

行业研究/动态点评

2019年07月12日

行业评级:

电力设备 II 增持 (维持)  
新能源 II 增持 (维持)

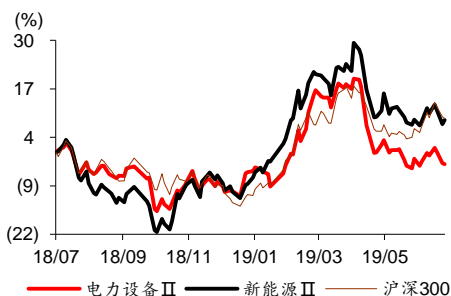
**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

**边文姣** 执业证书编号: S0570518110004  
研究员 bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1 《晶盛机电(300316,买入): 订单逐步落地, 看好光伏、半导体扩产机遇》2019.07
- 2 《电力设备与新能源: 行业周报 (第二十七周)》2019.07
- 3 《电力设备与新能源: 行业周报 (第二十六周)》2019.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 政策支持不变, 长效激励已成

## 点评修订版双积分征求意见稿

### 新版双积分政策为新能源车长期高速增长托底

2019年7月9日, 工信部发布双积分修正案(征求意见稿)。相比旧版的双积分政策, 新版更新了21-23年的新能源积分比例, 对2021年及以后新能源给分标准和车型技术要求进行修订, 完善传统能源车油耗引导措施等。我们认为, 有关部门呵护产业的初衷未变, 2025年xEV销量占比20%的目标也不变, 行业长逻辑重新被强化。目前市场对新能源车板块仍偏悲观, 往后看一年半, 我们认为Q3可能是行业景气低点, 且在市场预期中, 因此我们建议当前时点增配新能源车板块, 建议配置产业链龙头。

### 若要双积分达标, 我们认为2023年xEV至少需要380+万辆

我们测算2021-2023年仅用于满足nEV积分要求的新能源销量中位数分别为180、190、210万辆, 取决于EV/PHEV比例。以2023年为例, 按210万辆xEV的销量估算, 全行业可能会产生170-490万分油耗负积分(与车企油耗优化水平密切相关), 如果用新能源车积分来抵消, 大约需要175万辆xEV。因此同时考虑新能源、油耗积分要求, 当年大约需要380+万辆以上xEV, 对应19-23年的新能源车销量年均复合增速为30%左右。

### 修订版双积分政策试图纠偏以求均衡发展

修订版双积分政策试图引导真正低能耗车型的发展, 避免企业过分侧重某一技术指标而忽略了整车节能降耗, 因此一方面在新能源单车分值设置时, 弱化续航里程的影响, 强化能耗要求; 另一方面对传统车测试工况从NEDC改至WLTC, 提升油耗要求, 同时新能源积分目标设置时, 每辆低油耗车型按0.2辆计算, 鼓励传统车通过技术改造导入低油耗车型。

### 双积分政策将有力提振市场信心, 建议增配新能源车板块

此次修订版的双积分政策体现有关部门呵护新能源车产业的初衷未变, 2025年xEV销量占比达到20%需要力保, 行业持续增长的长逻辑重新被强化。当前板块处于政策底、配置底, 考虑国内补贴政策的边际影响弱化, 海外车企布局的新车型开始发力, 我们认为基本面底或在19Q3。当前时点, 我们建议增配新能源车板块, 建议布局具备全球竞争力的龙头, 标的宁德时代、星源材质、恩捷股份、璞泰来、当升科技、天赐材料。

风险提示: 双积分政策修订版目前为征求意见稿, 内容存在不确定性; 新能源车产销量不及预期; 行业竞争加剧导致盈利下滑。

## 修订的双积分政策要点解读

### NEV 积分目标和规则调整

**1) NEV 积分目标更新:** 旧版双积分政策规定 18-19 年合计新能源积分比例要求为 10%，20 年为 12%。新版更新了 21-23 年新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%。

**2) NEV 积分规则调整:** 一方面降低了单车积分值，缓解积分过剩问题：EV 车型基准分值由 2-5 分降至 1.3-3.4 分，平均下滑 32%-50%，PHEV 由 2 分下调至 1.6 分，平均下滑 20%，燃料电池车平均下滑 50%。另一方面，弱化纯电动乘用车续航里程在车型积分核算中的影响，强化对能耗等体现整车先进性指标的要求：EV 车型积分由基准分值和电耗调整系数（EC 系数）两部分相乘得出，其中 EC 系数为车型对应的电耗目标值除以电耗实际值（小于 1 时按照 0.5 倍计算，最高不超过 1.5 倍）；PHEV 车型不再以 80km 为界限分段考核，对所有车型同时考核 CD 模式下电耗和 CS 模式下油耗（CD 模式下的电耗应低于纯电车型目标值的 135%，CS 模式下油耗应低于限值的 70%，两技术指标未达标的车型分值按 0.5 倍计算）。

图表1：新旧版本中不同车型的新能源积分规则对比

		旧版	新版
不同动力类型 车型积分规则	EV	$0.012 \times R + 0.8$ ，上限 5	$0.006 \times R + 0.4$ ，上限 3.4，150 公里续航以内为 1
	PHEV	2	1.6
	燃料电池	$0.16 \times P$	$0.08 \times P$ ，上限 6
积分系数	EV 车型	分为三档，根据电耗情况将系数分别为 0.5, 1, 1.2	新增电耗调整系数 EC，达标的话， $EC = \text{目标值} / \text{实际值}$ ，上限 1.5，不达标， $EC = 0.5$
	PHEV 车型	设置 80km 续航要求，试验 B 下油耗低于限值的 70%，试验 A 下电耗符合条件 1，两指标未达标的分值按照 0.5 倍计算	CD 模式下的电耗应低于纯电车型目标值的 135%，CS 模式下油耗应低于限值的 70%，两技术指标未达标的车型分值按 0.5 倍计算

资料来源：华泰证券研究所说明：R 指续航里程，单位 km，P 为燃料电池系统额定功率，单位 kw

资料来源：工信部，华泰证券研究所

图表2：节能与新能源车发展目标以及新能源积分目标



数据来源：《汽车产业中长期发展规划》

资料来源：中汽数据中心，华泰证券研究所

**3) 低油耗车型可以降低 NEV 积分的要求:** 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。

### 油耗积分规则变化

- 1) **测试工况改变**: 传统能源车以及新能源车在旧版中均采用 NEDC 工况测试, 新版政策中传统能源车以及 PHEV 车型测试工况改为 WLTC, EV 车型改为 CLTC 工况。WLTC 工况的油耗相较 NEDC 高 15%左右。根据中汽数据中心测算, WLTC 工况下 21-23 年的油耗达标值分别为 5.7,5.5,5.3。
- 2) **车企平均燃料消耗量计算规则改变**: 计算单车平均油耗时, 旧版对新能源车型 19-20 年分别按照 3 倍、2 倍计算, 新版将 21-23 年分别调整至按 2.0 倍、1.8 倍、1.6 倍计算。旧版对油耗不大于 2.8L/100km 的车型 19-20 年分别按照 2.5 倍、1.5 倍计算, 新版对如油耗量不大于 3.20L/100km 的车型 21-23 年分别按 1.4 倍、1.3 倍、1.2 倍计算。

图表3: 车企平均燃料消耗量导入计划

年度	CAFC/TCAFC	对应目标值 L/100km	新能源汽车 核算倍数	节能车型 核算倍数
2016	134%	6.7	5.0	3.5
2017	128%	6.4	5.0	3.5
2018	120%	6.0	3.0	2.5
2019	110%	5.5	3.0	2.5
2020	100%	5.0	2.0	1.5
2021	123%	4.9	2.0	1.4
2022	120%	4.8	1.8	1.3
2023	115%	4.6	1.6	1.2
2024	108%	4.3	1.3	1.1
2025	100%	4.0	1.0	1.0

资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

## 考虑双积分达标时，2023年新能源车销量预测

### 核心假设

1、国内乘用车销量假设：参考中汽协的国内乘用车销量数据，我们假设19-21年的增速分别为1%，3%，3%，3%，2%；

图表4：国内乘用车销量预测（单位：万辆）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
合计	1549.5	1792.9	1970.1	2114.6	2437.7	2471.8	2371.0	2394.7	2466.6	2540.5	2616.8	2669.1
同比	7.07%	15.71%	9.88%	7.34%	15.28%	1.40%	-4.08%	1%	3%	3%	3%	2%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

2、国内EV乘用车续航和NEV积分假设：参考18年国内EV乘用车的续航情况，我们认为EV车型平均续航提升是趋势，根据假设，我们预计21-23年EV车型的单车NEV积分分别为2.47, 2.68, 2.78分。考虑技术提升带来油耗和电耗降低，我们假设PHEV的单车积分也逐年提升，分别为1.2, 1.36, 1.52分。

图表5：2018年国内EV乘用车续航和对应的单车平均NEV积分

续航里程(km)	150-200	200-250	250-300	300-400	>400	
占比	1.40%	9.20%	17.50%	59.80%	12.10%	加权平均
单车平均NEV积分	2.96	3.56	4.4	5	5	4.73

资料来源：工信部，中汽协，华泰证券研究所

图表6：EV车型不同续航的占比以及NEV积分假设

续航里程(km)	250-300	300-400	400-500	500-550	>550		
占比(2021)	25.00%	40.00%	25.00%	5.00%	0.00%	加权平均	PHEV
单车NEV积分(2021)	2.08	2.5	3.1	3.4	3.4	2.47	1.20
占比(2022)	25.00%	35.00%	25.00%	10.00%	5.00%		
单车NEV积分(2022)	2.08	2.5	3.1	3.4	3.4	2.68	1.36
占比(2023)	20.00%	30.00%	30.00%	15.00%	5.00%		
单车NEV积分(2023)	2.08	2.5	3.1	3.4	3.4	2.78	1.52

资料来源：华泰证券研究所

3、中性假设新能源车销量中EV占比60%，传统燃油车油耗量每年小幅下滑。

### 预测过程以及结果

1) 先计算仅用于满足NEV积分要求需要的新能源车销量：当年的NEV积分要求为当年乘用车数量与NEV积分比例的乘积，然后除以当年单车平均NEV积分，即可得到需要的新能源销量。2021-2023年仅用于满足NEV积分要求的新能源销量中位数分别为180、190、210万辆，取决于EV/PHEV比例；

2) 然后按照下面公式计算油耗积分达标时的新能源车销量需求：

**图表7： 油耗达标时需要的EV及PHEV数量计算**

$$\frac{m(z - x - y) + 2 \cdot x}{z - x - y + k(x + y)} \leq n$$

备注：

- 1) z为当年乘用车总销售量；
- 2) m为当年传统乘用车的平均油耗；
- 3) x为某年PHEV数量，y为某年EV数量，单位（万辆），k为新能源汽车核算倍数；
- 4) n为2019-2025年每年的平均油耗达标值。

资料来源：华泰证券研究所

我们以2023年为例，按210万辆xEV的销量估算，全行业可能会产生170-490万分油耗负积分（与车企油耗优化水平密切相关），如果用新能源车积分来抵消，大约需要175万辆xEV。因此同时考虑新能源、油耗积分要求，当年大约需要380+万辆以上xEV。

### 风险提示

- 1、**政策内容存在不确定性。**此次修订版本的双积分政策现阶段仍为征求意见稿，后面落地的政策内容仍存在不确定性。
- 2、**新能源车发展不及预期。**虽然全球汽车电动化是大趋势，多个国家或者地区对新能源车发展提出政策支持，车企也纷纷宣布电动化战略，但是由于经济性、消费者习惯、安全性等问题考虑，可能存在新能源车发展不及预期的风险。
- 3、**市场竞争加剧，导致产业链各环节盈利不及预期。**国内锂电产业链普遍存在产能过剩问题，在补贴退坡后，下游主机厂对电池产业链的降价要求提升，存在市场竞争加剧导致各环节盈利不及预期的问题。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com