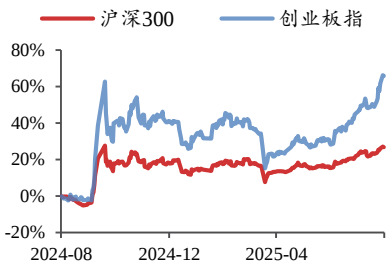


2025 年 08 月 20 日

开源晨会 0820

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	3.483
通信	1.868
食品饮料	1.038
商贸零售	0.894
家用电器	0.874

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
非银金融	-1.636
国防军工	-1.554
石油石化	-0.579
医药生物	-0.537
煤炭	-0.521

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】建筑需求同比下行速度放缓——宏观经济专题-20250819

【策略】北证 50：从关键突破到新中枢确立——投资策略专题-20250819

行业公司

【海外：美图公司(01357.HK)】聚焦核心影像业务，AI 驱动付费率持续提升——港股公司信息更新报告-20250819

【海外：零跑汽车(09863.HK)】自研智驾巩固造车优势，2026 年往后业绩动力充足——港股公司信息更新报告-20250819

【电力设备与新能源：英维克(002837.SZ)】液冷产品加速放量，发出商品及合同负债大幅增长——公司信息更新报告-20250819

【化工：圣泉集团(605589.SH)】Q2 业绩同环比高增，高频高速树脂量价齐升，拟发可转债投资新能源电池材料产业化项目——公司信息更新报告-20250819

【煤炭开采：金能科技(603113.SH)】烯烃和炭黑放量，下修转股价和高分红提振信心——公司信息更新报告-20250819

【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】开启大规模资产收购，强化一体化运营护城河——公司信息更新报告-20250819

【通信：奥飞数据(300738.SZ)】IDC 领军企业紧抓 AIDC 新浪潮——公司首次覆盖报告-20250819

【有色钢铁：中国宏桥(01378.HK)】电解铝权益产能提高增厚利润，股份回购增强信心——港股公司信息更新报告-20250818

研报摘要

总量研究

【宏观经济】建筑需求同比下行速度放缓——宏观经济专题-20250819

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

供需：亮点在于部分建筑需求下行速度放缓

1.建筑开工：开工率仍处季节性低位。最近两周（8月3日至8月16日），石油沥青装置开工率、水泥发运率季节性位置仍位于历史中低位，磨机运转率环比回升，但绝对位置仍处历史低位。基建、房建项目水泥出库量企稳，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，部分化工链与汽车钢胎开工率回落。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位，部分化工链与汽车钢胎开工率有所回落。化工链中PX开工率回落至历史中位，汽车半钢胎开工率同比有所回落，焦化企业开工率历史位置有所回升。

3.需求端，建筑需求偏弱，汽车销量同比有所回落。最近两周，螺纹钢表观需求同比转正，主因2024年同期低基数，但同时建材需求亦接近2024年同期，至少表明建筑需求中枢下行速度放缓。汽车销售同比有所回落，中国轻纺城成交量回落至历史低位，主要家电线上销售表现偏强，线下销售表现偏弱。

商品价格：反内卷交易暂缓，国内工业品价格震荡偏弱运行

1.国际大宗商品：原油价格震荡下行，铜、铝价格震荡运行，黄金价格震荡偏强运行。

2.国内工业品：反内卷交易暂缓，价格整体震荡偏弱运行。南华综合指数震荡回落。细分品种下，黑色价格震荡运行，煤炭价格延续回升，化工链多数产品均震荡偏弱运行，建材中玻璃价格回升，沥青、水泥价格回落。

地产：新建与二手房成交仍弱

1.新建房：成交维持历史低位。最近两周（8月4日至8月17日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落18%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-29%、-13%。一线城市成交面积成交降幅扩大，较2023、2024年分别变动-15%、-31%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置在2024年末末上升至历史高位，2025年一季度以来已回落至历史较低位置，建议关注后续稳地产增量政策可能性。

2.二手房：成交量仍偏弱。价格方面，截至8月4日，二手房出售挂牌价指数环比有所回落；成交量方面，最近两周（8月4日至8月17日），北京、上海、深圳二手房成交仍弱，较2024年同期分别同比-8%、+4%、+2%。

出口：8月前17日出口同比或在7%~9%

回归模型下，8月前17日出口同比+7%左右，不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+9%左右。若美国对其他地区对等关税已落地执行，当前高频数据并未大幅回落的合理解释或为：不美国关税落地执行后，对中国与其他地区仍存在关税差，仍存在部分转口需求。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【策略】北证50：从关键突破到新中枢确立——投资策略专题-20250819

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

北证50的“新中枢”或将确立

近期北证 50 再次展现出强劲的上行动能。本轮上涨是继 2025 年 5 月 21 日盘中触及 1500.31 点后，指数首次有效突破 1500 点位置，根据 2025 年 8 月 18 日收盘价计算单日涨幅达到 6.79%。其背后的驱动力来自于“增量市”背景下市场风险偏好的回升，以北证 50 为代表的“轻质资产”具备更快的赚钱效应：一方面，其市值较小、主题集中，加之成分股 30% 的涨跌幅限制，资金流的边际变动即可引致较为显著的价格弹性；另一方面，相较微盘股，北证 50 还享有更明确的政策支持。我们认为，在突破 1500 这一关键平台后，该指数或将进入寻找下一个新中枢的过程。

北证 50 补涨微盘股指数

从对比走势来看，以北证 50、国证 2000 为代表的小盘宽基指数与 Wind 微盘股指数在行情节奏上存在一定错位，其中北证 50 往往在市场主线真空窗口更易释放弹性，过去两年，北证 50 在以下关键时点均出现相对强势表现：（1）2023 年四季度 AI、华为链、减肥药等主题行情阶段性退潮后；（2）2024 年 9 月 24 日之后，指数斜率显著抬升，但未依赖单一行业方向；（3）2025 年 4 月对等关税冲击后的修复初期。当前在 AI 板块内部轮动较为充分的背景下，市场主线或将再次出现一定空窗期，北证 50 的结构特征可能仍有助于其相对收益的释放。

北证 50 资产端具备“专精特新”的优势

北交所具备“专精特新”型中小企业的资产端优势。北证 50 与国证 2000 均能在一定程度上反映中小盘的市场活跃度，其中国证 2000 覆盖范围更广，北证 50 则更为集中，由于整体流通市值偏小，北证 50 在增量资金驱动或主题行情催化时往往具备更强的弹性和上涨动能。在市场主题相对迷茫时，集中于先进制造与政策支持方向的特性使其更容易成为资金汇聚的焦点。从近期表现来看，北证 50 在液冷、电源、半导体及 AI 应用等信息技术板块的集中优势，使指数在部分阶段展现出更快的上涨动能，这也是其能够阶段性跑赢市场的重要原因。

北交所制度逐步优化

北证 50 成分股具有较强的政策支持与制度保障。设立北交所是党中央推动高质量发展、服务创新型中小企业的重要战略部署，自 2021 年开市以来，已集超过 270 家上市公司，其中半数为国家级专精特新“小巨人”，凸显“专精特新”特色。监管层持续推出制度优化措施——从 2023 年《关于高质量建设北交所的意见》明确发展定位，到 2025 年修订发行与承销细则及推出专精特新指数，均强化了北交所的政策牵引和制度供给。北交所通过严把上市准入关、提升审核透明度与效率、完善融资工具与交易机制，不仅聚焦先进制造、人工智能、低空经济等新质生产力领域，更在制度设计上突出中小企业特征，成为中小企业资本化发展和产业升级的重要平台。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；历史不能代表未来。

行业公司

【海外：美图公司(01357.HK)】聚焦核心影像业务，AI 驱动付费率持续提升——港股公司信息更新报告-20250819

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

付费率持续提升，全球化及生产力场景打开增量空间，维持“买入”评级

影像产品付费订阅率持续提升驱动增长，毛利率有望持续改善，研发端广泛整合内外部垂类及基础模型，训练成本下降，我们上调公司 2025-2027 年经调整净利润至 8.9/11.5/15.1 亿元（前值：8.5/11.4/14.6 亿元），对应同比增速 50.7%/29.7%/31.1%，对应摊薄后 EPS0.20/0.26/0.34 元，当前股价对应 48.6/37.4/28.5 倍 PE。C 端具备庞大用户基础，影像产品丰富度及易用性抢占心智，B 端切入垂直场景布局，AI 深化驱动付费率持续提升，积极布局全球扩张，维持“买入”评级。

2025H1 业务调整致收入低于预期，利润高于预期

2025H1 公司收入 18.2 亿元，YOY+12.3%，低于彭博一致预期（YOY+24.8%），源于公司主动收缩低毛利的化

妆品供应链业务；经调整归母净利润 4.7 亿元，YOY+71.3%，高于彭博一致预期（YOY+50.9%），源于影像产品业务收入占比提升及引入第三方模型后训练成本下降带动研发费用率好于预期。（1）收入端：2025H1 影像与设计产品收入 YOY+45.2%，付费订阅渗透率达 5.5%，YOY+1.3PCT，其中生活场景付费订阅率约 5.3%，生产力场景付费订阅率约 7.8%。MAU 达 2.8 亿，YOY+8.5%；分市场看，中国内地市场 MAUYOY+5.2%，海外市场 MAUYOY+15.3%；分应用场景看，生活场景应用 YOY+7.5%，生产力场景 YOY+21.1%。（2）利润端：2025H1 毛利率 YOY+8.6PCT，研发费用率 YOY-1.4PCT，受益收入结构改善及训练成本下降。

持续聚焦 AI 深化，垂直场景 C 端流量庞大，全球化及生产力场景增量可期

国内 C 端生活场景用户规模提升空间有限，B 端生产力场景及全球化成为美图撬动新增量的核心战略，AI 赋能+全球化+生产力场景有望驱动付费渗透率及 ARPU 提升。利润端，公司持续聚焦高毛利的影像主业，收缩美业业务，未来随训练成本下降经营杠杆有望持续释放。

风险提示：AI 应用不及预期、海外业务落地不及预期、竞争加剧、监管变动。

【海外：零跑汽车(09863.HK)】自研智驾巩固造车优势，2026 年往后业绩动力充足——港股公司信息更新报告-20250819

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

智驾加速自研巩固造车优势，2026 年往后业绩增长动力充足

考虑到品牌需求强劲，我们将 2025-2027 年收入预测由 556.7/681.4/813.2 亿元上调至 662.3/965.8/1112.3 亿元，同比增速分别为 105.9%/45.8%/15.2%。考虑到公司车辆毛利超预期提升，将 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润预测由 -4.2/3.9/19.2 亿元上调至 10.0/19.6/43.0 亿元，EPS 分别为 0.8/1.5/3.0 元，当前股价分别对应 2025-2027 年 1.2/0.9/0.8 倍 PS、2025-2027 年 79.9/42.7/20.4 倍 PE。智驾自研加速巩固国内造车基本盘优势，2026 年往后四大平台矩阵布局完毕、零部件业务放量、合资公司利润释放皆是业绩增长动力，维持“买入”评级。

2025Q2 净利润显著转正，费用率优化、其他收益环比增长抵消毛利率下滑

公司 2025Q2 收入 142.3 亿元，同比增长 165.5%，受益于（1）交付量环比提升 52%至 12.6 万辆，我们测算季度 ASP 环比下滑约 0.8 万元至约 11.2 万，或因均价较低的 B 系列大规模交付所致；（2）战略合作、碳积分交易贡献。2025Q2GAAP 净利润 1.6 亿元，驱动 2025H1Non-GAAP 净利润显著转正至 3.3 亿元，主要源于 2025Q2 经营费用率环比优化 1.7pct 至 16.2%（研发、销售、管理费用率分别减少 2.0/0.5/0.9pct）、其他营业收益环比增长 183%至 4.3 亿元，抵消了毛利率环比下滑 1.3pct 至 13.6%的负面影响（分析主要为 B 系列爬坡上量所致）。

2026 年往后国内新车、零部件放量、合资公司有望依次驱动业绩增长

公司指引 2025Q3 销量 17-18 万辆、上修全年指引至 58-65 万辆（vs 前值 50-60 万辆），对应国内交付 52-60 万辆（vs 前值 44-55 万辆，出口指引维持 5-6 万辆），并指引 2025H2 毛利率环比提升至 15%，驱动 2025 全年毛利率达到 14%-15%，从而预期净利润 5-10 亿元。往后业绩增长驱动丰富：（1）2026 年公司目标销售 100 万辆，由国内 ABCD 矩阵补齐完善、出口销量翻倍驱动，对应整车毛利约 12%（分析由于平价系列 A、B 放量导致下滑）；（2）与 Stellantis 合作零部件业务有望 2026H2 正式放量贡献；（3）零跑国际初期关注规模、或仅保持微利，伴随欧洲本地产能有望 2026 年底前落成，合资公司或在 2027 年往后逐步贡献利润。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、新能源汽车增长不如预期。

【电力设备与新能源：英维克(002837.SZ)】液冷产品加速放量，发出商品及合同负债大幅增长——公司信息更新报告-20250819

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）

证书编号：S0790124040002

业绩持续增长，深度受益于数据中心液冷渗透率提升，维持“买入”评级

英维克发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 25.73 亿元，同比+50.25%，主要是机房及机柜温控节能产品收入增加所致，实现归母净利润 2.16 亿元，同比+17.54%，实现扣非归母净利润 2.02 亿元，同比+18.05%。2025Q2 公司实现营收 16.41 亿元，同比+69.67%，实现归母净利润 1.68 亿元，同比+37.98%，实现扣非归母净利润 1.60 亿元，同比+37.13%。伴随国内外 AIGC 持续发展，国内外高功率算力芯片及高功率机柜逐渐放量，公司或将持续受益于数据中心建设，考虑到 GPU 及 AISC 芯片对液冷需求持续增长，我们维持 2025 年并上调 2026、2027 年盈利预测，预计其 2025-2027 年归母净利润为 6.51/10.97/15.19 亿元（原 9.01/11.20 亿元），当前股价对应 PE 分别 104.5/62.0/44.8 倍，维持“买入”评级。

数据中心液冷产品加速放量，发出商品及合同负债大幅增长

2025H1，分业务来看，公司机房温控业务实现营收 13.51 亿元，同比增长 57.91%，算力设备及机房液冷相关营收超 2 亿元，部分计入其他业务，公司 Coolinside 全链条液冷解决方案中的快换接头、Manifold、冷板、液冷工质等产品已获一些主流算力芯片厂商、头部算力设备制造商认可并开始被规模采购应用，液冷产品或将加速放量；机柜温控业务实现营收 9.26 亿元，同比增长 32.02%，其中储能相关营收实现约 8 亿元，同比增长 35%，反映了海外储能业务良好韧性。2025H1 末，公司存货中发出商品达 6.81 亿元，较年初+67.78%，同比+126.16%，公司合同负债达 4.04 亿元，较年初+76.25%，同比+109.18%，印证下游客户需求强劲。

费控能力较强，重视研发投入，加速推动产能扩充

公司费控能力较强，2025H1，销售费用率达 3.91%，同比-0.38pct，管理费用率达 4.01%，同比-0.56pct，公司重视研发投入，2025H1 公司研发费用达 1.96 亿元，同比增长 36.74%。公司加快推进华南总部基地和中原总部基地建设，加速产能扩张，此外，公司将积极建设海外资源平台，建立更优的本土化服务能力和高效敏捷供应链能力，提高海外市场竞争力。

风险提示：储能温控行业竞争加剧、数据中心风冷及液冷产品放量不及预期。

【化工：圣泉集团(605589.SH)】Q2 业绩同环比高增，高频高速树脂量价齐升，拟发可转债投资新能源电池材料产业化项目——公司信息更新报告-20250819

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

Q2 归母净利润同环比高增，拟发可转债投资新能源电池材料产业化项目

公司发布 2025 年中报，实现营收 53.51 亿元，同比+15.7%；归母净利润 5.01 亿元，同比+51.2%。其中 Q2 实现营收 28.92 亿元，同比+16.1%、环比+17.6%；归母净利润 2.94 亿元，同比+51.7%、环比+42.3%，业绩符合预期。此外，公司拟发行可转债募资不超过 25 亿元，扣除发行费用后，其中 20 亿元投资于绿色新能源电池材料产业化项目、5 亿元用于补充流动资金。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.89、13.86、16.59 亿元，EPS 分别为 1.40、1.64、1.96 元/股（暂不考虑可转债对股本摊薄作用），当前股价对应 PE 为 23.7、20.4、17.0 倍。我们看好公司依靠产业链优势协同进行技术研发和市场拓展，逐步成为全球领先的生物质和化学新材料解决方案提供商，维持“买入”评级。

先进电子材料及电池材料量价齐升，合成树脂稳定增长，大庆项目稳定运行

(1) 分业务看，2025H1 公司先进电子材料及电池材料营收 8.46 亿元，同比+32.43%；销量 4.01 万吨，同比+14.90%；合成树脂类产品营收 28.10 亿元，同比+10.35%，销量 39.18 万吨，同比+15.48%。公司先进电子材料及电池材料实现量价齐升，目前公司已具备从 M4 到 M9 全系列产品总体解决方案的能力，产品实现从 DCPD 环氧树脂、活性酯产品、双马/多马，到 PPO 的多品种组合，再到更低 Df 的碳氢树脂、ODV 和 SEBS 等特种结构的碳氢材料，全方位满足不同客户的需求；公司多孔碳材料作为电池性能提升的关键材料，成功切入主流电池厂商供

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

5 / 10

应链。此外，2025H1 公司生物质产业实现营收 5.16 亿元，同比+26.47%，大庆生产基地项目连续稳定运行，各项消耗已基本达到设计值，各产品基本实现产销平衡。(2) 盈利能力方面，2025 年中报销售毛利率、净利率分别为 24.82%、9.75%，同比分别+1.66、+2.44pcts。我们认为，公司“化工新材料+生物质材料”双主业运营稳健，项目布局丰富，未来成长动力充足。

风险提示：产品价格波动、产能建设及客户验证不及预期、技术迭代等。

【煤炭开采：金能科技(603113.SH)】烯烃和炭黑放量，下修转股价和高分红提振信心——公司信息更新报告-20250819

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

烯烃和炭黑放量，下修转股价和高分红提振信心，维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025 年 H1 实现营业收入 85.5 亿元，同比+24.1%，实现归母净利润 2643 万元，同比+6944 万元；实现扣非后归母净利润-3286 万元，同比+3451 万元；单 Q2 看，实现营业收入 40.9 亿元，环比-8.4%，实现归母净利润-4950 万元，环比-165%，实现扣非后归母净利润-9284 万元，环比-255%。考虑到公司主要业务行业趋势，尽管 Q2 盈利环比转亏，但核心产品价格已处底部区间，且原材料跌幅更大、库存减值压力集中释放，下半年盈利修复弹性大；叠加未来两年新项目投产带来的量增，我们维持 2025-2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年实现归母净利润 1.25/2.20/3.34 亿元，同比+316.3%/+76.1%/+51.4%；EPS 为 0.15/0.26/0.39 元，对应当前股价 PE 为 40.8/23.2/15.3 倍。青岛烯烃和炭黑项目已全面投产，且公司有望拓展氢能产业链，维持“买入”评级。

烯烃和炭黑产线全面投产，焦炭预计环比改善

(1) 烯烃板块：2025 年 H1 烯烃产量 73.86 万吨，同比+113.5%；烯烃销量 71.35 万吨，同比+114.4%。单 Q2 来看，公司烯烃产量 29.2 万吨，环比-34.6%；销量 32.18 万吨，环比-17.8%；单吨售价 6518 元，环比+0.76%；量价共同作用下，2025Q2 烯烃产品销售收入 21 亿元，环比-17.2%；成本端，丙烷采购价 4439 元/吨，环比-4.30%，对毛利起到正向贡献。(2) 炭黑板块：2025 年 H1 炭黑产量 37.14 万吨，同比+26%；销量 36.68 万吨，同比 25.6%。单 Q2 来看，公司炭黑产量 17.4 万吨，环比-11.7%；销量 19.6 万吨，环比+14.9%；单吨售价 5810 元，环比-8.29%。量增价减致 2025Q2 炭黑产品销售收入 11.39 亿元，环比+5.4%；成本端，主要原材料煤焦油、蒽油均价分别环比-10.3%、-9.5%，带动单位成本下行。(3) 焦炭板块：2025 年 H1 煤焦产量 67.91 万吨，同比-4.9%，销量 68.11 万吨，同比-4.1%。单 Q2 来看，公司煤焦产品销产量 32.3 万吨，环比-9.48%；销量 34.1 万吨，环比基本持平(+0.16%)；单吨售价 1476 元，环比-12.62%；售价下跌主导，导致 2025Q2 煤焦产品销售收入 5 亿元，环比-12.3%；成本端，主要原材料煤炭均价 1080 元/吨，环比-18.3%，跌幅大于售价跌幅，预计 Q2 煤焦单位毛利环比改善。(4) 精细化工板块：2025 年 H1 精细产品产量 1.16 万吨，同比-14.7%；销量 1.07 万吨，同比-22.8%。单 Q2 来看，精细产品产量 5684 吨，环比-3.65%；销量 4827 吨，环比-17.6%；单吨售价 16969 元，环比-1.6%。量价齐跌叠加，致 2025Q2 精细产品销售收入 8190 万元，环比-18.9%。

拓展氢能产业链、下修转股价、提高分红频次

拓展氢能业务：4 月 28 日金能科技全资子公司与华旺能源科技有限公司签署《战略合作框架协议》，两公司现已共同投资建设了“供氢-输氢-储氢-加氢-用氢”一体站项目。下修转股价：金能转债本次一次性从 9.75 元/股下修至 7.62 元/股，幅度 22%，基本贴着近期股价，此举既稳住了转债流动性，也向市场释放了管理层积极维护融资工具价值的信号。提高分红频次：公司半年内两度分红，其中一季报每股分红 0.12 元，中报每股分红 0.235 元，累计分红约 3 亿元，两次合计分红对应当前股价的股息率为 4.45%，充分体现对股东回报的重视。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险。

【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】开启大规模资产收购，强化一体化运营护城河——公司信息更新报告-20250819

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

开启大规模资产收购，强化一体化运营护城河，维持“买入”评级

公司发布《中国神华能源股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。拟由公司发行 A 股股份及支付现金购买资产并同步募集配套资金方式，向国家能源集团及西部能源，购买国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电及煤化工等相关资产，包括国源电力、神延煤炭、新疆能源等 12 家公司股权以及西部能源持有的内蒙建投股权。考虑 2025 年煤价下滑因素和未来行业变化趋势，我们调整 2025-2027 年盈利预测（暂不考虑资产注入），预计 2025-2027 年归母净利润为 513.1/530.8/535.4 亿元（前值为 548.8/555.9/562.7 亿元），同比 -12.5%/+3.5%/+0.9%；EPS 为 2.58/2.67/2.69 元，对应当前股价 PE 为 15/14.5/14.4 倍。公司盈利相对稳定，持续高分红凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

拓宽产业布局，提高一体化核心运营能力

中国神华一体化产业经营范围包括煤炭、铁路、港口、航运、煤电、煤化工六大板块业务。本次交易涉及 13 项资产的股权，包括 6 项煤炭资产、1 项坑口煤电一体化资产、2 项化工资产以及 4 项运输销售产业资产。标的公司资产质量优异，涵盖资源禀赋优异的煤炭企业和高科技煤化工企业，将显著提升中国神华的整体盈利水平。根据公司公告披露，截至 2024 年底，标的资产合计总资产 2584 亿元，合计营业收入 1260 亿元，合计扣非归母净利润 80 亿元。收购公司（国源电力、新疆能源、化工公司、乌海能源、平庄煤业、内蒙建投、神延煤炭、晋神能源、包头矿业、航运公司、煤炭运销公司、电子商务公司、港口公司）2024 年扣非归母净利润分别为 27.91/7.61/6.69/15.24/1.53/-7.34/25.52/3.87/-2.55/1.85/0.50/0.76/0.44 亿元，ROE 约为 8.26%/6.53%/3.82%/13.17%/4.97%/32.77%/32.36%/5.82%/-4.94%/16.62%/6.19%/41.60%/29.18%。通过本次收购，预计中国神华的资源保有量和产业链完整性将得到显著提升，有利于中国神华长期发展，从而达到实现增厚 ROE、EPS 等盈利指标的目的。

资金储备充足财务稳健，维持高回报可持续分红

截至 2024 年，中国神华货币资金 1424 亿元，能够支持现金支付；资产负债率 23.42%，处于行业较低水平，具备充足债务融资空间；经营活动产生的现金流量净额 933 亿元，同比+4.2%，且标的资产均为避免同业竞争的承诺资产以及集团的优质存量资产，预计将带来稳定经营性净现金流。交易采用现金加发行股份支付方式，同时配套募集一定资金，充分考虑正常生产经营资本开支，进一步优化公司中长期发展业绩情况。在行业承压的背景下，公司坚持可持续高回报分红政策，规划 2025 至 2027 年最低现金分红比例不低于 65%且 2024 年分红率达到 76.5%，本次资产注入交易能进一步提升公司一体化运营效率，更好回报投资者。

风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

【通信：奥飞数据(300738.SZ)】IDC 领军企业紧抓 AIDC 新浪潮——公司首次覆盖报告-20250819

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

国内 AIDC 领军企业，紧抓 AI 智算新机遇

公司成立于 2014 年，是国内领先的互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案提供商，主要为客户提供 IDC 服务及其他互联网综合服务。公司数据中心布局从华南地区逐渐扩展至全国多个核心城市，逐步实现从基础设施建设到云计算服务的全面布局，截至 2024 年 12 月末，公司在北京、广州、深圳、廊坊、天津、成都、海口、南昌、南宁拥有 14 个自建自营的数据中心，规划机柜规模超 10 万架，运营机柜按标准机柜折算超 4.3 万架。伴随 AI 模型及 AI 应用加速迭代，公司作为国内领先第三方 IDC 服务商，有望充分受益 AIGC 发展，我们持续看好公司的长期发展，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.08、3.14、4.47 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 101.2、67.1、47.1 倍，对应 EV/EBITDA 分别为 26.7 倍、20.4 倍、16.1 倍，首次覆盖，给予至“买入”评级。

定增募资拓展 AIDC，全球拓展云计算与大数据业务

公司在全球运营超过 70 个云计算中心，业务遍及中国 40 多个城市及境外 20 多个国家和地区，并参与“一带一路”亚非欧跨国超高速通信传输海缆重大工程投资建设，另有多个 AIDC 项目正在建设之中。2025 年 4 月，据公司公告定增募集资金不超过 17.5 亿元，用于建设廊坊固安数据中心 F 栋、G 栋、H 栋、I 栋、J 栋机房，在核心区域已经具有一定的规模优势。

获行业头部客户认可，积极拓展算力相关业务

公司 IDC 业务采用“批发+零售”销售模式，客户资源丰富、结构稳定，已为百度、快手、金山云等互联网企业提供业务支持，于 2020 年同阿里云就华南数据中心签署合作备忘录，获得多个头部客户认可。据公司公告，2023 年开始搭建算力平台，未来将继续推进算力租赁及相关算力设备销售业务，增强与客户的合作粘性，并保持较强的议价能力，巩固市场地位。

风险提示：AI 及云计算发展不及预期、能耗指标获取不及预期、行业竞争加剧

【有色钢铁：中国宏桥(01378.HK)】电解铝权益产能提高增厚利润，股份回购增强信心——港股公司信息更新报告-20250818

孙二春（分析师）证书编号：S0790525060001 | 温佳贝（分析师）证书编号：S0790524040009

电解铝权益产能提高增厚公司利润，股份回购增强发展信心

2025H1，公司实现营收 810.39 亿元，同比+8.48%；归母净利润 123.61 亿元，同比+35.02%，主要系 2025H1 氧化铝、电解铝价格同比均有所上涨。考虑到公司 2025 年电解铝权益产能的提升以及铝价高位运行，我们调整 2025~2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025~2027 年实现归母公司净利润 242.59、267.39、291.86 亿元（此前预计 2025~2026 年分别为 195.7、195.8 亿元），同比分别变动+8.43%、+10.22%、+9.15%，EPS 分别为 2.56、2.82、3.07 元/股。对应 2025 年 8 月 18 日收盘价的 PE 分别为 8.4、7.6、7.0 倍，维持“买入”评级。

2025 年上半年量价齐升，公司业绩表现亮眼

产销来看，2025 年上半年实现铝合金产品销量 290.6 万吨，同比+2.4%，实现铝加工品销量 39.2 万吨，同比+3.4%，实现氧化铝销量 636.8 万吨，同比+15.6%，各产品产销量保持稳定。销售价格来看，2025 年上半年铝合金产品售价同比增加 470.6 元/吨至 17852 元/吨（不含增值税，下同），铝加工品售价同比增加 592.2 元/吨至 20597.7 元/吨，氧化铝售价同比增加 301.9 元/吨至 3243.6 元/吨。销售成本来看，2025 年上半年铝合金产品成本同比增加 245.2 元/吨，氧化铝成本同比增加 116.4 元/吨。得益于公司主要产品的量价齐升，公司 2025 年上半年业绩表现亮眼。

收购云南宏泰剩余 25%股权提高电解铝权益产能，回购股份彰显发展信心

2025 年 7 月 23 日，文山州财信实业投资有限公司退出云南宏泰，云南宏桥以 90 亿元的认缴出资额 100%持有云南宏泰，至此中国宏桥对云南宏泰的持股比例由 67.55%上升至 90.07%，云南宏泰拥有 203 万吨电解铝产能，对应权益产能将提升 45.7 万吨；此外，公司拟进行股份回购，计划回购总金额不低于 30 亿港元，彰显公司的发展信心。

风险提示：（1）煤炭、铝价、氧化铝价格大幅波动；（2）云南限产超预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn