

证券研究报告—动态报告/行业快评

电气设备新能源

双积分政策（征求意见稿）点评
超配

（维持评级）

2019年07月10日

调低单车积分，确立 2021-2023 年考核目标

证券分析师：方重寅

fangchongyin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030002

证券分析师：居嘉骥

jujiaxiao@guosen.com

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518110001

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 0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

事项：

7月9日工信部发布了《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），向社会公开征求意见，截止日期是2019年8月9日。本次征求意见稿相较于之前版本有如下改变：1)修改了传统能源乘用车适用范围，明确使用醇醚燃料的乘用车为传统能源乘用车；2)更新积分计算方面，并提出2021-2023年考核目标，其中纯电动乘用车和燃料电池乘用车标准车型积分下降至一半，插电式混合动力乘用车标准车型积分从2分下降至1.6分，并且规定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，2019-2020年考核目标不变仍维持10%和12%，新设2021-2023年考核目标为14%、16%、18%。3)完善了积分结转规定，对企业能源乘用车燃料消耗量达到当年度达标值123%的，新能源汽车正积分可按照50%的结转系数向后结转，结转有效期不超过3年，2019年产生的新能源积分可等额结转至2020年度使用，同时核算企业新能源汽车积分目标值时低油耗车型按0.2辆计算；4)更新了小规模企业核算优惠，对年生产或进口量2000辆以下的企业考核其2021-2023年度平均燃料消耗量下降幅度从6%/3%放宽至4%/2%。

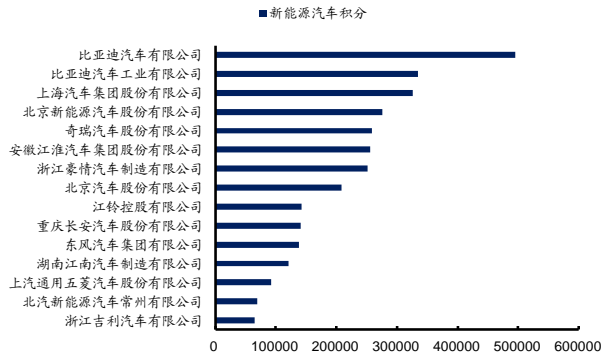
国信电新观点：《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿），基本符合之前的市场预期。从短期来看，纯电动和燃料电池车单车积分减半将有效解决目前新能源汽车积分过剩、交易价格偏低的问题，一方面会继续刺激整车厂加大新能源汽车领域的布局，从财政补贴外的手段刺激行业发展，另一方面能有效引导传统车油耗下降，传统车节能路线有望获得重视；从中长期看，2021-2023年考核目标进一步凸显了新能源汽车在补贴完全退出后与传统车对比中的经济性，引导传统车厂逐步向新能源汽车转型。受2019年补贴政策切换+部分车厂下调销量预期+部分电池厂减产影响，目前新能源汽车行业景气度较低，我们预计行业基本面将在三季度见底并由此开启长期增长模式，持续看好19年锂电池全球供应链机会以及行业优质龙头，建议关注新宙邦、宁德时代、国轩高科、比亚迪等。

评论：

■ 征求意见稿基本符合预期，主要体现在单车积分下调以及2021-2023年考核目标确立

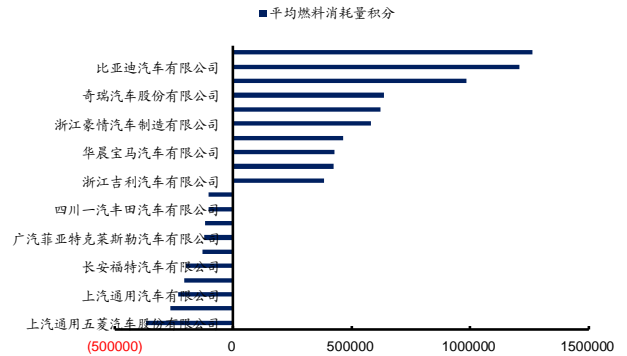
双积分政策自2019年开始实施以来由于单车积分相对较高、考核目标偏低的原因，对整车厂的约束力相对较弱。根据工信部统计，2018年乘用车油耗5.8升，油耗积分700万分，新能源积分400万分，2018年新能源积分占比达到16.5%，远超2019年10%的目标，而2019年1-5月新能源积分占比更是达到23.9%，对新能源汽车行业只起到了提供销量下限的作用。从分车企的执行情况来看，2018年国内本土整车厂中比亚迪、上汽、北汽新能源、奇瑞、江淮的新能源汽车总积分排名靠前，而进口、合资车企中特斯拉一枝独秀，其他企业有待加强。

图 1: 2018 年国内新能源汽车积分前五企业



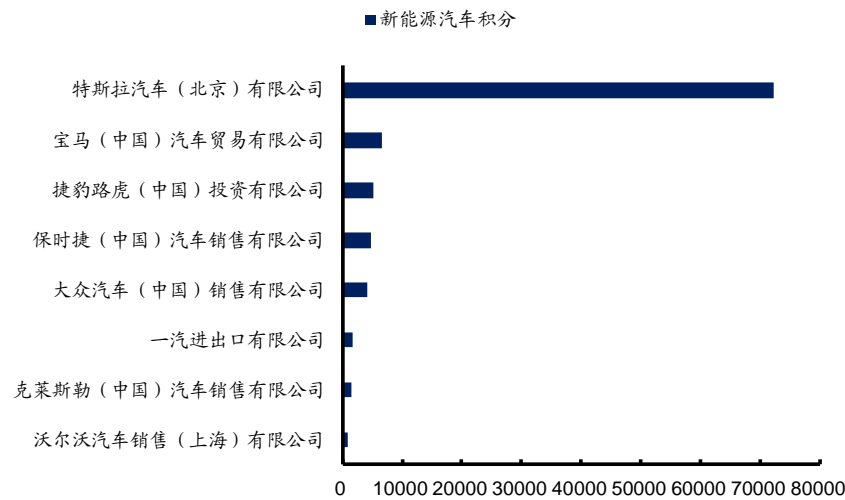
资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2018 年国内燃油积分前十和倒数前十企业



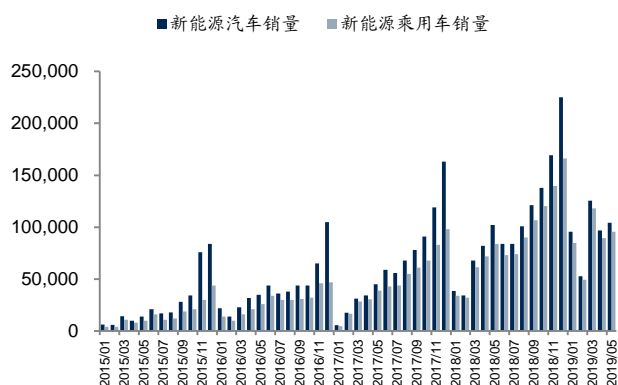
资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2018 年拥有新能源汽车积分的进口乘用车企业



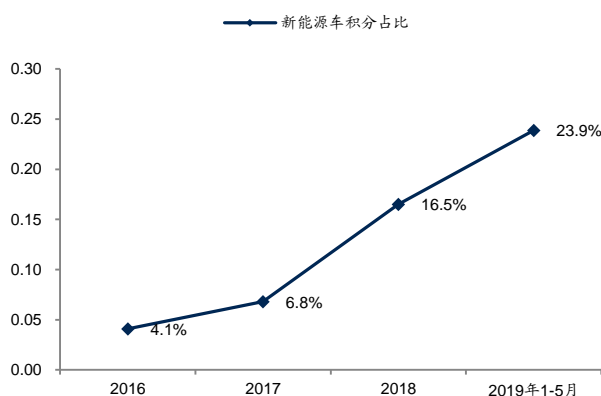
资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 4: 国内新能源汽车销量(辆)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 5: 新能源汽车积分情况



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所整理

而本次征求意见稿与之前版相比, 主要讲纯电动乘用车和燃料电池乘用车的积分减半, 单车标准车型积分上限从 5 分调整为纯电动乘用车 3.4 分, 燃料电池乘用车 6 分; 插电式混合动力乘用车积分从 2 分下调至 1.6 分。

从短期来看, 纯电动和燃料电池车单车积分减半将有效解决目前新能源汽车积分过剩、交易价格偏低的问题, 一方面会继续刺激整车厂加大新能源汽车领域的布局, 从财政补贴外的手段刺激行业发展, 另一方面能有效引导传统车油耗下降, 传统车节能路线有望获得重视, 后续传统车节能减排技术如高压喷射、停缸、低滚阻轮胎、空气动力学、轻量化、48V 系统、P2 混动、HEV 强混等等一系列措施有望纳入整车厂的考虑范围。

从中长期看, 2021-2023 年 14%、16%、18% 的考核目标进一步凸显了新能源汽车在补贴完全退出后在与传统车对比中的经济性, 引导传统车厂逐步向新能源汽车转型。

表 1: 19 版双积分征求意见稿与 17 版对比

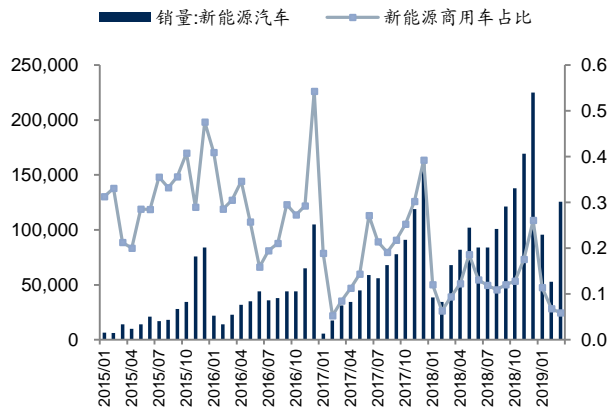
车辆类型	2017 版年标准车型积分	2019 版年标准车型积分
纯电动乘用车	$0.012 \times R + 0.8$	$0.006 \times R + 0.4$
插电式混合动力乘用车	2	1.6
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$	$0.08 \times P$
备注	(1) R 为电动汽车续驶里程(工况法), 单位为 km。 (2) P 为燃料电池系统额定功率, 单位为 kW。 (3) 标准车型积分上限为 5 分。 (4) 车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数。	
	(1) R 为电动汽车续驶里程(工况法), 单位为 km。 (2) P 为燃料电池系统额定功率, 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。 (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。 (5) 车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数	

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

■ 继乘用车双积分政策后, 商用车积分交易政策后续有望加速推进

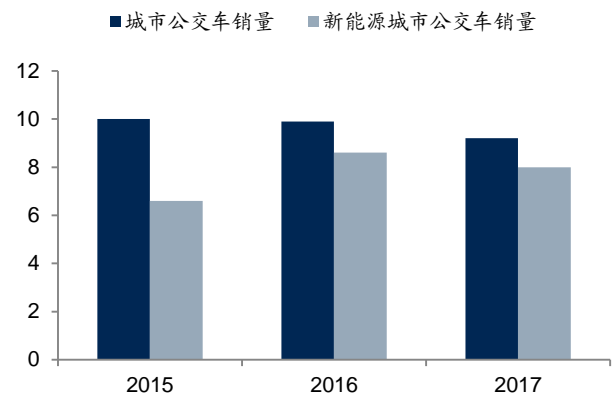
“补贴退坡 + 积分制度”是政府“十三五”新能源汽车政策的核心, 乘用车双积分制度的实施有效保障了新能源乘用车的销量下限, 同时督促了各大整车厂在新能源汽车领域的布局, 而新能源商用车在某些特殊领域更易发挥新能源汽车的优势, 自我推广新能源汽车初就具有较高占比, 受 2018 年补贴政策退坡幅度较大以及下游需求影响新能源商用车目前的销量占比呈现萎缩趋势, 2019 年 1-3 月新能源商用车销量 2.19 万辆(其中客车 1.55 万辆)占比仅为 7.98%, 商用车积分交易政策将有望接替补贴政策刺激新能源商用车的需求。

图 6: 国内新能源汽车销量及新能源商用车占比



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 7: 新能源公交车销量 (万辆)



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 精选磷锂电全球供应链机会标的以及优质龙头企业

从中长期来看, 新能源商汽车产业增速不减, 电动化全球化趋势加剧; 从短期来看, 受 2019 年补贴政策切换+部分车厂下调销量预期+部分电池厂减产影响, 目前新能源汽车行业景气度较低, 我们预计行业基本面将在三季度见底并由此开启长期增长模式, 持续看好 19 年锂电池全球供应链机会以及行业优质龙头, 建议关注新宙邦、宁德时代、国轩高科、比亚迪等。

■ 风险提示

新能源汽车产销不及预期、补贴和双积分政策不及预期、全球化竞争加剧。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
002074	国轩高科	买入	13.28	0.51	0.75	0.87	26.0	17.7	15.3	1.8
300750	宁德时代	增持	70.86	1.54	1.97	2.46	45.9	36.0	28.8	4.7
300037	新宙邦	增持	23.15	0.84	1.03	1.27	27.4	22.6	18.3	3.2
002594	比亚迪	增持	54.89	1.02	1.30	1.67	53.8	42.2	32.9	2.7

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《新能源 2019 年中期投资策略: 政策落地, 新能源景气度加速回升》 ——2019-06-20
- 《电力设备新能源-动态报告-取消限购限行, 加快城市公共领域用车更新》 ——2019-06-10
- 《新能源行业政策点评: 光伏政策落地, 开启下半年国内装机周期》 ——2019-06-03
- 《新能源行业政策点评: 平价时代开启: 第一批光伏风电平价项目落地》 ——2019-05-24
- 《电力设备新能源行业 2019 年一季报及 2018 年年报总结: 政策落地, 拐点将至, 新能源行业估值上修进行时》 ——2019-05-09

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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不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