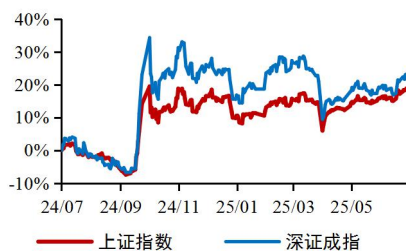


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 7 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	3,472.32	0.32
深证成指	10,508.76	-0.25
沪深 300	3,982.20	0.36
中小板指	6,590.53	-0.21
创业板指	2,156.23	-0.36
科创 50	984.80	-0.01

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【山证煤炭】煤炭行业 2024 年报及 2025 年一季报综述：-盈利能力尚可，红利价值仍有交易空间

【行业评论】通信：周跟踪（20250623-20250629）-——再论昇腾 cloudmatrix384 创新性，算力板块迎来业绩情绪双击

【公司评论】大全能源(688303.SH)：大全能源点评报告-在手现金充裕，供给侧改善预期增长

【公司评论】聚灿光电(300708.SZ)：聚灿光电公司点评-公司业绩稳健增长，股份用途变更+股权激励彰显长期发展信心

【今日要点】

【山证煤炭】煤炭行业 2024 年报及 2025 年一季报综述：-盈利能力尚可，红利价值仍有交易空间

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- **行业基本面观察：**2024 年国内煤炭供需宽平衡，内产先抑后扬，进口全年超预期；需求则受宏观经济及能源转型影响增速不足，煤炭价格中枢回落。2024 年全国煤炭产量实现 47.59 亿吨，较去年同比上涨 2.16%，全年煤炭产量增加 1.01 亿吨。晋陕蒙新四省（区）实现原煤产量合计 38.9 亿吨，占全国产量 81.7%，同比 2023 年提高 0.4 个百分点，尤其新疆地区大型煤炭基地建设加快，产能增加较快，2024 年“疆煤外运”突破 1.3 亿吨，成为内地煤炭市场的主要增量，对煤炭市场供需影响较大。受国际煤炭贸易利润导向影响，中国煤及褐煤进口量实现 5.43 亿吨，同比高位增加 14.39%。2024 年，我国火电发电量实现 63438 亿千瓦时，同比增长 1.80%，增速降低主要受来水偏丰影响，水电及新能源对火电形成一定的替代，火电发电量占比 67.36%，同比降低近 2.59 个百分点。2025Q1 火电发电量 15327 亿千瓦时，同比降低 4.37%；广州港山西优混库提价均价 730.56 元/吨，同比降低 19.51%。
- **报表总结：**2024 年样本公司煤炭产增销减，同时，受煤价下行及成本刚性影响，板块归母净利同比回落。但市值管理得到重视，煤炭板块分红比例进一步提高。2025Q1 煤价弱势震荡，归母净利润同比也有所回落。2024 年煤炭上市公司产量同比继续增长，但因 2024 年上半年山西限产影响，整体产量增速明显降低。25 家样本煤炭上市公司合计实现煤炭产量 12.09 亿吨，同比增长 0.62%，增幅较上年降低 6.41 个百分点；实现煤炭销量 12.56 亿吨，同比变化-0.57%。25 家样本煤炭上市公司煤炭销售价格（算数平均）为 622 元/吨，同比-7.54%；吨煤成本全年平均 368.86 元/吨，同比变化+0.03%。平均吨煤毛利（简单平均）为 253.26 元/吨，同比-16.71%。平均吨煤净利为 92.49 元/吨，同比-21.48%。2024 年 25 家样本公司合计分红金额（已宣告，含回购）879 亿元，同比减少 14.99%；分红总额占归母净利润的比例约为 60.82%，同比继续提高 2.29 个百分点。剔除神华后的 24 家公司合计分红金额 430 亿元，同比降低 26.51%，分红比例约为 50.08%，同比提高 0.07 个百分点。2024 年中信二级行业煤炭开采及洗选板块整体资产负债率 44.53%，同比降低 0.25 个百分点；2025Q1 板块整体资产负债率 44.10%，同比继续下降 0.66 个百分点，资产结构进一步改善。
- **指标排名：**煤炭产、销量以增为主，营收及盈利普遍回落。2024 年煤炭上市公司产、销量区域不平衡，山西地区普遍降低。除山西外，安全形势一般且资源禀赋较差的地区，煤炭公司产销量也受到影响。2025 年以来，山西省由于低基数原因，上市公司的煤炭产销量预计将有所恢复，但煤炭价格中枢回落对煤炭产销也有一定的影响，预计资源禀赋较差、采掘成本较高的公司煤炭产销量将继续下滑。2024 年，产量和销量增幅在 5%以上的公司分别为 5 家和 4 家，同比明显减少。产量增幅最大的 5 家公司分别为兖矿能源、上海能源、大有能源、昊华能源和永泰能源；销量增幅最大的前 5 家公司分别为开滦

股份、兖矿能源、昊华能源、永泰能源和陕西煤业。从营业总收入增长幅度来看，2024 年增幅为正的公司仅有两家昊华能源和陕西煤业；2025Q1 仅有一家为昊华能源，主要因产能释放，以量补价导致。2024 年归母净利润为正且实现同比正增长的有郑州煤电、新集能源和陕西煤业；2025Q1 增幅排名靠前且盈利为正的公司仅有陕西煤业。

- **投资策略：**2024 年，市场对煤炭板块业绩走低有预期，但头部公司通过降本增效，以量补价等措施，业绩实际表现好于预期。2025Q1 煤炭价格中枢有所降低，煤炭公司业绩普遍下台阶。但考虑高成本煤矿进入亏损区间，增产乏力，预计后期国内煤炭生产供给增速将继续降低，同时，临近夏季备库需求释放，叠加关税环境改善，非电需求底部抬升；内外贸价格继续倒挂下，进口煤增速或将回落，国内动力煤价格进一步下跌空间不大，双焦价格弹性仍存。资金面来看，降准降息释放流动性，保险等长期资金入市大势所趋，叠加龙头煤企业绩尚可且日益重视投资者回报，向市场传递信心，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。风险提示：经济衰退；供给释放超预期；进口超预期；海外煤价大幅下跌；安全、环保风险及其他扰动因素。

【行业评论】通信：周跟踪（20250623-20250629）-——再论昇腾 cloudmatrix384 创新性，算力板块迎来业绩情绪双击

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- 1) 近期华为联合硅基流动发布 Cloudmatrix384（以下简称 CM384）技术论文，软硬协同实现推理效率大幅提升
- 1.1 全对等互联 UB 总线架构充分利用内存池概念，将通信时延影响下降到最低。CM384 中 384 个 NPU 和 192 个 CPU 均通过 UB 交换机连接，节点间通信性能接近节点内通信性能，从而可令 384 卡拥有全局可寻址的计算和内存能力，从而促使统一的资源池化和高效的工作负载安排。UB 网络采用 clos 架构设计，16 个机架中的 L1/L2 层交换机形成二层无阻塞网络，确保任意两个 NPU/CPU 间通信带宽恒定。CM384 还引入了 AIV 直连机制，可以通过 UB 网络写入远程 NPU 内存，跳过 SDMA 中转，使得 NPU 启动延迟大幅下降。

- **1.2 CM384 集成三个独特但互补的网络平面，可以适配细粒度的工作任务调配。**其中一个为 UB 平面，全拓扑架构连接 384 个 NPU 和 192 个 CPU，每台 NPU 提供 392GB/s 的单向带宽，UB 能够实现高效细粒度并行策略例如 TP 和 EP，并且能快速点对点访问池化内存，对于高效缓存模型权重和键值权重至关重要。第二个是 RDMA 平面，采用融合 RDMA (RoCE) 技术，每个 NPU 提供 400Gbps 带宽，关键功能包括推理中 prefill 和 decoder NPU 间高速传输 KV cache、RDMA 分布式训练推理。第三个是 VPC 平面，通过高速网卡将 CM384 连接到更广泛的数据中心网络，每个节点 400Gbps 单向带宽，VPC 负责处理管理和控制平面操作、访问持久化存储以及来自 CPU 驻留工作负载的外部服务通信。
- **1.3 CANN 软件栈深度优化，华为云运行 deepseek 效率超 H800。**华为云基础设施软件栈包括了 MatrixResource (资源分配管家)、MatrixLink (网络通信管家)、MatrixCompute (逻辑节点管家)、MatrixContainer (容器部署管家) 以及 ModelArts (AI 全流程管家)。华为通过 CANN 软件栈充当中间软件层，实现高级 AI 框架与昇腾 NPU 低级硬件接口的高效集成，使昇腾开发者能够以最小的代码更改利用昇腾硬件，对标 CUDA+GPU 实现接近峰值的设备性能。根据论文实测数据在 DeepSeekR1 Prefill 阶段，在同样的 batchsize 下，H800 的每卡每 TFLOPS tokens 吞吐为 3.96，而 CM384 为 4.45；decode 阶段 H800 为 1.17，CM384 为 1.29。
- **1.4 从未来昇腾演进方向看投资机会。**论文认为，统一 VPC 和 RDMA 平面、更大规模的超节点、CPU 的物理分解和池化是昇腾集群未来进化的主要方向。我们认为，CM384 创新二层交换超节点架构带来了高速铜连接模组组增量和光模块的大幅新增需求，下一代产品单卡带宽有望继续大幅增长，高速连接器差分对需求增加、光模块 400G 有望升级 800G。同时超节点规模的进一步扩大将会给 MPO 高密度布线和 OCS 交换机带来确定性机会，尤其是 OCS 交换机在处理千卡规模超节点时成为业内公认技术路线，谷歌的 TPU 部署已具备成功经验。同时，CPU 的物理分解和池化可能将 NPU 机柜密度进一步提升有利于液冷和高功率电源的渗透。
- **2) 算力板块 Q2 业绩展望乐观，市场情绪缓和下市场迎来重要做多窗口**
- 在上周举办的 GTC 巴黎峰会上，英伟达宣布，法国、意大利、英国等区域技术与云供应商 Dmyn、Mistral AI、Nebius、Nscale 将为主权 AI 部署超过 3000EFLOPS 的 Blackwell 系统。在德国，英伟达正为欧洲制造商如西门子打造全球首个工业 AI 云，将由 DGX B200 系统和搭载 1 万个 GPU 的 RTX PRO 服务器提供支持，这些工业 AI 云将运行工业设计仿真、工业自动运维、数字孪生、自动驾驶和机器人训练等。随着特朗普政府废除“AI 出口分级政策”，主权 AI 以及各行业垂类应用成为接棒北美投资的重要市场。
- 我们建议关注 ORACLE、xAI、mistral 等算力产业链；同时我们认为，AI 下沉市场部署刚刚开始，建议重视边缘计算和端侧设备机会，比如基于 CX8 PCIE 交换机的推理服务器、DGX Spark AI 盒子等在产业链的映射标的。
- **3) 东山精密公告拟收购索尔思光电，光模块主力上市公司再添新成员。**

- 根据芯智讯援引《经济日报》报道，鸿海最新一代 GB300 服务器已在测试中，下半年有望出货，由于与 GB200 架构相似，鸿海预期 GB300 量产爬坡更为顺利，今年云端网络业绩将逐季成长。而另一家系统厂商广达 GB200 机柜第二季度已放量出货，GB300 正在测试与客户验证阶段，预计 9 月出货，CSP 大厂对 GB300 需求火热，下半年 AI 服务器出货量预期大幅增长。英伟达系统厂商出货反馈显示，算力链相关的光模块、铜连接、PCB 等有望实现逐季环比业绩增长，而各类大模型应用 API 调用量屡创新高也打消了投资人对 2026 年市场需求的顾虑。我们认为，光模块和铜连接作为 AI 芯片的超线性增长配套成长属性依旧强劲，建议同时把握业绩释放和新技术事件催化（如 CPO OCS）双重投资机会。
- 建议关注：昇腾产业链：华丰科技、华工科技、光迅科技、光库科技、英维克、兴森科技、生益电子、南亚新材；光模块：中际旭创、新易盛、天孚通信、联特科技、腾景科技、东山精密；铜连接：沃尔核材、鼎通科技、奕东电子、鑫科材料、新亚电子、兆龙互连。
- **市场整体：**本周（2025.6.23-2025.6.27）市场整体上涨，创业板指数涨 5.69%，申万通信指数涨 5.53%，深圳成指涨 3.73%，科创板指数涨 3.17%，沪深 300 涨 1.95%，上证综指涨 1.91%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为 IDC（+8.70%）、光模块（+7.92%）、设备商（+7.65%）。从个股情况看，和而泰、光迅科技、光环新网、新易盛、三旺通信涨幅领先，涨幅分别为+16.77%、+12.84%、+12.26%、+11.97%、+11.61%。中国电信、中国移动、博创科技、东土科技、宝信软件跌幅居前，跌幅分别为-1.90%、-1.68%、-0.90%、+1.78%、+2.18%。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【公司评论】大全能源(688303.SH)：大全能源点评报告-在手现金充裕，供给侧改善预期增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议召开，会议强调纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
- **事件点评**
- **供给侧改革预期增强，产能有望有序退出。**6 月 29 日，人民日报头版推出金社平文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》指出，要深化要素市场化配置改革，主动破除地方保护、市场分割和“内卷式”竞争。当前光伏全产业链基本均处于亏损状态，已看到行业基于自律的主动产能管控。官媒和高层会议连续发声强调反内卷，深化供给侧改革的预期增强，预计后续落后产能有望有序出清。从硅

料端来看，头部硅料企业有望或充分受益。

- **短期业绩承压，在手现金充裕。**2024 年，公司实现营业收入 74.1 亿元，同比-54.6%；实现归母净利润-27.2 亿元，同比-147.2%。2025 年 Q1，公司实现营业收入 9.1 亿元，同比-69.6%，环比-35.5%；实现归母净利润-5.6 亿元，同比-268.8%，环比+65.5%。截至 2025 年一季度末，公司货币资金 31.0 亿元，交易性金融资产 12.2 亿元，合计 43.2 亿元，现金储备充裕；此外，公司无长期借款和短期借款，财务稳健、资金安全性高。
- **主动降低产量，加大库存消化力度。**2024 年全年，公司多晶硅生产量为 20.5 万吨，实现销售量 18.1 万吨；单位售价 40.68 元/kg，单位成本 46.44 元/kg，单位现金成本 38.82 元/kg。2025 年 Q1，多晶硅供需矛盾仍然突出，成本倒挂现象普遍，公司主动减产推动库存去化。2025 年 Q1，公司多晶硅产量为 2.48 万吨，同比-60.2%，环比-27.5%；销量为 2.8 万吨，同比-48.1%，环比-33.6%；单位售价 31.77 元/kg，单位现金成本 36.82 元/kg，开工率下降对成本造成一定影响。公司预计 2025 年 Q2 公司产量 2.5-2.8 万吨，2025 年全年产量 11-14 万吨。
- **投资建议**
- **公司作为硅料行业第一梯队企业，具有穿越周期的能力。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 -0.74/0.45/1.04，对应公司 7 月 3 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为-31.4/51.3/22.4，首次覆盖，给予“买入-B”评级。
- **风险提示**
- **包含但不限于以下风险：**
 - 1、行业自律不及预期：当前多晶硅行业库存水平较高，供需矛盾较为突出，若多晶硅企业自律减产不及预期或供给侧改革进度不及预期，或对多晶硅价格产生负面影响。
 - 2、下游需求不及预期：国内需求受组件价格、消纳等因素影响，海外需求受各国关税等政策影响，若下游需求不及预期会对公司业绩产生负面影响
 - 3、原材料价格波动风险：公司原材料主要为工业硅，工业硅价格波动会影响公司成本，从而对盈利造成影响。

【公司评论】聚灿光电(300708.SZ)：聚灿光电公司点评-公司业绩稳健增长，股份用途变更+股权激励彰显长期发展信心

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- 2025 年 6 月 17 日，聚灿光电发布《关于变更回购股份用途并注销暨减少注册资本的公告》，公告披露，公司拟注销回购专用证券账户中的股份 3283.17 万股，注销完成后公司的总股本将由 6.80 亿股变更为 6.47 亿股，注册资本将由 6.80 亿元变更为 6.47 亿元。同日，公司发布《2025 年限制性股票激励计划（草案）》，公告披露，拟向激励对象授予限制性股票总计 1000 万股，占公告日公司股本总额的 1.47%，首次授予激励对象总人数为 252 人，为公告时在公司任职的董事、高级管理人员和核心骨干员工。
- **事件点评**
- 将已回购且尚未使用的股份用于注销并相应减少注册资本，彰显了公司对未来发展信心及公司强大的财务实力。基于对公司未来发展的信心和对公司长期价值的认可，增强投资者对公司的投资信心，公司拟对回购专用证券账户中已回购且尚未使用的 3283.17 万股股份用途进行变更，将“在规定期限内出售”变更为“用于注销并相应减少注册资本”。同时，这一举措也有助于提升公司的每股收益、净资产收益率等财务指标，使公司的财务状况更加稳健，增强公司的盈利能力和竞争力。
- 公司发布股权激励草案，和公司未来三年业绩增长目标相结合，彰显公司长期发展信心。激励计划草案拟向激励对象授予限制性股票总计 1000 万股，占草案公告日公司股本总额的 1.47%。其中，首次授予 804.5 万股，占拟授予总量的 80.45%。首次授予激励对象总人数为 252 人，为本激励计划草案公告时在公司（含全资子公司）任职的董事、高级管理人员和核心骨干员工。首次授予部分限制性股票的授予价格为 5.68 元/股。首次授予限制性股票考核与公司未来三年业绩指标相结合，以 2022-2024 年营业收入平均值为基数，2025/2026/2027 年营业收入增长率目标值分别为 34%/40%/46%，业绩高增长目标表明公司对未来业绩高增长的野心和信心，同时，股权激励也有助于公司吸引和留住优秀人才，促进公司长期稳定发展。
- 公司业绩稳定增长，红黄光打开成长空间。公司业绩持续稳定增长，2024 年公司实现营收入 27.60 亿元，同比增长 11.23%，实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 61.44%。2025 年 Q1 公司实现营收 7.31 亿元，同比增长 21.80%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 27.72%。目前蓝绿光满产，红黄光 10 万片产能在快速爬坡，今明后年，蓝绿高阶产品持续升级，红黄光产能释放和带动蓝绿光协同有望大幅增厚公司利润。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.41\0.53\0.64，对应公司 7 月 2 日收盘价 11.93 元，2025-2027 年 PE 分别为 29.4\22.4\18.5，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 下游终端需求不及预期；募投项目产能消化风险；行业技术更新风险；市场竞争加剧风险。

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

