



## “高景气”新能源赛道缘何年后大幅波动？

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2022年1月13日

分析师：陈雳

执业证书：S11000517060001

联系方式：chenli@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

### ❖ 事件

自国家明确提出“双碳”目标以来，电力与新能源板块长期受到市场热捧，整体市值在过去一年有较大幅度的上涨。然而随着2022新的一年到来，近5个交易日里，新能源板块出现了一定的回撤，市场观点也随着新能源板块的高估值产生了分化。对于近期新能源板块的波动，我们进行如下点评。

### ❖ 点评

#### 1. 新年伊始，资金持仓风格变化。

新一轮投资年度里，随着内外市场变化，资金对2022年预期有所调整。主要是外部货币政策逐渐转向鹰派，而内部货币政策预期不变。资金持仓风格由过去一年里的高增长板块向防御属性较强的低估值板块倾斜。新的一年国家经济稳增长信号加速了资金向传统基建领域流动的趋势。与此同时部分资金选择在这个时间段选择兑现收益，多重叠加下形成了这一轮的下跌。

#### 2. 估值走高，资金重新布局。

新能源无疑是去年一年中最亮眼的板块，随着股价推升，新能源板块的估值也水涨船高。国证新能源指数显示，自2020年12月31日至2021年12月31日，该指数总体PE-TTM从43.14升至58.70，在2021年全年上涨了36.07%，而全年该指数涨幅为38.93%，这意味着2021年该指数成分股总体盈利能力相较于前年并没有明显改善，股价上涨基本上是由推高估值导致。相较之下，同为热门板块的半导体、白酒则有完全不同的表现，去年半导体指数PE-TTM水平全年下降26.84%，而指数上涨35.93%，在一年的时间内有效地消化了此前的高估值。而白酒板块，在整体指数上涨13.01%的情况下，PE-TTM水平去年一整年也下降了18.64%，部分消化了白酒板块连续数年的强势涨幅。盈利能力增长乏力，单由估值调整推高股价是存在“天花板”的，新的一年市场对新能源板块盈利是否能够消化其估值产生观望。

#### 3. 新能源原材料价格高企，挤压下游利润空间。

尽管新能源领域机会良多，但上下游产业链间博弈也日益激烈，单晶硅和磷酸铁锂分别是光伏发电和锂电池新能源两大领域的代表性原材料。两者在2021年价格均大幅上涨，分别上涨100%和227.27%。尤其是磷酸铁锂在2021年底迎来新一轮涨幅。锂电原材料受限于矿产资源和产能限制，无法短时间内大幅提高供给。而硅虽然在地壳中含量丰富高达25%，但均以氧化物形式出现，单晶硅的制备本身就是高耗能产业，受到能耗双控政策监管。因此两者的供需关系在未来一定时间仍处于偏紧的状态，原材料的持续走高也挤压了中下游厂商的利润。

#### 4. 国补退坡，新能源车企盈利承压。

此轮新能源板块回调的直接导火索无疑是年初财政部等四部委发布的《财政部工业和信息化部科技部发展改革委关于2022年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》(下称《通知》)。根据《通知》2022年新能源车补贴较2021年退坡30%，且2022年底后补贴政策将终止。补贴退坡将对车企净利润直接产生负面影响，部分车企为应对影响已对旗下产品进行提价。提价则部分削减了新能源车在替代燃油车进程中的竞争力。而新能源车企的未来软件服务等业务高度依赖平台数量，一旦放量受阻，未来展开这部分业务产生不利影响。考虑到各大新能源车企仍有大量积压的在手订单可以享受去年国补待遇，短期内国补退坡对车企影响有限，但随着这一进程持续下去，尤其是明年开始补贴彻底取消，新能源车企势必要对营销、生产等策略作出调整，以适应自负盈亏的市场化竞争。

#### 5. 赛道分化，市场优中选优。

我们认为新能源仍是优质的赛道，只是随着板块整体市值推高，赛道逐步出现分化。需要我们去鉴别优质企业。过去一年的时间里，新能源板块的公司可谓炙手可热，但高增长的预期下，最终仍要回到市场竞争格局和自身能力上的判断上。一些细分赛道仍然有望继续享受红利，而另一些领域则面临盈利增长难以跟上困境。在新的一年里伊始市场资金重新进行布局的过程中，市场势必对整体新能源板块进行重新审视，优中选优。

优质赛道中，我们看好的是锂、钴、镍、电解铝等板块企业。正如前文所述，产业最下游的车企面临国补退坡的盈利压力，而中游的电池电解液厂商则直接面对高企的原材料成本。作为产业的最上游，锂、钴、镍等新能源相关金属矿产拥有自身矿产，企业没有原材料的压力，而电解铝企业原材料铝矿丰富且低廉。这些企业直接受益于新能源板块原材料的价格上涨。其中金属矿产平均开发周期约为17年，即便现如今加大投入，也只能从现有勘探资源中尝试扩充产能。而开发过程中，往往受到矿产资源当地法律限制，在权证办理、矿产基础设施建设等方面的开发投入时间较长，短期内产能扩张仍然有限，难以跟上快速增长的下游需求。而电解铝作为高耗能企业受到“能耗双控”政策监管，产能缺乏提升空间。考虑到特斯拉等车企使用铝作为整车结构件材料，需求端增长强劲。这些企业有望在供需偏紧的市场格局中获得持续的高价订单，获取超额利润。

据媒体报道，近期马斯克首次在美国境内与Talon Metals签署镍供应协议。近一年时间以来，特斯拉已数次增加镍供应商，此前特斯拉分别与必和必拓、巴西淡水河谷、新喀里多尼亚戈罗、Prony Resources签署镍供应协议。考虑到镍在未来固态电池技术路径下的地位，特斯拉近期举动可谓是未雨绸缪，力求在原材料价格高企的趋势中尽量减少自身成本压力。国内市场上近几年也有上市公司近几年积极布局矿产，这其中既包括赣锋锂业这些上游矿企，也有宁德时代这些中游电池、电解液公司，甚至也有长城汽车之类的终端车企。整条产业链纷纷出手购置上游矿产凸显了矿产本身的稀缺属性。



### ❖ 核心观点

随着中美欧三大乘用车市场新能源汽车产销快速放量并逐步取代传统燃油车，锂、钴、镍、电解铝等新能源基本金属供给缺口将进一步扩大。上游原材料的供应相当程度上决定了下游厂商的产能上限，从而对电池、电车企业市占率格局施加影响。在全产业链争抢矿产资源的格局下，2022年将会是新能源原材料行业的一个重要投资年份。需求的上涨以及大宗商品价格上扬，或将为该板块持续带来量价齐升的行业机会，从而对资本市场资金产生更强的吸引力。新能源短期的回调波动并不影响该领域的长期发展趋势，反而敦促投资者仔细遴选其中的优质赛道。我们认为，新能源领域相关的金属矿产板块将是2022年投资的重要看点。

### ❖ 风险提示

海外矿产投资环境变化、新增产能投放超预期、下游需求不及预期等。

## 相关报告

- 【川财研究】能源材料行业跟踪 (20211129)
- 【川财研究】能源材料行业跟踪 (20211125)
- 【川财研究】能源材料行业跟踪 (20211124)
- 【川财研究】能源材料行业跟踪 (20211123)
- 【川财研究】能源材料行业跟踪 (20211122)
- 【川财研究】能源材料行业跟踪 (20211118)
- 【川财研究】能源材料行业跟踪 (20211117)

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



## 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、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明