

汽车行业：2021-2023年“双积分”征求意见稿发布

——混动与燃油车节能措施的重要性将提升

2019年07月10日

看好/维持

汽车

行业报告

投资摘要：

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）（以下简称“征求意见稿”），拟定了2021-2023年的“双积分”具体评价标准。

新能源车积分获取难度加大，加入纯电动车能耗要求。现行双积分中纯电动车的单车积分上限为5分，而“征求意见稿”中降低到了3.4分。相对而言，混动车型新能源车积分的降幅较低。同时“征求意见稿”明确了对纯电动车电耗方面的考察，从节能的角度给予纯电动车综合评价，而不是仅仅以续航里程论英雄。此外“征求意见稿”中提出2021/2022/2023年新能源车达标积分的比例分别为14%/16%/18%。此前2019/2020年分别为10%和12%。

新能源积分与油耗积分要求均明显上升。“征求意见稿”中要求到2025年全国加权平均油耗按WLTC测算达到4.6L/100km或以下，比2020年低20%左右。“征求意见稿”中特别提及了对低油耗燃油车（主要为全混等车型）的鼓励。

预计燃油车节能措施的实施将加速。我们预计2018-2021年新能源车销量CAGR为45%，2021-2025年CAGR为25%。在此前提下，燃油车平均油耗需要平均每年下降1.4%，才能满足“征求意见稿”要求。过去数年油耗下降程度不达预期，因此“征求意见稿”的推出相当于对混动、低油耗燃油车支持力度的加大，以及对三缸机、48V和轻量化等其他节能措施需求的提升。

投资策略：建议关注混动车相对较为强势的上汽集团、广汽集团，以及重点布局轻量化且瞄准渗透率低收益高的底盘领域的拓普集团。

风险提示：国内经济增速不及预期；全球化趋势发生根本逆转。

未来3-6个月行业大事：

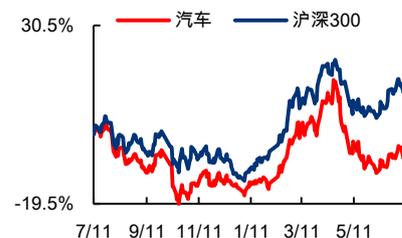
2019年7月中旬 公布6月乘用车销量详细数据

2019年8月9日 本文中工信部“征求意见稿”意见征询结束

行业基本资料

		占比%
股票家数	180	4.97%
重点公司家数	-	-
行业市值	20983亿元	3.54%
流通市值	15213亿元	3.48%
行业平均市盈率	20.41	/
市场平均市盈率	16.92	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理

刘一鸣

021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

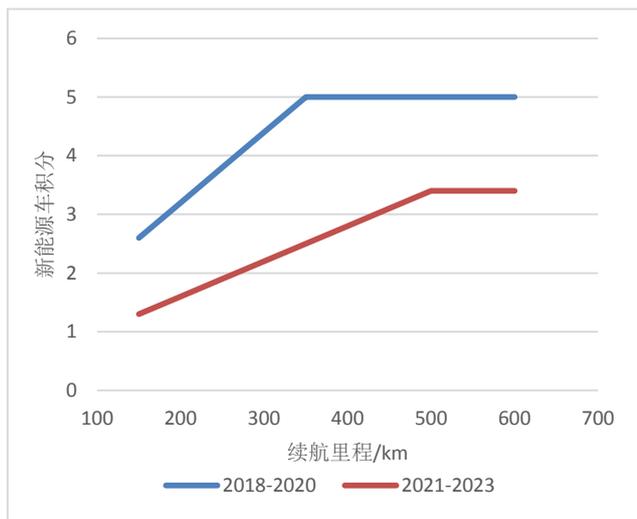
1. 新能源车正积分获取难度加大

1.1 纯电动车积分要求加严，同时考察能量利用效率

工信部《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）（以下简称“征求意见稿”）中将新能源车积分的获取标准大幅调高。原标准中纯电动车的单车标准车型积分上限为5分，续航350公里及以上即可获得。新标准中，标准车型积分上限为大幅调低到3.4分，且续航500公里以上才可获得。

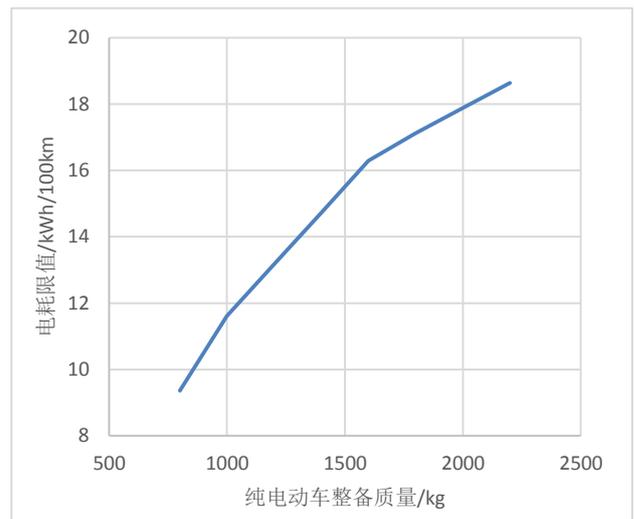
此次调整重点增加了对新能源车能量利用效率的考察，车型积分为标准车型积分乘以电耗调整系数（EC系数）。纯电动乘用车工况条件下百公里耗电量（Y，kW·h/100km）满足电耗目标值的，车型积分为标准车型积分乘以电耗调整系数（EC系数），其中EC系数为车型电耗目标值除以电耗实际值（EC系数上限为1.5倍）；其余车型EC系数按0.5倍计算。

图 1：单车新能源车积分获取标准



资料来源：工信部；东兴证券研究所

图 2：纯电动车电耗要求



资料来源：工信部；东兴证券研究所

1.2 插混、全混受支持力度相对较大

“征求意见稿”中对插电混动车的积分削减力度较小，对以全混为代表的低油耗燃油车支持力度较大。插电混动方面，单车新能源车积分从2分减小到1.6分，下调幅度低于纯电动车。低油耗方面，“征求意见稿”鼓励企业研发生产先进的低油耗车型，提出对车型油耗实际值低于其油耗目标值乘以当年度达标要求的车型为低油耗车型，在核算企业新能源汽车积分目标值时每辆低油耗车型按0.2辆计算。

2. “双积分”达标积分明显提升

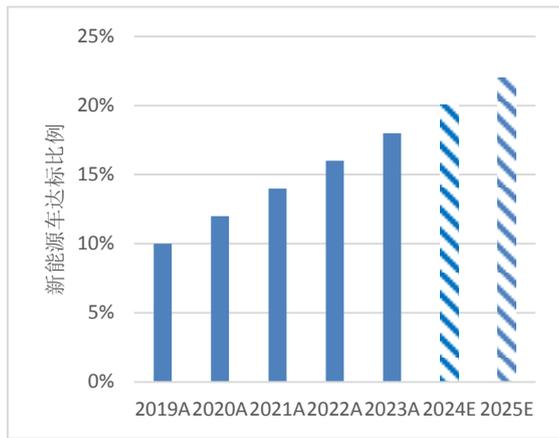
“征求意见稿”对两种积分的达标积分都进行了上调。

新能源车积分方面，车企在 2021/2022/2023 的达标比例分别定为 14%/16%/18%。此前 2019/2020 分别为 10%/12%。此次调整后，大致意味着车企在 2021 年通过生产新能源车获得的积分需要等于全部乘用车产量的 14%。我们预计随后 2024/2025 年的达标比例可能会进一步提升至 20%/22%。

油耗积分方面涉及了多个重要调整：

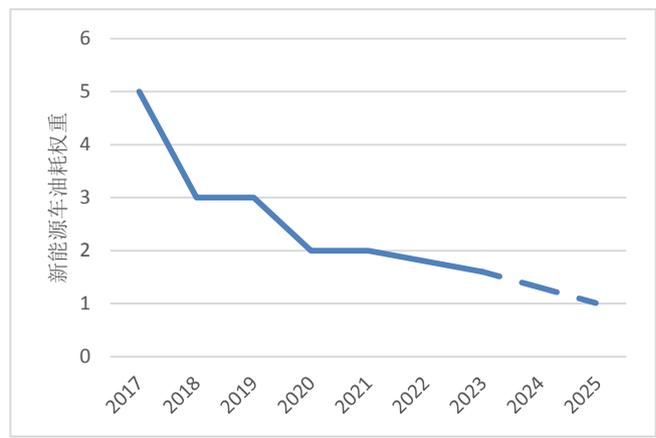
- ◆ 测试方法由 NEDC 改为 WLTC，对标欧洲、标准加严。“征求意见稿”中将 2021 年起的油耗测试标准改为 WLTC，相比之前的 NEDC，油耗将平均增大约 11%。2025 年的 WLTC 油耗目标为 4.6L/100km，约相当于此前 NEDC 下的 4L/100km。
- ◆ 2021-2023 年为油耗的宽限期，实际考核标准为 2025 年的 123%/120%/115%。
- ◆ 纯电动车在油耗计算的权重，2021/2022/2023 年分别为 2/1.8/1.6，预计 2025 年将降低到 1。

图 3：新能源车达标比例



资料来源：工信部；东兴证券研究所

图 4：新能源车油耗权重



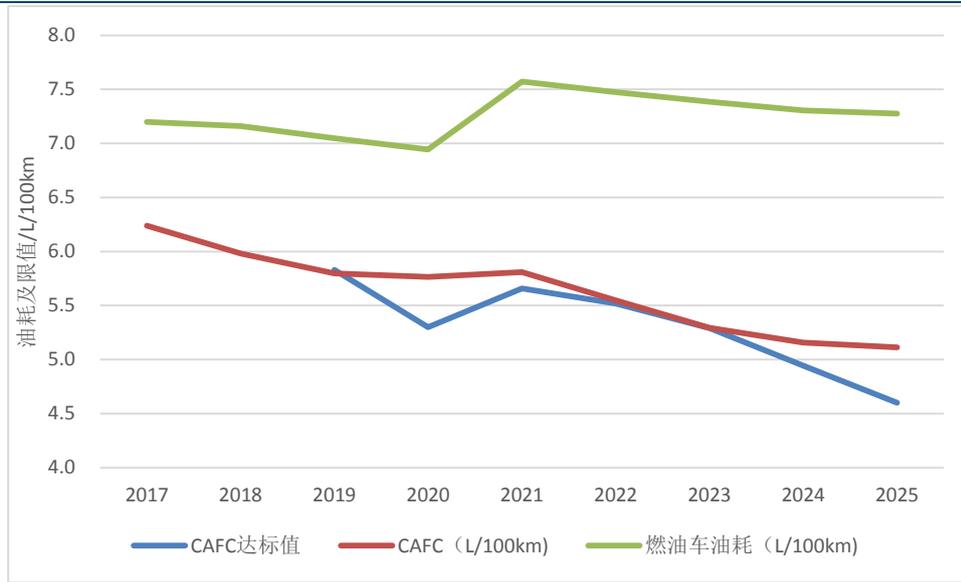
资料来源：工信部；东兴证券研究所

3. 新能源车销量增速推演

根据“征求意见稿”中的 2021-2023 年达标要求以及我们推测的 2025 年达标要求，我们认为新能源车销量及油耗需要满足以下条件：

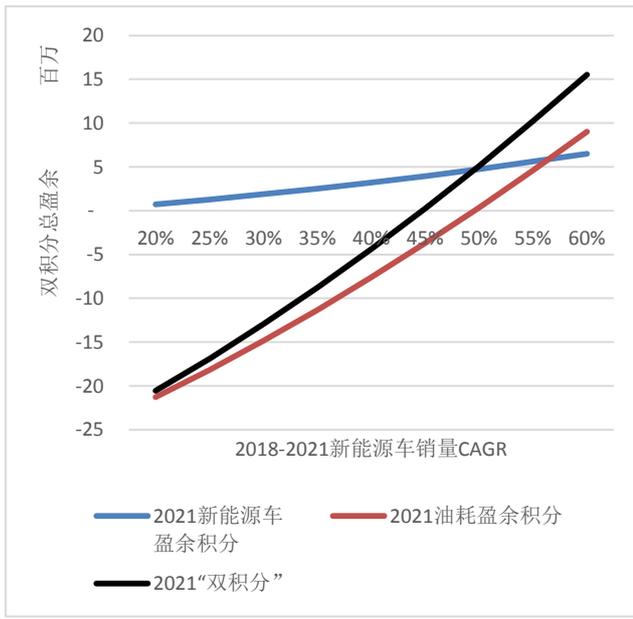
- ◆ 2018-2021 年新能源车销量 CAGR 达到 45%左右；
- ◆ 2021-2025 年新能源车销量 CAGR 达到 25%左右；
- ◆ 2018-2025 年燃油车油耗按 L/100km 计算，CAGR 达到-1.4%，且由于前期燃油车实际油耗降低很少（CAGR 不到-0.8%），2019/2020 年节能力度需要较大。

图 5：燃油车油耗及达标值预测



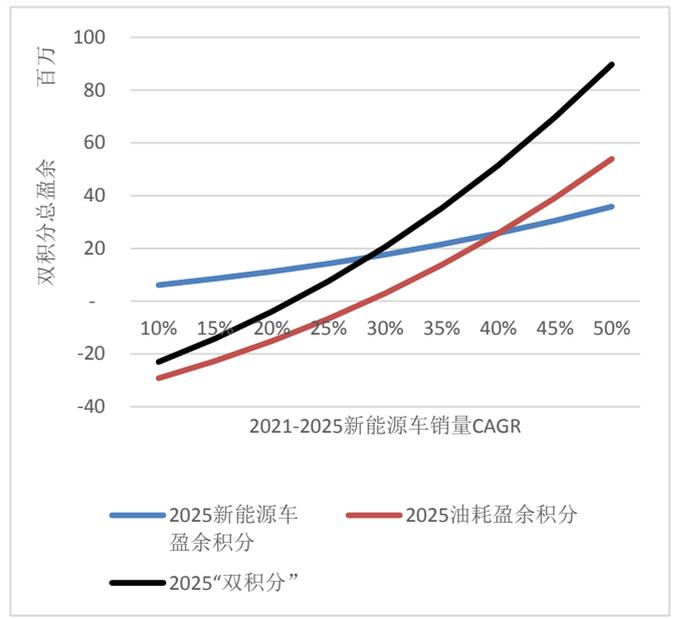
资料来源：工信部；东兴证券研究所

图 6: 2021 年全国双积分总盈余 vs 新能源车销量增速



资料来源：工信部；东兴证券研究所

图 7: 2025 年全国双积分总盈余 vs 新能源车销量增速



资料来源：工信部；东兴证券研究所

燃油车节能措施的重要性将凸显。按照当前的汽车整体市场估计，2018-2025 年新能源汽车销量 CAGR 大幅超过前文提到的 45%/25% 的可能性较小。我们预测此前已在积极实施的三缸发动机、48V 系统以及轻量化替代都将加速。

4. 结论

此次“征求意见稿”若最终全部实施，一方面相当于对未来5-10年的新能源车销量提出了指引，另一方面则加大了对“征求意见稿”中较为侧重的混动、燃油车节能等领域的支持力度。

混动方面外资车企相对强势，建议关注旗下外资品牌占比较高的上汽集团、广汽集团。

轻量化方面。由于诸如轮毂、动力总成、热管理、壳体和装饰类的轻量化替代已经被实施，车身铝合金化性价比很低，建议重点关注渗透率较低，性价比较高的底盘领域，建议关注拓普集团。

5. 风险提示

“双积分”政策发生大幅变动；

新能源车补贴政策发生大幅变动。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	工信部发布油耗标准征求意见稿	2019-6-24
行业	铝合金底盘零部件逆市高增长	2019-6-21
公司	拓普集团（601689）：下游主动去库存致营收缩水	2019-4-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。