

汽车

氢能新政：重卡高功率与低氢价驱动“自我造血”

3 月 16 日，工信部、财政部、发改委联合印发《[关于开展氢能综合应用试点工作的通知](#)》，标志着氢能行业的新一轮刺激政策正式出台。《通知》坚持“以奖代补”，将氢能应用试点的周期再延四年，覆盖范围相较上一轮的“燃料电池汽车”明显扩大，着力于构建“1+N+X”氢能综合应用生态。

虽然总体奖励额度和示范城市群个数略低于我们此前的预期，但本轮政策的方向更加聚焦长续航、高功率等更加市场化特征的燃料电池重卡/系统应用，促进加氢成本的显著下降，削弱地方保护主义，这对于帮助氢能行业逐渐实现“自我造血”具有重要意义。我们认为新一轮的政策利好在成本技术上具有竞争优势、在产业上下游综合布局的参与者，建议关注重塑能源（2570 HK）。

- **单车最高奖励超预期，长续航高功率为发展方向。** 本轮对燃料电池汽车奖励仍然以积分的形式体现，并延续每年退坡的规则，但对燃料电池系统的最高补贴功率从上一轮的 110kW，提升到 280kW，超出我们的预期，体现了政策对长续航、高功率等市场化发展方向的积极引导。按照每积分 8 万元的中央政府奖励，一台燃料电池重卡从整车角度可以拿到的最高奖励为 35.2 万元，略低于 2025 年最高单车补贴 37.8 万元，考虑到成本的持续下降以及地方政府的可能配套补贴，本轮氢能重卡的单车补贴力度远超我们的预期（2027 年 30 万元/辆，补贴周期内平均 20 万元/辆）。
- **本轮奖励的总量保持克制，致力于破除地方保护。** 本轮补贴延续上一轮 5 个城市示范群的申报额度，少于我们此前的预期（8-10 个），但覆盖城市个数及范围或较上轮增加。单个城市群的奖励上限从上一轮的 17 亿降为 16 亿，合计总上限 80 亿元，总体资金低于我们此前的预期（160-200 亿元）。我们认为这意味着政策不再追求规模的盲目扩张，而是聚焦于高质量、可自我造血的示范应用。同时本轮政策对单企业在单个城市群设定积分上限，我们认为这有助于破除地方保护主义，使得头部企业有机会进入更多城市示范群，加速行业出清。
- **氢价目标验证“补能成本”为盈亏平衡核心。** 政策明确提出 2030 年终端用氢价格降至 25 元/公斤（优势地区 15 元/公斤），这一目标精准印证了我们此前的核心判断：燃料电池汽车全生命周期成本（TCO）短期竞争力的核心不在车价，而在氢价。当前超过 35 元/公斤的加氢成本是阻碍商业化的最大瓶颈，政策通过“以奖代补”倒逼制氢端降本和运营端提效，比单一化地补贴终端车价更利于行业健康发展。我们之前预计一旦氢价在 2027 年降至 28 元/公斤，即使在更低的补贴假设下，49 吨氢能重卡的 TCO 也将低于柴油车，届时行业将从“政策输血”转向“市场造血”。
- **重塑能源护城河加深，成本技术与上游布局双重受益。** 我们认为重塑能源在大功率系统的成本控制与技术领先性上已建立显著壁垒，完美契合本轮“高功率、长续航”的补贴导向。其次，重塑在制氢端的超前布局使其具备了独特的“车-氢联动”优势，能够更有效地应对氢价下降的政策要求，提供一体化解决方案，加速业务拓展。在补贴总额受限的背景下，市场份额有望加速向此类具备全产业链整合能力的头部集中。

优于大市
(维持)

中国汽车行业

史 迹, CFA
(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA
(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

梁晓钧
(852) 3900 0856
austinliang@cmbi.com.hk

覆盖股票列表:

公司名称	股份代码	评级	目标价 (本地)
小鹏汽车	XPEV US	买入	29
小鹏汽车	9868 HK	买入	113
吉利汽车	175 HK	买入	25
长城汽车	2333 HK	买入	20
长城汽车	601633 CH	买入	28
比亚迪	1211 HK	买入	125
比亚迪	002594 CH	买入	125
广汽集团	2238 HK	买入	4.3
广汽集团	601238 CH	买入	10
零跑汽车	9863 HK	买入	73
永达汽车	3669 HK	买入	2.5
美东汽车	1268 HK	买入	2.8
途虎	9690 HK	买入	23
敏实集团	425 HK	买入	42
正力新能	3677 HK	买入	18
重塑能源	2570 HK	买入	80
亿和控股	838 HK	买入	1.3
理想汽车	LI US	持有	18
理想汽车	2015 HK	持有	70
蔚来汽车	NIO US	持有	6
蔚来汽车	NIO US	持有	47

资料来源：彭博，招银国际环球市场

相关报告：
[“Refire \(2570 HK\) - New subsidies, lowering costs may make fuel cell competitive in 2027” - 5 Mar 2026](#)

图 1: 两轮补贴燃料电池汽车积分计算细则

	本轮补贴				上一轮补贴			
	第一年度	第二年度	第三年度	第四年度	第一年度	第二年度	第三年度	第四年度
基础积分 (分/辆)	1.00	0.85	0.70	0.60	1.30	1.20	1.10	0.90
加分项	1. 对纯氢续驶里程超过 600 公里的冷链运输或最大设计总质量 31 吨以上的货运车辆, 按 1.1 倍计算; 2. 按燃料电池系统额定功率 (p, 单位 kW) 折算为标准车, 折算系数 (Y) 为: (1) 乘用车: $Y = (p - 30) \times 0.005 + 1$; $p > 60$ 时, $Y = 1.15$; (2) 4.5 吨及以下轻型货车、4.5-12 (含) 吨中型货车、10 米及以下中小型客车: $Y = (p - 50) \times 0.005 + 1$; $p > 80$ 时, $Y = 1.15$; (3) 10 米以上大型客车: $Y = (p - 50) \times 0.012 + 1$; $p > 110$ 时, $Y = 1.72$; (4) 12-31 (含) 吨重型货车: $Y = (p - 50) \times 0.013 + 1$; $p > 180$ 时, $Y = 2.7$; (5) 31 吨以上重型货车: $Y = (p - 50) \times 0.013 + 1$; $p > 280$ 时, $Y = 4$。				1. 燃料电池系统的额定功率大于 80kW 的货运车辆, 最大设计总质量 12-25 (含) 吨按 1.1 倍计算, 25-31 (含) 吨按 1.3 倍计算, 31 吨以上按 1.5 倍计算; 2. 按燃料电池系统额定功率 (p, 单位 kW) 折算为标准车, 折算系数 (Y) 为: (1) 乘用车: $Y = (p - 50) \times 0.03 + 1$; $p \geq 80$ 时, $Y = 1.9$; (2) 轻型货车、中型货车、中小型客车: $Y = (p - 50) \times 0.02 + 1$; $p \geq 80$ 时, $Y = 1.6$; (3) 重型货车 (12 吨以上)、大型客车 (10 米以上): $Y = (p - 50) \times 0.03 + 1$; $p \geq 110$ 时, $Y = 2.8$。			
每积分补贴金额 (万元)	8				10			

资料来源:《燃料电池汽车城市群示范目标和积分评价体系》、《氢能综合应用试点资金支持标准》、招银国际环球市场

图 2: 对比两轮补贴, 各类车型各年度可获得最大补贴金额

	本轮补贴				上一轮补贴			
	第一年度	第二年度	第三年度	第四年度	第一年度	第二年度	第三年度	第四年度
乘用车 (万元)	24.70	22.80	20.90	17.10	9.20	7.82	6.44	5.52
中小型货车及客车 (万元)	20.80	19.20	17.60	14.40	9.20	7.82	6.44	5.52
10 米以上大型客车 (万元)	36.40	33.60	30.80	25.20	13.76	11.70	9.63	8.26
12-25 (含) 吨重型货车 (万元)	40.04	36.96	33.88	27.72	21.60	18.36	15.12	12.96
25-31 (含) 吨重型货车 (万元)	47.32	43.68	40.04	32.76	21.60	18.36	15.12	12.96
31 吨以上重型货车补贴金额 (万元)	54.60	50.40	46.20	37.80	35.20	29.92	24.64	21.12

资料来源:《燃料电池汽车城市群示范目标和积分评价体系》、《氢能综合应用试点资金支持标准》、招银国际环球市场测算

图 3: 对比两轮加氢补贴细则及补贴金额

	本轮补贴				上一轮补贴			
	第一年度	第二年度	第三年度	第四年度	第一年度	第二年度	第三年度	第四年度
基础积分 (分/百吨)	2.5	2	1.5	1	7	6	4	3
加分项	1. 可再生能源制氢额外奖励 2 分/百吨; 2. 氢能高速公路加氢站额外奖励 1 分/百吨。				1. 成本达标, 奖励 1 分/百吨; 2. 清洁氢, 奖励 3 分/百吨; 3. 运输半径小于 200 公里, 奖励 1 分/百吨。			
每积分补贴金额 (万元)	8				10			
加氢最高补贴 (元/公斤)	4.4	4.0	3.6	3.2	9.6	8.8	7.2	6.4

资料来源:《燃料电池汽车城市群示范目标和积分评价体系》、《氢能综合应用试点资金支持标准》、招银国际环球市场测算。备注: 假设所有额外奖励积分都能获得

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。