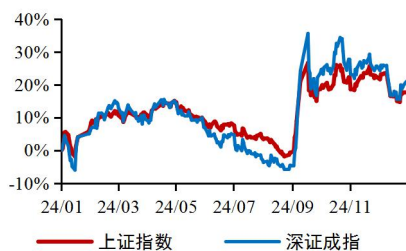


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 1 月 21 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	3,244.38	0.08
深证成指	10,256.40	0.94
沪深 300	3,829.68	0.45
中小板指	6,297.18	0.93
创业板指	2,104.73	1.81
科创 50	968.27	0.25

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】

- 【山证新股】新股周报（2025.01.20-2025.01.24）-1 月份三大板块新股开板估值均上升，科创板思看科技上市
- 【山证宏观】2024 年 12 月经济数据点评：经济缓慢恢复，动能仍待夯实
- 【行业评论】计算机：行业政策点评-《人工智能扩散框架》发布，AI 芯片国产化替代持续加速
- 【山证农业】农业行业周报（2025.01.13-2025.01.19）-畜禽养殖板块 2024 年业绩值得期待
- 【行业评论】计算机：行业政策点评-首个国家层面系统性规划文件发布，数据标注产业将快速发展
- 【山证煤炭】行业周报（20250113-20250119）：-业绩预告陆续启动，关注宏观预期改善
- 【行业评论】太阳能：行业周报（20250113-20250119）-国家能源局强化新能源并网消纳监管，产业链中上游价格上涨
- 【山证纺服】2024 年 12 月社零数据点评-12 月国内社零同比增长 3.7%，11 月消费者信心指数环比回落
- 【山证农业】农业行业 2025 年度策略-行业或存在明显的正向预期差
- 【公司评论】卓越新能(688196.SH)：卓越新能-深耕废弃油脂综合利用领域，业绩有望持续向上修复
- 【山证煤炭】晋控煤业（601001.SH）公告点评：-资产注入启动夯实成长逻辑



【今日要点】

【山证新股】新股周报（2025.01.20-2025.01.24）-1 月份三大板块新股开板估值均上升，科创板思看科技上市

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股市场活跃度上升，1 月份科创板新股首日涨幅下降但开板估值上升
- 周内新股市场活跃度上升，近 6 个月上市新股周内共有 32 只股票录得正涨幅(占比 69.57%，前值 47.73%)。
- 科创板：上周科创板思看科技上市，上市首日涨幅 213.81%，首日开板估值 58.47 倍。周内合合信息、龙图光罩、拉普拉斯录得周涨幅超 5%，赛分科技、思看科技录得周跌幅超-10%。
- 创业板：上周创业板惠通科技上市，上市首日涨幅 366.95%，首日开板估值 65.85 倍。周内博实结、博科测试录得周涨幅超 10%，惠通科技录得周跌幅超-10%。沪深主板：上周沪深主板无新股上市。周内强邦新材录得周涨幅超过 3%，天和磁材、国货航录得周跌幅超过-10%。
- 新股周期：12 月份科创板佳驰科技/先锋精科、创业板英思特/博苑股份/博科测试/蓝宇股份，主板中力股份/国货航上市，三大板块新股首日涨幅和开板估值均下降，发行 PE 均上升。1 月份科创板赛分科技/思看科技、创业板黄山谷捷/钧崴电子/惠通科技、主板天和磁材上市，三大板块新股开板估值均上升，创业板新股首日涨幅上升，科创板/主板新股首日涨幅下降。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
- 2024/12：佳驰科技（隐身涂层材料/结构件）、先锋精科（刻蚀/薄膜沉积领域金属零部件）
- 2024/11：联芸科技（固态硬盘主控芯片）
- 2024/08：龙图光罩（半导体掩膜版）、珂玛科技（陶瓷加热器）；
- 2024/07：科力装备（汽车玻璃总成组件）；
- 2024/06：汇成真空（复合集流体设备）、达梦数据（数据库基础软件）、爱迪特（口腔修复材料及数字化设备）；
- 2024/05：瑞迪智驱（电磁制动器/谐波减速机）；
- 2024/04：广合科技（服务器 PCB）；

- 2024/02: 诺瓦星云(LED 显示控制系统)、成都华微(特种 IC);
- 2023/12: 艾森股份(电镀液及配套试剂/光刻胶及配套试剂);
- 2023/11: 京仪装备(半导体专用温控设备/半导体专用工艺废气处理设备/晶圆传片设备)、麦加芯彩(风电叶片涂料引领者);
- 2023/9: 盛科通信-U(商用以太网交换芯片);
- 2023/8: 华勤技术(智能硬件 ODM)、广钢气体(电子大宗气体)、波长光电(精密光学组件);
- 2023/7: 精智达(DRAM 测试);
- 2023/6: 阿特斯(晶硅光伏组件)、智翔金泰-U(单克隆抗体和双特异性抗体药物)、芯动联科(高性能 MEMS 惯性传感器);
- 2023/5: 中科飞测-U(半导体检测、量测设备);
- 2023/4: 华曙高科(工业级增材制造设备龙头)、晶升股份(碳化硅长晶炉);
- 2023/3: 茂莱光学(工业级精密光学: 半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR);
- 2023/2: 裕太微-U(以太网物理层芯片)、龙迅股份(高清视频桥接及处理芯片);
- 2023/1: 百利天恒-U(双/多特异性抗体、ADC 药物研发);
- 近端待上市重点新股: 兴福电子
- 已获批复重点新股: 胜科纳米、江南新材、弘景光电、凯普林。
- 远端深度报告覆盖: 龙图光罩、天岳先进、广合科技、诺瓦星云、芯动联科、安路科技、瑞华泰、维峰电子、容知日新、澳华内镜、广立微、龙迅股份、鼎泰高科等。
- 风险提示: 新股大幅波动的风险; 新股业绩不达预期的风险; 系统性风险。

【山证宏观】2024 年 12 月经济数据点评: 经济缓慢恢复, 动能仍待夯实

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点:
- 2024 年 GDP 增长 5.0%, 符合预期。节奏上看, 经济呈“U”型, 四个季度 GDP 增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%。消费依然是四季度经济的主要拉动项。但全年价格跌幅较 2023 年扩大, 显示供需失衡, 内生动能偏弱。四季度 GDP 平减指数同比转正, 但和 2016-2019 年同期均值(2.9%)相比差距仍较大。同时四季度各月消费、投资等数据呈波动态, 表明政策驱动下经济恢复的稳定性和持续性有

待夯实。

- 边际看，随着稳增长一揽子政策效果不断显现，12月主要经济数据呈恢复态势，价格略有改善。不过经济内生动能依然偏弱，如部分日常类消费增速有所放缓、实际利率仍高。具体看：
- 第一，“实施提振消费专项行动”“加力扩围实施‘两新’政策”“更大力度支持‘两重’项目”等政策，在释放消费潜力、拉动投资增长方面继续发挥了积极作用。但也要看到11月及12月社零同比、制造业投资同比较10月有所下滑，显示政策驱动下，经济恢复态势依然不稳定。
- 第二，工业增加值增速加快，部分受益于低基数，不过产销率和产能利用率均回升。
- 第三，供需情况改善，价格略恢复。PPI改善力度不足，生产淡季对价格有支撑，内需敏感性工业品价格改善的持续性有待观察。
- 第四，房地产销售回暖、价格趋稳，带来房企资金来源改善，但房地产投资增速跌幅仍扩大。
- 风险提示：稳增长政策力度不及预期、特朗普政策对我国外需及货币政策影响超预期。
-

【行业评论】计算机：行业政策点评-《人工智能扩散框架》发布，AI芯片国产化替代持续加速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 1月13日，拜登政府发布《人工智能扩散框架》的临时性最终规则，对先进计算集成电路以及先进的封闭式AI模型的出口实施新的管制，该新规于当日生效，并在120天后正式实行。
- 事件点评：
- 高性能AI芯片出口管制趋严，同时新增对大参数AI模型的管控。新规按国家或地区的重要性与风险水平，将全球范围内的国家和地区分为三个层级，并新增了针对不同国家的配额条款：1）第一层级为美国及其盟友，可以不受限制地获得AI芯片，包括加拿大、英国、法国、日本、中国台湾等19个国家或地区；2）第二层级为与美国有经贸往来的国家，每个国家在2025-2027年总GPU进口量被限制在大约5万块等效H100，但可通过申请成为“国家验证终端用户”（NVEU）获得更多GPU配额，包括新加坡、马来西亚、巴西、印度等国家或地区；3）第三层级主要为被美国列入武器禁运的国家，这些地区的实体将被完全禁止进口被管制的高性能AI芯片，且不能从其他层级实体处进口，包括中国、俄罗斯、伊朗、朝鲜等23个国家或地区。与此同时，新规还专门针对封闭式AI模型增加管控条款，即对于训练量不小于 10^{26} 次运算的封闭式AI模型，若其训练所使用的硬件、软件、技术存在美国受控成分，则该模型需获得许可才能在海外服务器上部署。

- **新规为国产 AI 芯片创造出新需求市场，芯片国产化替代进程有望加速。**一方面，目前以字节为代表的互联网大厂正在海外加快建设 AI 数据中心，根据英国金融时报数据，其中搭载的芯片包括英伟达的 H100 以及 B 系列卡，由于此次新规以企业实体总部所处区域的管控条款为准，因此国内互联网大厂海外数据中心的 AI 芯片采购也将受限；另一方面，受限于配额，第二层级国家的主权 AI 需求可能无法得到满足。因此，预计未来若新规落地，将为国产 AI 芯片创造出新的需求市场。目前华为昇腾、海光信息、寒武纪、昆仑芯等国产 AI 芯片第一梯队厂商正加速追赶英伟达，其新一代主力产品未来有望对 H20 形成替代，而在此次新规的刺激下，AI 芯片的国产化进程有望加速。
- **投资建议：**《人工智能扩散框架》临时性最终规则的发布将为国产 AI 芯片创造新的需求市场，同时也将进一步加强国内客户提升国产芯片采购占比的决心，并加速 AI 芯片国产化进程，推荐国产 AI 芯片第一梯队的海光信息，关注寒武纪、景嘉微等。
- **风险提示：**政策落地不及预期，国产 AI 芯片性能提升不及预期，行业竞争加剧风险。

【山证农业】农业行业周报（2025.01.13-2025.01.19）-畜禽养殖板块 2024 年业绩值得期待

陈振志 chenchenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（1月13日-1月19日）沪深300指数涨跌幅为+2.14%，农林牧渔板块涨跌幅为+3.89%，板块排名第13，子行业中果蔬加工、其他农产品加工、水产养殖、肉鸡养殖、动物保健表现位居前五。
- **本周（1月13日-1月19日）猪价涨跌互现。**根据跟踪的重点省市猪价来看，截至1月17日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为15.69/16.04/15.77元/公斤，环比上周分别-1.88%/0.00%/+0.64%；平均猪肉价格为22.85元/公斤，环比上周上涨1.02%；仔猪平均批发价格26.30元/公斤，环比下跌0.60%；二元母猪平均价格为32.46元/公斤，环比上周上涨0.03%；自繁自养利润为157.32元/头，外购仔猪养殖利润为-43.65元/头。截至1月17日，白羽肉鸡周度价格为7.34元/公斤，环比上周下跌2.13%；肉鸡苗价格为2.58元/羽，环比上周下跌1.57%；养殖利润为-1.75元/羽。鸡蛋价格为10.00元/公斤，环比上涨4.17%。
- **2019年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是2006年以来压力最大的，行业亟需通过一轮盈利周期来修复资产负债表，而不是继续加杠杆和扩张。**产业对能繁母猪补栏的能力和意愿或已大幅减弱，市场对于生猪产能大幅回升的预期或过度悲观。此外，2006年以来各轮盈利周期猪价上涨的同时，较多时候还承受着成本上涨压力。2024年以来的这轮猪价上涨，同时少有机会伴随着上游原料价格的明显下行，从而有助于生猪养殖行业进一步扩大盈利空间。生猪养殖行业后续盈利时间的持续性或有望超出市场的悲观预期，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、东瑞股份、新希望等生猪养殖股的投资机会。
- 随着上游原料成本压力下降和下游趋于改善，海大集团在本轮周期最差的时刻或已过去；此外，公司

海外饲料业务有望成为公司业绩的又一个潜在增长点；目前公司估值处于历史底部区域，推荐海大集团的投资机会。

- 从过去三轮周期的历史复盘来看，肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。站在目前时点，从周期角度，圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，已经具备配置价值。
- 我们认为卓越的全产业链运营是宠粮品牌核心竞争力之一，随着国产品牌效应逐步增强，国产品牌高速增长有望延续，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐坚持自主品牌建设、全球产业链布局领先的中宠股份。
- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【行业评论】计算机：行业政策点评-首个国家层面系统性规划文件发布，数据标注产业将快速发展

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 1月13日，国家发改委、国家数据局等四部门联合印发《关于促进数据标注产业高质量发展的实施意见》，提出到2027年，数据标注产业专业化、智能化及科技创新能力显著提升，同时产业规模大幅增长，年均复合增长率超过20%。
- 事件点评：
- 首个国家层面的系统性规划文件，数据标注产业有望迎来快速增长期。《实施意见》从标注需求、技术创新、生态建设等方面提供全面指导，其中，1）标注需求：重点挖掘智能制造、信息服务等领域的公共数据标注需求，同时加强交通、医疗、金融等重点行业的企业数据标注；2）技术创新：加快突破跨领域跨模态语义对齐、4D标注等领域的关键技术，并加强研发自主可控的智能化标注工具；3）生态建设：推动数据采集、标注、AI应用产业链上下游协同发展。目前国内数据标注产业格局呈现碎片化特征，市场参与者除百度（众测）等自建数据标注平台的科技大厂及海天瑞声、云测数据等专业数据服务商，还有大量中小数据标注众包厂商，数据标注质量、从业人员素质等参差不齐，而《实施意见》通过制定统一的行业标准，能有效淘汰不规范企业，推动行业走向规范化、标准化，并有望通过支持并购重组培育一批龙头企业。
- 数据标注提升数据供给质量，助推国内人工智能产业发展。目前高质量中文语料短缺的问题日益凸显，根据阿里研究院24年5月发布的《大模型训练数据白皮书》，在全球网站中，英文占比达59.8%，而中文占比仅为1.3%，中文语料的电子化和网络化程度明显不足，同时，受版权、隐私等限制，以中文价值观语料为代表的许多优质中文语料库也无法公开获取。而数据标注是提升数据质量的关键技术，随着国家在政策等层面大力推行数据标注产业发展，数据供给质量将得到提升，进而提升我国人工智能

产业的竞争力。

- 投资建议：随着首个国家层面的系统性规划文件出台，数据标注产业有望迎来快速发展，并将显著提升数据供给质量，从而解决制约国内人工智能产业发展的高质量数据短缺问题，关注在数据标注领域具有技术优势和场景落地经验的厂商，包括海天瑞声、科大讯飞、影谱科技、云从科技等；同时，关注为运行数据标注任务提供计算资源的服务器厂商，包括浪潮信息、中科曙光等。
- 风险提示：政策落地不及预期，数据标注技术发展不及预期，行业竞争加剧风险。

【山证煤炭】行业周报（20250113-20250119）：-业绩预告陆续启动，关注宏观预期改善

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- 动态数据跟踪
- 动力煤：供需双弱，煤价弱势。临近春节，上周煤矿生产一般。需求方面，气温持续偏高，居民用电需求减少，临近春节工厂放假增多，电厂负荷维持弱稳运行，电煤日耗较低；港口调入增加，下游拉运继续低位，北方港口库存有所增加；供需双弱下，煤炭价格弱势运行。节后稳经济政策或将继续发力，一季度仍属取暖季，预计供暖用煤及非电用煤需求恢复增长；同时，进口煤价差回落，进口煤增量仍存变数，预计 2025 年一季度国内动力煤价格以稳为主。截至 1 月 17 日，环渤海动力煤现货参考价 767 元/吨，周变化-0.90%；广州港山西优混 830 元/吨，周变化-1.19%；欧洲三港 Q6000 动力煤 781.19 元/吨，周变化+3.44%。1 月 17 日，北方港口煤炭合计库存 2377 万吨，周变化+1.97%；长江八港煤炭库存 536 万吨，周变化-2.37%；本周环渤海港口日均调入 161.50 万吨，调出 151.99 万吨，日均净调出 -9.51 万吨。
- 冶金煤：宏观利好预期释放，焦煤价格企稳。年底煤矿停产减产情况增多，冶金煤生产供应一般。需求方面，地方两会陆续召开，宏观政策利好释放，下游需求预期改善，成材价格回升，铁水产量、高炉开工率稳定，下游冶金煤补库，冶金煤价格以稳为主。后期，预计宏观利好持续释放，成材需求开启，价格预计将获得支撑，冶金煤受此影响，价格中枢或将提高。截至 1 月 17 日，京唐港主焦煤库提价 1520 元/吨，周持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1250 元/吨，周变化-6.72%；日照港喷吹煤 1145 元/吨，周持平；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 200 美元/吨，周变化-3.38%。1 月 17 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 961.19 万吨和 827.26 万吨，周变化分别+7.17%、+1.57%；喷吹煤库存 424.55 万吨，周变化+1.64%。247 家样本钢厂高炉开工率 77.16%，周持平；独立焦化厂焦炉开工率 72.87%，周变化+0.31 个百分点。
- 焦、钢产业链：需求预期回暖，焦炭价格止跌。基建、地产施工仍处淡季，但宏观预期改善，现货

钢材价格回升，焦炭价格企稳。后期，外贸存在变数情况下，国内宏观稳经济及金融支持实体经济政策预计继续加码，钢材需求刚性仍存，或将导致焦炭需求增加；同时前期价格大幅下降，焦炭利润亟待修复，且焦煤供需改善进度缓慢，成本支撑下焦炭价格预计下降空间不大。截至1月17日，天津港一级冶金焦均价1730元/吨，周持平；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）313元/吨，周持平。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别66.66万吨和683.56万吨，周变化分别+9.35%、+1.47%；四港口焦炭总库存186.60万吨，周变化+0.50%；全国市场螺纹钢平均价格3470元/吨，周变化+1.49%；35城螺纹钢社会库存合计300.54万吨，周变化+2.84%。

➤ **煤炭运输：**供需双弱，沿海煤炭运价继续下跌。一方面，油价回升，船运成本提高，运力一般；另一方面，临近春节，下游煤炭库存去化缓慢，拉运需求较少，供需双弱下，沿海煤炭运价继续下调。截止1月17日，中国沿海煤炭运价指数485.28点，周变化-6.22%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价0.23元/载重吨，周持平；1月17日，环渤海四港货船比17.90，周变化-4.28%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ **本周煤炭板块回升，但没有跑赢大盘指数；中信煤炭指数周五收报3455.94点，周变化+1.59%。**子板块中煤炭采选Ⅱ(中信)周变化+1.64%；煤化工Ⅱ(中信)指数周变化+1.07%。煤炭采选个股反弹为主，安源煤业、晋控煤业、开滦股份、电投能源、淮北矿业涨幅居前；煤化工个股也回升为主，安泰集团、辽宁能源、金能科技涨幅居前。

➤ **本周观点及投资建议**

➤ **临近春节，安全考量及放假需求下部分煤炭企业供应减量；同时，春节临近叠加气温偏高，动力煤供需双弱；但地方两会开启，宏观利好政策释放，需求预期改善，双焦价格企稳，且后期稳经济政策预计继续发力，国内煤炭价格继续回落空间有限。**投资建议：弹性高股息品种方面，相对更看好【平煤股份】、【淮北矿业】、【冀中能源】、【兖矿能源】、【广汇能源】、【恒源煤电】、【昊华能源】、【晋控煤业】。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】。山西煤企频繁扩储，按单吨成交资源价款推算市值水平远高于当前市值，前期减产利空出尽，相关企业估值具备较大修复空间，建议关注【华阳股份】、【潞安环能】、【山西焦煤】。

➤ **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。

【行业评论】太阳能：行业周报（20250113-20250119）-国家能源局强化新能源并网消纳监管，产业链中上游价格上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **国家统计局：**12月规上工业太阳能发电增长28.5%：1月17日，国家统计局公布2024年12月份能源生产情况。12月份，规上工业核电、太阳能发电增速加快，火电由增转降，水电、风电由降转增。规上工业风电增长6.6%，11月份为下降3.3%；规上工业太阳能发电增长28.5%，增速比11月份加快18.2个百分点。
- **海关总署：**我国光伏产品连续4年出口超过2000亿元：1月13日，国务院新闻办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会。海关总署新闻发言人、统计分析司司长吕大良介绍，2024年，我国风力发电机组出口增长71.9%；光伏产品连续4年出口超过2000亿元；锂电池出口39.1亿个，创历史新高。
- **三部委：**推进算力与绿色电力融合：1月6日，国家发改委、国家数据局、工信部发布的《国家数据基础设施建设指引》指出，推进算力与绿色电力融合。推动实现“瓦特”产业向“比特”产业转化，强化枢纽节点与非枢纽节点的协同联动，支持绿电资源丰富的非枢纽节点融入全国一体化算力网建设。加强大型风光基地和算力枢纽节点协同联动，把绿色电力转换成绿色算力。积极推进风光绿电资源消纳，助力实现碳达峰碳中和。
- **商务部：**对原产于美国和韩国的进口太阳能级多晶硅所适用的反倾销措施发起期终复审调查：1月10日，商务部发布公告，决定自2025年1月14日起，对原产于美国和韩国的进口太阳能级多晶硅所适用的反倾销措施进行期终复审调查。根据商务部建议，国务院关税税则委员会决定，在反倾销措施期终复审调查期间，对原产于美国和韩国的进口太阳能级多晶硅继续按照商务部2014年第5号公告、2017年第78号公告和2020年第1和21号公告公布的征税产品范围和税率征收反倾销税。
- **价格追踪**
 - **多晶硅价格：**根据InfoLink数据，本周致密料均价为39.0元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为36.0元/kg，较上周持平。从硅业分会报价来看，N型复投料和颗粒硅价格分别环比上涨0.48%和0.52%。本周多晶硅仅少数头部大厂有批量成交，其余企业签单量较少，N型硅料有成交的企业数量为5家。本周成交价格小幅上涨，主要因为多晶硅企业开工率下降，产出减少。我们预计多晶硅厂商低负荷产状态将至少持续至一季度结束，短期仍处于价格博弈阶段，若下游拉晶端库存能得到消化，价格有望持续上涨。
 - **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1.18元/片，较上周持平；130um的182*210mmN型硅片均价1.350元/片，较上周上涨8.0%。近期硅片价格在供需牵引下有所上涨。下游采购增长，一体化硅片企业排产有所提升，目前硅片供不应求状态持续，预计短期内价格有望继续小幅上行。
 - **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0.33元/W，较上周提高10.0%；210mm电池片（转换效率23.1%）均价为0.28元/W，较上下降6.7%；182mm TOPCon电池片均价为0.29元/W（转换效率25.0%+），较上周持平。多数电池厂家已关停P型产能，因供应紧缺、订

单大量集中，本周 P 型 M10 电池片价格上涨。近期电池厂商持续减产，目前电池整体库存水平较低。上游价格上行对电池片价格形成支撑，但后续价格变化仍需观察下游组件价格走向。

- **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；182TOPCon 双玻组件价格 0.69 元/W，较上周持平。1 月组件排产环比下降约 13%，2 月仍是产业链需求淡季，预计 3 月后需求转好，组件排产有望得到改善。随着假期临近，下游用户采购趋缓，集中式项目陆续交付收尾，多数订单延后至春节后商谈交付，项目价格相对稳定。市场活跃度偏低，预计短期内价格持稳。
- **玻璃价格：**根据 InfoLink 数据，本周 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 19.5 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 12.0 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；持续减产的光伏玻璃环节：福莱特；光储龙头：阿特斯、阳光电源、德业股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、信义光能、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。

【山证纺服】2024 年 12 月社零数据点评-12 月国内社零同比增长 3.7%，11 月消费者信心指数环比回落

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述：**
- 1 月 17 日，国家统计局公布 2024 年 12 月社零数据。
- **事件点评：**
- **12 月国内社零同比增长 3.7%，11 月消费者信心指数环比回落。**2024 年 12 月，国内实现社零总额 4.52 万亿元，同比增长 3.7%，环比提升 0.7pct，表现优于市场一致预期（根据 Wind，2024 年 12 月社零当月同比增速预测平均值为+3.5%）。按消费类型分，2024 年 12 月餐饮收入、商品零售同比增速分别为 2.7%、3.9%。2024 年 11 月，我国消费者信心指数为 86.2，环比下滑 0.7。
- **分渠道来看，线上渠道表现继续优于商品零售大盘，全年线下必选消费业态增长稳健。**2024 年 1-12 月，商品零售额整体同比增长 3.2%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长 6.5%，表现好于商品零售整体；实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品同比分别增长 16.0%、1.5%、6.3%。线下

渠道，按零售业态分，2024 年 1-12 月，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长 4.7%、4.2%、2.7%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.4%、0.4%。

➤ **分品类来看，12 月可选消费品类表现改善，体育娱乐用品景气延续。**2024 年 12 月，限上化妆品同比增长 0.8%，由负转正；限上金银珠宝同比下降 1.0%，降幅收窄 4.9pct，其中上金所 AU9999 收盘价均价同比涨幅为 29.9%，环比涨幅为 1.0%；限上纺织服装同比下降 0.3%，降幅收窄 4.2pct，预计 1-12 月线上渠道增速表现优于线下渠道；限上体育/娱乐用品同比增长 16.7%，增速环比提升 13.2pct。2024 年 1-12 月，限上化妆品/金银珠宝/纺织服装/体育娱乐用品累计增速分别为-1.1%/-3.1%/0.3%/11.1%。

➤ **投资建议：**

➤ **（一）纺织制造板块：**我们建议关注三条投资主线：（一）国际运动服饰品牌公司库存压力减轻，销售展望稳中向好，看好低估值的纺织制造商龙头订单稳健复苏，推荐裕元集团、申洲国际；（二）推荐有望凭借越南产能投产、提升国际品牌客户份额的伟星股份，以及下游品牌增速领先、持续拓展新客户的华利集团，建议关注服装代工业务利润率预计提升的开润股份；（三）从扩展新品类维度，建议关注充气床垫核心业务稳健、保温箱/水上用品新品类持续拓展的浙江自然、超高分子量聚乙烯产品迎来拐点、锦纶业务有望明年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。（二）品牌服饰板块：国内消费市场整体呈现弱复苏态势，消费者信心指数小幅改善。我们建议关注两条投资主线：（一）高景气运动户外服饰，推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的安踏体育，零售流水领先行业、品牌影响力提升的 361 度，建议关注持续布局户外功能服饰、单店经营提效的波司登；（二）若家纺及童装补贴推广范围扩大或时间延长，家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺龙头公司水星家纺、罗莱生活、富安娜；以及童装龙头公司森马服饰。

➤ **（三）黄金珠宝板块：**2025 年为民间文化中的“双春年”，关注 2025 年婚庆需求回暖，建议积极关注低估值的黄金珠宝公司周大生、潮宏基、菜百股份、老凤祥。此外，继续推荐老铺黄金，看好公司增长潜力，主要体现在开店空间、门店焕新、产品消费者心智、品牌影响力提升。公司作为高端古法金珠宝龙头，具备继续开店空间，同时有望凭借门店焕新、产品消费者心智、品牌影响力提升，不断提升单店销售水平。

➤ **风险提示：**国内终端消费表现不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【山证农业】农业行业 2025 年度策略-行业或存在明显的正向预期差

陈振志 chenchenzhi@sxzq.com

【投资要点】

➤ **“猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。**由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。2019 年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是 2006 年以来压力最大的，行业

亟需通过一轮盈利周期来修复资产负债表。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从 2024Q2 开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。

- **生猪产业规模化过程中的“相对效率曲线”效应深层次的本质是：**产业内部的效率差驱动市场份额从低效率群体流向高效率群体。随着“非洲猪瘟”疫情防控进入常态化和成熟稳定期，行业内部效率差距在重新收窄，我们认为生猪行业集中度的提升或进入减速期。
- **当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和 2025 年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。**生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
- **2024 年肉鸡行业业绩的主要驱动因素为降本增效。**进入 2025 年，在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。目前而言，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力。圣农发展当前正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
- 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为公司业绩的又一个潜在增长点，看好海大集团的投资机会。
- 我们认为卓越的全产业链运营是宠粮品牌核心竞争力之一，随着国产品牌效应逐步增强，国产品牌高速增长有望延续，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐坚持自主品牌建设、全球产业链布局领先的中宠股份。
- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【公司评论】卓越新能(688196.SH)：卓越新能-深耕废弃油脂综合利用领域，业绩有望持续向上修复

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 2025 年 1 月 15 日，公司发布《2024 年年度业绩预告公告》，2024 全年预计实现归母净利润 1.5 亿元，同比+90.81%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 1.4 亿元，同比+29.56%。其中，2024Q4 归母净利润约为 5764.6 万元，扣非后的归母净利润约为 5331.9 万元，同环比均扭亏，实现利润增长。
- **事件点评**
- 深耕废弃油脂综合利用领域 20 余载，规模和技术领先。公司专注于利用废动植物油（如地沟油、酸性

油脂)进行生物柴油及其衍生产品研发、生产和销售,资源循环利用,主要产品为生物柴油、工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂。截至 2024H1,公司生物柴油产能规模达 50 万吨,生物基材料产能规模达 9 万吨,生物柴油产量和出口量连续多年位列国内同类企业前列。且在生物柴油领域具备同时生产烃基生物柴油、生物航空煤油、生物基石脑油等产品的技术路线。公司 2024Q1/ Q2/ Q3 净利率分别为 3.34%/ 6.78%/ -0.85%,根据业绩预告,2024Q4 归母净利润约为 5765.6 万元,预计净利率环比大幅提升,主要系 Q4 国际市场生物柴油价格环比回升,公司原料采购成本控制合理。

➤ **生物柴油受政策大力支持,具有明显的碳减排优势,需求有望持续增长。**据 BP 统计,2023 年全球生物柴油消费量达到 2263 拍焦耳,同比+ 17.3%,2016-2023 年 CAGR 为 9.0%。作为全球生物柴油主要消费地,欧洲对生物柴油持续推出鼓励政策,生物柴油添加比例在 10%左右,《可再生能源指令修正案》(RED III)提出 2030 年可再生能源在欧盟能源消费总量份额由 32%提升至 40%,运输燃料中可再生燃料比例由 14%提升至 26%,同时还允许在计算可再生能源使用比例时进行添加量的双倍计算,具有明显的碳减排优势。在航海领域,国际海事组织(IMO)推出的“船舶温室气体(GHG)减排战略”提到,尽快实现国际航运温室气体排放达峰,2050 年实现净零排放。在航空领域,根据国际航空运输协会(IATA)的分析,到 2050 年,航空领域 65%的减排将通过使用生物航煤来实现。欧洲、美国、新加坡和中国都推出了生物航煤目标。在政策推动,环保意识逐步提升的背景下,生物柴油产品全球需求有望在中长期实现稳定增长,前景广阔。

➤ **在建项目稳步推进,未来增量可期。**(1)新建年产 10 万吨烃基生物柴油生产线项目,于 2024 年第三季度开工建设,预计 2025 年三季度投产。(2)公司对新加坡全资子公司增资 2000 万美元,用于在新加坡开展生物柴油项目的建设。预计在 2025 年一季度先行完成首期年产 10 万吨生物柴油工程并投入生产运营,项目建成后,新增产能将助力公司拓展全球市场,特别是新加坡船用燃料油市场,满足其快速增长的生物能源需求。(3)年产 5 万吨天然脂肪醇项目:根据公司 2024 半年报,项目工程累计投入占预算比例 66.5%,预计 2025 年投产。随着 20 万吨生物柴油(含烃基和酯基)及 5 万吨天然脂肪醇项目建成投产,有望为公司贡献较大的业绩增量,特别是新加坡生物柴油项目的建设,是公司国际化布局的重要一步。

➤ **投资建议**

➤ **预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.5/ 2.4/ 4.1 亿元,对应公司 1 月 17 日收盘价 34.03 元,2024-2026 年 PE 分别为 27.7/ 16.9/ 9.9 倍。**生物柴油产品全球需求有望在中长期实现稳定增长,随着公司 20 万吨生物柴油及 5 万吨天然脂肪醇项目建成投产,未来业绩增长可期。首次覆盖,给予“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ **原材料采购风险:**废弃油脂(主要指地沟油、酸化油和泔水油)价格波动是影响公司生产成本的主要因素,其收购涉及原料收集、加工、运输等多个环节,同时也会受到原油、植物油大宗商品价格、回

流其它领域等的影响，因而影响因素较多，存在价格风险。

- **贸易摩擦风险：**欧盟委员会于 2024 年 8 月 16 日公布对中国生物柴油产品反倾销调查初裁结果并采取临时措施，2024 年 8 月 17 日开始公司及子公司厦门卓越被征收 25.4% 的临时反倾销税。欧盟委员会预计将于 2025 年 2 月作出终裁。公司出口业务占比超过 90%，欧盟国家的贸易政策变化，都将会对公司的盈利产生不利影响和风险。

【山证煤炭】晋控煤业（601001.SH）公告点评：-资产注入启动夯实成长逻辑

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布《关于启动收购间接控股股东部分资产工作的公告》：**为落实与晋能控股集团公司签署的《关于避免同业竞争的承诺函》，进一步解决同业竞争，公司决定启动收购晋能控股集团部分资产的工作。标的资产为间接控股股东晋能控股集团持有的潘家窑矿探矿权及相关资产。潘家窑矿设计生产能力 1,000 万吨/年。收购资金来源为公司自有资金。本次收购不构成重大资产重组。
- **事件点评**
- **标的资产优质，集团获取的成本较低。**根据山西省自然资源厅 2021 年《山西省自然资源厅山西省大同煤田左云县潘家窑井田煤炭探矿权公开招标出让结果公示》文件，潘家窑探矿权由晋能控股集团于 2021 年 8 月 18 日中标取得，中标价 475300 万元，潘家窑探矿权面积 90.136km²，出让年限 5 年。另外，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，据此计算，吨煤探矿权价格 2.60 元/吨，即集团取得的成本较低。
- **收购的启动夯实了公司成长逻辑。**根据 2023 年报，公司截止到 2023 年底，合计煤炭资源量 41.43 亿吨，本次收购潘家窑探矿权完成后公司煤炭资源量有望达到 59.69 亿吨（简单合计，未考虑探矿权资源量与年报披露的资源量统计口径可能存在的差异），增长幅度达到 44.53%。公司 2023 年原煤产量 3468.76 万吨，而潘家窑井田设计产能 1000 万吨/年，假设收购完成且潘家窑投产并满产后，公司煤炭产量有望比目前提高接近 28%，收购的推进实质性夯实了公司的成长逻辑。
- **集团资产体量巨大，公司经营稳健现金充沛，成长与分红均可期。**公司控股股东晋能控股煤业集团截止 2023 年底拥有 88 座矿井，产能 2.42 亿吨/年，保有资源量 383.43 亿吨；公司是晋能控股集团核心动力煤上市主体，未来有望继续获得晋控煤业集团乃至晋控集团在资产注入、新资源获取等方面的支持，从而实现公司外延式成长。另外，公司业务纯粹，经营稳健，现金充沛，截至到 9 月底，货币资金占总资产比例 47.56%，同比提高 4 个百分点；国企市值管理背景下，公司分红比例及分红金额仍可期。

➤ 投资建议

- 预计公司 2024-2026 年 EPS（摊薄）分别为 1.97\2.04\2.09 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 13.73 元，2024-2026 年 PE 分别为 7.0\6.7\6.6 倍。供需再平衡下我们预计煤价中枢进一步回落空间有限，公司现金流充沛，分红、成长皆可期，继续给予“增持-A”投资评级。

➤ 风险提示

- 收购事项进展不及预期，收购价格偏高风险；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；其他资产注入不及预期风险等。

➤

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

