

行业研究

2023年2月19日

看好

维持

证券分析师

王璐  
A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com陈楚瑶  
A0230521110001  
chency@swsresearch.com

研究支持

朱赫  
A0230122060007  
zhuhe@swsresearch.com

联系人

王璐  
wanglu@swsresearch.com

# 全球气价持续回落，光伏上游价格企稳

## 天然气与海外新能源周报（20230213-20230219）

### 本周市场概况与观点

**天然气板块：温和气温抑制需求，全球气价再次下滑。**截至2月17日，美国 Henry Hub 现货价格为\$2.37/mBtu，环比跌幅1.46%；荷兰 TTF 现货价格为€55.30/MWh，环比跌幅7.37%。英国 NBP 现货价格为139 pence/therm，环比跌幅10.32%。东北亚 LNG 现货价格为\$17/mBtu，环比跌幅8.11%。截至2月16日，LNG 全国出厂价6471元/吨，环比涨幅0.03%。美国气温回升抑制商业及居民供暖需求，天然气现货及期货价格低位运行。欧洲供暖需求增加但库存充足，LNG 供给稳定及挪威管道气有所恢复，气价再度回落。亚洲国家天然气库存充足，东北亚 LNG 价格延续跌势。国内 LNG 方面，下游需求逐渐恢复，但考虑到天气利好因素短暂且自由港复工后进口 LNG 资源日渐充足，国产 LNG 价格有望下降。

**欧盟天然气价格上限正式启动。**2月15日，欧气价格上限正式生效，如 TTF 近月合约价格连续三个工作日超过€180/MWh（约\$57/mBtu），且高于 LNG 价格€35/MWh，则自动触发€180/MWh 的价格上限。今冬温暖天气极大助力欧盟短期天然气消费削减计划的实施，且由于目前欧洲天然气库存健康，截至2月16日，欧盟国家天然气库存量高于近五年均值47%，强劲供给及充足库存有效地平抑了今冬欧气价格波动。当前 TTF 近月合约价格低于€50/MWh，考虑到欧洲已经采取包括联合购气、拓展天然气进口渠道、持续提升 LNG 周转能力等措施，我们认为欧气价格短期仍将平稳运行。

**光伏板块：本周产业链上游价格企稳，终端装机需求尚未大幅启动。**本周单晶复投料成交价格落在235-245元/kg，主流厂商订单基本落地。电池片高位价格向下游传导不畅，由于近期产业链价格剧烈波动，终端电站仍在观望，需求仍未大幅启动。国家能源局公布2022年光伏发电建设运行情况：2022年全国光伏发电新增并网容量87.4GW，其中集中式光伏电站36.29GW、分布式光伏51.11GW（户用分布式25.26GW）。22年由于产业链价格高企，终端地面电站需求受到抑制导致延后。预计随着产业链价格逐步企稳，23年国内地面装机将迎来爆发，我们维持全年国内装机120GW，全球装机350GW判断不变。

### 投资分析意见

天然气：1) 我们认为2023年全球天然气中枢价格下降，利好国内城燃成本下降，叠加考虑2023年国内天然气销气回暖，全面看好港股城市燃气分销板块，推荐**昆仑能源、中国燃气、华润燃气、新奥能源**。2) 城燃企业向综合能源转型，发挥优质企业客户禀赋，推荐**港华智慧能源、新天绿色能源、深圳燃气**。3) 天然气进入消费旺季，全球 LNG 资源竞争持续，推荐 LNG 国际贸易企业，**九丰能源和新奥股份**。

光伏：1) 颗粒硅技术的强 alpha 逐步兑现、未来将独享其先进技术市占率快速提升带来的技术红利的颗粒硅龙头**协鑫科技 (03800.HK-买入)**；2) 成本管控优异、受益于户储装机高增的逆变器企业；3) 受益于2023年地面装机需求提升、盈利有望走出底部、行业格局稳定的光伏玻璃龙头**福莱特玻璃 (06865.HK-买入)**、**信义光能 (00968.HK-买入)**。

### 风险提示

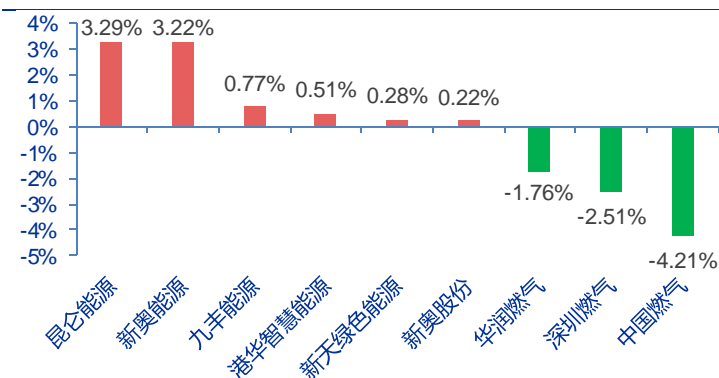
国际天然气供给不及预期；国际贸易政策影响；光伏终端装机需求不及预期。

## 1. 市场行情回顾

**本周表现：恒生中国企业指数下跌 1.89%。** 恒生工业指数本周下跌 3.16%，恒生公共事业指数本周下跌 1.42%。

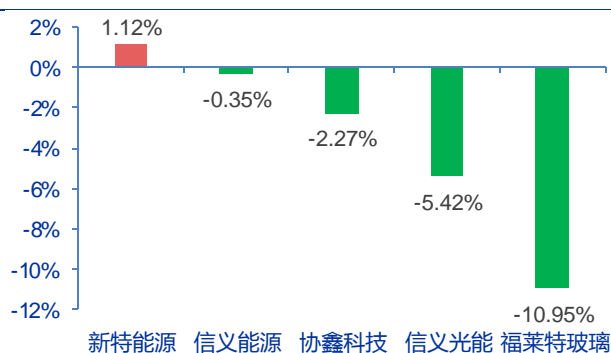
**本周港股天然气重点公司互有涨跌，光伏重点公司普跌。** 在重点覆盖的天然气公司中，本周涨幅前三的公司为昆仑能源 3.29%，新奥能源 3.22%，九丰能源 0.77%。在重点覆盖的光伏公司中，本周仅有新特能源录得涨幅 1.12%，跌幅较小的公司包括信义能源-0.35%，协鑫科技-2.27%。

图 1：天然气重点公司周度涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：光伏重点公司周度涨跌幅比较（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. 行业市场观点追踪

### 2.1 全球天然气行业价格变化及观点追踪

**供需宽松格局延续，全球气价回落。** 截至 2 月 17 日，美国 Henry Hub 现货价格为 \$2.28/mBtu，环比跌幅 9.51%；荷兰 TTF 现货价格为 €48.60/MWh，环比跌幅 12.12%。英国 NBP 现货价格为 120 pence/therm，环比跌幅 13.67%。东北亚 LNG 现货价格为 \$16/mBtu，环比跌幅 5.88%。截至 2 月 16 日，LNG 全国出厂价 6471 元/吨，环比涨幅 0.03%。美国气温回升抑制商业及居民供暖需求，天然气现货及期货价格低位下跌，期货价已跌至近 28 月低位。欧洲天气转暖，叠加供给稳定及库存充足，气价再度回落。亚洲国家天然气库存充足，交易清淡，东北亚 LNG 价格延续跌势。国内 LNG 方面，上游工厂生产陆续恢复但下游需求恢复未达预期，全国 LNG 出厂价格小幅下跌。

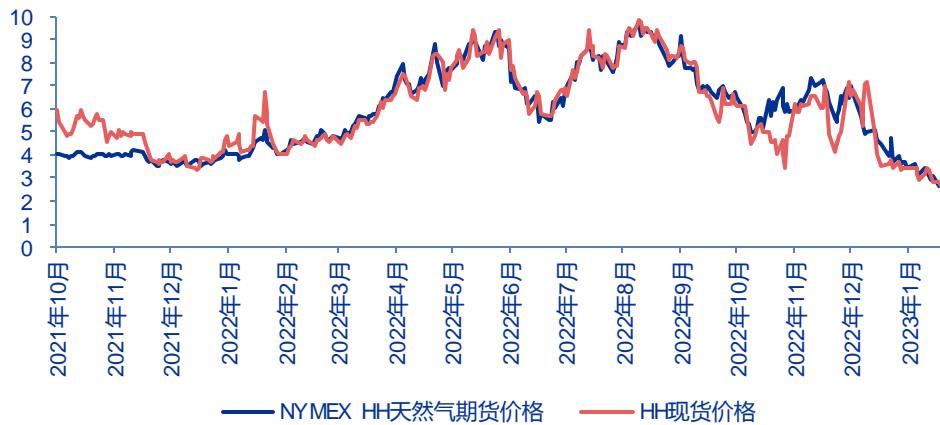
表 1：全球天然气期货与现货市场价格变动

价格类型	地区	价格类型	单位	本期 (2/17)	上期 (2/10)	周环比变动
国际期货市场价格	北美	NYMEX Henry Hub	美元/百万英热	2.28	2.51	-9.51%
	欧洲	ICE TTF	欧元/兆瓦时	49.05	53.95	-9.08%
	英国	ICE NBP	英镑/色姆	120.96	134.51	-10.07%
国际现货市场价格	北美	Henry Hub 现货	美元/百万英热	2.28	2.37	-3.72%
	欧洲	TTF 现货	欧元/兆瓦时	48.60	55.30	-12.12%
	英国	NBP 现货	英镑/色姆	120.00	139.00	-13.67%
	亚洲	东北亚 LNG 现货	美元/百万英热	16.00	17.00	-5.88%

资料来源：Refinitiv，申万宏源研究

**美国天然气价格低位下跌。**天然气供给强劲叠加气温前景将进一步回暖，导致市场持续供过于求。本周 Henry Hub 期货及现货价格进一步下跌，期货价已跌至 28 个月以来的低点。截至 2 月 17 日，NYMEX Henry Hub 主力合约价格为 \$2.28/mBtu，环比下跌 9.51%，Henry Hub 天然气现货价格为 \$2.28/mBtu，环比下跌 3.72%。此外，四月天然气期货较三月期货的溢价创历史新高，表明市场认为今冬基本不会出现寒冷天气带动气价上涨的情况。

图 3：NYMEX HH 天然气主力期货价格与 HH 天然气现价（单位：美元/百万英热）



资料来源：Refinitiv，申万宏源研究

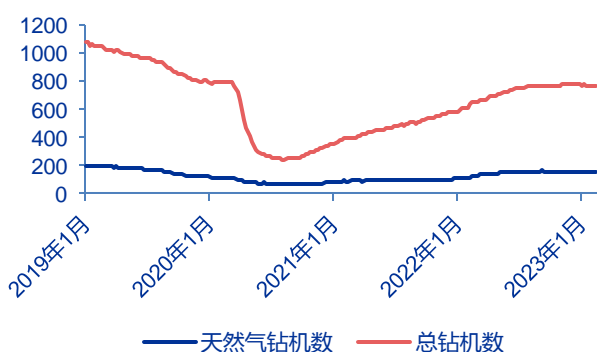
**温暖天气削弱供暖需求，自由港部分重启带动天然气出口预期增长。**本周美国活跃天然气钻机数量为 151 台，环比增加一台。本周美国天然气总供给环比增加 1.9% 而总需求环比下降 12.2%，主要系东部地区天气转暖导致居民及商业消费下降 22.4%。根据美国天然气库存报告显示，截至 2 月 10 日当周，美国天然气库存总量为 22660 亿立方英尺，较前一周减少 1000 亿立方英尺，温暖天气导致当周消费量大幅回落，目前美国天然气库存量较 2018-2022 年均值提升 9%。出口方面，自由港 LNG 重启在有条不紊的进行中，当前液化能力约恢复至全负荷状态下的 24%，市场预计自由港要至 3 月中旬或更晚才能达到满负荷运转状态。我们认为自由港重启将提升美气出口能力，带动气价触底反弹。

表 2：美国天然气本周供应量（2023/2/9-2023/2/15）（单位：十亿立方英尺/日）

	本周均值	上周均值	周环比变动
美国消费级天然气产量	113.0	110.9	1.89%
美国商品级天然气产量	100.6	98.8	1.82%
加拿大净进口量	4.2	5.5	-23.64%
液化天然气管道输送	0.1	0.2	-50.00%
周均供应量	105.0	104.4	0.57%

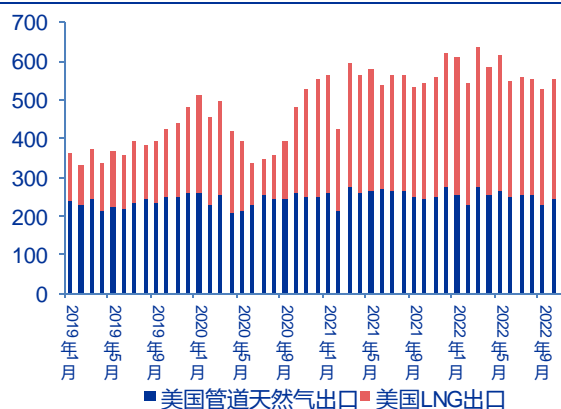
资料来源：EIA，申万宏源研究

图 4：美国活跃天然气钻机数（单位：个）



资料来源：Baker Hughes，申万宏源研究

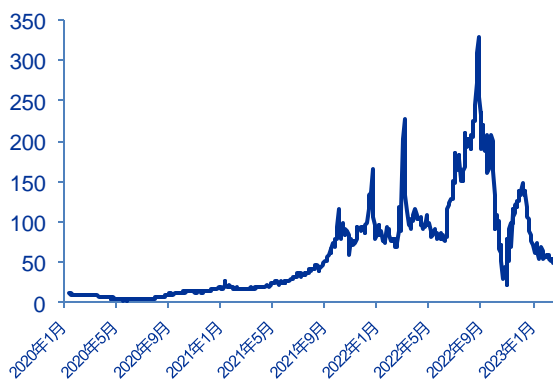
图 5：美国天然气出口情况（单位：百万立方英尺）



资料来源：EIA，申万宏源研究

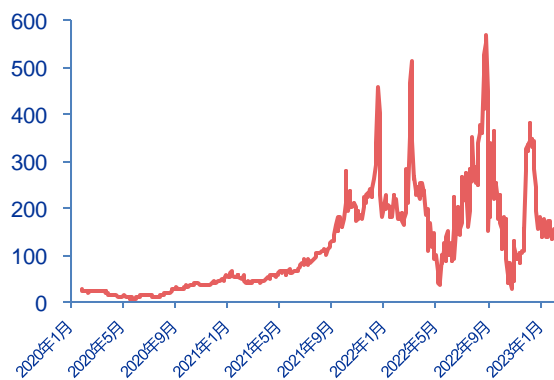
**欧洲天然气价格震荡下跌。**本周欧洲天气温和，由于当前天然气供给强劲且库存充足，欧洲气价在周内延续跌势。截至 2 月 17 日，ICE NBP 天然气主力期货合约价格环比下跌 10.07%，英国 NBP 天然气现货价格 120 pence/therm，环比下跌 13.67%；ICE TTF 天然气主力期货合约环比下跌 9.08%，荷兰 TTF 天然气现货价格 €48.60/MWh，环比下跌 12.12%。

图 6：荷兰 TTF 天然气现货价格（单位：欧元/兆瓦时）



资料来源：Refinitiv，申万宏源研究

图 7：英国 NBP 天然气现货价格（单位：便士/色姆）

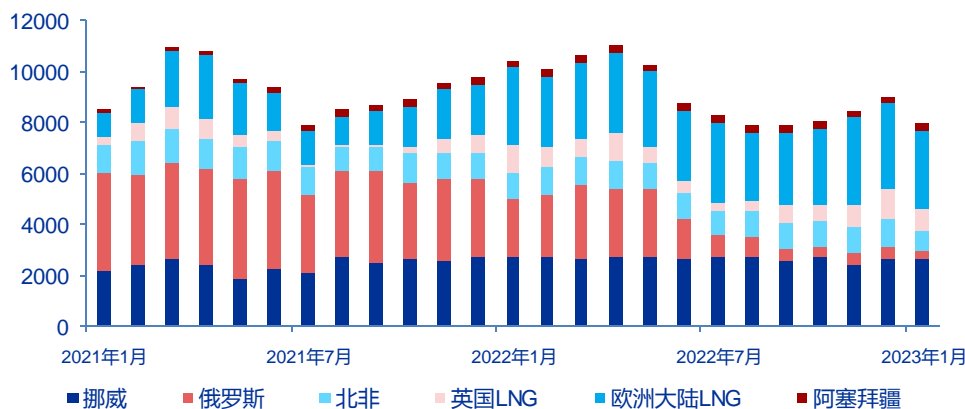


资料来源：Refinitiv，申万宏源研究

**欧盟天然气价格上限启动。**2 月 15 日，欧气价格上限正式生效，如 TTF 近月合约价格连续三个工作日超过 €/MWh（约 \$/mBtu），且高于 LNG 价格 €/MWh，则自动触

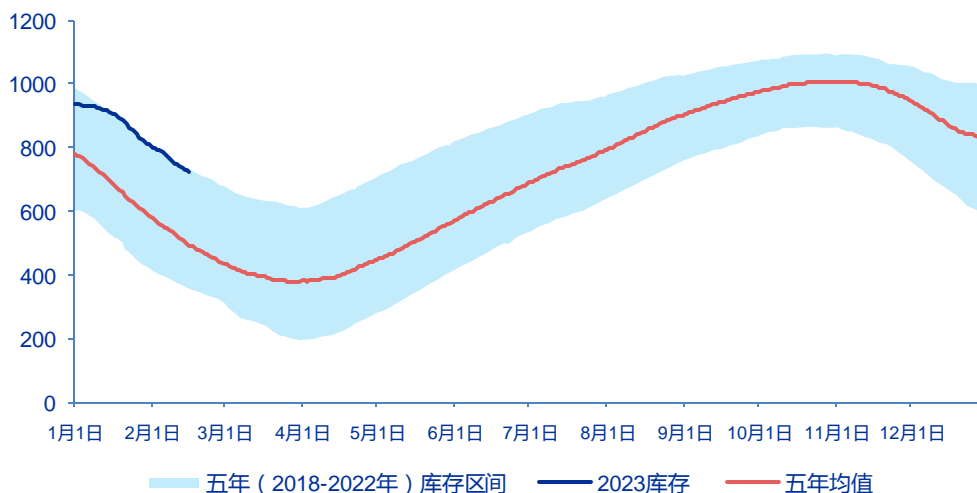
发€180/MWh 的价格上限。欧洲天然气供给格局在 2022 年四季度后基本完成重塑，英国及欧陆各国 LNG 已成为欧洲天然气主流供给形式，而俄气供应量则下滑至 5%。尽管天然气总供应量短期下滑，但今冬温暖天气极大助力欧盟短期天然气消费削减计划的实施，保障短期欧洲天然气供需平衡。目前欧洲天然气库存健康，截至 2 月 16 日，欧盟国家天然气库存量为 722.27 太瓦时，高于近五年均值 47%。强劲供给及充足库存有效地平抑了今冬欧气价格波动。当前 TTF 近月合约价格低于€50/MWh，考虑到欧洲已经采取包括联合购气、拓展天然气进口渠道、持续提升 LNG 周转能力等措施，我们认为欧气价格短期仍将平稳运行。

图 8：欧洲天然气进口结构（单位：吉瓦时/天）



资料来源：Refinitiv，申万宏源研究

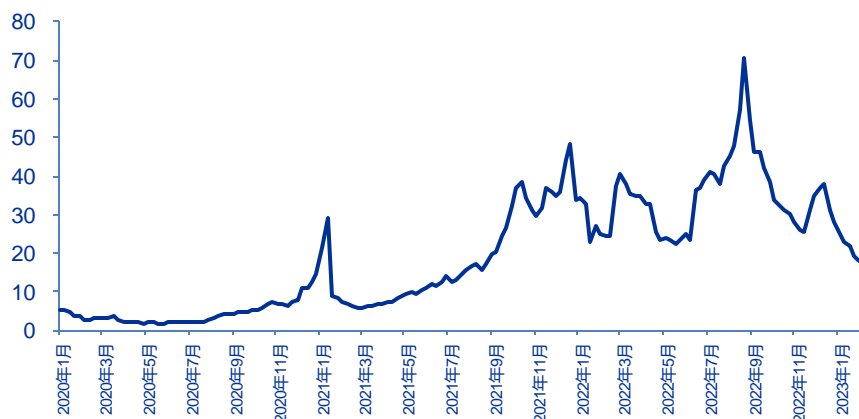
图 9：欧洲天然气库存情况（单位：太瓦时）



资料来源：GIE，申万宏源研究

**东北亚天然气价格延续跌势。**截至 2 月 17 日，东北亚 LNG 现货价格为 \$16/mBtu，环比下跌 5.88%，自去年 12 月中旬以来价格连续九周下降。春季即将到来，东北亚气温逐渐回暖，健康的库存将限制现货采购。目前欧洲气价与亚洲气价十分接近，如欧洲气价延续下滑且东北亚天气前景保持温和，东北亚 LNG 现货价格将维持低位运行趋势。

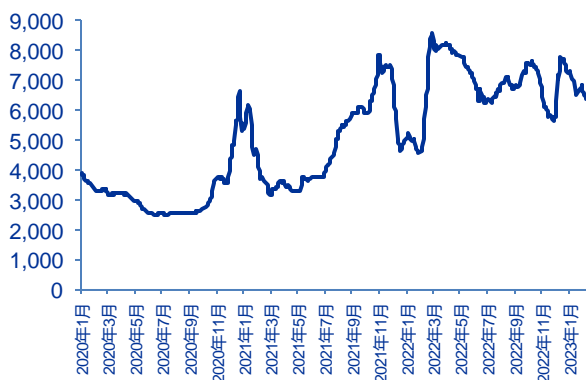
图 10：东北亚 LNG 现货平均到岸价格（单位：美元/百万英热）



资料来源：Refinitiv，申万宏源研究

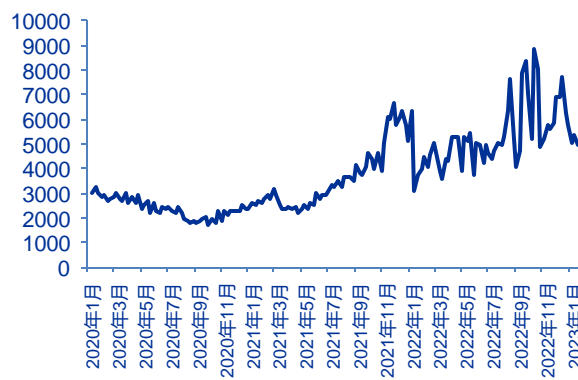
**LNG 全国出厂价本周环比基本持平。**截至 2 月 16 日，LNG 全国出厂价 6471 元/吨，环比上涨 0.03%。下游需求逐渐恢复，周内 LNG 全国出厂价小幅上涨。但考虑到天气利好因素短暂且自由港复工后进口 LNG 资源日渐充足，国产 LNG 价格有望下降。截至 2 月 12 日，LNG 综合进口价格为 5059 元/吨，近期波幅较小价格企稳，主要原因是目前我国天然气现货进口占比较低，而占进口体量绝大多数的长协部分定价挂钩的原油指数近半年来波动较小。

图 11：中国 LNG 出厂价格（单位：元/吨）



资料来源：SHPGX，申万宏源研究

图 12：中国 LNG 综合进口价格（单位：元/吨）



资料来源：SHPGX，申万宏源研究

## 2.2 光伏产业链需求及价格追踪

**本周产业链上游价格企稳，终端装机需求尚未大幅启动。**本周单晶复投料成交价落在 235-245 元/kg，主流厂商订单基本落地。电池片高位价格向下游传导不畅，由于近期产业链价格剧烈波动，终端电站仍在观望，需求仍未大幅启动。国家能源局公布 2022 年光伏发电建设运行情况：2022 年全国光伏发电新增并网容量 87.4GW，其中集中式光伏电站 36.29GW、分布式光伏 51.11GW（户用分布式 25.26GW）。22 年由于产业链价格高企，终端地面电站需求受到抑制导致延后。预计随着产业链价格逐步企稳，23 年国内地面装机将迎来爆发，我们维持全年国内装机 120GW，全球装机 350GW 判断不变。

**硅料：本周国内硅料价格企稳，主流厂商 2 月订单基本落地。**本周单晶复投料主流价格区间落在 235-245 元/kg。随着下游硅片环节复产提产，硅片厂商对硅料多为按需采购，本周硅料企业订单陆续落地。截至目前国内主流硅料厂商订单发货已排至 2 月中下旬。随着国内硅料厂商陆续出货，市场库存水平开始下降。然而，前期硅料库存的积累以及新产能的持续放量，导致目前国内硅料的库存水平处于较高位置。本轮硅料、硅片涨价传导到电池片、组件终端也出现压力。本月主流厂商长单基本落地，硅料成交价格难有太大波动。预计在下月新一轮价格谈判中，硅料、硅片厂商的博弈将加剧。

**硅片：本周国内大尺寸硅片成交价环比持平，硅片供给略显紧张。**本周国内大尺寸硅片价格持稳，单晶 M10/G12 150 $\mu$ m 厚度硅片价格维持在 6.22、8.2 元/片左右。本周五晚，硅片龙头隆基绿能公布最新硅片报价：150 $\mu$ m 厚度 M10 硅片上涨 0.85 元，最新报价 6.25 元；M6 硅片上涨 0.86 元，最新报价 5.40 元。节后国内主流硅片企业排产回升至七成以上，但在硅料价格大幅反弹的情况下，部分硅片企业排产较为谨慎。订单方面，由于拉棒、切片提产需要一定时间，面对下游电池片的需求时，硅片供给略显紧张。目前下游电池片高价出货已现压力，随着未来硅片产量进一步释放，部分电池片企业对硅片采购出现放缓迹象。

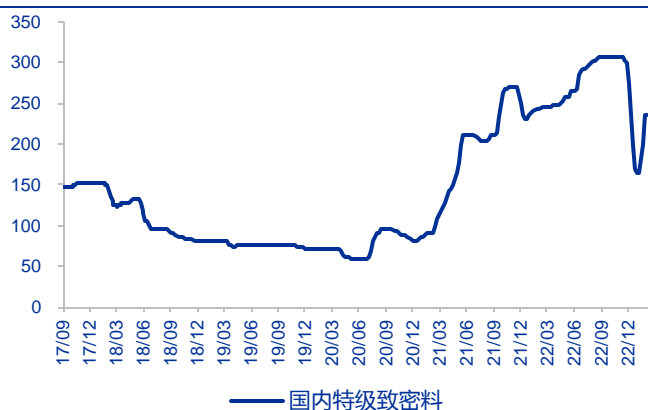
**电池：高位价格向下游传导不畅，本周电池片价格小幅下滑。**在上游原料成本上升的带动下，上周单晶大尺寸 M10/G12 电池价格大幅上涨至 1.15 元/W 左右，而反弹后的高位电池价格在向下游组件传导时压力开始显现。下游组件厂商对当前价格下的单晶电池片观望情绪渐浓，采购电池略显谨慎，市场上开始出现少量电池库存。价格方面，本周国内主流电池厂商的报价已下滑至 1.13 元/W 左右，实际成交价格也有一定让利。上周末开始部分贸易商以 1.07-1.08 元/W 的价格出售电池片。在上游涨价动能乏力、下游组件厂商对高价接受程度有限、采购积极性下降的情况下，单晶电池片的高价难以继续维持，降价几率增加。

**组件：一线大厂开工较为平稳，终端装机需求仍未大幅启动。**本轮上游原材料涨价带动国内组件价格上涨 0.02-0.05 元/W，本周国内一线厂商组件单面报价在 1.75-1.8 元/W 区间。开工方面，国内一线大厂开工整体较为平稳，部分二三线组件厂商由于上游原材料价格上涨、下游订单需求有限，实时排产出现下修。而近期光伏产业链价格剧烈波动导致终端电站谨慎观望，终端装机需求仍未大幅启动，新订单落地情况较为一般。

**光伏玻璃：本周国内光伏玻璃市场整体交投较前期稍有好转，库存增速放缓。**随着部分终端地面电站项目启动，加之分布式推进支撑，部分刚需补入。目前组件厂家成品库存稍降，虽开工情况低于预期，但随着生产推进，部分玻璃订单跟进。玻璃厂家周内成交情况好转，部分库存有小幅下降，但整体来看，库存仍呈现缓慢增加趋势。综合来看，需求方面，新增装机陆续推进，需求稳中缓慢向好。供应方面，在产产能偏高，1月份点火产线临近达产，供应量仍有增加。

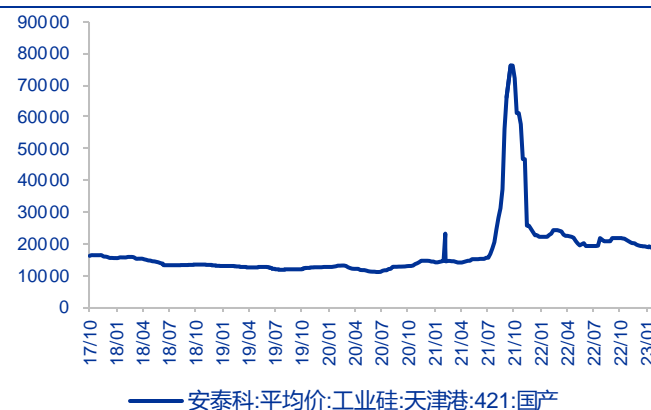
价格方面，周内主流报价稳定，实际成交价格稍低。截至 02/16，2.0mm 镀膜面板主流大单价格 19 元/平方米，环比持平，同比下滑 1.04%；3.2mm 原片主流订单价格 17.5 元/平方米，环比持平，同比涨幅 6.06%；3.2mm 镀膜主流大单报价 26 元/平方米，环比持平，同比涨幅 4.00%。部分成交存 0.5 元/平方米左右商谈空间。

图 13：本周硅料报价环比持平（单位：元/kg）



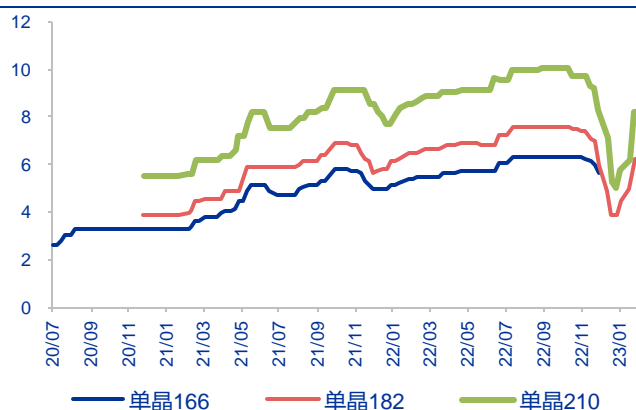
资料来源：Solarzoom，申万宏源研究

图 14：本周工业硅价格环比持平（单位：元/吨）



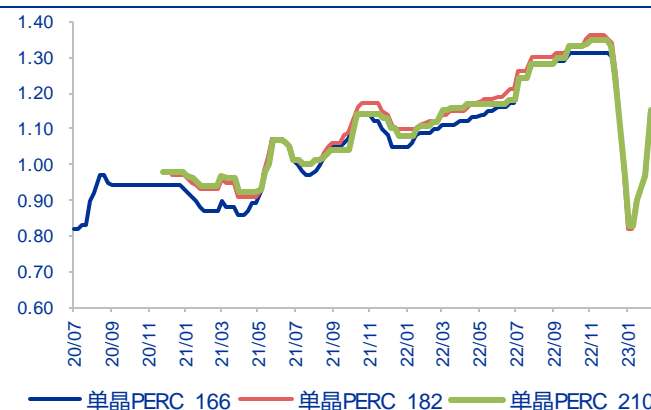
资料来源：安泰科，申万宏源研究

图 15：本周硅片成交价环比持平（单位：元/片）



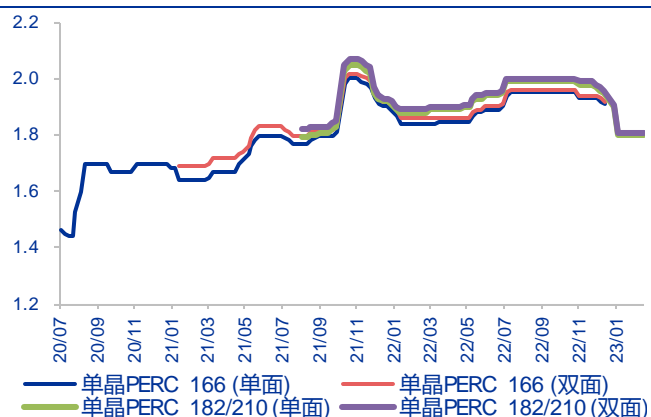
资料来源：Solarzoom，申万宏源研究

图 16：本周电池片价格小幅下滑（单位：元/片）



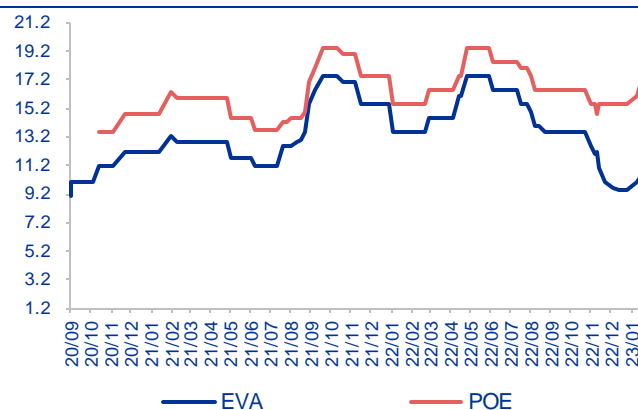
资料来源：Solarzoom，申万宏源研究

图 17：本周组件报价环比持平（单位：元/瓦）



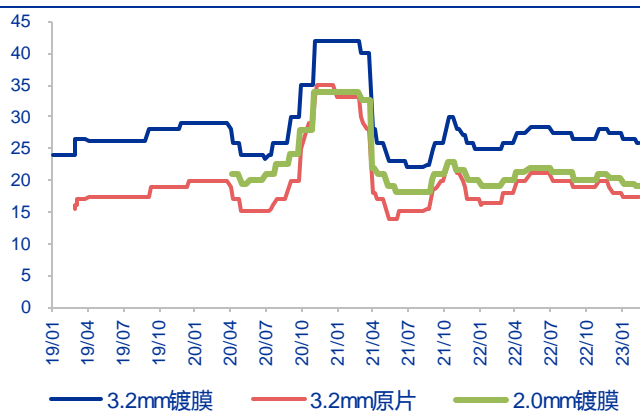
资料来源：Solarzoom，申万宏源研究

图 18：本周胶膜价格环比持平（单位：元/平方米）



资料来源：Solarzoom，申万宏源研究

图 19：本周光伏玻璃价格环比持平（单位：元/平方米）



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 20：本周纯碱价格环比持平（单位：元/吨）



资料来源：中国氯碱网，申万宏源研究

### 3. 行业新闻与重点公司动态

#### 3.1 天然气行业重点新闻

2月15日国家能源局综合司发布关于公开征求《天然气管网设施托运商准入与退出管理办法（征求意见稿）》意见的通知。《征求意见稿》指出，对符合准入条件的申请企业，管网运营企业通过审核后应当将其纳入托运商名单，并向名单内企业提供管网设施公平开放服务。托运商名单实行动态管理，按年度集中受理和更新调整，原则上不临时受理。

美国德州自由港 LNG 终端自去年 6 月火灾以来首次出口天然气。该工厂 2 月 12 日已经出口了第一批货物，这一活动表明，美国第二大液化天然气出口工厂可能将在未来几周开始大量输入天然气，以生产用于出口的 LNG。

2022 年俄罗斯天然气出口总量为 1844 亿立方米，同比下降 25.1%。液化天然气出口增长 7.9%，达 457 亿立方米，同时经“西伯利亚力量”管道对华出口天然气创新高，至 154 亿立方米。

**壳牌：2022 年欧洲国家 LNG 进口量同比增长 60%。**壳牌最新发布 2023《液化天然气 (LNG) 前景报告》显示，包括英国在内的欧洲国家在 2022 年进口了 1.21 亿吨液化天然气，较 2021 年增长 60%。在未来两年内，欧洲对 LNG 需求的增长将加剧与亚洲对有限新增供应的竞争，并可能在更长时期内主导全球 LNG 贸易。到 2040 年，全球液化天然气需求预计将达到每年 6.5 亿吨至 7 亿吨以上。

## 3.2 光伏行业重点新闻

欧盟已定于 3 月 14 日公布电力市场改革计划，同日还将提出《净零工业法案》(Net-Zero Industry Act) 和关于关键原材料的提案，这三项将成为欧盟对美国一揽子绿色补贴回应的一部分。

国家能源局公布 2022 年光伏发电建设运行情况：**2022 年全国光伏发电新增并网容量 87.4GW，其中集中式光伏电站 36.29GW、分布式光伏 51.11GW(户用分布式 25.26GW)。**截至 2022 年底，全国光伏发电累计并网容量 392.04GW，其中集中式光伏电站 234.42GW、分布式光伏 157.62GW。

最高人民法院召开新闻发布会，发布《最高人民法院关于完整准确全面贯彻新发展理念为积极稳妥推进碳达峰碳中和提供司法服务的意见》，推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。《意见》提出，**依法推进完善碳市场交易机制。**要依法明晰碳市场交易相关主体之间的权责，推动提高市场流动性、形成合理碳价，增强企业碳减排动力。审理碳排放配额等担保案件，要稳固碳市场业务创新的制度基础，助力碳交易产品发挥融资功能，稳定市场预期。《意见》提出，审理温室气体排放报告案件，要支持行政机关依法对部分企业虚构、捏造、瞒报、漏报温室气体排放数据行为进行行政处罚；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

国家发改委 16 日在《求是》杂志发表文章《努力推动经济实现质的有效提升和量的合理增长》指出，**推动经济社会发展绿色转型。**积极稳妥推进碳达峰碳中和，完善能源消耗总量和强度调控，重点控制化石能源消费，逐步转向碳排放总量和强度“双控”制度，推动能源清洁低碳高效利用，加快规划建设新型能源体系，**积极推动大型风电光伏基地和水电、核电建设。**

国家能源局市场监管司副司长赵学顺在发布会上表示，**全国燃煤发电机组市场平均交易价格达 0.449 元/千瓦时，较全国平均基准电价上浮约 18.3%。**

江苏省发展改革委发布江苏省 2023 年重大项目名单。其中光伏项目共计 9 个，分别为：**丹徒海优威光伏胶膜、淮安天合光能光伏电池及组件、泰州隆基 HPBC 光伏电池、协鑫光伏**

电池及硅材料、扬州中环半导体 TOPCon 光伏电池、无锡奥特维智能装备、苏州迈为异质结太阳能电池设备整线、扬州阿特斯光储全产业链、晶澳光电池及组件。

陕西省政府日前印发《陕西省碳达峰实施方案》，提出到 2025 年，全省非化石能源消费比重达 16%左右；到 2030 年，非化石能源消费比重达 20%左右，实现 2030 年前碳达峰目标。

近日，经国家光伏产业计量测试中心认证，广东脉络能源科技研发的钙钛矿室内光伏电池光电转换效率在 1000lux U30 光源照射下达到 44.72%，为当前世界最高值。

### 3.3 重点公司观点及动态

#### 3.3.1 重点推荐公司观点

**昆仑能源 (00135.HK-买入): 经营区域具有后发优势。** 昆仑能源是中国石油旗下唯一从事天然气终端销售和综合利用的平台企业，供气结构稳定，客源结构有显著优势。前三季度，子公司昆仑燃气净利润 34.89 亿元，同比增长 22%。2022 年上半年，毛差较高的工业销气量占公司零售气量的 64%。同时得益于母公司长协资源充足，在 2022 年上半年全国 LNG 进口量同比下降 21%的情况下，公司接收站负荷率不降反升。展望未来，公司优势经营区域如中西部地区将大幅受益于高耗能企业转移，而俄罗斯管道气将保障东部经营区的天然气供给。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 64.87、73.48、79.89 亿人民币，EPS 分别为 0.75 元、0.85 元、0.92 元。当前股价下对应 2022-2024 年 PE 分别为 8、7 和 6 倍，维持“买入”评级。

**九丰能源 (605090.SH-买入): 内陆气源竞争力持续提升。** 公司近期发布 2022 年业绩预告，预计全年归母净利润达 10.60 至 11.20 亿元。公司 LNG 产业链建设完善，已实现上游采购到下游销售一体化，并不断加强陆上资源开拓。展望未来，公司在完成对中国油气控股的重组后可获得三交区块煤层气长期生产许可，该项目开发潜力巨大，可开采储量 217 亿 m<sup>3</sup>。在海气背景高波动的背景下，公司陆上气源以及经营范围的不断开拓将持续提升公司经营稳定性与盈利能力。我们预测 2022-2024 年公司归母净利润为 11.82、14.86、16.64 亿元，EPS 为 1.89、2.38、2.66 元。当前股价下对应 2022-2024 年 PE 分别为 12、10 和 9 倍，维持“买入”评级。

**新天绿色能源 (00956.HK-买入): 主营业务稳定增长。** 公司是河北省最大的天然气分销商和风电运营商。风能领域，2022 年公司全年风电同比增长 4.17%，上半年风况不佳拖累但下半年运营情况转好。天然气领域，公司全年售气量增长 2.01%，其中零售气量同比增长 12.64%；全年代输气量大幅增长 76.61%。公司已与山海关政府签订框架协议，开发建设河北首个平价海风项目，同时曹妃甸 LNG 接收站将于近期投运。展望未来，河北建投近期批复同意公司于瑞交所发行 GDR，发行 GDR 所代表的新增 A 股股票规模不超过 3.35 亿股，充沛资金将保障公司储备项目的开发与工程建设，公司业务增长前景广阔。我们预测公司 2022-

2024 年归母净利润分别为 23.01、29.94、36.18 亿人民币，EPS 分别为 0.55 元、0.71 元、0.86 元。当前股价下对应 2022-2024 年 PE 分别为 6、5 和 4 倍，维持“买入”评级。

**协鑫科技 (03800.HK-买入)**: 公司前三季度未经审计光伏材料板块利润约 127 亿人民币，超市场预期。3Q22 公司颗粒硅与棒状硅毛利差距达 54 元/公斤。随着未来缺电、限电、电价上涨成为常态，FBR 技术低电耗优势将越来越明显。公司 22-24 年的颗粒硅名义产能将达 22 万吨、36 万吨和 50 万吨。预计 22-24 年颗粒硅的市占率(实际出货量口径)将达 5.6%、12.8%和 20.6%。于 2022/08/30，公司宣布以实物分派方式派发协鑫新能源股份作为中期特别股息。实物股息分派完成后，公司对协鑫新能源持股比例将下降至 7.44%，协鑫新能源不再是其附属公司并将出表，公司资产负债表将大幅改善。预测公司 22 年 EPS 为 0.65 元(同比+240.6%)，23 年 EPS 为 0.74 元(同比+14.1%)，24 年 EPS 为 0.67 元(同比-8.9%)。公司基本面强劲，颗粒硅技术红利明显，市场对未来硅料降价的负 beta 认知充分，但对颗粒硅技术的强 alpha 认知不足。当前股价对应 23 年 PE 为 2.9 倍，严重低估，维持“买入”评级。

### 3.3.2 重点公司公告及动态

表 3：重点公司公告

日期	公司	重点公告
2023 年 2 月 19 日	协鑫科技 (03800.HK)	预计 2022 年归母净利润不低于人民币 155 亿元，同比增速不低于 204%。归母净利润显著增长主要受益于全球光伏行业持续维持高景气度，多晶硅产品供不应求，量价齐升，颗粒硅盈利优势凸显。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4. 重点公司估值情况

表 3：重点公司盈利预测与估值

板块	代码	简称	货币	收盘价 (元)	总市值	本周涨跌幅	归母净利润 (亿元)		EPS		PE	
				2023/2/17	(亿元)		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
天然气	605090.SH	九丰能源	人民币	23.51	147.0	0.77%	11.8	14.9	1.89	2.38	12.4	9.9
	00956.HK	新天绿色能源	人民币	3.19	133.4	0.28%	23.0	29.9	0.55	0.72	5.8	4.5
	601139.SH	深圳燃气	人民币	6.99	201.1	-2.51%	13.9	17.0	0.48	0.59	14.5	11.8
	00384.HK	中国燃气	港币	11.84	644.1	-4.21%	113.2	124.1	2.08	2.28	5.7	5.2
	011193.HK	华润燃气	港币	33.50	775.2	-1.76%	72.6	79.2	3.14	3.42	10.7	9.8
	600803.SH	新奥股份	人民币	18.35	152.4	0.22%	49.1	56.9	1.58	1.83	11.6	10.0
	02688.HK	新奥能源	人民币	103.82	1174.3	3.22%	83.6	98.4	7.39	8.70	14.1	11.9
	01083.HK	港华智慧能源	港币	3.94	128.4	0.51%	11.1	14.2	0.34	0.44	11.6	9.0
	00135.HK	昆仑能源	人民币	5.78	499.9	-0.35%	64.9	73.5	0.75	0.85	7.7	6.8
光伏	03868.HK	信义能源	港币	2.82	209.8	3.29%	13.4	15.6	0.18	0.21	15.6	13.5
	00968.HK	信义光能	港币	9.08	807.9	-5.42%	49.3	77.8	0.55	0.87	16.4	10.4

06865.HK	福莱特玻璃	人民币	18.51	397.5	-10.95%	24.5	40.3	1.14	1.88	16.2	9.9
03800.HK	协鑫科技	人民币	1.88	509.6	-2.27%	173.2	193.6	0.64	0.71	2.9	2.6
01799.HK	新特能源	人民币	14.27	204.0	1.12%	66.0	67.4	4.62	4.71	3.1	3.0

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：新天绿色能源、新奥能源、昆仑能源、福莱特玻璃、协鑫科技、新特能源股价及总市值根据收盘日港元兑人民币汇率进行折算

## 5. 风险提示

国际天然气供给不及预期；国际贸易政策影响；终端装机需求不及预期。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。