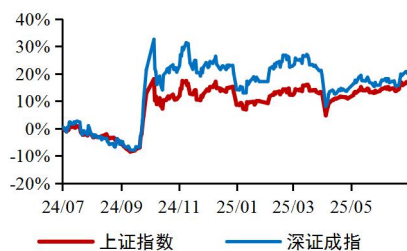


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 3 日 星期四

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	3,454.79	-0.09
深证成指	10,412.63	-0.61
沪深 300	3,943.68	0.02
中小板指	6,512.36	-0.62
创业板指	2,123.72	-1.13
科创 50	982.64	-1.22

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【山证新股】新股月报（2025 年 6 月）-新股市场较为活跃，月内共上市 6 只新股

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 5 月进口加速收缩

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：IBI363：实现免疫耐药 NSCLC、结直肠癌、黑色素瘤临床突破性生存获益

【行业评论】煤炭：煤炭扩储行为研究之一：直面“矿王”

【行业评论】【山证电新】20250702 光伏产业链价格跟踪

【今日要点】

【山证新股】新股月报（2025 年 6 月）-新股市场较为活跃，月内共上市 6 只新股

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 6 月共上市新股 6 只，新股市场较为活跃
- 6 月新股市场共上市新股 6 只。6 月新股市场较为活跃，近 6 个月上市新股月内共有 33 只股票录得正涨幅(占比 71.74%)。
- **科创板**：6 月科创板影石创新上市。海博思创、胜科纳米录得月涨幅超 20%，影石创新、汉邦科技录得月跌幅超-4%。
- **创业板**：6 月创业板优优绿能、新恒汇上市。宏工科技、新恒汇录得月涨幅分别超 50%、40%，恒鑫生活、弘景光电录得月跌幅分别超-16%、-13%。
- **沪深主板**：6 月沪深主板中策橡胶、海阳科技、华之杰上市。江南新材录得月涨幅超 19%，海阳科技录得月跌幅超-43%。
- **新股周期**：6 月份科创板影石创新、创业板优优绿能/新恒汇、主板中策橡胶/海阳科技/华之杰上市，科创板/创业板新股首日涨幅和开板估值均提升，主板新股首日涨幅提升而开板估值下降。
- **投资建议**：
- **近端已上市重点新股**：
- **2025/06**：影石创新（全景相机/运动相机）
- **2025/03**：矽电股份（半导体探针台设备）、弘景光电（运动相机/车载光学镜头及摄像模组）、胜科纳米（半导体第三方检测分析实验室）
- **2025/01**：思看科技（3D 视觉数字化产品/3D 扫描仪）
- **2024/12**：佳驰科技（隐身涂层材料/结构件）、先锋精科（刻蚀/薄膜沉积领域金属零部件）
- **2024/11**：联芸科技（固态硬盘主控芯片）
- **2024/09**：合合信息（智能文字识别/商业大数据）
- **2024/08**：龙图光罩（半导体掩膜版）、珂玛科技（陶瓷加热器）；
- **2024/06**：汇成真空（复合集流体设备）、达梦数据（数据库基础软件）

- 2024/05: 瑞迪智驱(电磁制动器/谐波减速机);
- 2024/04: 广合科技(服务器 PCB);
- 2024/02: 诺瓦星云(LED 显示控制系统)、成都华微(特种 IC);
- 2023/12: 安培龙(热敏电阻/压力传感器)、艾森股份(电镀液/光刻胶及配套试剂)
- 2023/11: 京仪装备(半导体附属设备-温控/废气处理)、麦加芯彩(风电叶片/船舶涂料);
- 2023/9: 盛科通信-U(商用以太网交换芯片);
- 2023/8: 华勤技术(智能硬件 ODM)、广钢气体(电子大宗气体)、波长光电(精密光学组件);
- 2023/6: 芯动联科(高性能 MEMS 惯性传感器);
- 2023/5: 中科飞测-U(半导体检测、量测设备);
- 2023/4: 华曙高科(工业级增材制造设备)、晶升股份(碳化硅长晶炉)、索辰科技(CAE 软件/六维力传感器)
- 2023/2: 裕太微-U(以太网物理层芯片)、龙迅股份(高清视频桥接及处理芯片);
- 近端待上市重点新股: 屹唐股份(干法去胶设备/快速热处理设备/干法刻蚀设备)
- 已获批复重点新股: 凯普林、瑞立科密
- 远端深度报告覆盖: 京仪装备、珂玛科技、龙图光罩、天岳先进、广合科技、诺瓦星云、芯动联科、安路科技、龙迅股份、鼎泰高科、容知日新等。
- 风险提示: 新股大幅波动的风险; 新股业绩不达预期的风险; 系统性风险。

【行业评论】煤炭: 煤炭进口数据拆解: 25 年 5 月进口加速收缩

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 数据拆解:
- 进口煤量价齐降。进口量方面, 前 5 月进口煤量继续维持负增速, 其中 5 月同比实现-17.75%, 连续 3 个月保持负增速, 且有加速收缩趋势; 环比实现-4.73%, 连续 2 个月保持负增速, 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, 仅动力煤环比有所提升。动力煤方面, 仅澳大利亚同比实现 7.06% 增速, 蒙古、印尼和俄国均出现较大幅度同比下滑。价格方面, 全煤种进口价格实现 72 美元/吨, 虽然环比仍有所回落, 但幅度已然缩小。分煤种看, 全煤种进口价格较去年同期均有较大幅度下降, 动力煤进口价环比持平、褐煤环比小增、炼焦煤和无烟煤进口价环比均有一定幅度降低。

➤ 点评与投资建议：

- 5月进口煤表现主因国内煤价下降所致。5月国内煤价仍然处于寻底过程，进口煤空间受到较为强烈的挤压。此外，国内需求有待提升，库存水平不低，因此对于进口煤的需求也不断降低。
- 未来进口煤数量或将继续收缩。尽管迎峰度夏期间国内需求存在提振预期，但内贸煤价格上涨更多表现为季节性波动，或难大量带动海外煤进口。此外，地缘博弈纷繁复杂，也在一定程度上扰动海外煤价，因此进口煤难言优势。预计后续进口煤仍有收缩空间。
- 建议关注：扩储成本提升，煤价接近底部，把握节奏。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】。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

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：IBI363：实现免疫耐药 NSCLC、结直肠癌、黑色素瘤临床突破性生存获益

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 药物点评：

- IBI363 是信达生物自主研发的 PD-1/IL-2 α -bias 双抗融合蛋白。IBI363 通过免疫检查点阻断与细胞因子激动提升 T 细胞功能与数量，重塑肿瘤免疫微环境。无论 PD-L1 表达水平，IBI363 在 IO 经治的 NSCLC 生存获益明显，有希望在 PD-L1 低表达和不表达的冷肿瘤突破。IBI363 在 IO 经治的 NSCLC、黑色素瘤、结直肠癌临床安全性可控，最常见的 ≥ 3 级 TRAE 为关节痛、皮疹、贫血等。IBI363 单药、联合贝伐珠单抗治疗结直肠癌 ≥ 3 级 TRAE 为 27.9% 和 35.6%。1 mg/kg Q2W IBI363 治疗黑色素瘤 ≥ 3 级 TRAE 为 29.0%，3 mg/kg IBI363 给药后 7.0% 的 NSCLC 患者发生导致永久停药的 TRAE。
- IBI363 在鳞状 NSCLC 免疫耐药 I 期临床生存获益突出。PD-1/PD-L1 经治鳞状 NSCLC 中，截至 2025 年 4 月，1/1.5mg/kg IBI363 治疗 (N=28) mOS 达 15.3 个月。3mg/kg 疗效更突出 (N=31)，cORR 为 36.7%、DCR 为 90.0%、mPFS 为 9.3 个月，12 个月 OS 率为 70.9%。在 PD-L1 TPS<1% 的肺鳞癌患者中 IBI363 展现优势，1/1.5 mg/kg 组 (N=10) cORR 为 30.0%、DCR 为 90.0%，3 mg/kg 组 (N=13) cORR 为 46.2%、DCR 为 92.3%。IBI363 在鳞状非小细胞肺癌已经获得中国 CDE 纳入突破性治疗品种，以及获美国 FDA 快速通道资格。
- IBI363 在免疫耐药的野生型肺腺癌 I 期临床展现生存获益潜力。EGFR 野生型 NSCLC 腺癌中，截至 2025 年 4 月，在 0.6/1.5 mg/kg IBI363 治疗的患者 (N=30) 中位 OS 达 17.5 个月。3mg/kg 剂量组疗效更

突出，cORR 为 24.0%、DCR 为 76.0%、mPFS 为 5.6 个月，12 个月 OS 率为 71.6%。在有吸烟史的肺癌有更高获益，0.6/1/1.5 mg/kg 组（N=17）cORR 为 23.5%，3 mg/kg 组（N=15）cORR 为 33.3%。

- **IBI363 在既往中位治疗线数 ≥ 3 的结直肠癌 I 期临床 OS 显著延长。**MSS/pMMR 结直肠癌中，截至 2025 年 4 月，1 mg/kg IBI363 单药治疗组（N=22）cORR 为 13.6%，0.1mg/kg-3mg/kg 治疗组（N=68）mOS 达到 16.1 个月（标准治疗 mOS 为 6.4-9.3 个月）。0.6-3mg/kg IBI363 联合贝伐珠单抗组 cORR 及 PFS 优秀，cORR 为 15.1%，DCR 为 61.6%。mPFS 达 4.7 个月。OS 中位随访时间为 9.4 个月，OS 未成熟，观察到 13 例事件（17.8%）。
- **IBI363 在免疫经治的恶性黑色素瘤（肢端型和黏膜型亚型）I/II 期临床 PFS 明显延长。**截至 2025 年 4 月，1 mg/kg Q2W 治疗免疫经治黑色素瘤(N=30，既往中位治疗线数 ≥ 2)cORR 为 23.3%，其中黏膜型为 25.0%，肢端型为 20.0%。DCR 达 76.7%，黏膜型为 85.0%，肢端型为 60.0%。mPFS 为 5.7 个月，（过往研究 PFS 不足 3 个月），mOS 为 14.8 个月，12 个月总 OS 率为 61.5%。
- **风险提示：**创新药研发失败及竞争加剧风险，对外授权不及预期风险，药企融资不及预期风险，在美国等海外市场注册临床推进速度不及预期风险等。

【行业评论】煤炭：煤炭扩储行为研究之一：直面“矿王”

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **煤炭扩储行为研究系列报告说明：**近年来，煤炭企业频频扩储，引发市场高度关注。一方面，煤炭扩储周期相对其他资源类行业更长，容易产生交易分歧；另一方面，各种环境变化导致现阶段煤企扩储行为对企业本身和资本市场相关资产定价均产生了深远影响。本系列报告尝试对煤炭扩储行为进行多维度的梳理、解读和研判。本篇报告主要以市场广泛关注的“矿王”现象为着眼点，探讨煤炭矿业权出让对上市公司资产定价的影响。
- **走向市场化的矿业权管理制度。**矿业权出让制度是矿产资源管理的核心，出让政策环境变化也是激活矿业权交易活跃度的根本原因。矿业权出让制度大致经历无偿授予时代、双轨制时代、市场化主导等几个阶段。在矿业权出让制度变迁中有两条隐含线索，一个是出让方式的丰富，另一个是有偿使用制度的完善。
- **煤炭地勘投入与生产投入反差鲜明。**煤炭地勘投资在“十二五”期间曾经横向大幅领先其他矿种，2013 年后逐年下降。煤炭投资退潮一直延续至 2019 年，之后煤炭地勘投资长期维持低位。但地质成果与生产投入反差巨大，强化资源接续诉求。
- **聚焦“矿王”。**一方面矿业权出让市场化改革呈现不可逆的趋势，另一方面煤炭地质勘探投入又常年低位，新增资源微乎其微。在产量不断突破和煤炭企业资源接续诉求强烈的背景下，“矿王”现象屡

见不鲜。山西煤炭探矿权交易引发市场高度关注；陕西煤炭矿业权高溢价成交已成常态；内蒙古煤炭矿业权出让普遍高总价，单价接近基准价；甘肃上调基准价，关注矿业权交易隐含成本；新疆煤炭资源定价受区位影响，煤炭矿业权交易逐步活跃。

- **投资建议：**资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【盘江股份】、【新集能源】、【兖矿能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【淮北矿业】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。
- **风险提示：**煤炭矿业权竞争性出让政策大幅转向，煤炭地质勘探投入持续显著回升，企业扩储需求锐减，主产区明显下调基准价，各区域持续大量出让煤炭矿业权

【行业评论】【山证电新】20250702 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格持平：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 35.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 34.0 元/kg，较上周持平。硅业分会统计，6 月份国内多晶硅产量约 10.2 万吨，环比基本持平；预计 7 月份硅料产量预计在 10.3-11.0 万吨区间内，主要受四川、云南地区丰水期复产影响。当前头部企业自律基于成本统一上调报价，但几乎没有成交，下游观望态势明显。在当前 27 万吨左右的库存压力下，我们预计若下游硅片价格未企稳，短期硅料价格仍然承压。长期来看，7 月 1 日中央财经委员会第六次会议强调了纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。供给端整合出清的预期显著增强，后续价格将逐步回到理性区间。
- **硅片 价格下降：**130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 0.88 元/片，较上周下降 2.2%；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.01 元/片，较上周下降 1.9%。目前下游需求疲软，硅片端累库未得到有效缓解，供需矛盾依然突出，预计短期价格维持小幅下行。
- **电池片 价格下降：**182-183.75mm N 型电池片均价为 0.230 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 2.1%；182*210mm N 型电池片价格为 0.245 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 5.8%。根据 SMM 数据，7 月电池片排产环比下降约 3%。下游需求低迷，预计短期电池片价格持续下行。
- **组件 价格持平：**182mm TOPCon 双玻组件价格 0.68 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.78 元/W，较上周持平，较 TOPCon

溢价 16.4%；分布式 BC 组件价格为 0.80 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 19.4%。终端需求低迷，下游组件企业开工率持续偏低。7 月来看，终端需求尚未见好转迹象，大部分组件小幅减产，排产环比约下滑 2%左右。头部企业尝试小幅提价或稳价，但中小厂商现金流压力下大幅降价抛货。我们预计短期内产业链价格仍处下行通道。



- 光伏玻璃 价格下降： 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 18.5 元/m²，较上周下降 5.13%；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 11.0 元/m²，较上周下降 4.35%。



- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：福莱特； 海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份； 电力市场化方向：朗新集团； 国产替代方向：石英股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



- 风险提示：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

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

