仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业动态

美国多年对华新能源持续施压，但股价核心矛盾仍是行业需求、盈利能力等经济指标

电网设备

核心观点

过去几年来，美国多届政府持续推动限制中国新能源制造业的政策出台，其意图是压缩中国企业在美利润空间、推动制造业回流。但就实际效果而言，光伏限制政策相当成功的将绝大多数中国企业挡在国门之外，推动 First Solar 成为全球第一大市值的光伏公司，而动力电池方面，2024 至今宁德时代股价呈现的上升趋势并未因美国的限制而受到改变，失去美国市场并非世界末日，以上可为后续板块发展之借鉴。

摘要

美国对华新能源限制呈分阶段、补漏洞式的政策演进，其核心意图始终是**压缩中国企业在美获取超额利润的空间，推动制造环节回流美国**。但是，**最终落地效果仍然由商业逻辑而非政治逻辑决定**——若美国有较强的发展这一领域需求且中国供给无可取代，那么实际政策落地效果可能并不会如市场预期，必然出现过渡期、豁免或合规路径。而当本土或盟友供给越充分，限制就越快、越严。

光伏领域而言，因为本土及第三方替代在逐步形成，政策得以逐级加码，对美出口空间持续收窄。**电动车领域**虽因美国市场需求刚性偏弱且中国动力电池公司也因补贴政策基本被排除在供应链之外，但宁德全球市占率高，自身盈利韧性较强，叠加全球动力储能电池蓬勃发展，因此政策冲击集中于短期估值波动，股价定价仍由全球出货与单位盈利主导**。**

在特朗普发布限制储能的总统令之后，目前市场高度关注中国供应链美国储能市场的生存问题。**当下阳光电源和中国储能供应链在美国受到持续打击，后续发展路径会是 2024 年的光伏还是宁德时代？**

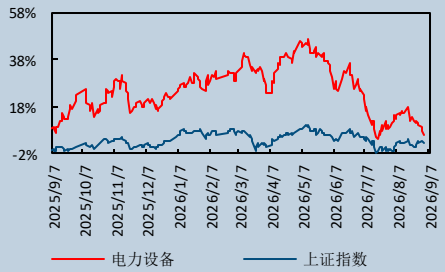
参考光伏及宁德时代的对比，美国市场虽然重要，但并非全部，即便失去也非世界末日。储能板块长期股价的决定因素，仍然回归全球出货、储能单位盈利、ROE 和现金流，这是后续需要重点关注的方向。

维持 强于大市

朱玥
zhuyue@csc.com.cn
010-56135232
SAC 编号:S1440521100008
SFC 编号:BTM546
张芷菡
zhangzhihan@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526050003

发布日期： 2026 年 09 月 07 日

市场表现



相关研究报告

23.08.01	【中信建投电力设备】电网设备:【中信建投电新】电力设备 7 月月报：一次设备量利齐升，海外市场需求旺盛（更新）
23.07.20	【中信建投电力设备】电网设备:关于新型电力系统的思考与投资方向
22.05.05	【中信建投高端制造】:价格传导能力就是核心竞争力——新能源中游制造业 Q1 总结及展望（更新）
22.05.04	【中信建投高端制造】:价格传导能力就是核心竞争力——新能源中游制造业 Q1 总结及展望

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

核心观点 1
美国对华限制政策全景梳理 1
1.1 美国对华限制政策全景：政策稳定性不足，“打补丁式”缩圈驱逐 1
以光伏、锂电为例，看两类产业在制裁下的不同走向 2
2.1 光伏：本土与第三方替代逐步形成，对美出口空间持续收窄 2
2.2 宁德时代：在美被明显限制，但凭借全球竞争力走出上升趋势 4
2.3 阳光电源：全球化能力亦强，关键看盈利能力能否实现反转 7
美对华制裁的边界，受自身需求刚性和本土替代方案共同约束 10
3.1 政治延续性弱：两党方向一致，但执行节奏有别 10
3.2 本土供给能力不足进一步约束政策强度 10
风险分析 11

仅供内部参考，请勿外传

美国对华限制政策全景梳理

1.1 美国对华限制政策全景：政策稳定性不足，“打补丁式”缩圈驱逐

2012 年至今，美国对华新能源产业限制从关税起步，逐步扩展至补贴资格、实体约束与设备准入。从对华光伏双反、301 关税、UFLPA，到 IRA、OBBBA（Public Law 119-21），再到 2026 年 FCC Covered List 更新与第 14420 号行政令，政策链条是一步一步收紧的。需要说明的是，FCC 措施针对符合定义的外国产并网互动型逆变器的新设备授权；第 14420 号行政令则针对与 Covered Foreign Entity 相关且经 DOE 认定构成风险的 BPS 设备交易，并非对所有外国产设备无条件全面禁入。

图表1：美国对中国新能源制造业限制政策逐渐严苛：从关税到实体限制，从单一环节到全产业链。

时间	法案/措施	限制
2012 年 11 月	光伏组件双反调查	对中国进口光伏组件加征反倾销税 18.32%-249.96%，反补贴税 14.078%-15.97%
2018-2019 年	中美贸易战	对中国进口光伏电池/组件/锂电池加征 201/301 关税 7.5%-30%
2021 年 12 月	《维吾尔强迫劳动预防法》（UFLPA）	中国发往美国的含新疆成分的硅料、汽零被美国海关扣押
2022 年 3 月	东南亚四国光伏组件/电池反规避调查	对东南亚四国进口光伏组件/电池加征反补贴税 14.64%-3403.96%，反倾销税 0%-271.28%
2022 年 8 月	IRA 通胀削减法案	对动力电池和矿物要求本土化比例和外国实体限制
2025 年 4 月	对等关税及后续调整	对中国所有进口产品加征 34%对等关税（10%确定，24%在谈）
2025 年 6 月	One Big Beautiful Bill Act（OBBBA）	对光伏/风电/电池要求非中国比例和外国实体限制
2026 年 7-8 月	FCC 更新 Covered List	除三条豁免路径，限制符合定义的外国产并网互动型逆变器取得新增设备授权。
2026 年 8 月	第 14420 号行政令	对受禁国外实体相关且经 DOE 风险认定的 BPS 设备交易实施限制

资料来源：Public Law 117-169、Public Law 119-21、White House、FCC、DHS、USTR，中信建投

从上述政策全景梳理可以看到，美对华限制的底层核心意图是降低对中国新能源供应链依赖、推动本土制造回流。但美国清洁能源需求增长与本土及盟友供给能力不足之间的缺口始终存在，因此政策执行呈现分阶段、补漏洞式演进。落地强度并非线性趋严，始终受到两项商业条件约束：该领域是否存在短期内无法延后的大规模刚性需求；美国本土是否已形成成本可行、产能充足的替代供给。

①当两项条件同时满足，政策具备持续加码的空间：美方通过关税、反规避调查、补贴资格排除及销售禁令等工具，依次封堵中国企业的产能转移路径，实现逐级挤压式驱逐。**②当需求刚性偏弱而替代尚在培育时，落地节奏受制于市场增量：**政策更多体现为补贴资格限制与实体审查。**③当需求刚性显著强于替代能力时，政策虽意图明确，则以“严表态、缓落地”为本土供应链留出培育时间、推动制造业回流：**如实际执行中收缩范围、设置豁免路径等。

以下选取光伏、锂电与储能三个环节，逐一验证上述逻辑。

仅供内部参考，请勿外传

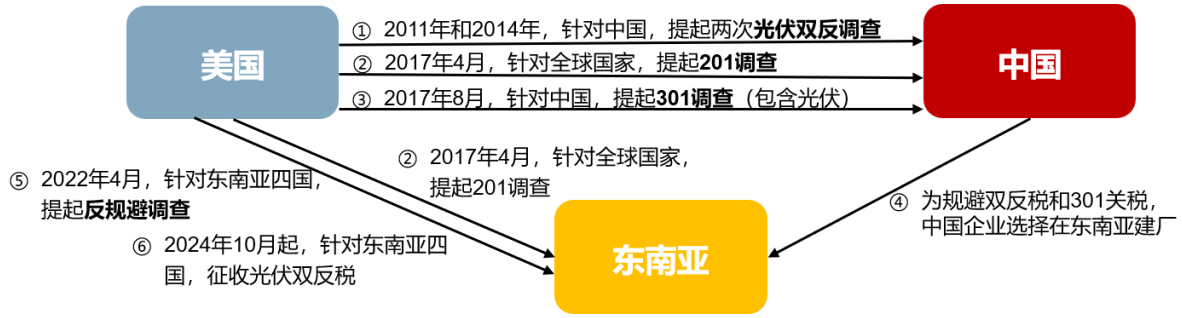
以光伏、锂电为例，看两类产业在制裁下的不同走向

2.1 光伏：本土与第三方替代逐步形成，对美出口空间持续收窄

中国光伏产能的迁移路径，清晰呈现一条“五段式驱赶”链条：因为美国本土组件产能在提升，韩国、印度等替代来源也在形成，政策有条件逐步覆盖此前的产能转移路径，中国企业的腾挪空间阶段性收窄，“打补丁”特征明显。

（1）中国→东南亚“四国”：2012 年对华光伏双反、2018 年 301 关税相继落地后，中国本土组件对美综合税率突破 50%，中国产能对美直接出口通道被实质切断。企业被迫将电池片、组件产能转移至马来西亚、泰国、越南、柬埔寨等东南亚国家。

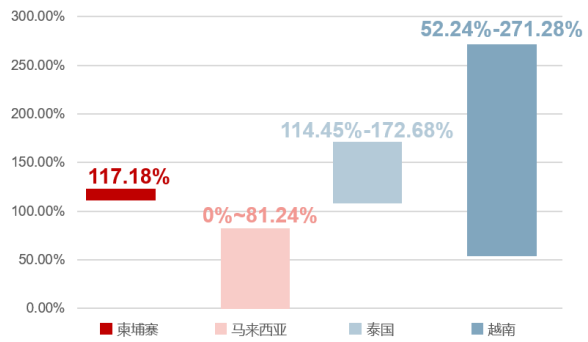
图表2：2012 年以来美国持续加码对华光伏贸易限制



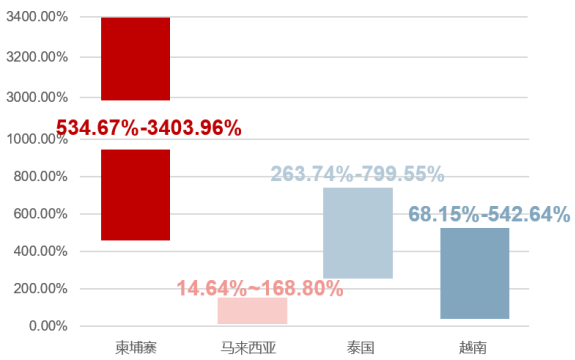
资料来源：USTR、U.S. Department of Commerce，中信建投

（2）东南亚“四国”→印尼/老挝：2022 年 3 月，美国商务部对东南亚四国启动反规避调查，认定使用中国硅片在东南亚加工制成的电池组件仍属“中国制造”，应纳入对华双反税征收范围。2025 年 4 月 21 日，美国商务部公布了针对东南亚四国的反补贴、反倾销调查最终裁定税率，不同企业税率差异显著。2025 年 6 月 16 日起，美国海关和边境保护局开始对东南亚四国的组件、电池收取反倾销反补贴关税。四国通道被封后，产能向印尼、老挝二次转移。

图表3：东南亚四国光伏反补贴税率分化显著，为 14.64%-3403.96%



图表4：东南亚四国光伏反倾销税率分化显著，为 0%-271.28%



资料来源：U.S. Department of Commerce，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

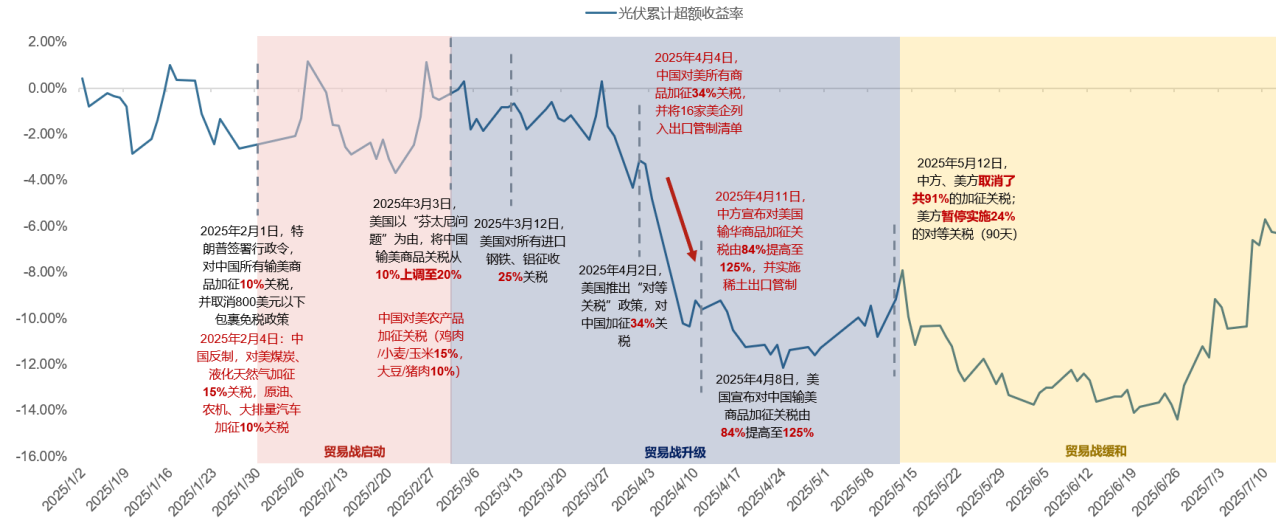
图表5：光伏双反带来阶段性估值冲击，股价随后回归基本面



资料来源：Wind，中信建投

（3）东南亚→中东：但 2025 年 4 月对等关税落地，印尼被征 32%、老挝 48%，再叠加 201 条款关税，成本优势基本消失。美国本土厂商已呼吁对印尼、老挝发起双反调查，转移窗口正在关闭。企业开始向中东布局，如晶科的沙特 10GW 基地、钧达的阿曼产能。但中东作为产能转移目的地的稳定性同样存疑，仍可能被后续贸易规则覆盖。

图表6：2025 年贸易政策扰动下光伏板块股价走势



资料来源：Wind，中信建投

（4）通过多种贸易手段、行政禁令等方式，推动制造环节回流美国：FCC 将符合定义的外国产并网互动型逆变器纳入 Covered List、第 14420 号行政令则禁止 Covered Foreign Entity 相关的 BPS 设备入美销售、PFE 规则同时通过股权、控制权和实质性协助等测试影响税收抵免资格。

上述措施通过“销售禁令＋补贴资格排除＋实体清单传导”形成多路径挤压，以合规压力倒逼中国资本与

仅供内部参考，请勿外传

制造环节退出美国，加速相关产能向本土回流，帮助美国重建清洁能源关键设备制造能力与供应链主导权。五段式政策能够持续加码，根本原因在于美国本土组件名义产能明显提升，韩国、印度等替代进口来源也在形成。随着可用产能、良率和成本逐步改善，政策可能从事后堵漏转向更主动的准入约束；但实际退出速度仍取决于本土产能利用率、组件价格与项目需求。

2.2 宁德时代：在美被明显限制，但凭借全球竞争力走出上升趋势

自 2022 年《通胀削减法案》（IRA）颁布以来，美国通过制度性排除（FEOC 规则）、政治标签化、项目拦截及国会立法等多维手段，持续抬高宁德时代进入北美市场的制度壁垒与合规成本。我们认为，此类政策冲击在情绪面和估值面上的放大效应，远大于对实际利润表的直接侵蚀；而且，美方此举也延缓了自身动力电池产业链的本土化进程。

图表7：美国对宁德时代的约束由补贴资格延伸至项目与实体审查

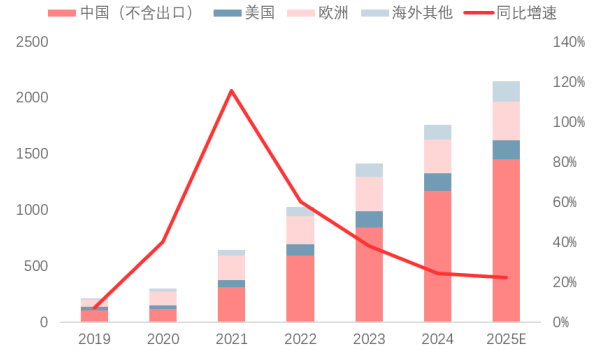
板块	细分环节	类型	2025	2026	2027	2028
锂电	动力电池	关税	基础税率及适用附加税之外，锂离子动力电池 301 附加税率为 25%；综合税率需按 HTS 与原产地核定	同前；对等关税等措施存在调整，未采用静态叠加税率		
		实体限制	PFE/SFE/FIE 规则影响相关补贴资格；技术授权模式需结合控制权与合同条款判断			
		电车补贴	清洁车辆税收抵免适用于 2025 年 9 月 30 日前取得的合格车辆	相关抵免已终止		
	储能电池	关税	非动力锂离子电池 301 附加税率 2025 年为 7.5%；其他适用税费按 HTS 与原产地核定	非动力锂离子电池 301 附加税率自 2026 年起为 25%；未采用静态综合税率		
		实体限制	PFE 规则影响税收抵免资格，不等同于对全部产品的进口禁令	主体资格及实质性协助比例需按 OBBBA 与 Treasury/IRS 指引判断		
		客户补贴	2025 年 12 月 31 日后开工的储能技术开始适用 PFE 实质性协助限制	2026 年非 PFE 成本比例不低于 55%（PFE 比例不高于 45%）	2027 年非 PFE 成本比例不低于 60%（PFE 比例不高于 40%）	2028 年非 PFE 成本比例不低于 65%（PFE 比例不高于 35%）
	消费电池	关税	非动力锂离子电池 301 附加税率 2025 年为 7.5%；其他适用税费按 HTS 与原产地核定	非动力锂离子电池 301 附加税率自 2026 年起为 25%		
	锂电材料	关税	不同材料对应 HTS 及贸易救济措施不同，不采用单一综合税率			
		实体限制	PFE 相关规则影响制造与项目税收抵免资格，需按主体和供应链逐项判断			
		客户补贴	电池组件 2026—2030 年非 PFE 成本比例门槛依次为 60%/65%/70%/80%/85%			
	关键矿物（含石墨）	关税	天然石墨等关键矿物适用税率取决于 HTS 及企业对应的双反税率	天然石墨 301 附加税率自 2026 年起为 25%；双反税率另行核定		

资料来源：Public Law 117-169、Public Law 119-21、IRS、USTR、White House，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

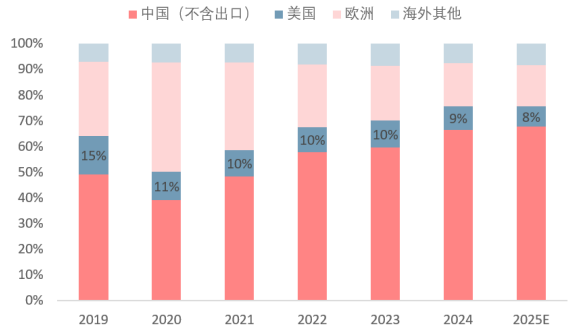
从需求端看，美国电动车市场体量有限，且短期面临补贴退坡压力。2024 年美国电动车销量约 158 万辆，全球占比不足 10%，渗透率约 9%，低于中国（约 40%）和欧洲（约 22%）。偏低油价、充电基础设施覆盖不足、消费者对电动化接受度尚处培育期，这些因素共同决定了美国市场并非全球电动化增量的主战场。OBBBA（Public Law 119-21）将新车、二手车及商用清洁车辆相关税收抵免的适用截止日提前至 2025 年 9 月 30 日，需求端政策支持已减弱。但也要看到，各类涉美法规主要影响的是 IRA 补贴获取资格，而非直接禁止中国电池进口，因此宁德时代通过合规调整（供应链溯源、材料来源变更）及技术授权模式，仍保留了商业化弹性。

图表8：2024 年美国电动车销量约 158 万辆，全球占比不足 10%



数据来源：Marklines，中信建投

图表9：美国电动车需求约占全球市场 8%—10%



乘联会，中汽协，Marklines，中信建投证券

从供应端看，日韩企业在三元体系和北美本地化方面具备基础，但磷酸铁锂（LFP）规模化量产、成本和项目经验仍需追赶。韩国 LGES 于 2025 年 5 月在美国密歇根州启动约 16.5GWh LFP 产能，本地化生产可获得税收抵免支持，在部分场景中具备承接北美增量订单的条件。短期替代正在形成但尚不充分，产能爬坡、良率、循环性能和实际交付仍需跟踪。

图表10：日韩 LFP 本地化产能开始落地，量产能力仍待验证

企业	能量密度	循环次数	量产进展
LGES	160-190Wh/kg	储能>6000 次 动力>3000 次	美国密歇根州工厂 2025 年 5 月投产 16.5GWh 储能，亚利桑那州工厂预计 2026 年投产
SKOn	165-175Wh/kg	>4000 次	美国工厂预计 2026 年启动量产，初期产能 10GWh，主要供应福特、大众低端车型。
三星 SDI	165-170Wh/kg	储能>6000 次 动力>1400 次	2025Q2 韩国工厂量产，初期产能 5GWh，2026 年泰国工厂投产（规划 10GWh）

图表11：税收抵免资格可显著改善储能项目 IRR

项目	单位	中国电芯+储能系统，有补贴	中国电芯+储能系统，无补贴
储能系统 EPC 成本	美元/kWh	236	236
其中：储能系统成本	美元/kWh	121.99	121.99
其中：EPC 成本	美元/kWh	114.01	114.01
其中：电芯成本	**美元/kWh**	**44.36**	**44.36**
初始总投资	万美元	9440	9440
ITC 补贴比例	%	30%	0
补贴后投资	万美元	6608	9440
总补贴金额	万美元	2832	0
运营维护成本（1%初始投资）	万美元/年	94.4	94.4

仅供内部参考，请勿外传

宁德时代	160-205Wh/kg	储能>15000次（天恒） 动力>3500次（神行）	2018年以来持续迭代磷酸铁锂产品，规模化与项目经验居行业前列	项目寿命	年	15	15
				年净现金流	万美元/年	94.4	94.4
				IRR	%	19.5%	12.0%

资料来源：各公司官网及公告，中信建投

资料来源：USTR，WhiteHouse，中信建投测算

实际上，美国增量预期下降不等于全球基本盘受损。未来2-3年，宁德时代的盈利仍主要取决于全球出货、单位盈利与市占率，中国、欧洲及新兴市场能否承接增量，是对冲美国政策扰动的关键。

宁德时代以“技术授权+运营服务”（LRS 模式）与福特等主机厂合作，形成了应对美国地缘风险的制度缓冲。该模式下，宁德时代不承担海外重资产资本开支，不直接持股合资实体，从而规避了FEOC下的“受关注外国实体”直接认定风险，同时持续获取技术许可费与运营服务分成。

映射至股价层面，政策消息通常是影响风险偏好和估值的短期噪音，核心定价矛盾取决于落地概率与美国利润敞口。历史表现显示，一般事件冲击1-2日后、重大法案或制裁传闻1-2周后，股价回归出货量、单位盈利、ROE和全球市占率等基本面变量主导。因此，核心矛盾始终在于：美国业务对宁德时代整体单位盈利的综合影响究竟几何？

①关税层面，海外建厂可以改变部分原产地和关税安排，但仍可能面临反规避、双反及本地化要求，不能视为永久解决方案。**②补贴层面**，OBBBA通过SFE、FIE及PFE实质性协助测试限制税收抵免资格；是否触发限制取决于股权、控制权、合同安排和成本比例，不宜简单等同为所有中国企业或其子公司均被全面禁入。

图表12： 宁德时代股价中期仍主要由单位盈利与ROE驱动



数据来源：公司公告，中信建投；曲线为宁德时代对沪深300的相对收益率

对企业而言，短期依靠技术、成本及豁免、技术授权、股权调整等合规方案抵消关税与补贴劣势，维持供货；长期则持续保持技术与成本领先，防止美国本土及盟友产能替代；同时积极构建全球化布局，保持在新兴市场承接增量订单、分散地缘风险的能力。欧洲、中东大储需求2025-2026年有望超美国且增速超50%，且无制度性排斥，目前宁德时代已在德国、匈牙利、西班牙等地布局产能，中东亦与头部开发商建立战略合作。

仅供内部参考，请勿外传

图表13： 2024 年以来政策扰动造成阶段性波动，单位盈利才是决定宁德时代业绩和估值的核心矛盾。



数据来源：公司公告，中信建投；曲线为宁德时代对沪深300 的相对收益率

2.3 阳光电源：全球化能力亦强，关键看盈利能力能否实现反转

当下阳光电源和中国储能供应链在美国受到持续打击，后续发展路径会是 2024 年的光伏还是宁德时代？可能不在于美国政策的预期，而是整体盈利能力能否实现底部反转以及行业增长情况如何。

今年以来美国意图通过政策限制压缩中国企业在美获取超额利润的空间，逐步降低对中国新能源供应链的依赖。2026 年 7-8 月 FCC 对功率逆变器 Covered List 的两次更新，是该趋势在并网设备领域的最新体现。

① 2026 年 7 月 28 日，FCC 将外国产功率逆变器纳入 Covered List，主要限制符合定义的新型号取得设备授权；此前已授权型号的销售暂不管制但仍保留后续处置权。

② 8 月 20 日公告将设备定义限定为 UL 1741 所称并网互动型、且具备或可配置有线/无线远程通信、控制、感知、数据采集或监测组件的逆变器；不具备并网互动能力的设备不在该定义内。同时明确三条并列豁免路径——符合第 45X 条先进制造补贴条件、满足国产化率要求（本土零部件成本>5%）、获有条件豁免资格的产品可排除在管制之外。

仅供内部参考，请勿外传

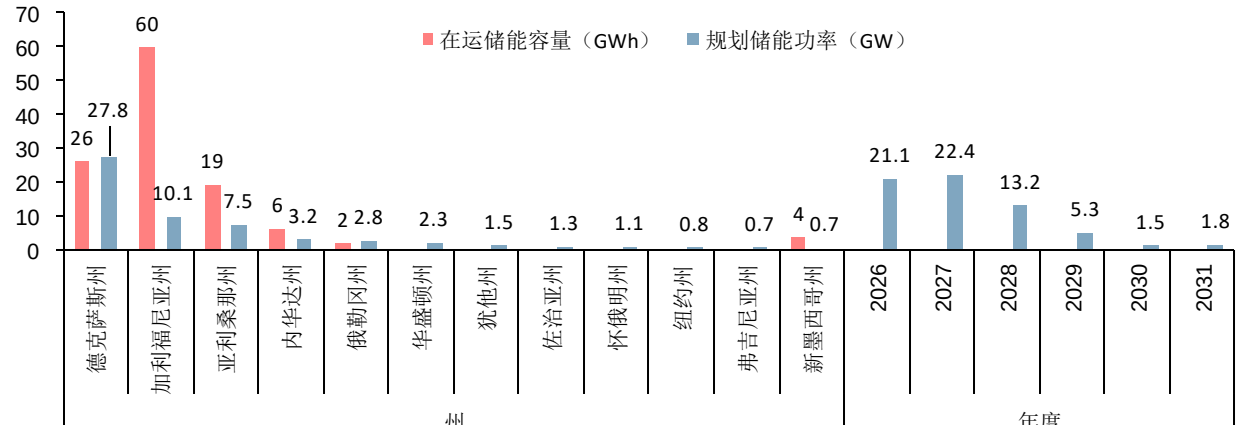
图表14： 对比 FCC 两次禁令，第二次公告进一步明确并网逆变器管制方向，明确三条豁免路径满足其一可入美销售。

发布日期	2026 年 7 月 28 日	2026 年 8 月 20 日
公告代码	DA 26-786	DA 26-870
产品范围	双向变流设备 & 微逆/组串/集中式/混合式	收窄至仅限 UL1741 定义的并网逆变器，离网逆变器明确排除。
联网方式	Wi-Fi、蜂窝、蓝牙、其他类似连接	Wi-Fi、蜂窝、蓝牙、以太网、其他类似连接（有线 & 无线连接）
管制对象	① 外国产功率逆变器：获得国防部/国土安全部条件性批准以外的非美国产电力逆变器； ② 新老划断：2026 年 7 月 28 日前已授权的存量型号不受影响。	
豁免路径	仅国防部/国土安全部有条件批准	三者满足其一即可进入美国市场：① 享受第 45x 条先进制造补贴； ② 满足 48CFR 国产化率要求；③ 国防部/国土安全部有条件批准
企业影响	厂商多持观望态度，赴美建厂动力不足。	①离网逆变器明确不受管制；并网产品管制条件进一步明确； ②三线路径提高豁免确定性； ③厂商有望加快赴美建厂。
竞争格局	非美产品管控边界模糊； 在美已有产能者优势不明显。	已有本土产能或享受先进制造补贴的企业收益趋势明确（如阳光电源、阿特斯、德业股份、海博思创）； 非美产品管控边界仍有收紧可能。

数据来源：FCC，中信建投

从装机趋势来看，美国储能需求是真实的、大规模的、多因素驱动的刚性需求。新能源并网、电网调节和 AIDC 负荷增长三重驱动叠加——2025 年美国新增储能约 57GWh/28GW，其中大储接近 50GWh/16GW；2026 年一季度新增 9.7GWh/6.77GW，大储新增 7.8GWh。项目储备充足，叠加 AIDC 和电网改造驱动，未来两年仍处高景气建设周期。也正因如此，美国在储能领域无法硬脱钩。

图表15： 美国储能集中于加州，其次为德州；规划装机：共 458 个项目，合计规划功率 65.1GW。



资料来源： SEIA，EIA ，中信建投

替代方案尚不充分：美国储能短期仍需中国供应链。北美本土与盟友替代供给正在增加，但在成本、可用产能和 LFP 项目经验上尚未形成充分替代：

① 产能方面，全球 LFP 电芯供给高度集中于中国，海外新增产能仍处爬坡期。LGES 于 2025 年 5 月在美

仅供内部参考，请勿外传

国密歇根州启动约 16.5GWh LFP 产能，表明本土替代开始形成，但良率、成本、循环性能与实际交付仍需验证。

② 成本方面，BNEF 数据显示美国本土电芯制造成本预计较中国高约 40%，系统端差距更大。关税和补贴会重塑相对价格，但中国供应链在当前供需结构下仍具综合成本竞争力。

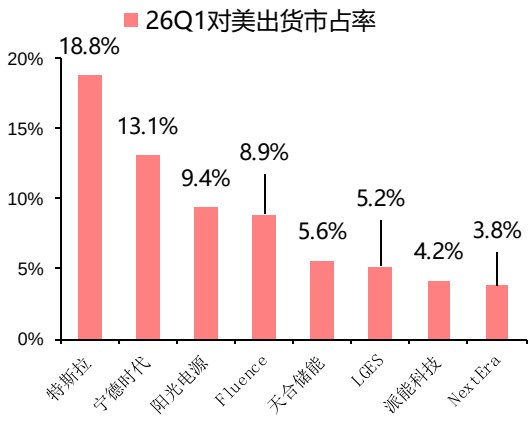
③ 技术方面，PowerTitan 3.0 在内置 PCS、SiC 器件、大容量电芯适配和构网控制等环节保持较强竞争力，为公司进入高要求大储项目提供支撑。

替代方案正在形成，但短期不充分，但在替代产能形成规模之前，美国储能市场仍需要中国供应链支撑：

① 美国已有 Tesla、Fluence 等本土集成商，替代方向明确；但附件口径显示，2026 年一季度阳光电源对美出货份额约 9.4%，仍处第一梯队。

② 4 小时系统报价口径下，阳光电源约 210-230 美元/kWh，与 Tesla 约 220-240 美元/kWh、Fluence 约 235-255 美元/kWh 接近，说明北美高端市场竞争加剧。

图表16： 公司 26Q1 对美出货市占率在 9.4%



资料来源： SPIR、Tesla、Fluence，中信建投

图表17： 阳光在北美 EPC 价格距 Tesla、Fluence 接近

厂商/产品	2 小时系统	4 小时系统	6 小时系统
宁德时代（Tener）	$205-225	$185-195	$170-185
Tesla（Megapack 2）	$255-285	$220-240	N/A
Fluence（Gridstack Pro）	$265-295	$235-255	$210-230
阳光电源（PowerTitan）	$240-270	$210-230	$195-215
Powin（Stack Pro）	$250-280	$220-240	$200-220

资料来源：储能前线、中信建投

关键在于可否通过非美市场分散单一地区风险，类比 2024 年的宁德时代。按现有口径，美国业务收入约占总营收 15%-20%，按 2025 年营收 891.84 亿元静态测算，对应约 134 亿–178 亿元。决定阳光出海发展的关键在于趋势方向，而非敞口大小：政策对股价和盈利的实际影响，取决于敞口在往哪个方向走，而不是敞口有多大。

① 美国业务占比正在下降。2025 年公司海外收入 539.92 亿元，占总营收的 60.54%，美国之外仍有约 362 亿-406 亿元海外收入来自其他市场。公司近年来的海外增长主要来源于欧洲和中东的储能项目。

② 欧洲、中东等市场的增速远超美国，正逐步替代美国在公司收入结构中的位置。

③ 公司现阶段未将赴美建厂作为优先方案，主要考虑成本与政策不确定性。若欧洲、中东、拉美、澳洲等市场的增长空间足以支撑公司的全球化战略，美国市场的重要性则是相对的、可替代的。

仅供内部参考，请勿外传

综上，阳光电源股价短期影响取决于“政策落地概率×美国利润敞口”，长期仍回归全球出货、储能单位盈利、ROE和现金流，即非美市场结构性增长有望对冲部分政策扰动，AIDC业务进一步提供额外期权价值。

美对华制裁的边界，受自身需求刚性和本土替代方案共同约束

3.1 政治延续性弱：两党方向一致，但执行节奏有别

两党在降低对华供应链依赖的方向上总体一致，但工具与节奏差异明显。**民主党更倾向于延期执行和阶梯式门槛，走慢脱钩路线；共和党更强调关税、准入与国家安全审查，政策相对激进。**但无论谁执政，实际执行中都会设置时间表、适用范围和合规路径——因为完全不顾后果的硬脱钩，美国自身也承受不起。OBBBA中储能补贴不提前退坡，FCC二次公告将范围限定为具备联网能力的并网互动型逆变器且保留三条排除路径，均表明**政策目标需要兼顾美国本土的需求与供应能力。**

图表18：美国清洁能源重点政策梳理：两党均有意识限制中国制造业，民主党相对缓和。

时间	法案	涉及环节	执政党	限制	是否延期/豁免	企业对策
2012年11月	光伏双反调查	光伏组件	民主党	增加关税		海外建设组装线
2018年7月	2018年关税贸易战	新能源	共和党	增加关税		海外建厂
2021年12月	UFLPA	硅料、汽零	民主党	可反驳推定下的进口限制	扣押比例逐渐下行	产业链地域化匹配
2022年3月	光伏东南亚反规避调查	光伏组件	民主党	增加关税，对工厂要求提升	延期2年执行	海外建设核心产线
2022年8月	IRA法案	新能源	民主党	本土化比例、外国实体（仅锂电）	仅对电车限制外国实体	海外建厂、技术授权
2025年4月	2025年关税贸易战	新能源	共和党	增加关税		海外建厂
2025年7月	OBBBA	新能源	共和党	本土化比例、外国实体（新能源整体）		海外建厂、技术授权
2026年7月	FCC更新受管制名单	并网逆变器	共和党	新增设备授权限制	45X、国内最终产品或有条件批准	
2026年8月	第14420号行政令	电力设备	共和党	风险认定后限制交易	缓释、许可、预先资格认定	

资料来源：Public Law 117-169、Public Law 119-21、White House、FCC、DHS、USTR，中信建投

3.2 本土供给能力不足进一步约束政策强度

政策落点，背后往往是美国本土产业的诉求和替代能力在推动。光伏双反由本土制造商推动；UFLPA连着供应链合规和执法体系，涉及钢铁、纺织等传统制造业工会；OBBBA中PFE限制加严，则是美国电池制造商和储能集成商竞争压力下的结果。政策是利益博弈的产物，打击精准度反映了美国本土产业竞争力的薄弱环节：**本土或盟友供给越充分，限制就越快、越严；短期缺乏可行替代的环节，就必然出现过渡期、豁免或合规路径。**

仅供内部参考，请勿外传

美国新能源制造成本整体高于中国，这是绕不开的硬约束。BNEF 数据显示，美国本土电芯制造成本比中国高约 40%，储能系统成本高出近一倍。虽然 IRA 与 OBBBA 通过税收抵免在缩小差距，但短期内替代全部进口供给并不现实。光伏在多轮关税后进口规模仍然很大，储能铁锂电芯供给也高度集中于中国。因此，只要“中国成本+关税+运费”低于“美国本土成本-补贴”，美国市场对中国产品的需求就是刚性的，政策效果必然受到项目经济性和供给可得性的约束。

综上，可以将影响美国制裁实际效果的核心变量归结为两个商业条件：

条件一：美国是否存在规模化、短期难以延后的刚性需求。如果供应中断会明显拖累电网升级、大储建设等项目进度，政策就不得不在国家安全目标与项目可执行性之间做权衡。例外条款、合规路径和阶梯式时间表，是观察需求约束的重要信号。

条件二：美国是否具备现实可行的替代供应选择。替代方案可行性需从可用产能、技术成熟度、成本与认证进度综合评估，不能只看规划产能。如果本土及盟友供应商在成本、产能或技术上接不住需求，限制措施只会推高项目成本、延缓交付——这种政策不具备长期可持续性。

风险分析

1) **政策合规风险。**美国政策及 DOE、FCC、Treasury/IRS 实施细则超预期收紧，合规路径或存量设备安排不及预期。

2) **替代竞争风险。**美国本土及盟友替代产能爬坡、成本下降或技术追赶快于预期，中国企业海外份额和盈利承压。

3) **需求与行业竞争风险。**全球新能源、电动车及储能需求不及预期，行业竞争加剧导致价格、单位盈利和 ROE 下行。

4) **海外经营与地缘政治风险。**公司海外市场经营、项目交付、回款或地缘政治风险上升，非美市场对美国业务的对冲弱于预期。

本文感谢李曼亚对本报告数据的贡献。



仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

张芷菡

中信建投证券电力设备及新能源分析师，中山大学金融学学士、新加坡南洋理工大学应用经济学硕士，研究方向为光伏、储能；3 年卖方研究工作经验，2 年新能源实业工作经验，曾就职于广发证券，2026 年加入中信建投电新团队。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk