业及相关供应链。
- 重点推荐比亚迪（新能源乘用车龙头企业，三电等技术领先）、万里扬（CVT油耗及ECVT电耗较低，有望推广应用于传统及电动汽车），建议关注广汽集团H（旗下合资企业混动技术突出，有望受益于混动技术推广）、科力远（有望受益于混动车型推广）。

### 风险提示

- 1) 新能源汽车销量不及预期；2) 政策实施不及预期。

### 相关研究报告

《汽车行业2019年中期策略——黎明将至》  
20190702

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314  
peng.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

魏敏

(8621)20328306  
min.wei@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007



## 一、单车积分值大幅下降，2021-2023 年目标确定保障新能源汽车持续快速发展

### 1) 单车新能源积分值大幅下降，政策鼓励低电耗车型

根据征求意见稿，2021 年开始新能源汽车单车积分值大幅下降，纯电动和燃料电池标准车型降幅约 50%，插混车型降幅为 20%。目前新能源汽车积分值目标较低，降低单车积分值有助于提升新能源汽车产量。

对于纯电动汽车，续航里程的积分因子减小 50%，有望引导企业根据消费者实际需求开发产品，避免过分追求高里程。此外纯电动汽车设置了范围较宽 (0.5-1.5) 的电耗调整系数，有助于鼓励车企发展低电耗的纯电动车。对于插混车型，不再以 80km 为界限分段考核，同时考核电量消耗模式下电耗和电量保持模式下油耗，引导企业开发真正的低能耗车型。

目前纯电动汽车多为单级减速器，电机经常工作在非高效区，若采用多级或无级减速器将大幅降低电耗。如万里扬开发的 ECVT 产品可以降低纯电动车 5-8% 电耗，有助于获得更高的积分，未来有望推广应用。

图表 1. 新能源汽车单车分值变化

车辆类型	2020 年以前单车积分	2021 年开始单车积分	降幅(%)
纯电动乘用车	标准车型分值 $0.012 \times R + 0.8$ ，上限 5， 调整系数 0.5-1.2 倍	标准车型分值 $0.006 \times R + 0.4$ ，上限 3.4， 调整系数 0.5-1.5 倍	50
插电式混合动力乘用车	2	1.6	20
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$ ，上限 5	$0.08 \times P$ ，上限 6	50

资料来源：工信部、中银国际证券

### 2) 2021-2023 年新能源汽车积分要求确定，保障新能源汽车持续快速发展

本次征求意见稿确定 2021-2023 年的新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%，延续了 2019-2020 年 10%、12% 的积分比例要求。积分要求确定加上单车积分值大幅下降，将保障新能源汽车持续快速发展。目前 2024-2025 年的新能源积分比例要求尚未确定，也为 2025 年实现《汽车产业中长期发展规划》新能源汽车占比 20% 的目标留下了较大的政策腾挪空间。

根据我们测算，2023 年满足新能源汽车积分要求及油耗负积分抵偿要求，新能源乘用车产量约需要 325-403 万辆。其中单车积分按照 80% 纯电动（平均 2.8 分）、20% 混动（平均 1.6 分）测算得到 2.56 分，此外由于油耗降幅、油耗负积分等目前难以确定，因此对需抵偿油耗负积分采取情景分析法。

我们预计 2020 年国内新能源乘用车产销量将接近 200 万辆，2023 年新能源乘用车产量按照 364 万辆计算，年均复合增长率高达 26%。

图表 2. 新能源汽车产量预测

	2021A	2021B	2021C	2022A	2022B	2022C	2023A	2023B	2023C
传统乘用车销量 (万辆)	2,265	2,265	2,265	2,347	2,347	2,347	2,401	2,401	2,401
新能源汽车积分比例要求(%)	14	14	14	16	16	16	18	18	18
新能源汽车积分要求 (万分)	317	317	317	375	375	375	432	432	432
需抵偿油耗负积分* (万分)	200	300	400	300	400	500	400	500	600
合计所需新能源汽车积分 (万分)	517	617	717	675	775	875	832	932	1,032
单车平均积分	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56
所需新能源汽车产量 (万辆)	202	241	280	264	303	342	325	364	403

资料来源：工信部、中银国际证券



## 二、政策鼓励低油耗车型发展，混动技术有望迎来发展良机

本次征求意见稿提出，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。其中低油耗乘用车是指综合工况燃料消耗量不超过《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中对应的车型燃料消耗量目标值与该核算年度的企业平均燃料消耗量要求之积的传统能源乘用车。

在四阶段油耗法规的执行过程中，国内乘用车行业整体油耗快速降低，但主要得益于新能源汽车在油耗计算中的巨大优势，传统汽车油耗还是保持较高水平，真实油耗降幅远低于计入新能源后的油耗降幅。

图表 3. 2016-2018 乘用车油耗变化

	2016	2017	2018
未计入新能源乘用车实际值 (L/100km)	6.87	6.76	6.59
降幅(%)		1.60	2.51
计入新能源乘用车实际值 (L/100km)	6.43	6.05	5.80
降幅(%)		5.94	4.03

资料来源：中汽中心，中银国际证券

为了扭转传统乘用车油耗降幅较低的局面，本次征求意见稿通过新能源汽车积分目标降低 80% 等手段，突出了对于低油耗车型的扶持。

假设某乘用车企 2021 年生产传统乘用车 100 万辆：1) 正常情况下，新能源汽车积分要求为 14%，按照单车 2.56 分计算，需要生产 5.5 万辆新能源汽车；2) 如果传统汽车均为低油耗车型，则新能源汽车积分要求将降低至 2.8%，按照单车 2.56 分计算，仅需要生产 1.1 万辆新能源汽车就可以满足要求。假设未来新能源汽车积分价值为 5,000 元/分，则可以节省 5.6 亿元，相当于低油耗汽车在新能源积分上单车可以节省 560 元。

图表 4. 普通及低油耗汽车的新能源汽车积分要求比较

	普通汽车	低油耗汽车
传统汽车产量 (万辆)	100	100
积分比例要求 (以 2021 年为例) (%)	14	2.8
新能源汽车积分要求 (万分)	14	2.8
单车积分	2.56	2.56
满足积分要求的新能源汽车产量 (万辆)	5.47	1.09
积分价值 (万元)	70,000	14,000

资料来源：工信部，中银国际证券

此外根据《乘用车燃料消耗量评价方法及指标（征求意见稿）》，2021-2025 年新能源汽车与节能汽车计算企业平均燃料消耗量时的折算系数  $W_i$  逐年下降，也就意味着企业满足油耗法规要求时，新能源汽车的单车边际贡献将会越来越小，这也迫使企业必须努力发展低油耗的传统汽车。



图表 5. 新能源及节能汽车的折算系数 Wi 逐年降低

折算系数 Wi	新能源汽车	节能汽车 (油耗低于 3.2 L/100km)
2016	5	3.5
2017	5	3.5
2018	3	2.5
2019	3	2.5
2020	2	1.5
2021	2.0	1.4
2022	1.8	1.3
2023	1.6	1.2
2024	1.3	1.1
2025	1.0	1.0

资料来源：工信部，中银国际证券，注：2021-2025 折算系数为征求意见稿数字。

降低油耗可以从提高热动能量转换效率、降低能量传输过程损失、减少辅助系统能量消耗、减少车辆行驶所需能量等四个方面入手，具体措施包括涡轮增压技术、48V 混动、轻量化等。低油耗车型的门槛较高，预计需要多项技术的结合。从成本及节油效果的角度考虑，48V、强混等技术的效费比较高，未来有望大幅推广。

图表 6. 降低油耗的措施、效果及成本

类型	可用措施	节能效果(%)	成本 (万元)
提高热动能量转换效率	直喷与增压技术、发动机小型化应用比例的进一步提升，发动机气门技术、工作循环以及压缩比的进一步优化	15	0.74
降低能量传输过程损失	多档机械式自动变速器、无级变速器、双离合变速器等多档化、智能化先进变速器	3	0.13
减少车辆行驶所需能量	轻量化，低滚阻轮胎	4	0.3
	自动启停等	3	0.1
混动技术	弱混，48V 混动技术	15	0.3-0.5
	强混，功率分流等混动技术	30	1.8-2.8

资料来源：工信部，中银国际证券

整车领域，广汽集团旗下丰田及本田混动技术突出；零部件领域，科力远等与丰田具有紧密的合作关系，均有望受益于混动技术的爆发。

### 三、完善新能源汽车积分结转制度，提升车企发展新能源积极性

本次征求意见稿修订了新能源汽车积分的结转规则，2020 年及以后的新能源汽车积分可以向后结转，2019 年产生的新能源汽车积分有效期由原来的 1 年提升至 3 年。

增加结转及有效期的延长将会增加积分供给，或对新能源汽车积分价格产生一定负面影响，但可以防止新能源汽车积分的过期作废，有望提升车企发展新能源汽车积分的积极性。





图表 7. 新能源汽车积分结转制度比较

类型	征求意见稿	原规定
2019 年	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新能源汽车正积分不得结转，后结转，结转有效期不超过三年：（一）2019 年度产生的新能源但 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。	新能源汽车正积分不得结转，车正积分可以等额结转一年。
2020 年及以后		新能源汽车正积分不得结转

资料来源：工信部、中银国际证券

#### 四，投资建议

本次《征求意见稿》中明确了 2021-2023 年新能源积分考核和分值标准，鼓励企业发展低能耗新能源及传统汽车，有望促进新能源及节能汽车的共同快速发展，利好节能技术领先、新能源发展速度较快的技术优势企业及相关供应链。

重点推荐比亚迪（新能源乘用车龙头企业，三电等技术领先）、万里扬（CVT 油耗及 ECVT 电耗较低，有望推广应用于传统及电动汽车），建议关注广汽集团 H（旗下合资企业混动技术突出，有望受益于混动技术推广）、科力远（有望受益于混动技术推广）。

#### 五，风险提示

- 1) 新能源汽车销量不及预期；
- 2) 政策实施不及预期。



附录图表 8. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	资产 (元/股)
002594.SZ	比亚迪	买入	54.89	1,497.5	1.02	1.69	53.9	32.5	19.29
002434.SZ	万里扬	买入	6.53	87.5	0.26	0.41	24.9	15.9	4.39
600478.SH	科力远	未有评级	5.25	86.8	0.01	0.01	399.6	525.0	1.73
601238.SH	广汽集团	未有评级	11.49	1,176.2	1.07	1.12	10.8	10.3	7.44

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 7 月 9 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371