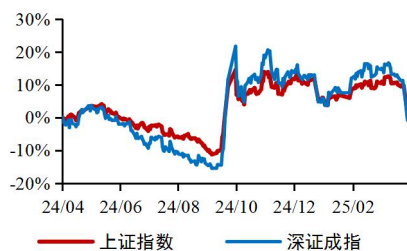


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 8 日 星期二

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	3,096.58	-7.34
深证成指	9,364.50	-9.66
沪深 300	3,589.44	-7.05
中小板指	5,930.53	-8.10
创业板指	1,807.21	-12.50
科创 50	924.17	-9.22

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】

➤ 【行业评论】太阳能：行业周报（20250331-20250406）-2 月光伏利用率为 93.4%，产业链价格维持结构性上涨

【山证煤炭】行业周报（20250331-20250404）：-国际关税争端加剧，关注提振内需预期

【公司评论】中控技术(688777.SH)：中控技术（688777.SH）：海外市场加速拓展，工业 AI 进展迅速

【固定收益】3 月固定收益月报-震荡调整结束，债市仍有上涨空间



【今日要点】

【行业评论】太阳能：行业周报（20250331-20250406）-2 月光伏利用率为 93.4%，产业链价格维持结构性上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **中共中央、国务院发文：完善新能源就近交易价格政策：**4 月 2 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布关于完善价格治理机制的意见。文件提出，完善新能源就近交易价格政策，优化增量配电网价格机制。健全跨省跨区送电市场化价格形成机制。加快完善电网代理购电制度，推动更多工商业用户直接参与市场交易。
- **美国：对全球贸易伙伴征收“对等关税”：**2025 年 4 月 3 日，美国政府宣布对美国的全球贸易伙伴征收“对等关税”，其中对中国大陆征收的关税税率为 34%，对越南、泰国、印度征收的关税税率分别为 46%、36%、26%。
- **全国新能源消纳监测预警中心：2025 年 2 月光伏利用率为 93.4%：**4 月 2 日，全国新能源消纳监测预警中心发布《2025 年 2 月全国新能源并网消纳情况》。数据显示，2025 年 2 月，全国风电、光伏的利用率分别为 92.9%、93.4%；2025 年 1-2 月，全国风电、光伏的利用率分别为 93.8%、93.9%。
- **国家能源局：2025 年 2 月全国新增建档立卡光伏发电项目 4000 个：**3 月 31 日，国家能源局发布关于 2025 年 2 月全国新增建档立卡新能源发电（不含户用光伏）项目情况的公告。2025 年 2 月，全国新增建档立卡新能源发电（不含户用光伏）项目共 4054 个，其中风电项目 47 个，光伏发电项目 4000 个（集中式光伏发电项目 102 个，工商业分布式光伏发电项目 3898 个），生物质发电项目 7 个。
- **国家能源局：印发《可再生能源绿色电力证书核发实施细则（试行）》征求意见：**3 月 31 日，国家能源局综合司发布关于征求《可再生能源绿色电力证书核发实施细则（试行）》（征求意见稿）意见的通知。文件指出，对风电、太阳能发电、生物质发电、地热能发电、海洋能发电等可再生能源发电项目上网电量，以及 2023 年 1 月 1 日（含）以后新投产的完全市场化常规水电机组上网电量，核发可交易绿证。对项目自发自用电量、离网项目可再生能源发电电量和 2023 年 1 月 1 日（不含）之前投产的常规水电机组上网电量，核发不可交易绿证，绿证随结算电量划转。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 40.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 38.0 元/kg，较上周持平。本周多晶硅企业成交数量较少，大多数企业订单暂未落地，N 型硅料有 4 家企业成交。目前下游观望态度较为显著，采购积极性不高。硅料企业去库存意愿较为显著，但受行业 40 万吨库存影响，部分企业出货压力较大。3 月 28 日缅甸地震对我国云南、四川地区单晶拉棒产能造成一定影响，

部分多晶硅订单也随之出现了交付延后现象，4月多晶硅去库有速度放缓预期，预计短期价格持平。

- **硅片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较上周持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.3 元/片，较上周上涨 8.3%；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.55 元/片，较上周上涨 6.9%。缅甸发生地震，云南、四川产能因断线、闷锅甚至炸炉等异常状况，导致短期停产。根据 SMM 统计，地震对 3 月拉晶产量影响约为 1.8GW-2.2GW，对 4 月硅片排产影响中性预估约在 3-3.4GW。多家硅片厂商暂停发货，并启动重新议价流程，预计短期硅片价格上涨。
- **电池片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.31/W，较上周持平；TOPCon 电池片均价为 0.310 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 1.6%；182*210mm N 型电池品价格为 0.34 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。政策带动电池片近期需求上升，且本周硅片价格上涨为电池片厂家涨价提供支撑，预计短期电池片价格仍有上行空间。
- **组件价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较上周持平；182mm TOPCon 双玻组件价格 0.75 元/W，较上周上涨 1.4%。430+531 影响下，终端电站项目和分布式项目抢装，下游用户采购较为积极，国内外订单跟进，需求持续好转。头部组件厂家出货良好，库存普遍降至低位。根据各厂家在手订单，预计 4 月产量环比增幅约 17%，短期内预计价格有望持续上行。
- **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 22.0 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 14.0 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；供给侧改善方向：福莱特；海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、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、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。
- **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。

【山证煤炭】行业周报（20250331-20250404）：-国际关税争端加剧，关注提振内需预期

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点**
- **动态数据跟踪**
- **动力煤：**供需转淡，内贸煤价格趋稳。本周产地煤矿生产维持正常水平。需求方面，气候偏暖，

居民用电进入淡季，电厂整体负荷季节性回落，电煤日耗较弱；下游复工及基建仍有待提高，工业原料用煤需求维持刚需；港口疏港推进，本周煤炭调入小于调出，港口煤炭库存继续降低，综合影响下，港口煤价继续小幅下行。展望二季度，关税不确定性影响外需，国内稳经济政策或将继续出台，非电用煤需求预计继续恢复增长；同时，海外煤价企稳，煤炭关税、贸易政策剧变，预计国内进口煤仍存变数，2025 年国内动力煤价格中枢继续下降空间不大。截至 4 月 3 日，环渤海动力煤现货参考价 676 元/吨，周持平；广州港山西优混 720 元/吨，周持平；欧洲三港 Q6000 动力煤 760.28 元/吨，周变化+5.67%。4 月 3 日，环渤海九港合计煤炭库存 3031.10 万吨，周变化-0.45%；本周环渤海港口日均调入 193.20 万吨，调出 206.00 万吨，日均净调出+12.80 万吨。

➤ **冶金煤：**下游旺季预期，冶金煤或将企稳。煤矿冶金煤生产供应维持正常。需求方面，下游复工复产导致钢材表需恢复，高炉开工、铁水产量提高，但国际关税政策变化影响外需预期，叠加地产弱势，钢材价格低位震荡，冶金煤价格仍然偏弱；后期宏观政策利好兑现，下游需求预期有望继续改善，同时，铁水产量、高炉开工率稳定，下游冶金煤库存处于历年低位，冶金煤价格价格中枢进一步下降空间不大。截至 4 月 3 日，京唐港主焦煤库提价 1380 元/吨，周持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1180 元/吨，周变化+9.26%；日照港喷吹煤 1013 元/吨，周持平；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 184.00 美元/吨，周变化+0.27%。

➤ **焦、钢产业链：**焦炭价格止跌，关注需求恢复。本周黑色产业链下游有所恢复，“金三银四”需求旺季临近，但在关税政策影响下，外需预期偏弱，焦炭价格仍显弱势，但宏观预期有望继续落地，外贸不振或提高内需刺激预期，基建、地产施工高峰期临近，钢材需求刚性仍存，叠加低利润率下焦炭供给收缩预期，而焦煤价格相对仍强势，成本支撑下焦炭价格预计下降空间不大。截至 4 月 3 日，天津港一级冶金焦均价 1480 元/吨，周持平。中国螺纹钢平均价格 3354 元/吨，周变化-0.36%。

➤ **煤炭运输：**淡季需求减弱，沿海煤炭运价降低。本周电煤需求较弱，前期集中拉运后，煤炭补库需求减弱，运输市场转淡，沿海煤炭运价继续回落。截止 4 月 3 日，中国沿海煤炭运价指数 704.42 点，周变化-6.28%。4 月 4 日，环渤海四港货船比 30.9，周变化+43.06%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ 本周煤炭板块随大盘回调，跑赢沪深 300 指数；中信煤炭指数周四收报 3325.20 点，5 日涨跌幅变化 -1.03%。子板块中煤炭采选 II (中信)5 日涨跌幅变化-0.65%；煤化工 II (中信)指数 5 日涨跌幅变化-4.74%。煤炭采选个股回调为主，中国神华、冀中能源和中煤能源涨幅为正；煤化工个股回调为主，山西焦化和金能科技跌幅较小。

➤ **本周观点及投资建议**

➤ 煤价供给端基本维持稳定，煤价进入长协基准价区间，或遇较强支撑；国际关税争端加剧，稳内需需求增加，宏观经济利好有望继续出台，下游基建需求存改善预期；且冶金煤库存处于历年低位，双焦价格后期弹性仍存；进口方面，内外贸价差缩小，动力煤进口或存变数，预计价格进一步下降空间不

大。资金面来看，龙头煤企业绩超预期，向市场传递信心，保险等长期资金入市大势所趋，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：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】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。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】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西北部】、【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】。

➤ 风险提示

- 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。



【公司评论】中控技术(688777.SH)：中控技术（688777.SH）：海外市场加速拓展，工业 AI 进展迅速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 3月31日，公司发布2024年年报，其中，2024全年公司实现收入91.39亿元，同比增长6.02%；全年实现归母净利润11.17亿元，同比微增1.38%，实现扣非净利润10.38亿元，同比增9.51%。2024年第四季度公司实现收入28.02亿元，同比减少4.73%；第四季度实现归母净利润4.00亿元，同比减1.98%，实现扣非净利润3.82亿元，同比微增1.12%。

➤ 事件点评

- 业务结构调整推动毛利率持续提升，控费效果显著带动利润增长。分产品看，受益于控制系统设备更新政策，公司工业自动化及智能制造相关产品整体景气度较好，2024年控制系统（控制系统及控制系统+仪表）实现收入37.33亿元，同比增长7.87%，工业软件（工业软件及控制系统+软件+其他）实现收入26.53亿元，同比增20.70%，仪器仪表实现收入6.43亿元，同比增3.48%。分行业看，得益于下游需求持续增加，公司优势行业石化和化工全年收入分别增长10.59%和5.89%，而随着公司重点挖掘油气等新兴行业需求，2024年油气行业收入增长47.84%。同时，2024年以来公司毛利率持续提升，全年毛利率达33.86%，较上年同期提高0.68个百分点，主要是由公司进行战略调整并剥离部分低附加值业务所致。在利润端，随着公司全面深化数字化转型，运营管理能力持续提升，2024年公司期间费用率较上年同期降低1.01个百分点。2024年公司税后GDR汇兑收益为0.25亿元，小于上年同期的1.06

亿元，而剔除 GDR 汇兑损益后公司实现归母净利润 10.92 亿元，同比增长 9.60%，实现扣非净利润 10.12 亿元，同比增长 20.26%。

- **海外本地化运营能力进一步提升，国际市场加速开拓。**2024 年公司海外业务实现收入 7.49 亿元，同比增长 118.27%，占主营业务收入约 8.25%。公司着力布局东南亚、中东、中亚、欧洲、美洲、日本等地区，已在新加坡、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦、加拿大、日本等国家设立 21 家子公司，2024 年公司在泰国、加拿大、马来西亚、哈萨克斯坦、印尼新设了 5 家 5S 店，并且中控国际运营公司已在新加坡正式开业，公司的海外本地化运营能力进一步提升。与此同时，公司持续突破海外市场，2024 年新签海外合同 13.55 亿元，同比增长超 35%，并与沙特阿美、印尼国家石油 Pertamina、马来西亚国家石油 Petronas 等头部客户持续深化合作，其中，2024 年公司实现沙特市场首个 DCS 项目应用突破，并取得 Pertamina 集团 CSMS 最高级别等级认证并中标其液化天然气（LNG）罐区储罐项目。
- **工业 AI 领域进展迅速，TPT 大模型持续落地，机器人业务线正式建立。**具体来看：1）2024 年 6 月公司重磅推出流程工业首款时序大模型 TPT，目前已在万华集团、中国石化镇海炼化等 40 多家客户取得突破性应用，涉及氯碱、热电、石化等工厂及装置场景，帮助客户达成系统自控率 95%以上，并实现 50%以上的效率提升；2）2024 年公司机器人业务实现 0 到 1 的突破，全年实现收入 0.56 亿元，新签订单 1.67 亿元，目前已突破沙特阿美、日本三菱、泰国石油 PTT、马来西亚恒源石化 HRC 等国际高端客户，并成功中标沙特阿美 MultifunctionRobot、安徽翔晟新材料智慧物流、镇海炼化智能巡检等项目。
- **投资建议**
 - 公司作为国内流程工业制造领军者，快速开拓海外市场，有望带来业绩的持续增长，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.67\1.95\2.21，对应公司 4 月 3 日收盘价 52.38 元，2025-2027 年 PE 分别为 31.40\26.81\23.71，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
 - 研发进展不及预期，核心人才流失风险，市场竞争加剧风险，海外市场经营风险。

【固定收益】3 月固定收益月报-震荡调整结束，债市仍有上涨空间

王冠军 wangguanjun@sxzq.com

【投资要点】

- **观点展望**
- 3 月上旬，在政策变动、权益市场走强、部分资金获利了结等多重因素影响下，债市出现较大回调，10Y/30Y 国债收益率出现明显上升；而在 3 月下旬，长端利率的定价修复叠加央行的流动性投入，10/30Y 国债收益率有所回落，债市企稳止跌。

- 从政策上面看，3月6日的经济主题记者会上央行提出“择机降准降息”，短期内对市场预期产生扰动；从资金面上看，3月央行MLF月度净投放由2024年7月以来首次转为正值；从经济基本面上看，3月份公布的2月经济数据显示经济修复成色仍有不确定性，市场对于未来经济复苏的斜率仍存疑虑。多重因素的共同影响下，3月长端利率走势先升后降，预计后续长端利率将继续震荡走低，十年期国债收益率或将下至1.7%。
- 需要额外注意的是，3月央行宣布对MLF操作机制进行重要调整，从原有的单一利率招标模式，转变为“固定数量、利率招标、多重价位中标”方式。此次改革意义重大，首先MLF利率的形成由7天逆回购利率加点转变为竞标，表示其政策属性被彻底剥离，这使其能更好地反映资金的成本，在当前社会总需求不足的背景下，MLF利率的下行速度与幅度或将得到强化，带动社会资金成本的进一步下降。其次，多重价位中标的竞标方式有利于满足不同金融机构对于资金的差异化需求，从而增强金融机构的流动性管理能力。
- 根据我们的利率互换降息模型，3月利率互换曲线隐含的一年内政策利率的降息幅度预期仍在20-30bp，降息预期与2月相比变化不大，一定程度上表明利率互换市场对未来降息仍保持较为稳定的预期，由此推断十年国债的中枢在1.7-1.8%是比较合理的水平。
- 资金市场
- 公开市场操作方面，3月公开市场资金投放41513亿元、回笼45100亿元，净回笼3587亿元。央行3月未开展公开市场国债买入操作，买断式逆回购规模为8000亿元，其中，3个月（91天）操作量为5000亿元，6个月（182天）操作量3000亿元。3月国库现金定存募入1500亿元，到期2100亿元。MLF投放4500亿元，到期3870亿元，MLF净投放630亿元。
- 利率市场
- 本月利率债一级市场总体发行量与上月持平，净融资较上月有所下降。3月国债发行13086.3亿元，净融资5964.3亿元。二级市场方面，本月国债、国开债震荡调整，各期限国债、国开债收益率先升后降。
- 信用市场
- 本月新发行信用债发行量与偿还量相较上月均大幅上升，但净融资规模下降明显。总发行量17966.92亿元，总偿还量19702.87亿元，净融资额-1735.95亿元。其中城投债发行4090.35亿元，净融资额-605.67亿元，平均票面利率为2.67%，较上月上升15BP。
- 风险提示
- 货币政策超预期；资金面超预期；经济基本面超预期。

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

