

国内逐步摆脱疫情影响，疫后修复速度存在差异

华宝证券产融战略研究报告

◎ 投资要点：

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321005

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：张锦

执业证书编号：S0890521080001

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

分析师：白云飞

执业证书编号：S0890521090001

电话：021-20321072

邮箱：baiyunfei@cnhbstock.com

相关研究报告

宏观环境及区域经济

宏观经济：国内经济进入疫后修复阶段。工业生产由降转增，装备制造业回升明显。房地产投资持续下滑，基建投资稳定发力。消费修复开启，可选消费提振明显。物流修复改善明显，线上消费逐步畅通，线下消费场景恢复相对缓慢。通胀水平总体可控。出口呈现恢复性增长态势。**政策方面：**继续加大稳健货币政策实施力度。

区域经济：从前5个月主要经济指标来看，重庆经济保持平稳增长趋势，五月内需消费增速较四月稍有放缓，但仍保持平稳发展。重庆全力保障产业链供应链稳定，着力稳定经济大盘，从多个方面展现出全市消费产业生产端的发展潜力。外需领域仍表现出较强的增长韧性。

从中长期来看，随着疫情企稳，稳增长政策的加码和落地，重庆经济稳中有进，通过大数据智能化应用，包括数字化平台建设，数字营销等赋能，消费品工业有望在未来引领经济发展。

中观 ESG 及碳中和跟踪

事件点评：国内：《中国绿色债券市场报告 2021》发布；国际：GRI 发布农业、渔业可持续发展报告标准。

可持续性投融资：截至 2022 年 7 月 13 日，沪深 300 ESG 基准指数、中证 500 ESG 基准指数自 2017 年 7 月（基日）以来的累计收益分别比母指数高 1.42% 和 6.62%。其中，年初以来，中证 500 ESG 基准指数收益为 -12.60%，比中证 500 指数（-14.77%）高 2.17%。

产业跟踪

稀土开采冶炼：稀土开采冶炼行业来到了投资价值重估的十字路口，原料端企业靠低价购买精矿获取成本优势的时代或许已经过去。稀土矿端的质量以及开采冶炼的技术提升或将成为检验稀土上游行业的试金石。建议重点关注具有海外矿产资源、具备清洁开采冶炼技术或具备产业链一体化优势的上游企业。

氢能：随着国内各地政策的密集出台，技术的突破与迭代成熟、用氢基础设施的完善，将显著降低终端用氢成本，从而降低下游应用推广难度。建议从氢能产业链重点环节进行投资布局：在产业链上游，可再生能源制氢、尤其是 PEM 制氢空间大，也是各地规划和企业发展的重点发展内容；在中游储运环节关注储氢瓶、长管运输环节；在下游应用层面关注具备核心技术能力的燃料电池电堆的以及零部件、关键材料环节。

风险提示：1. 政策推行不及预期；2. 宏观经济下行超过预期；3. 市场需求不及预期。

章节目录

1. 宏观环境.....	4
1.1. 疫情影响逐步消退，物流基本恢复.....	4
1.2. 国内经济：进入疫后修复通道，修复进展存在差异.....	4
1.3. 消费：疫后修复开启，商品消费快于餐饮服务.....	5
1.4. 通胀总体可控，制造业恢复可能存在结构分化.....	6
1.5. 制造业：疫后供需扩张，预期持续改善.....	6
1.6. 外需：疫后修复带来出口大幅反弹.....	7
1.7. 国内政策：加大稳健货币政策实施力度.....	7
2. 重庆经济分析.....	8
3. 国内外 ESG 热点事件点评及重要政策解读.....	10
3.1. ESG 热点事件点评.....	10
3.2. 国内外 ESG 相关政策及事件概览.....	12
3.3. ESG 基金投资跟踪.....	13
3.4. 欧盟 ESG 政策与监管发展趋势解读.....	15
4. 产业跟踪.....	19
4.1. 稀土开采冶炼行业将何去何从.....	19
4.2. 上半年氢能产业政策密集出台，重点布局加氢站与燃料电池车.....	23
5. 风险提示.....	28

图表目录

图 1：国内疫情总体处于低水平波动.....	4
图 2：规模以上快递业务量已恢复至往年同期水平.....	4
图 3：国内经济供需表现（%）.....	5
图 4：5 月社零增速较 4 月反弹明显（%）.....	5
图 5：线下消费场景暂未得到明显恢复（%）.....	5
图 6：PPI 向 CPI 的传导正在进行中.....	6
图 7：农产品价格相对可控.....	6
图 8：6 月制造业供需重回景气区间.....	7
图 9：6 月价格指数连续回落.....	7
图 10：疫后修复带来出口大幅反弹(亿元).....	7
图 11：出口领先指标出现上行（%）.....	7
图 12：同业存单利率低位震荡（%）.....	8
图 13：银行间存款机构质押回购利率仍在低位（%）.....	8
图 14：重庆规上工业增速放缓（%）.....	9
图 15：重庆第一产业保持韧性（%）.....	9
图 16：重庆整体消费受疫情影响显著（%）.....	9
图 17：重庆外需保持高景气（%）.....	9
图 18：截至 7 月 13 日近一年 300ESG 基准指数与沪深 300 累计收益率对比.....	14
图 19：截至 7 月 13 日近一年 500ESG 基准指数与中证 500 累计收益率对比.....	14
图 20：截至 7 月 12 日近一年沪深 300 碳中和指数和沪深 300ESG 基准指数累计收益率对比.....	14

图 21: 欧盟《可持续金融行动计划》主要内容涵盖 3 大目标, 10 项具体行动策略.....	15
图 22: 欧盟《可持续金融策略》	16
图 23: 稀土矿亲氧性强, 由于各类稀土元素性质相似, 多共生在同一矿物中	21
图 24: 我国钕铁硼磁材产量占全球总量高	21
图 25: 我国高性能钕铁硼磁材毛坯产量接近全球总产量的一半.....	21
图 26: 离子吸附型稀土矿中轻稀土的含量仍然很高	22
图 27: 岩矿型稀土矿以轻稀土为主	22
图 28: 岩矿型稀土矿选矿分离冶炼流程	23
表 1: ESG 政策及事件概览.....	12
表 2: ESG 指数与其母指数收益率对比	13
表 3: 2021 年上半年获得独角兽地位的 10 家估值最高的欧洲公司	18
表 4: 2022 年 7 月稀土产品挂牌价格小幅下降	19
表 5: 2022 年 7 月稀土产品挂牌价格小幅下降	20
表 6: 2022H1 我国氢能相关政策	24
表 7: 2022 年 H1 各省市出台氢能建设目标汇总	25
表 8: 2022 年 6 月部分氢能子公司汇总.....	27

1. 宏观环境

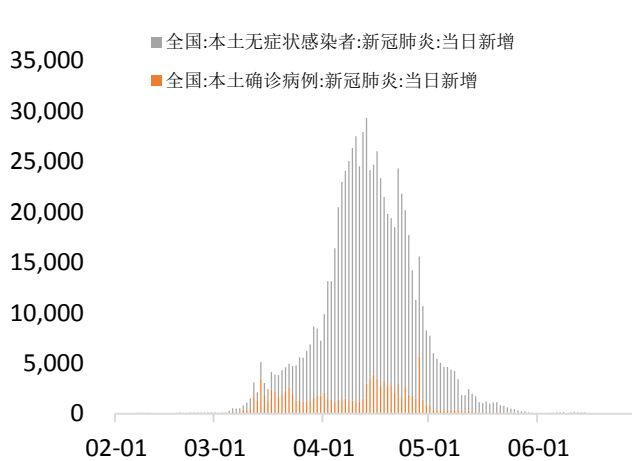
1.1. 疫情影响逐步消退，物流基本恢复

国内疫情总体处于低水平波动，影响逐步消退。截至6月末，全国每日新增本土确诊病例和无症状感染者持续下降，总体处于低水平波动，疫情影响逐步消退，上海、北京疫情进入扫尾清零阶段，复工复产全面展开，仍需要警惕部分重点场所疫情反弹。

疫后物流修复改善明显，成为经济畅通运作的有力保障。5月，物流运输有序恢复开启，物流运价指数从4月底开始高位回落，6月，上海物流得到明显修复，长三角地区物流运价指数基本降至正常水平，但仍小幅高于疫前水平，“最后一公里”问题仍有待进一步解决。

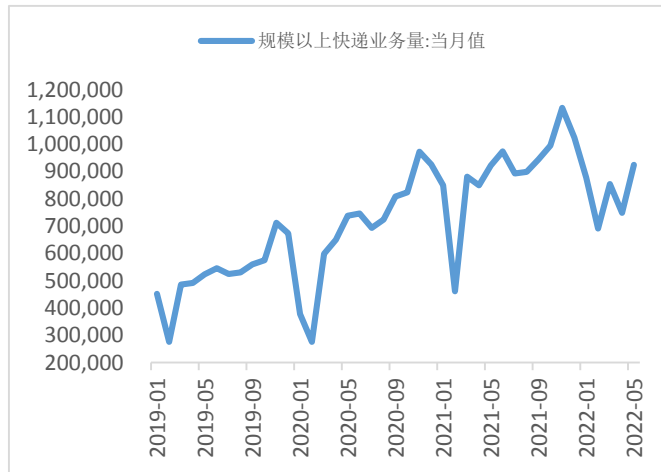
快递物流恢复强度提升，反映物流环节进一步修复。5月，规模以上快递业务量同比增长0.22%，环比增长12.18%，恢复明显，基本已恢复至2021年5月同期水平。

图 1：国内疫情总体处于低水平波动



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：规模以上快递业务量已恢复至往年同期水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2. 国内经济：进入疫后修复通道，修复进展存在差异

生产端：工业生产由降转增，装备制造业回升明显。5月份规模以上工业增加值同比增长0.7%，由负转正。物流问题缓解叠加复工复产推进带动制造业同比增长0.1%，其中，汽车制造业同比增长-7%，降幅大幅收窄，医药制造同比增长-12.3%，降幅进一步扩大。5月多数工业行业增长触底反弹，6月上海复工复产将带动经济阶梯式修复。

需求端：房地产投资持续下滑；基建投资在稳增长背景下，保持发力；制造业短期受疫情影响显著，中长期政策支持下有较强韧性；消费仍受疫情影响，但降幅收窄；外需反弹显著，表现较强。

服务业：5月份，服务业生产指数同比增速-5.1%，修复程度较弱，与5月疫情管控受限有关。5月跨省游开始复苏，6月中下旬多地开始调整涉疫地区来访的隔离管控政策，6月底上海堂食恢复。随着复工复产推进，6月服务业数据将逐步恢复，预计7月能有较为明显的修复。

图 3：国内经济供需表现（%）

两年平均增速	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2022年5月	0.7	-5.1	-4	10.6	8.16	-6.7	15.3
2022年4月	-2.9	-6.1	-2.7	12.2	8.3	-11.1	1.9
2022年3月	5.0	-0.9	0.7	15.6	10.5	-3.5	12.9
2022年1-2月	7.5	4.2	3.7	20.9	8.5	6.7	6.2
2021年12月	5.8	5.3	-3.0	11.0	1.6	3.9	19.5
2021年11月	5.4	5.6	3.0	11.2	-0.7	4.4	21.2
2021年10月	5.2	5.5	3.3	6.9	1.6	4.6	18.7
2021年9月	5.0	5.3	4.0	6.4	-0.7	3.8	18.4
2021年8月	5.4	4.4	5.9	6.1	-0.3	1.5	17.0
2021年7月	5.6	5.6	6.4	2.8	-1.0	3.6	12.9
2021年6月	6.5	6.5	7.2	6.0	3.5	4.9	15.1
2021年5月	6.6	6.2	9.0	3.6	3.9	4.5	11.1
2021年4月	6.8	6.2	10.3	3.4	3.6	4.1	16.7
2021年3月	6.8	6.8	7.7	-0.4	6.6	6.3	10.2
2021年1-2月	8.1	6.8	7.6	-3.4	-1.1	3.2	15.2

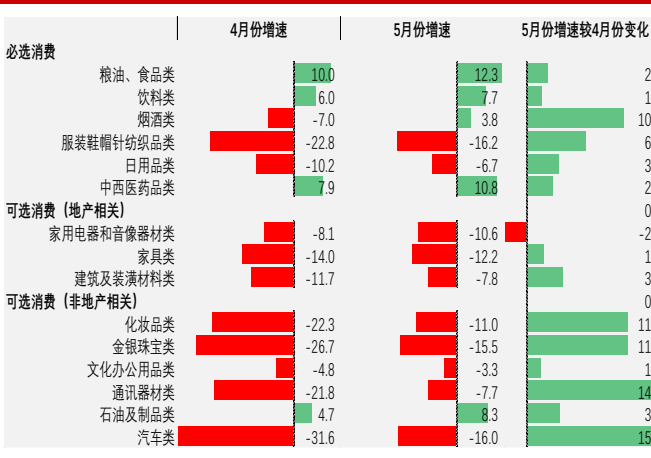
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3. 消费：疫后修复开启，商品消费快于餐饮服务

商品零售先于餐饮服务恢复，较疫情前仍有一定修复空间。5月多地疫情封控管理措施仍未完全放松，对消费场景修复的制约依旧存在，总体呈现出商品消费快于服务消费恢复的趋势，较疫情前仍有一定的修复空间。5月社零同比下降6.7%，其中商品零售同比下降5%，环比提升4.6%；餐饮收入同比下降21.1%，环比微升1.6%，降幅均有所收窄。

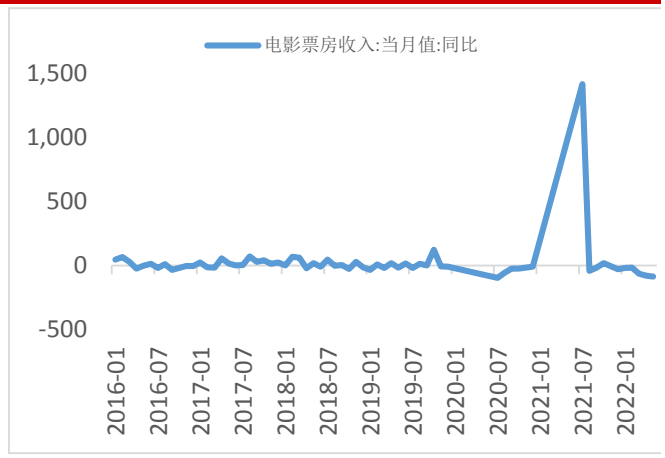
线下消费场景恢复较为缓慢，预计在7月能得到明显提振。5月物流运输开始恢复，线上商品消费逐步畅通，1—5月份，全国实物商品网上零售额增长5.6%，占社会消费品零售总额的比重为24.9%。接触型、聚集型特征明显的线下服务型消费如餐饮、旅游、电影、航空恢复较为缓慢，5月电影票房收入同比-85.26%，降幅未有明显缩窄。线下服务消费的恢复情况主要根据防控政策的放松节奏，全国6月29日起取消通信行程卡“星号”标记，预计消费服务数据将在7月后能得到较为明显的提振。

图 4：5月社零增速较4月反弹明显（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：线下消费场景暂未得到明显恢复（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

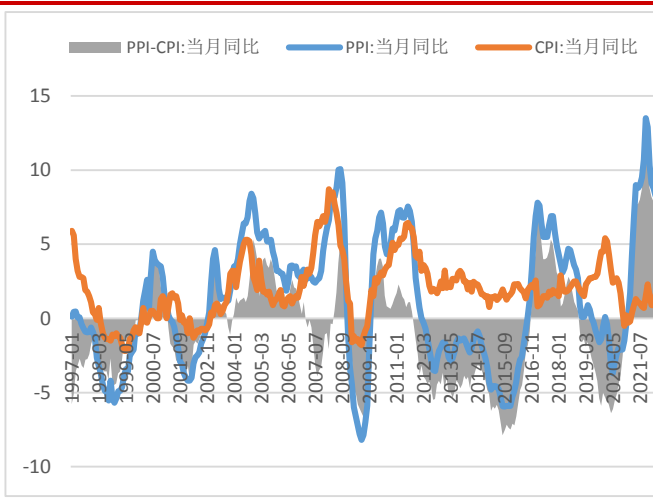
1.4. 通胀总体可控，制造业恢复可能存在结构分化

PPI 下行，PPI-CPI 剪刀差缩窄，PPI 已经开始向 CPI 传导。今年以来，受俄乌冲突影响大宗商品价格居高不下，PPI 仍处于高位，但下游需求受疫情压制影响，PPI 向 CPI 传导的速度较慢。目前 PPI 向 CPI 传导的过程暂未过半，上游原材料价格正在逐步向中游加工和制造环节传导，从环比看，生活资料的价格提升已经开始快于生产资料。

通胀水平总体可控，三季度经济修复越快物价压力越大。 5 月生产资料类 PPI 持续下行，需求提升通过保供稳价保持 CPI 价格相对稳定，目前来看国内通胀水平总体可控。三季度如果经济能够有相对显著的阶梯式修复，那么 PPI 向 CPI 的传导会加速，四季度猪价也需警惕。

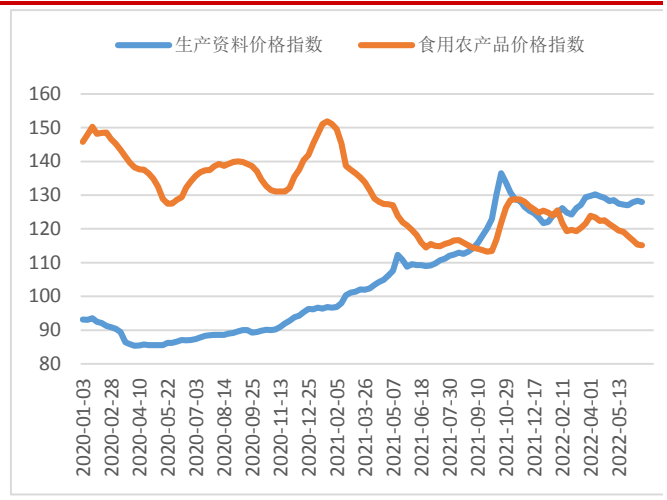
疫情影响下，制造业结构进一步优化，具有产业链竞争优势和政策支持的制造业恢复更为确定。 从供给端看，目前上游原材料价格出现一定回落，有利于缓解中游制造业成本压力，改善企业利润。但需求端恢复暂不明朗，政策刺激下内部需求恢复是否能超预期，外部环境上美国通胀压力较大，欧美经济增速预期下滑及货币收紧导致需求的减弱。在不确定因素下，疫情影响下具有产业链竞争优势及高景气的高端装备制造业等恢复可能更为确定且强劲。

图 6: PPI 向 CPI 的传导正在进行中



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 7: 农产品价格相对可控



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

1.5. 制造业：疫后供需扩张，预期持续改善

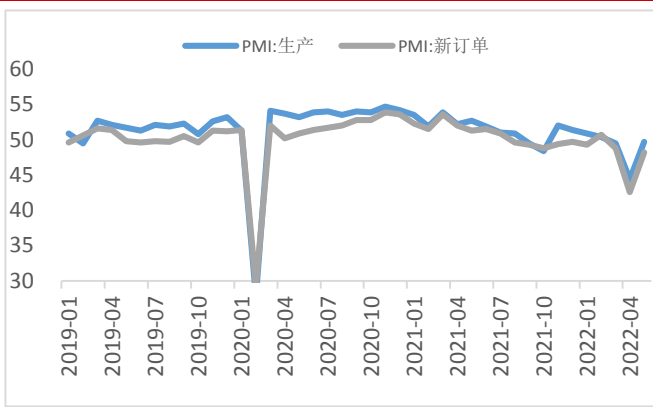
6 月制造业 PMI 重回景气扩张区间。 6 月制造业 PMI 为 50.2 (前值 49.7) 延续恢复态势。疫后修复加速，供需恢复加快。体现在生产 (本月 52.8vs 上月 49.7) 和新订单 (本月 50.4vs 上月 48.2) 均升至扩张区间，生产经营活动预期 (本月 55.2vs 上月 53.9) 进一步提升，产成品库存下降，原材料库存提升，采购量提升表明疫后交付完成前期积压订单主动补库，供需恢复情况较为良好。物流畅通措施显效。体现在供应商交付时间明显加快 (本月 51.3vs 上月 44.1)，为近一年来新高，有效保障企业生产运行。

6 月原材料价格开始下行，市场需求偏弱。 主要原材料购进价格指数为 52 (前值 55.8)，出厂价格指数为 46.3 (前值 49.5)，虽然本月制造业延续恢复态势，但仍有 49.3% 的企业反映订单不足，市场需求偏弱依然是目前制造业面临的主要问题

随着经济活动的全面恢复，前期受抑制的产需加快释放，制造业景气面持续扩大，但需求的恢复难

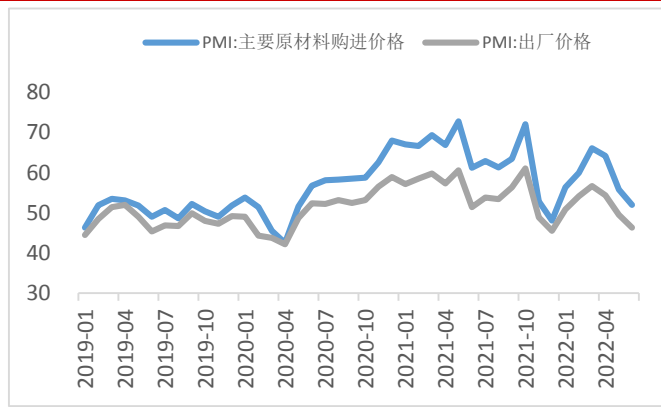
一蹴而就，需要政策的持续发力。

图 8：6 月制造业供需重回景气区间



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：6 月价格指数连续回落



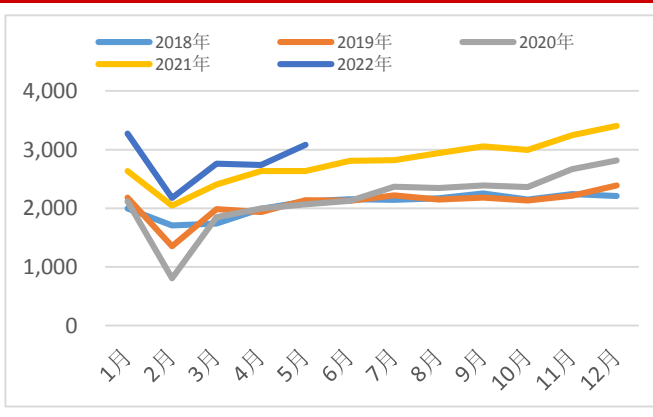
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.6. 外需：疫后修复带来出口大幅反弹

出口数据大幅反弹，呈现恢复性增长态势：5月出口增速大幅反弹，同比增长 15.3%，环比增长 13.4%。大幅反弹的主因是 5 月复工复产的推进，物流及产业链得到较好修复，支持出口订单供应恢复，与此同时，全球主要需求国经济增速回落但仍有一定韧性，叠加人民币汇率小幅走弱带来出口优势，带来出口数据较快修复。

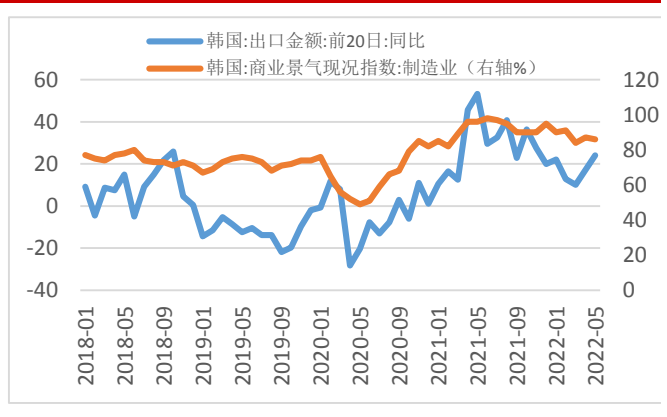
展望下半年，出口增速大概率能保持韧性：下半年核心影响因素仍是美国的通胀水平和加息节奏。国际方面，能源价格居高难下，美国和欧洲的加速加息可能带来需求的走弱，但为抑制高通胀，美国若阶段性取消对华加征关税则对出口能起到进一步的支撑。国内方面，在稳增长背景下，除了消费投资外，需要出口对经济增长的支撑，政策环境将持续友好助力外贸企业发展。

图 10：疫后修复带来出口大幅反弹(亿元)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 11：出口领先指标出现上行(%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.7. 国内政策：加大稳健货币政策实施力度

6月央行货币政策委员会召开 2022 年第二季度例会。统筹疫情防控与经济发展，抓好稳就业和稳物

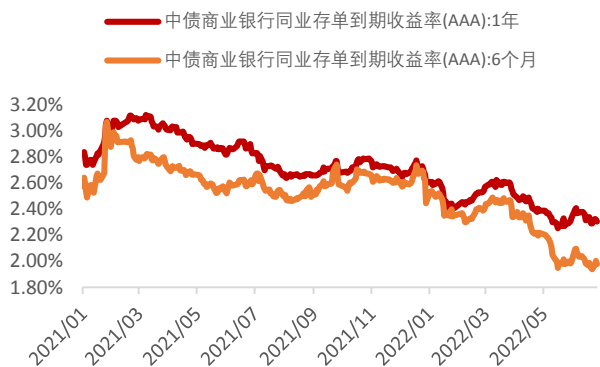
价，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，强调结构性货币政策工具做好“加法”精准发力，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本。本次例会删除“保持宏观杠杆率稳定”的表述，实体负债增速有望回升。预计接下来市场流动性环境仍将稳中偏松，货币政策的持续宽松的程度将以通胀水平作为重要参考，未来货币政策工具有望进一步出台。

6月LPR与上月持平，房贷利率创三年新低。6月贝壳研究院监测的103个重点城市主流首套房贷利率为4.42%，二套利率为5.09%，分别较上月回落49个、23个基点，再创2019年以来新低。其中56%的城市首套、二套房贷利率已降至下限（首套4.25%、二套5.05%），最大程度上降低购房者的贷款成本。

银行间市场流动性充裕但存在边际变化。6月，银行间质押回购利率有所回升，全月平均利率在1.83%左右，较5月1.74%提升0.09%，但主要是季末翘尾效应，除去月末一周数据，其余时间的平均利率低于5月0.01%，银行间市场资金流动性仍较充裕。7月，央行用于抗疫超量投放的短期流动性逐步回收，流动性回归常态宽裕，可能存在边际收紧，出现银行间交易利率短期小幅上行。

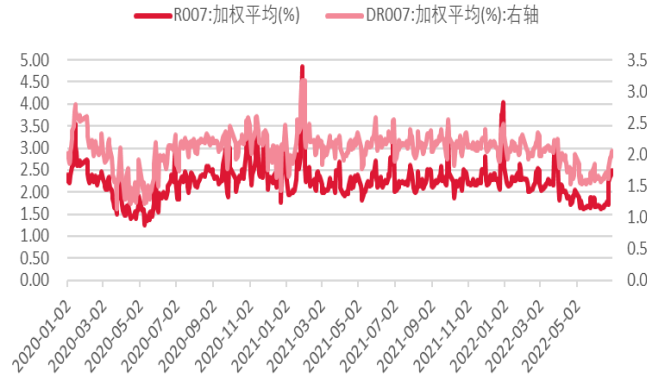
同业存单利率持续低位运行。6月存单利率低位震荡，处于历史较低位置，同业存单在银行间的持有量较大，也是货币基金最主要的投资品种之一，其反映出无论是金融机构间还是社会活期资金都是相对充裕的。

图 12：同业存单利率低位震荡（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 13：银行间存款机构质押回购利率仍在低位（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 重庆经济分析

消费市场保持平稳发展。5月，重庆全省社会消费品零售总额同比上升1.0%，增幅较4月收窄1.4%。其中粮油、食品类，石油及其制品类，建筑及装潢材料类和文化办公用品类同比增长超过10%，分别为13.6%，11.9%，14.4%和12.6%。服装、鞋帽、针纺织品类，化妆品类、金银珠宝类，家用电器和音像器材类同比有所下降。按经营单位所在地分，1-5月份，城镇消费品零售额4877.38亿元，同比增长0.6%；乡村消费品零售额820.80亿元，同比增长3.6%。按消费类型分，1-5月份，商品零售4950.69亿元，同比增长1.1%；餐饮收入747.49亿元，同比增长0.1%。线上消费保持快速增长，限额以上单位网上零售额同比增长高达29.7%，较1-4月增长0.1%。

重庆5月份工业生产继续回升，电气机械和器材制造业引领。1-5月，全省规模以上工业增加值同比增长6.3%，较1-4月下降0.7%。电气机械和器材制造业高速发展，1-5月，电气机械和器材制造业增加值同比增长21%，增速高于规模以上工业12.7%。重庆规模以上工业企业营业收入同比增长8.2%，利润总额同比增长1.9%，利税总额同比增长0.6%，保持了稳定增长。按企业性质看，1-5月在重庆规上工业企业中，国有控股企业利润总额同比增长15.8%，集体企业利润总额同比增长89.5%，股份制企业利润总额同比增长8.7%，私营企业利润总额同比增长4.2%，外商及港澳台商投资企业利润总额同比下降30.8%。

在重庆 39 个工业大类行业中，有 23 个行业利润总额实现同比增长，主要行业利润情况包括：汽车制造业利润总额同比增长 15.4%，医药制造业同比增长 40.6%，电气机械和器材制造业同比增长 32.7%，通用设备制造业同比增长 2.5%，非金属矿物制品业同比下降 8.4%，农副食品加工业同比下降 7.5%。

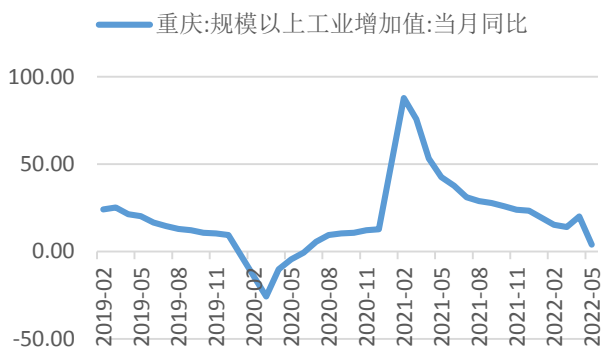
工业技改投资保持高景气度。1-5 月，固定资产投资同比增长 7.4%，其中基础设施建设增速 10.4%，同比增长 1.3%。按三次产业看，第一产业投资增速 13.8% 稍高于第二产业增速 11.5%。分行业看，工业技改投资、汽车业、摩托车业和医疗产业 1-5 月增速均超过 30%，但较 1-4 月有所放缓。

外需旺盛，维持较高增速。1-5 月，实现进出口总额 3438.3 亿元人民币，同比增长 12.9%，较 1-4 月增长 0.8%。出口 2261.6 亿元，增长 19.5%，主要出口欧盟地区。民营企业出口同比增长 28.8%，一般贸易出口同比增长 44.2%，较 1-4 月增长 1.5%。

总体上，从前 5 个月主要经济指标来看，重庆经济保持平稳增长趋势，五月内需消费增速较四月稍有放缓，但仍保持平稳发展。重庆全力保障产业链供应链稳定，着力稳定经济大盘，从多个方面展现出全市消费产业生产端的发展潜力。外需领域仍表现出较强的增长韧性。

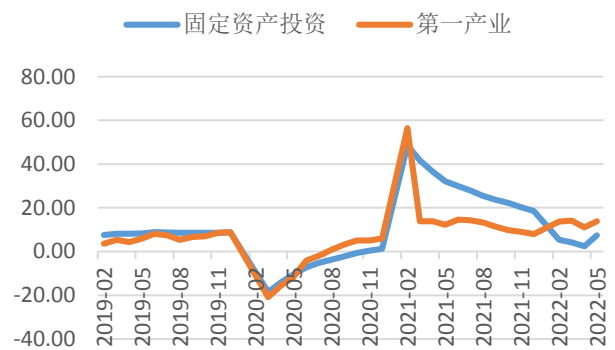
从中长期来看，随着疫情企稳，稳增长政策的加码和落地，重庆经济稳中有进，通过大数据智能化应用，包括数字化平台建设，数字营销等赋能，消费品工业有望在未来引领经济发展。

图 14: 重庆规上工业增速放缓 (%)



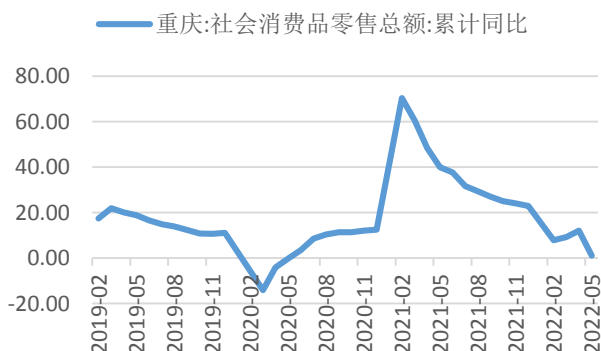
资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

图 15: 重庆第一产业保持韧性 (%)



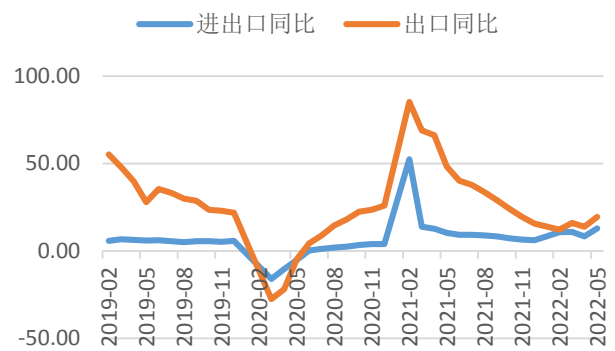
资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

图 16: 重庆整体消费受疫情影响显著 (%)



资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

图 17: 重庆外需保持高景气 (%)



资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

3. 国内外 ESG 热点事件点评及重要政策解读

3.1. ESG 热点事件点评

国内：《中国绿色债券市场报告 2021》发布

7月4日，气候债券倡议组织与中央国债登记结算有限责任公司中债研发中心联合发布了《中国绿色债券市场报告 2021》。报告显示，截至 2021 年底，中国在境内外市场累计发行贴标绿色债券 3,270 亿美元（约 2.1 万亿元人民币），其中近 2000 亿美元（约 1.3 万亿元人民币）符合气候债券倡议组织（Climate Bonds Initiative），即 CBI 绿色定义。2021 年，中国在境内外市场发行贴标绿色债券 1,095 亿美元（7,063 亿元人民币）；其中符合 CBI 绿色定义的发行量为 682 亿美元（约 4,401 亿元人民币），同比增长 186%。按符合 CBI 定义的绿色债券累计发行量及年度发行量计，中国均是全球第二大绿色债券市场。中国绿债 2021 年亮点解读如下。

亮点一、CBI 入库率提升

2021 年，约 62% 的中国贴标绿色债券被纳入 CBI 绿色债券数据库，比 2020 年同期提高 10 个百分点。越来越多的中国绿债入库了 CBI 绿债，主要与人行、发改委、证监会联合 2021 年 4 月发布、7 月生效的《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》有关，该目录剔除了与化石能源相关项目（比如清洁煤），被广泛视为中国的主要绿色分类标准。同时也采用了“无重大损害”（DNSH）原则，与国际标准进一步接轨并使减碳约束更加严格。

亮点二、非金融企业发行的绿债开始成为市场主流

2021 年有更多的发行人参与到绿色债券市场，促进了市场的多元化。共 138 家发行人参与了绿色债券发行。94 家是首次参与绿色债券市场的首次发行人；其中，一部分是自 2016 年中国推出绿色金融框架以来第一次参与绿色债券市场的机构，还有一部分是有发行贴标绿色债券的经验但首次有债券被纳入 CBI 绿色债券数据库的发行人（以下统称“首次发行人”）。根据 CBI 数据库的发行人分类，近 60% 的首次发行人为非金融企业，21% 为政府支持实体，18% 为金融企业。26 家发行人在 2016 年到 2020 年中的一年（1/5 年）有绿债发行/纳入记录，其余 18 家有至少两年（2/5 年或以上）发行/纳入记录。2016 年到 2021 年期间，每年都有参与绿色债券发行的机构包括中国银行、武汉地铁集团和当代置业。

亮点三、国有企业主导地位凸显

国有企业（包括金融和非金融企业）在绿色债券市场的发行主导地位明显。2021 年，按绿色债券发行数目算，国有企业在境内发行的绿债中占比 97%，按发行金额算占比接近 99%。国有企业在中国基础设施建设等重点经济领域发挥着重要作用。国有企业发行的前三大绿色债券均属于国家开发银行发行的政策银行债。

非国有企业或民营企业的绿债发行尚待改善。从中国债券市场上看，民营企业的发债占比有萎缩的迹象。2020 年，该比例为 5%，属 2016 年以来最低。2021 年，发行了绿色债券的民营企业包括江苏盛虹科技、山鹰国际等。

亮点四、募集资金多用于可再生能源、低碳交通和低碳建筑

2021 年，中国绿色债券市场募集的大部分资金（88.3%）投向了可再生能源、低碳交通和低碳建筑领域。其中，用于可再生能源的募集资金增长了 3.6 倍至 413 亿美元（2664 亿元人民币），占 2021 年中国绿色债券市场整体募集资金（境内外）的 60.6%。募集资金用于可再生能源用途的最大发行交易来自国家开发银行、国家电网和国家电投。低碳交通的募集资金也同比增长了 78% 至 128 亿美元（826 亿元人民币），占中国整体绿债发行量的 18.8%。低碳建筑同比增幅 83% 至 61 亿美元（393 亿元人民币），占中国整体绿债发行量的 8.9%。2021 年绿色债券没有募集资金投向工业和信息技术类别。

投向可再生能源的募集资金同比增加了 323 亿美元(2085 亿元人民币),占 2021 年中国绿债市场整体发行增幅的 73%。中国实现碳中和目标的承诺推动了这一增长劲头。在境内市场,投向可再生能源的绿色债券共计 381 亿美元(2459 亿元人民币),主要来自公共事业和金融业的发行人。其中,来自公共事业的发行人为可再生能源项目和资产筹得资金 242 亿美元(1564 亿元人民币),几乎占该行业去年在境内绿债市场筹集资金总额的全部(96%)。近六成(58%)由金融业在绿债市场筹集的资金也投向了可再生能源领域。从总体来看,境内市场筹集资金的 69%以及境外市场筹集资金的 25%投向了可再生资源类别。在境外市场,投向可再生能源、低碳建筑、低碳交通和水资源的绿色债券占中国企业在境外绿债筹集资金的 91%,且分布较为平均。相对于境内市场,金融企业的参与度相对高于非金融企业。

点评:2021 年是继中国向国际社会宣示到 2030 年前实现碳达峰及 2060 年实现碳中和目标后的第一个年头,也是“十四五”规划的开局之年。本年度中国绿色债券发行量的迅猛增长有力地印证了中国加快碳减排工作的雄心。各种研究表明,实现中国碳中和目标还需要更大规模的投资帮助实体经济实现低碳、零碳转型,同时,中国迫切需要从根本上推动碳密集型产业的转型。绿债作为国家政策的金融工具之一,随着中国进一步开放资本市场,绿色金融的国际合作也将为促进跨境资金流动发挥重要的作用。

国际:GRI 发布农业、渔业可持续发展报告标准

6 月 28 日,全球报告组织 GRI 宣布推出新披露标准:《GRI 13:农业、水产养殖和渔业部门 2022》,旨在指导参与农作物、水产养殖和渔业的公司传达它们对关键可持续性领域的影响,包括对环境、经济发展和人权的影响。该标准是第一个针对作物、动物和渔业产品上游生产的所有公司的全球整体可持续性报告标准。《GRI 13》将于 2024 年 1 月 1 日起正式生效,鼓励尽早采用。本标准应与《GRI 通用标准(2021 版)》和《GRI 主题标准》同时使用。

点评:根据联合国可持续发展解决方案网络今年 6 月初正式发布的《可持续发展报告 2022》,中国在 SDG2(零饥饿)、SDG14(水下生物)与 SDG15(陆地生物)几个方面上进展一般,可见农业、水产养殖和渔业部门方面的支持政策及配套政策的重要性。《GRI 13》行业标准是第一个针对作物、动物和海产品上游生产的所有公司的国际可持续性报告标准,该标准的发布符合行业预期,其发布对有助于提高此行业类别内的生产经营活动影响的信息披露透明度,在应对气候变化的措施,以及如何以最小化负面影响的方式调整农业和渔业生产实践提供可持续发展报告指引。同时可以为公司、投资者、政策制定者、学术界等公众利益相关方提供多维度的决策支持依据。

3.2. 国内外 ESG 相关政策及事件概览

表 1: ESG 政策及事件概览

发文名称/事件概览	主要内容	指标	发文时间
	国际		
欧洲议会和欧盟理事会就大型公司的企业可持续发展报告指令（CSRD）达成一项新的协议	6月21日，欧盟理事会和欧洲议会宣布，他们已就《公司可持续性报告指令》（CSRD）的规则达成协议。新协议将要求公司对其报告的可持续发展信息进行独立审计，并且还将适用于一些大型非欧盟公司。	可持续发展报告	2022-06-21
	中央		
深交所发布《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》	6月24日，深交所发布《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》，旨在加大直接融资支持力度，优化自律监管服务，助力中小企业纾困解难，支持实体经济健康发展。 本通知支持受疫情影响较大企业的直接融资工作，对重点行业和重点领域融资亦加大支持力度。	实体经济	2022-06-24
工业和信息化部等六部门印发工业能效提升行动计划	6月29日，工业和信息化部、发展改革委、财政部、生态环境部、国资委、市场监管总局等六部门联合发布《工业能效提升行动计划》，主要目标为到2025年，重点工业行业能效全面提升，数据中心等重点领域能效明显提升，绿色低碳能源利用比例显著提高，节能提效工艺技术装备广泛应用，标准、服务和监管体系逐步完善，钢铁、石化化工、有色金属、建材等行业重点产品能效达到国际先进水平，规模以上工业单位增加值能耗比2020年下降13.5%。	工业能效	2022-06-29
深圳市碳排放权交易管理办法于7月1日起施行	深圳市于5月通过了《深圳市碳排放权交易管理办法》，并于7月1日起施行。本碳排放权交易实施碳排放配额固定总量控制，碳排放权交易应当采用单向竞价、协议转让或者其他符合规定的方式进行。市生态环境主管部门签发的当年度实际配额不足以履约的，重点排放单位可以使用核证减排量抵销年度碳排放量，一份核证减排量等同于一份配额，最高抵销比例不超	碳排放	2022-07-01

过不足以履约部分的 20%。

企业

宝钢股份发布《2021 年气候行动报告》	6 月 24 日，宝钢股份发布《2021 年气候行动报告》。这是中国钢铁企业首份气候行动报告，阐述了宝钢碳中和工作中长期目标及行动路径规划，从气候变化风险与机遇、碳中和战略、宝钢股份碳中和行动、温室气体排放多个角度全面展示了公司绿色低碳产品布局。	气候	2022-06-21
----------------------	---	----	------------

资料来源：政府网站，华宝证券研究创新部

3.3. ESG 基金投资跟踪

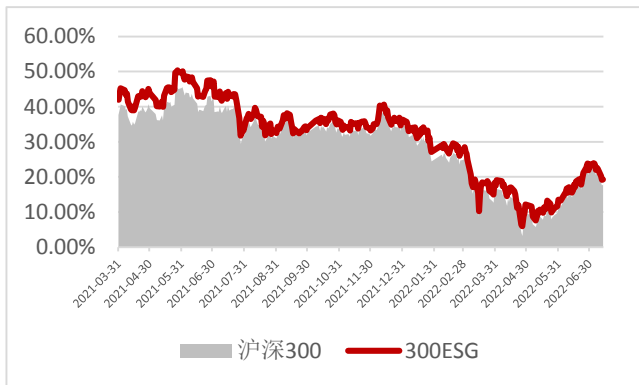
截至 2022 年 7 月 13 日，沪深 300 ESG 基准指数、中证 500 ESG 基准指数自 2017 年 7 月（基日）以来的累计收益分别比母指数高 1.42%和 6.62%。其中，年初以来，中证 500 ESG 基准指数收益为-12.60%，比中证 500 指数（-14.77%）高 2.17%。沪深 300 和中证 500ESG 基准指数最新成份股中分别有 78.72%和 49.75%的上市公司采取了明确碳减排措施，平均社会贡献值分别为 472.06 亿元和 43.9 亿元，均高于沪深 300 和中证 500 指数成份股，反映了 ESG 基准指数相对母指数在 ESG 方面的优异表现。

表 2：ESG 指数与其母指数收益率对比

	沪深 300 指数	沪深 300ESG 基准指数	中证 500 指数	中证 500ESG 基准指数
2022 年以来	-12.13%	-12.14%	-14.77%	-12.60%
基日以来累计收益	17.79%	19.21%	2.48%	9.10%
采取减排措施上市公司占比	65.67%	78.72%	41.60%	49.75%
明确环保投入上市公司占比	21.67%	24.68%	15.20%	17.51%
平均社会贡献值（亿元）	391.19	472.06	39.36	43.90
ESG 平均分	0.82	0.89	0.65	0.74

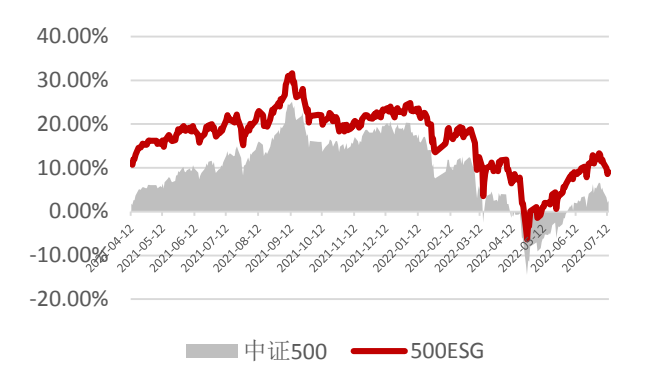
资料来源：中证指数，iFind，华宝证券研究创新部

图 18: 截至 7 月 13 日近一年 300ESG 基准指数与沪深 300 累计收益率对比



资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

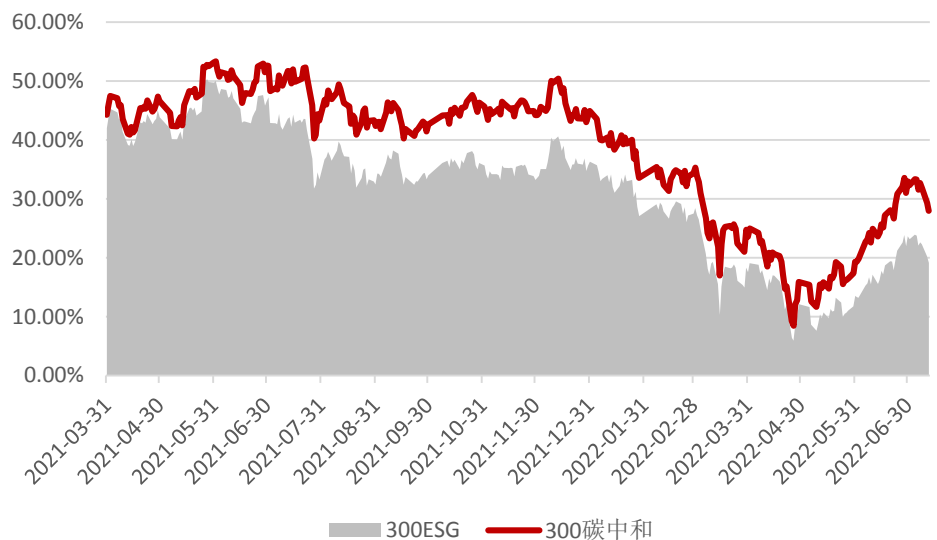
图 19: 截至 7 月 13 日近一年 500ESG 基准指数与中证 500 累计收益率对比



资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

沪深 300 碳中和指数从沪深 300 指数样本中剔除中证 ESG 评价在 B 及以下的上市公司证券, 选取剩余证券作为指数样本, 依据中证碳评价对指数权重进行调整, 使指数碳强度以逐年递减为目标, 并相对沪深 300 降低 20%, 为投资者提供以“碳中和”为目标的绿色业绩基准和投资标的。从对比中可以发现, 同时考虑了 ESG 和国家降碳指标筛选出的投资组合拥有更好的累计收益率, 足见 ESG 治理对公司发展的重要性。

图 20: 截至 7 月 12 日近一年沪深 300 碳中和指数和沪深 300ESG 基准指数累计收益率对比



资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

3.4. 欧盟 ESG 政策与监管发展趋势解读

2020 年，欧盟重塑了极具雄心的可持续发展目标，聚焦于气候和环境议题，目标是与 1990 年相比，到 2030 年至少减少 55% 的温室气体排放量。自 2018 年以来，为实现这一目标，欧盟一直在制定与可持续金融相关的全面政策。这系列政策包括《可持续增长融资行动计划》（European Commission’s Action Plan on Financing Sustainable Growth）。该计划倡议金融部门，尤其是投资机构应在绿色转型中发挥关键作用，链接绿色资本的供应和需求端，从而支持可持续金融发展，同时在欧洲绿色协议框架内制定新的可持续金融战略，为向可持续经济转型提供资金支持。

此外，欧盟委员会还通过其可持续金融国际平台（International Platform on Sustainable Finance, IPSF）协调国际间对可持续金融的努力。在 IPSF 中，可持续金融的定义是：为支持经济增长并同时能够减少对环境的压力的金融活动，并且这些金融活动也考虑到社会和治理的因素。欧盟对可持续金融的要求还包括其资金透明度，尤其是在涉及可能对金融体系产生影响的 ESG 因素相关的风险，并通过对金融企业参与者治理来减轻这些风险。

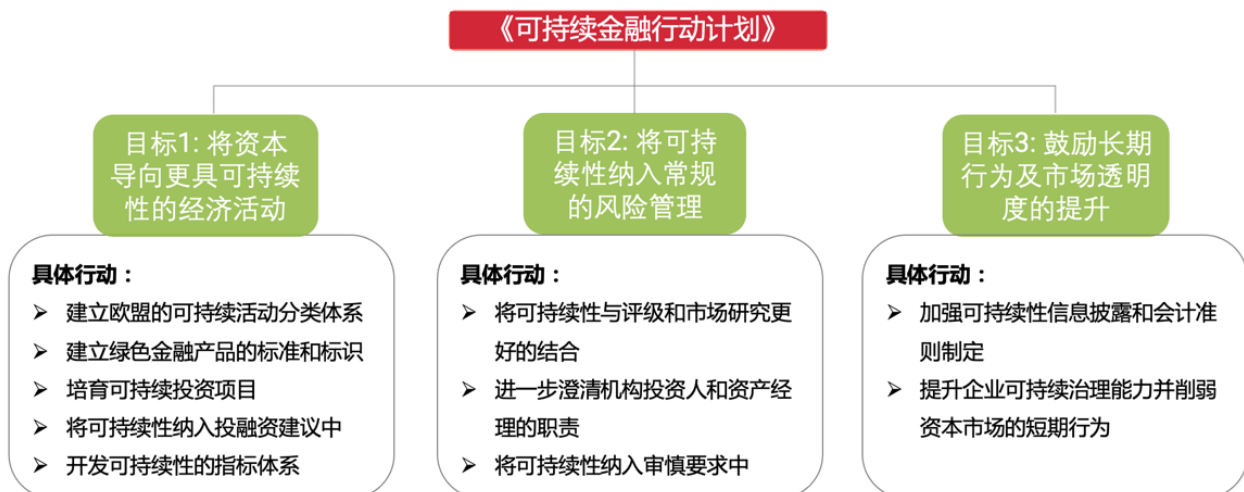
本文将从欧盟 ESG 政策特点分析和探讨欧盟 ESG 政策对中国 GP/LP 投资机构的影响。

3.4.1. 欧盟 ESG 政策法规与可持续金融发展

欧盟的 ESG 政策监管基于循序渐进的原则。将上市公司的公司治理作为切入点，在积极听取社会公众（如欧盟社会投资论坛）建议时，不断优化 ESG 政策的推行，逐步完善对上市公司、资产所有者和资产管理机构对非财务性信息与非财务性风险的披露与评估，严防“漂绿”（Greenwashing）行为，并愈发重视气候变化风险对投资决策的影响。

在 2014 年之前，欧盟着重普及 ESG 理念，不断增强市场参与者的 ESG 意识。2014 年后，欧盟制定了《可持续金融行动计划》（Sustainable Finance Action Plan），从规范企业 ESG 信息披露与监管到扩大至将金融和投资机构的 ESG 披露也纳入监管，从而引导资本流向具有可持续性的投资项目。这项《可持续金融行动计划》包括：1) 绿色分类法（Green Taxonomy），2) 可持续金融披露条例（Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR），3) 企业可持续报告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD）。

图 21：欧盟《可持续金融行动计划》主要内容涵盖 3 大目标，10 项具体行动策略



资料来源：治吉科技，华宝证券研究创新部

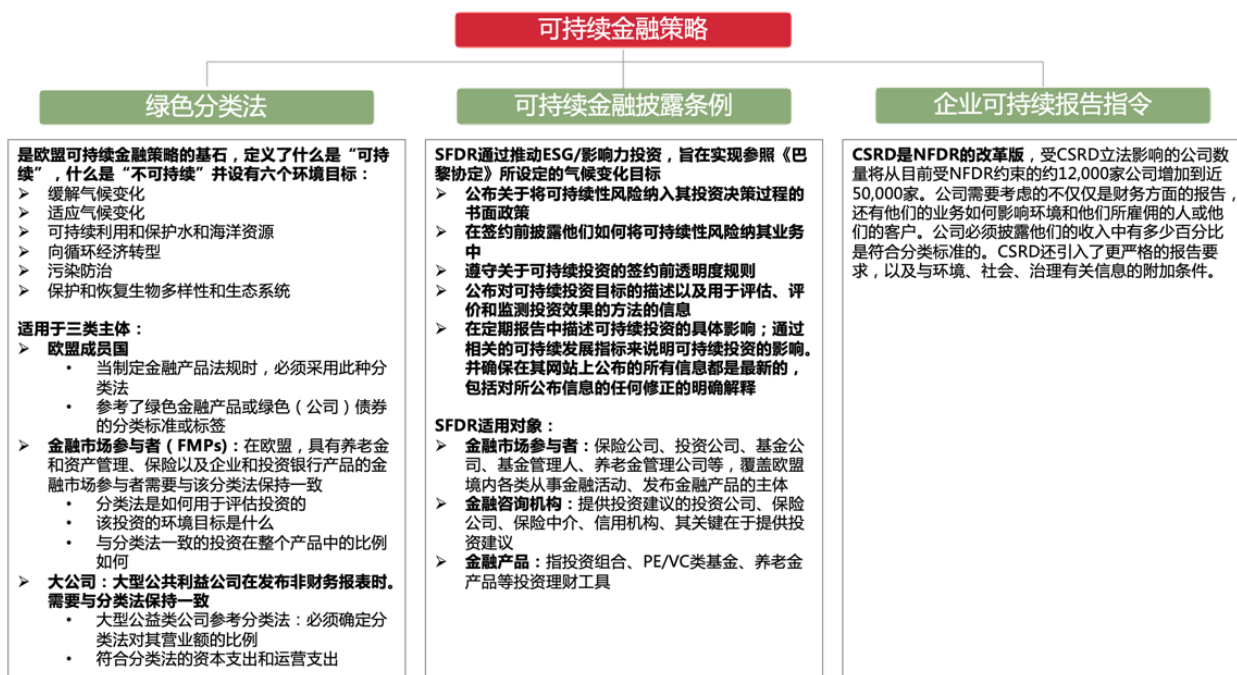
2019年12月11日，欧盟提出《绿色协议》（European Green Deal），旨在到2050年使欧洲成为第一个“气候中和”（Climate-Neutral）的大陆。

2020年9月17日，欧盟继而提出了《欧盟2030年气候目标计划》，与1990年的温室气体排放量相比，将致力于到2030年至少减排55%的气候目标。

3.4.2. 欧盟可持续金融行动计划解读

欧盟的ESG监管政策逐渐向可持续金融领域扩大，从侧重于妥善处理资产所有者与资产管理者间的委托代理关系到要求GP/LP在投资各环节中纳入ESG因素考量并严防“漂绿”现象。2020年2月，欧洲证券和市场管理局（ESMA）颁布《可持续金融策略》，规定从2022年开始，ESG相关基金的管理人需披露解释他们如何使用资金，并且需披露投资组合中根据《欧盟绿色分类法》来做出可持续投资决策的资产比例。

图 22：欧盟《可持续金融策略》



资料来源：治吉科技，华宝证券研究创新部

欧盟《绿色分类法》是欧盟可持续金融策略的眼睛。它规定了什么是“可持续”的，而什么是“不可持续”的。《可持续金融披露条例》（SFDR）则统一了欧盟范围内金融机构ESG信息披露的标准。《企业可持续发展报告指令》（CSRD）的发布意味着欧盟的ESG报告质量将有飞跃性突破，并逐步要求企业聘请具备资质的第三方独立ESG鉴证专家对其可持续发展报告出具合理鉴证。

对于金融产品而言，SFDR主要为降低其“漂绿”风险，其中最重要的反“漂绿”条款是SFDR第8、9和11规定的签约前披露义务（Precontractual Disclosures）和阶段性报告（Periodic Reports）义务。1）SFDR条款8定义并规定ESG金融产品的签约前披露义务：当金融产品以环保等特点进行推广时，须披露有关信息以说明如何达到该等环保特质，且如果有特定指数作为参考，须说明该指数是否以及如何符合该金融产品的环保特点。金融市场参与者还须披露计算该指数的方法。2）SFDR条款9定义并规定可持续投资相关产品协议前披露义务：当金融产品以可持续性投资为其目标以及特定的指数作为其参考标准时，须披露该金融产品如何实现其可持续性目标，以及其特定的参考指数如何符合以及达到该目标。若金融产品将碳排放的减少作为其目标，须具体解释如何保证达到降低碳排放的目标。3）SFDR条款11要求金融市场参与者对其ESG金融产品，在所述第8条与第9条协议前信息披露的基础上，在投资运作

过程中持续发布阶段性报告 (Periodic Reports)，旨在防止投资中途的“漂绿”行为。

此外，欧盟正通过《关于企业尽职调查和企业责任的指令草案》(CDDCA 指令草案)和《可持续公司治理倡议》推进对供应链 ESG 合规性的立法，或强制要求欧盟国家和第三国企业对供应链进行尽职调查，评供应链上环境、社会和公司治理等方面的风险，以提出更高的合规要求严防“漂绿”行为。

3.4.3. 欧盟 ESG 政策发展趋势

欧盟 ESG 政策发展趋势可归结为：以金融哺育实业，再以实业资产增长投入金融，重振欧盟经济。因此，对于中国投资机构方而言，在欧盟的 ESG 投资机遇大于可能面临的挑战。

欧盟致力于打造完善的 ESG 信息披露框架，并匹配恰当的工具和结构以加强可持续投资的基础设施。企业和金融组织机构应长期发展重点关注与可持续发展相关的挑战与机遇。

从欧盟宏观经济现状视角出发，2001 年，不满足加入欧元区标准的希腊在投资银行的包装下成为欧盟成员。随着希腊债务危机爆发，演变为欧债危机，西班牙、葡萄牙、爱尔兰、意大利相继陷入危机。之后欧盟开始了“失落的十年”，由德、法两国为主导，为提振欧盟经济出台了一系列宏观政策，但无法扭转颓势。但自欧盟为提振经济提出一系列措施后，尤其是启动 ESG 监管开始后，欧盟经济呈现了显著回暖趋势。

从具体 ESG 监管政策视角分析，欧盟 ESG 政策从规范实体经济的 ESG 信息披露出发，当企业端对 ESG 提升重视后，公共政策制定者为解决企业资金需求，引导资本流入可持续性的项目，政策和监管机构开始将 ESG 覆盖范围扩大至可持续金融领域。欧盟积极推广可持续金融发展的本质上是金融，尤其是欧盟内外的金融资本哺育欧盟实业，引导各方资本流入可持续性项目，促使欧盟开展可持续产业转型。在这样的循环中，再以欧盟企业反哺欧盟境内金融机构，使欧盟经济逐步进入良性循环。

2014 年之前，欧盟颁布了《股东权参与指令》和《非财务报告指令》。而 2018 年后，《可持续金融行动计划》相继颁布并实施的《绿色分类》、《可持续金融披露条例》、《企业可持续发展报告指南》，这一进程充分体现了实业和金融业两端齐头并进，只是阶段侧重点有所不同。

2018 年之前，欧盟主打实业端迈入可持续发展。2018 年后在实业的 ESG 政策监管相对完善情况下，政策开始推动金融业的可持续发展。《企业可持续发展报告指南》是对《非财务报告指令》的修正，目的是进一步深化和规范企业的可持续发展，引导实业向可持续发展全面转型。《绿色分类法》和《企业可持续发展报告指南》叠加，更进一步的指引实业发展，《可持续金融信息披露条例》是针对金融业的规范，旨在引导金融资本源源不断流入可持续发展产业。

欧盟将日益完善并发挥 ESG 基准框架的影响力，以实现绿色金融的愿景。

欧盟预计，为实现其于 2020 年公布的 2035 年环境目标，在 2021 年到 2030 年的十年间，每年需要比前十年增加约 3,500 亿欧元的投资。然而，这样的投资规模远超欧盟公共部门可投入的资金规模。这样的资金缺口，将由欧盟国家内部及境外机构投资者发挥关键作用，譬如欧盟通过欧洲战略投资基金和其他举措帮助吸引所需的投资。美国资本自 2016 年开始大规模进入欧盟，其增长趋势十分可观。2021 年前 6 个月，欧洲境内涉及美国投资者的风险投资和成长资本交易总数为 652 笔，同比增长 63%，仅比 2020 年 866 笔交易少 24%；而这些风险投资近 300 亿欧元，占欧洲风险投资总资本投资的 72%。

对欧洲企业的早期投资吸引了美国风险投资机构的强烈兴趣，越来越多的美国投资者将资本投入有前途的欧洲初创企业。2016 年上半年至 2021 年上半年，美国风险投资在欧洲的后期阶段投资增长了 530%，而在早期阶段投资增长了一倍多。相比于美国同行，欧洲初创企业的估值更为合理且更具吸引力，成熟的风险投资格局以及越来越多的成功案例使得 2020 和 2021 年间美国风险投资基金继续涌向欧洲，使得欧洲成为全球风险投资最活跃的区域。欧洲风险投资和增长投资创下历史新高，2021 年上半年欧洲独角兽诞生量惊人，三个主要国家：德、英、法分别诞生了 8 家、7 家和 6 家独角兽。其融资后总估值分别为 150 亿美元、140 亿美元和 120 亿美元。欧洲独角兽名单加速扩张，其经济出现前所未有的活力。

表 3：2021 年上半年获得独角兽地位的 10 家估值最高的欧洲公司

公司名称	所属国家	估值 \$bn	筹集到的总金额 \$bn	成立时间
Getir Perakende Lojistik A.	土耳其	7.5	1	2015
Trade Republic Bank GmbH	德国	5.3	0.8	2015
Blockchain Access UK Ltd	英国	5.2	0.5	2011
JUNG S. A. S.	法国	3.2	0.5	2014
Content Square SAS	法国	2.8	0.8	2012
Colibri SAS	法国	2.6	0.7	2012
Bought By Many Ltd	英国	2.3	0.5	2012
Mambu GmbH	德国	2	0.2	2010
KRY International AB	瑞典	2	0.6	2014
Starling Bank Limited	英国	1.9	0.9	2014

资料来源：S&P Global Market Intelligence，华宝证券研究创新部

欧盟将充分管理气候和环境风险，并将其纳入金融机构和整体金融系统，同时确保社会议题的相关风险在关联情景下得到充分评估。

欧盟逐渐意识到现有的《可持续金融信息披露条例》可能无法准确反映出潜在的新出现的投资与监管风险，因此在 2022 年 3 月正式通过了一项涵盖核电和化石气行业的《补充气候授权条例》(Complementary Climate Delegated Regulation)，内容涉及：机构投资者应在签约前文件、网站和定期报告中提供关于金融产品投资于化石气和核能活动的信息，并要求投资者对环境可持续经济活动的投资程度的充分披露，即与分类法相一致的活动，特别是这种活动在所有投资和环境可持续经济活动中的比例。这项修订内容重点关注在：1) FDR 第 6 (3) 条和第 11 (2) 条提及的签约前和定期报告文件信息披露，2) SFDR 第 10 (1) 条提及的网站上信息披露，3) SFDR 第 8 (1) 和第 9 (1) 提及的金融产品信息披露。

3.4.4. 欧盟 ESG 政策和监管对中国 GP/LP 的影响

为中国投资机构提供了较完善的经实践经验验证的披露框架

欧盟不断完善的 ESG 监管政策及其与时俱进的信息披露框架体系为中国投资机构提供了更为丰富的关于企业可持续发展水平和潜力等方面的信息数据，从而投资决策可以更充分考量非财务性因素的机遇与风险。据中国社会科学院世界经济与政治研究所统计显示：大量定量和定性研究均已验证了 ESG 投资能为利益相关方带来较高的财务回报。这不仅有利于投资机构优化投资组合的资产配置，还能提升被投资企业绩效和股价。在后疫情时代，践行 ESG 投资理念的投资组合回报率高于整体市场回报率。中国投资机构应积极顺应欧盟日趋完善的高水平 ESG 规范，适应国际 ESG 投资趋势，提升其国际化水准。

若中国 GP/LP 严格机遵守欧盟《可持续金融信息披露条例》框架，将对中国投资机构在欧盟境内开展投融资业务十分有利

自 2009 年希腊债务危机爆发以来，顺带全面爆发的欧债危机使欧盟经济陷入停滞衰退。欧盟也曾出台一系列举措旨在促使欧盟经济复苏，但都收效甚微。欧盟 ESG 政策监管的本质旨在通过可持续产业转型振兴欧洲经济。但为防范金融风险，如对国际游资如以索罗斯为首的以宏观策略为主的对冲基金的突袭，欧盟对进入欧盟境内的金融资本提出严格要求。从美国资本自觉遵守欧盟可持续金融策略，成功进入欧洲市场获得“双赢”局面的投资战绩来看。只要中国投资机构符合《可持续金融信息披露条例》等可持续金融策略的监管要求，对于出海欧洲市场十分有利。

中国 GP/LP 应建立负责任投资体系，把握欧盟经济发展宏观背景机遇：

在投前阶段引入 ESG 尽职调查，排除潜在风险。投后管理过程中，引导企业完善自身 ESG 实践，并跟踪 ESG 改善情况。退出前，对企业进行 ESG 分析，了解投资期间企业接受辅导后 ESG 绩效的提升情况并做出总结。

4. 产业跟踪

4.1. 稀土开采冶炼行业将何去何从

4.1.1. 稀土价格小幅调整，上游矿价提升，开采冶炼行业利润压缩

6月29日，作为中国拥有超过五成轻稀土开采冶炼指标的北方稀土，在公告中表示将计划与包钢股份重新签订《稀土精矿供应合同》：7月1日起对稀土精矿交易价格进行调整，拟自7月1日起调整为不含税39189元/吨，稀土精矿2022年交易总量不超过23万吨，调整后2022年稀土精矿日常关联交易预计总金额将由不超过70亿元（含税）调整为不超过86亿元。调整前，稀土精矿售价为26887元/吨，本次调整幅度达到46%。值得注意的是，本次调价需要在7月15日的临时股东大会决议通过。

7月11日，北方稀土今日公布7月稀土产品挂牌价格。氧化镧挂牌价9800元/吨；氧化铈挂牌价9800元/吨；氧化镨钕挂牌价81.26万元/吨；氧化钕挂牌价89.11万元/吨；金属镨钕挂牌价99.05万元/吨；金属钕挂牌价108.45万元/吨。较上月均有小幅下跌，与稀土精矿的涨价并未形成匹配，稀土冶炼企业的利润被压缩。该次调价可能提现了国家保证下游应用企业的生产经营安全，从而保持稀土产业链稳定的决心。

表 4：2022 年 7 月稀土产品挂牌价格小幅下降

产品目录	当月价格	上月价格	涨跌	振幅
氧化镧	9800	10800	-1000	-9.26%
氧化铈	9800	10800	-1000	-9.26%
氧化镨钕	812600	813900	-1300	-0.16%
氧化钕	891100	891100	0	0.00%
金属镨钕	990500	992000	-1500	-0.15%
金属钕	1084500	1084500	0	0.00%

资料来源：Mysteel，华宝证券研究创新部

4.1.2. 稀土矿端的质量以及开采冶炼的技术提升或将成为检验稀土上游的试金石

碳中和是国家长期的战略目标，清洁能源是稀土产业的重要下游方向，因此，稀土的战略地位将长期保持。但将稀土产业链拆分来看，中游的磁性材料企业技术专利多掌握在日本、美国手中，因此，我国的磁性材料公司的利润一方面受到上游原料涨价的压制，另一方面被购买专利支出的成本摊薄，这给我国稀土产业链中长期的稳定性埋下了隐患。

国家坚持稳固稀土价格的路线，缓解中游磁材端的成本压力，从而保证产业链的安全。实际上是包含了两层逻辑假设在其中。第一，我国的稀土资源在长期仍将在世界范围内占据绝对优势，并且我国对稀土磁性材料的需求在长期仍是世界稀土资源的主要流向。这意味着稀土原料的调价势必会作用到全世界。第二，我国的稀土开采冶炼水平处于并将长期处于世界领先水平，这意味着在控制稀土原料价格的路线下，我国的稀土开采冶炼厂商的利润仍将占据相对优势，开采冶炼产业不会向海外流失，我国稀土资源的战略地位得以保证。

因此，证明稳定稀土物价政策逻辑可行性的关键，在于分析我国稀土矿端的质量优势以及开采冶炼的技术优势。

我国稀土种类多、储量大，且拥有我国特有的宝贵稀土矿产资源

从世界范围来看，稀土主要是以矿物的形式存在，目前约有 250 种稀土矿，但开采冶炼价值有限，能够用于工业稀土的矿产种类较少，仅有十余种左右。主要分为以独居石、氟碳铈矿为代表的岩型稀土矿，以及以风化淋积型矿为代表的离子型稀土矿。

表 5：2022 年 7 月稀土产品挂牌价格小幅下降

矿物名称	成分及性质	分布地区	用途和前景
轻稀土 独居石	(Ce, La, Y, Th) [P04], 成分变化大, 矿物成分中稀土氧化物含量可达到 50-68%	海滨砂矿床是在澳大利亚沿海、巴西以及印度等沿海。此外, 斯里兰卡、马达加斯加、南非、马来西亚、中国、泰国、韩国、朝鲜等地都含有独居石的重砂矿床。	是提取镧、铈、钍的主要矿物, 具有经济开发价值的是冲积型或海滨砂矿床。由于矿中有放射性元素钍, 对环境有害, 所以产量有所下降。
氟碳铈矿	(Ce, La) [C03]F, 机械混入物主要 SiO ₂ 、Al ₂ O ₃ 、P ₂ O ₅	主要分布在内蒙古包头、四川凉山冕宁、山东微山	提取铈族元素的重要矿物原料, 可用于提高金属的弹性、韧性和强度, 还可用于耐热材料、防辐射材料、有色玻璃。
重稀土 磷钇矿	Y[P04], 成分中 Y ₂ O ₃ 占 61.4%, P ₂ O ₅ 占 38.6%。有钇族稀土元素混入, 其中以铈、铟、镱、钆为主。尚有铈、铀、钍等元素代替钇, 同时伴随有硅代替磷。一般来说, 磷钇矿中铀的含量大于钍。磷钇矿化学性质稳定。	广东阳江县、海南琼海县、内蒙包头市, 广西姑婆山、江西等。	磷钇矿是提取钇和钇族稀土的重要原料, 一般具有弱的放射性和多色性
风化壳淋积型矿	即离子型吸附矿, 其中稀土元素不以化合物的形式存在, 而是呈离子状态吸附于粘土矿中	我国南方地区特有品种, 主要分布在中国江西、广东、湖南、广西、福建等地	是提取镨、钕稀土元素的重要矿物原料, 开采工艺简单, 是我国特有的宝贵稀土矿产资源

资料来源：亚洲金属网，华宝证券研究创新部

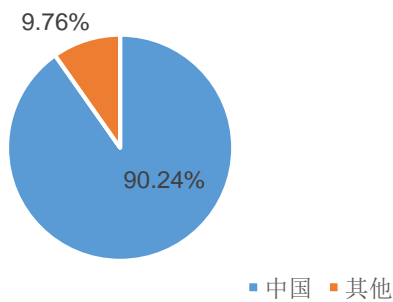
图 23：稀土矿亲氧性强，由于各类稀土元素性质相似，多共生在同一矿物中



资料来源：根据公开资料整理，华宝证券研究创新部

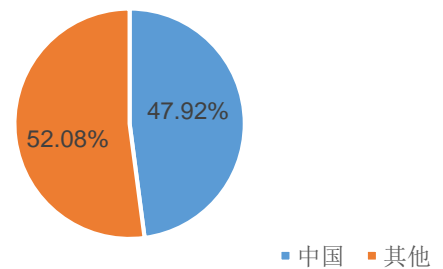
我国稀土资源种类多、储量大，除了中重稀土，近年由于新能源的发展，轻稀土中的镨钕也成为了市场追逐的对象，在下游有强烈的需求支撑。整体来看，稀土行业利润的流动基本在国内的产业链之中，稀土原料的价格控制并不会使得利润外流，更多是缓解了国内中游磁材厂商的成本压力，有助于其释放更多资金至技术的研发和产线的完善中，从而更早实现我国稀土磁材生产的独立自主，使稀土产业链得以健康长远的发展。

图 24：我国钕铁硼磁材产量占全球总量高



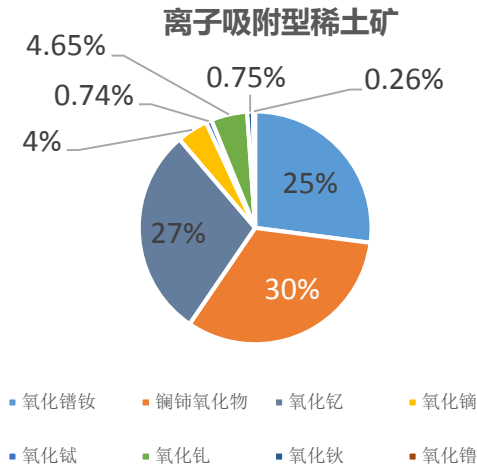
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 25：我国高性能钕铁硼磁材毛坯产量接近全球总产量的一半



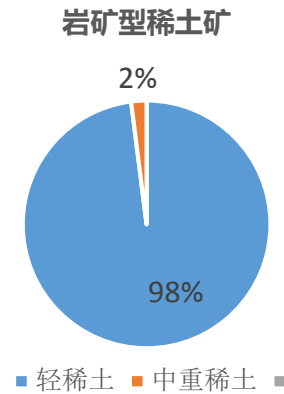
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 26: 离子吸附型稀土矿中轻稀土的含量仍然很高



资料来源: Mysteel, 华宝证券研究创新部

图 27: 岩矿型稀土矿以轻稀土为主



资料来源: Mysteel, 华宝证券研究创新部

绿色高效的开采冶炼技术是原料端公司的发展关键

国家通过上游调价保中游的逻辑正在逐渐构筑之中, 随着稀土行业走向正规, 工信部的开采冶炼配额势必逐渐放开, 随着各类稀土市场化应用场景逐渐丰富, 稀土精矿的定价将更多考虑市场因素, 原料端企业靠低价购买精矿获取成本优势的时代或许已经过去。从生产过程中挖掘稀土原料的价值, 为下游提供种类更为丰富、纯度更高的稀土分离冶炼产品, 与下游形成合力的冶炼企业才能成为市场青睐的对象。

不论是岩矿型稀土矿还是离子吸附性稀土矿的开采分离, 一直伴随着环境问题, 前者成分中包含放射性元素钍, 目前对钍的利用很少, 对其处理方法多为埋藏在尾矿库中, 有较大的隐患。后者的采矿模式为在山体打巷道, 灌硫酸水, 浸矿后再收集母液, 进行沉淀得到稀土, 此过程可能对水循环造成隐患。在稀土金属的制备过程中, 目前多采用对稀土氧化物或氯化物的熔盐电解法。氧化物稳定性高, 需要加热熔融, 然后电解, 在阴极析出稀土金属, 成本较高; 稀土氯化物的分解则伴随着高污染。高污染带来的生产限制和成本问题亟待解决。

环节，包括产业规模、企业培养、政策补贴、储氢站建设、燃料电池车投放等方面的具体规划。政策发布主体也涉及相关部委以及部分省、市、自治区、地级市以及区县（旗）等。

在全国整体规划层面，我国强调氢能发展的重要意义，提出发展框架。3月23日，国家发展改革委、国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》，从全国层面对我国氢能产业的布局提出了具体要求。该文件强调氢能是未来国家能源体系的重要组成部分，是用能终端实现绿色低碳转型的重要载体以及战略性新兴产业和未来产业重点发展方向，并要求到2025年，我国在全国层面实现制氢规模10-20万吨/年，实现二氧化碳减排100-200万吨/年，达到5万辆氢燃料电池汽车的投放量。

在地方层面，氢能产业政策从省级到区县级逐层细化，我国广东省、长三角、京津冀、内蒙古等地均于今年上半年提出了氢能相关发展政策。

表 6：2022H1 我国氢能相关政策

标题	时间	地区	主要内容
《氢能产业发展中长期规划(2021-2035年)》	3月23日	全国	<p>1、到2025年，形成较为完善的氢能产业发展制度政策环境，产业创新能力显著提高，基本掌握核心技术和制造工艺，初步建立较为完整的供应链和产业体系；燃料电池车辆保有量约5万辆，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到10-20万吨/年，实现二氧化碳减排100-200万吨/年；</p> <p>2、到2030年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用，有力支撑碳达峰目标实现；</p> <p>3、到2035年，形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。可再生能源制氢在终端能源消费中的比重明显提升，对能源绿色转型发展起到重要支撑作用。</p>
《内蒙古自治区人民政府办公厅关于促进氢能产业高质量发展的意见》	3月3日	内蒙古	<p>1、开展“风光储+氢”“源网荷储+氢”等绿氢制备示范项目15个以上，绿氢制备能力超过50万吨/年；</p> <p>2、鼓励工业副产氢回收利用，工业副产氢利用超过100万吨/年，基本实现应用尽用；建成加氢站（包括合建站）100座以上；加速推进燃料电池车替代中重型燃油矿用卡车和公共服务车辆，推广氢燃料电池重卡5000辆以上，累计推广燃料电池汽车突破1万辆；</p> <p>3、探索绿氢在化工、冶金、分布式发电、热电联供等领域的示范应用，打造10个以上示范项目；培育或引进50家以上包括15—20家装备制造核心企业在内的氢能产业链相关企业，电解槽、储氢瓶、燃料电池等装备的关键材料及部件制造取得技术突破；</p> <p>4、到“十四五”末，自治区形成集制备、存储、运输、应用于一体的氢能产业集群，氢能产业总产值力争达到1000亿元。</p>
《北京市“十四五”时期能源发展规划》	4月1日	北京	<p>1、加快氢气制备(制造)储运加注、氢燃料电池设备及系统集成等关键技术创新研发；</p> <p>2、集中打造氢能和氢燃料电池关键装备、新型电力系统、能源工业互联网等一批协同创新平台；</p> <p>3、建设大兴国际氢能示范区、中关村(房山)氢能产业园等高水平创新平台，打造一批氢能及氢燃料电池汽车创新示范高地。</p>

《广东省能源发展“十四五”规划》

4月13日 广东省

- 1、多渠道扩大氢能应用市场，聚焦氢能核心技术研发和先进设备制造，加快培育氢气制储、加运、燃料电池电堆、关键零部件和动力系统集成的全产业链；
- 2、利用低温氢燃料电池产业区域先发优势，形成广州—深圳—佛山—环大湾区核心区燃料电池产业集群；
- 3、发展 SOFC 及其分布式发电成套装备，推广高温燃料电池冷热电三联供应用示范，支持建设大型民用液氢示范工程；
- 4、推进佛山（云浮）产业转移、广州开发区、佛山南海仙湖氢谷、佛山高明等氢燃料电池产业园建设，建立广深高温燃料电池及系统研发制造基地。

《成都市“十四五”能源发展规划》

5月24日 成都

- 1、打造中国“绿氢之都”，开展规模化富余水电制氢试点，推进电解水制氢项目建设，开展建设小规模电解水制氢加氢一体站；
- 2、建设以成都为枢纽，辐射川渝地区的绿色“氢走廊”；
- 3、推动燃料电池汽车在公共交通、城建运输、接驳转运、环卫服务等中长途中重型商用车领域应用。

《上海市瞄准新赛道促进绿色低碳产业发展行动方案（2022—2025年）》

7月8日 上海

- 1、支持燃料电池重型卡车、公交客车、冷链物流车等多场景、多领域商业性示范应用，带动燃料电池系统、核心零部件等上游产业链发展；
- 2、推进嘉定氢能港建设，形成关键零部件、系统、整车等产业集聚，建立氢燃料电池汽车计量测试国家级平台，构建氢燃料电池汽车全产业链，打造基础设施完善的燃料电池汽车产业生态；
- 3、依托相关企业、专业机构和产业联盟，聚焦富氢碳循环高炉、氢基竖炉等技术攻关，打造碳中和特色产业集聚先导示范，引进世界 500 强研发机构和业务板块，建立低碳减碳研发转化平台，吸引“专精特新”企业，引入多元化社会资本；
- 4、在上海化工区形成多元化氢源供给模式，加大副产氢利用，开展沼气制氢，探索风能等可再生能源电解制氢。

资料来源：相关政策文件，华宝证券研究创新部

4.2.2. 加氢站、氢燃料电池车成为规划重点，补贴政策助力氢能企业发展

从内容上看，大部分政策规划目标围绕“十四五”期间我国“双碳”发展要求，从加氢站建设、氢燃料电池投放数量、引进或培育头部企业数量等方面提出了具体要求。

在时间节点方面，大部分地区以 2025 年为规划期限，也有部分省市（例如鄂尔多斯市）提出了多阶段规划的方案，以 2023 年、2025 年、2030 年及以后作为节点提出近期、中期、远期氢能产业链建设目标。

表 7：2022 年 H1 各省市出台氢能建设目标汇总

地区	加氢站	燃料电池车
北京	2025 年：37 座	2023 年：3000 辆 2025 年：10000 辆
佛山市南海区	2025 年：>30 座	2025 年：>3000 辆，其中氢能两轮车 1000 辆、叉车 500 辆

成都	2025 年：40 座	
兰州	2025 年：>20 座	2025 年：>1000 辆
成都	2025 年：40 座	2025 年：5000 辆
宁夏	2025 年：>10 座	2025 年：推广氢燃料重型商用车数量不少于 500 辆
唐山	2025 年：30 座	2025 年：2500 辆
酒泉	2025 年：>8 座	2025 年：>200 辆
	具有加氢功能的综合性能源站：	
吕梁	2025 年：50 座	2025 年：>5000 辆
	2030 年：100 座	2030 年：>30000 辆
	2035 年：200 座	2035 年：>50000 辆
上海	2025 年：70 座	
鄂尔多斯	2023 年：在伊金霍洛旗及周边旗区布局加氢站 20 座	2023 年：1500 辆
	2025 年：在全市布局 90 座以上各类加氢站	2025 年：5000 辆
	2030 年：在全市布局 300 座以上各类加氢站	2030 年：20000 辆
云浮	2025 年：10 座	2025 年：250 辆

资料来源：相关政策文件，华宝证券研究创新部

此外，各地依照本地氢能发展实际情况，为支持涉氢企业发展提出具体补贴政策，以典型地区为例：

- 北京市大兴区于 4 月 9 日发布的《大兴区促进氢能产业发展暂行办法》进一步修订了氢能产业补贴政策，从支持氢能企业注册、促进产业集聚、研发、氢能平台建设、鼓励开展科研项目、参与标准制定、投融资、采购等环节均出台了具体补贴措施与奖励机制。例如，对于纳入规模以上统计范围的禁限目录外的企业，每年实现正增长的，将连续三年给予资金支持；对在上年度采购燃料电池汽车零部件产品年累计采购金额达到 1000 万元（含）以上的企业，在未来四年内分别按经评审的年采购金额的 5%、5%、3%、3% 给予采购企业资金支持。
- 浙江省嘉兴市在 5 月 7 日发布的《嘉兴港区氢能产业发展扶持政策》中，提出要对以下几类涉氢企业或项目进行补助：1) 总投资超过 5 亿元的企业，按设备投资额的 12% 给予补助；2) 对被列入关键零部件产品且广泛应用的，给予最高不超过 2000 万元的奖励；3) 对新建、改建、扩建日加氢能力不低于 500 公斤的固定式加氢站，按照实际设备投资额的 20% 进行补助；4) 对燃料电池分布式发电示范项目，按照设备投资额的 20% 给予补助。

随着规划与政策补贴的进一步落地，氢能产业链投融资将加速发展。根据高工氢电统计，到 2025 年，仅我国五大示范城市群（河南、河北、上海、北京、广东）将累计推广氢燃料电池 32035 辆，铺设范围涉及将近 50 个城市。未来随着示范群以及非示范群城市氢能规划的进一步提出和落实，我国氢能产业链相关企业数量将逐步提升，从而带动投融资、产业集聚、基础设施建设等相关项目的推进。

4.2.3. 重点事件分析

事件 1：六月超 10 家上市公司成立合资氢能子公司，多家氢能头部企业申请 IPO

6 月，超 10 家企业通过成立合资公司的方式推动氢能产业发展，包括雄韬股份、美锦能源、亿华通、吉利等企业。目前氢能产业在我国处于发展初期阶段，通过合资的方式能够更好整合优化企业间资源，敬请参阅报告结尾处免责声明

扩大子公司的研发和生产能力。以福田汽车、亿华通、博世创投等合资的子公司北京卡文新能源为例，新公司设立主要为促进福田汽车新能源商用车业务的发展，其主营业务聚焦纯电和氢燃料商用车等相关产品研发、生产、销售，相关整车租赁、数据等，在股本结构方面，福田出资 3.25 亿元，持股 65%；博世创投出资 0.5 亿元，持股 10%；亿华通出资 0.5 亿元，持股 10%。

表 8：2022 年 6 月部分氢能子公司汇总

时间	注册资金(亿元)	注资企业	子公司
6 月 30 日	5	威孚高科、IRD FUEL CELLS A/S 等五家	无锡威孚氢隆动力科技有限公司
6 月 23 日	5	福田汽车、博世创投、博原嘉成、亿华通、福源智慧	北京卡文新能源汽车有限公司
6 月 21 日	3	吉利汽车	浙江远程醇氢能源技术有限公司
6 月 15 日	0.01	雄韬股份	武工氢创（广州）科技有限公司
6 月 9 日	0.3	昇辉科技、美锦能源	佛山市昇美新能源有限公司
6 月 9 日	0.5	富瑞特装	上海富瑞氢新能源技术有限公司
6 月 6 日	1	皖天然气、铜陵市综合交通投资集团	皖能交投（铜陵）综合能源有限公司

资料来源：北极星氢能网，华宝证券研究创新部

此外，6 月 28 日、29 日、30 日，燃料电池、氢能装备和金属双极板领域的三家头部企业，捷氢科技、国富氢能、上海治臻先后递交招股说明书，向科创板上市发起冲刺。

国富氢能：我国氢能产业商业化发展进程的领军企业之一。公司专注于为燃料电池系统集成厂商、整车厂商、能源公司、城市公交运营公司等客户提供氢能核心装备。公司主要产品为车载高压供氢系统和加氢站成套设备，此外还有水电解制氢设备、氢液化装备、液氢容器等产品在研。目前，公司已经实现车载高压供氢系统和加氢站成套设备的规模化应用，并突破低温大规模液氢制取和储运装备的国产化瓶颈。

捷氢科技：依托上汽集团平台，专注燃料电池电堆业务。上汽集团通过分拆捷氢科技上市的相关议案后，捷氢科技成为上汽集团下属独立的氢能和氢燃料电池业务上市平台，专注于燃料电池电堆、系统及核心零部件的研发、设计、制造、销售及工程技术服务。未来燃料电池生产建设项目达产后，可实现 5,000 台燃料电池系统及 5,000 台储氢系统的年生产能力。

治臻股份：公司专业从事燃料电池金属双极板研发、制造、销售及相关技术服务，现阶段公司产品主要应用于新能源汽车燃料电池领域，也可用于船舶、无人机、备用电源及氢储能等领域。目前公司还开发出第一代 PEM 电解槽用双极板，初步形成了 250kW 级电解槽双极板及其相关产品的研发制造能力，未来公司将进一步向水电解制氢领域拓展。

受益政策激励，氢能相关高新企业有望实现规模效益。从上述三家公司的招股说明书上看，除治臻股份 2021 年实现盈利外，其余公司均存在亏损情况，主要原因在于下游需求依然弱势、研发费用的大量投入以及政策补贴的延迟等。随着我国各层鼓励氢能发展的政策与规划目标落实，需求端进一步扩大，补贴力度进一步增强，预计未来我国氢能及燃料电池汽车产业出现一波投资及发展热潮，助力相关公司获得规模效益。

事件 2：国网新疆推出一系列新型电力系统领域示范性工程，进一步释放电力投资带动效应

6 月 30 日，国网新疆电力有限公司制定发布《贯彻落实国家电网公司扎实稳住经济一揽子政策措施的实施方案》（下称《方案》），提出将协同政府等社会多方力量共同推进建设一批新型电力系统领域

示范性工程。该方案内容涵盖保障电力供应、电网投资、服务能源转型、优化营商环境、稳定供应链产业链、助力中小企业纾困解难、保障民生稳岗就业等七方面 36 项落实举措。

在积极服务清洁能源发展方面主要包括推进构建新型电力系统、服务大型风光电基地建设、促进新能源并网消纳、加快抽水蓄能电站建设等 4 项举措。《方案》提出，要做好国家第一批荒漠化大型风光基地项目接入服务，助力打造新疆吐哈、准东、准北、环塔里木千万千瓦级新能源基地，服务双碳目标。其中国网新疆电力将协同政府、企业和社会多方力量共同推进建设一批“煤电+CCS”“电氢协同互动”等新型电力系统领域示范性工程。

随着《方案》的实施落地，上述示范性工程将有助于促进新疆地区的清洁能源发展，从而进一步释放本地区电力投资的带动效应，优化营商环境，服务自治区经济稳增长。

4.2.4. 投资建议

随着国内各地政策的密集出台，技术的突破与迭代成熟、用氢基础设施的完善，将显著降低终端用氢成本，从而降低下游应用推广难度。建议从氢能产业链重点环节进行投资布局：在产业链上游，可再生能源制氢、尤其是 PEM 制氢空间大，也是各地规划和企业发展的重点发展内容；在中游储运环节关注储氢瓶、长管运输环节；在下游应用层面关注具备核心技术能力的燃料电池电堆的以及零部件、关键材料环节。

5. 风险提示

1. 政策推行不及预期；2. 宏观经济下行超过预期；3. 市场需求不及预期。

感谢冯可汗、杜冰辉对本报告的贡献

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。