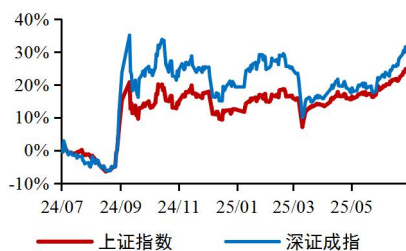


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 28 日 星期一

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	3,593.66	-0.33
深证成指	11,168.14	-0.22
沪深 300	4,127.16	-0.53
中小板指	6,953.67	0.28
创业板指	2,340.06	-0.23
科创 50	1,054.20	2.07

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】通信：周跟踪(20250714-20250720)-OpenAI 发布 chatGPT Agent 并预热 GPT5，英伟达端侧 Thor 即将发货

【行业评论】汽车零部件 II：算力设备系列：热管理设备（一）-以“摩丁制造”为鉴，看汽零热管理企业拓展路径

【行业评论】煤炭：2025 年二季度煤炭债复盘：平稳接续，久期继续拉升

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 6 月进口煤量继续回落

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250714-20250720）-OpenAI 发布 chatGPT Agent 并预热 GPT5，英伟达端侧 Thor 即将发货

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- 1) OpenAI 通用智能体已正式上线，完成复杂长时间任务的能力大幅提升
- 在 7 月 18 日的直播上，OpenAI 宣布发布全新 ChatGPT Agent，可以自动利用多种工具进行规划，完成包括自动浏览用户日历、生成可编辑 PPT、运行代码等复杂任务。该智能体目前已向 OpenAI Pro、Plus、Team 计划的订阅用户开放，由于算力复杂，目前 Pro 用户每月通常最多可使用 400 次 Agent 提示，其他付费用户则最多 40 次。ChatGPT Agent 专为迭代式、协作式工作流程设计，结合了三个 OpenAI 在智能体早期突破的优势，包括 Operator 的网站交互能力、Deep research 的信息综合能力以及 chatGPT 的智能推理与对话能力。ChatGPT Agent 在 HLE（人类最后考试）评估中由于能够动态规划和使用工具并可以并行探索解决方式，得到了目前业内公开最高的 44.4 分。我们认为 ChatGPT Agent 的上线标志着大模型已全面迈入 Agent 时代，其对算力 Token 的无上限消耗以及工具调用能力分别将极大驱动 GPU 算力和云计算通用服务器的需求。
- 2) OpenAI 全新推理模型刷新推理时间拿下 IMO（国际数学奥林匹克）金牌，同时预告着 GPT5 即将亮相
- OpenAI 近期宣布，其最新融合了实验性推理 LLM 的大模型在 IMO2025 上达到了金牌水平。OpenAI 表示，该模型攻克了约 100 分钟的深度思考难题，是推理 scaling 的重大进步，而且突破了传统强化学习中依赖明确可验证奖励的范式，创造出了能像人类数学家一样构建精巧论证的模型。据 openAI 员工 Alexander Wei 透露，GPT-5 即将发布，本次在 IMO 的突破依靠的是在通用强化学习和测试时计算扩展方面取得了新突破。
- 3) 英伟达 Jetson Thor 即将发售，物理和具身 AI 迎来突破
- 根据佐思汽车研究，英伟达 Jetson Thor 目前官网已发布了 T4000、T5000 两款产品，即将正式上量销售。T5000 的算力达到 2070T FP4，搭载 128GB LPDDR5X；T4000 算力达到 1200T FP4，搭载 64GB LPDDR5X。Jetson Thor 优势在于与英伟达具身智能 Isaac、GR00T 等平台 and 模型完全匹配、目前已知的端侧最强算力以及对高速传感器处理能力的支持。我们认为，物理 AI（包括数字孪生、具身智能）已到爆发临界点，在 RTX 6000 PRO+Jetson Thor 的云加端配合下，英伟达有望大力推动产业发展。当前端侧算力芯片主要有三种类型，建议重点关注。一是以乐鑫、泰凌微、恒玄等为代表的轻算力芯片，

主要负责 ASR、OCR 等端侧预处理；二是以瑞芯微、高通为代表的中算力芯片，可运行裁剪版主流端侧大模型；三是以英伟达、华为为代表的大算力芯片，主要运行自动驾驶、机器人、工业计算机等边缘实时处理。

- 4) 算力白马新高，坚守价值，同时拥抱变化
- 近期在龙头厂商业业绩预告以及模型新品催化剂频发背景下，光模块、PCB、铜连接、柴发等 IDC 产业链多环节龙头股创下新高。我们认为业绩置信度提升（业绩）、中美经贸关系改善（情绪）以及中长期需求预期提升（估值）是算力板块催化的三重因素，建议积极把握做多窗口。同时，我们认为 GPU 和 ASIC 新架构可以关注的主要预期差在 PCB 上游材料（铜箔、石英布、钻针）、铜连接（Rubin NVLINK 带宽翻倍）、光模块（GB300、Rubin 网卡带宽持续翻倍）以及 OCS（在 CPO 和多平面集群中 shuffle 混线功能），建议可左侧布局。
-
- 建议关注：海外算力：中际旭创、东山精密、光库科技、仕佳光子、鼎通科技、鼎泰高科；端侧 AI：瑞芯微、天准科技、中科创达、泰凌微。
- **市场整体：**本周（2025.7.14-2025.7.18）市场整体上涨，申万通信指数涨 7.56%，创业板指数涨 3.17%，深圳成指涨 2.04%，科创板指数涨 1.32%，沪深 300 涨 1.09%，上证综指涨 0.69%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为光模块（+27.45%）、液冷（+10.16%）、IDC（+10.01%）。从个股情况看，新易盛、中际旭创、博创科技、英维克、光环新网涨幅领先，涨幅分别为+39.01%、+24.33%、+13.12%、+11.49%、+10.46%。中国移动、中国卫通、中天科技跌幅居前，跌幅分别为-0.95%、-0.80%、-0.57%。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【行业评论】汽车零部件Ⅱ：算力设备系列：热管理设备（一）-以“摩丁制造”为鉴，看汽零热管理企业拓展路径

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- 摩丁制造是全球领先的热管理解决方案提供商。公司成立于 1916 年，2024 财年营收 24.08 亿美元、调整后的 EBITDA 3.14 亿美元，在全球有 11000 余名员工。公司提供热交换技术、液冷系统和高效热管理解决方案，应用于数据中心、汽车、建筑、能源、电动车等领域。
- 2020 年以来，摩丁制造成功的从汽车热管理零部件公司转型为汽车、工业、数据中心多领域的综合热管理公司。疫情冲击及中国竞争对手崛起，摩丁制造 2020~2021 财年业绩承压，出现了营收下滑、利

润亏损的情况。公司通过实施“80/20 战略”，集中资源发展高增长、高利润领域提升盈利能力，放弃非优势业务，通过并购及前瞻布局，重点发力数据中心与电动汽车两大高增长赛道。2022-2024 财年，公司收入转增，营收 CAGR 达 14.57%，EBIT 率增加 4.0%，公司股价涨幅超过 800%。

- **重点拓展数据中心业务是摩丁制造实现成功战略转型的关键。**公司通过并购(TMGcore、Scott Springfield 等)快速补齐数据中心集成设计、核心零部件等短板，形成从冷却分配单元(CDU)到浸没式系统的全产品矩阵，并深度绑定微软、亚马逊等云计算巨头。公司数据中心业务 2024 年收入达到 2.94 亿美元，同比增长 69%，2024-2027 年，液冷方案的 CAGR 预计为 18%。
- **摩丁制造的转型发展之路给汽车热管理零部件公司很好的启发，未来数据中心热管理将会是企业重点拓展的方向。**同时，还需要具备以下关键点：1) 敏锐的商业嗅觉：从内卷式发展向高增量发展的关键是跳出眼前领域、瞄准技术趋势发展，以终为始，不断寻找增量并提前布局。2) 良好的客户和技术能力基础：以龙头客户需求为出发、以热管理核心技能为基础，进行能力边界的拓展，丰富产品矩阵或者加深产品附加值。3) 高效的执行与整合能力：在清晰的战略指导下，需要高效的执行并具备并购整合能力，以实现将先机转为引领时代的产品。
- **投资建议：**在未来的数据中心热管理领域，汽车热管理零部件企业将会大有可为，重点关注：银轮股份、飞龙股份；建议关注：川环科技、溯联股份、标榜股份、众捷汽车等。
- **风险提示：**
- **算力需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；液冷等技术迭代风险；行业政策与标准变动风险。**

【行业评论】煤炭：2025 年二季度煤炭债复盘：平稳接续，久期继续拉升

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **二季度煤价淡季特征，关注久期控制。**二季度煤炭市场淡季特征明显，行业盈利能力继续下降，部分尾部主体出现内部亏损面较大和亏现金流等现象，建议提高对煤企获现能力的观察。考虑过去几年煤炭企业的盈利累积，我们认为短期风险仍然可控，市场尚未重点交易煤炭利差。但考虑煤炭债平均久期不断创新高和基本面不断弱化，市场对煤炭信用品的认可程度或有所变化，未来不排除机构增加控久期行为。
- **“信用捆绑”仍坚固，“高息债务置换”和“资源接续”可挖掘。**现阶段煤价对估值影响有限，行业利差受无风险利率影响更大。超长债发行在市场调整后虽然有所降速，但考虑到当前融资成本较低，且公开市场优势较大，预计未来煤炭企业仍会尝试发行超长期品种，同时中短期品种发债也较为畅通。“信用捆绑”主体中短期内可继续保持“信仰”，但若煤价长期低迷，不排除尾部再次分化的可能性。此外，当前市场资产荒仍存，可适当挖掘煤炭“高息债务置换”和“资源接续”等投资机会。

- 风险提示：行业景气度下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债。

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25年6月进口煤量继续回落

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **数据拆解：**
- **进口煤量加速下降，进口价环比小幅反弹。**进口量方面，上半年进口煤量继续维持负增速，其中6月同比实现-25.92%，连续4个月保持负增速，且有加速收缩趋势；当月环比实现-8.32%，连续3个月保持环比负增，且有加速收缩趋势。分煤种来看，所有煤种同比均有不同幅度降低，仅炼焦煤环比有所提升。炼焦煤方面，澳加蒙俄几个主要进口来源国环比均有所提升，澳大利亚同比大幅提升。价格方面，全煤种进口价格实现73美元/吨，维持同比回落趋势，6月当月为2025年以来首次环比增加，但增幅不大。分煤种看，全煤种进口价格较去年同期均有较大幅度下降，除炼焦煤外，其余品种环比均有不同程度下降。
- **点评与投资建议：**
- **市场试图达成新的贸易平衡点。**6月国内煤价结束寻底，开启反弹。国内需求释放速度仍有待加强，且库存水平不低，因此对于进口煤的需求也不断降低。但进口煤价格出现企稳迹象，部分煤种出现反弹，侧面说明当前内贸煤和进口煤正在试图达成新的贸易平衡点。
- **未来进口煤量仍有下降空间。**迎峰度夏提振国内需求，但期间内贸煤价格上涨幅度仍然维持在季节性波动的范围，或难大量带动国际煤炭涌入国内。此外，考虑近期国内“反内卷”号召和煤炭下游诸多行业的稳增长预期，后续煤炭需求端预期仍有不确定性。因此进口煤量仍有继续收缩的空间。
- **建议关注：**扩储成本提升，煤价阶段性底部显现，把握交易节奏。近年新建矿井成本呈不断提升趋势，导致煤矿盈亏平衡点有所提升。未来考虑矿业权价格和建矿成本等大额资本开支，成本有望不断被推升。炼焦煤关注【淮北矿业】、【平煤股份】、【山西焦煤】、【潞安环能】。动力煤关注【山煤国际】、【晋控煤业】、【华阳股份】、【陕西煤业】、【兖矿能源】、【新集能源】、【中煤能源】。
- **风险提示：**国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌

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。本报告清晰准确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

