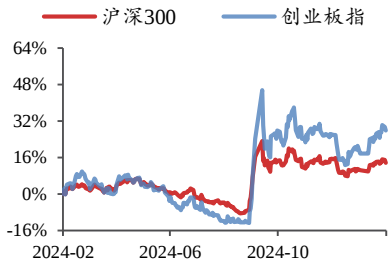


2025 年 02 月 26 日

开源晨会 0226

——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(%)
机械设备	0.402
汽车	0.308
电子	-0.124
电力设备	-0.267
钢铁	-0.298

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-2.352
农林牧渔	-2.046
非银金融	-1.696
家用电器	-1.689
食品饮料	-1.586

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

行业公司

【电子】AI 端侧之近存计算：CUBE 有望助力端侧 AI 落地——行业点评报告-20250225

【有色钢铁】俄罗斯计划恢复对美出口铝或将加剧中国原铝供应紧张——行业点评报告-20250225

【有色钢铁】刚果（金）执行临时出口禁令，或有望提振钴价——行业点评报告-20250225

【计算机：海光信息(688041.SH)】业绩持续高增长，期待 DCU 取得更大突破——公司信息更新报告-20250225

【非银金融：指南针(300803.SZ)】金融信息服务龙头，证券与基金牌照开启成长空间——公司首次覆盖报告-20250225

【化工：雅化集团(002497.SZ)】锂业+民爆“双主业”并行，未来业绩增长可期——公司首次覆盖报告-20250225

【医药：江中药业(600750.SH)】胃肠用药领导者，“高股息+股权激励”彰显发展信心——公司首次覆盖报告-20250225

【煤炭开采：陕西能源(001286.SZ)】高度煤电一体化布局，煤炭和电力比翼高成长——公司首次覆盖报告-20250225

研报摘要

行业公司

【电子】AI 端侧之近存计算：CUBE 有望助力端侧 AI 落地——行业点评报告-20250225

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

核心观点

随着 AI 算力需求的不断提升，冯·诺依曼架构的存算性能失配问题日益显现，存算一体化技术应运而生。近存计算通过 2.5D 和 3D 堆叠技术有效融合计算与存储，提升内存带宽并降低访问延迟，成为提升芯片性能的主流方案。HBM 和 CUBE 方案作为代表，能够广泛应用于高性能计算和边缘设备中，随着 AI 终端的普及和算力需求的加速，近存计算有望成为未来技术发展的关键趋势。

算力需求提升导致冯·诺依曼架构存算性能失配，近存计算将破局

冯氏架构以计算为中心，计算和存储分离，二者配合完成数据的存取与运算，在 AI 时代随算力持续提升，存算之间性能失配问题凸显。近存计算利用先进的封装技术，将计算逻辑芯片和存储器封装到一起，通过减少内存和处理单元之间的路径，实现高 I/O 密度，进而实现高内存带宽以及较低的访问开销。我们认为未来近存计算将成为 AI 时代芯片性能提升的主流方案。

HBM 历经多次迭代，已成为高性能计算、数据中心主流近存计算架构

HBM 采用 TSV 技术堆叠 DRAMdie 以大幅提升 I/O 数，再配合 2.5D 先进封装制程，在维持较低内存频率的同时达到更显著的总通道宽度提升，兼具高带宽、高容量、低功耗。自 2016 年以来，HBM（高带宽内存）技术不断革新。HBM2(2018)采用 8 层 DRAM，提供 256GB/s 带宽，2.4Gbps 传输速度，8GB 内存。HBM2E(2020):将传输速度提升至 3.6Gbps，内存增加至 16GB。HBM3(2022)将堆叠层数和管理通道增加，传输速度最高可达 819GB/s，16GB 内存。HBM3E 将传输速度高达 8Gbps，容量增至 24GB。目前 HBM 已广泛应用于高性能计算、数据中心等领域。

AI 终端持续落地，CUBE 方案有望大放异彩

CUBE 采用 2.5D 或 3D 封装，与主芯片 SoC 集成，通过高达 1024 个 I/O 实现超高带宽，可广泛适用于适用于可穿戴设备、边缘服务器设备、监控设备及协作机器人等高级应用。CUBE 容量相对较小，适用于边缘端应用。以 AI-ISP 为例，AI-ISP 中有很多灰色部分属于神经网络处理器（NPU），如果 AI-ISP 要实现大算力，就需要很大的带宽，或者是 SPRAM。但是在 AI-ISP 上使用 SPRAM 的成本非常高，使用 LPDDR4 的话，因为需要 4-8 颗，因此成本亦较高。使用 CUBE 方案则可以缩小 L3 缓存，放大 L4 缓存，在降低芯片成本的同时提高带宽。未来随 AI 手机等 AI 端侧设备以及机器人等新型 AI 终端发展，CUBE 有望成为端侧 AI 主流近存计算架构。

受益标的：北京君正、兆易创新、瑞芯微。

风险提示：下游需求不及预期，技术验证及迭代不及预期。

【有色钢铁】俄罗斯计划恢复对美出口铝或将加剧中国原铝供应紧张——行业点评报告-20250225

李怡然（分析师）证书编号：S0790523050002 | 温佳贝（分析师）证书编号：S0790524040009

俄罗斯计划恢复对美出口铝或将加剧中国原铝供应紧张

2 月 25 日，俄罗斯总统普京表示，俄罗斯准备恢复对美国市场的铝供应，每年向美国出售约 200 万吨铝。俄罗斯作为全球第三大原铝生产国，在俄乌冲突前，其出口主要流向中国、欧洲和美国，自 2022 年欧美对俄实施制裁后，俄罗斯出口至中国的量大幅攀升，若美国对俄制裁松绑，俄铝对美出口恢复，可一定程度缓解中国进口压

力，考虑到 2012 年至今，美国自俄罗斯进口未锻轧铝及铝合金的进口量高峰约为 72 万吨，中性假设 2025 年恢复约 30 万吨，乐观假设恢复约 50 万吨，对应中国自俄进口量将同比下滑 26.6%、44.3%，在国内新增产能有限的背景下，进口量的下调或将加剧国内原铝供应紧张，拉大供需缺口。

美国：拓宽原铝来源渠道，缓解加征关税带来的铝价上涨

对美国影响：美国历年来对俄罗斯含铝产品的进口涵盖未锻轧非合金铝、未锻轧铝合金及铝桶、厨房铝具、铝容器等铝制品，核心产品为未锻轧铝及铝合金。2022 年前，美国进口未锻轧铝及铝合金主要来自俄罗斯和加拿大，后因俄乌冲突制裁俄铝后，美国自俄罗斯进口量降至 0，加拿大进口量不断提高，2024 年从加拿大未锻轧铝及铝合金进口量占其总进口的 76%。纵观 2012 年至今，美国自俄罗斯进口未锻轧铝及铝合金的高峰出现在 2016-2017 年，进口量高达 72 万吨，进口占比高达约 15%。若俄铝恢复对美供应，可拓宽美国铝原料来源渠道，一定程度上缓和加征关税带来的铝价上涨。

俄罗斯：美国是全球第二大铝消费国，俄罗斯可享受稳定订单

对俄罗斯的影响：俄罗斯是全球第三大原铝生产国，其产量主要由俄铝贡献，2023 年俄铝原铝产量达 384.7 万吨，伴随 Taishet 产能的爬坡，预计 2024 年俄铝原铝产量将达到 390 万吨，预计供应全球 5% 的铝产量。而美国是全球第二大铝消费国，恢复出口后俄铝可享受稳定订单。

中国：缓解进口压力，加剧国内原铝供应紧张

对中国的影响：自 2022 年欧美国家对俄罗斯实施制裁后，俄铝流入中国的量大幅攀升，2022-2024 年从俄罗斯进口量分别为 46.2、117.6、112.8 万吨，较制裁前 2020-2021 年的 30 万吨左右的进口量级翻了数倍，假设 2025 年俄铝恢复对美出口，中性假设恢复约 30 万吨，乐观假设恢复约 50 万吨，对应中国自俄进口量将同比下滑 26.6%、44.3%，在不考虑增加其他来源进口变动的情况下，中国总进口将同比下滑 14.0%、23.4%，在国内新增产能有限的背景下，进口量的下调或将加剧国内原铝供应紧张，拉大供需缺口。推荐标的有云铝股份、中国宏桥、天山铝业，受益标的有中国铝业。

风险提示：全球贸易政策风险、全球主要国家关税政策风险、全球原铝产量超预期增长等。

【有色钢铁】刚果（金）执行临时出口禁令，或有望提振钴价——行业点评报告-20250225

李怡然（分析师）证书编号：S0790523050002

事件：为应对钴过剩的情况，刚果（金）政府采取暂停出口的措施

2025 年 2 月 22 日，刚果（金）战略矿产市场监管局（ARECOMS）理事会决定对地区内所有采矿活动产出的钴实施为时四个月的临时出口禁令。该禁令对象适用于所有生产商，包括工业开采、半工业开采、小规模开采、小型矿山开采、手工开采等，三个月内将对该措施进行评估，届时如有必要将进行修改或终止改临时出口禁令。而 2 月 21 日，刚果（金）总理和矿业部长签署了一项法令，允许监管机构在“以防影响市场稳定的情况下”采取包括禁止出口在内的临时措施。

刚果（金）铜钴项目持续放量，供过于求致钴价低迷

根据 USGS 数据，2024 年全球钴产量同比增长 21.8%至 29.0 万吨，其中，刚果（金）为全球最大产钴国，产量同比增长 25.7%至 22.0 万吨（占比约 75.9%），而印尼产量为 2.8 万吨（占比约 9.7%），位居全球第二。随着刚果（金）铜钴矿项目放量，全球钴市场处于供过于求状态，钴价持续低迷。2025 年 2 月 20 日，境外 MB 钴价跌破 10 美元/磅至 9.95 美元/磅，为近五年新低，较 2022 年高点同比下降 75.20%；截至 2 月 25 日，国内钴金属 2025 年均价仅为 16.34 万元/吨，较 2022 年均价同比下降 61.81%。

禁令出台核心或在于抑制钴价下行，以维护政府利益

我们认为，刚果（金）政府本次禁令出台的核心在于抑制钴价的持续下行。刚果（金）暂停出口或在短期内

对全球钴供给形成较大影响，而钴下游需求主要为动力电池+3C 电池（2023 年需求占比合计超 70%），需求侧短期或难发生明显变化，供需错配及政策不确定性催化下或支撑钴价扭转颓势。自 2018 年齐塞克迪总统上台以来，刚果（金）政府即积极地通过法律手段及合同重新谈判，以实现在和外国矿业公司的合作中获得更大收益，包括落实新矿业法、重新审查与华刚矿业签署的矿业合作协议等。2024 年 2 月在刚果（金）部长理事会会议上，总统齐塞克迪便要求总理根据战略矿物市场监管局的提议，评估是否有必要实行出口配额或采取其他措施，以抑制钴价的持续下行。因此本次禁令出台，或是刚果（金）通过限制措施以支撑钴市场的一次尝试，考虑到暂停出口后对政府税收收入的影响，后续禁令仍有望解除。

投资建议：在印尼地区布局湿法镍项目（伴生钴）的企业有望受益，受益标的：华友钴业；虽短期刚果（金）钴销售或受影响，钴价提振有望改善钴业务利润弹性，推荐标的：洛阳钼业、腾远钴业。

风险提示：政策变动风险；矿端供给放量超预期风险；下游需求不及预期风险。

【计算机：海光信息(688041.SH)】业绩持续高增长，期待 DCU 取得更大突破——公司信息更新报告-20250225

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

高度看好公司长期发展，维持“买入”评级

我们下调公司 2024 年归母净利润预测为 19.29 亿元（原预测为 19.80 亿元），考虑 DCU 有望带来的业绩弹性，上调 2025-2026 年归母净利润预测为 30.18、42.13 亿元（原预测为 27.62、37.45 亿元），EPS 为 0.83、1.30、1.81 元/股，当前股价对应 PE 分别为 185.7、118.6、85.0 倍，维持“买入”评级。

收入与利润高速增长，彰显行业高景气

2024 年全年公司预计实现营业收入 91.62 亿元，同比增长 52.40%；预计实现归母净利润 19.29 亿元，同比增长 52.73%。其中 Q4 单季度预计实现营业收入 30.25 亿元，同比增长 46.2%；预计实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 11.3%。公司收入和利润高速增长，主要得益于专注于高端处理器的研发创新，产品应用领域进一步拓展，客户的认可度持续提升，促进业绩快速增长。

联合互联网厂商打造标杆案例，期待 2025 年 DCU 取得更大突破

2024 年，公司的 CPU 产品进一步拓展市场应用领域、扩大市场份额，支持了广泛的数据中心、云计算、高端计算等复杂应用场景。公司 DCU 产品具备强大的计算能力、高速并行数据处理能力、良好的软件生态环境三大技术优势，已经实现了在人工智能、大数据处理、商业计算等领域的规模化应用，可以用于大模型的训练和推理，客户覆盖了包括智算中心“新基建”、互联网、金融、运营商等行业。公司与头部互联网厂商推出了联合方案，打造了全国产软硬件一体全栈 AI 基础设施，形成了多个标杆案例。

互联网厂商资本开支超预期，有望带动国产 AI 基础设施投资

阿里巴巴 2025 财年 3 季度资本开支为 317.75 亿元，同比增长 336.11%，大超市场预期。并且，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，未来三年阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。以阿里为代表的互联网大厂不断加大资本开支，有望带动国产 AI 基础设施投资，公司作为国产 AI 芯片领先厂商，有望高度受益。

风险提示：客户集中度较高风险、市场竞争风险。

【非银：指南针(300803.SZ)】金融信息服务龙头，证券与基金牌照开启成长空间——公司首次覆盖报告-20250225

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

金融信息服务龙头，证券与基金牌照开启成长空间

公司作为头部 2C 金融信息服务商，收购证券与公募基金牌照延伸了对个人投资者的服务链条，打开了业务上限与成长空间，驱动客户黏性与单客价值提升。公司聚焦零售业务赛道，拥有服务中小投资者的专业能力与基因，证券业务持续验证成长性，整体业绩弹性和估值弹性突出，充分受益于本轮个人投资者积极入市驱动的交易量改善及市场信心恢复。2025 年业绩有望明显释放，看好软件与证券业务协同效应，远期成长空间开启。关注市场交易活跃度、证券业务导流开户和定增推进等催化。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 3.5/5.6/7.7 亿，同比+238%/+58%/+38%，EPS 分别为 0.9/1.4/1.9 元，当前股价对应 PE115/73/52 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

头部 2C 金融信息服务商，强 beta 特性突出

(1) 2C 金融信息服务商行业竞争格局向头部集中，马太效应突出，流量获客、产品研发、投顾服务是核心竞争要素。行业收入与市场景气度高度相关且弹性较大，优于券商经纪收入和成交额，主因行业竞争格局更好、业务需求弹性更大以及软件预付款模式影响。(2) 公司通过外部买流获客，体验式营销转化，“体验式”和“有节奏”的销售模式利于提高客户体验、减少退货率。我们测算 2024 年新增免费客户 392 万人，新增付费客户 47 万户，ARPU 值 3282 元。据 2020、2021 年销售回款及产品均价推算，公司付费客户低端、中端、高端品客户结构为 80%/15%/5%，预计近年来保持稳定。金融信息服务业务与自身销售计划节奏影响呈现不规则特征，强 beta 特性突出，核心跟踪现金流指标。

收购证券牌照打开业务上限，成长性持续验证

公司重整网信证券并改名为麦高证券，获得稀缺证券牌照有助于公司围绕中小投资者财富管理打造业务生态闭环。发展初期，麦高证券凭借母公司软件产品优势进行客户导流，可通过优惠活动促进用户开户与入金，驱动集团客户黏性与单客价值提升，指南针高活跃度、高频交易、高持仓比的中小投资者客户赋能有助于麦高证券打造差异化优势，证券业务成熟后我们看好麦高证券独自获客并为软件端赋能。2023 年至今麦高证券经纪业务与客户入金持续逆势增长，2023 年/2024 年手续费净收入 0.92/2.4 亿元，同比+155%/+163%，2024 年末代理买卖证券款达 66 亿元，较年初+175%，环比+27%，反映 9 月末市场转向带来的客户入金增加，本轮个人投资者驱动的行情下，看好公司阿尔法驱动市占率快速提升。

风险提示：市场交易量低迷；导流获客增长不及预期；定增事项具有不确定性。

【化工:雅化集团(002497.SZ)】锂业+民爆“双主业”并行,未来业绩增长可期——公司首次覆盖报告-20250225

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

锂产业+民爆产业“双主业”并行，看好公司利润向上弹性

公司作为国内民爆行业和锂产业领军企业之一，未来伴随锂盐产能逐步落地以及锂精矿自给率提升带来的盈利中枢抬升，公司锂盐板块业绩存在较大向上弹性。同时，公司或将充分受益于民爆行业供给格局优化趋势，西部大开发与民爆出海布局有望持续贡献需求增量，公司业绩有望实现高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.04、9.27、15.61 亿元，EPS 为 0.26、0.80、1.35 元，当前股价对应 PE 分别为 46.9、15.4、9.1 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司为国内民爆行业领军企业之一，海外市场开拓有望贡献长期增量

截至 2024H1，公司拥有炸药生产许可产能 26.05 万吨、工业雷管许可产能近 8777 万发、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1 亿余米，产能规模处于行业前列。民爆行业供给端产能受工信部严格监管，而需求端在采矿业投资的发力下持续回升，同时，由于区域壁垒的存在，西部高景气区域的民爆企业或将持续享受超额收益。公司民爆产业于 2013 年率先出海，持续布局澳大利亚、津巴布韦等海外民爆大市场，我们看好公司在新一轮洗牌中实现规模的快速扩张，并受益于海外市场开拓带来的长期业绩增量。

锂价或将逐步筑底，减值损失拖累因素消退+锂矿自给率提升助力业绩释放

截至 2024 年底，公司拥有锂盐综合产能 10.3 万吨/年，其中氢氧化锂 6.3 万吨/年、碳酸锂 3.6 万吨/年、锂盐副产品 0.4 万吨/年，另外有在建+规划锂盐产能合计 7 万吨/年（在建 3 万吨、规划 4 万吨）。展望未来，伴随锂盐下游需求端的稳定增长以及供给端的陆续出清，锂价或将逐步筑底，锂盐跌价拖累公司业绩的消极因素也有望随之消退。同时，随着公司下属的津巴布韦卡玛蒂维锂矿与李家沟锂辉石矿等自有矿山扩产计划稳步推进，公司原料端锂矿自给率有望持续提升，届时锂盐产品成本有望进一步降低、盈利中枢也有望随之站上新的台阶。

风险提示：宏观经济波动风险、原材料或产品价格波动风险、安全和环保风险等。

【医药：江中药业(600750.SH)】胃肠用药领导者，“高股息+股权激励”彰显发展信心——公司首次覆盖报告-20250225

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

不改初心，夯实 OTC 胃肠用药领导者地位

江中药业前身创建于 1969 年，1999 年与江西东风药业股份有限公司重组进而借壳上市，2019 年华润医药战略重组江中集团后，江中药业实际控制人由江西省国资委变更为中国华润有限公司，正式成为“华润系”的一员。同时，2019 年公司并购合桑海制药和济生制药，为“OTC、处方药和大健康”三个业务板块构建优秀的发展基础。我们认为公司 OTC 系列大单品成长空间大，处方药和大健康业务有望持续向好发展助力业绩提升，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.85/8.91/10.08 亿元，EPS 为 1.25/1.42/1.60 元，当前股价对应 PE 为 16.9/14.9/13.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

深化 OTC 业务优势，布局处方药，发展大健康

非处方药业务为公司的基本盘，主要围绕“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大核心品类，重点打造健胃消食片、乳酸菌素片、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊和复方草珊瑚含片等耳熟能详的大单品，并围绕核心单品拓展建设产品梯队，促进业绩稳增。同时，公司持续加深“内生外延”的增长逻辑，通过桑海制药、济生制药和海斯制药发力处方药业务，覆盖心脑血管、呼吸、妇科、泌尿、胃肠等治疗领域，并开拓老年慢病市场，探索营销新模式。此外，大健康业务聚焦挖掘高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康四大核心业务潜力，丰富业务布局。

加强市值管理，“高股息+股权激励”彰显信心

2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，其中指出要指导央企控股上市公司制定合理可持续的利润分配政策，增强现金分红稳定性、持续性和可预期性。而 2021-2023 年公司现金分红比例均超 100%，股息率由 3.96%增至 5.92%，通过提高股息、加大现金分红来回回报投资者；此外 2025 年 1 月公司推出 2025-2027 年股权激励计划（草案修订稿），助力企业持续向好发展，均彰显企业稳健高质量发展信心。

风险提示：市场竞争加剧，产品销售不及预期，品牌营销不及预期。

【煤炭开采：陕西能源(001286.SZ)】高度煤电一体化布局，煤炭和电力比翼高成长——公司首次覆盖报告-20250225

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

高度煤电一体化布局，煤炭和电力比翼高成长。给予“买入”评级

公司是陕西省煤电一体化龙头企业，由陕投集团于 2018 年牵头成立，国资持股达 80%，依托省内资源高速发展，已成为陕西省煤炭资源电力转化核心平台。当前公司煤炭及电力业务均处成长期，且已稳定 50%以上高分红率，是少有的高成长高分红煤炭企业。在估值方面，对比纯火电公司，煤电一体化的盈利稳定性使公司具备更高估值；对比煤电一体化可比公司，公司在煤电一体化程度、成长性、分红率这三个核心因素上更加均衡，公司可享受估值溢价；对比水电标杆长江电力，公司在需求端、成本端、投资端均有可类比的优质商业模式，但估值上

距长江电力仍有较大差距，未来估值仍有提升空间。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 29.6/33.2/37.2 亿元，同比+15.7%/+12.2%/+11.9%，对应 EPS 分别为 0.79/0.89/0.99 元/股，对应当前股价 PE 分别为 11.5/10.3/9.2。看好公司作为陕西省煤炭资源电力转化平台的定位，且积极走向全国获取优质煤炭电力资源，兼具盈利稳定性和持续成长性，是高股息高成长的优质投资标的。首次覆盖，给予“买入”评级。

煤炭业务：增量空间大，内销供电厂兼顾外销增利润

公司煤炭核定产能 3000 万吨/年，已投产产能 2400 万吨/年，在建的赵石畔煤矿（600 万吨/年）预计 2025 年 5 月联合试运转，同年 11 月正式投产，产销增量有望快速落地。当前煤炭业务内生外延双轮驱动，正在积极争取丈八煤矿（400 万吨/年）项目核准，并于 2024 年 5 月拍得甘肃钱阳山煤矿（800 万吨/年）采矿权，未来还有控股股东承诺注入小壕兔二号矿（600 万吨/年）的预期，因此可预见公司未来投产煤矿产能将达 4800 万吨/年，相比当前仍有翻倍空间。公司致力于煤炭资源高效利用，通过煤电一体化发展，大部分煤炭优先内销供给自有电厂，确保长协煤利润留在体内，同时将其余少部分优质煤炭作为市场煤高价外销，实现了优质煤炭资源的市场价值，外销煤吨煤毛利大幅领先同行，有效增厚公司业绩。

电力业务：煤电一体化持续推进，成长性及稳定性突出

公司电力业务仍处于高速发展期，在役电厂装机容量 11230MW，目前共有 4 座在建电厂合计装机容量 6020MW，电力业务装机增量超 50%空间，其中商洛二期、延安二期、信丰二期 3 座在建电厂合计 4020MW，将于 2026 年投产，赵石畔二期（2000MW）预计 2027 年投产。收入端，公司地处陕西，但电力业务省内省外两条腿走路，在役及在建总装机中，54%属于省外消纳机组，建设规划中即是西电东输特高压电源点，或是直接东部省份收购煤电资产对接当地丰富的用电需求，畅通的电力消纳保障了公司电厂的盈利能力，成立至今电价、利用小时数及发售电量均呈上升趋势。成本端，得益于煤电一体化布局，电厂大部分燃料煤为自有煤矿生产，即低价的长协内购煤，使得电厂度电成本优于可比的煤电企业。2024 年公司供电厂的内销煤预计占比达 71.4%，且随着在建电厂及煤矿投产，内销煤占比有望于 2027 年提升至 88.1%，高比例内销煤平抑煤价波动，增强了电厂的盈利能力及业绩稳定性。

风险提示：煤矿投产进度不及预期；电厂投产进度不及预期；煤价超预期下跌；电价超预期下跌。

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 2024 年三季报，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 5.43% 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集团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。

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