

信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 29 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	3,828.11	-0.65
深证成指	13,209.00	-1.76
沪深 300	4,550.05	-0.95
中小板指	8,177.93	-1.85
创业板指	3,151.53	-2.60
科创 50	1,450.82	-1.60

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭扩储行为研究之二:探索扩储周期-探索扩储周期

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 8 月进口煤继续复苏，关注海外价格回升趋势

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20250915-20250921）- 宇树科技宣布开源模型，多晶硅能耗标准收紧

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭扩储行为研究之二:探索扩储周期-探索扩储周期

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **写在前面。**煤炭扩储行为研究系列报告说明。近年来，煤炭企业频频扩储，引发市场高度关注。本系列报告尝试对煤炭扩储行为进行多维度的梳理、解读和研判。本篇为系列报告的第二篇，主要通过复盘煤矿建矿流程、透视建矿成本及模拟新建煤矿盈利测算等研究，探索扩储周期。
- **新建煤矿周期较长。**通常煤矿新建矿井的周期为 5-8 年，甚至更长。扩储方式上，常规扩储与收购扩储各有优势。2024 年以来诸多煤炭公司选择扩储。
- **探转采，煤矿从无到有的“启动键”。**探转采即矿产资源勘查阶段（探矿权）向矿产资源开采阶段（采矿权）过渡的法定程序和环节，为建设煤矿的前置条件之一。勘查阶段主要探求推断资源量和部分控制资源量。勘探阶段要求高于勘查阶段。
- **煤矿建设不仅要消耗大量资本也需要很长的建设周期，对样本进行透视测算煤矿建设成本。**其中所有样本的平均吨产能投资金额为 697.4 元/吨；近年煤矿单位投资成本呈不断提升趋势；除青海省外，晋陕蒙新 4 个主要区域单位投资成本较其他区域相对更低；露天开采相较于井工开采单位投资成本更低，井工开采中立井开采单位投资成本最高；设计产能高的新建矿在单位投资成本角度具备一定规模优势。新建矿井或推高煤炭生产成本。
- **煤矿投资回报模型推演。**矿产资源有限，因此煤矿并非永续。煤矿服务年限包括新建煤矿从投产到煤炭资源开采完毕后矿山闭坑的全部时间。模拟若干新建矿井，测算收益期盈亏平衡点，不同矿井差异较大。
- **投资建议：**扩储成本提升，煤价有支撑，把握节奏。近年新建矿井成本呈不断提升趋势，导致煤矿盈亏平衡点有所提升。未来考虑矿业权价格和建矿成本等大额资本开支，成本有望不断被推升。关注【山煤国际】、【晋控煤业】、【华阳股份】、【陕西煤业】、【兖矿能源】、【新集能源】、【中煤能源】。
- **风险提示：**煤炭价格大幅下降，新建矿井资本开支影响公司财务健康，扩储过程中遇到的其他阻力（环境因素等），中小型煤企潜在扩储意愿或容易陷入“红利陷阱”。

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 8 月进口煤继续复苏，关注海外价格回升趋势

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 数据拆解:

➤ 进口煤量收缩趋势继续放缓，进口价下降。进口量方面，1-8 月累计增速实现-12.2%，累计进口煤量仍然呈现收缩趋势；尽管 8 月当月同比连续 6 个月保持负增速，但同比负增速持续边际放缓、环比呈现增长幅度扩大，其中 8 月进口煤同比降 6.76%、环比增 20.02%。分煤种来看，所有煤种环比均为正增长，同比方面动力煤和炼焦煤维持负增长。动力煤环比增量主要来自印尼、澳大利亚、俄罗斯；炼焦煤环比增量主要来自内蒙古；褐煤环比增量主要来自印度尼西亚；无烟煤环比增量主要来自俄罗斯。价格方面，8 月当月全煤种进口价格实现 66 美元/吨，维持同比回落趋势，8 月当月环比降低-0.84 美元/吨。分煤种看，全煤种进口价格较去年同期均有较大幅度下降，8 月当月炼焦煤进口价格环比小幅增加。

➤ 点评与投资建议:

➤ 国内缺口继续提振进口需求。8 月内贸煤价格先涨后跌，国内原煤产量同比维持收缩走势，但环比小幅增长。尽管如此，国内缺口仍对进口煤需求有所提振。结构上看，8 月延续 6 月以来的进口煤复苏走势，本月四大煤种环比均有所增加。

➤ 价差有望继续拉动进口，关注海外价格走势。进口价格走势在一定程度上显示出国内需求带动海外价格提升，虽然 8 月的进口增量仍然没有带动进口价格的提升，但我们注意到进口价格环比降价幅度有所减少，同时部分煤种环比回升。反内卷政策持续发酵，若国内供应继续收缩，内贸煤和进口煤价差的背离或继续带动进口量回暖。

➤ 建议关注：随着反内卷带来的政策转向，短期市场风险偏好提升，弹性标的排序靠前。动力煤方面，随着长协价格倒挂解除，预计上半年因长协兑现率较差而导致的产销比恶化和累库现象将在三季度实现改善，关注【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。炼焦煤方面，金九银十需求预期不差，若有供给扰动，价格存在反弹预期，关注【潞安环能】、【山西焦煤】。

➤ 风险提示：国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20250915-20250921）-宇树科技宣布开源模型，多晶硅能耗标准收紧

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 宇树科技宣布开源模型：9 月 15 日，宇树科技宣布开源 UnifoLM-WMA-0 跨多类机器人本体的开源世界模型-动作架构。宇树介绍，UnifoLM-WMA-0 专为通用机器人学习而设计，其核心在于一个可以理解“机器人与环境交互”物理规律的世界模型。该世界模型具备两大核心功能：一是仿真引擎，作为交互式仿真器运行，为机器人学习提供合成数据策略增强，可与一个动作头进行对接，通过预测未来与物理世界的交互过程，进一步优化决策性能。

- **Figure AI 获超 10 亿美元承诺资本：**人工智能机器人公司 Figure 宣布其 C 轮融资已获超 10 亿美元承诺资本，投后估值达 390 亿美元。本轮融资由 Parkway Venture Capital 领投，博枫、英伟达、麦格理资本、英特尔资本、Salesforce 等知名机构跟投。这笔资金将加速该公司将通用人形机器人大规模应用于现实环境的进程。
- **国家标准委：**就《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》等 3 项强制性国家标准公开征求意见：9 月 16 日，国家标准委就《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》等 3 项强制性国家标准公开征求意见。在多晶硅方面，新的标准征求意见稿的主要变化：硅料：一、二、三级能耗分别为 5、5.5、6.4kgce/kg，较此前预期显著收紧。2024 年行业平均电耗为 6.69kgce/kg，光伏行业作为反内卷的前线，率先收紧了能耗标准，意味着反内卷开始进入纵深，推动产能收缩。
- **国家统计局：**8 月份规上工业太阳能发电增长 15.9%：印发《电力中长期市场基本规则（征求意见稿）》：9 月 15 日，国家统计局发布 2025 年 8 月份能源生产情况。8 月份，规上工业风电增长 20.2%，增速比 7 月份加快 14.7 个百分点；规上工业太阳能发电增长 15.9%，增速比 7 月份放缓 12.8 个百分点。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 51.0 元/kg，较上周上涨 2.0%；颗粒硅均价为 49.0 元/kg，较上周持平。本周多晶硅主流企业有 6 家成交，签单量与上周基本持平。本周多晶硅价格延续上涨态势，一方面因为部分一线企业对外销量已达阶段上限，短期内可签余量较少，市场呈现阶段性供应偏紧局面；另一方面，受近期相关产业政策影响，市场情绪乐观，对价格形成支撑。根据硅业分会初步统计，现有产能结构有序调整后，国内多晶硅有效产能将降至约 240 万吨/年，较 2024 年底下降 16.4%。后续随着能耗新标的严格执行，多晶硅供需格局将得到实质性改善。
- **硅片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.35 元/片，较上周上涨 3.8%；130um 的 210mm 型硅片均价 1.70 元/片，较上周上涨 3.0%。受上游成本推动，硅片价格呈现普涨态势。随着拉晶代工比例增加，企业排产结构持续调整，183mm 产品产出占比有上调趋势。9 月国内多家专业化硅片企业提产，硅片库存小幅累积，预计短期价格处于高位震荡状态。
- **电池片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.31 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；210mm 电池片价格为 0.30 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。根据 SMM，9 月国内电池片排产约 59GW，环比上升 2.3%。上游涨价增加电池片成本，预计短期内电池片价格上涨。
- **组件价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182*182-210mm TOPCon 双玻组件价格 0.69 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 13.4%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 8.6%。随着各省 136 号文细则陆续发布以及机制电价竞价开启，此前观望的集中式项目预计启动。海外方面，欧洲夏季假期结束，传统旺季来临，对需求形成支撑。叠加产业链上游价格支撑，预计短期组件价格有望小幅上行。

- 玻璃价格：根据百川盈孚数据，本周 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13.0 元/m²，较上周持平。
- 投资建议
- **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、阿特斯、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。人形机器人相关标的建议关注：优必选、中大力德、亿嘉和、麦迪科技、大业股份、德昌股份、禾川科技、均胜电子、速腾聚创、凯盛新材等。
- 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；机器人进展不及预期等。

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。本报告清晰准确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

