

2025 年 01 月 24 日

开源晨会 0124

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势

单击或点击此处输入文字。

数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	2.301
非银金融	1.329
房地产	0.902
社会服务	0.898
传媒	0.598

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-1.477
电子	-1.477
国防军工	-0.873
有色金属	-0.857
汽车	-0.836

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

【银行】非银限息影响显著，按揭需求延续修复——行业点评报告-20250123

【汽车】政策刺激 Q4 行业高景气，关注智能化龙头华为系、小鹏——行业深度报告-20250123

【传媒】《王者荣耀世界》获批版号，继续关注头部新品上线——行业点评报告-20250123

【非银金融】明确中长资金入市规模超预期，拉长考核周期治本——《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》点评-20250123

【传媒：神州泰岳(300002.SZ)】业绩延续高增长，新游戏海外已开启商业化——公司信息更新报告-20250123

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】2024 年收入高增，新品亮眼——公司信息更新报告-20250123

【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】提高三年分红承诺彰显价值，拟收购资产开启新成长——公司信息更新报告-20250123

【化工：巨化股份(600160.SH)】2024 业绩预计符合预期，蓄势双击，期待主升——公司信息更新报告-20250123

研报摘要

行业公司

【银行】非银限息影响显著，按揭需求延续修复——行业点评报告-20250123

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

中小行对公存款增长提速，存贷增速差修复转正

中小行存贷增速差由负转正。12月末全国性大行存贷增速差为-3.24%，较11月末降幅扩大1.84pct；其中四大行存贷增速差为-3.88%，降幅环比扩大2.24pct；中小行存贷增速差由负转正，12月末录得0.49%，环比上升1.23pct。各类行存款增速变化稳定，大行存款受非银存款拖累，中小行对公活期存款增长较好。

受化债影响企业活期存款持续改善，存款定期化趋势放缓

12月存款呈现大行同比少增，中小行增长提速特点。12月大行受非银存款拖累同比少增27267亿元，但剔除非银存款后大行存款同比仍多增，而中小行同比高增15925亿元。结构上观察到12月存款数据特征如下：第一、各类行企业活期存款改善趋势延续。12月大行、中小行企业活期存款同比分别多增5791亿元和11723亿元、M1降幅因此收窄。我们认为11月以来的企业活期存款改善现象，可能由于化债政策落地，地方债资金偿还非金融债务（如政府对企业的拖欠款）累积形成了企业账户上的活期存款；第二、各类行定期存款同比均少增，其中大行单位定期存款单月净流出592亿元，存款定期化趋势持续放缓。前期银行存款挂牌利率持续调降的影响将于今明两年集中显现，负债端成本的改善将缓解银行息差下行的压力，但同时长期限高息存款的到期或使银行存款分流。若今年居民企业的风险偏好边际修复，则当定期存款到期后，居民或选择加大资本市场配置力度，企业则表现为增加生产与投资，故定期存款将向非银及活期存款转化。此外银行为应对息差下行压力，亦通过考核的方式压降高息定期存款的规模，使得存款定期化趋势放缓；第三、大行非银存款单月同比净减少34382亿元，同比大幅少增形成存款主要拖累。我们认为这主要源于2024年11月底自律机制将非银同业活期存款利率纳入自律管理，规定非结算性的非银同业活期存款参考公开市场7天期逆回购操作利率，同时规定了提前支取利率和“利率调整兜底条款”，受此影响部分高息同业存款将流出。由于国股行同业活期存款占比高，故同业存款流失对其影响更显著。此外资本市场表现较“9.24”新政后略有回调，资金或由证券保证金账户流出转为一般存款。

信贷增长季节性放缓，各类行配债均提速

Q4以来银行信贷增长延续放缓，12月大行贷款同比少增2311亿元，中小行同比略增248亿元。结构上，一方面企业中长期贷款大幅少增，12月存款类金融机构企业中长期贷款同比少增8140亿元，这主要源于部分银行已于前三季度完成信贷投放目标，Q4缺乏投资动力，储备项目多用于年初开门红，同时化债政策下贷款被置换，地方债规模满足生息资产增长需求，亦抑制投资动力。另一方面、居民按揭需求边际修复。12月存款类金融机构个人中长期贷款同比多增2986亿元，其中消费贷同比多增1954亿元，政策发布至信贷需求释放存有时滞，一揽子政策发布后一线城市住房销量及价格明显回暖，按揭需求自11月以来明显改善，此外按揭提前还贷的行为亦有放缓。

12月各类行债券投资同比均大幅多增，中小行同比大幅多增8002亿元。我们认为大行年底增配债券受地方债的放量发行，而中小行配债需求源于降息预期下的提前配置，以及赚取价差的交易因素。

投资建议

2024年末信贷收支数据呈存款结构改善、居民需求修复的态势，企业需求回暖尚需观察，但政策发力下预期修复已初见迹象。伴随政治局会议对逆周期调节力度“超常规”的定调，红利高股息策略仍具投资价值，受益标的农业银行、中信银行、北京银行。此外经济复苏的投资逻辑逐步显现，客群基础好，零售业务具有优势的银行，在经济修复中获益更明显，受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行、苏州银行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【汽车】政策刺激 Q4 行业高景气，关注智能化龙头华为系、小鹏——行业深度报告-20250123

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

政策刺激 Q4 行业需求旺盛，电动智能化持续发展带来产业链新机会

受以旧换新政策刺激，2024Q4 国内乘用车销量同环比+13.1%/28.0%，同时出口端继续创新高，同环比+5.0%/1.3%。分结构看，由于以旧换新政策新能源车单车补贴更多，新能源零售端渗透率连续两个季度突破 50%。智能化方面，受“端到端+大模型”技术的推动，消费者对智驾的认可度也逐步提升，2024Q4 乘用车行业城市 NOA 功能渗透率达 6.2%，新能源车中渗透率更达 12.3%。车企方面，受行业需求高增推动，销量普遍迎来增长，尤其是新能源转型较快的传统车企以及电动智能化属性突出的新势力。展望 2025 年，年初预计面临一定的压力，但商务部已对汽车领域 2025 年以旧换新工作作出部署，确保有序平稳过渡。随着后续政策逐步铺开，尤其是 Q2 开始，预计会有较好的销量表现。同时，2025 年有望成为智驾加速渗透的重要窗口期。Q1 特斯拉 FSD 可能入华的背景下，有望推动华为系、小鹏、理想等继续加大研发力度，并且有望见证比亚迪、小鹏等车企大力推动智驾平权。

整车：电动化转型领先者受益新能源车持续渗透，2025 年关注智能化领军

整车端，比亚迪 DM5.0 技术推动 2024Q4 插混车销量高增，能量密度提升超 35%的新一代刀片电池 2025 年将上车，城市 NOA 实现全国开城提升高端品牌产品力，主流价位段智驾方案密集上车有望成为智驾平权的重要推动者。同时，华为深度赋能下，长安三大新能源品牌齐发力，2025 年将推出阿维塔 06、深蓝 S09 等 13 款新能源产品，赛力斯问界 M9 稳坐 50 万以上车型销量冠军问界 M8 定位小 M9、有望再造爆款，后续尊界 S800、享界 S9 增程版等车型有望发布，华为系江淮汽车、北汽蓝谷值得关注。新势力方面，小鹏智能化属性突出，2025 年储备新车型丰富，强势产品周期业绩有望迎来高速增长。此外，长城方面，坦克布局 Hi4-Z 技术进军泛越野市场、海外市场也有望贡献增量，魏牌在蓝山基础上有望推出高山智驾版等新车型，发展可期。推荐标的：小鹏汽车-W、比亚迪、长安汽车、长城汽车，受益标的：上汽集团、赛力斯、理想汽车-W、江淮汽车、北汽蓝谷、零跑汽车。

零部件：把握爆款车型产业链，关注智能化加速渗透带来产业链新机会

零部件端，随着爆款车型快速放量，相关产业链公司将获得明显业绩增量。推荐标的：沪光股份、拓普集团、瑞鹄模具等。同时，智能化加速渗透使深入布局的零部件公司持续受益。推荐标的：华阳集团、德赛西威、均胜电子、经纬恒润-W。此外，乘用车座椅板块市场集中度高，国产替代加速进行时，推荐标的：继峰股份、新泉股份，受益标的：上海沿浦、天成自控。

风险提示：乘用车行业需求、电动智能化转型、出海进程、政策支持力度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动等。

【传媒】《王者荣耀世界》获批版号，继续关注头部新品上线——行业点评报告-20250123

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

2025 年 1 月下发 123 款国产游戏版号，进口版号发放频次或加快

1 月 21 日，国家新闻出版署公布了 1 月份 123 款国产游戏版号、13 款进口网络游戏版号以及 5 款游戏审批变更信息。本次发放的游戏版号包括腾讯《王者荣耀世界》；网易《冰汽时代：最后的家园》；恺英网络《热血江湖：归来》《笑傲江湖：群侠传》；吉比特《永恒余烬》；星辉娱乐《梦幻驯妖》；中手游《三千幻世》；冰川网络《西游神魔榜》等。2024 年国家新闻出版署共下发游戏版号 1416 款，其中国产游戏版号 1306 个，进口游戏版号 110 个，版号总数同比增长 32%。游戏版号数量继续延续增长趋势，2024 年 1 月-2025 年 1 月国产游戏版号数量分别为 115/111/107/95/96/104/105/117/109/113/112/122/123 款，2025 年 1 月份版号数量同比和环比均有所提升。2024 年

2/4/6/8/10/11/12 月进口游戏版号数量分别为

31/14/15/15/15/7/13 款，进口版号发放频次有所加速。游戏版号的稳定发放以及数量的提升有望持续改善产品供给，驱动游戏行业持续增长。

《DNF》等头部新游戏上线为游戏行业增长重要驱动力之一

根据伽马数据，2024 年国内游戏市场实际销售收入 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，再创新高。游戏用户规模 6.74 亿人，同比增长 0.94%，亦为历史新高点。市场收入与用户规模同步增长其中一个重要原因即 2024 年游戏新品数量有所增加，且出现爆款大作，对市场收入增长带动作用明显。根据 SensorTower，2024 年 12 月中国 AppStore 手游收入 TOP20 包括多款 2024 年新上线游戏，如《地下城与勇士：起源》《无尽冬日》《恋与深空》《绝区零》《无限暖暖》等。根据黑科派数据，《地下城与勇士：起源》2024 年流水达 149 亿，《无尽冬日》2024 年流水达 49 亿，《恋与深空》2024 年流水达 32 亿，《三国：谋定天下》2024 年流水达 29 亿。头部新游戏的亮眼表现，有望抬高游戏行业整体流水水平，并为行业及相关公司带来可观增量。

后续储备产品丰富，多款精品游戏即将上线，或继续驱动行业增长

2025 年 1 月获批版号的《王者荣耀世界》及 2024 年 12 月获批版号的《无限大》均为大体量开放世界游戏，《王者荣耀世界》基于王者荣耀 IP 庞大受众，叠加开放世界 RPG 玩法，上线后表现值得期待。《无限大》二次元都市题材开放世界 RPG，题材新颖，截至目前预约量超 500 万，上线后亦有望成为头部游戏。此外，已获取版号，有望加速上线的储备游戏还包括《无畏契约：源能行动》《洛克王国：世界》《彩虹六号》《怪物猎人》《漫威争锋》《七日世界》《界外狂潮》等，大量精品游戏陆续上线，有望驱动行业增速提升，我们建议继续加大游戏板块配置力度，重点推荐心动公司、姚记科技、恺英网络、网易-S、腾讯控股、神州泰岳、哔哩哔哩-W、创梦天地、盛天网络、吉比特、完美世界，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、巨人网络、游族网络、宝通科技、三七互娱等。

风险提示：新游上线时间或表现不及预期；游戏行业政策具有不确定性。

【非银金融】明确中长资金入市规模超预期，拉长考核周期治本——《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》点评-20250123

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

中长期资金入市细则落地，明确增配权益规模和拉长考核周期

1 月 22 日中央金融办等六部门印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，1 月 23 日证监会等五部委举行新闻发布会。核心内容：一、提升险资 A 股投资比例与稳定性。（1）引导大型国有保险公司增加 A 股(含权益类基金)投资规模和实际比例，2025 年起每年新增保费 30% 用于投资 A 股；（2）经营绩效全面实行 3 年以上长周期考核，ROE 当年考核权重≤30%，3-5 年周期考核指标权重≥60%；（3）抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地(1000 亿规模)，春节前批复 500 亿元投资股市。二、优化全国社保基金、基本养老保险基金投资管理机制。（1）提高全国社保基金股票类投资比例，扩大基本养老保险基金委托投资规模；（2）明确细化全国社保基金 5 年以上，基本养老保险基金 3 年以上考核机制。三、提高企(职)业年金基金市场化投资运作水平。加快出台 3 年以上业绩考核指导意见，扩大覆盖面，支持放开个人投资选择和基金管理人差异化投资。四、提高权益类基金的规模和占比，证监会表示未来 3 年公募基金持有 A 股流通市值每年至少增长 10%。五、优化资本市场生态。加大上市公司回购和分红。

节前发布政策彰显稳股市积极态度，直击痛点，增量资金超预期

（1）政策表态积极提振信心：本次方案延续“9.26 中长期资金入市指导意见”思路，春节假期前发布政策，彰显政策端“稳股市”的积极态度，提振投资者信心。（2）明确增配 A 股规模，拉长考核周期直击“堵点”。明确引导大型国有险企增配 A 股，同时拉长险资和养老金考核周期，提高长期资金对权益资产波动的容忍度，直击堵点，提升长期资金增配权益资产动力。优化养老保险基金委托模式，利于引导养老金稳步入市。（3）险资和公

募增量资金可观(测算见表 2-4):2024Q3 末保险业资金运用余额 32.2 万亿,权益资产(股+基+长股投)合计占比 20%。假设大型国有险资占比 50%,以 2024 年保费数据测算,在新单/总保费两个口径下,每年险资(寿险+财险)增配 A 股资金分别 0.43 万亿/0.85 万亿。2024 年末公募基金持有股票总市值 5.9 万亿,10%每年增长对应 0.59 万亿增量资金。(4)养老金潜力较大。截至 2023 年末广义一支柱(全国社保基金 3 万亿+基本养老保险结余 7.8 万亿)10.8 万亿,二支柱 5.8 万亿,2024 年 10 月全国社保基金理事会副理事长指出,我国养老基金、企业年金权益资产比重 10%左右(上限 40%)。养老金权益投资占比提升 1%/5%/10%将带来 0.17/0.83/1.66 万亿增量资金。

中长期资金入市提振投资者信心,业务端和投资端改善利好非银板块

(1)明确中长期资金入市规模,拉长考核周期治本,资本市场投融资协调发展生态持续完善,进一步提升投资者信心,增量资金超预期,利好权益市场和非银金融板块。(2)看好低估值券商板块和互联网券商机会,推荐东方财富,东方证券,财通证券,受益标的指南针,九方智投控股(H股),同花顺,招商证券,国信证券,中国银河,东兴证券。(3)拉长国有险企考核周期,险企增配权益资产的动力提升,有利于改善利差水平,关注后续偿付能力等松绑政策,看好权益属性突出的标的机会。推荐中国人寿、中国太保,受益标的新华保险。

风险提示:保险负债端增长不及预期;长端利率下行和股市波动风险。

【传媒:神州泰岳(300002.SZ)】业绩延续高增长,新游戏海外已开启商业化——公司信息更新报告-20250123

方光照(分析师)证书编号:S0790520030004 | 田鹏(分析师)证书编号:S0790523090001

2024 年业绩大幅增长,看好新游戏上线继续驱动增长,维持“买入”评级

公司发布 2024 年业绩预告,预计 2024 年实现归母净利润 13.81-14.91 亿元(同比+55.66%至 68.06%),实现扣非归母净利润 10.98-12.08 亿元(同比+32.44%至+45.70%)。2024Q4 扣非归母净利润为 2.66-3.76 亿元(环比+23.72 至+74.88%)。2024 年归母净利润同比增长主要系:(1)《AgeofOrigins》和《WarandOrder》等主要产品表现亮眼,根据点点数据,公司旗下壳木游戏在 2024 年 12 月中国游戏厂商出海收入榜中排名第 4,相比 11 月提升 1 名,同时公司通过实施精准营销策略适时缩减投放支出,使得游戏业务利润增长;(2)公司在 ICT 运维、信息安全领域稳定发展,并在云服务、物联网、创新服务业务领域取得稳定增长。(3)作为出口创汇型企业,利息收入、汇兑损益助力公司业绩增长;(4)2024 年实现非经常性损益 2.8 亿元,主要为收回的诉讼款项及收到的政府补助。我们维持盈利预测,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.74/14.14/16.29 亿元,对应 EPS 分别为 0.70/0.72/0.83 元,当前股价对应 PE 分别为 17.0/16.5/14.3 倍,我们看好新游戏及 AI 相关业务继续驱动增长,维持“买入”评级。

新游戏陆续在海外上线,后续流水有望持续爬升

公司的两款 SLG 新游戏《StellarSanctuary》和《NextAgers》已在海外开启商业化测试,后续将择机在国内上线。其中,《StellarSanctuary》(中文名称《荒星传说:牧者之息》)已经获得国产游戏版号。SLG 游戏品类特点为前期需要进行用户拉新及游戏生态培育,随着游戏内容与生态不断完善,同时配合买量获客,游戏流水有望持续爬升,且游戏生命周期较大,新游戏有望长期贡献可观流水。

AI 在各条线业务加速落地,或进一步打开业务成长空间

公司积极推动 AI 在各条业务线的商业化落地。各业务线将 AI 能力嵌入到多个产品中,包括应用于智能催收和智能电销的“泰岳智呼”平台,应用于 ICT 运营管理领域的智能数据分析、智能研发等大模型应用创新产品,企业级 AI 文生图平台等,或为公司计算机业务打开新的成长空间。

风险提示:新游戏流水不及预期,智能催收与智能电销业务收入不及预期等。

【食品饮料:东鹏饮料(605499.SH)】2024 年收入高增,新品亮眼——公司信息更新报告-20250123

张宇光(分析师)证书编号:S0790520030003 | 方勇(分析师)证书编号:S0790520100003

2024 年老品高增，新品亮眼

公司发布业绩预告，预计 2024 年公司收入 157.2-161 亿元，同比增 40%-43%；归母净利润 31.5-34.5 亿元，同比增 54%-69%；扣非后归母净利润 30.7-33.7 亿元，同比增 64%-80%。据此推算，2024Q4 公司收入预计为 31.6-35.4 亿元，同比增 21%-35%；归母净利润 4.4-7.4 元，同比增 15%-93%。以公司预计中值计算，预计 2024Q4 收入同比增 27.8%，归母净利润增 53.6%。我们维持 2024-2026 年归母净利润预测 33.63/42.32/50.43 亿元，对应 2024-2026 年 EPS6.47/8.14/9.70 元，当前股价对应 2024-2026 年 37.5/29.8/25.0 倍 PE，全国化渠道建设日趋完善，新品萌生小单品潜质，维持“增持”评级。

全年能量饮料高速增长，新品势头强劲。

我们预计 2024 年能量饮料延续 2024Q1-Q3 表现，增约 30%，主因消费人群持续增长、区域市场扩张贡献，叠加各项赛事营销落地、动销表现良好。新品电解质水延续高速增长，单品脱颖而出、颇具规模，仍展现强劲的上升势头，当前补水啦仍在加密覆盖网点，仍有成长空间。从格局上看，红牛份额略有下降，东鹏份额有所提升，格局较以往有所松动。

净利率同比明显改善

2024 净利率同比明显提升，主要受益于大东鹏占比提高以及白糖、PET 瓶原料价格下降带动净利率提升。单看 2024Q4 净利率预计同比提升幅度同 2024Q1-Q3 相当，主因原料成本下降贡献。

2025 年稳中求进

展望 2025 年，短期看春节较往年有所提前，渠道备货积极。大东鹏体量较大下增速预计有所放缓，补水啦有望继续高增。公司将继续拓展网点，加大渠道覆盖密度，同时积极布局新品，筹划进军海外市场，寻求新增长点。

风险提示：竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险、食品安全风险。

【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】提高三年分红承诺彰显价值，拟收购资产开启新成长——公司信息更新报告-20250123

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

提高三年分红承诺彰显价值，拟收购资产开启新成长。维持“买入”评级

公司公告 2025-2027 年度股东回报规划，将 2025-2027 年每年现金分红比例确定为不少于当年归母净利润的 65%，并视情况实施中期分红，相比前次股东回报规划，最低分红比例及分红频次均有提升。此外，公司公告拟收购国家能源集团杭锦能源有限责任公司 100%股权，交易对价为人民币 8.53 亿元。我们认为，公司积极响应央企市值管理改革政策导向，提升分红比例及频次，有效提高股东回报及市值管理水平，有望提振投资者信心及公司估值水平。杭锦能源收购推进顺利，短期内有望带来煤炭产能增量，中长期看，有望加强集团资产注入预期，打开产能增长空间，成长性更加凸显，煤企龙头地位有望进一步巩固。考虑 2024Q4 煤价下行及营业外支出影响，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 575.2/570.7/580.5（原值 590.6/612.5/623.3）亿元，同比-3.6%/-0.8%/+1.7%；EPS 为 2.90/2.87/2.92 元，对应当前股价 PE 为 13.2/13.3/13.0 倍。公司稳定高盈利有望持续，持续高分红凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

高分红龙头引领行业，资产注入再添成长动力

持续引领煤企分红：2020-2023 年，从分红金额看，公司年度累计分红金额分别为 359.6/504.7/506.6/449.0 亿元，稳居煤企分红金额首位，从分红比例看，公司年度分红比例（含特别分红）分别为 91.8%/100.4%/72.8%/75.2%，居煤企分红率前三。新三年承诺更进一步，据本次 2025-2027 年度股东回报规划，年度现金分配不低于归母净利润 65%，相比 2022-2024 年度股东回报规划中 60%的最低分红比例，提升 5pct，体现公司仍高度重视股东回报，响应央企市值管理政策指引，与股东期待相向而行，也彰显对公司自身经营的信心，在行业高分红趋势下，公司

仍是引领行业的价值典范。拟收购开启资产注入新阶段：本次拟收购大股东持有的杭锦能源 100%股权，将巩固公司在煤炭资源和产能上的优势，增强一体化经营和长期盈利能力，带来煤炭保有资源量和可采储量的分别 11.40% 和 13.59% 的增长，增加 1000 万吨在建煤矿、1570 万吨在产煤矿及 2×600MW 煤电发电机组。自 2014 年公司发布关于履行避免同业竞争承诺的公告以来，本次拟收购是集团煤炭资产首次注入尝试，不仅是集团大股东履行避免同业竞争承诺的体现，也有望开启集团资产注入新阶段，未来或将有更多的集团煤炭资产推进注入上市公司的步伐，公司煤炭资源及产量有望或上台阶，进一步增强公司成长性。

一体化运营及高比例长协维持稳定盈利，规模仍有提升空间

煤炭产能内生增长强劲：除本次公告收购的杭锦能源外，公司新街一井、二井项目已取得核准批复；保德煤矿产能由 500 万吨/年提高至 800 万吨/年核增申请获批复；李家壕、胜利一号露天矿等产能核增申请有序推进。盈利稳定，高比例分红有望持续：公司煤电化陆港航一体化发展有效熨平煤价波动，长协煤比例高，有望维持稳定盈利水平。2023 年公司分红率为 75.2%，对应 2024 年预计盈利及当前收盘价的股息率为 5.7%，投资价值仍十分显著。公司确定 2025-2027 年分红率不低于 65%，分红底线同比提升 5pct，未来实际分红比例有望在当前 75.2% 的基础上进一步提升，我们认为公司既具有持续高分红意愿，也具备稳定盈利的能力，长期投资价值显著。

风险提示：收购资产进度不及预期，经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

【化工：巨化股份(600160.SH)】2024 业绩预计符合预期，蓄势双击，期待主升——公司信息更新报告-20250123

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

2024Q4 业绩预计同比增长 211%-327%，向上趋势延续，维持“买入”评级

公司 2024 预计实现归母净利润 18.7~21.0 亿元，同比增长 98%~123%。其中 Q4 单季度预计实现归母净利润 6.12-8.42 亿元，同比增长 211%-327%，环比增长 45%~99%；Q4 单季度预计归母净利润中值约为 7.27 亿元，同比增长 269%，环比增长 72%。业绩符合预期，考虑到当前制冷剂价格演绎较为超预期，我们维持公司 2024 年并上调 2025、2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.64、51.28、72.85（前值 33.45、46.67）亿元，EPS 分别为 0.73、1.90、2.70（前值 1.24、1.73 元），当前股价对应 PE 为 36.2、13.9、9.7 倍。我们看好制冷剂景气持续向上，蓄势双击，或迎主升，维持“买入”评级。

2024 制冷剂量价齐升，2025 年行情迎开门红，趋势仍在延续

2024 年公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品、食品包装材料、石化材料、基础化工产品及其他业务营收分别为 12.34、94.47、18.39、2.78、9.26、40.28、27.72 亿元，分别同比+17.54%、+62.69%、-10.92%、+99.48%、-15.52%、+45.74%、-3.97%。其中，公司制冷剂 2024 年外销量为 35.30 万吨，同比+22.61%；均价为 26,765 元/吨，同比增加 6,594 元/吨，增长幅度约为 32.69%。据氟务在线资讯，1 月 22 日国内主要大厂核心制冷剂报价再次上调 1,000-2,000 元/吨（内外贸整体趋同），具体分品种来看：R22 报盘上涨至 35,500 元/吨；R32 当前零售报盘提升至 43,000 元/吨，2025 年内外市场节奏预计同步；R134a 企业报盘提升到 44,000 元/吨；R404、R507 因 R143、R125 原料提价逐步传导，多品种主流报盘 43,000-44,000 元/吨。节前心态持续躁动，阶梯性上涨趋势不改。

成立浙江巨化股份有限公司制冷剂销售中心，发挥公司制冷剂集约经营效应

据公司公告，为了适应氟制冷剂配额制下市场经营需要，有效发挥公司制冷剂集约经营效应，巩固提升公司在制冷剂产品的市场领导地位，公司设立制冷剂销售中心，作为公司下属业务部门，负责公司（含控股子公司）制冷剂全系列产品的营销业务。授权公司经营层制定具体设立方案并组织实施。

风险提示：安全生产风险，政策变化风险，终端消费不振等。

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 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