

报告日期：2019 年 7 月 10 日

新能源汽车

2019 年双积分征求意见稿要点解析 ——事件点评

✎ : 王鹏 执业证书编号 S1230514080002 陈逸凡 执业证书编号 S1230116110002
☎ : 021-80105904 021-80105912
✉ : wangpeng@stocke.com.cn chenyanfan1@stocke.com.cn

行业评级

新能源汽车

增持

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），以推动我国节能与新能源汽车产业健康可持续发展，加快汽车工业转型升级。

投资要点

□ 纯电动乘用车单车积分调减 32%-50%，新能源积分获取难度加大

从近几年双积分实行的情况看，新能源积分出现较多节余（2018 年燃料消耗量负积分 295 万分，新能源汽车正积分 403 万分），此次征求意见稿对积分计算方法进行了调整。以纯电动乘用车为例，不同续航里程对应的积分将比老算法调减 32%-50%。同时积分上限设定为 3.4 意味着续航里程 500km 将被认为是纯电动车续航与成本的较好平衡点，从而避免车企过分追求高里程车型。相应的，燃料电池乘用车的积分上限对应的系统功率为 75kW，符合我国当前的行业发展水平。

□ 2021-2023 新能源积分比例目标为 14%、16%、18%，需求稳步上升

根据我们估算，2019-2023 年新能源汽车生产量为 86、184、297、298、336 万辆时，车企积分可实现总体平衡（假设见正文）。由于单车积分的调减以及 WLTC 测试要求的提升，2021 年的产量需求较 2020 年有一个明显的提升，将给车企带来较大压力。因此，征求意见稿提出：1）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；2）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%；3）结转有效期不超过三年。我们预计 2021 年的新能源汽车生产压力将通过这一结转机制传导至 2019-2020 年。

□ 投资建议

此次双积分政策更新较大力度地提升了供给端对新能源汽车生产的诉求，有利于新能源汽车行业的长期发展。根据高工锂电数据，2019 上半年新能源汽车产量约 60.9 万辆，同比增长 60%，保持高速增长；同期动力电池装机量约 30.01GWh，同比增长 93%。进入 7 月后受补贴退坡、汽车消费进入淡季、行业去库存等因素叠加影响，市场对新能源汽车销量预期较为悲观。我们认为，新能源汽车行业的长期驱动因素（汽车能源消费转型）并未发生变化，建议从 3 个维度进行投资配置：1）动力电池头部产能紧缺，参与龙头电池厂扩产的设备供应商：先导智能、赢合科技；2）进入海外供应链的四大材料龙头：恩捷股份、璞泰来、星源材质、当升科技、新宙邦；3）市场份额稳固的电池供应商：宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科。

风险提示：新能源汽车安全风险高于预期；产业链降价速度高于预期；

相关报告

《购置和运营补贴双管齐下，促进新能源公交车推广》_20190509

《平均能量密度持续提升，磷酸铁锂复苏仍需等待》——2019 年第 3 批新能源汽车推广目录点评_20190411

《平均续航里程与能量密度稳步提升》——2019 年第 2 批新能源汽车推广目录点评_20190312

《国际车企新能源车型投放进度分析——2019 日内瓦车展点评》_20190308

《海外市场崛起，全球新能源汽车开启高速增长——2019 新能源汽车行业深度报告》_20190217

报告撰写人：王鹏

数据支持人：陈逸凡

点评报告

行业研究——新能源

证券研究报告

点评

明确 21-23 年积分考核和分值标准，纯电动乘用车单车积分调减 32%-50%。从近几年双积分实行的情况看，新能源积分出现较多节余(2018 年燃料消耗量负积分 295 万分，新能源汽车正积分 403 万分)，此次征求意见稿对积分计算方法进行了调整。以纯电动乘用车为例，不同续航里程对应的积分将比老算法调减 32%-50%。同时积分上限设定为 3.4 意味着续航里程 500km 将被认为是纯电动车续航与成本的较好平衡点，从而避免车企过分追求高里程车型。相应的，燃料电池乘用车的积分上限对应的系统功率为 75kW，符合我国当前的行业发展水平。

表 1：新能源汽车积分计算方法比较

车辆类型	征求意见稿	原算法	备注
纯电动乘用车	$0.006 \times R + 0.4$	$0.012 \times R + 0.8$	(1) R 为电动汽车续驶里程(工况法)，单位为 km。 (2) P 为燃料电池系统额定功率，单位为 kW。 (3) 纯电动乘用车续驶里程低于 150km 的，标准车型积分统一为 1 分。
插电式混合动力乘用车	1.6	2	(4) 纯电动乘用车标准车型积分上限为 3.4 分，燃料电池乘用车标准车型积分上限为 6 分。
燃料电池乘用车	$0.08 \times P$	$0.16 \times P$	(5) 车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数

数据来源：工信部，浙商证券研究所

2021-2023 的新能源积分比例目标为 14%、16%、18%，估算积分平衡态下三年新能源汽车生产量为 297、298、336 万辆。征求意见稿公布了新一期的积分比例目标，2021~2023 年度新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%，延续此前每年 2% 的提升比例。我们按以下假设估算政策下新能源汽车的产量下限：

- 1) 2019-2023 年传统燃油乘用车产量保持在 2000 万辆水平；
- 2) 2019-2023 年生产的新能源汽车全部为纯电动车型；
- 3) 2019-2023 年平均单车续驶里程分别为 250、250、300、300、300km；
- 4) 2019-2023 年燃料消耗量负积分(考虑内部结转后)为 126、457、373、335、380 万分；

我们算得 2019-2023 年新能源汽车生产量为 86、184、297、298、336 万辆时，车企积分可实现总体平衡。由于单车积分的调减，2021 年的产量需求较 2020 年有一个明显的提升，将给车企带来较大压力。因此，征求意见稿提出：1) 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；2) 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%；3) 结转有效期不超过三年。我们预计 2021 年的新能源汽车生产压力将通过这一结转机制传导至 2019-2020 年。

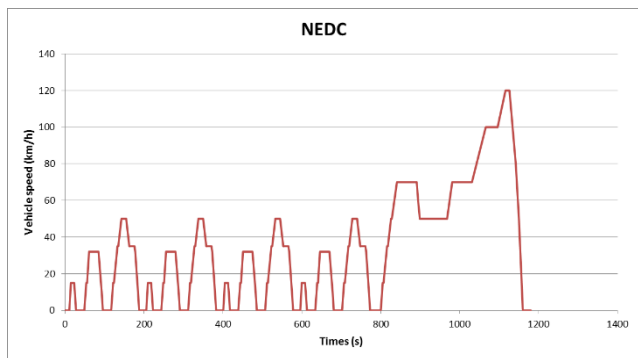
表 2：新能源汽车产量下限测算

	2019	2020	2021	2022	2023
新能源积分比例目标	10%	12%	14%	16%	18%
传统燃油车产量假设(万辆)	2000	2000	2000	2000	2000
新能源积分目标值	200	240	280	320	360
新能源车平均单车积分假设	3.8	3.8	2.2	2.2	2.2
新能源汽车产量下限(万辆)	53	63	127	145	164
结转后油耗负积分假设(万分)	126	457	373	335	380
平衡态新能源汽车产量(万辆)	86	183	297	298	336

数据来源：工信部，浙商证券研究所

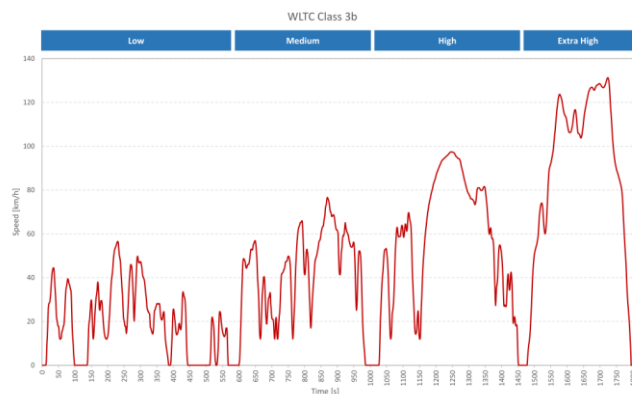
工况测试环境由 NEDC 变为 WLTC，同车型续驶里程平均减少 21.5%。根据征求意见稿，2021 年开始将实行 WLTC 工况测试条件，相比现在实行的 NEDC 工况，WLTC 工况测试里程更长，平均时速更快，车辆测试到的工况点更多，更接近现实用车环境。根据 InsideEVs 的数据统计，在 NEDC 转换至 WLTC 后，同车型续驶里程平均减少 21.5% 左右。

图 1：NEDC 测试循环



资料来源：wikipedia，浙商证券研究所

图 2：WLTC 测试循环



资料来源：wikipedia，浙商证券研究所

此外，本次征求意见稿还涉及到：

- 1) 将醇醚燃料乘用车纳入传统能源乘用车适用范围；
- 2) 将低油耗乘用车纳入新能源车积分核算：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。
- 3) 将原有三档电耗调整系数（0.5、1、1.2）调整为两档（0.5、1-1.5）；
- 4) 更新 2021-2023 年 CAFC 计算方法及目标：

表 3：新能源车、节能车数量核算放大倍数及平均燃料消耗量达标值比例

年份	新能源车倍数	节能车倍数	平均燃料消耗量达标值比例
2016	5	3.5	1.34
2017	5	3.5	1.28
2018	3	2.5	1.2
2019	3	2.5	1.1
2020	2	1.5	1
2021	2	1.4	1.23
2022	1.8	1.3	1.2
2023	1.6	1.2	1.15

数据来源：工信部，浙商证券研究所

- 5) 更新年产 2000 辆以下小规模企业核算优惠：企业 2021 年度至 2023 年度平均燃料消耗量较上一年度下降达到 4% 以上的，其达标值在《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》规定的企业平均燃料消耗量要求基础上放宽 60%；下降 2% 以上不满 4% 的，其达标值放宽 30%；

投资建议

此次双积分政策更新较大力度地提升了供给端对新能源汽车生产的诉求，有利于新能源汽车行业的长期发展。根据高工锂电数据，2019 上半年新能源汽车产量约 60.9 万辆，同比增长 60%，保持高速增长；同期动力电池装机量约 30.01GWh，同比增长 93%。进入 7 月后受补贴退坡、汽车消费进入淡季、行业去库存等因素叠加影响，市场对新能源汽车销量预期较为悲观。我们认为，新能源汽车行业的长期驱动因素（汽车能源消费转型）并未发生变化，建议从 3 个维度进行投资配置：1）动力电池头部产能紧缺，参与龙头电池厂扩产的设备供应商：**先导智能、赢合科技**；2）进入海外供应链的四大材料龙头：**恩捷股份、璞泰来、星源材质、当升科技、新宙邦**；3）市场份额稳固的电池供应商：**宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科**。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn