

逐年上调积分比例，为退坡后市场保驾护航

——《双积分管理办法》修正案点评

强于大市（维持）

日期：2019年07月09日

行业核心观点：

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），点评如下：

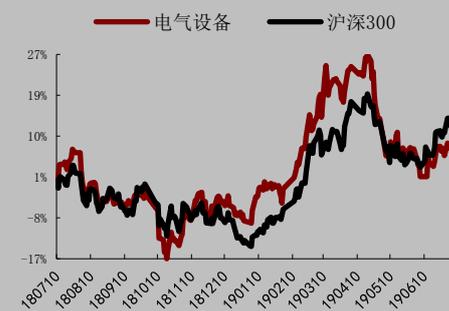
投资要点：

- **逐年提高新能源汽车积分比例 2 个百分点：**征求意见稿中，2021-2023 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%。对比 2019 年和 2020 年比例分别为 10%和 12%，逐年提高 2 个百分点。根据比例要求，假设 2019-2023 年，乘用车销量分别为 2200/2250/2300/2350/2400 万辆。对应的新能源乘用车销量分别为 56/69/106/124/142 万辆。对补贴退坡后新能源汽车市场继续保驾护航。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。
- **标准车型单车积分数降低，达到相同积分数需要销售数量提高。**新的车型积分计算方法，纯电动乘用车续航里程低于 150km 的，标准车型积分统一为 1 分，按照之前的算法 150km 续航是 2.6 分。插电式混合动力乘用车由 2 分调整为 1.6 分。纯电动乘用车上限 3.4 分，之前是 5 分；燃料电池乘用车上限 6 分，之前无上限。单车积分降低，为达到相同积分，需要销售更多的新能源汽车。
- **自由交易和结转规定有利于积分交易市场形成：**乘用车企业新能源汽车正积分可以依据本办法自由交易，企业能源乘用车燃料消耗量达到当年度达标值 123%的，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；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%；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。
- **未来可交易积分接替补贴成为车企重要盈利来源。**一方面，双积分为退坡后新能源汽车销售托底，未来 5 年新能源汽车市场依然可期，带动产业链相关动力电池和四大材料的出货量持续提高；另一方面，双积分从 2019 年正式开始考核，以后车企不仅可以通过卖车盈利，也可以通过交易积分盈利。
- **风险因素：**政策执行不及预期，消费者市场偏好转变不及预期。原材料价格下降超预期。

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
璞泰来	1.37	1.54	1.93	增持
当升科技	0.75	0.99	1.30	增持
宁德时代	1.64	1.95	2.54	买入

电气设备行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年07月09日

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

目录

1、提高新能源积分比例要求，为补贴退坡后市场保驾护航.....	3
1.1 修改了传统能源乘用车适用范围.....	3
1.2 提高了 2021-2023 年的新能源积分比例要求.....	3
1.3 正积分可以依据本办法自由交易，结转规定出台.....	3
2、投资建议.....	4
3、风险提示.....	4
图表 1：新双积分制度下新能源乘用车销量测算.....	4
图表 2：新能源乘用车车型积分计算方法对比.....	4

万联证券

1、提高新能源积分比例要求，为补贴退坡后市场保驾护航

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），具体如下：

1.1 修改了传统能源乘用车适用范围

醇醚燃料类乘用车归类为传统能源乘用车。征求意见稿所称传统能源乘用车，是指除新能源乘用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）。将之前为归类的醇醚燃料车归为传统能源乘用车行列。

1.2 提高了2021-2023年的新能源积分比例要求

逐年提高新能源汽车积分比例2个百分点。征求意见稿中，2021-2023年度，新能源汽车积分比例要求分别为14%、16%、18%。根据比例要求，假设2019-2023年，乘用车销量分别为2200/2250/2300/2350/2400万辆，考虑到燃料电池乘用车数量有限占比很小，每台新能源乘用车汽车积分按照20%插混和80%纯电取加权平均，其中插混取1.6分，纯电取上限3.4分，加权平均后为3.04分。对应的新能源乘用车销量分别为56/69/106/124/142万辆。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。

标准车型积分数降低。修改了《积分办法》中《新能源乘用车车型积分计算方法》。其中纯电动乘用车续航里程低于150km的，标准车型积分统一为1分，按照之前的算法150km续航是2.6分。插电式混合动力乘用车由2分调整为1.6分。按照纯电动乘用车上限3.4分标准计算，500km续航即可达到上限；按照燃料电池乘用车上限6分标准计算，额定功率75kW即可达到上限。

1.3 正积分可以依据本办法自由交易，结转规定出台

自由交易有利于积分交易市场形成。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。

正积分向后续年份结转的规定。企业能源乘用车燃料消耗量达到当年度达标值123%的，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；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%；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。

图表1：新双积分制度下新能源乘用车销量测算

年度	乘用车销量 (万辆)	积分比例	积分数 (万分)	新能源乘用车销量 (万辆)	备注
2018A	2251	0.08	180	46	达标销量
2019E	2200	0.10	220	56	达标销量
2020E	2250	0.12	270	69	达标销量
2021E	2300	0.14	322	106	达标销量
2022E	2350	0.16	376	124	达标销量
2023E	2400	0.18	432	142	达标销量

资料来源：工信部，万联证券研究所

图表2：新能源乘用车车型积分计算方法对比

车辆类型	标准车型积分(新)	标准车型积分(旧)	备注(新, 变化)	备注(旧)
纯电动乘用车	$0.006 \times R + 0.4$	$0.012 \times R + 0.8$	(1) 纯电动乘用车续航里程低于150km的, 标准车型积分统一为1分。	(1) R为纯电动模式下综合工况续航里程, 单位为km
插电式混合动力乘用车	1.6	2	(2) 纯电动乘用车标准车型积分上限为3.4分。	(2) 标准车型积分上限5分。
燃料电池乘用车	$0.08 \times P$	$0.16 \times P$	(3) 燃料电池乘用车标准车型积分上限为6分	(3) 车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数。 (4) P为燃料电池系统额定功率, 单位为kW

资料来源：工信部，万联证券研究所

2、投资建议

一方面，双积分为退坡后新能源汽车销售托底，未来5年新能源汽车市场依然可期，带动产业链相关动力电池和四大材料的出货量持续提高；另一方面，双积分从2019年正式开始考核，以后车企不仅可以通过卖车盈利，也可以通过交易积分盈利。7月2日，工信部发布2018年度中国乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分核算情况表，从可交易的积分来看，比亚迪，上汽、北汽新能源等积分位居前列，积分成为车企重要资产之一，拥有正积分的车企值得关注。

3、风险提示

政策执行不及预期，消费者市场偏好转变不及预期。原材料价格下降超预期。

新能源汽车行业重点上市公司估值情况一览表

(数据截止日期：2019年07月09日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
603659	璞泰来	1.37	1.54	1.93	6.99	50.71	36.04	32.93	26.27	6.78	增持
300073	当升科技	0.75	0.99	1.30	7.71	25.34	39.22	25.60	19.49	3.29	增持
300750	宁德时代	1.64	1.95	2.54	15.59	71.08	50.05	36.45	27.98	4.22	买入

资料来源：wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场