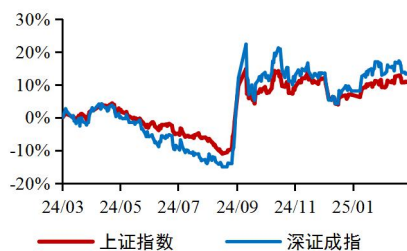


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 3 月 28 日 星期五

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	3,373.75	0.15
深证成指	10,668.10	0.23
沪深 300	3,932.41	0.33
中小板指	6,686.62	0.52
创业板指	2,145.10	0.24
科创 50	1,040.57	1.12

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：202502 光伏行业月度报告-2025 年 1-2 月光伏新增装机同比增长 7.5%，组件出口额同比下降

【山证煤炭】中国神华（601088.SH）年报点评：-运输板块部分弥补煤价下行，业绩稳健分红可期

【公司评论】卫星化学(002648.SZ)：卫星化学-新产能增强产业链一体化优势，研发投入持续加码

【公司评论】广联达(002410.SZ)：广联达（002410.SZ）：业务转型成效初显，降本增效推动业绩高增

【今日要点】

【行业评论】太阳能：202502 光伏行业月度报告-2025 年 1-2 月光伏新增装机同比增长 7.5%，组件出口额同比下降

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **国内光伏新增装机：**1-2 月新增装机同比增长，环比有所下滑。根据国家能源局数据，2025 年 1-2 月国内光伏新增装机约 39.47GW，同比增长 7.5%，环比 2024 年 12 月下降 44.2%。
- **组件出口：**根据海关总署数据，2025 年 1、2 月组件出口额分别为 164.6 亿元、119.6 亿元，同比分别-24.1%、-39.8%，环比分别+17.1%、-27.4%。1-2 月累计出口额 284.2 亿元，同比-31.6%。根据 Infolink，2024 年 12 月国内光伏组件出口量 16.63GW，同比+3%，环比+9%。12 月全球前五大单一出口市场依序为巴西、荷兰、印度、沙特与西班牙，单月合计出口量约占全球市场的 42%。2024 年 1-12 月国内组件累计出口 235.93GW，同比+13%。
- **逆变器出口：**1、2 月逆变器出口额同比持续增长；环比增速转负。根据海关总署数据，1、2 月逆变器出口额分别为 44.1 亿元、32.6 亿元，同比分别+9.7%、+2.5%，环比分别-7.6%、-26.2%。2025 年 1-2 月累计出口额 76.7 亿元，同比+6.5%。分大洲看，1、2 月国内逆变器对欧洲分别出口 13.7 亿元、10.8 亿元，同比分别-11.3%、-11.6%，环比分别-14.8%、-21.1%；对亚洲分别出口 16.8、12.0 亿元，同比分别+35.0%、+25.1%，环比分别-7.9%、28.8%；对拉丁美洲分别出口 5.8 亿元、4.5 亿元，同比分别+1.6%、-7.6%，环比分别+9.9%、-22.9%；对非洲分别出口 3.3 亿元、3.3 亿元，同比分别+3.2%、+61.1%，环比分别-8.6%、-0.9%；对北美洲分别出口 2.4 亿元、0.9 亿元，同比分别+34.3%、-50.3%，环比分别-13.8%、-62.8%；对大洋洲分别出口 2.1 亿元、1.2 亿元，同比分别+29.0%、-14.2%，环比分别+18.4%、-45.7%。
- **太阳能发电量：**1-2 月太阳能发电量同比增长 27.4%。根据国家统计局数据，2025 年 1-2 月我国规上太阳能发电量 724.1 亿千瓦时，同比+27.4%，在全国规上工业总发电量占比为 4.85%，环比+1.13pct。我国 1-2 月总发电量 14921.0 亿千瓦时，同比-1.3%，火电/水电/核电/风电发电量分别同比-5.8%/+4.5%/+7.7%/+10.4%。
- **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】中国神华（601088.SH）年报点评：-运输板块部分弥补煤价下行，业绩稳健分红可期

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年度报告：报告期内公司实现营业收入 3383.75 亿元，同比-1.4%；实现归母净利润 586.71 亿元，同比-1.7%；扣非后归母净利润 601.25 亿元，同比-4.4%；基本每股收益 2.953 元/股，加权平均净资产收益率 14.04%，同比减少 0.84 个百分点。经营活动产生的现金流量净额 933.48 亿元，同比+4.1%。截至 2024 年底，公司总资产 6580.68 亿元，同比+4.4%，净资产 4268.66 亿元，同比+4.4%。

➤ 事件点评

- 非煤产业部分弥补煤炭价格下降影响，业绩符合预期。报告期内公司延续煤电路港航化的纵向一体化经营模式；2024 年公司煤炭、发电、运输及煤化工分部利润总额（合并抵销前）占比为 67%、14%、19%和 0%，与 2023 年同比分别变化-4、+1、+3、0 个百分点，非煤板块对稳定公司业绩发挥了一定作用。
- 煤炭产、销同增，售价小幅下行。2024 年公司商品煤产量 327.1 百万吨（+0.8%），销售量为 459.3 百万吨（+2.1%），其中自产煤销售 327.0 万吨（+0.5%）、外购煤销售 132.3 百万吨（+6.2%）。煤炭平均售价 564 元/吨（自产煤 527 元/吨，外购煤 653 元/吨），同比变化-3.4%（自产煤-3.8%，外购煤-3.8%）。煤炭销售定价机制中年度长协、月度长协及现货分别占比 53.6%、33.7%和 7.9%，现货占比减少 5.1 个百分点，是售价相对市场煤波动较小的主要原因。成本方面，吨煤单位销售成本 393 元/吨，同比-0.6%，其中：自产煤 292 元/吨，同比-0.1%；外购煤 641 元/吨，同比-3.3%。合并抵销前，煤炭分部毛利率 30.0%，同比下降 2.0pct。
- 电力量增价减，装机规模继续增长。2024 年，公司总发电量 223.21 十亿千瓦时，同比+5.2%；总售电量 210.28 十亿千瓦时，同比+5.3%，其中市场交易电量达 205.20 十亿千瓦时，占总售电量的比例为 97.6%；平均售电价格 403 元/兆瓦时，同比-2.7%（其中：燃煤发电 401 元/兆瓦时，同比-2.7%）。2024 年公司燃煤发电利用小时数 5030 小时，同比-3.7%；但仍比全国 6,000 千瓦及以上电厂燃煤发电设备平均利用小时数高 402 小时。截至 2024 年底，公司发电总装机 46264 兆瓦，其中燃煤机组 43184 兆瓦，占比 93.3%，同比降低 3.4 个百分点。新增的 1630 兆瓦装机容量中，燃气发电 1244 兆瓦，占比 76.3%；光伏发电 366 兆瓦，占比 22.5%；燃煤发电 20 兆瓦，占比 1.2%。
- 运输分部业绩整体增长，煤化工分部因检修业绩下滑。公司煤炭产销量增加及陕煤区域货运量增长，2024 年公司铁路运输周转量合计为 312.1 十亿吨公里（+0.9%）；但受下水需求影响及业务结构调整影响，航运周转量 149.4 十亿吨海里，同比-9.3%。合并抵销前铁路、港口及航运分别实现利润总额 125.62 亿元（+13.8%）、21.22 亿元（-7.8%）、2.6 亿元（+160%）。煤化工分部方面，受生产设备按计划检修

影响，2024 年公司聚乙烯、聚丙烯销售量分别下降 8.8%和 8.2%，合并抵销前煤化工分部利润总额 0.37 亿元（-80.5%），但因为占比较小，对公司整体业绩影响不大。

- **高比例分红延续，持续优化分红政策。**2024 年度公司拟分配股息 2.26 元/股（含税），合计 449.03 亿元（含税），分红比例 76.5%，同比提高 1.3 个百分点。根据公司《2025-2027 年度股东回报规划》（尚待股东大会批准），公司承诺近三年每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现归属于本公司股东净利润的 65%，并考虑实施中期利润分配。以 3 月 26 日收盘价 38.03 元计算，公司股息率 5.94%，在当前低利率环境下仍具备一定投资优势。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.74\2.89\2.97 元，对应公司 3 月 26 日收盘价 38.03 元，2025-2027 年 PE 分别为 13.9\13.2\12.8 倍，考虑到公司煤炭长协占比高，电力装机布局优越，预计公司经营业绩继续保持稳健，股息率仍具备较高吸引力，且央企市值管理纳入考核有助于提振公司估值，维持公司“买入-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；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

【公司评论】卫星化学(002648.SZ)：卫星化学-新产能增强产业链一体化优势，研发投入持续加码

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 3 月 24 日，公司发布《2024 年年度报告》，2024 年实现营业总收入 456.48 亿元，同比增长 10.03%；归母净利润 60.72 亿元，同比增长 26.77%。其中，2024Q4 实现营业总收入 133.73 亿元，同环比分别+41.69%/+3.87%；归母净利润为 23.79 亿元，同环比分别+75.09%/+45.33%。
- **事件点评**
- **提质增效，盈利水平整体提升。**分板块来看，2024 年，公司功能化学品、高分子材料、新能源材料分别实现收入 217.07、119.87、8.41 亿元，分别同比增长 1.96%、0.60%、80.77%，新能源材料迅猛发展。其中，功能化学品和高分子材料毛利率同比分别提升 4.78pct 和 5.49pct，主要系公司产品通过工艺创新，部分产品创造品质溢价。2024 年，公司整体销售毛利率和净利率分别为 23.57%和 13.28%，同比分别提升 3.73pct 和 1.75pct，提质增效与产品差异化发展盈利水平提升。
- **新产能稳步投放，实现强链补链延链，增强产业链一体化优势。**（1）环氧乙烷下游化学品布局进一步完善，2024 年公司投资建成年产 10 万吨乙醇胺装置，实现环氧乙烷衍生物发展矩阵，形成 182 万吨乙

二醇、50 万吨聚醚大单体与表面活性剂、20 万吨乙醇胺、15 万吨碳酸酯等产能，发挥产业链一体化及产品链多元化发展优势。（2）丙烯酸及酯产业链核心竞争力进一步提升，2024 年 7 月陆续实现了年产 80 万吨多碳醇项目一次开车成功，真正形成了丙烯酸及酯上下游完整的产业链闭环，进一步巩固公司丙烯酸产业在市场的影響力。

- **持续增加研发投入，突破“卡脖子”新材料技术。**2024 年，公司研发投入 17.5 亿元，同比增长 7.7%，研发费用率达 3.8%，全球专利总数超 500 件，其中催化剂、新材料专利数超 100 件。部分研发成果达到工业化转化条件，实现技术瓶颈突破，解决目前高端新材料高度依赖进口的现状。公司未来研发中心于 2024 年 5 月开工建设，计划五年内投入研发 100 亿元，加大人才引进，聚焦催化剂、新能源材料、高分子新材料、功能化学品等关键战略材料和前沿新材料领域的科研与产业化。公司连云港 α -烯烃项目一阶段预计 2025 年底中交，2026 年初投产，二阶段预计 2026 年底建成，2027 年初投产，将丰富产品矩阵，实现高端聚烯烃材料进口替代。 α -烯烃、POE 等产品有望于 2025 年起陆续投产，增厚公司利润。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.19/ 2.45/ 2.66，对应公司 3 月 27 日收盘价 22.21 元，2025-2027 年 PE 分别为 10/ 9/ 8 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 产能释放不及预期风险；原材料价格上涨风险；需求下滑风险。

【公司评论】广联达(002410.SZ)：广联达（002410.SZ）：业务转型成效初显，降本增效推动业绩高增

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 3 月 24 日，公司发布 2024 年年报，其中，2024 全年公司实现收入 62.40 亿元，同比减少 4.93%；全年实现归母净利润 2.50 亿元，同比高增 116.19%，实现扣非净利润 1.74 亿元，同比高增 219.92%。2024 年四季度公司实现收入 18.43 亿元，同比增长 3.37%；四季度实现归母净利润 0.37 亿元，同比增 125.50%，实现扣非净利润-0.11 亿元，同比减亏。
- **事件点评**
- **业务结构优化叠加费用管控，公司盈利能力持续提升。**2024 年房建行业持续低迷，叠加公司调整经营策略并收缩部分非核心业务，公司全年收入承压。但随着去年 9 月以来各项政策开始发力，建筑行业有望逐步回暖，同时建筑业客户对数字化需求迫切，有望推动公司收入恢复增长。得益于公司不断优化业务结构，主动减少硬件等低毛利率的产品销售，2024 年公司毛利率达到 84.33%，较上年同期提高

1.82 个百分点。同时，去年公司多措并举加强费用管控，包括深化数字化运营、提升产品和技术投入效率、减少会议、差旅等费用等，推动全年销售、管理和研发费用合计同比减少 5.97%。在业务结构优化及费用管控等因素推动下，2024 年公司净利率达 4.36%，较上年同期提高 2.53 个百分点。

➤ **数字成本新品快速突破，数字施工转型提升经营质量。**分业务看，1) 2024 年数字成本业务实现收入 49.86 亿元，同比减少 3.55%，其中，传统造价工具续费率和应用率保持稳定，指标网、采购建议价、清标网等新产品保持高速增长；2) 2024 年数字施工业务实现收入 7.87 亿元，同比减少 8.71%，但毛利率达到 35.87%，较上年同期提高 4.40 个百分点，主要原因在于公司开始从追求规模向聚焦经营质量转型，在产品侧提供项目级标品，降低低毛利率的产品比重，在营销侧，聚焦核心区域和大客户，实现企业级产品的重点客户突破；3) 随着数维设计一体化标杆建设成效初显，2024 年公司数字设计业务实现收入 0.90 亿元，同比增长 3.28%；4) 得益于公司持续重点布局海外市场，2024 年海外业务实现收入 2.03 亿元，同比增长 5.07%，其中，数字成本产品在马来西亚、印尼等地区实现快速增长，设计产品在欧洲地区保持稳步增长态势。

➤ 投资建议

➤ 公司作为建筑 IT 龙头厂商，未来在建筑业数字化转型持续推进下将充分受益，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.32\0.38\0.46，对应公司 3 月 26 日收盘价 14.11 元，2025-2027 年 PE 分别为 44.70\36.72\30.58，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- **下游客户需求不及预期。**公司作为数字建筑平台服务商，业务面向全球建设方、设计方、中介咨询方、施工方、制造厂商、材料供应商、建筑运营方等产业链全参与方，若受宏观经济影响或由于客户内部调整，导致客户对建筑信息化产品的需求减弱，将对公司发展产生不利影响。
- **业务拓展不及预期。**公司传统的造价工具等产品增长承压，若清标网、采购建议价、Concetto、BIMTwins 等新品的客户拓展进展缓慢，可能会导致公司缺乏强劲的业务增长点，对公司经营发展产生不利影响。
- **汇率波动风险。**随着公司持续重点布局海外市场，海外业务收入占比逐渐提升，人民币汇率波动对公司业绩表现的影响将不断扩大，未来若人民币汇率上升，可能会对公司收益造成不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**目前公司在数字施工和数字设计市场的份额不高，若未来竞争对手通过大力投入研发加快产品迭代或采用降价抢占市场的策略，可能会对公司业务增长产生负面影响。

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

