

2024年09月13日

水泥钢铁电解铝纳入碳市场 考核范围大幅扩容

——生态环境部全国碳市场扩容文件点评

看好 (维持)

证券分析师

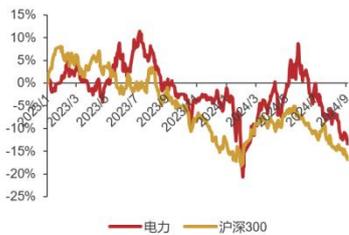
查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩
S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

邓思平
S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

板块表现:



投资要点:

- **事件:** 生态环境部 9 月 9 日对外公布《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》（以下简称《方案》），向社会公开征求意见。
- **碳市场首次正式扩容，纳入水泥钢铁电解铝。**我国全国性碳市场于 2021 年 7 月上线交易，最终覆盖发电、石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸和国内民用航空等八大行业，但是启动初期仅纳入了发电行业，目前已经顺利完成两个履约周期（2019-2020 年度，2021-2022 年度）。2024 年 7 月，生态环境部部长黄润秋在中国碳市场大会上表示，碳市场运行总体平稳有序，将加快推进全国碳市场各项建设工作，稳步扩大行业覆盖范围，尽快将钢铁、水泥、铝冶炼等重点排放行业纳入全国碳排放权交易市场。此次征求意见稿明确将钢铁、水泥、电解铝纳入全国碳排放权交易市场覆盖范围，标志着碳市场正式扩容。
- **按照循序渐进原则，预计初期以框架性摸索为主。**根据政策文件，碳市场扩容分为启动实施阶段和深化完善阶段，对于启动实施阶段（2024-2026 年），**以夯实碳排放管理基础、推动企业熟悉市场规则为主要目标**，培育市场主体，完善市场监管，提升各类主体参与能力和管理水平。2024 年作为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025 年底前完成首次履约工作。**采用碳排放强度控制的思路实施配额免费分配**，企业所获得的配额数量与产品产量（产出）挂钩，**不设置配额总量上限，将企业配额盈缺率控制在较小范围内**。由此可以理解，碳市场初期对钢铁、水泥、电解铝，更多是让管控企业熟悉市场规则。同时，文件强调采用碳排放强度控制的思路，而非总量控制，因此短期内对企业减碳的约束力度有限。对深化完善阶段（2027 年之后），文件提出要求政策法规体系更加完善，监督管理机制更加健全，各方参与市场能力全面提升；碳排放数据质量全面改善，数据准确性、完整性全面加强；配额分配方法更为科学精准，建立预期明确、公开透明的配额逐步适度收紧机制。
- **从文本可以看出，我国当前碳市场更倾向于“碳排放强度”控制，而非“碳排放总量”控制，更利好效率较高的火电机组。**早在 2024 年 7 月 2 日，生态环境部发布关于公开征求《2023、2024 年度全国碳排放权交易发电行业配额总量和分配方案（征求意见稿）》，实施范围为 2023、2024 年度全国碳排放权市场发电行业配额管理的重点排放单位。该文件提出 2023、2024 年度发电、供热基准值是在 2023 年度平衡值的基础上，综合考虑经济社会发展、产业结构调整、行业发展阶段、排放强度变化、市场调节需要等因素，结合各类鼓励导向以及近四年纳入全国碳排放权交易市场火电机组的碳排放强度年度变化率，按照行业总体盈亏平衡、略有缺口的原则综合确定。可以看出，7 月发电行业的碳排放权管理思路与此次文件精神高度一致，配额方案采用“基于强度的配额分配思路”，不要求企业排放量的绝对值降低，而是聚焦于单位产品的碳排放强度。从原理上看，碳排放总量控制更利好非化石能源（主要是新能源），有助于驱动全社会用电需求向非化石能源转型。但是碳排放强度控制更利好效率高、度电排放低的煤电机组，对新能源的利好相对间接（通过提高煤电机组整体成本实现）。
- **但是整体来看，我们认为此次文件仍然是碳市场建设的重要一步，期待绿电环境价值的进一步释放。**从估值的角度看，我们认为绿电估值回落的根本原因是未来收益率的不确定性导致股权风险溢价扩张，必要收益率增加。IRR 与必要收益率的差值收缩幅度，显著大于 IRR 自身的变化。因此，我们认为未来绿电估值修复的动力，或许不在 IRR 绝对值的提升，而是在多重政策落地下，IRR 的确定性增强，降低风险溢价。7 月以来我国关于碳市场、可再生能源消纳责任权重、绿电绿证交易等政策密集出台，有望改变绿电的风险偏好，未来看点包括广西等地政府授权差价合约落实情况、内蒙古等省份高耗能企业强制消纳绿证政策落地节奏以及全国碳市场进展等。重点推荐港股低估值**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、中国电力**，建议关注**新天绿色能源**。重点推荐 A 股新能源运营商**三峡能源**，建议关注**金开新能、新天绿能、嘉泽新能**。
- **风险提示:** 碳市场建设进度低于预期，绿电装机扩张导致利用小时数下滑。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

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，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

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。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数