



新能源行业

报告日期：2022 年 6 月 30 日

## 何以守望，如何守望

### ——新能源行业 2022 年中期策略报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

（2022 年 6 月 30 日）

#### 新能源行业指数



研究员：占运明

执业证书编号：S0230521030010

邮箱：zhanyym@hlzq.com

#### 相关报告

《能源革命扬帆启航，投资赛道行稳致远》2022 年 01 月 7 日

《市场渗透率显著提升，产业链景气度持续向好》2022 年 3 月 31 日

请参阅文末免责声明

#### 摘要（核心观点）：

- **政策护航，行稳致远。**2022 年上半年国家对新能源行业出来多项政策，政策涉及绿色低碳转型机制、风电下乡、氢能十四五发展规划、新能源汽车下乡等等。这些政策的推出，将加快风电锂储氢等行业的健康发展，为碳达峰碳中和的实现助力护航。
- **行业高增长，成长可持续。**2022 年 1 季度，风电行业营收总计达 1602.78 亿元，净利润总计达 154.84 亿元，继续保持增长态势。2022 年 1 季度光伏板块实现营业总收入 2150.01 亿元，同比增长 67.22%；归属于上市公司股东的净利润 256.31 亿元，同比增长 89.27%。2022 一季度，锂电行业营收维持高增速，同比增长 124%。风电与光伏板块的高增长，主要受益于新增装机需求拉动，锂电池板块业绩与新能源车渗透率持续上升密切相关。
- **行业估值低，具备投资价值。**风光锂行业在今年年初出现了较大调整，当前风、光、锂电池行业的 PE 分别为 20、35、42 倍，与近三年 PE 中位数 27 倍、41 倍、99 倍相比，明显低估。在行业增长确定性强且前期出现较大调整幅度后，我们认为风光锂行业具备较好的投资价值，特别是风电板块的整机厂商、光伏行业的硅料、硅片企业以及锂电池行业的正极材料、新能源汽车产业链中的汽车零部件。重点标的公司如明阳智能、杉杉股份、中国巨石等。
- **风险提示：**新能源发展不及预期的风险，新能源行业技术替代风险，宏观政策调整变动风险。

# 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1、新能源行业市场表现 .....              | 2  |
| 2、新能源行业政策动态 .....              | 3  |
| 2.1 2022 年上半年新能源行业主要政策 .....   | 3  |
| 2.2 关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案 ..... | 4  |
| 2.3 汽车下乡活动有效拉动新能源汽车需求 .....    | 4  |
| 3、新能源行业投资逻辑 .....              | 4  |
| 3.1 风电行业投资逻辑 .....             | 4  |
| 3.2 光伏行业的投资逻辑 .....            | 6  |
| 4、新能源行业估值 .....                | 12 |
| 4.1 风电行业估值 .....               | 12 |
| 4.2 光伏行业估值 .....               | 13 |
| 4.3 锂电池行业估值 .....              | 13 |
| 5、重点公司 .....                   | 14 |
| 5.1 中国巨石（600176. SH） .....     | 14 |
| 5.2 明阳智能（601615. SH） .....     | 17 |
| 5.3 杉杉股份（600884. SH） .....     | 19 |
| 6、风险提示 .....                   | 20 |
| 图目录 .....                      | 21 |
| 表目录 .....                      | 21 |

## 1、新能源行业市场表现

2022 年初至 2022 年 6 月 24 日，新能源指数下跌 3.22%，其表现强于上证指数、深证成指、创业板指数。区间内上证指数下跌 7.97%、深证成指下跌 14.61%、创业板指数下跌 14.99%。

图 1：细分子行业涨跌幅



数据来源：Wind、华龙证券研究所

2022.1.4 至 2022.6.24，新能源与新材料中表现最好的细分行业是逆变器，上涨 18.86%，明显强于大盘以及其他子行业。表现最差的子行业属于燃料电池，其下跌 47.72%，弱于大盘及其他子行业。

图 2：新能源行业个股区间涨幅排名



数据来源：Wind、华龙证券研究所

年初至 6 月 24 日，新能源与新材料行业中出现大涨的个股较少。整个行业中涨幅靠前的个股，有德方纳米、通威股份、横店东磁，涨幅分别是 53.34%、37.34%、36.07%。

## 2、新能源行业政策动态

2022 年是我国能源安全保障进入关键攻坚期、能源低碳转型进入重要窗口期。能源局提出到 2025 年非化石能源消费比重提高到 20%，非化石能源发电量比重达 39%，电能占终端用能比重达 30%。要求加快发展风电、太阳能发电，全面推进风光发电大规模开发和高质量发展。

### 2.1 2022 年上半年新能源行业主要政策

2022 年初至 2022 年 6 月上旬，国家对新能源行业出台了较多的政策，大力支持新能源行业的发展。主要政策包括《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》、《国家能源局 2022 年乡村振兴定点帮扶和对口支援工作要点》、《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》、《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》、《关于开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知》。

表 1：2022 年上半年新能源行业主要政策

| 时间      | 政策                            | 主要内容                                                               |
|---------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 2022年2月 | 《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》    | 推动构建以清洁低碳能源为主体的能源供应体系，健全适应新型电力系统的市场机制，完善电力需求响应机制，探索建立区域综合能源服务机制。   |
| 2022年3月 | 《国家能源局2022年乡村振兴定点帮扶和对口支援工作要点》 | 培育壮大可再生能源产业，加快风电、光伏项目建设、抽水蓄能项目规划建设、生物质能开发利用、农村清洁能源创新利用。            |
| 2022年3月 | 《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》     | 统筹推进氢能基础设施建设，稳步推进氢能多元化示范应用，加快完善氢能发展政策和制度保障体系。                      |
| 2022年5月 | 《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》        | 一是推进新能源科技创新与产业升级，二是保障新能源产业链供应链安全，三是提高新能源产业国际化水平。                   |
| 2022年5月 | 《关于开展2022新能源汽车下乡活动的通知》        | 本次新能源汽车下乡活动时间为2022年5月-12月，参与下乡的车企26家，70款车型，鼓励加大活动优惠力度，并加强售后运维服务保障。 |

数据来源：Wind、华龙证券研究所

## 2.2 关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案

5月30日，国家发改委、国家能源局发布《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》。《实施方案》共提出7方面21项具体政策举措，要求在土地预审、规划选址、环境保护等方面加强协调指导，提高大型风电光伏基地建设的审批效率，不得以任何名义增加新能源企业的不合理投资成本，实现到2030年风电、太阳能发电总装机容量达到1200GW以上的目标。

方案进一步明确推动新能源在工业和建筑领域应用。该方案支持工商业分布式的发展，支持工业绿色微电网和源网荷储一体化项目建设。方案强化BIPV发展目标：到2025年，公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达到50%。

## 2.3 汽车下乡活动有效拉动新能源汽车需求

疫情对2022年上半年汽车行业冲击较大，汽车下乡活动将对汽车产销恢复形成有力支持。此次新能源汽车下乡活动不但刺激下游需求，对全年汽车终端销量有较大促进作用，同时也有利于汽车产业链的发展。总之，新能源汽车下乡有望推动新能源渗透率的进一步提升。

## 3、新能源行业投资逻辑

### 3.1 风电行业投资逻辑

新能源结构性提升是风电长期逻辑。风电装机量的不断提升，是行业快速发展的变现形式，风电项目由核准制调整为备案制，将明显提升风电项目装机速度。

2022年一季度国内陆上风电新增并网7.9GW，按装机量来看同比略有下降，装机不及预期原因：大基地项目土地审批延迟、整机为降本修改方案，原来3-4MW风机订单改为5-6MW。上述两方面影响了装机量，二季度受到疫情的影响，新增装机量环比可能会提升，但提升不明显。由于风电项目审核制

度的变化，预计从三季度开始装机量提升将更明显一些，我们对下半年风电项目新增装机量比较看好。风电行业 2022 年装机量出现前低后高的可能性较大。5 月陆上风机平均中标单价为 1862 元/kW，同比-36%，环比-5%，激烈竞争导致中标价格快速下降，价格战虽然短期对行业形成一定冲击，与此同时也能倒逼整个行业加快创新，实现企业的优胜劣汰，使得行业里的优秀企业脱颖而出。

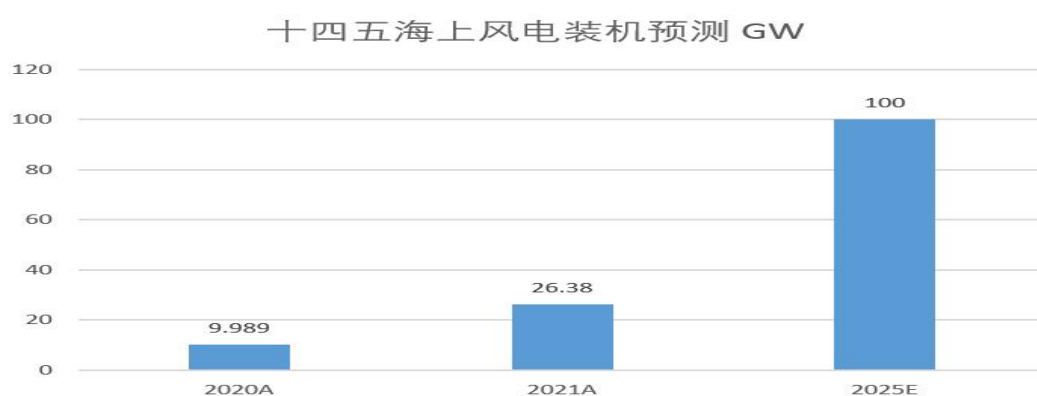
图 3：十四五风电装机预测



数据来源：iFind、华龙证券研究所

2022 年海上风电已实现平价，年初以来海上风机中标价格稳定 3600-3800 元/KW。海风无论是价格还是未来的复合增长率，都具有相对的优势。

图 4：十四五海上风电装机预测



数据来源：iFind、华龙证券研究所

### 3.2 光伏行业的投资逻辑

碳中和政策推动和自身技术进步与成本优化是光伏行业的长期逻辑。现阶段光伏上游硅料供给偏紧，硅料价格维持高位，是硅料行业表现好于下游电池片、组件行业的主要原因。

硅料价格维持上涨趋势。硅料价格自去年大涨 177%后，今年继续上涨，截止 6 月中下旬累计涨幅为 14.3%。硅料价格上涨率先受益上游企业，但也导致中下游产品的价格承压。

图 5：硅料价格（2020 年 1 月以来）



资料来源：iFind、华龙证券研究所

硅片价格受硅料价格持续上涨和自身盈利诉求的双重推动，上半年 210mm 单晶硅片的价格变化明显，涨幅约为 18.57%。在价格上涨的同时硅片厚度减薄趋势在加速，166mm 和 182mm 单晶硅片主流厚度，由 165  $\mu\text{m}$  调整至 160  $\mu\text{m}$ 。



图 6：硅片价格（2021.7.14-2022.6.22）

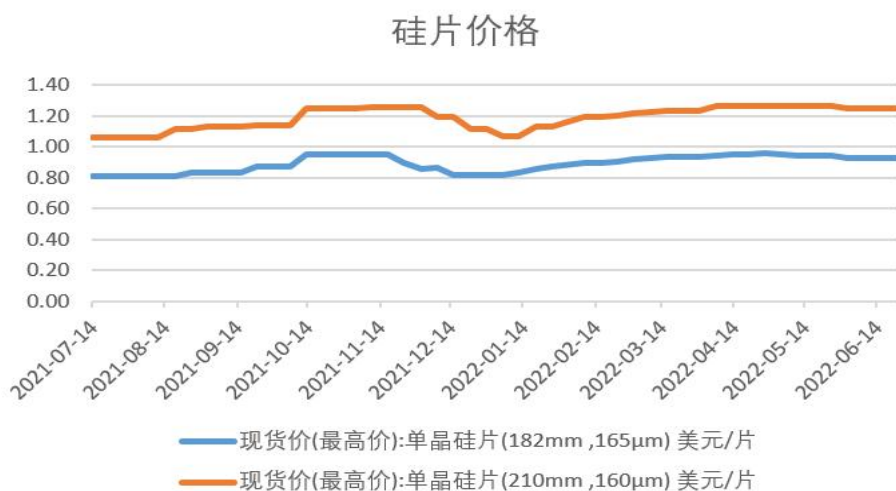
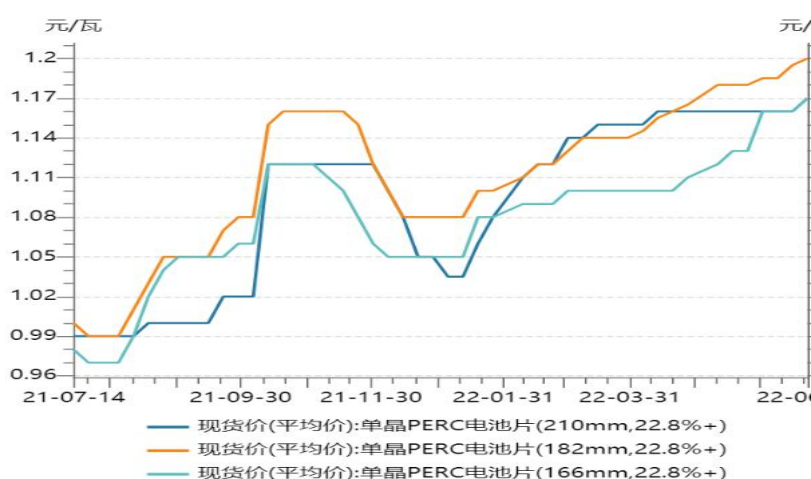


图 6:

资料来源：Wind、华龙证券研究所

电池片价格也紧跟上游涨价的步伐。在上游硅料硅片价格上涨后，电池片的价格在上半年也出现了不同程度的上涨，规格为 182mm、166mm 电池片的涨幅为 10%左右，而规格为 210mm 的电池片涨幅为 12%左右。

图 7：电池片价格（2021.7.14-2022.6.22）



资料来源：Wind、华龙证券研究所

组件价格变动较小。规格为 182mm、210mm 的单晶硅 perc 组件均上涨 0.05 元，涨幅为 2.6%。



图 8：组件价格 (2020. 12. 2-2022. 6. 22)



资料来源：iFinD、华龙证券研究所

从光伏产业链价格可以看出，上游价格上涨是不能完全传导给下游的，占有资源优势的上游企业在产业链竞争中拥有较大的优势，易于形成垄断，这也是上半年硅料硅片公司股价表现较好的原因之一。

### 3.3 锂电池行业投资逻辑

新能源汽车渗透率的提升是投资锂电池行业的长期逻辑。2022 年 5 月我国汽车销售 186.20 万辆，其中新能源汽车销售 44.7 万辆，新能源汽车月渗透率达到 24%。自今年 3 月份以来，新能源车的渗透率连续 3 个月超过 20%，超出市场预期。新能源汽车渗透率提升率先受益的是新能源车整车企业，如比亚迪。同时也对新能源汽车产业链上下游产生了较大的影响。电池级碳酸锂价格持续上涨，带动正极材料价格上涨，如磷酸铁锂价的涨价，相关公司明显受益，如德方纳米。上半年负极原材料、基膜的价格变动不大，电解液的价格出现了较大的下跌。新能源汽车渗透率的提升，也对汽车零部件公司带来了较大的机会，如川环科技、雷迪克。

图 9：汽车与新能源车月销量



资料来源：iFinD、华龙证券研究所

图 10：新能源车渗透率



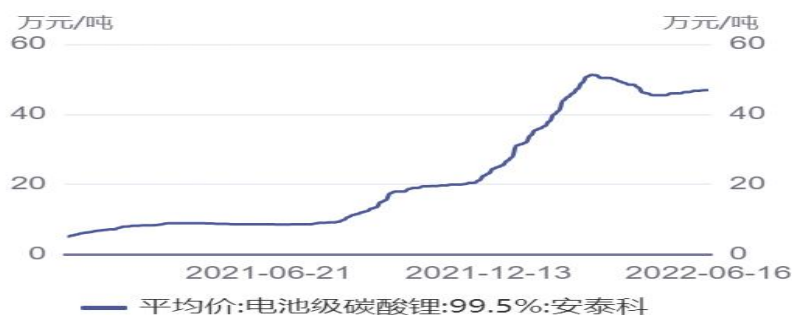
资料来源：iFinD、华龙证券研究所

新能源车渗透率提升，带动了与锂电池相关细分行业的快速发展。其中正极材料、负极材料、电解液、隔膜等四大细分行业原材料价格出现了较大的变化。

磷酸铁锂从年初 110500 元/吨上涨至 149500 元/吨，涨幅超过 35%。三元材料 8 系年初至 6 月中旬涨幅达到 36.5%。三元材料 6 系涨幅超 40%。三元材料 5 系：动力型涨幅达到 28.3%。

图 11：电池级碳酸锂价格（2020.1.6-2022.6.23）

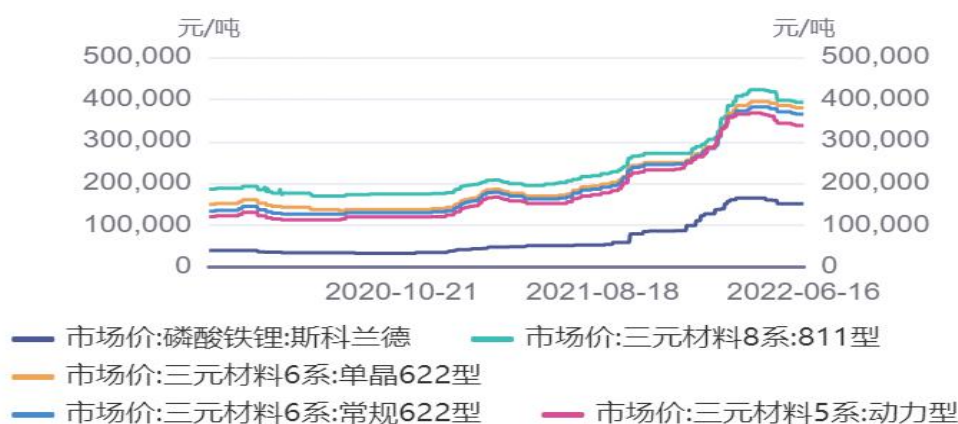
平均价:电池级碳酸锂:99.5%:安泰科



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFinD、华龙证券研究所

图 12：正极材料价格

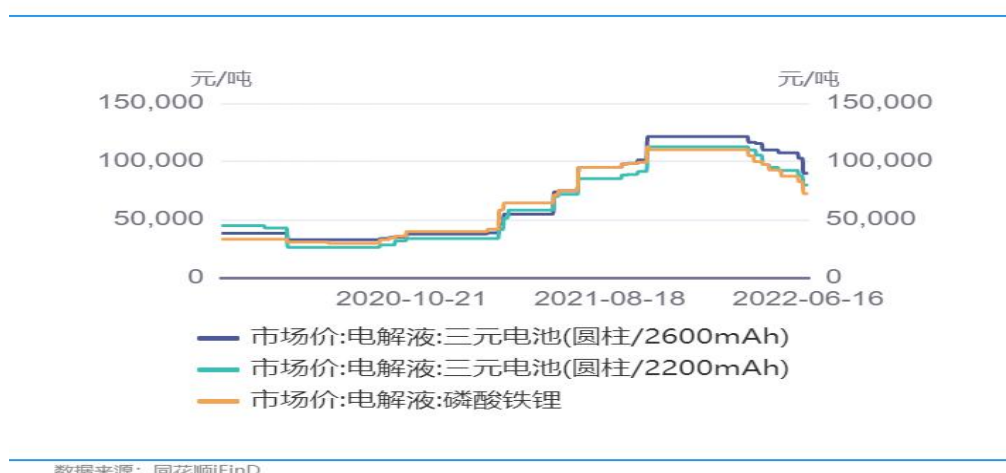


数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFinD、华龙证券研究所

年初至六月中旬，电解液价格出现较大跌幅，三元电解液下跌 25.9%，磷酸铁锂电解液下跌 34.3%。主要受到电解液材料，如六氟磷酸、溶剂、添加剂供给充足，价格下降的影响，其中六氟磷酸锂价格较年初降幅超过 50%。

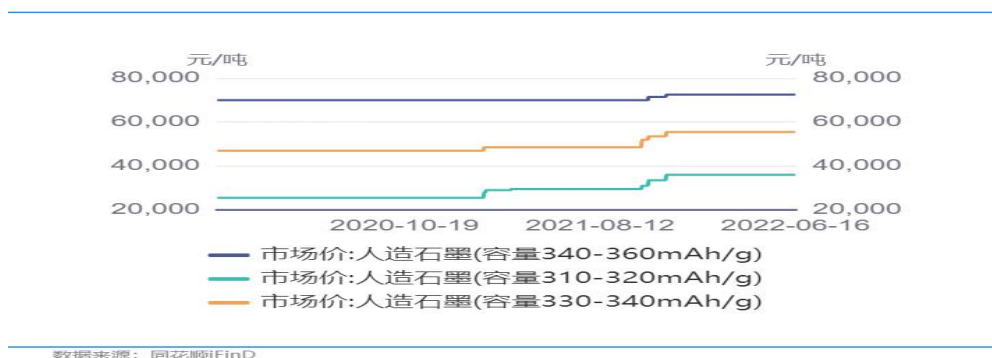
图 13: 电解液价格



资料来源: iFinD、华龙证券研究所

2022 年上半年人造石墨价格表现平稳。

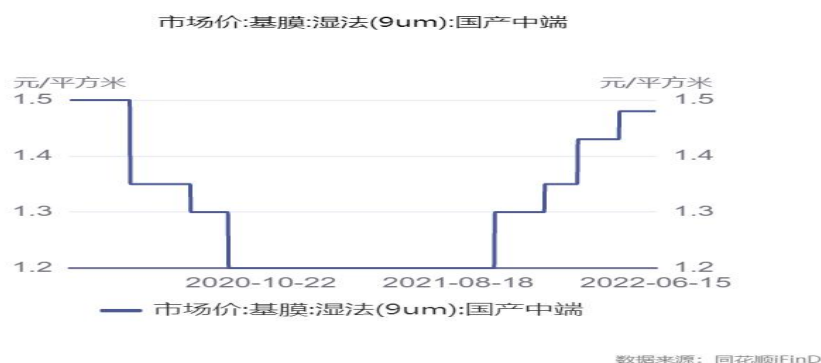
图 14: 人造石墨价格



资料来源: iFinD、华龙证券研究所

2022 年上半年湿法隔膜出现小幅上涨, 其中 9um 湿法隔膜涨幅近 10%。

图 15:基膜价格



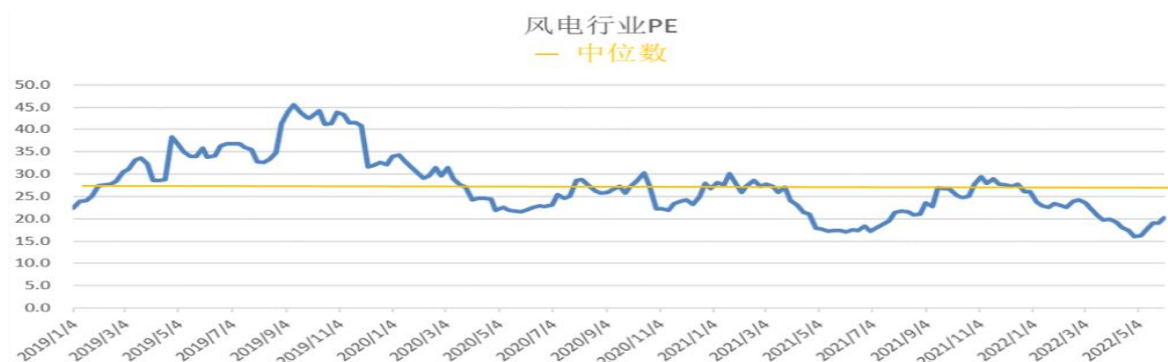
资料来源：iFinD、华龙证券研究所

## 4、新能源行业估值

### 4.1 风电行业估值

风电行业当前 PE 为 20 倍，其市盈率低于 2019 年以来行业中位数水平。风 2019. 1. 4-2022. 6. 24 整个行业的 PE 为 16-45 倍，近三年行业 PE 的中位数为 27 倍。从相对估值角度来看，当前风电行业具备较好投资价值。我国风电整机商在全球风电市场上装机量上占有较大的优势，我们看好明阳智能、金风科技、电气风电。

图 16:风电行业估值



资料来源：Wind 、华龙证券

## 4.2 光伏行业估值

光伏行业当前 PE 为 35 倍，低于 2019 年以来行业中位数水平。

2019.1.4-2022.6.24 整个行业的 PE 估值为 21-61 倍，近三年行业 PE 的中位数为 41 倍，从相对估值角度来看，目前光伏行业具备了较好的投资价值。

中国光伏企业在全球光伏产业链中占据着主导优势，2022 年上半年光伏上游的硅料供应仍然偏紧。上游企业在产业链竞争中占有较大优势。我们比较看好拥有硅料资源优势的公司，比如大全能源、通威股份。

图 17: 光伏行业估值



资料来源: Wind、华龙证券

## 4.3 锂电池行业估值

锂电池行业当前 PE 为 42 倍，低于 2019 年以来行业中位数水平。

2019.1.4-2022.6.24 行业 PE 估值为 38-172 倍，近三年行业 PE 的中位数为 99 倍，当前估值不仅远低于行业中位数水平，而且也十分接近阶段性低点，从相对估值角度来看，目前锂电池行业具备了较好的投资价值。

锂电池行业 PE 估值的快速下降，主要得益于两方面的原因。首先，从去年下半年开始，锂电池行业出现了较大幅度的调整；其次，行业营收与净利

润都出现大幅增长，降低相关公司的市盈率，从而拉低了行业的整体的市盈率。

中国锂电池企业在全球锂电池行业竞争拥有较大优势，尤其是在动力电池的装机量上，中国企业具有较大规模优势。在新能源车渗透率不断提升的当下，我们看好各产业链中具有规模优势的企业，比如涉及负极材料的杉杉股份，正极材料的德方纳米、当升科技，电解液主要原料的天际股份。

图 18: 锂电池行业估值



资料来源: Wind、华龙证券

## 5、重点公司

### 5.1 中国巨石（600176.SH）

#### 推荐理由：

1、《玻璃纤维行业“十四五”发展规划》提出，“十四五”期间，作为战略性新兴产业重要组成部分，玻璃纤维行业要以坚持需求导向、坚持创新驱动、坚持绿色发展为基本原则，积极推进供给侧结构性改革，构建发展新格局，实现玻璃纤维行业在国家发展大格局中的新价值。

截至“十四五”末，各类高性能及特种玻璃纤维纱产量占比要从目前不足 30%提升至 50%及以上。持续推进玻璃纤维市场结构优化。积极融入“双循环”新发展格局，重点做好内需市场的研发与生产供应，将行业外贸出口比



例降低至 20%以内。同时稳步实施全球化发展战略，重点做好产品品质、应用研究等方面的全球化对标，适度提升海外产能比例，不断增强国际竞争力和全球话语权。

2 全球玻纤行业集中度高，已形成较明显的寡头竞争格局，中国巨石、美国 OC、日本 NEG、泰山玻璃纤维股份有限公司、重庆国际复合材料有限公司、美国 JM 这六大玻纤生产企业，六家企业年产能合计占到全球玻纤总产能的 75%以上，我国三大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到国内玻纤产能的 70%以上。玻纤主要应用领域集中在建筑建材、电子电气、交通运输、管罐、工业应用以及新能源环保等领域，占比约为 34%、21%、16%、12%、10%和 7%。其中有相对偏周期的应用领域（建筑建材、管罐等），也有比较新兴的应用领域（汽车轻量化、5G、风电），所以玻纤行业兼具“周期”和“成长”双重属性，伴随着行业的发展进步，其“成长”属性不断增强。

3、公司主要从事玻璃纤维及制品的生产、销售。公司全全球的玻纤龙头，产能规模全球第一。规模领先所奠定的行业优势地位，有利于提升客户粘性，使公司在产品供应能力及定价权方面占据更加有利的主导地位。混合所有制企业的机制活力正逐渐成为企业发展的一种内生优势，央企的实力和民企的活力有机结合，成为企业的内在竞争优势，并将这种优势体现在公司经营的各个方面。随着全球经济一体化进程的加快，公司坚持“先建市场，后建工厂”的理念，稳步实施“三 地五洲”战略，国内现有桐乡、九江、成都三大生产基地，国外在美国南卡、埃及苏伊士也有生 产布局，充分参与国际分工，努力促进全球经济的发展融合。

4、中国巨石与中材科技旗下公司同业竞争问题。公司在 2020 年 12 月 18 日在上交所发布公告，延期 2 年解决同业竞争问题。泰山玻纤与连云港中复连众以何种方式退出与中国巨石的同业竞争问题，值得市场期待。

5、2022 年一季度公司实现营业收入 51.33 亿元，同比增长 28.44%；实现归母净利 18.36 亿元，同比增长 72.68%。我们预计 2022-2024 年的净利润分别为 64.5 亿元、71.0 亿元、77.3 亿元。当前股价对应的 2022-2024 的 PE 分别为 10.3 倍、9.3 倍、8.6 倍。我们使用绝对估值法，自由现金流折现模

型对中国巨石进行估值，当 WACC=8.31%，我们的估值结论如下：

- (1) 保守， $g=1\%$ ， 股票的内在价值 25.06 元；
- (2) 中性， $g=2\%$ ， 股票的内在价值 27.45 元；
- (3) 乐观， $g=2.5\%$ ， 股票的内在价值 29.59 元。

## 5、风险提示

(1) 税收优惠政策、政府补助变化的风险。2021 年公司三家子公司巨石集团、巨石九江、巨石成都被认定为高新技术企业，按 15% 的 税率减征企业所得税。 报告期内，公司及公司子公司获得了多项专项资金、奖励和补贴，上述政府补助具有偶发性。 公司享受的所得税优惠政策以及政府补助提升了公司经营业绩，若未来国家税收政策发生变化使得公司未能再次被认定为高新技术企业或无法取得新的政府补助，将对公司的经营业绩产生一定影响。

(2) 出口退税政策变动的风险 。根据财政部、国家税务总局《关于进一步推进出口货物实行免抵退办法的通知》等有关规定精神，公司子公司出口货物增值税实行“免、抵、退”办法。目前公司主要玻纤产品出口的退税率为 13%。未来如果公司产品的出口退税率被调低，将可能对公司经营业绩产生一定影响。

(3) 汇率波动风险 。人民币汇率的变化将影响公司出口产品价格及外销收入。公司出口业务主要结算货币为美元， 汇率波动将影响公司产品海外报价。若未来人民币对美元的汇率不稳定，将对公司汇兑损益、外币计价出口产品价格等经营性因素产生较大不确定性影响。

(4) 利率和财务风险。公司贷款规模较大，利率波动将对公司的财务支出产生一定影响，增加公司的经营风险。公司应收账款与存货在流动资产中占比较高，影响公司的资金使用效率，对公司资产流动性构成风险。

(5) 贸易摩擦风险 。随着公司不断发展壮大，面临的国际贸易保护挑战也越来越大。2020 年 4 月 6 日，欧盟委员会发布公告，对原产于中国的玻璃纤维织物做出反倾销终裁，对中国涉案产品征收 37.6%-99.7%的反倾销税。2020 年 6 月 15 日，欧盟委员会发布公告，对原产于中国和埃及的玻璃纤维织物做出反补贴肯定性终裁，对中国涉案产品征收 17%-30.7%反补贴

税。与此同时,决定修改中国涉案产品的反倾销税,修改后税率 34.0%-69.0%。如果国际贸易摩擦进一步升级,或公司其他主要出口国的政治、经济及贸易政策发生重大变化,将对公司的海外销售产生一定影响。

(6) 原材料、能源价格及供应风险。公司作为大型玻璃纤维及制品制造企业,在生产过程中需要消耗大量的电、天然气以及矿石、化工辅料,原材料的供应状况、价格变化将影响公司的生产及成本。

(7) 相关假设不成立导致的结论偏差。公司估值建立在一定的假设条件基础上,相关假设不成立可能会导致结论的偏差。

## 5.2 明阳智能 (601615. SH)

推荐理由:

1、《“十四五”可再生能源发展规划》提出,积极推进风电分布式就近开发,创新风电投资建设模式和土地利用机制,实施“千乡万村驭风行动”,以县域为单位大力推动乡村风电建设,推动 100 个左右的县、10000 个左右的行政村乡村风电开发。规划既为风电下乡提供了政策支持,也明确了实施路径。

5 月 30 日,国家发改委、国家能源局发布《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》。到 2030 年我国风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的目标。方案间接给出了“十四五”、“十五五”风电与光伏增长空间,为行业的成长性奠定了良好的基调。

2、明阳智能主要产品是风机及相关配件,中游整机厂商在整个产业链中营收规模较大,具有重要的地位。且十四五期间海上风电装机速度更快,“十四五”海上风电装机 CAGR 或将达到 58%,增长速度远超陆风,在风电行业里成长性更好。

3、明阳智能 2021 年全球新增装机排名第 7,是海上风电龙头。公司掌握大功率海上风电机组制造技术,并积极推进漂浮式海上风电技术,技术上领先于同行,登录日本风机市场,拓展海外业务。

4、明阳联手迈为布局光伏,形成风电+光伏双格局发展模式。

5、公司 2022 年一季度实现营业收入 71.26 亿元，同比增长 63.4%，一季度归属于母公司所有者的净利润为 14.08 亿元。我们预计 2022-2024 年的净利润分别为 35.7 亿元、42.8 亿元、47.1 亿元，当前股价对应的 2022-2024 的 PE 分别为 16.5 倍、13.8 倍、12.5 倍。我们使用绝对估值法，自由现金流折现模型对明阳智能进行估值，当 WACC=6.78%，我们的估值结论如下：

- (1)、保守， $g=1\%$ ， 股票的内在价值 39.96 元；
- (2)、中性， $g=2\%$ ， 股票的内在价值 47.57 元；
- (3)、乐观， $g=2.5\%$ ， 股票的内在价值 52.71 元。

#### 6、风险提示

(1) 政策和宏观经济波动风险。公司产品受政策变化和国民经济发展程度影响。尽管国家颁布限制弃风率的政策以及十四五清洁能源占比的要求，但仍存在建设不达预期的可能。在现有的清洁能源形态中，尽管现在风电的商业性最好，但是仍存在其他清洁能源在政策的支持下竞争力增强的可能。

(2) 光伏、储能、氢能等新业务开拓不及预期的风险。风、光、储、氢等均属于新能源，公司凭借多年行业技术经验积累以及成熟的商业模式，组建专业的光伏、储能、氢能技术专家团队，以技术创新、降低能源使用成本为使命持续优化公司 风、光、储、氢矩阵式高端装备制造业体系。同时，公司已与下游主要新能源电站开发企业建立较强的稳定性和可持续性业务关系，公司将进一步提升综合能源提供能力，加强与大型集团客户 在风、光、储、氢一体化领域的合作，相互依存互惠共赢，共同推进“碳达峰、碳中和”目标的实现。目前公司光伏、储能、氢能等新业务处于发展前期，可能存在着技术推进和市场拓展不及 预期的风险。

(3) 海外市场拓展进度不及预期的风险。公司已成立了专门负责海外市场的业务部门，旨在进一步拓展海外市场，尝试各类风机出海 相关业务模式。近年来，世界政治格局日益复杂，叠加全球新冠疫情的反复，给海外业务的拓展带来了较大难度。另一方面，海外风电开发中的商务环境与国内相差较大，需要时间和经验的积累。综上所述，海外市场的拓展进度也存在不及预期的风险。

(4) 相关假设不成立导致的结论偏差。

公司估值建立在一定的假设条件基础上，相关假设不成立可能会导致结论的偏差。

### 5.3 杉杉股份(600884.SH)

推荐理由：

1、5月31日，工信部等四部门联合发布了《关于开展2022新能源汽车下乡活动的通知》。预计新能源汽车下乡有望加速推动新能源汽车渗透率的提升，使得新能源汽车相关产业链公司获得较大的发展机会。

2、公司主营业务涉及电池材料负极，负极材料影响电池快充性能、循环寿命，是非常重要的电池材料。杉杉股份是负极材料三巨头之一，在行业里竞争优势比较明显。

3、杉杉股份在快充市场上已经占得市场先机。2021年杉杉股份全年石墨出货10.1万吨，快充型石墨占比45%，2022年上半年预估接近8万吨，快充型石墨占比60%。

4、杉杉股份于2月23日晚间披露股权激励计划，以2021年度经营业绩为基数，2022年度营业收入的增长率不低于30%，2023年度营业收入的增长率不低于75%，股权激励能最大程度保持管理团队与技术人才的稳定，有利于公司的长远发展。

6、公司在2021年一季度，实现营收50.30亿元，同比增长25.76%；归母净利润8.07亿元，同比增长166.93%。我们预计2022-2024年的净利润分别为33.4亿元、45.1亿元、49.6，当前股价对应的2022-2024的PE分别为16.8倍、12.5倍、11.3倍。我们使用绝对估值法，自由现金流折现模型对杉杉股份进行估值，当WACC=8.34%，我们的估值结论如下：

- (1)、保守， $g=1\%$ ， 股票的内在价值 30.96 元；
- (2)、中性， $g=2\%$ ， 股票的内在价值 35.50 元；
- (3)、乐观， $g=2.5\%$ ， 股票的内在价值 38.37 元。



## 7、风险提示：

### （1）原材料波动超出预期的风险。

近年来，锂电池材料行业发展迅速，上游材料供应相对紧张。如果公司未来在激烈的市场竞争中，不能及时释放自己的产能，未能采用合理的采购政策，公司经营业绩将受到一定的影响。

### （2）公司产能释放不及预期的风险。

公司在彭山拟建设 20 万吨石墨化一体化产能，其中 10 万吨一期产能预计在 2022 年上半年陆续投产，偏光片在建产能 6 条，包括广州 2 条，张家港 2 条，绵阳 2 条，合计产能达约 3 亿平方米。公司在建产能或拟建产能因行业政策、公司管理、疫情影响等原因不能按计划投产、释放产能。

### （3）疫情导致业务开展不及预期的风险。

公司及部分子公司生产厂区位于疫情防范区内，生产厂区、生活区及周边工业区、住宅小区按切块式、网格化进行核酸筛查，短期内部分人员无法正常到岗开展工作，给公司生产经营、物流运输以及原材料供应均造成了不同程度的不利影响。

### （4）相关假设不成立导致的结论偏差。

公司估值建立在一定的假设条件基础上，相关假设不成立可能会导致结论的偏差。

## 6、风险提示

（1）新能源发展不及预期的风险。新能源的发展受到、经济、市场、管理体制、资源环境等方面的影响，上述因素在新能源未来发展过程中可能对其产生不确定性。

（2）新能源行业技术替代风险。新能源行业的技术创新层出不穷，可能出现新的技术颠覆现有技术路径的风险。

（3）宏观政策调整变化风险。政府对新能源行业的政策发生重大变化或出台新的举措与法规，影响新能源行业的发展。

## 图目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1: 细分子行业涨跌幅 .....                           | 2  |
| 图 2: 新能源行业个股区间涨幅排名 .....                      | 2  |
| 图 3: 十四五风电装机预测 .....                          | 5  |
| 图 4: 十四五海上风电装机预测 .....                        | 5  |
| 图 5: 硅料价格 (2020 年 1 月以来) .....                | 6  |
| 图 6: 硅片价格 (2021. 7. 14-2022. 6. 22) .....     | 7  |
| 图 7: 电池片价格 (2021. 7. 14-2022. 6. 22) .....    | 7  |
| 图 8: 组件价格 (2020. 12. 2-2022. 6. 22) .....     | 8  |
| 图 9: 汽车与新能源车月销量 .....                         | 9  |
| 图 10: 新能源车渗透率 .....                           | 9  |
| 图 11: 电池级碳酸锂价格 (2020. 1. 6-2022. 6. 23) ..... | 10 |
| 图 12: 正极材料价格 .....                            | 10 |
| 图 13: 电解液价格 .....                             | 11 |
| 图 14: 人造石墨价格 .....                            | 11 |
| 图 15: 基膜价格 .....                              | 12 |
| 图 16: 风电行业估值 .....                            | 12 |
| 图 17: 光伏行业估值 .....                            | 13 |
| 图 18: 锂电池行业估值 .....                           | 14 |

## 表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 表 1: 2022 年上半年新能源行业主要政策 ..... | 3 |
|-------------------------------|---|



## 免责声明及评级说明部分

### 分析师声明：

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

### 公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

### 投资评级说明：

| 投资建议的评级标准                                                                                                    | 类别   | 评级 | 说明                            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                              |      | 增持 | 股价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间 |
|                                                                                                              |      | 中性 | 股价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间 |
|                                                                                                              |      | 减持 | 股价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间 |
|                                                                                                              |      | 卖出 | 股价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上     |
|                                                                                                              | 行业评级 | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数         |
|                                                                                                              |      | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数         |
|                                                                                                              |      | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数         |

### 兰州

地址：兰州市城关区东岗西路 638 号甘肃文化大厦 21 楼  
邮编：730030  
电话：0931-4635761  
邮箱：hlzqyjs2021@163.com

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 33 号通泰大厦 B 座 6 层  
邮编：100033

### 上海

地址：上海市普陀区大渡河路 168 弄 31 号 703 室  
邮编：200000