

双积分标准合理优化，指导价值凸显

——双积分政策修订稿深度解读

核心观点

- 7月9日，工信部发布双积分修正案，调整主要体现在三个方面：1、降低新能源汽车积分分值，提升单个积分价值；2、从增续航，向促节能优化转变，鼓励能耗优化水平提升；3、提高企业平均燃料消耗量目标值，保障2020年实现5L/百公里的能耗目标。
- 单车NEV积分下调，标准要求提高，控制积分规模。征求意见稿将乘用车NEV积分公式从“ $0.012 \times R + 0.8$ ”调整为“ $0.006 \times R + 0.4$ ”，纯电动车标准NEV积分减半，插电混动降低到1.6。在附加值系数上，标准显著提升，考察EC系数更看重车型的能耗优化水平。新标准下，平均单车积分下降30%-40%，单分价值将显著提升。
- 双积分算法比例调整，新能源汽车贡献减弱，符合未来节能降耗目标。修订案调整了燃料消耗量目标值计算公式，目标值标准下调超10%，增加车企降耗压力。新能源乘用车和低油耗车型倍数也大幅降低，新能源车2.0/1.8/1.6倍；低油耗乘用车1.4/1.3/1.2倍，这两类车型的数量倍数均下调了40%以上，单车的贡献度降低，需要堆更多的量来弥补。当然，修正案适当放宽了平均燃料消耗量年度要求，2021-2023年比例分别为123%、120%和115%（原2018-2020年比例为120%、110%和100%）。
- 双积分修正案调整的本质是降低汽车平均燃料消耗量，即节能减排。完成2020年5升/100公里的燃料消耗量目标存在非常大的难度。此次政策调整本质是通过提升燃料消耗量目标，促进企业通过加大新能源汽车生产量，助推节能减排实际落地。2019-2023年10%-18%的NEV积分比例可以轻松完成，但因为政策调整导致急剧扩容燃油负积分的抵消将面临很大的压力，这也是双积分政策真正能够发生效用的关键点。该办法一旦正式实施，燃油负积分将突破500万的规模，对应需要生产约183万辆新能源乘用车来进行抵消，加上客车和专用车的销量，基本可以保证每年超过200万辆的产销规模，同时又促进企业乘用车平均燃料消耗值达标。

投资建议与投资标的

- 随着6月份新能源汽车产销数据陆续披露，我们认为压制销量的不利因素基本已经消除，在电池安全性方面，今年对能量密度的追求步伐稳健，高镍811电池在高端车型中的安全应用得到验证，市场需求会继续回暖。企业针对补贴退坡后的新车型下半年陆续上市，品质驱动行业进入市场化阶段；本次双积分政策调整也显示国家发展新能源车决心，后续工信部也将启动面向2021-2035年的新能源汽车规划。
- 因此若下半年新能源车销量恢复，则板块悲观预期需要纠偏，目前板块估值普遍在25倍左右，2020年行业将进入量升价稳时期，新能源车作为增长确定性较高的行业，下半年有望迎来估值切换机会。建议关注：锂电池龙头宁德时代(300750，未评级)、增长确定性较高的鹏辉能源(300438，买入)、锂电中游材料新宙邦(300037，增持)、当升科技(300073，增持)、恩捷股份(002812，未评级)和三元前驱体一体化布局企业格林美(002340，买入)、华友钴业(603799，买入)。

风险提示

- 双积分政策仍存变动可能性；新能源汽车需求不达预期；产业链盈利下滑风险。

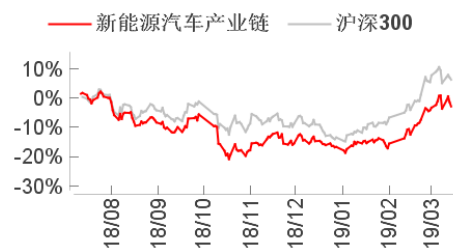


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 新能源汽车产业链行业
报告发布日期 2019年07月11日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888-6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 李梦强
021-63325888-4034
limengqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100003

联系人 顾高臣
021-63325888-6119
gugaochen@orientsec.com.cn

联系人 彭海涛
021-63325888-5098
penghaitao@orientsec.com.cn

相关报告

行业周报(7月第1周)——补贴进入下半场 2019-07-08
程，主流车企维持原价销售；

行业周报(6月第4周)——白名单废止， 2019-07-01
外资进入，动力电池迎良序竞争；

行业周报(6月第3周)——工信部开展新 2019-06-24
能源汽车安全隐患排查工作；

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

双积分运行情况及修订必要性	4
双积分办法征求意见稿修订内容详解.....	7
NEV 积分下调，标准要求提高，积分规模大幅降低	8
双积分算法比例调整，符合未来节能降耗目标	11
双积分意见稿修订的本质降低平均燃料消耗量	12
投资建议：新能源汽车渐入佳境，下半年毋庸悲观	13
风险提示.....	14
附录	14
单车积分计算公式中附加条件原文对比	14
新能源乘用车各车型积分数据计算表.....	15
意见稿标准下燃油车积分测算	16

图表目录

图 1：双积分抵偿办法	5
图 2：新能源乘用车销量节节高升（单位：辆）	5
图 3：2015–2018 年平均燃料消耗值逐步降低（单位：升/百公里）	5
图 4：2016–2018 年燃料消耗负积分和新能源汽车正积分规模	6
图 5：各级别车型平均积分变化情况	10
图 6：新能源乘用车和低排放燃油车产量贡献度降低	12
表 1：我国双积分管理方案	4
表 2：双积分办法征求意见稿修订内容对比	7
表 3：单车 NEV 积分公式变化，积分降半	9
表 4：纯电动乘用车积分计算附加权重系数变动情况	9
表 5：插电混动乘用车积分计算附加权重系数变动情况	10
表 6：燃料消耗量目标值计算方式调整情况	11
表 7：新能源乘用车和低油耗车型对企业平均燃料消耗量计算结果的贡献逐年降低	12
表 8：双积分修订稿新能源乘用车需求量测算	13
表 9：各级别主流纯电动乘用车百公里电耗均达标	15
表 10：以某 B 车企燃油车计算积分变化	16

事件：

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），对双积分政策拟做部分修改，主要的变化如下：

- （1）将使用醇醚燃料的乘用车纳入双积分核算，与工信部3月发布的甲醇汽车应用指导意见相匹配；
- （2）更新2021年-2023年积分比例要求，分别为14%、16%、18%；
- （3）单车积分区间发生变化（纯电标准分由2-5分变为1-3.4分、插电由2分变为1.6分），调整系数更为严格；
- （4）纯电车百公里电耗要求更为严格，如1吨车由14.5度调至11.6度，1.6吨车由21.7度调至16.3度；
- （5）传统车节能水平关乎新能源积分结转，同时先进低油耗车型按0.2辆计算。

双积分运行情况及修订必要性

2017年9月，工信部、财政部、商务部、海关总署、市场监管总局联合发布了《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》（以下简称《积分办法》）。该办法自2018年4月1日起正式施行，规定对传统能源乘用车年度生产量或者进口量达到3万辆以上的企业，自2019年开始设定新能源汽车积分比例要求，2019-2020年NEV积分比例不低于10%和12%。

表 1：我国双积分管理方案

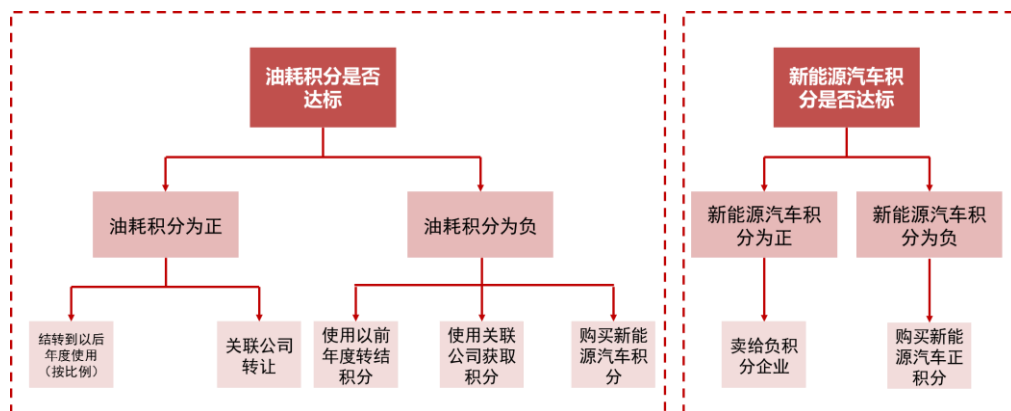
	CAFC 积分管理	NEV 积分管理
管理部门	工信部	
管理方式	双要求、双积分管理	
	CAFC 正积分：允许结转和在关联企业间转让	NEV 正积分：允许自由交易，不能结转下年或关联转让；一分两用：可抵 CAFC 负积分
考核主体	所有在中国境内销售乘用车的企业（含进口车企业）	在中国境内年产量或进口量大于3万辆的乘用车企业
	对国产乘用车产品和进口乘用车产品分别核算	
考核要求	企业平均油耗满足目标值：2020年：5L/100km	NEV 积分比例目标值：2019年10%，2020年12%
惩罚措施	建立信用评价体系	
	暂停受理达标车型公告申请，暂停部分高油耗车型生产	暂停部分燃油车型生产

数据来源：工信部，东方证券研究所

根据双积分政策的实施方案，NEV 正积分企业可以通过交易新能源积分获取额外收入，传统车企则面临积分不达标的惩罚压力，也有动力向电动车转型。双积分对于车企可以看成是一种隐性的成

本，需要车企投入大量的资源和资金去跨越。通过调整不同车型的分值、NEV 积分比例等方式，双积分政策可以作为一项长效机制来推动新能源汽车销售占比的提升，是财政补贴取消后的有效约束激励政策。

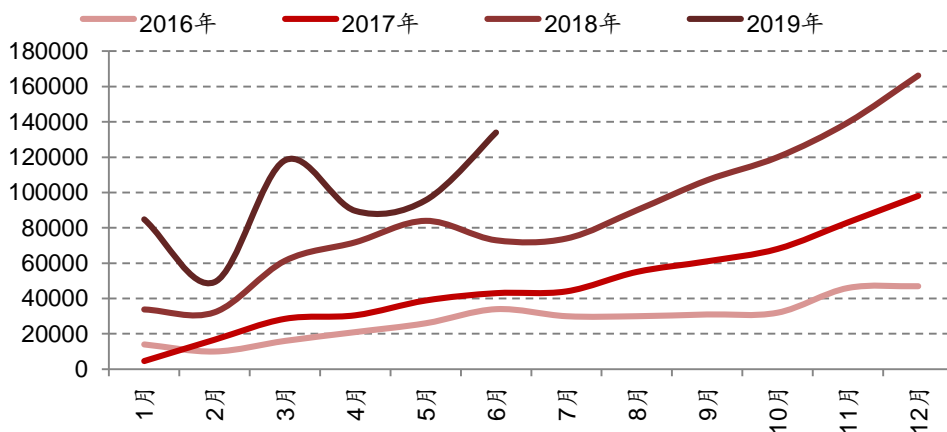
图 1：双积分抵偿办法



数据来源：网络资源，东方证券研究所

《积分办法》发布和实施，极大促进了新能源汽车产业发展，车型升级投放速度提升，产品性能质量提高，市场竞争更加充分，行业规模持续扩大。2018 年，我国新能源乘用车销量达到 102.8 万辆，连续四年位居世界首位，2019 年上半年实现 57 万辆销售，同比增长 65%。

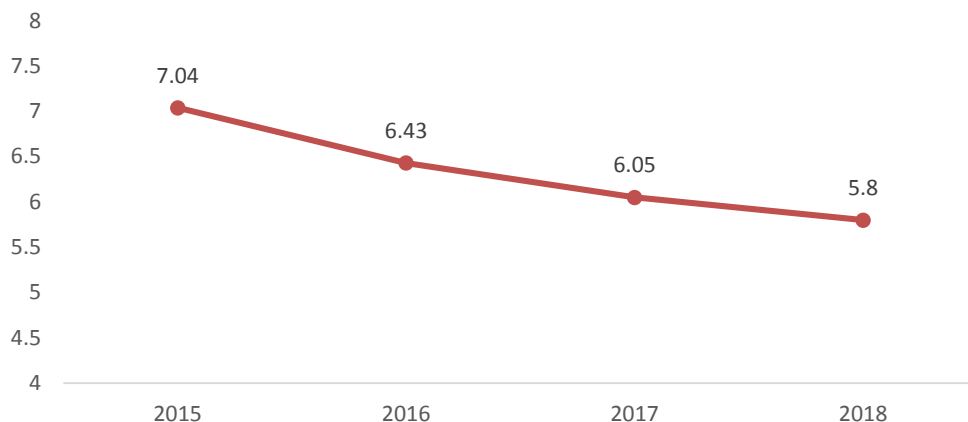
图 2：新能源乘用车销量节节高升（单位：辆）



数据来源：中汽协，东方证券研究所

行业平均燃料消耗量持续下降，2018 年行业平均油耗实际值降至 5.80 升/100 公里，较 2016 年下降了 10%以上，总体来看，基本达到了政策的预期目标。

图 3：2015–2018 年平均燃料消耗值逐步降低（单位：升/百公里）

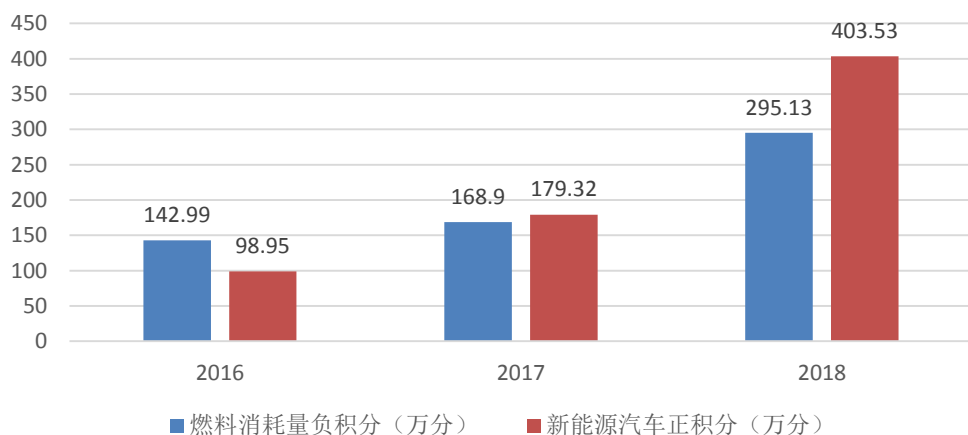


数据来源：工信部，东方证券研究所

按照《积分办法》的规定，2018年双积分不做考核要求，只作为考核前对车企的最后一次摸底，2019年迎来首次考核，最终结果将在明年6月底公布。而且第一版《积分办法》没有规定2020年度以后的新能源汽车积分比例要求，由工信部另行制定公布。同时，随着我国新能源汽车产业的快速发展，《积分办法》在执行过程中也出现了一些新情况、新问题。

从双积分规模来看，由于新能源汽车快速放量，NEV正积分规模迅速扩大。乘联会数据显示2018年新能源积分比例达到17%，远高于10%的目标。NEV正积分与燃料负积分绝对值明显拉开差距。由于燃料正积分可以结转至下年和向关联方转让，导致NEV积分市场需求低于预期

图4：2016-2018年燃料消耗负积分和新能源汽车正积分规模



数据来源：工信部，东方证券研究所

从2018年双积分交易情况来看，单分价值偏低，新能源车企无法从中获得可观收入。中国汽车技术研究中心在《积分办法》颁布时，发布了1000-1500元/分的引导价格。但从目前大幅超预期的积分比例来看，实际交易价格不达预期。根据工信部部长苗圩披露，2016年和2017年两年间，

共有 118 家车企完成 107 笔双积分交易，交易额超 7 亿元，积分单价只有 700 元左右。而在交易平台之外，一些积分交易价格仅为 100-200 元，远低于预期价格。

综合上述因素，为了更好地发挥《积分办法》的作用，促进我国汽车能耗和排放完成既定目标，需要对《积分办法》进行修订。

双积分办法征求意见稿修订内容详解

主条款修订内容

工信部发布的此次修订稿，在主条款方面涉及 8 项内容的修订，同时在新能源乘用车单车积分计算公式和单车性能指标要求以及燃料消耗目标值、达标值各项指标上均做了改动。条款方面主要是针对过去两年发现的问题进行修正，同时对 2021-2023 年新能源汽车积分比例作出明确指导，分别不低于 14%、16%和 18%。在乘用车燃料消耗量限值方便，提高了各项指标的要求。

表 2：双积分办法征求意见稿修订内容对比

条款	新版本	老版本
第四条第三款	本办法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）	本办法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、柴油或者气体燃料的乘用车（含非插电式混合动力乘用车）。
第四条第四款	本办法所称低油耗乘用车，是指综合工况燃料消耗量不超过《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》中对应的车型燃料消耗量目标值与该核算年度的企业平均燃料消耗量要求之积	新增，根据评价方法和指标可以计算出哪些车型属于低油耗乘用车，与第十六条第 2 款关联
第十条第二款	企业传统能源乘用车平均燃料消耗量实际值，是指新能源汽车不参与核算的企业平均燃料消耗量实际值	新增，剔除了新能源乘用车对传统能源车拉低效应，看实际油耗下降水平
第十二条第一款	对核算年度生产量 2000 辆以下小规模企业，放宽其企业平均燃料消耗量积分的达标要求： 企业 2021 年度至 2023 年度 平均燃料消耗量较上一年度下降达到 4% 以上的，其达标值在《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》规定的企业平均燃料消耗量要求基础上放宽 60%； 下降 2%以上不满 4% 的，其达标值放宽 30%。2024 年度及以后年度的核算要求，由工业和信息化部另行公布。	对核算年度生产量 2000 辆以下小规模企业，按照以下规定放宽其企业平均燃料消耗量积分的达标要求： 企业 2016 年度至 2020 年度 平均燃料消耗量较上一年度下降 6% 以上的，其达标值在《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》规定的企业平均燃料消耗量要求基础上放宽 60%； 下降 3%以上不满 6% 的，其达标值放宽 30%。
第十六条第二款	计算乘用车企业新能源汽车积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或者进口量按照其数量的 0.2 倍计算。	新增，低油耗乘用车以 0.2 倍体量计入新能源汽车正积分
第十七条第二款	2021 年度、2022 年度、2023 年度 ，新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18% 。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	2019 年度、2020 年度 ，新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12% 。2021 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。

第二十二 条第二款	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： 1、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；2、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%；3、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。	新能源汽车正积分不得结转，但 2019 年度产生的新能源汽车正积分可以等额结转一年。 乘用车企业有平均燃料消耗量负积分、新能源汽车负积分的，应当在乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分核算情况报告发布后 60 日内，向工业和信息化部提交其平均燃料消耗量负积分和新能源汽车负积分抵偿报告（见附件 4），并在核算情况报告发布后 90 日内完成负积分抵偿归零。
第三条、第二十一条、第三十一条、第三十二条中的“质检总局”修改为“市场监管总局”（职能部门的变化）		

数据来源：工信部，东方证券研究所

主要条款的修订体现在以下几个方面：

修正一：传统能源乘用车中加入醇醚燃料类乘用车，与工信部 3 月发布的甲醇汽车应用指导意见相匹配。

修正二：赋予低能耗传统能源乘用车 NEV 积分属性，在计算乘用车企业 NEV 积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或者进口量按照其数量的 0.2 倍计算，降低了分母。

修正三：进一步放宽小规模企业平均燃料消耗量积分的达标要求。对这类企业平均燃料消耗量进行放宽的要求按“平均燃料消耗量较上年度下降比例”计算，放宽 60%的比例由 6%下调到 4%；放款 30%的要求由 $3% < P < 6%$ 下调到 $2% < P < 4%$ 。

修订四：制定了 2021-2023 年乘用车 NEV 积分比例要求，分别为 14%、16%和 18%，2019-2020 年比例仍为 10%和 12%。

修订五：乘用车 NEV 积分结转规则调整，允许 2020 年 NEV 正积分结转至下一年，结转比例为 50%；2021 年只允许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%的企业和只生产/进口新能源汽车的企业进行 NEV 正积分结转，结转比例 50%。

NEV 积分下调，标准要求提高，积分规模大幅降低

征求意见稿对乘用车 NEV 积分公式进行了调整，主要是为了改善当前 NEV 比例过高以及单车分值过高的问题。新 NEV 积分的计算主要改变了计算公式，从“ $0.012 \cdot R + 0.8$ 和 $0.16 \cdot P$ ”到“ $0.006 \cdot R + 0.4$ 和 $0.08 \cdot P$ ”，意味着纯电动车和燃料电池车的标准 NEV 积分较原来的数值削减一半。

纯电动乘用车标准车型积分上限由 5 分下降到 3.4 分；而燃料电池乘用车标准车型积分上限由 5 分调整到 6 分，体现出政策向燃料电池乘用车一定程度的倾斜。

插电混动车型的 NEV 积分值由原来的 2 分调整到 1.6 分，下降幅度仅 20%，体现了对插电混动的合理的支持，使插电混动能够得到合理发展。

表 3：单车 NEV 积分公式变化，积分降半

纯电动	新公式	老公式
	$0.006 \times R + 0.4$	$0.012 \times R + 0.8$
续航里程	对应积分	对应积分
100	1	2
150	1.3	2.6
200	1.6	3.2
300	2.2	4.4
350	2.5	5
400	2.8	5.6
500	3.4	6.8
插混	1.6	2
燃料电池	$0.08 \times P$	$0.16 \times P$
备注：	(1) R 为续驶里程（工况法） (2) P 为燃料电池系统额定功率 (3) 纯电动乘用车续驶里程低于 150km 的，标准车型积分为 1 分。 (4) 纯电动乘用车标准车型积分上限 3.4 分，燃料电池乘用车标准车型积分上限 6 分。	(1) R 为续驶里程（工况法） (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。

数据来源：工信部，东方证券研究所

在上述标准车型积分的基础上，工信部修订了附加分值要求。新的条件不仅降低了平均权重系数，还大幅提高了新能源乘用车能耗优化门槛。

对于纯电动乘用车来说，百公里电耗计算公式合并成一个公式，新公式中整车装备质量系数非常接近老版本条件二的最高标准，意味着对百公里能耗的要求大幅提高，体现了对纯电动乘用车从简单的鼓励续航里程到鼓励技术提升和百公里电耗的下降。高续航和优秀能耗水平的乘用车最高可以获得 $3.4 \times (1 + 50\%) = 5.1$ 分的最高单车积分（老版本最高为 6 分），而当前在售所有车型均没有超过 5 分，绝对值最高的为广汽 Aion S 单车积分为 4.94 分，而欧拉 R1 则以 $EC=1.49\%$ 排名能耗最优地位。

表 4：纯电动乘用车积分计算附加权重系数变动情况

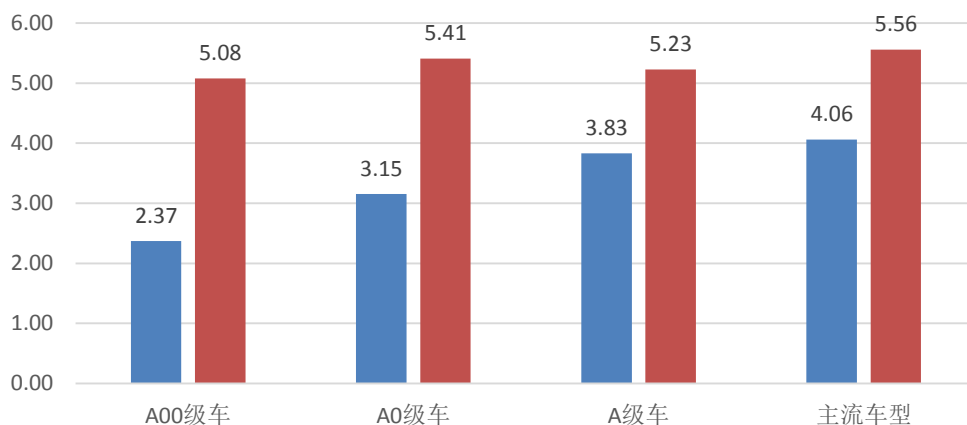
	新版本	老版本
参考标准	标准车型积分乘以电耗调整系数（EC 系数：车型电耗目标值除以电耗实际值）	工况条件下百公里耗电量（Y，kW·h/100km）
各车型能耗目标值计算公式	$m \leq 1000$ 时， $Y \leq 0.0112 \times m + 0.4$ ； $1000 < m \leq 1600$ 时， $Y \leq 0.0078 \times m + 3.81$ ； $m > 1600$ 时， $Y \leq 0.0038 \times m + 10.28$	条件一： $m \leq 1000$ 时， $Y \leq 0.014 \times m + 0.5$ ； $1000 < m \leq 1600$ 时， $Y \leq 0.012 \times m + 2.5$ ； $m > 1600$ 时， $Y \leq 0.005 \times m + 13.7$ 。 条件二： $m \leq 1000$ 时， $Y \leq 0.0098 \times m + 0.35$ ； $1000 < m \leq 1600$ 时， $Y \leq 0.0084 \times m + 1.75$ ； $m > 1600$ 时， $Y \leq 0.0035 \times m + 9.59$ 。

阈值	车型满足电耗目标值时，加权系数为 EC 系数，且 $EC \leq 1.5$ ； 不满足目标值时取 $EC=0.5$	仅满足条件一，车型积分按照标准车型积分的 1 倍计算； 满足条件二的，按照 1.2 倍计算；其余车型按照 0.5 倍计算
----	---	---

数据来源：工信部，东方证券研究所

我们统计了 2019 款所有车型可获得积分变化情况，从各级别车型的平均积分来看，A 级车和主流车型的平均 NEV 积分变动幅度较小，修订稿公式计算平均积分为 4.06 分和 3.83 分。A0 和 A00 车单车积分下滑幅度大，其中 A00 车下滑超一半。综合来看，单车积分降幅在 30% 左右。预计 NEV 正积分单分价格将有 30% 左右的上扬。

图 5：各级别车型平均积分变化情况



数据来源：汽车之家，工信部，东方证券研究所

对于插电混动乘用车来说，权重系数的条件也进行了简化，续航里程不再分为 $50 \leq R < 80$ 公里和 $R \geq 80$ 公里两档，改为统一考察燃油模式下的燃料消耗水平和电耗水平。在燃油模式下，实际燃料消耗量小于《乘用车燃料消耗量限值》中车型对应的燃料消耗量限值 70% 的，权重系数为 1；大于 70% 的，权重系数为 0.5；在纯电模式下，电能消耗量小于前款纯电动乘用车电能消耗量目标值 135% 的，权重系数为 1；不满足的权重系数为 0.5。插电乘用车的最终权重系数为上述两种模式下获得的系数乘积。

表 5：插电混动乘用车积分计算附加权重系数变动情况

插电混动	新版本	老版本
参考标准	纯电模式下，电耗值与前款纯电动乘用车电能消耗量目标值比值	纯电模式下电能消耗量利用纯电乘用车能耗公式条件一衡量
	燃油模式下，燃料实际消耗量与燃料消耗量限值相比应当小于 70%	
阈值	纯电模式，电耗比值小于 135%，按 1 倍算，不满足的按 0.5 倍计算	纯电模式续航 ≥ 80 公里，满足条件一公式，按 1 倍算，不足按 0.5 倍算
	燃油模式下，燃料消耗量比值小于 70%，按 1 倍算；大于 70% 按 0.5 倍算	

数据来源：工信部，东方证券研究所

双积分算法比例调整，符合未来节能降耗目标

修订稿中双积分计算方式的变化容易被市场忽略，而这部分的变化主要体现在三个方面：

1、 燃料消耗量目标值计算公式调整，要求大幅提高

在燃料消耗量目标值计算方面取消了原来渐进式的列表型式，辅助以公式计算。我们以燃油车销量较好的大众朗逸来看燃料消耗量目标值的变化。朗逸 T 动力车型重量为 1318Kg，按老版本质量油耗列表查询，燃料消耗量目标值为 $T=4.9L/$ 百公里；按新版本计算为 $T=0.0018 * (1318-1415) + 4.6=4.43L/$ 百公里，较老版本下降 10%。这将给传统车企带来巨大的压力。

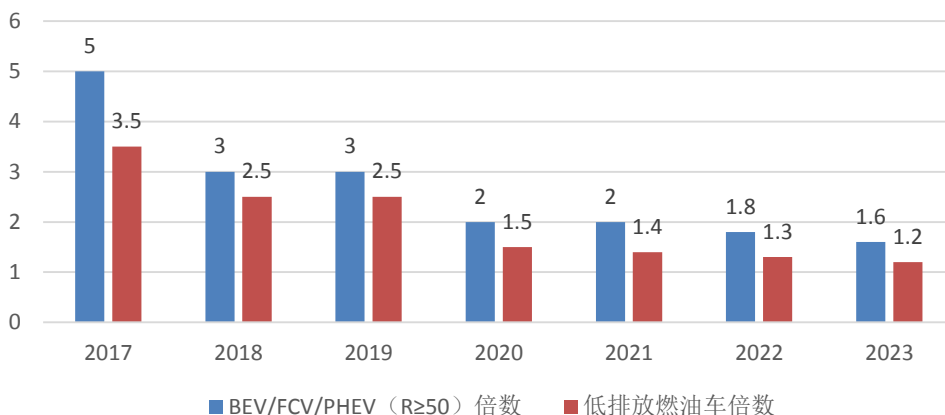
表 6：燃料消耗量目标值计算方式调整情况

老版本	车型燃料消耗量目标值，L/100km	
整备质量	三排座以下	三排座及以上
$CM \leq 750 \leq 980$	4.3	4.5
$980 < CM \leq 1090$	4.5	4.7
$1090 < CM \leq 1205$	4.7	4.9
$1205 < CM \leq 1320$	4.9	5.1
$1320 < CM \leq 1430$	5.1	5.3
$1430 < CM \leq 1540$	5.3	5.5
$1540 < CM \leq 1660$	5.5	5.7
$1660 < CM \leq 1770$	5.7	5.9
$1770 < CM \leq 1880$	5.9	6.1
$1880 < CM \leq 2000$	6.2	6.4
$2000 < CM \leq 2110$	6.4	6.6
$2110 < CM \leq 2280$	6.6	6.8
$2280 < CM \leq 2510$	7	7.2
$2510 < CM$	7.3	7.5
修订稿	车型燃料消耗量目标值，L/100km	
整备质量	三排座以下	三排座及以上
$CM \leq 1090$	$T=4.02$	$T=4.02+0.2$
$1090 < CM \leq 2510$	$T=0.0018*(CM-1415)+4.6$	$T=0.0018*(CM-1415)+4.6+0.2$
$CM > 2510$	$FC=6.57$	$FC=6.57+0.2$

备注：CM 为整车整备质量 (kg)，T 为车型燃料消耗量目标值 (L/100km)；圆整（四舍五入）至小数点后两位。

数据来源：工信部，东方证券研究所

2、 乘用车企业平均燃料消耗量计算方法中降低了新能源乘用车和低油耗车型倍数，2021-2023 年其生产或进口电动车的数量应分别乘以 2.0/1.8/1.6；低油耗电动车（车型燃料消耗量 $\leq 3.20L/100km$ ），2021-2023 年其生产或进口量应分别乘以 1.4/1.3/1.2 倍。这两类车型的数量倍数均下调了 40%以上，单车的贡献度降低，需要堆更多的量来弥补。

图 6：新能源乘用车和低排放燃油车产量贡献度降低


数据来源：工信部，东方证券研究所

3、适当放宽了平均燃料消耗量年度要求，2021-2023 年要求比例分别为 123%、120%和 115%。

上述三个方面综合作用的结果是，新能源乘用车对降低企业平均燃料消耗量实际值的权重大幅降低，倒逼企业要么尽可能多的生产新能源乘用车或者提升节能技术水平，降低燃油能耗。相比之下，增加新能源乘用车的产量更容易实现。

表 7：新能源乘用车和低油耗车型对企业平均燃料消耗量计算结果的贡献逐年降低

生产或进口量倍数	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BEV/FCV/PHEV (R≥50)	5	3	3	2	2	1.8	1.6
低排放燃油车加倍的标准值	3.5	2.5	2.5	1.5	1.4	1.3	1.2
燃料消耗量阈值	2.4L/100km				3.2L/100km		
平均燃料消耗量年度要求-老版本	128%	120%	110%	100%			
平均燃料消耗量年度要求-意见稿					123%	120%	115%

数据来源：工信部东方证券研究所

双积分意见稿修订的本质降低平均燃料消耗量

从上述变化来看，国家鼓励新能源车及出台双积分政策的本质是降低汽车平均燃料消耗量，即节能减排。前期新能源积分政策较为宽松，导致政策有所缺位，即使单车积分下降了，新能源汽车 NEV 积分约束条件仍能轻松完成，而要完成 2020 年 5 升/100 公里的燃料消耗量目标则存在非常大的难度。因此，此次政策调整本质是奔着促进企业通过加大新能源汽车生产量，助推节能减排实际落地，同时叠加 2020 年燃油车排放目标值要求由 2019 年的 110%调至 100%、新能源单车系数由 2019 年的 3 调至 2，较为严苛的政策环境将促使车企重视并更好地执行新能源汽车战略。

新能源单车积分下调有助于 2020 年达到 200 万辆目标，同时后续积分要求也为新能源车长期发展保驾护航。减排要求的提高将导致未来五年燃油负积分大幅升高，如果该办法 2020 年起正式实施，则 2020 年燃油负积分将突破 500 万。届时，NEV 积分要满足的超高油耗负积分，则需要生

产约 183 万辆新能源乘用车，加上客车和专用车的销量，基本可以保证 2020 年 200 万辆的产销规模，同时促进企业乘用车平均燃料消耗值达标。此外，后续积分比例的落地再次体现了国家推动新能源车的决心，即使补贴退去也能在政策端为新能源车保驾护航。

表 8：双积分修订稿新能源乘用车需求量测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
传统燃油车销量（万辆）	2313.91	2200	2250	2300	2400	2450
NEV 积分比例要求	8%	10%	12%	14%	16%	18%
NEV 积分比例需求（万分）	185.11	220.00	270.00	322.00	384.00	441.00
燃油车负积分（万分）	295.13	400	500	600	650	700
单车平均积分	3.99	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72
按积分比例对新能源车需求(万辆)	46.37	80.88	99.26	118.38	141.18	162.13
按燃油车负积分对新能源车需求（万辆）	73.93	147.06	183.82	220.59	238.97	257.35

数据来源：工信部，东方证券研究所

调整系数更看重百公里耗电量，高性能电池/材料仍是重点，轻量化值得期待。新的政策弱化了纯电乘用车续航里程的要求，但在先进性方面尤其对能耗指标要求有升无减，小车型百公里电耗要求在 11.6 度以下，甚至更低。我们认为政策旨在引导企业寻求续航与性能/安全的平衡，一方面提升续航有助于提高积分，而另一方面加装电池可能带来性能指标的下降，而要兼顾两者就要对电池提出更高要求，更合理的设计、更轻的材料、适当的能量密度仍将是短期发展重点，而中长期来看汽车整体的轻量化将成为趋势。

投资建议：新能源汽车渐入佳境，下半年毋庸悲观

随着 6 月份新能源汽车产销数据陆续披露，我们认为压制销量的不利因素基本已经消除，主流车企纷纷选择不涨价，同时在电池安全性方面，今年对能量密度的追求步伐明显减慢，随着高镍 811 电池在高端车型中的安全应用得到验证，市场需求会继续回暖。

企业端：针对补贴退坡后的新车型下半年将陆续上市，品质驱动行业进入市场化阶段；

政策端：本次双积分政策调整再次显示国家发展新能源车决心，而后续工信部也将启动面向 2021-2035 年的新能源汽车规划；若下半年新能源车销量恢复，则板块悲观预期需要纠偏，若下半年新能源车销量不及预期，则 2020 年有望迎来高增速；

估值端：目前板块估值普遍在 25 倍左右，2020 年行业将进入量升价稳时期，行业至少将保持 30% 以上增长，龙头企业量增更快，估值将进入 20 倍以内，新能源车作为增长确定性较高的行业，下半年有望迎来估值切换机会。

建议关注：锂电池龙头宁德时代(300750，未评级)、增长确定性较高的鹏辉能源(300438，买入)、锂电中游材料新宙邦(300037，增持)、当升科技(300073，增持)、恩捷股份(002812，未评级)以及三元前驱体一体化布局企业格林美(002340，买入)、华友钴业(603799，买入)。

风险提示

双积分修正案处于征求意见稿阶段，仍存变动可能性；新能源汽车需求不达预期；终端涨价风险；产业链盈利下滑风险

附录

单车积分计算公式中附加条件原文对比

1) 纯电动乘用车:

意见稿: 对纯电动乘用车 30 分钟最高车速不低于 100km/h, 电动汽车续驶里程(工况法)不低于 100km, 且按整备质量(m , kg)不同, 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, 并且积分仅限本企业使用。

纯电动乘用车电能消耗量目标值: $m \leq 1000$ 时, $Y \leq 0.0112 \times m + 0.4$; $1000 < m \leq 1600$ 时, $Y \leq 0.0078 \times m + 3.81$; $m > 1600$ 时, $Y \leq 0.0038 \times m + 10.28$ 。

老版本: 对纯电动乘用车 30 分钟最高车速不低于 100km/h, 电动汽车续驶里程(工况法)不低于 100km, 且按整备质量(m , kg)不同, 纯电动乘用车工况条件下百公里耗电量(Y , kW·h/100km)满足条件一、但是不满足条件二的, 车型积分按照标准车型积分的 1 倍计算; 满足条件二的, 按照 1.2 倍计算。其余车型按照 0.5 倍计算, 并且积分仅限本企业使用。

条件一: $m \leq 1000$ 时, $Y \leq 0.014 \times m + 0.5$; $1000 < m \leq 1600$ 时, $Y \leq 0.012 \times m + 2.5$; $m > 1600$ 时, $Y \leq 0.005 \times m + 13.7$ 。

条件二: $m \leq 1000$ 时, $Y \leq 0.0098 \times m + 0.35$; $1000 < m \leq 1600$ 时, $Y \leq 0.0084 \times m + 1.75$; $m > 1600$ 时, $Y \leq 0.0035 \times m + 9.59$ 。

2) 插电式混合动力乘用车:

意见稿: 插电式混合动力乘用车电量保持模式试验的燃料消耗量(不含电能转化的燃料消耗量)与《乘用车燃料消耗量限值》中车型对应的燃料消耗量限值相比应当小于 70%; 比例不小于 70%的, 车型积分按照标准车型积分的 0.5 倍计算; 其电量消耗模式试验的电能消耗量应小于前款纯电动乘用车电能消耗量目标值的 135%, 不满足的车型按照标准车型积分的 0.5 倍计算; 以上两指标积分倍数乘积为最终核算倍数, 小于等于 0.5 的按 0.5 倍计算, 并且积分仅限本企业使用。

老版本: 插电式混合动力汽车纯电驱动模式续驶里程不低于 50km。纯电驱动模式续驶里程不满 80km 的插电式混合动力乘用车车型, 其条件 B 试验燃料消耗量(不含电能转化的燃料消耗量)与《乘用车燃料消耗量限值》(GB 19578-2014)中车型对应的燃料消耗量限值相比应当小于 70%; 比例不小于 70%的, 车型积分按照标准车型积分的 0.5 倍计算, 并且积分仅限

本企业使用。纯电驱动模式续驶里程在 80 公里以上的插电式混合动力乘用车车型，其条件 A 试验电能消耗量应当满足纯电动乘用车条件一的要求；不满足的，车型积分按照标准车型积分的 0.5 倍计算，并且积分仅限本企业使用。

新能源乘用车各车型积分数据计算表

表 9：各级别主流纯电动乘用车百公里电耗均达标

代表车型	车重	续航	带电量	百公里电耗	标准电耗	是否达标	EC 系数	基础分值	综合积分
吉利几何 A-410	1650	410	51.9	12.66	16.55	达标	1.31	2.86	3.74
吉利几何 A-510	1650	500	61.9	12.38	16.55	达标	1.34	3.40	4.55
广汽 Aion S-400	1575	410	51	12.44	16.27	达标	1.31	2.86	3.70
广汽 Aion S-500	1625	510	58.8	11.53	16.46	达标	1.43	3.40	4.85
唐 EV600	2295	520	82.8	15.92	19.00	达标	1.19	3.40	4.06
蔚来 ES6-420	2200	420	70	16.67	18.64	达标	1.12	2.92	3.27
蔚来 ES6-510	2345	510	84	16.47	19.19	达标	1.17	3.40	3.96
小鹏 G3-400	1578	401	50.5	12.59	16.28	达标	1.29	2.81	3.59
小鹏 G3-520	1637	520	66.5	12.79	16.50	达标	1.29	3.40	4.39
平均									4.01
A 级纯电	车重	续航	带电量	百公里电耗	标准电耗	是否达标	EC 系数	基础分值	综合积分
秦 PRO EV-420	1650	420	56.4	13.43	16.55	达标	1.23	2.92	3.60
秦 PRO EV-520	1730	520	69.5	13.37	16.85	达标	1.26	3.40	4.29
北汽 EU5	1680	460	59	12.83	16.66	达标	1.30	3.16	4.11
威马 EX5	1966	460	56.94	12.38	17.75	达标	1.43	3.16	4.53
荣威 ei5	1555	420	52.5	12.50	16.19	达标	1.30	2.92	3.72
轩逸纯电	1520	338	38	11.24	16.06	达标	1.43	2.43	3.38
长安逸动新能源	1650	404	52.56	13.01	16.55	达标	1.27	2.82	3.59
北汽 EX5	1770	415	61.8	14.89	17.01	达标	1.14	2.89	3.30
平均									3.82
A0 级纯电	车重	续航	带电量	百公里电耗	标准电耗	是否达标	EC 系数	基础分值	综合积分
元 EV-360	1520	305	42	13.77	16.06	达标	1.17	2.23	2.54
元 EV-535	1635	410	53.22	12.98	16.49	达标	1.27	2.86	3.63
名爵 EZS	1518	335	44.5	13.28	16.05	达标	1.21	2.41	2.84
北汽 EX3	1600	501	61	12.18	16.36	达标	1.34	3.40	4.57
云度π3	1470	401	51	12.72	15.87	达标	1.25	2.81	3.37
起亚 K3EV	1650	300	45.2	15.07	16.55	达标	1.10	2.20	2.42
江淮 iEv7	1340	302	35.2	11.66	15.37	达标	1.32	2.21	2.71
平均									3.15
A00 级纯电	车重	续航	带电量	百公里电耗	标准电耗	是否达标	EC 系数	基础分值	综合积分
奇瑞 EQ1	995	301	35	11.63	11.54	不达标	0.99	2.21	1.10

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

宝骏 E100	840	250	24	9.60	9.81	达标	1.02	1.90	1.94
欧拉 R1	990	351	33	9.40	11.49	达标	1.22	2.51	3.06
比亚迪 e1	1070	305	32	10.49	12.16	达标	1.16	2.23	2.58
LITE	1030	300	30	10.00	11.84	达标	1.18	2.20	2.61
江淮 IEV6E	1230	310	34.9	11.26	13.40	达标	1.19	2.26	2.69
易至 EV3	1115	302	31.9	10.56	12.51	达标	1.18	2.21	2.62
									2.37

数据来源：汽车之家，工信部，东方证券研究所

意见稿标准下燃油车积分测算

新标准下，单车负积分将明显增加，预计导致未来整个行业负积分规模扩容。

表 10：以某 B 车企燃油车计算积分变化

车型 (原办法)	整备质量	实际油耗 (L/百公里)	产量	油耗目标 (L/百公里)	达标比例	达标目标 (L/百公里)	是否 达标	油耗积分
F3	1210	6.1	10000	4.9	120%	5.9	否	-2200
Q	1360	6.5	10000	5.1	120%	6.1	否	-3800
Y	1325	5.9	10000	5.1	120%	6.1	是	2200
S	1630	7.4	10000	5.5	120%	6.6	否	-8000
T	1895	9	10000	6.2	120%	7.4	否	-15600
合计燃油积分								-27400
车型 (意见稿)	整备质量	实际油耗 (L/百公里)	产量	油耗目标 (L/百公里)	达标比例	达标目标 (L/百公里)	是否 达标	油耗积分
F3	1210	5.9	10000	4.2	120%	5.1	否	-8228
Q	1360	6.3	10000	4.5	120%	5.4	否	-8988
Y	1325	5.7	10000	4.4	120%	5.3	否	-3744
S	1630	7.2	10000	5.0	120%	6.0	否	-12156
T	1895	8.8	10000	5.5	120%	6.6	否	-22432
合计燃油积分								-55548

数据来源：汽车之家，工信部，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

