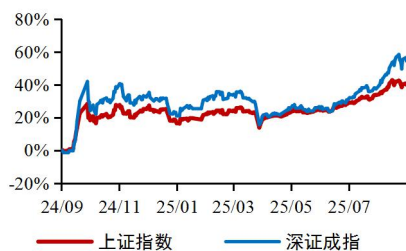


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 9 月 10 日 星期三

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	3,807.29	-0.51
深证成指	12,510.60	-1.23
沪深 300	4,436.26	-0.70
中小板指	7,676.37	-0.96
创业板指	2,867.97	-2.23
科创 50	1,245.53	-2.38

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】电力设备及新能源：行业周报（20250901-20250907）- 宇树将于 Q4 申请 IPO，两部门提出依法治理光伏等产品低价竞争

【公司评论】鼎捷数智(300378.SZ)：鼎捷数智（300378.SZ）：上半年收入平稳增长，AI 商业化落地加速

【公司评论】晋控煤业(601001.SH)：晋控煤业 2025 年半年报点评：二季度环比改善，红利价值和成长空间并存

【公司评论】协创数据(300857.SZ)：协创数据（300857.SZ）：二季度增长超预期，算力租赁业务大幅增长

【公司评论】永贵电器(300351.SZ)：永贵电器 2025 半年报点评-25H1 营收稳健增长，积极布局具身智能等新兴赛道

【公司评论】万安科技(002590.SZ)：万安科技 2025 年中报点评-上半年营收稳健增长，AEBS 法规推进公司有望充分受益

【公司评论】亚普股份(603013.SH)：亚普股份 2025 半年报点评-多点开花业绩稳健增长，外延并购拓宽发展路径

【公司评论】华阳股份(600348.SH)：华阳股份 2025 年半年报点评：煤炭量增价减，成长可期-煤炭量增价减，成长可期

【公司评论】山煤国际(600546.SH)：2025 年山煤国际半年报点评：业绩环比改善，关注产销比修复

【山证非银】国海证券 2025 半年报点评-投顾服务体系完善，投行业务大幅增长

【衍生品研究】齐翔转 2 投资价值分析-C4 产业链龙头，优质平衡型个券

【衍生品研究】新券定价——华夏凯盛商业 REIT-首单外资消费 REITs

【今日要点】

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20250901-20250907）-宇树将于 Q4 申请 IPO，两部门提出依法治理光伏等产品低价竞争

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **宇树科技将在四季度提交 IPO 申请：**宇树科技在社交媒体上发帖称，预计将在 2025 年 10 月至 12 月期间向证券交易所提交上市申请文件，届时公司的相关运营数据将正式披露。宇树科技表示，以 2024 年为例，四足机器人、人形机器人和组件产品的销售额分别占约 65%、30%和 5%。其中，约 80%的四足机器人被应用于研究、教育和消费领域，而剩余的 20%则被用于工业领域，如检查与消防。人形机器人完全用于研究、教育和消费领域。
- **优必选斩获 2.5 亿元人形机器人合同：**据优必选 9 月 3 日公众号，公司获得某国内知名企业 2.5 亿元具身智能人形机器人产品及解决方案采购合同，该合同以人形机器人 Walker S2（具备自主热插拔换电系统）为主，优必选将在今年内启动该合同交付。这也是截止目前全球人形机器人最大的合同。
- **两部门：依法治理光伏等产品低价竞争，加强重点行业监测预警和风险提示：**9 月 4 日，工业和信息化部、市场监督管理总局联合印发《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》。《方案》提到，在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展，依法治理光伏等产品低价竞争。引导地方有序布局光伏、锂电池产业，指导地方梳理产能情况。实施光伏组件、锂电池产品质量管理，深入落实《光伏制造行业规范条件》等文件，强化与投资、金融、安全等政策联动，推动行业技术进步。加快研究以强制性国家标准为基础的储能电池产品安全推荐目录。
- **国家发改委：印发《电力中长期市场基本规则（征求意见稿）》：**9 月 2 日，国家发改委印发《电力中长期市场基本规则（征求意见稿）》。《规则》提出，为避免市场操纵以及恶性竞争，政府价格主管部门可对申报价格和出清价格设置上、下限。独立储能可在放电时段按发电企业身份参与交易，在充电时段按电力用户身份参与交易。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 48.0 元/kg，较上周上涨 4.3%；颗粒硅均价为 47.0 元/kg，较上周上涨 2.2%。多晶硅企业报价上调后，市场观望心态明显，本周新签单量较少。多晶硅企业报涨主要基于后续行业自律以及市场库存结构分布，8 月底硅料厂自身库存环比减少，而硅片端库存增加。限产限销下预计短期硅料价格稳中有升。
- **硅片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.25 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.40 元/片，较上周持平。硅片涨价后，9 月国内多数硅片企业上调

开工率，整体产出较 8 月呈上升趋势，硅片库存由去库转入小幅累库，但目前整体库存仍处于合理水平。硅片头部企业酝酿第二轮涨价，后续价格走势仍需观察上游价格以及下游接受程度。

- **电池片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.30 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 1.7%；182*210mm N 型电池片价格为 0.285 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。9 月份电池片端排产环比 8 月略增，价格上涨趋势下厂商减产意愿低。预计短期内电池片市场价格整体保持稳定，不同型号价格分化，183N 和 210N 价格更为坚挺，210RN 因库存累积价格相对承压。
- **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，较上周上涨 0.7%；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%。本周国内一线光伏组件企业报价基本维持稳定。近期组件企业开工率变动不大，9 月组件排产环比基本持平。传统旺季需求预计低于往年同期，六部门联合召开光伏产业座谈会后产业链各环节报价均有上调，但由于终端需求相对单一且对高价接受度有限，预计组件价格短期处于横盘整理阶段，价格基本持稳。
- **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，较上周上涨 8.1%；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13.0 元/m²，较上周上涨 18.2%。
- **投资建议**
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：大全能源、福莱特；海外布局方向：横店东磁、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：信义光能、协鑫科技、通威股份、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、上海艾录、广信材料。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。

【公司评论】鼎捷数智(300378.SZ)：鼎捷数智（300378.SZ）：上半年收入平稳增长，AI 商业化落地加速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 8 月 29 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 10.45 亿元，同比增长 4.08%，上半年实现归母净利润 0.45 亿元，同比增 6.09%，实现扣非净利润 0.36 亿元，同比减少 9.89%；2025

年二季度公司实现收入 6.21 亿元，同比增长 3.92%，二季度实现归母净利润 0.53 亿元，同比微增 2.35%，实现扣非净利润 0.46 亿元，同比减少 15.54%。

➤ 事件点评

➤ **整体收入保持平稳增长，盈利能力有所提升。**分区域看，1) 今年上半年中国大陆区实现收入 4.76 亿元，同比增长 4.61%，其中，装备制造行业受下游支出收缩影响整体景气度承压，为此，公司聚焦电子、汽车零部件等相对高景气度细分行业；2) 今年上半年非中国大陆区实现收入 5.69 亿元，同比增长 3.65%，其中，公司在中国台湾地区加速进行 AI 布局，公司已在 ERP、HRM、BI 等系统中导入 AI 数智员工能力，并完成数十家客户签约；与此同时，公司持续把握中企出海和东南亚数智化转型机遇，积极布局产品和服务，推动上半年东南亚市场收入同比增长 60.87%。2025 上半年公司毛利率达 58.32%，较上年同期提高 0.88 个百分点，主要得益于今年以来公司策略性优化业务结构，聚焦高毛利业务推广。在利润端，受益于公司加强费用管控及利用 AI 工具内部提效，上半年期间费用率较上年同期降低 0.77 个百分点。而由于业务结构调整、组织布局及资源投入优化、AI 管理提效等，今年上半年公司净利率达 4.22%，较上年同期提高 0.23 个百分点。

➤ **AI 应用产品矩阵加速拓展，AI 相关收入保持高增。**公司基于鼎捷雅典娜平台，沉淀了汽配、装备、电子、家电、化工等行业的可复制标杆案例，今年上半年公司 AI 收入同比增长 125.91%。目前，公司已将 AI 全面融入四大工业软件产品板块中，其中，1) 研发设计类：今年公司发布了业内首款融入 AI 技术的 PLM 产品全生命周期管理系统，通过多轮验证和迭代，目前已获近百家客户签约、数十家客户成功部署，有效带动 PLM 产品客单价提升；2) 数字化管理类：今年公司发布 AI 智能套件以加速 AI 与 ERP 的融合创新，并推出指令式操作、多模态生单、智能附件、报告助手、敏捷问数等功能；3) 生产控制类：公司将 AI 智能套件融入 MES、WMS 等产品中，实现业务自动化与业务洞察；4) AIoT 类：公司持续融合 AI 技术推进方案产品升级，今年上半年推出 AIoT 指挥中心和工业机理 AI 套件创新方案，实现预测性维护等功能。

➤ 投资建议

➤ 公司作为国内领先的智能制造解决方案提供商，将伴随着下游行业景气度回升而持续增长，同时出海及 AI 将打开中长期成长空间，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.75\0.94\1.16 元，对应公司 9 月 8 日收盘价 50.35 元，2025-2027 年 PE 分别为 67.0\53.8\43.4 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ AI 商业化落地不及预期，宏观经济波动风险，行业拓展不及预期，汇率波动风险。

【公司评论】晋控煤业(601001.SH)：晋控煤业 2025 年半年报点评：二季度环比改善，红利价值和成长空间并存

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- **公司发布 2025 年半年报：**2025 年 8 月 26 日，公司发布半年报。上半年公司实现营业收入 59.65 亿元，同比减少 19.16%；实现归母净利 8.76 亿元，同比减少 39.01%。二季度单季公司实现营业收入 35.41 亿元，同比减少 4.83%，环比增长 46.07%；实现归母净利 3.64 亿元，同比减少 44.55%，环比减少 28.96%。

➤ 事件点评

- **公司二季度煤炭产销改善：**公司上半年完成煤炭产量 1721.91 万吨，同比增长 1.72%；商品煤销量 1329.49 万吨，同比下降 8.01%，销售收入 56.07 亿元。其中塔山矿煤炭产量 1296.92 万吨，商品煤销量 943.39 万吨；色连煤矿煤炭产量 424.99 万吨，商品煤销量 386.10 万吨。其中二季度公司实现原煤产量 935.65 万吨，同比增 10.4%，环比增 19.0%；销售商品煤 803.32 万吨，同比增 7.1%，环比增 52.7%。
- **推进潘家窑矿探矿权及相关资产注入工作，设计产能 1000 万吨/年：**根据电力资讯网《晋能控股集团有限公司潘家窑矿井及选煤厂项目环境影响评价报告招标公告》，潘家窑探矿权资源量 182586.5 万吨，潘家窑井田设计产能 1000 万吨/年。未来潘家窑探矿权注入完成有望助力公司优化资源配置，增强发展后劲。

➤ 投资建议

- 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 15.85/16.68/20.03 亿元，2025-2027 年动态 PE 分别为 13.5\12.9\10.7 倍，公司分红率、股息率仍有提高空间；同时，公司未来成长可期，维持“增持-A”投资评级。

➤ 风险提示

- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；资产注入不及预期风险等。



【公司评论】协创数据(300857.SZ)：协创数据（300857.SZ）：二季度增长超预期，算力租赁业务大幅增长

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 8 月 28 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 49.44 亿元，同比增长 38.18%；上半年实现归母净利润 4.32 亿元，同比增 20.76%，实现扣非净利润 4.20 亿元，同比增 18.59%。2025

年二季度公司实现收入 28.67 亿元，同比高增 57.58%；二季度实现归母净利润 2.63 亿元，同比增长 34.42%，实现扣非净利润 2.54 亿元，同比增长 32.72%。

➤ 事件点评

➤ **上半年服务器再制造及算力服务两大业务贡献主要增量。**得益于算力业务快速发展、服务器再制造资源整合深化以及 AIoT 终端产品与存储业务协同效应显现，今年上半年公司收入保持快速增长。分业务看，1) 数据存储设备：2025 上半年实现收入 18.35 亿元，同比减少 5.27%；2) AIoT 终端：上半年实现收入 8.75 亿元，同比减少 11.61%；3) 服务器周边及再制造：上半年实现收入 8.35 亿元，同比高增 119.49%；4) 智能算力产品及服务：上半年实现收入 12.21 亿元，同比高增 100.00%。今年上半年公司毛利率达 17.61%，较上年同期提高 0.15 个百分点。在利润端，公司费用率保持稳定，今年上半年期间费用率较上年同期降低 0.55 个百分点。而受融资规模扩大导致利息支出大幅增加影响，上半年公司净利率为 8.53%，较上年同期降低 1.45 个百分点。

➤ **公司持续加大服务器资产储备，叠加下游客户拓展，算力租赁业务将成为公司未来主要增长点。**今年以来，公司陆续推动服务器采购，为算力租赁业务提供充足的算力支撑：今年 3 月 8 日，公司公告称拟采购不超过 30 亿元的服务器，并预计于 4 月份交付；今年 5 月 28 日，公司公告拟采购不超过 40 亿元的服务器，并预计于 7 月份交付；在 8 月 16 日，公司再次公告拟采购不超过 12 亿元的服务器。与此同时，目前公司算力服务平台已深度渗透云游戏、云手机、AI 应用、具身机器人、金融等领域，并持续拓展中移国际、优必达等高价值客户群体，算力服务需求持续旺盛。

➤ 投资建议

➤ 公司在传统业务数据存储和 AIoT 终端业务保持稳健增长的同时，作为国内服务器再制造龙头厂商，未来算力云业务等新兴业务有望持续推动公司收入高速增长，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 3.22\5.00\6.71，对应公司 9 月 9 日收盘价 115.01 元，2025-2027 年 PE 分别为 35.74\22.99\17.15，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 技术研发风险，全球化经营风险，原材料价格上涨的风险。

【公司评论】永贵电器(300351.SZ)：永贵电器 2025 半年报点评-25H1 营收稳健增长，积极布局具身智能等新兴赛道

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 近日，永贵电器发布 2025 年中报。2025 年 H1 公司实现营业收入 10.27 亿元，同比+20.65%；归母净利

润为 0.55 亿元，同比-24.90%；扣非净利润为 0.50 亿元，同比-24.44%。



➤ 事件点评

➤ **25H1 增收不增利，持续推进降本增效。**2025H1，公司实现营业收入 10.27 亿元，同比+20.65%，主要得益于轨道交通与工业板块收入同比+50.33%。归母净利润为 5,476 万元，同比-24.90%，主要受三方面因素影响：（1）由于新能源汽车业务营收不及预期，车载与能源信息板块业务毛利率-6.15pct；（2）可转债发行导致财务费用增加约 996 万元；（3）信用减值和资产减值损失合计影响利润 1,062 万元。上半年毛利率为 25.94%，同比-2.24pct；净利率为 6.16%，同比-2.28pct，盈利能力有所承压，随着公司在手订单释放提升产能利用率及持续推进供应链优化等降本措施，盈利能力有望稳步回升。

➤ **新能源车大功率充电技术持续突破。**25H1 新能源汽车业务收入增速放缓，但公司在技术研发和市场布局方面取得重要进展。公司针对新能源重卡等商用车对大功率充电的需求，持续研发应用可支持 600A 及以上电流、1000V 电压平台的液冷充电枪及系统。同时，公司积极应对新能源汽车行业降价压力，通过新厂房及产线投入提升产能利用率，下半年将重点加快新产线产能爬坡，提升市场份额与固定成本分摊能力，助力毛利率修复。

➤ **前瞻布局新兴领域，培育未来增长点。**公司在具身智能与低空经济两大新兴领域展现出前瞻性布局。在具身智能领域，公司已与部分厂商及科研院所建立战略合作并实现连接器产品小批量供货；在低空经济领域，公司深度布局产业链关键环节，把握低空智能网联系统、充电基础设施及核心连接部件的发展机遇。上半年研发投入 8029 万元，研发费用率 7.82%，新增专利申请 47 项（其中发明专利 8 项），累计获得专利授权 770 项，构筑坚实的技术壁垒，为未来业绩增长注入新动能。



➤ 投资建议

➤ 短期，随着公司各业务板块在手订单释放以及降本增效持续推进，公司业绩有望稳中向好；中长期，公司在连接器领域技术储备丰富，随着新能源车高压快充渗透率不断提升，以及低空、具身智能等新兴业务的逐步放量，公司有望打造新的增长极。

➤ 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 24.29、29.02、34.63 亿元；归母净利润分别为 1.02 亿元、1.17 亿元、1.48 亿元，EPS 分别为 0.26、0.30、0.38 元，对应 PE 分别为 66、58、46 倍，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ **毛利率降低风险：**若公司无法通过产品结构优化、供应链降本等措施有效应对，毛利率可能进一步承压，对公司整体盈利能力造成持续冲击。

➤ **新能源业务发展不及预期风险：**新能源汽车行业增速放缓，行业价格战持续，产品降价压力大，公司

新产线产能爬坡进度存在不确定性，若该板块复苏不及预期，将直接影响公司整体业绩表现。

- 行业竞争加剧风险：若其他竞争对手在轨道交通车辆零部件、新能源汽车、特种装备等领域技术突破较快，行业竞争可能会加剧。

【公司评论】万安科技(002590.SZ)：万安科技 2025 年中报点评-上半年营收稳健增长，AEBS 法规推进公司有望充分受益

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 近日，万安科技发布 2025 年中报。上半年公司实现营收 21.65 亿元，同比+14.91%；实现归母净利润为 8517.83 万元，同比-2.13%；扣非净利润 6764.79 万元，同比-3.56%。
- 事件点评
- 25H1 营收实现增长，盈利能力有所承压。2025 上半年，公司营收实现同比+14.91%达到 21.65 亿元。分产品看，气压制动系统实现营收 6.02 亿元，同比小幅-1.47%，主要系商用车市场销量低迷所致；液压制动系统营收达 5.52 亿元，同比增长 34.99%，表现突出；副车架产品营收 7.38 亿元，同比增长 19.72%，成为公司重要增长点。上半年，公司毛利率 16.08%，同比-2.05pct；净利率 4.02%，同比-0.62pct，盈利能力承压主要系下游客户降价所致，随着公司持续推进降本增效，提升产能利用率，盈利能力有望逐步恢复。
- 募投项目顺利推进，持续拓展海外布局。25 上半年公司液压制动系统和副车架产品收入同比+34.99% 和 +19.72%，下游需求旺盛。当前公司积极推进募投项目建设，“年产 50 万套铝合金固定卡钳项目”和“新能源汽车底盘铝合金轻量化建设项目”投资进度分别为 50.54%和 64.52%，预计 2025 - 2026 年陆续投产，随着新产能逐步投产，公司将进一步提升公司在高端制动与轻量化领域的产能与技术优势，为未来业绩增长提供有力支撑。上半年，公司外销收入达 2.31 亿元，同比增长 16.37%，增速高于内销市场。同时公司积极推进海外生产基地布局，25 年 1 月与华纬科技合作在墨西哥设立合资公司，投资 1,050 万美元，持股 35%，从事弹簧、汽车零部件等研发制造；25 年 3 月，再次与华纬科技合作在摩洛哥设立合资公司，投资 1,050 万欧元，持股 35%，建设汽车零部件生产基地。海外基地建设有助于公司进一步拓展海外市场，提升全球供应链能力。
- AEBS 强标法规出台，公司有望充分受益。2025 年 5 月，《轻型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》完成起草，6 月完成公开征求意见，目前进入标准审查阶段。2025 年 6 月，《重型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》开始起草，主要起草单位包括一汽解放、中国汽研、万安科技等。公司产品包括 ABS、EBS、AEBS、ESC、EPB 等，随着后续法规落地，公司有望充分受益。

➤ 投资建议

- 短期，随着公司在手订单及新产能逐步释放，以及 AEBS 政策落地催化，公司业绩有望稳定向上；中长期，公司卡位智能底盘核心赛道，并从制动逐步向全底盘领域拓展，技术积累与客户资源持续形成护城河，同时积极开拓海外市场，有望打开新成长曲线。
- 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 49.82、57.35、66.25 亿元；归母净利润分别为 2.32 亿元、2.75 亿元、3.43 亿元，EPS 分别为 0.45、0.53、0.66 元，对应 PE 分别为 32、27、21 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤

➤ 风险提示

- 市场竞争加剧风险：随着我国汽车产业的发展，国内主要整车企业和汽车制动系统生产企业不断扩大产能，导致市场竞争较为激烈，未来将面临市场份额下降的风险。
- 原材料价格波动风险：汽车生产所需原材料价格波动大，若原材料价格大幅上涨且无法有效传导至产品价格，将压缩公司利润空间。
- 国际贸易环境风险：公司产品出口亚洲，北美和欧洲等多个地区，受全球经济波动，不确定性因素增加，如果国际经济环境发生重大不利变化，中美欧贸易摩擦持续升级，公司将会受到一定的影响。

【公司评论】亚普股份(603013.SH)：亚普股份 2025 半年报点评-多点开花业绩稳健增长，外延并购拓宽发展路径

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 近日，亚普股份发布 2025 年中报。报告期内公司实现营收 43.45 亿元，同比+12.79%；归母净利润为 2.87 亿元，同比+11.82%。扣非净利润 2.85 元，同比+11.88%。

➤ 事件点评

- 多元业务协同发展，营收与利润收获亮眼成绩。2025 上半年，公司实现营收 43.45 亿元，同比+12.79%，主要得益于储能、热管理系统及汽车燃油系统等板块的全面爆发，公司契合市场需求扩张态势，成功拓宽市场版图。实现归母净利润为 2.87 亿元，同比+11.82%。扣非净利润 2.85 元，同比+11.88%。上半年公司毛利率 14.96%，同比-0.98pct，净利率 7.03%，同比-0.11pct。公司成本控制和盈利能力面临压力，随着公司依托智能制造与数字化手段，深耕精益生产，后续有望逐步提高盈利质量。
- 新能源多点开花，海外业务蓬勃。公司在新能源赛道全力冲刺，新能源混动高压油箱收获二十余个项

目定点，预计全生命周期将带来约 900 万只销量，为公司新能源业务注入强大增长动力。在热管理系统领域，成功斩获集成模块项目定点，切入新能源汽车关键领域；电池包系统也取得进展，拿下上壳体及总成项目定点；储氢系统突破国际高端客户，赢得氢能车加注系统订单，不断完善新能源产业布局。同时，公司海外业务高歌猛进，海外子公司的智能制造步伐加快，国际化人才队伍建设强化，传统业务新订单增长迅猛，新业务也实现突破，国际化经营成效显著，有望进一步打开全球市场空间。

- **积极推进产品技术创新与产能布局优化。**在产品技术创新方面，公司加速热管理集成模块技术迭代，提升产品性能；优化电池包壳体轻量化设计，降低产品重量、提高能源效率。产能布局上，国内富余产能转移到海外子公司，实施了多条自动化生产线，大幅提升量产效率。同时，公司为契合插混新能源汽车的快速发展，公司加快高压油箱设备产能布局，对部分传统燃油系统生产线进行自主改造升级，推动公司在新能源汽车零部件领域持续领航。



- **外延并购增强核心竞争力。**2025 年 5 月，公司公告拟收购赢双科技 54.50% 股份。赢双科技是一家专业研发和生产旋转变压器及特种电机产品的高新技术企业。旋转变压器是一种实现位置、速度传感功能的微特电机，是实现高性能电动化的关键核心部件之一，主要用于新能源汽车电驱动系统之中，为新能源汽车电驱动系统的核心传感器。本次收购有望通过产业资源整合，进一步强化公司在新能源汽车关键零部件领域的布局。赢双科技在技术、客户资源、生产布局上与公司形成一定互补，有望助力公司实现业务转型。

➤ 投资建议

- **短期，随着新能源汽车市场的持续增长，公司有望凭借其技术优势、市场拓展能力和战略布局，在新能源汽车零领域保持稳健向上的发展态势。**中长期，随着公司国际化经营逐步迈入收获期，并通过投资并购进一步完善战略布局，公司品牌影响力和市场份额有望不断提升。
- 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 91.23、100.29、109.95 亿元；归母净利润分别为 5.61 亿元、6.25 亿元、6.94 亿元，EPS 分别为 1.09、1.22、1.35 元，对应 PE 分别为 22、20、18 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- **宏观经济和市场环境带来的风险：**若国内外宏观经济不及预期，国内消费疲软，可能影响汽车市场。
- **国际贸易摩擦带来的风险：**西方国家的新能源汽车政策及贸易保护举措影响中国汽车出口，贸易摩擦加剧促使车企调整市场与供应链策略。
- **市场竞争加剧带来的风险：**近年来国内汽车价格战严峻，降本压力势必传至下游供应商，挑战企业运营能力。

【公司评论】华阳股份(600348.SH)：华阳股份 2025 年半年报点评：煤炭量增价减，成长可期-煤炭量增价减，成长可期

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年半年度报告。上半年公司实现营业收入 112.40 亿元，同比减少 7.86%；实现归母净利润 7.83 亿元，同比减少 39.75%。二季度单季公司实现营业收入 54.22 亿元，同比减少 10.24%，环比减少 6.79%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比减少 56.97%，环比减少 68.89%。

➤ 事件点评

- 上半年煤炭量增价减。2025 年上半年，公司原煤产量完成 2,076 万吨，同比增长 11.25%；外购统销煤炭 184 万吨，同比增长 14.28%。商品煤销量 1,928 万吨，同比增长 12.79%。煤炭综合售价 460.84 元/吨，同比降低 19.50%。
- 新能源新材料项目继续推进。钠离子电池正、负极材料项目投资总额约 1.3 亿元，已完工，万吨级钠离子电池正、负极材料项目投资总额约 11.4 亿元，截至 2025 年上半年，厂房工程全部完成；地库墙体砌筑完成，基槽回填土、外墙防水、保护层完成、宿舍楼主体结构完成。钠离子电池电芯项目投资总额约 3.16 亿元，Pack 电池项目投资总额约 0.73 亿元。钠电应急电源通过中国煤炭工业协会专家评审，整体达到国际领先水平。高性能碳纤维项目投资总额约 6.08 亿元，截至 2025 年上半年公辅车间完成单元联调，聚合车间已完成热试车，纺丝车间开展走丝联调，碳化车间继续进行碳化线全线试运行。
- 增量预期叠加中标探矿权，公司煤炭业务接续有保障。公司榆树坡、平舒矿产能提升，叠加七元矿和泊里矿相继进入联合试运转，正式投产后，核定产能将提升至 4500 万吨/年以上，逐步释放产量；公司于 2024 年 8 月 22 日公告以 68 亿元竞得寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，增加煤炭资源约 6.3 亿吨，公司煤炭资源总储量达到近 70 亿吨，且其中大部分为稀缺煤种无烟煤，公司中长期资源保障有力。
- 投资建议
- 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 17.41/21.56/23.46 亿元，2025-2027 年动态 PE 分别为 14.5/11.7/10.8 倍。虽然上半年煤炭价格下滑影响业绩，但公司七元、泊里煤矿合计 1000 万吨产能未来产量不断释放。公司 2024 年竞得于家庄区块煤炭探矿权，有助于提高公司未来发展的资源保障。另外，公司通过稳定分红回馈投资者。维持“增持-A”投资评级。
- 风险提示
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险；新能源项目建设及盈利

不及预期风险等。

【公司评论】山煤国际(600546.SH): 2025 年山煤国际半年报点评: 业绩环比改善, 关注产销比修复

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2025 年半年度报告: 报告期内公司实现营业收入 96.60 亿元, 同比减少 31.28%; 实现归母净利润 6.55 亿元, 同比减少 49.25%。二季度单季公司实现营业收入 51.58 亿元, 同比减少 33.03%, 环比增长 14.56%; 实现归母净利润 4.00 亿元, 同比减少 43.45%, 环比增长 56.91%。

➤ 事件点评

- 产量增加, 二季度煤炭产销环比改善: 2025 年上半年, 公司实现原煤产量 1782.12 万吨, 同比增加 15.86%; 商品煤总销量 1788.35 万吨, 同比下降 14.1%。产量增加主因低基数和公司统筹生产组织调度等原因。尽管二季度煤价下降, 但公司二季度煤炭产销和营收均有所改善, 其中二季度公司自产煤营业收入实现 31.31 亿元, 环比增 19.31%, 销量实现 593.01 万吨, 环比增 34.3%; 贸易煤营业收入实现 18.70 亿元, 环比增 11.83%, 销量实现 432.51 万吨, 环比增 34.62%。
- 高分红承诺, 红利价值可期: 公司承诺 2024-2026 年拟分配股息不少于当年实现的可供分配利润的 60%, 随着未来业绩企稳改善, 公司红利价值仍可期。
- 扩储意愿仍存: 出于资源接续需求, 公司坚持资源扩张战略, 密切关注山西省内探矿权出让机会, 以保障长期稳定的煤炭供应能力。
- 投资建议
- 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 15.13/16.71/19.22 亿元, 2025-2027 年动态 PE 分别为 12.9/11.7/10.1 倍, 考虑公司当前业绩环比改善及红利价值, 给予“增持-A”投资评级。
- 风险提示
- 1) 宏观经济增速不及预期风险; 2) 煤炭产销比修复不及预期; 3) 煤炭价格超预期下行风险; 4) 安全生产风险等。

【山证非银】国海证券 2025 半年报点评-投顾服务体系完善, 投行业务大幅增长

彭皓辰 penghaochen@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 2025 年上半年公司实现营业收入 15.86 亿元，同比增长 15.48%，实现归母净利润 3.70 亿元，同比增长 159.26%。加权平均净资产收益率 1.66%，提升 1.01pct。

➤ 事件点评

- 投行与经纪业务改善显著。公司上半年经纪业务、投行业务实现较大程度改善，其中，实现代理买卖证券业务净收入 5.16 亿元，同比增长 39.79%；实现投行业务收入 0.70 亿元，同比增长 44.66%。资管业务收入 0.90 亿元，小幅下滑 9.20%。投资业务收入 3.57 亿元，小幅下滑 9.08%。
- 持续完善服务体系，投顾与机构研究贡献增长。公司经纪业务践行以客户为中心理念，持续完善产品和服务体系，上半年新增有效户数同比增长 77.92%、新开客户新增资产同比增长 205.76%。完善投顾产品谱系，投顾渗透率提升至 10%，投顾收入同比增长超 2 倍。研究业务进步明显，佣金席位占比由 1.64%提升至 2.39%。
- 投行业务全面回暖，股债承销双增长。权益融资方面，公司以服务广西为出发点，辐射产业链上下游实体企业，上半年完成 IPO 申报 2 单、再融资申报 1 单、辅导备案 2 家，IPO 新增受理排行业第 18 位。债权融资方面，公司上半年成功承销发行债券 25 只，承销规模同比增长 227%，行业排名提升 21 位。
- 自营增加固收配置，股权投资扭亏为盈。公司权益投资持续拓展红利 OCI 股票投资，固定收益投资业务持续改善量化中性策略投资，提高投资收益的稳定性。上半年交易性金融资产达 228.14 亿元，较年初增长 59.88%，其中股票增长 240.95%至 4.75 亿元，债券增长 77.12%至 143.62 亿元。股权投资方面，子公司国海创新围绕医疗健康、新能源、新材料、新一代信息技术、半导体、航空航天等领域开展投资布局，较上年同期扭亏为盈，增长 5335.13 万元。
- 投资建议公司受益资本市场回暖，经纪与投行业务大幅改善，投顾服务体系完善，机构研究业务具备韧性。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.39 亿元、6.39 亿元、7.29 亿元，同比增长 25.93%/18.50%/14.03%，PB 分别为 1.20/1.16/1.10，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- 风险提示
- 金融市场大幅波动，资本市场改革政策推进不及预期，公司出现较大风险事件，业务推进不及预期。

【衍生品研究】齐翔转 2 投资价值分析-C4 产业链龙头，优质平衡型个券

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 齐翔转 2 (128128.SZ):
- AA 级，债券余额 6.79 亿元，仅占发行总额的 22.72%，剩余期限 0.96 年。最新收盘价 123.61 元，转

股溢价率 31.97%，纯债溢价率 14.32%。

- **正股：齐翔腾达（002408.SZ）：**
- **最新总市值 143 亿元，2025E PE 55.5x，PB LF 1.24x。**实控人山东国资委，第一大股东山东能源集团，持股 53.18%，H125 归母净利润 yoy-83.34%。
- **齐翔转 2 主要看点：**
- **C4 产业链龙头，布局 C3 实现纵深发展。**公司在基础化工领域具备龙头地位，主要产品甲乙酮、顺酐、MMA 等规模位居行业前列，已实现对碳四原料各主要组分的充分利用。同时，业务不断延伸，形成了较完善的丙烷-丙烯-环氧丙烷/丙烯酸碳三产业链布局。老旧产能陆续进入退出周期，或改善行业供需。
- **成本端压力缓解，业绩逐季恢复，新材料有望贡献高增长。**依托山东地区丰富的主营炼厂和地炼资源，公司原料供给充足。同时，2025 年以来，丙烷、丁烷价格中枢下移，缓解公司成本压力。公司 Q125、Q225 归母净利润分别 5.40、17.75 百万元，较 Q424 的-1.65 亿元显著改善，并逐季恢复。公司积极布局 MMA 等新材料，MMA 下游产品 PMMA 广泛应用于光学玻璃、光导纤维、防弹玻璃等领域，有望成为公司利润增长点。
- **资产负债率合理，偿债能力充足。**公司 2025 年中期末资产负债率 52.75%，较 23、24 年稳步降低，保持合理水平；账面货币资金 31.10 亿元，剔除受限资金 11.94 亿元，再扣除一年内到期非流动负债 7.65 亿元，覆盖可转债到期兑付金额 7.47 亿元仍然充足。
- **高评级转债稀缺性凸显+临期预期：**考虑利率下行趋势和转债强赎加速等因素，我们预期转债市场供不应求现象将持续。齐翔转 2 评级高、剩余期限短，正股 PB 处历史较低位并有望迎来向上周期，是较优质的平衡型个券。
- **转债合理估值推导**
- **基于山证可转债估值模型，若正股股价不变，不考虑强赎和下修，齐翔转 2 合理估值在 115-118 元。**但考虑目前股市景气度提升，我们认为正股向上概率较高，若股价上涨 10%则可支撑目前估值。
- **风险提示：**国际油价大幅波动；下游需求不及预期；贸易战影响进出口等

【衍生品研究】新券定价——华夏凯盛商业 REIT-首单外资消费 REITs

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **华夏凯德商业 REIT(508091.SH)**
- **产权类消费基础设施 REIT，**底层资产为分别位于广州白云区和长沙雨花区的两座凯盛广场，原始权益

人新加坡凯盛投资，存续期 27 年。

- 广州、长沙项目商业可租赁面积分别 4.88 和 4.33 万平方米，2024 年营收分别 1.65 亿元和 8726 万元，扣资本开支后 NOI 9615 和 5509 万元；Q125 末出租率分别 95.82%和 96.50%，租金收缴率 99.18%和 98.64%。
- 发行情况及发行估值
- 拟发行 4.0 亿份，战配、网下、公众占比 60.11%、27.92%、11.97%，2025/9/4 网下询价，2025/9/9 缴款，预期 10 月上旬登录资本市场。网下有效认购倍数 254.08 倍，由此推算中签率 0.39%。发行价 5.718 元，询价区间 81.8%分位。
- 评估机构戴德梁行，广州、长沙项目估值分别 18.0 和 7.69 亿元（合计 25.67 亿元），折现率 6.00%和 6.75%，低于 7.0%或以上的同类水平。根据评估敏感性测算，调整后资产价值约 23.56 亿元，发行价 P/NAV 0.97 倍。
- 今明两年可供分配金额预测分别 1.01 亿元（年化）和 1.04 亿元，预测年化派息率分别 4.71%和 4.84%，发行价对应年化派息率 4.85%和 4.99%，对应 22.10 倍 2026E P/FFO。
- 新券二级市场估值推导
- 目前已上市产权类消费基础设施 REITs 共 9 只，过去三个月平均 P/NAV 中位数 1.54 倍，P/FFO 中位数 26.13 倍，派息率 TTM 中位数 3.83%。
- 目前民企、外资发行的 5 年期企业债券到期收益率平均 2.29%。考虑期限利差（+135bps），可参考纯债收益率 3.64%。
- 考虑到目前凯盛两项目出租率略低于 97.8%的同类平均水平，我们认为凯盛 REIT 上市后估值水平或略低于同类平均。参考可比 REITs 和纯债，我们认为合理区间为 6.24-7.01 元，较发行价高 5-18%。
- 风险提示：消费下行，竞争加剧，运营效率不佳，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

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

