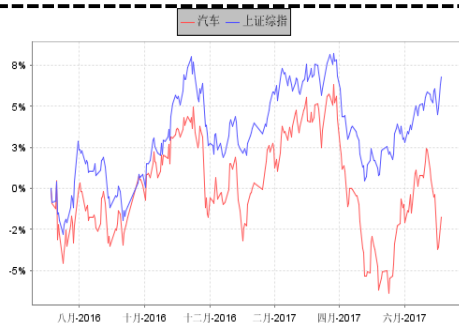


行业深度报告
汽车
汽车
新周期，新偏好，新规定，新机遇
——新能源汽车产业链之整车篇
报告日期: 2017-07-21

评级: 推荐

上次评级: 谨慎推荐

一年期收益率比较


资料来源: 财富证券

投资要点

- **汽车销售进入稳健增长周期，新能源接棒燃油车成为新动能。**目前，我国汽车产销已进入稳健增长周期。根据《汽车中长期发展规划》所示，未来将主要扶植新能源汽车发展，使之成为汽车未来产销增量的主体。在我国人均汽车保有量偏低的背景下，新能源汽车将具备广阔的市场空间，而这次消费升级也将成为未来中国经济增长的重要驱动力，带动整个汽车行业的产业革新。
- **限购、补贴双管齐下，汽车消费偏好悄然转向新能源汽车。**随着国家政策层面新能源汽车产销周期到来，在限购及补贴的催化下，购车者正形成新的消费偏好。与之前最明显的区别就是购买新能源汽车的比例提升。而处于需求端的整车厂，虽然产销量提升，但整车的利润也随补贴退坡一并下降，后续的经营存在压力。因此，整个新能源汽车行业目前正处于培养消费偏好、经营受政策主导的新型行业发展初期。
- **新能源“双积分”规定出台，车企喜忧参半。**我们认为双积分政策的核心目的在于降低汽车行业的整体能源消耗，而规定新能源汽车的生产数量则是政策的附带影响。但这一影响却将改变了汽车产业的已有竞争格局——车企需要同时具备燃油车、新能源汽车的生产能力。无法满足新能源车生产要求企业的罚款将转移支付给业内龙头，造成强者恒强，行业竞争力分化的局面进一步凸显。
- **机遇伴随挑战，新能源汽车未来坚定向前。**在新能源汽车或将代替传统燃油车的趋势下，我们坚定看好新能源汽车未来的发展。虽然短期内政策和市场的交织会给厂商带来麻烦，但仍然不改其成为未来十年内最具确定性、也最具成长性产业的逻辑。因此，对于整个新能源汽车及其相关产业链，予以推荐评级。

表现%	1m	3m	12m
汽车(申万)	-0.35	-3.06	-1.72
上证综指	3.34	2.29	7.17

财富证券研究发展中心

何晨 研究助理 李文瀚
 0731-84779574
 hechen@cfzq.com liwh1@cfzq.com
 S0530513080001

相关研究报告:

行业研究*汽车整车行业月度跟踪报告: 市场销量持续增长, 继续看好优质个股, 2016-12-14
 行业研究*整车行业月度跟踪报告: 行业景气持续, 继续看好结构性机会, 2016-11-11
 行业研究*整车行业三季报点评: 行业景气回升, 业绩明显改善, 2016-11-04

目 录

一、新周期，新能源汽车悄然崛起	- 4 -
1.1 汽车销售跨入稳健增长期	- 4 -
1.2 人均汽车保有量仍然较低	- 5 -
1.3 新能源汽车接棒，成为汽车市场新动能	- 6 -
二、新偏好，政策加持下新能源汽车的砥砺前行	- 7 -
2.1 汽车消费偏好出现改变	- 7 -
2.2 限牌政策改变汽车销售格局	- 8 -
2.3 补贴点燃新能源汽车消费热情	- 9 -
2.4 补贴退坡和“三万公里”新政的冷处理	- 11 -
2.5 补贴退坡后车企面临较大经营压力	- 13 -
三、新规定，双积分政策下新能源汽车市场格局	- 15 -
3.1 双积分政策解读	- 15 -
3.2 双积分政策产生原因	- 16 -
3.3 新版“双积分”政策的减压效果显著	- 17 -
3.4 “双积分”政策下的新能源汽车产量测算	- 18 -
3.5 是福是祸，双积分实施后的车企百态	- 19 -
四、新机遇，确定市场中的博弈	- 21 -
五、风险提示	- 22 -

图表目录

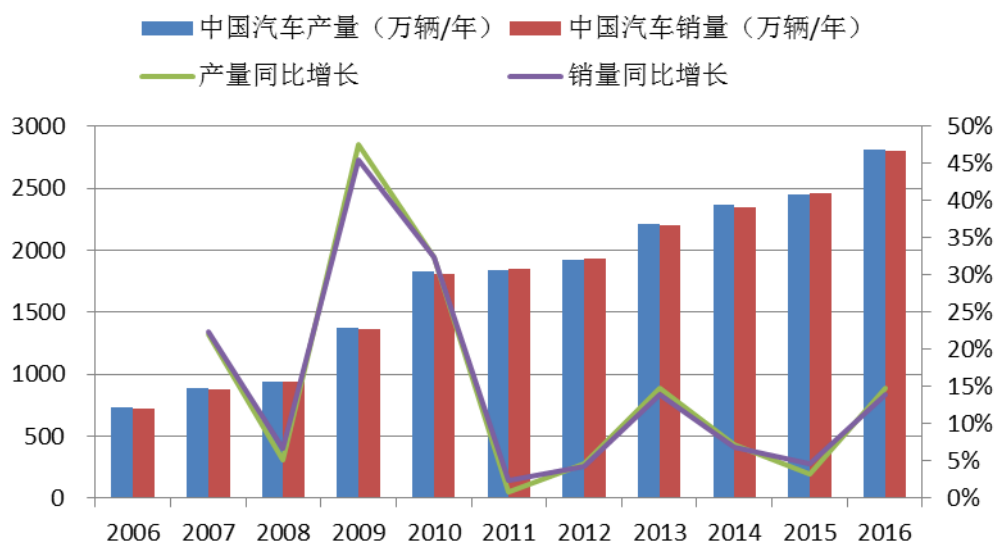
图表 1: 2006-2016 年中国汽车产销量	- 4 -
图表 2: 2005-2015 年分车型销量 (万辆)	- 5 -
图表 3: 2016 年世界各国千人汽车保有量	- 6 -
图表 4: 截止 2025 年汽车及新能源汽车产量 (红色虚线表示规划预期)	- 7 -
图表 5: 汽车及新能源汽车年平均增长率	- 7 -
图表 6: 2010-2016 年机动车和汽车驾驶员人数	- 8 -
图表 7: 2010-2016 年机动车和汽车保有量	- 8 -
图表 8: 2016 年新能源汽车销量前十城市 (红色虚框表示限牌)	- 8 -
图表 9: 2016 年限牌城市新能源汽车销量占比	- 8 -
图表 10: 2016 年、2017 年上半年全国限牌城市上牌指标	- 9 -
图表 11: 2009 年至今的新能源汽车补贴政策梳理	- 10 -
图表 12: 新能源汽车 2010-2016 年销量和增幅	- 11 -
图表 13: 新能源汽车补贴退坡情况	- 12 -
图表 14: 纯电动新能源车型月销量	- 12 -
图表 15: 北京、上海和深圳新能源车补贴退坡情况	- 13 -
图表 16: 2017 款纯电动 180 公里标准型长安奔奔 EV	- 14 -
图表 17: 新能源汽车与传统燃油乘用车成本构成	- 15 -
图表 18: 双积分政策概况	- 16 -
图表 19: 2009-2015 年国产乘用车燃料消耗走势	- 16 -
图表 20: CAFC、NEV 积分考核流程	- 17 -
图表 21: 2016 年 9 月 NEV 积分计分标准	- 18 -
图表 22: 2017 年 6 月 NEV 积分计分标准 (红色为与 9 月对比数据)	- 18 -
图表 23: 2017 年 6 月新能源乘用车销量前十	- 19 -
图表 24: NEV 积分要求下的新能源汽车产能测算	- 19 -
图表 25: 2016 年度中国乘用车企业平均燃料消耗量初步核算情况	- 20 -

一、新周期，新能源汽车悄然崛起

经历了 2016 年上半年的新能源汽车产业链的狂欢，跨越过 2016 年下半年骗补核查的谷底，2017 年的新能源汽车将迎来了真正业绩释放和市场化竞争。我们认为，在现有政策的支撑下，未来三年内的新能源汽车行业会进入确定性的稳健增长新周期。并且引领市场扩张的核心因素也将逐渐由政府政策转向市场化竞争，市场中车企业绩分化，大部分的中小整车厂将会被兼并、倒闭和退出的市场，又会有一批跨界巨头杀入这片传统意义上的竞争红海。汽车这个历史悠久的行业在新能源的催化下，虽然发展路途可能会道阻且跻，但终将“老树发新芽”，成为推动未来中国经济发展的支柱新兴产业。

1.1 汽车销售跨入稳健增长期

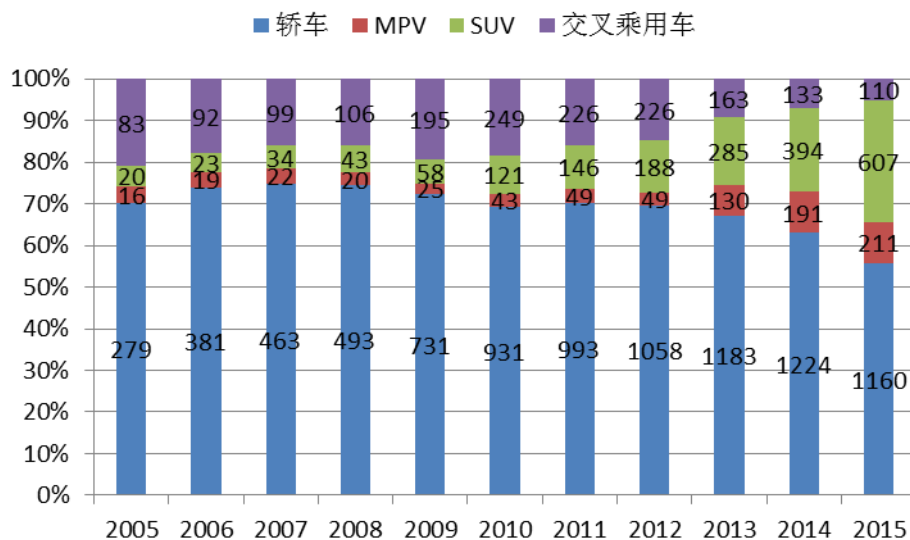
图表 1：2006-2016 年中国汽车产销量



资料来源：wind，财富证券

我国汽车销售增长的核心驱动力是减税补贴和产品结构调整。自中国在 2009 年跃居全球第一大汽车销售市场以来，我国汽车产销量呈现了明显的周期性，即 2010-2012 年，2013-2015 年，2016 至今，每个周期内的销量增长平稳，周期与周期间则存在明显的销量爬坡，整体看 2009 年以后汽车市场销量增速范围在 1%到 15% 之间波动，年平均复合增长率分别为 7%和 8%，其中在 2009 年、2013 年和 2016 年迎来三次销售增长高峰，主要是是因为 2012 年 SUV 销量大幅提升以及 2009 年、2016 年的车辆购置税减半影响。因此我们认为，在减税退坡的情况下，近两年内汽车消费市场仍将维持 5-7%的增长，下一次的汽车销售爆发将会出现在 2019 年左右，核心驱动力是新能源汽车普及带来的产品结构调整。

图表 2: 2005-2015 年分车型销量 (万辆)

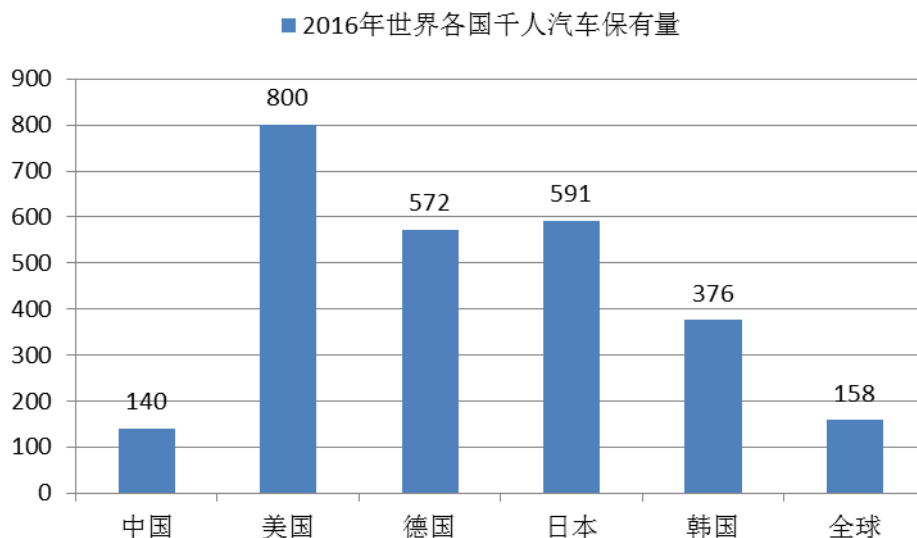


资料来源: wind, 财富证券

1.2 人均汽车保有量仍然较低

虽然我国汽车销量增长较快,但总体保有量仍与发达国家有较大差距。2016 年我国的汽车产销量双双突破 2800 万辆,分别是 2010 年的 1.5 倍和 1.6 倍,表明我国汽车消费市场在过去的几年间经历了快速扩张。2016 年全国汽车保有量的达到 2.9 亿辆,其中汽车 1.94 亿辆。每千人汽车保有量达到 140 辆,依照日韩等发达国家经验,当本国汽车千人保有量超过 120 辆后,汽车需求量的年化增速将降档至 5%左右。不过,中国的疆域远比日韩辽阔,特别是中西部等欠发达地区的人口分布密度较低,人均汽车保有量不高,在消费升级的前提下对车辆的需求也更为刚性。因此在消费市场规模的对比中,我国更合理的参照标的为疆域相近的美国,但目前我国千人汽车保有量只有其六分之一,甚至还不到全球的平均水平,所以整体看我国汽车行业即便未来增速放缓,但市场仍然具有扩大几倍的巨大空间。

图表 3： 2016 年世界各国千人汽车保有量



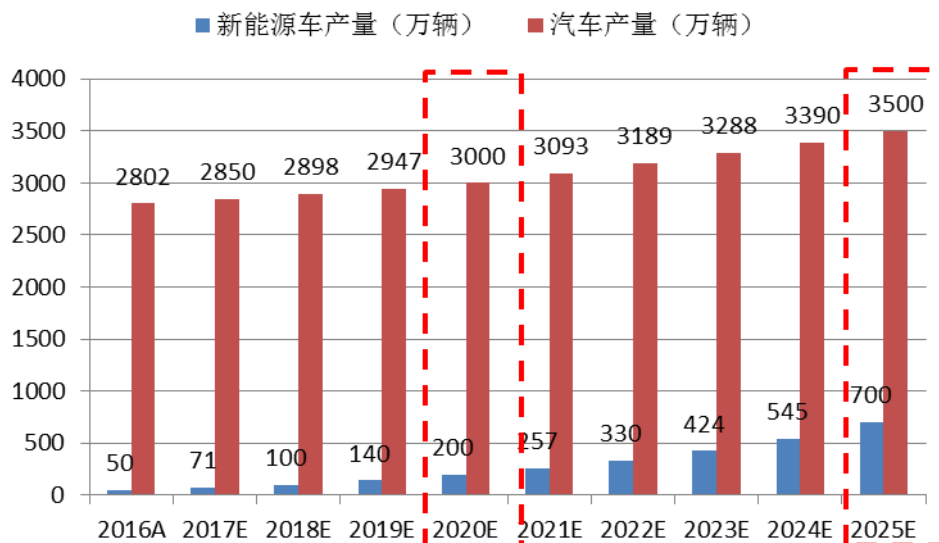
资料来源：wind，财富证券

1.3 新能源汽车接棒，成为汽车市场新动能

我国未来汽车市场的消费增量主要来源于新能源汽车。虽然我国汽车人均保有量仍处较低水平，未来空间较大，但这部分市场空间的扩张需要较长时间培养和消化。其中涉及人均收入水平提升，交通基础设施的升级，环境保护等各类相关政策问题，其中的任何一点阻碍都将最终影响我国汽车市场未来的发展规模。工业和信息化部、国家发展改革委和科技部三部委也在考虑到产业、环保、节能等各种问题后，出台了《汽车产业中长期发展规划》，规划中预测“汽车产量仍将保持平稳增长，预计 2020 年将达到 3000 万辆左右、2025 年将达到 3500 万辆左右。到 2020 年，新能源汽车年产销达到 200 万辆，到 2025 年，新能源汽车占汽车产销 20% 以上（经推算后也就是 700 万辆）”。在规划中，至 2025 年期间的全部汽车产量年化增长率约为 2.5%，新能源汽车的年化增长率约为 34%，接近全部汽车产量年化增速的 14 倍。不过，考虑到我国燃油车市场竞争较为充分，年化 2.5% 的增长低于国外市场经验以及业内的预期，我们认为至 2025 年，我国燃油车汽车产销量增速仍将维持在年化 5%。

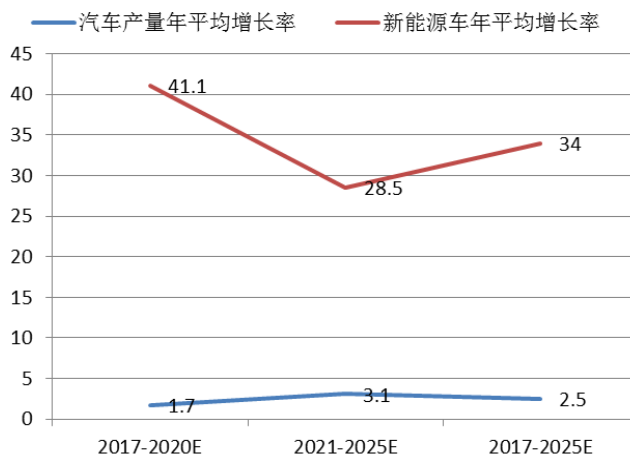
另据 6 月 12 日国家发改委、工信部发布了《关于完善汽车投资项目管理的意见》所示，《意见》鼓励汽车企业做优做强，推动僵尸汽车企业退出市场，严格控制新增传统燃油汽车产能并鼓励优质新能源汽车企业扩大产能和支持中外合资创办新能源汽车生产企业，进一步验证了燃油车产量维稳，新能源汽车快步向前的政策指导思路。

图表 4：截止 2025 年汽车及新能源汽车产量（红色虚线表示规划预期）



资料来源：wind，财富证券

图表 5：汽车及新能源汽车年平均增长率



资料来源：wind，财富证券

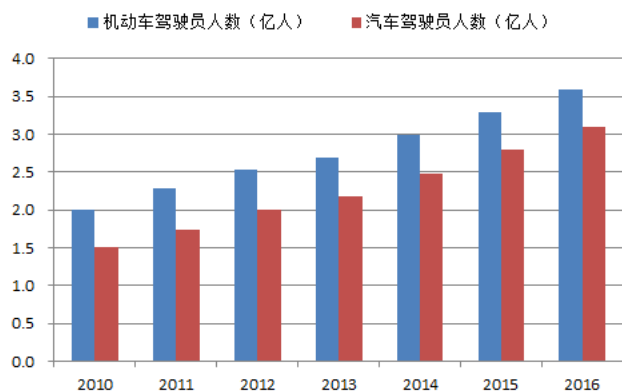
二、新偏好，政策加持下新能源汽车的砥砺前行

2.1 汽车消费偏好出现改变

2016 年我国机动车驾驶人 3.6 亿人，其中汽车驾驶人超过 3.1 亿人。考虑到持证者人均的汽车保有量为 0.63 辆，一线城市每千人汽车保有量超过 250 辆，无论是以个人还是家庭角度都趋于饱和，未来新增汽车销量将主要来源于三点：（1）以家庭为单位的第二次购车；（2）消费型高端车替换实用型性价比车；（3）无车群体第一次购车。这个趋势反映在近年来汽车销量特点对应的就是：（1）对应七座 SUV 热销；

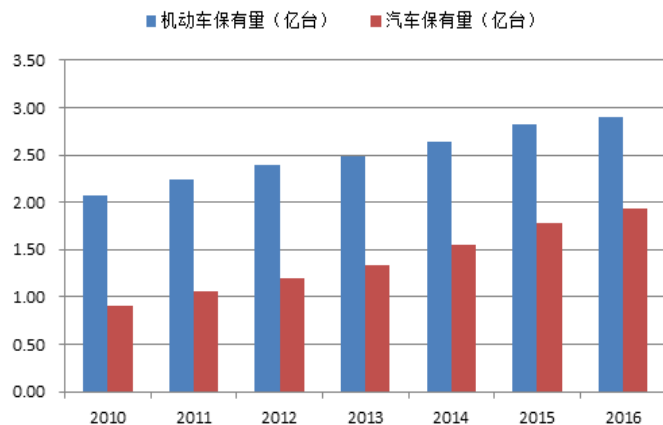
(2) 对应 B 级及以上车型销量增长明显高于 A 级车；(3) 对应三四线城市居民购车能力增强，国产品牌汽车性价比突出，产销量崛起；(4) 一线城市限牌，鼓励消费者购买易上牌且补贴高的新能源汽车。

图表 6：2010-2016 年机动车和汽车驾驶员人数



资料来源: wind, 财富证券

图表 7：2010-2016 年机动车和汽车保有量

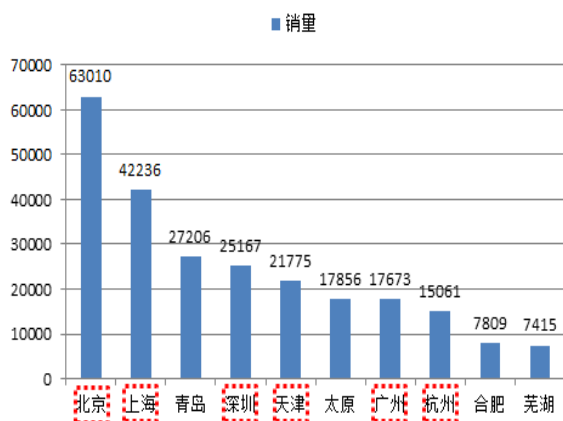


资料来源: wind, 财富证券

(1)、(2)、(3) 出现的决定因素为消费升级，属于消费者个人偏好变化的市场性行为，而针对新能源汽车的 (4) 则是市场和政策共同作用的结果。因此我们可以认为，在短期内新能源汽车的销售市场同时由政策（限牌）和价格（补贴）共同作用，其未来的发展路径则可视作政策和市场之间的博弈。

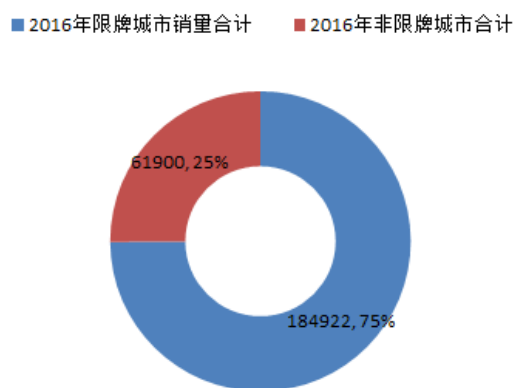
2.2 限牌政策改变汽车销售格局

图表 8：2016 年新能源汽车销量前十城市（红色虚框表示限牌）



资料来源: 威尔森, 财富证券

图表 9：2016 年限牌城市新能源汽车销量占比



资料来源: 威尔森, 财富证券

新能源汽车在限牌城市的销量远高于非限牌区域，一方面可能是限牌地区为一二线发达城市，相关新能源配套设施更加齐全，购买后使用便捷，但更可能的原因

还是上牌政策优惠影响。2016 年全国的新能源汽车销量只占整体汽车销量的 1.8%，而在限牌城市，诸如北京、天津和广州等地，新能源车上牌占总指标数 15%以上，特别是一牌难求的北京，2016 年高达 41.3%的上牌比让很多苦苦摇号多年的车主看到了希望。而北京只是上牌优惠政策实施力度较小的地区，优惠力度最大的诸如深圳，在名下已有一辆汽车的基础上，仍可额外申请电动汽车指标，若申请数量小于当期指标配额，则直接配置号牌。上海、天津、西安和杭州等地也不逞多让，纷纷颁布了直接给新能源汽车上牌的政策，直接激活了各地新能源汽车的销售。可以认为，不限牌政策在需求端打开了新能源汽车的市场。

图表 10： 2016 年、2017 年上半年全国限牌城市上牌指标

指标名称	全国销量（万辆）			天津上牌指标（辆）		
	新能源车	普通车	销量占比	新能源车	普通车	总占比
2016 年	50.4	2802	1.8%	17157	53045	24.4%
2017 上半年	/	/	/	7767	26477	22.7%

指标名称	广州上牌指标（辆）			北京个人上牌指标（辆）		
	新能源车	普通车	总占比	新能源车	普通车	总占比
2016 年	12000	62236	16.2%	57629	81970	41.3%
2017 上半年	7000	36630	16.0%	51000	41706	55.0%

资料来源：wind，财富证券

2.3 补贴点燃新能源汽车消费热情

我国的新能源汽车行业的爆发与国家的补贴支持密不可分，根据我们梳理的政策发布的时间，将新能源汽车补贴分为四个阶段。

图表 11： 2009 年至今的新能源汽车补贴政策梳理

时间	政策名称	发布部门	补贴标准
2009年2月	《关于开展节能与新能源汽车示范推广工作试点工作的通知》	财政部、科技部	混合动力（HEV）最高补贴 5-45 万元
2010年5月	《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》	财政部、科技部、工业和信息化部、发改委	纯电动乘用车每辆最高补贴 6 万元
2012年6月	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》	工业和信息化部	/
2013年9月	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	工业和信息化部	纯电动车每辆最高补贴 6 万元。插电式混合动力每辆最高补贴 5 万。1.6 升及以下节能车补贴 3000 元。
2014 年	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	工业和信息化部	在 2013 年标准上下降 5%
2015 年	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	工业和信息化部	在 2013 年标准上下降 10%
2015 年 12 月	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	财政部	相比 2013 年-2015 年新能源车补贴政策，纯电动和纯电动补贴减少 0.5 万元
2016 年 12 月	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、科技部、工业和信息化部、发改委	乘用车补贴在 2-4.4 万元之间，非个人用户购买的新能源汽车申请补贴，累计行驶里程须达到 3 万公里

资料来源：财富证券

第一阶段，2009 年至 2012 年，我国的新能源汽车产业尚处于试点和规划阶段。在财政部与科技部等政府部门主导下，此时的新能源汽车的推广更偏向于技术研究层面，属于未来技术的试点，结合 2010 年全部 13 个试点城市只销售了不到八千辆新能源汽车来看，这一阶段的新能源车尚处于技术验证阶段，未全面落地生产。看似较高的补贴标准对提升销量的影响有限。

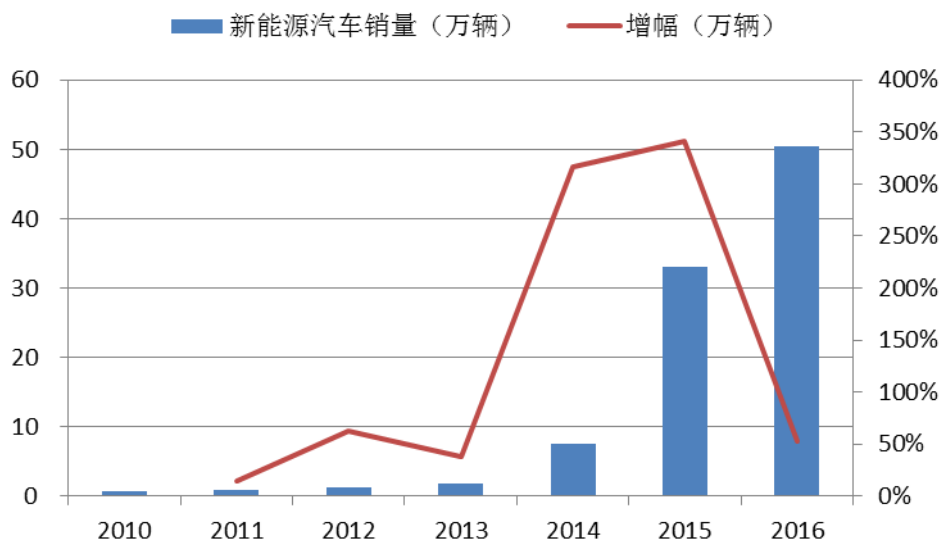
第二阶段，2013 年至 2015 年，资本进入和产能释放。结合《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》的发布，一条较为确定和清晰的新能源汽车产业链逐渐形成，市场对新能源汽车未来发展预期提升，电池技术的发展降低了车辆生产成本并提升了行驶里程，消费者经过了三年的培育后也对新能源汽车有了基本的认识，因此新能源汽车行业真正进入了爆发前的快速增长期。本阶段的单车补贴维持在 3 万元以上，在不计算地补的情况下，约为 A 级汽油车优惠的 4 倍以上。加之在限牌的上海等地区，新能源车主可以免费领牌，据每日经济新闻报道 2013 年车牌拍卖均价 7.5 万元估算，认购新能源汽车合计补贴金额超过了十万元，约占同期汽车销售均价的 78%。高额的补贴形成了良好的催化效应，使得 2013-2015 年成为我国新能源汽车销量增长最快的几年。

第三阶段，2016 年至 2017 年，骗补核查和里程核算。经历了 2016 年上半年的新能源车抢装热潮后，产品质量的参差不齐逐渐受到了相关部门的重视，国家的核心

新能源汽车扶植政策也从保量转换为保质。低行驶里程车型被移除补贴名单，改装骗补车企也受到处罚，整个行业面临了第一次危机，整年的销量增长也大幅下滑。2016 年 12 月份补充出台的非个人用户达到 3 万公里行驶里程才能领取补贴的政策，基本排除了以骗补为目的的市场参与者，而其他产品力较弱的车企也将面临淘汰。未来新能源汽车行业内部竞争将更加激烈，企业间的层次分化将愈发明显，以需求为主导的成熟消费者将受产品质量而非销售补贴影响，选择更符合自身需求的产品。

即将到来的第四阶段，2018 年至 2020 年，补贴退坡、积分考核和市场格局形成。随着补贴金额的进一步减少，生产新能源汽车的利润继续下滑，规模效应带来的成本优势凸显，行业壁垒形成。无论是自主品牌还是合资品牌的主力新能源车型陆续量产，整个市场趋于红海竞争，小品牌彻底退场。在技术进步的推动下，新能源汽车的易用性和经济性凸显，消费者将从功能性和实用型出发来选择新能源汽车和传统燃油车。而 NEV 积分制的门槛上升更将倒逼整车厂去研发和生产更多的新能源车型，与需求端的扩张形成良性促进，共同推进整个新能源汽车行业的发展。

图表 12： 新能源汽车 2010-2016 年销量和增幅



资料来源：wind，财富证券

2.4 补贴退坡和“三万公里”新政的冷处理

虽然从长期的角度看，新能源汽车的生产、销售是以市场为导向，但在电池包等核心零部件价格居高不下，整车产量较少导致边际成本较高的局面出现改变前，车企的新能源汽车布局仍将维持亏损，政策给予产业发展的支持必不可少。因此，政府补贴已成为行业突破盈亏平衡的关键因素，直接影响新能源汽车的短期销量。在 2015 年的新能源汽车的销量爆发可以认为政策补贴的集中催化，而 2016 年的大幅下滑也是补贴退坡的后续影响。

图表 13： 新能源汽车补贴退坡情况

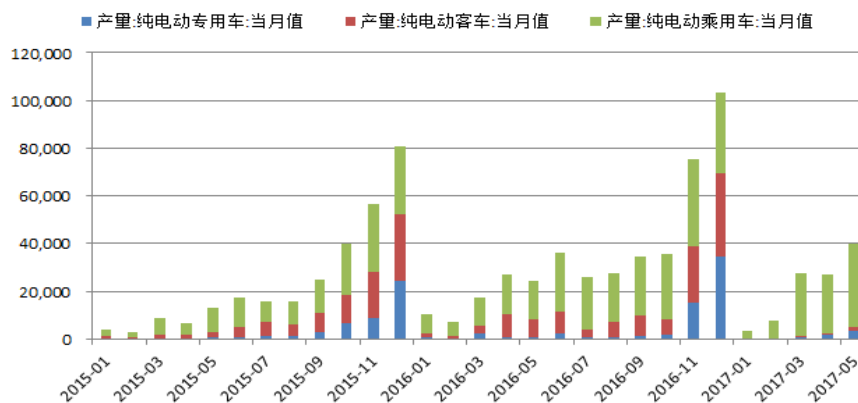
车型类别	里程数（公里）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
纯电电动乘用车	2013-2015 年 (80<R<150)	3.5	3.33	3.15	-	-	-	-	-
	2016-2020 年 (100<R<150)	-	-	-	2.5	2	2	1.5	1.5
	150<R<250	5	4.75	4.5	4.5	3.6	3.6	2.7	2.7
	R>250	6	5.7	5.4	5.5	4.4	4.4	3.3	3.3
插电式混合动力乘用车	R>50	3.5	3.33	3.15	3	2.4	2.4	1.8	1.8
燃料电池乘用车	-	20	19	18	20	20	20	20	20

资料来源：电动汽车时代，财富证券

根据整理的 2013 年至今的新能源汽车国家补贴退坡情况，我们厘清了三条政策主线：（1）关闭政策套利通道；（2）补贴门槛提升；（3）补贴金额的退坡逐渐加速。

关闭套利通道彻底撼动了非乘用车的市场的格局。主要表现在《关于开展 2016 年度新能源汽车补贴资金清算工作的通知》的颁布，导致 2017 年上半年的电动专用车和客车产量大幅下降。《通知》中强调“非个人用户购买的新能源汽车申请补贴，累计行驶里程须达到 3 万公里”，“里程尚不达标的新能源汽车，应在达标后申请补贴补贴标准和技术要求按限获得行驶证年度执行”，这就意味着部分车企的补贴在一年内都无法到账，即便如宇通客车这类市场龙头，在 2016 年成功申报补贴的新能源客车占比也仅为 7.8%，有 90 亿左右的补贴至今尚未到账，直接影响公司的本年度业绩。“三万公里”政策无异于刮骨疗毒，从根本上遏制了骗补行为，也误伤了部分行业内的优秀企业。但真金不怕火炼，《通知》的本质目的就是要提升新能源汽车的使用效率，更能凸显出优秀企业产品的优势，促使行业集中度进一步提升。

图表 14： 纯电动新能源车月销量



资料来源：wind，财富证券

补贴门槛的提升影响相对较小。国内 2017 年销量排名前十的纯电动车的行驶里程下限均在 150 公里以上，远超提升门槛后的阈值。真正受到影响的是业内默认的“续航里程 80 公里”的低速电动车，生产这部分产品的厂家如不进行技术升级，价格优势将不复存在，未来将被市场淘汰。

补贴退坡着眼未来。补贴退坡情况以目前销量最大的行驶里程数在 150 公里内的乘用车为例，从 2013-2015 年阶段的国补每年下调 5%，到 2015-2016 年的突然陡降 26%，再到 2016-2017 年下调 20%，2018-2019 年下降 25%。如果 2016 年的补贴快速退坡被认为是骗补核查后过度反应，那么政策层对新能源汽车产业的规划已经十分成熟和清晰，目的最终指向一点——在 2020 年后去行政干预，回归市场化竞争。

2.5 补贴退坡后车企面临较大经营压力

经历 2017 年的新一轮补贴退坡后，各家车企面临着更加严峻的经营压力。因为车企补贴由国家补贴和地方补贴两部分组成，地方补贴往往锚定中央基准，一旦中央补贴下降，补贴总额将出现更大的下滑，出现双击的效应。我们分别整理了 2015 年和 2017 年新能源汽车销量排名靠前的北京、上海和深圳的地方补贴数据。仅以北京行驶里程在 150 到 250 公里的主流车型为例，2015 年到 2017 年的国补退坡比例为 33%，下降金额为 1.5 万元；而总退坡比例为 47%，下降金额为 4.2 万元。

图表 15：北京、上海和深圳新能源车补贴退坡情况

补贴标准	北京			上海			深圳		
	80<R<150	150<R<250	R>250	80<R<150	150<R<250	R>250	80<R<150	150<R<250	R>250
	0 (100<R<150)	0 (100<R<150)	0	0 (100<R<150)	0 (100<R<150)	0	0 (100<R<150)	0 (100<R<150)	0
2015 年国补	3.15	4.5	5.4	3.15	4.5	5.4	3.15	4.5	5.4
2015 年地补	3.15	4.5	5.4	4	4	4	3.5	5	6
2015 年总补贴	6.3	9	10.8	7.15	8.5	9.4	6.65	9.5	11.4
2017 年国补	2	3	4.4	2	3	4.4	2	3	4.4
2017 年地补	1	1.8	2.2	1	1.8	2.2	1	1.8	2.2
2017 年总补贴	3	4.8	6.6	3	4.8	6.6	3	4.8	6.6
退坡差额	3.3	4.2	4.2	4.15	3.7	2.8	3.65	4.7	4.8

资料来源：财富证券

结合车企主力车型的成本与售价，来测算补贴退坡后车企销售单车的盈利情况。

我们选取续航里程在 150-250 公里，售价在 12-15 万元之间，销量在 5 月份的新能源乘用车中排名第 8 的 2017 款纯电动 180 公里标准型长安奔奔 EV。

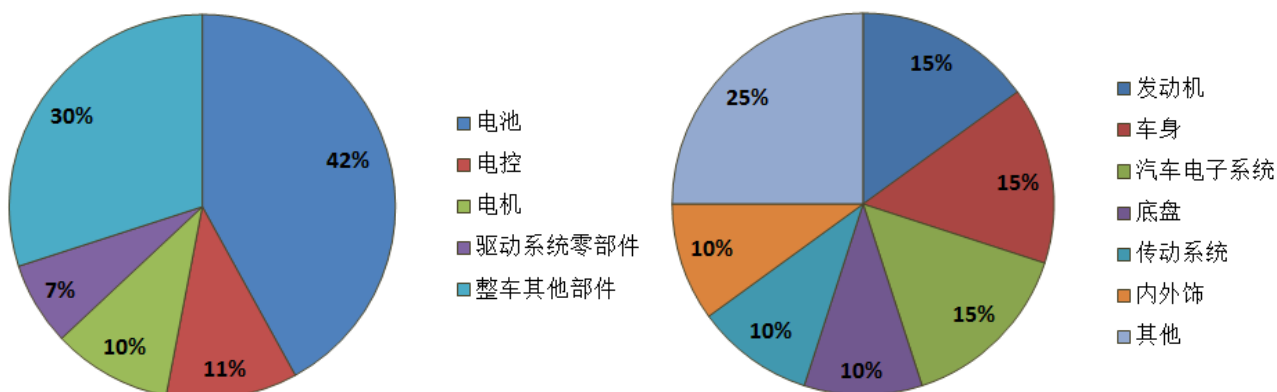
图表 16： 2017 款纯电动 180 公里标准型长安奔奔 EV



资料来源：汽车之家，财富证券

因为新能源汽车与传统燃油车最大的区别是发动机及控制系统（电机、电控）和能量储备系统（电池包），所以其他车身部件可按燃油车标准计算，价格组成由税收、成本和利润三部分组成。以这辆经销商售价为 12 万元的汽车为例，税收包括消费税（3-5%）、增值税（17%）、教育附加税、城建税和地税，合计约占车价的 40%，即 4.8 万元；然后是成本，燃油车的原材料成本约占车价的 40%，而根据 Argonne 国家实验室统计数据，新能源汽车动力总成（电机、电控、变速器）的成本占轿车整车成本的 20%，基本与燃油车发动机的成本抵消，因此新能源汽车的额外成本只来源于电池包。该车型的电池包的额定容量为 27.5kwh，以目前公认的特斯拉每千瓦时三元电池包 1558 元的价格为准，电池包总价为 42845 万元，汇总后整车成本约为 9 万元。最后是计算利润，主要包括销售公司的利润（约车价 7%）和经销店利润（约车价 6%），合计约为 1.6 万元。粗略估算下来，该车型的售价应至少高于 15.4 万元，在计入 2015 年 9 万元补贴的情况下，整车厂的单车利润为 5.6 万元，净利率高达 36%，远高于生产燃油车的 10% 的净利率。但按照 2017 年 4.8 万元的补贴标准，单车利润为 1.4 万元，利润率在 9% 左右，与生产燃油车差别不大。若不补贴，车企净亏损 3.4 万元。

图表 17： 新能源汽车与传统燃油乘用车成本构成



资料来源：Ofweek, 盖世汽车, 财富证券

通过测算我们可以初步判断，新能源汽车生产企业从 2015 年至今经历了由暴利到薄利大起大落，并且极有可能在 2019 年的新一轮补贴退坡中出现亏损。期间留给车企控制成本、提升技术的时间已经很少。意味着整个新能源汽车行业将在 2019 年迎来一轮洗牌，能留存下的企业已经可以通过控制成本或者提升价格，在补贴式微的情况下实现盈亏平衡，形成良性的市场化竞争的局面。而整个行业的集中度也将逐步提高，落后产能出清或被兼并，新能源汽车产业链将走出迈向成熟的第一步。

三、新规定，双积分政策下新能源汽车市场格局

双积分政策意见稿出台，新能源汽车产量下限显现。2017 年 6 月 13 日，工业和信息化部起草的《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（征求意见稿）》向社会公开征求意见，正式将 NEV 和 CAFC 积分政策推向前台，标志着我国汽车生产标准正式向国际靠拢，在供给端新能源汽车产能下限得以确定。

3.1 双积分政策解读

双积分政策分别指代平均燃料积分政策（CAFC）和新能源汽车积分政策（NEV 积分）。CAFC 是美国 CAFÉ 政策的中国翻版，主要目的是为了推动传统燃油车节能减排，实施思路是国家按照计划时间段制定相应的油耗目标（目前处于 2016-2020 年的第四阶段）。该政策积分的计算标准为该企业平均燃料消耗量的达标值和实际值之间的差额，与该企业乘用车生产或者进口量的乘积。实际值低于达标值产生的积分为正积分，高于达标值产生的积分为负积分。

NEV 政策起源于美国加州 1990 年出台的 ZEV (zero-emission vehicle) 政策。ZEV 政策的主要思路是确定每年零排放汽车的积分比例，然后与车厂的销量相乘，计算出该年度的零排放汽车积分，对达不到的企业每个积分按照 5000 美元进行处罚，而有多余积分的企业可将积分转卖给其他企业。我国目前的 NEV 政策基本是 ZEV 的延续，只是政策更加宽容，将零排放汽车标准改为采用新能源作为动力，使得目前许多混动汽车也可被计入积分，缓解了部分车企的积分压力。

图表 18: 双积分政策概况

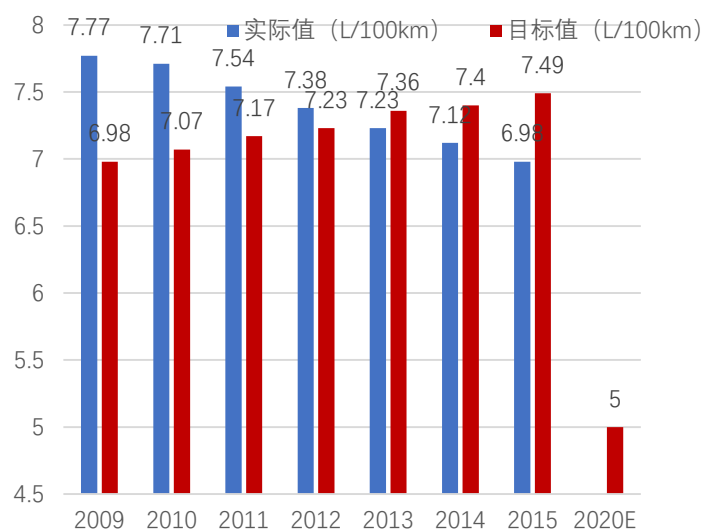
	CAFC 积分管理	NEV 积分管理
发布单位	国家工业和信息化部	
发布时间	2017 年 6 月 13 日	
管理方式	双要求、双积分管理，NEV 正积分可一分两用：抵 CAFC、抵 NEV 负积分	
交易方式	结转和关联企业转让	自由交易，不得结转，可抵扣 CAFC 积分
考核主体	所有在中国境内销售乘用车的车企	在中国境内年产量或进口量大于 5 万辆的乘用车车企
考核依据	《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》	2018-2020 年的 NEV 积分比例为 8%、10%、12%
惩罚措施	暂停高油耗车型生产	暂停部分车型的生产

资料来源：第一电动网，财富证券

3.2 双积分政策产生原因

双积分政策的核心目的是降低能源消耗。可以认为 NEV 是 CAFC 的辅助措施，两者的最终目的都是通过技术改良与升级实现降低能源消耗。得益于 1.6L 以下小排量乘用车的消费占比提升，以及发动机、变速箱技术的进步，我国乘用车能耗在近几年内持续下降，在 2013 年就实现了低于目标值。不过，仍与《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》所要求的 2020 年达到 5L/100km 目标有较大差距。

图表 19: 2009-2015 年国产乘用车燃料消耗走势

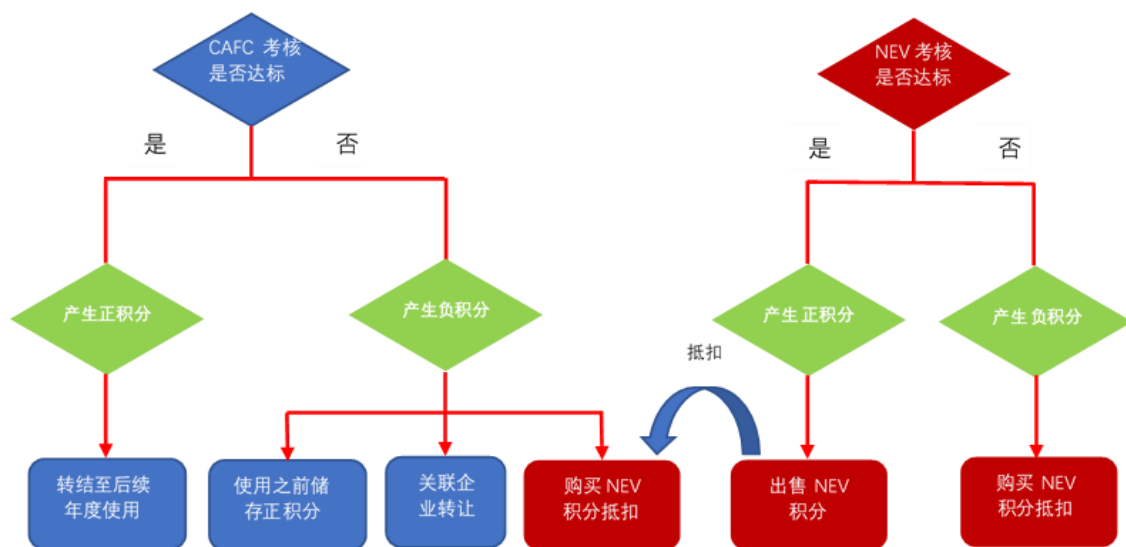


资料来源：工业和信息化部，财富证券

新能源汽车的高乘数效应是快速降低能耗的关键。为了实现 2020 年的排放目标，以 2015 年为基准每年的燃油消耗降幅约为 5.5%，这个下降幅度高于 2009 年至今的任何一年。这就意味着单纯依靠燃油车的技术进步难以实现规定要求。新能源汽车的燃料消耗显著低于燃油车，例如 2015 年在不计入新能源车的行业平均燃料消耗值为 7.04L/100km，计入后为 6.72L/100km，显著下降了 4.5%，而当年新能源汽车销量仅仅占总体 1.4%，表明新能源汽车的油耗仅为燃油车的三分之一不到。因此，NEV 积分中的比例强制要求殊途同归，再加之 NEV 积分可以抵扣 CAFC 积分，要实现 CAFC 积分中的能耗标准，车企只能提升新能源汽车在汽车销售中的比例。

3.3 新版“双积分”政策的减压效果显著

图表 20：CAFC、NEV 积分考核流程



资料来源：工业和信息化部，财富证券

短期内 CAFC 积分压力不大，NEV 积分是关注重点。因为以目前的燃料消耗标准看，国内的乘用车整车厂有三分之二满足 CAFC 要求，并且 CAFC 的不足积分可由 NEV 分抵扣，而 NEV 分只能交易。所以测算出各个车企 NEV 积分的现值和需求值是判断 2018 年双积分政策正式实施影响的关键因素。具体来看，2016 年 9 月版的积分判定标准如下：

图表 21: 2016 年 9 月 NEV 积分计分标准

乘用车类型	纯电动续航里程 R (工况法, 公里)				
	80≤R<150	150≤R<250	250≤R<350	R≥350	R≥50
纯电动	2	3	4	5	/
插电式	/	/	/	/	2
燃料电池	/	/	4	5	/

资料来源: 工业与信息化部, 财富证券

2017 年版《征求意见稿》中则显得更加灵活, 添加了对 NEV 积分计算弹性乘数和计分准入的基本门槛。包括: (1) 30 分钟最高车速不低于 100km/h, 纯电动模式下续驶里程不低于 100 公里; (2) 标准车型积分按公式计算: $0.012 \times \text{续驶里程 (综合工况)} + 0.8$, 最高为 5 分; 实际车型积分在标准车型积分的基础上可以按 0.5 倍、1 倍、1.2 倍计算, 按整车整备质量 (m) 与电能消耗量 (Y) 的关系来确定。

以上调整对车企的利大于弊。因为目前在售电动车补贴的下限标准是高于 100 公里的行驶里程, (1) 的准入要求意义不大。(2)、(3) 则给予车企寻求更高积分的空间, 即便在技术上难以实现 (3) 中的质量能耗标准, 车企仍然可以通过做大里程, 靠近 (2) 中的积分上限。经不考虑技术升级的保守状况下整体测算, 我们认为意见稿从侧面提升了单车的积分标准, 以历程区间的中值进行计算, 可得出 9 月份 NEV 单车积分调整如下, 平均每个区间的积分都上调了 10% 左右, 也就意味着车企对新能源汽车强制生产需求也降低了 10%。

图表 22: 2017 年 6 月 NEV 积分计分标准 (红色为与 9 月对比数据)

乘用车类型	纯电动续航里程 R (工况法, 公里)				
	100≤R<150 (125)	150≤R<250 (200)	250≤R<350 (300)	R≥350	R≥50
纯电动	2 (2.3)	3 (3.2)	4 (4.4)	5	/
插电式	/	/	/	/	2
燃料电池	/	/	4	5	/

资料来源: 工业与信息化部, 财富证券

3.4 “双积分”政策下的新能源汽车产量测算

我们以 2017 年 6 月份销量最大的 10 款新能源汽车为样本, 估算目前生产的新能源汽车的平均里程, 最后得出单辆车能计入的 NEV 积分。剔除掉轻混动和插电混动车型后, 剩余 8 款车型的平均续航里程为 190km, 对应 NEV 积分为 3.1 分, 若估计的 2018 年新能源汽车销量为 2898 万辆, 以 8% 比率计算的分值为 232 万分, 最少生产新能源汽车约 75 万辆。如果继续细化计算, 考虑到插电电动车占比为 20%, 对应单车的 NEV 积分为 2.9 分, 最少要生产新能源汽车 80 万辆。

图表 23: 2017 年 6 月新能源乘用车销量前十

车型	销量/辆	厂商指导价/万元	续航里程 km	动力类型	品牌
卡罗拉 双擎	6553	13.98-17.58	--	轻混合动力	丰田
知豆 D2	4714	15.88	152km	纯电动	知豆
宋 DM	4552	21.59-24.59	80km	插电式混合动力	比亚迪
比亚迪宋	4552	28	70km	插电式混合动力	比亚迪
雷凌	3930	13.98-15.98	--	轻混合动力	丰田
奇瑞 eQ	3466	15.99-16.49	200km	纯电动	奇瑞
比亚迪 e5	3206	22.98-24.98	305km	纯电动	比亚迪
北汽新能源 EC 系列	2563	15.18-15.78	156km	纯电动	北汽
众泰云 100	1861	15.89	150km	纯电动	众泰
奔奔 EV	1778	15.48-17.18	180km	纯电动	长安

资料来源: ifind, 财富证券

进一步计算在双积分政策持续加码情况下的新能源车产能下限, 考虑到技术进步导致的新能源汽车的里程提升, 每年按固定比率提升单车积分, 得出即便是在单车积分增长最慢的情况下, 满足 2020 年 NEV 积分的新能源汽车也只需 112 万辆, 与《长期规划》提出的 2020 年 200 万辆的目标相差较远。说明按目前新能源汽车发展路径, NEV 和 CAFC 积分对行业的影响不大, 最有可能出现还是业内车企产能分化和积分交易。

图表 24: NEV 积分要求下的新能源汽车产能测算

	时间	2018 年	2019 年	2020 年
单车 NEV 积 分 (3 分 为基准, 混动比 例为 20%)	汽车产量 (万辆)	2898	2948	3000
	积分比例	8%	10%	12%
	NEV 所需积分	232	295	360
	每年增长 5%单车积分	2.9	3.1	3.2
	对应新能源车产量	79	96	112
	每年增长 10%单车积分	3.0	3.3	3.7
	对应新能源车产量	76	88	98
	每年增长 15%单车积分	3.2	3.6	4.2
	对应新能源车产量	73	81	86
	每年增长 20%单车积分	3.3	3.9	4.7
对应新能源车产量	71	75	76	

资料来源: 财富证券

3.5 是福是祸, 双积分实施后的车企百态

从双积分政策执行的压力来讲, 2018 年对于车企是最艰难的一年。因为如果今

年年底新能源汽车产量能达到 65 万辆，对应在 2018 年需满足 NEV 分（单车 2.9 分）最低增速约为 22%，否则会出现整个行业范围的积分不足。而 CAFC 积分情况更为严峻，经我们测算，目前国内的主流整车厂的积分排名前十和后十名需求如下：

图表 25： 2016 年度中国乘用车企业平均燃料消耗量初步核算情况

积分排名	企业名称	乘用车产量	2016年达标值	2016年实际值	达标/实际	CAFC积分	按单车NEV3分进行抵扣新能源车数量	2018年满足NEV3分生产新能源车数量	积分交易支出，1分0.5万元
1	北京汽车股份有限公司	345973	6.69	3.92	171%	958345	319448	9226	/
2	比亚迪汽车有限公司	272066	7.04	3.59	196%	938628	312876	7255	/
3	一汽-大众汽车有限公司	1919187	6.94	6.50	107%	844442	281481	51178	/
4	比亚迪汽车工业有限公司	150397	7.68	2.30	334%	809136	269712	4011	/
5	湖南江南汽车制造有限公司	292358	7.22	4.54	159%	783519	261173	7796	/
6	浙江吉利汽车有限公司	365282	6.19	4.10	151%	763439	254480	9741	/
7	上海汽车集团股份有限公司	312962	6.90	4.93	140%	616535	205512	8346	/
8	奇瑞汽车股份有限公司	431384	6.54	5.15	127%	599624	199875	11504	/
9	浙江豪情汽车制造有限公司	500523	7.05	6.03	117%	510533	170178	13347	/
10	安徽江淮汽车股份有限公司	328523	6.81	5.51	124%	427080	142360	8761	/
86	江西昌河铃木汽车有限责任公司	31553	4.44	5.55	80%	-35024	11675	841	-17512
87	东南（福建）汽车工业有限公司	113185	7.09	7.57	94%	-54329	18110	3018	-27164
88	沈阳华晨金杯汽车有限公司	88149	7.44	8.07	92%	-55534	18511	2351	-27767
89	长安福特汽车有限公司	929641	7.12	7.20	99%	-74371	24790	24790	-37186
90	广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司	150566	7.53	8.07	93%	-81306	27102	4015	-40653
91	四川一汽丰田汽车有限公司	157384	7.57	8.19	92%	-97578	32526	4197	-48789
92	安徽猎豹汽车有限公司	87189	7.71	8.95	86%	-108114	36038	2325	-54057
93	上汽通用（沈阳）北盛汽车有限公司	462913	6.94	7.21	96%	-124987	41662	12344	-62493
94	重庆长安汽车股份有限公司	997365	6.97	7.21	97%	-239368	79789	26596	-119684
95	长城汽车股份有限公司	977176	7.34	7.64	96%	-293153	97718	26058	-146576

资料来源：工业与信息化部、财富证券

CAFC 积分在关联企业可以转结，合并口径后的行业领先者分别是比亚迪、北汽和一汽大众。比亚迪和北汽主要得益于纯电动汽车产量占比较高，实际油耗显著低于其他企业；一汽大众则是在降低燃油车能耗的技术上走到前列，并依靠较大的产量获取了大量积分。相比积分富余车企的有限受益，积分不足车企面临的风险要更加不确定，其中最为受伤的要数长安、长城两兄弟。关联企业合并口径后，长安汽车的总 CAFC 积分缺口最大，达到了 30 万分，而可以进行抵扣的 NEV 分数据 2017 年上半年数据预测也刚好超过下限，无法弥补缺口。若按之前媒体给出的每分五千元的惩罚标准，公司一年将多支付近 15 亿元的罚金。长城汽车表面情况要略好于长安汽车，其实却成为了积分政策最大的受害者。因为公司目前的新能源汽车产量较低，其首款新能源汽车 C30EV 在 5 月底才开始上市，而其他主力 SUV 车型能耗较高，在产品结构不发生重大变化的情况下，短期难以实现能耗的快速下降。所以考虑公司可能同时难以满足双积分要求，面临罚金支出压力甚至会高于长安汽车。

不过短期的业绩承压并不代表公司在新能源汽车领域竞争落后。长安汽车计划在未来十年向新能源汽车投入 180 亿元，并向市场推出 24 款全新新能源产品。其中，纯电动产品 13 款，插电式混合动力产品 11 款。同时，其计划到 2025 年旗下新能源汽车累计销量达到 400 万辆，一旦新能车产能释放，CAFC 积分自然会被满足。长城

汽车则采用外延式的发展路径，在近日入股电动车生产商河北御捷，未来有望采用“御捷长城”联合商标生产纯电动新能源汽车。因此我们认为，在目前的计分模式下，主流车企都将顺利通过考核，**双积分政策最终并不会真正对车企产生实质上的利空，只是起到督促转型的作用。**

四、新机遇，确定市场中的博弈

新能源汽车是自汽车被发明 130 年以来，首次出现的突破性技术变革。政府为推动潮流出台政策，车企为适应潮流研发新技术，消费者为体验潮流够买新能源汽车，汽车市场上的所有参与者都沿着既定的路线前进，共同合力驱使着新能源汽车成为了不可逆转的趋势。在既定的趋势下，我们可以预测和推演行业未来的发展，以及内部企业间的竞争结果，其中包含如下几点：

新能源汽车或将取代燃油车。法国、挪威、荷兰和德国已宣布在 2025 年至 2040 年间陆续停售燃油车，车企沃尔沃也计划在 2019 年后停产燃油车。彭博预计到 2040 年，电动汽车将占全球新车销量的 54% 以及全球汽车保有量的三分之一，在已进入存量博弈的汽车市场中，如此大规模的产品结构改变必将颠覆已有汽车行业的构成。

新能源技术路线向电动靠拢。以往的国际巨头如德国主要走燃油车节能路线，日本车企主推“油电混动+燃料电池”路线。但在 2016 年开始，BBA 等豪华车品牌纷纷加速新能源车布局，大众甚至游走在政策边缘成立第三家合资企业生产新能源汽车；日系车代表丰田和本田也分别在去年和今年宣布将纯电加入终极目标。技术路径的转移将促使企业加大投入，有利于新能源乘用车市场更快地成熟。

政策将持续为新能源汽车发展保驾护航。诸如购置补贴、税收减免等扶持性政策和碳排放、双积分等惩罚性政策将以“组合拳”的形式出现，分别从政策和市场两个维度锚定汽车销售上下区间。根据我国国情，政策与市场对新能源汽车的双轮驱动在 2025 年是不会调整的，而政策将决定销售上、下限，市场决定销售的增长率。因此我们预计在 2018-2020 年间我国新能源汽车销量范围为分别为 79~100、96~140、112~200 万辆。

短期（2018-2020 年）看新能源汽车市场仍属于存量博弈。短期内，随着补贴退坡和电池组价格高企，生产单车收益率由负转正，在政策红利指标（如上牌、限行）有限的情况下，整车厂需控制产量来避免亏损。但在另一个角度来看，目前正处于新能源汽车产品的卡位阶段，此时降低产量、放弃市场份额可能造成永久性的损失。因此车企正处于进退两难的纠结境地，如何维持业绩和市场的平衡成为该时间节点关键问题。

长期（2020 年以后）看增量市场的寡头竞争。在 2020 年补贴政策彻底退坡后，无法控制成本的车企将彻底退出市场，而如北汽、吉利、比亚迪等占据了先发优势自主企业和江淮大众等起步较早的合资车企将充分受益于市场集中度提升和新能源汽车市场的真正爆发，形成新格局的寡头竞争。此阶段市场将代替政策成为行业发

展的主导驱动力，产品品质更优的企业竞争力将凸显，业绩增长率也将高于 2018-220 年阶段。

五、风险提示

宏观经济下行超预期，新能源汽车政策支持不及预期等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10% 以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5% 以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438