

晨会纪要

数据日期: 2025-09-29	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3862.53	13479.42	4620.05	14412.66	3922.54	1470.41
涨跌幅度(%)	0.89	2.04	1.53	1.36	1.86	1.35
成交金额(亿元)	9682.12	11932.49	6933.95	4289.01	5706.67	962.97

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

策略专题: 估值周观察(9月第4期) - 电力设备与半导体拔估值延续

行业与公司

银行行业专题: 资产质量十五年-上市银行不良出清与拨备压力观察

化工行业专题: 数据中心及AI服务器液冷冷却液 行业分析框架

通信行业专题: 数据中心互联技术专题五: 液冷—智算中心散热核心技术

传媒互联网周报: 9月游戏版号发放、国庆档来临, 持续看好游戏及影视行业机会

社会服务行业双周报(第115期): 凯文教育携手智谱华章, 成立合资公司布局AI教育

非银行业快评: 保险业2025年8月保费收入点评-短期增幅提升, 长期负债结构优化

中泰股份(300435.SZ)财报点评: 前三季度利润预增71%-87%, 深化海外布局, 切入液冷业务

云南铜业(000878.SZ)深度报告: 铜冶炼盈利能力稳健, 大股东优质资产注入

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月30日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	26622.88	1.89

基金指数 09月30日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3261.90	-0.02
股票基金指数	12516.67	-1.45
混合基金指数	11620.40	-1.38

汇率 09月30日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	0.23
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.78	0.05
美元兑日元	148.59	-0.6

非流通股解禁 09月30日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

【常规内容】

宏观与策略

◆ 策略专题:估值周观察(9月第4期) - 电力设备与半导体拔估值延续

•近一周(2025.9.22-2025.9.26)海外市场涨跌互现。从全球主要市场权益表现看,美股、港股、印度整体下跌,欧元区、日股表现较好,东证指数上涨1.25%,领涨主流宽基指数。估值方面,印度 SENSEX30 指数 PE 下挫超过 1x,当前估值分位数位于相对低位。恒生科技小幅回调后,滚动三年 PE 到达 60%分位数以下。

•A 股核心宽基集体下跌,估值温和变动。近一周(2025.9.22-2025.9.26),A 股核心宽基涨跌互现,估值温和波动。具体来看,规模上,上证 50、中证 100、沪深 300 涨幅超过 1%,远好于中小盘相关宽基指数。价值成长方面,成长显著优于价值。估值变化方面,中盘成长、小盘成长、国证成长估值抬升幅度超过 0.4x。短中期来看,大盘价值相对占优,其 4 项估值指标的 1 年、3 年滚动分位数水平均值分别为 49.5%、75.4%;长期来看,大盘成长相对占优,其 4 项估值指标的 5 年滚动分位数均值为 47.5%。整体而言,小盘成长的估值性价比比较低,4 项估值指标的 1 年、3 年、5 年滚动分位数水平均值分别为 95.9%、98.63%、99.11%。三年分位数视角,PE、PB 和 PS 分位数水平整体高于 PCF。•一级行业跌多涨少,估值同频变化。近一周一级行业跌多涨少,电力设备、电子、有色金属涨幅超过 3%,下游消费一级行业全数下跌,公用、环保等支持性行业小幅逆势跑赢。估值方面,电子 PE 扩张超 2.4x,电力设备 PE 扩张 1.56x,社服、零售 PE 收缩幅度最大,分别达到 2.83x、1.85x。

•必选消费行业估值性价比略占优。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数,以电子、通信、传媒为代表的 TMT 板块,估值处于高位,4 项估值指标的 1 年/3 年/5 年分位数均值均位于 97%到 100%,计算机板块 PCF 分位数在 TMT 大类中相对较低。有色金属在 1 年和 3 年维度下,估值位于极高位。以食品饮料和农林牧渔为代表的下游必选消费行业估值性价比凸显,其中食品饮料 1 年/3 年/5 年四项估值分位均值仅为 31.15% / 17.85% / 10.74%,农林牧渔为 58.71% / 36.21% / 25.24%,估值修复空间较大;纺织服饰和医药生物 1 年/3 年四项估值分位均值都位于 80%以上,整体处于中等水平。

•新兴产业分化明显,电力设备与半导体拔估值延续。近一周新兴产业分化明显,生物科技和绿色生产力跌多涨少,其余赛道整体上涨。半导体、集成电路涨幅超过 6%,光伏、风电涨幅均超过 4%。新兴产业整体估值波动也较为剧烈,半导体 PE 扩张幅度最大(+9.51x);集成电路、新能源 PE 扩张分别达到 7.55x、4.73x。基因检测上上周 PE 收缩超过 3x 后,近一周 PE 再度收缩 4x+。热门概念方面,近一周电力设备与半导体热度延续,领涨概念包括发电设备、半导体精选、贵金属概念、芯片概念和 HK 电力设备。

风险提示:海外货币政策节奏和幅度的不确定性;文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘,不构成投资推荐的依据

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

行业与公司

◆ 银行业专题:资产质量十五年-上市银行不良出清与拨备压力观察

近几年 GDP 增速下行但银行整体资产质量保持稳定,利润表似乎也没受到影响,甚至还能通过拨备平滑利润。对此我们的解释是:(1)当前资产质量稳定得益于历史上的各领域不良贷款轮流暴露出清。在过去 15 年中,银行持续进行不良出清,从小微贷款、制造业及批零行业贷款到后来的房地产开发贷、城投贷款,再到当前的零售贷款。我国银行的不良暴露分摊在较长时期内,而且是不同领域轮流暴露而非集中爆发,对银行报表的影响被摊薄,实现了软着陆。(2)银行主动调整贷款结构也降低了风险。在银行风险暴露过程中,银行也会通过调整贷款结构应对风险。比如在制造业及批零行业贷款不良快速上升时,银行压降了这两个行业的贷款占比。(3)不良暴露对利润表的影响较小得益于银行未雨绸缪、

削峰填谷的操作。在过去十年多中，银行多数年份都在超额计提拨备，这为银行维持利润稳定增添了两道屏障。一是当不良生成率上升时，在财务上首先体现为超额计提力度的减弱而非拨备计提的增加，从而不会对利润表产生影响；二是历史累积下来的存量拨备可以用于“卯吃寅粮”，减轻当下的拨备计提压力。（4）非信贷领域的不良资产也经历了出清。非信贷领域的不良资产，包括表内非标、ABS、信用债以及资管新规前表外理财等领域的不良资产，要么经历了风险出清，要么占比已经很小，对银行未来整体风险影响有限。目前非信贷减值损失相对贷款减值损失的比例已经降至历史低位。

不过我们也需要关注，目前上市银行整体的不良生成率边际稳定，但纵向比较来看，近几年上市银行整体不良生成率在 0.7% 左右，仍处于较高水平，只是比 2015 年的峰值有所回落，并非完全没有资产质量压力。

微观上，不同银行之间资产质量压力、拨备计提压力、存量拨备的利润维持能力、存量拨备重组情况等表现分化。综合来看，大行及一些城商行在资产质量和拨备压力方面表现相对更好。

投资建议：我们认为今年是此轮业绩下行周期的尾声，预计明年行业基本面将有所改善，维持行业“优于大市”评级。个股方面建议关注资产质量和拨备压力表现较好且估值较低的成都银行、长沙银行、张家港行、瑞丰银行等。此外，四季度我们从策略角度仍然继续推荐基本面有望率先走出拐点的优质顺周期个股，包括宁波银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济超预期下行可能从多方面影响银行业。

证券分析师：陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）、田维伟（S0980520030002）、张绪政（S0980525040003）

◆ 化工行业专题：数据中心及 AI 服务器液冷冷却液 行业分析框架

随着数算中心规模、功率不断提升，高效冷却技术快速发展，液冷主要解决高能耗、高发热难题。据《智算中心液冷产业全景研究报告》，2024 年我国算力中心总耗电量达 1660 亿 kWh，占全社会总用电量的 1.68%。2020 年国家工信部公布《全国数据中心应用发展指引（2020）》，全国在用超大型数据中心平均 PUE 达 1.46，大型数据中心平均 PUE 为 1.55；2023 年 4 月，财政部、生态环境部、工信部联合印发《绿色数据中心政府采购需求标准（试行）》中提出，2023 年 6 月起，数据中心电能比不高于 1.4，2025 年起数据中心电能比不高于 1.3；数据中心大量能耗主要为热能，降低 PUE 可由液冷技术驱动。此外，根据实验数据，当芯片功率超过 300W 时，传统风冷系统散热能力便已失效，芯片热失控风险急剧升高。液冷技术利用液体比热容高于空气的优势，实现对芯片精准散热。

主流液冷技术为冷板式与浸没式，冷板式液冷由于技术方案相对成熟，是目前主要的液冷应用方案。液冷具有换热效率高、节能、减少噪音等多重优势，按照冷却液与服务器接触方式不同，可分为间接冷却与直接冷却，间接冷却一般为冷板式，直接冷却包括浸没式和喷淋式。其中冷板式与浸没式按照冷却液介质是否发生相变又可分为单相与双相。冷板式液冷技术方案相对成熟，不需要对数据中心机房进行大规模改造，但散热能力上限仍不如浸没式液冷；浸没式液冷冷却液介质需直接与设备接触，专用机柜对于管路要求高，维护复杂，冷却液介质如氟化液售价高昂且使用量较大，整体运维成本较高，但浸没式液冷散热能力更高且噪音最小。

不同基质的冷却液一般用于不同场景，水基冷却液一般用于单相冷板式液冷，制冷剂可用于双相冷板式液冷；油基冷却液与含氟冷却液可用于单相或多相浸没式液冷。冷板式液冷不直接与设备接触，水基冷却液具有高比热容、低成本等优点，但存在易滋生藻类、细菌等问题；油基冷却液绝缘性好，具备成本较低等优势，但存在黏度大、阻力大、影响信号传输等问题；含氟冷却液主要包括全氟聚醚、全氟胺、氢氟醚、全氟烯烃等，含氟冷却液流动性好、毒性低、绝缘性好，但售价相对较高。

冷却液市场空间测算：根据 SemiAnalysis 预测，2028 年全球新增 AI 数据中心装机量将达 59GW，预期或将催生约 8.9 万吨冷却液需求；传统服务器新增装机量或将带来 1.9 万吨冷却液需求。

风险提示：数据中心装机量不及预期；数据中心液冷渗透率不及预期；PFAS 等相关环保政策变化；新增产能投建不及预期。

投资建议：数算中心机架功率持续提升，液冷方案可解决数算中心高能耗、高散热难题。当前液冷板块处于发展早期，各类液冷方案各具优劣势，行业尚未形成统一既定的最优液冷方案，需密切关注下游服

务商选择的液冷方案路径与对应冷却液产品。重点推荐：巨化股份（氟化液）、东岳集团（氟化液、改性硅油）、中国石油（矿物油、合成油）等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 通信行业专题：数据中心互联技术专题五：液冷—智算中心散热核心技术

AI 时代数据中心热密度加速提升，液冷正在成为智算中心主流散热技术。AI 时代算力芯片功率持续提升，设备功率密度触及传统风冷降温方式极限，液冷与风冷技术相比，具有温度传递快、带走热量多、噪音低和节能、节省空间的优势；同时，全球各地区 PUE 考核均有趋严趋势，液冷渗透率有望持续提升。液冷通用架构可分为机房侧（包括一次侧设备和二次侧设备）以及 ICT 设备侧（如冷板模组等），二次侧设备包括 Manifold、CDU、管路、动环系统等，一次侧设备主要包括室外冷水机组。当前阶段，液冷应用主要采用冷板式技术；例如英伟达最新商用 B 系列 GPU 及以后技术均采用冷板液冷技术散热，100% 全液冷架构，覆盖 CPU、GPU，内存等核心部件。浸没式方案是长期发展方向。

数据中心液冷市场空间广阔，经预测 2026 年全球数据中心投入建设液冷的市场规模（二次侧）有望达百亿美元：

北美市场目前冷板式液冷的单位价值量约在 1040 美元/kW，2026 年 CSP 云厂自研 ASIC 芯片并采用液冷方案，其带动的液冷市场规模有望达 30 亿美元；英伟达 GPU 需求仍然旺盛，在乐观情况下预测 2026 年英伟达液冷市场规模有望超 70 亿美元，综上 2026 年北美液冷市场规模有望达 100 亿美元。

国内市场目前冷板式液冷的单位价值量约在 5000 元/kW，国内运营商、互联网建设数据中心都在逐步选择液冷方案，国内数据中心液冷渗透率有望于 2025 年进入加速期，预测 2026/2027 年我国液冷市场规模有望分别达 113/238 亿元。

液冷散热产业中传统海外散热企业有一定早期先发优势，但国产厂商产品拥有高性价比、高响应速度、定制化服务、产业化能力等优势，有望受益 AI 发展。产业链上游包括液冷零部件，中游主要是系统解决方案供应商/集成商，下游客户为 AIDC 服务商、运营商、互联网等：

系统集成商：以综合能力为关键，系统集成复杂、设计能力要求高，设备温控稳定性要求高。老牌传统头部温控厂商有优势，如海外的 Vertiv（维谛技术）、国内的英维克（Envicool）等。

零部件厂商：制造环节有一定技术和客户壁垒，例如奇宏，双鸿，台达电子等台资热管理厂商早期配合英伟达做液冷散热预研，拥有先发优势。但随着 CSP 云厂自研 ASIC 芯片的液冷方案，同时追求更高性价比的解耦方案，国产供应商有望迎来发展机遇。

投资建议：随着 AI 芯片功率提升、单机柜密度提升，海外龙头逐步推进全液冷解决方案，全球液冷市场有望迎来高速增长。具备系统级理解能力的专业温控厂商有望更受益行业发展，同时国内厂商凭借性价比等优势仍有机会突破海外市场，建议关注液冷全产业链的投资机遇，重点推荐英维克。

风险提示： AI 发展及投资不及预期、行业竞争加剧、全球地缘政治风险、新技术发展引起产业链变迁

证券分析师： 袁文翀（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

◆ 传媒互联网周报：9 月游戏版号发放、国庆档来临，持续看好游戏及影视行业机会

传媒板块本周表现：行业上涨 0.47%，跑输沪深 300，跑输创业板指。本周（9.22-9.26）传媒行业上涨 0.47%，跑输沪深 300（1.15%），跑输创业板指（1.80%）。其中涨幅靠前的分别为国脉文化、果麦文化、东方明珠、贵广网络等，跌幅靠前的分别为金逸影视、吉视传媒、幸福蓝海、中国电影等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 7 位。

重点关注：9 月版号发放数量过百，阿里、Meta、Suno 等升级模型。1) 9 月 24 日，国家新闻出版署发布 9 月游戏版号，包括 145 款国产网络游戏和 11 款进口网络游戏；2) 通义万相 Wan2.5 发布，音画同步视频生成能力突破；此外，Qwen 团队宣布推出 Qwen3-Max，在 LMArena 文本排行榜上位列第三，超越了竞争对手 GPT-5-Chat；3) Meta FAIR 团队重磅发布了 Code World Model (CWM)，参数量为 32B、最长支持 131K token 上下文的开放权重 LLM；4) Suno 发布 V5 音乐生成模型，最大的亮点为音质升级，

达到了录音室级别。

本周重要数据跟踪：点点互动持续表现亮眼，关注国庆档表现。1) 本周（9月22日-9月28日）电影票房3.54亿元。票房前三名分别为《731》（10.65亿元，票房占比87.9%）、《捕风追影》（0.45亿元，票房占比3.7%）、《浪浪山小妖怪》（0.23亿元，票房占比1.9%）；2) 综艺节目方面，《地球超新鲜》、《花儿与少年同心季》、《王牌对王牌第九季》、《心动的信号第八季》和《你好星期六2025》排名居前；3) 游戏方面，2025年8月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、点点互动《Kingshot》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》。

投资建议：持续看好游戏板块新品周期与影视行业底部反转，关注AI应用机会。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、吉比特、心动公司等标的；广电21条发布，持续看好影视行业拐点机会，平台&渠道推荐芒果超媒、哔哩哔哩、万达电影等，内容端推荐华策影视等；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒等）；2) 行业 β 持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。IP潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销、教育等领域落地可能；2C关注AI游戏、AI玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 社会服务行业双周报（第115期）：凯文教育携手智谱华章，成立合资公司布局AI教育

周观点：凯文教育携手智谱华章，成立合资公司布局AI教育。凯文教育是A股稀缺的K12学校运营服务商，据公司年报，业务涵盖三大板块：K12学校业务、素质教育业务（提供校内外体育、艺术等特色培训）、职业教育服务（产教融合及党校业务）。2025年上半年，公司实现营业收入1.71亿元，同比增长12.51%，归母净利润实现扭亏为盈。近期发布公告与智谱华章成立合资公司，业务版图进一步扩展至AI教育板块，凯文教育持股65%为控股股东。此次合作旨在深度融合各方优势。凯文教育的控股股东为海淀区国资背景，拥有深厚的教育资源和行业经验；智谱华章则具备国内领先的大模型技术实力，其自主研发的GLM系列模型是核心优势。合资公司将依托智谱的基础大模型，结合海淀区优质的教育数据，为学校、学生及教育管理者提供“助教、助学、助管”类的智能化产品与解决方案。

板块复盘：消费者服务板块报告期内下跌3.42%，跑输大盘4.04pct。报告期内（2025年9月15日-2025年9月28日），国信社服板块涨幅居前的股票为呷哺呷哺、东方甄选、云南旅游、澳博控股、华住集团-S、银河娱乐、永利澳门、希教国际控股、携程集团-S、金沙中国有限公司。国信社服板块跌幅居前的股票为天立国际控股、宇华教育、新高教集团、君亭酒店、西藏旅游、华天酒店、九毛九、长白山、岭南控股、众信旅游。

行业与公司动态：商务部等发布服务消费19条举措，涵盖鼓励业态融合、优化景区预约、支持非学科培训及探索中小学春秋假等，以激发消费潜力。教育部推出县中振兴计划，通过资源扩容、规范招生及职普融通等措施促进县域高中优质均衡发展。淘宝闪购与饿了么将联合推出到店团购业务，打通阿里多端流量切入本地生活市场。海底捞旗下“焰请烤肉”在部分城市试点自助模式，定价79.9元/人。

风险提示：政策变动、行业竞争加剧、消费环境修复不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置携程集团-S、亚朵、同程旅行、BOSS直聘、小菜园、古茗、蜜雪集团、卓越教育集团、长白山等。中线优选中国中免、美团-W、蜜雪集团、古茗、亚朵、华住集团-S、卓越教育集团、学大教育、立国际控股、中国东方教育、携程集团-S、海底捞、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、君亭酒店、峨眉山A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选、曹操出行等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

联系人： 周瑛皓

◆ 非银行业快评:保险业 2025 年 8 月保费收入点评-短期增幅提升, 长期负债结构优化

近期, 国家金融监督管理总局发布了保险业 2025 年 8 月保费收入情况。截至 8 月末, 行业今年累计实现原保险保费收入 47999 亿元, 同比增长 9.63%, 增幅连续 5 月持续扩大。其中, 财险实现保费收入 10000 亿元, 同比增长 3.65%, 人身险实现保费收入 37999 亿元, 同比增长 11.32%。

国信非银观点: 2025 年以来, 以分红险为代表的储蓄型保险带动行业保费增速持续回升。进入三季度, 人身险行业预定利率确认下调, 传统险、分红险以及万能险分别下调至 2.0%、1.75%、1.0% (降幅分别为 50bp、25bp 及 50bp), 行业 8 月份短期“炒停售”激活短期保费增量。后续看, 随着预定利率下行, 传统险种对客户吸引力边际下降, 预计分红险将成为低利率环境下负债端核心产品, 促进保险机构负债成本的持续下移, 重视产品销售体系、积极构建康养生态的险企将受益。我们建议关注具备较强销售基础的中国平安、中国财险。

证券分析师: 孔祥 (S0980523060004)、王京灵 (S0980525070007)

◆ 中泰股份(300435.SZ) 财报点评:前三季度利润预增 71%-87%, 深化海外布局, 切入液冷业务

2025 年上半年营业收入同比下滑 4.79%, 归母净利润同比增长 9.14%。2025 年上半年实现营收 13.02 亿元, 同比下滑 4.79%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比增长 9.14%。单季度看, 2025 年第二季度公司实现营收 6.51 亿元, 同比下滑 5.23%; 归母净利润 0.67 亿元, 同比增长 8.72%。收入下滑和利润增幅较小主要系部分海外订单客户船期延期, 本该在二季度发货的部分订单在 7 月初发货, 造成二季度收入利润短期波动。盈利能力方面, 2025 年上半年公司毛利率/净利率为 22.35%/10.34%, 同比提升 4.71/1.57pct, 其中设备销售分部毛利率为 42.35%, 同比提升 11.88 pct, 高端设备占比提升拉动毛利率增长。费用率方面, 2025 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.42%/3.87%/2.88%/-0.44%, 同比变动 +2.15/-0.45/+0.52/+0.57pct, 销售费用增长主要因业务拓展投入增加, 财务费用下降得益于利息收入增加。

前三季度预计实现归母净利润 3.25-3.55 亿元, 同比增长 71.36%-87.19%。在二季度利润小幅增长的背景下, 第三季度公司归母预计将实现归母净利润约 1.90-2.20 亿元, 同比增长 188%-233%, 大幅增长主要系二季度应发货但未发货的海外订单已进入正常发货以及收入确认流程, 并计入三季度报表收入及利润。

海外订单持续增长, 积极切入液冷领域。公司 2025 年 6 月底在手订单 24.42 亿元, 上半年新签订单较上年同期持平但新签订单中海外订单已超 50%, 在手订单中海外订单已近 40%, 占比进一步提升 (2025 年 3 月底在手海外订单超过 30%)。液冷技术方面, 公司深冷技术已证实可迁移至液冷领域, 目前公司内部已完成技术讨论并推进研发立项, 正在团队组建过程中, 在公司技术、制造以及销售基础框架都完善的情况下, 将积极拓展在市场的布局。

投资建议: 公司在化工能源深冷装置有较强优势, 海外订单有望持续增长, 未来或将充分受益于新疆煤化工产业发展, 同时开始布局液冷业务, 看好公司长期发展。综合参考公司经营情况和最新财务数据, 我们维持盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 4.11/5.04/6.22 亿元, 对应 PE 值 21/17/14x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 市场竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、新业务发展不及预期的风险、国际贸易摩擦的风险。

证券分析师: 吴双 (S0980519120001)、黄秀杰 (S0980521060002)、杜松阳 (S0980524120002)

◆ 云南铜业(000878.SZ) 深度报告:铜冶炼盈利能力稳健, 大股东优质资产注入

国内老牌铜企, 中铝集团旗下唯一铜上市平台。云南铜业前身是国家“一五计划”重点建设项目, 主要业务是铜的采选冶, 冶炼产能 140 万吨, 在国内仅次于铜陵有色和江西铜业, 旗下矿山分布在云南、四川地区。公司是中国铝业集团有限公司铜产业板块核心企业之一, 是铜产业板块唯一的上市平台公司。

公司矿山版块：普朗铜矿是主力矿山。公司拥有铜资源储量 470 万吨，其中 60%储量来自普朗铜矿，其余来自几座小型铜矿。普朗铜矿是公司主力矿山，2018 年 2 月投入生产，是国内规模最大的地下有色矿山，采选规模 1250 万吨/年，年产铜稳定在 3.5-4 万吨；另有几座铜矿年产铜在 0.3-1.9 万吨不等，虽然规模不大，但都是露天开采，成本低，剩余可采年限都在 15 年以上，还具备深边部找探矿潜力，公司总体资源保障程度较好。

大股东优质资产注入。2025 年 7 月，公司公告以发行股份的方式购买云铜集团持有的凉山矿业 40%股份，并向中铝集团、中国铜业发行股份募集配套资金。凉山矿业旗下拉拉铜矿年产铜 1.3 万吨，红泥坡铜矿 2027 年投产后，凉山矿业矿山铜产量达到 4 万吨。资产注入完成后，上市公司将持有凉山矿业 60%股权，公司并表矿山铜产量从 6 万吨增加到 10 万吨。中铝集团在西藏的巨型斑岩铜矿金龙铜矿将在 2025 年内开工，2028 年投产，一期投产 20 万吨。

公司是国内第三大铜冶炼企业。公司拥有三大冶炼厂，位于我国西南、东南、北方，分别是云南昆明的西南铜业（分公司）、福建宁德的东南铜业（子公司，持股 60%）、内蒙古赤峰的赤峰云铜（子公司，持股 45%），产能分别是 55 万吨、45 万吨、40 万吨。公司还有 3 个小型铜粗炼厂，分别是凉山矿业配套的冶炼厂 10 万吨产能、滇中有色 18 万吨、易门铜业 10 万吨。冶炼版块区域位置布局合理，炉型多样，原料适用性好，综合回收能力强，盈利能力一直比较强。

盈利预测与投资建议：假设 2025-2027 年铜价为 79000/82000/82000 元/吨，铜精矿加工费为 10/0/20 美元/吨，并且 2025 年内完成凉山矿业注入，预计 2025-2027 年收入 2018/2090/2090 亿元，归母净利润 22.97/24.12/39.12 亿元，同比增速 81.7/5.0/62.2%；摊薄 EPS 分别为 1.15/0.99/1.61 元，当前股价对应 PE 分别为 14.0/16.1/9.9x。云南铜业冶炼产能布局合理，铜冶炼盈利能力强；旗下主力铜矿分布在三江成矿带，找矿潜力大，可采年限长。凉山矿业即将注入上市公司，进一步增强公司资源储备和产业布局。公司是中铝集团旗下唯一铜上市平台，今后在资源端有望获取进一步支持。考虑到铜冶炼业务处于周期底部，我们适当提高公司 PE 估值，给予公司 2025 年 16-18 倍 PE 估值，得到公司的合理估值区间为 18.4-20.7 元，对应约 369-415 亿市值，相较当前市值有 15%-29%溢价空间。维持“优于大市”评级。

风险提示：铜价、铜精矿加工费（TC/RC）、硫酸价格波动风险

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	858.00	0.76	ICE 布伦特原油	70.13	1.02
白银	10776.00	2.79	铜	82180.00	-0.38
铝	20695.00	-0.33	铅	16965.00	-0.52
豆一	3931.00	-0.22	锌	21705.00	-1.38
豆粕	2906.00	-0.34	镍	120770.00	-0.69
玉米	2171.00	-0.22	锡	272130.00	-0.36
螺纹钢	3016.00	-1.11	SR511	5519.00	-0.01

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.4	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	46316.07	0.148730	63.61	63.61	63.61	63.61	41.31
德国 DAX 指数	23745.06	0.023547	86.42	-0.65	-1.19	21.93	54.71
法 CAC40 指数	7880.87	0.129468	0.64	2.29	2.46	1.14	46.57
恒生指数	26622.88	1.893280	1.05	6.16	9.63	29.03	61.59
沪深 300 指数	4620.05	1.538500	2.15	2.74	17.80	24.74	57.32
美国 SP500 指数	6661.21	0.263558	-0.48	3.11	7.90	16.08	48.51
纳斯达克综合指数	22591.15	0.476248	-0.86	5.29	11.43	24.67	50.90
日经 225 指数	45043.75	-0.686231	-0.98	5.44	12.18	13.09	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	397.3700	4.4611	无数据	300604.SZ	长川科技	104.1200	8.9121	无数据
2	002371.SZ	北方华创	459.0000	1.3693	无数据	300750.SZ	宁德时代	397.3700	4.4611	无数据
3	603083.SH	剑桥科技	132.2600	-0.5938	无数据	603083.SH	剑桥科技	132.2600	-0.5938	无数据
4	601899.SH	紫金矿业	28.7700	5.0000	无数据	601899.SH	紫金矿业	28.7700	5.0000	无数据
5	603986.SH	兆易创新	197.1300	3.6381	无数据	603986.SH	兆易创新	197.1300	3.6381	无数据
6	300274.SZ	阳光电源	165.0000	4.7619	无数据	300274.SZ	阳光电源	165.0000	4.7619	无数据
7	688041.SH	海光信息	255.8400	-1.2582	无数据	688041.SH	海光信息	255.8400	-1.2582	无数据

8	002475.SZ	立讯精密	64.8000	0.8560	无数据	002475.SZ	立讯精密	64.8000	0.8560	无数据
9	603799.SH	华友钴业	60.2500	5.4612	无数据	603799.SH	华友钴业	60.2500	5.4612	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	416.7500	0.7372	无数据	300308.SZ	中际旭创	416.7500	0.7372	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0941.HK	中国移动	84.9000	-0.00117647	17287.77	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	578828.81
2	1024.HK	快手-W	78.9000	0.04365079	59665.78	9988.HK	阿里巴巴-W	173.4000	0.04144144	517215.69
3	3690.HK	美团-W	102.8000	0.02186879	109946.95	1810.HK	小米集团-W	53.5500	-0.02012809	445901.46
4	2228.HK	中国节能海东青	13.4200	0.10361842	110549.92	0981.HK	中芯国际	76.5000	0.04866347	316277.36
5	2228.HK	晶泰控股	13.4200	0.10361842	110549.92	0700.HK	腾讯控股	660.0000	0.02484472	251112.84
6	1347.HK	华虹半导体	72.1000	0.05641026	126095.94	1347.HK	华虹半导体	72.1000	0.05641026	137693.78
7	2015.HK	理想汽车-W	98.5500	-0.01548452	174235.74	2228.HK	中国节能海东青	13.4200	0.10361842	129959.73
8	0981.HK	中芯国际	76.5000	0.04866347	354149.57	2228.HK	晶泰控股	13.4200	0.10361842	129959.73
9	0700.HK	腾讯控股	660.0000	0.02484472	400527.15	3690.HK	美团-W	102.8000	0.02186879	129759.48
10	1810.HK	小米集团-W	53.5500	-0.02012809	545493.49	2015.HK	理想汽车-W	98.5500	-0.01548452	101250.38
11	9988.HK	阿里巴巴-W	173.4000	0.04144144	872900.94	0941.HK	中国移动	84.9000	-0.00117647	98832.97

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032