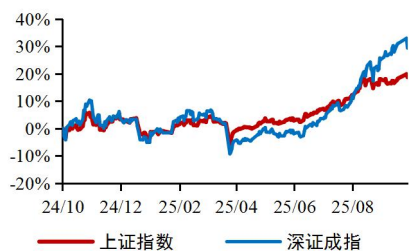


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 13 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,897.03	-0.94
深证成指	13,355.42	-2.70
沪深 300	4,616.83	-1.97
中小板指	8,293.71	-2.86
创业板指	3,113.26	-4.55
科创 50	1,452.68	-5.61

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】太阳能：202509 光伏行业月度报告-8 月光伏新增装机同比下降 55.3%，组件、逆变器出口同比增长

【公司评论】宝丰能源(600989.SH)：宝丰能源-煤制烯烃龙头企业，内蒙项目投产打开成长空间

【衍生品研究】新券定价——沈阳软件园 REIT-东北首只公募 REIT 且民营背景

【今日要点】

【行业评论】太阳能：202509 光伏行业月度报告-8 月光伏新增装机同比下降 55.3%，组件、逆变器出口同比增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **国内光伏新增装机：**根据国家能源局数据，2025 年 8 月国内光伏新增装机 7.4GW，同比-55.3%，环比-33.3%。国内 1-8 月累积新增光伏装机 230.61GW，同比+64.7%。
- **组件出口：**根据海关总署数据，8 月组件出口额 209.5 亿元，同比+20.4%，环比+31.9%。1-8 月累计出口额 1322.1 亿元，同比-18.0%。根据 Infolink，2025 年 7 月国内光伏组件出口量 21.25GW，同比+8%，环比-2%。2025 年 7 月全球前五大单一出口市场依序为荷兰、沙特阿拉伯、菲律宾、巴西、希腊，合计出口量约占全球市场 37%。2025 年 1-7 月国内组件累计出口 148.6GW，同比-2%。
- **逆变器出口：**8 月逆变器出口额同比维持增长，环比持续下滑。根据海关总署数据，2025 年 8 月逆变器出口额 62.9 亿元，同比+2.2%，环比-3.4%。1-8 月累计出口额 434.0 亿元，同比+8.0%。分大洲看，8 月国内逆变器对欧洲出口 26.9 亿元，同比-1.6%，环比-4.9%；对亚洲出口 19.4 亿元，同比+2.4%，环比-5.5%；对拉丁美洲出口 5.6 亿元，同比-22.4%，环比-5.2%；对非洲出口 4.3 亿元，同比+1.5%，环比+5.4%；对北美洲出口 1.8 亿元，同比-24.1%，环比-22.5%；对大洋洲出口 4.9 亿元，同比+245.9%，环比+23.6%。
- **太阳能发电量：**8 月太阳能发电量同比增长 15.9%。根据国家统计局数据，2025 年 8 月我国规上太阳能发电量 538.2 亿千瓦时，同比+15.9%，在全国规上工业总发电量占比为 5.75%，环比-0.29pct。我国 8 月总发电量 9363 亿千瓦时，同比+1.6%，火电/水电/核电/风电发电量分别同比+1.7%/-10.1%/+5.9%/+20.2%。
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧方向：大全能源、福莱特；海外布局方向：博威合金、横店东磁；光储方向：阳光电源、德业股份；电力市场化方向：朗新集团；国产替代方向：石英股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、信义光能、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、晶澳科技、天合光能、晶科能源、迈为股份、晶盛机电、弘元绿能。
- **风险提示：**光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险等。

【公司评论】宝丰能源(600989.SH)：宝丰能源-煤制烯烃龙头企业，内蒙项目投产打开成长空间

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **煤制烯烃龙头企业，内蒙项目投产打开成长空间。**公司有烯烃、焦化、精细化工产品三大业务板块。根据中国石油和化学工业联合会发布的《现代煤化工行业 2024 年运行分析》，截至 2024 年末国内煤制烯烃总产能 1342 万吨/年，公司产能占全国煤制烯烃产能约 23.8%，公司单位产品成本、单位产品能耗行业领先。2023 年 3 月，公司内蒙烯烃项目开工建设，2025 年 4 月 300 万吨烯烃项目全部投产，聚烯烃产能提升一倍以上，打开成长空间。
- **煤制烯烃成本优势显著，公司优势大于同行。**从聚烯烃产能结构看，油制烯烃仍为国内聚烯烃主要生产路线。聚烯烃油制、煤制与 PDH 工艺的成本存在显著动态差异，主导因素为核心原料价格波动。目前，国内煤炭价格处于下降通道，成本长期低于油制，显示出较强的成本优势。公司聚烯烃产品毛利率高于同行，凸显其成本管控能力，主要得益于煤炭成本低、DMTO-III 工艺和循环产业链经济模式。公司内蒙烯烃项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，单位投资压缩至 1.6 亿元/万吨聚烯烃，大幅低于行业平均水平（2.0~2.3 亿元/万吨聚烯烃），为后续产品定价与盈利能力奠定核心竞争优势。
- **积极推进宁东四期五期和新疆项目，中长期成长空间可期。**公司积极推进宁东四期、五期烯烃项目及新疆烯烃项目的审批、建设工作。其中，宁东四期烯烃项目规划 50 万吨/年煤制烯烃产能。新疆烯烃项目建设内容包括 3×65 万吨/年聚丙烯、3×65 万吨/年聚乙烯，25 万吨/年 EVA，及配套工程。公司现有聚烯烃产能约 535 万吨（含 25 万吨 EVA），规划产能超 456 万吨，具备长期增长潜力。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 122/ 132/ 144 亿元，对应 PE 分别为 11 / 10/ 9 倍。考虑公司是煤制烯烃龙头企业，成本优势显著，且内蒙项目投产将带来业绩增量，未来宁东基地和新疆基地规划项目有利于支撑公司长期成长性，维持“买入-B”评级。
- **风险提示：**原料供应及价格波动、市场竞争加剧、环保、宏观经济变化等风险。

【衍生品研究】新券定价——沈阳软件园 REIT-东北首只公募 REIT 且民营背景

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **中信建投沈阳国际软件园 REIT (508029.SH)**
- **产权类园区基础设施 REIT**，底层资产为沈阳国际软件园，位于辽宁省沈阳市浑南区，包括昂立信息园、沈阳国际软件园一期和沈阳数字经济产业园(沈阳国际软件园二期)三个园区，原始权益人赵久宏先生，个人。
- **2024 年营收 1.03 亿元，EBITDA 7555 万元。**受原第一大租户到期退租影响，2024 年加权平均出租率较 2023 年下降 2.13%至 83.86%，Q125 出租率 83.93%。2024 年当期收缴率 86.03%，Q125 降至 77.04%。

- 发行情况及发行估值
- 拟发行 3.0 亿份，设计存续期 37 年，战配、网下、公众占比 70%、21%、9%，2025/9/29 网下询价，2025/10/13 缴款，预期 11 月上旬登录资本市场。网下有效认购倍数 99.42 倍，由此推算中签率 1.01%。发行价 3.66 元，为询价区间 67.54%分位。
- 评估机构戴德梁行，资产价值 10.26 亿元，折现率 7.00%，长期增长率假设 1.5%，较合理。发行价对应 P/NAV 1.07x。
- 今明两年可供分配金额预测分别 0.57 亿元（年化）和 0.58 亿元，预测年化派息率分别 5.53%和 5.61%，发行价对应年化派息率 5.17%和 5.24%，对应 2026E P/FFO 19.80x。
- 新券二级市场估值推导
- 目前已上市产权类园区基础设施 REITs 共 19 只，过去三个月平均 P/NAV 中位数 1.11 倍，P/FFO 中位数 23.51 倍，派息率 TTM 中位数 4.25 %。
- 底层资产一般，同时原始权益人旗下缺乏优质的可扩募资产，但原始权益人给出了可供分配金额保障承诺，2025-29 年实际可供分配金额大概率不低于预测值。
- 我们认为沈阳软件园 REIT 上市后，尤其分红保障期内，估值倍数或与同类平均相当。参考可比 REITs，我们认为合理区间为 3.80-4.51 元，较发行价高 4-23%。
- 风险提示：运营效率不佳、出租率收缴率进一步下滑、市场估值中枢下移等

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

