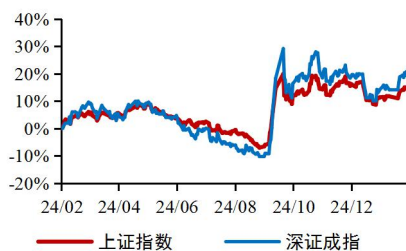


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 2 月 17 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

- 【山证煤炭】行业周报（20250210-20250216）：-关注回调后低估值对长期资金的吸引力提高
- 【行业评论】肿瘤药观点更新：小分子探索解决靶点耐药问题，双抗、ADC 向基石疗法迈进

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,346.72	0.43
深证成指	10,749.46	1.16
沪深 300	3,939.01	0.87
中小板指	6,686.15	1.10
创业板指	2,215.30	1.80
科创 50	1,022.46	0.53

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】

【山证煤炭】行业周报（20250210-20250216）：-关注回调后低估值对长期资金的吸引力提高

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点

➤ 动态数据跟踪

- **动力煤：**供需双弱，煤价弱势。煤矿节后复工，上周煤矿生产增加。需求方面，气温回升，居民用电回落，但下游复工有所增加，电厂负荷有所上涨，电煤日耗提高。港口调入增加，但在进口及长协保供下，北方港口库存及电厂库存维持高位；煤炭价格继续弱势运行。临近三月，稳经济政策或将继续出台，非电用煤需求预计恢复增长；同时，海外煤炭关税、贸易政策近期变化削弱出口预期，预计国内进口煤增量仍存变数，预计 2025 年国内动力煤价格中枢继续下降空间不大。截至 2 月 14 日，环渤海动力煤现货参考价 750 元/吨，周变化-1.45%；广州港山西优混 780 元/吨，周变化-1.27%；欧洲三港 Q6000 动力煤 715.05 元/吨，周变化-2.56%。2 月 14 日，环渤海九港煤炭场存量 2838.4 万吨，周变化+14.53%；本周环渤海港口日均调入 155.54 万吨，调出 131.91 万吨，日均净调出-23.93 万吨。
- **冶金煤：**宏观利好预期释放，焦煤价格企稳。元宵节后煤矿复工增多，冶金煤生产供应有所增加。需求方面，外贸市场不确定性压制国内需求预期，国内钢材价格走低；但后期两会即将召开，宏观政策利好释放，下游需求预期有望改善，同时，铁水产量、高炉开工率稳定，下游冶金煤库存大幅走低，冶金煤价格中枢进一步下降空间不大。截至 2 月 14 日，京唐港主焦煤库提价 1460 元/吨，周持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1200 元/吨，周变化-4.00%；日照港喷吹煤 1130 元/吨，周变化-1.14%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 202 美元/吨，周变化+1.76%。2 月 14 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 738.11 万吨和 778.91 万吨，周变化分别-8.88%、-3.18%；喷吹煤库存 413.19 万吨，周变化-1.17%。247 家样本钢厂高炉开工率 78.00%，周持平；独立焦化厂焦炉开工率 72.78%，周变化+0.04 个百分点。
- **焦、钢产业链：**需求预期回暖，焦炭价格止跌。本周交易外贸预期，焦炭价格走低，但基建、地产施工高峰期临近，两会后宏观预期有望改善，国内宏观稳经济及金融支持实体经济政策预计继续加码，钢材需求刚性仍存，或将导致焦炭需求增加；同时前期价格大幅下降，焦炭利润亟待修复，且焦煤供需改善进度缓慢，成本支撑下焦炭价格预计下降空间也不大。截至 2 月 14 日，天津港一级冶金焦均价 1630 元/吨，周变化-2.98%；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）261 元/吨，周变化-0.76%。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别 100.80 万吨和 685.61 万吨，周变化分别+2.36%、-0.65%；四港口焦炭总库存 187.65 万吨，周变化+7.71%；全国市场螺纹钢平均价格 3440 元/吨，周变化-1.21%；35 城螺纹钢

社会库存合计 582.21 万吨，周变化+19.98%。

- **煤炭运输：**供需双弱，沿海煤炭运价继续下跌。元宵节后，下游复工增加，煤炭补库拉运需求有所释放，但受库存压制及沿海运力过剩等因素影响，沿海煤炭运价继续小幅回落。截止 2 月 14 日，中国沿海煤炭运价指数 472.59 点，周变化-0.53%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价 0.22 元/载重吨，周变化-2.22%；2 月 14 日，环渤海四港货船比 46.70，周变化+29.01%。
- **煤炭板块行情回顾**
- **本周煤炭板块回调，没有跑赢大盘指数；中信煤炭指数周五收报 3360.11 点，周变化-1.36%。**子板块中煤炭采选 II(中信)周变化-1.45%；煤化工 II(中信)指数周变化-0.42%。煤炭采选个股回调为主，安源煤业、开滦股份录得涨幅为正；煤化工个股也普遍回调，美锦能源录得涨幅为正。
- **本周观点及投资建议**
- **元宵节过后，煤炭行业基本上仍面临供需双弱态势，但地方两会开启及全国两会在即，宏观利好政策预计继续释放，关注下游需求改善预期；冶金煤库存偏低，双焦价格后期弹性仍存；动力煤进口或存变数，价格进一步下降空间不大。资金面来看，临近年报季，保险等长期资金入市大势所趋，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力提升。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【新集能源】、【昊华能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】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】。回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。**
- **风险提示**
- **供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。**

【行业评论】肿瘤药观点更新：小分子探索解决靶点耐药问题，双抗、ADC 向基石疗法迈进

魏贇 weiyun@sxzq.com

- **肿瘤药观点更新：小分子探索解决靶点耐药问题，双抗、ADC 向基石疗法迈进**
-
- **小分子靶向药不断迭代，PROTAC 进入临床后期。**新一代小分子药物不断涌现替代耐药后的小分子靶向药，进一步延长生存期。BTK、BCL2 抑制剂是多种淋巴瘤的一线用药，EGFR、ALK、KRAS 抑制剂在 NSCLC 进入一二线。CDK4/6、HER2 抑制剂在乳腺癌疗效突出。PROTAC 可靶向不可成药靶点

并有望解决耐药性问题，多个靶点临床进入后期，BTK、ER、AR PROTAC 进入 3 期临床，EGFR、KRAS 等 PROTAC 在临床探索。



➤ **基于 PD-1/L-1 的双抗有望替代 PD-1 单抗，TCE 双抗血液瘤已上市。**2024 年 PD-1 帕博利珠单抗销售 295 亿美元，PD-1/L1 联用、PD-1/L-1 双抗提升响应率生存获益更优，PD-1/L1 与 CTLA-4、VEGF、LAG-3 组合生存获益更优，PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗 PFS 比 PD-1 更优，PD-1/IL-2、PD-1/TIGIT 等双抗正在临床探索。以 CD3 为基础的 CD3/CD19、CD3/CD20 和 CD/3BCMA TCE 双抗上市，治疗多发性骨髓瘤、DLBCL 等血液肿瘤。



➤ **ADC 有望替代化疗成为新的基石疗法，核药 RDC 药物拓展靶点。**2024 年 10 多款 ADC 药物驱动全球市场达 130 百亿美元（+24%）。肿瘤强杀伤效的国产 HER2、TROP2 ADC 上市，EGFR×HER3 双抗作用瘤种广泛，有望替代化疗成为肿瘤基石疗法，探索和 PD-1/VEGF 双抗联用。RDC 将核素递送至肿瘤，高效定位打击，2024 年 PSMA RDC Pluvicto 收入 14 亿美元（+42%）。SSTR、PSMA RDC 已上市，FAP、CXCR4、CD45、CAIX RDC 正在临床。



➤ **小核酸药物将密集上市，CAR-T 应用不断拓展。**小核酸药物干预 mRNA 或 DNA，可靶向难成药靶点。2024 年 TTR siRNA AMVUTTRA 销售 10 亿美元（+74%），全球上市 SMN2、PCSK9、SOD1 等 20 款左右 siRNA、ASO 小核酸药物，临床 III 期的有 25 款，超过 240 款在临床。CAR-T 改造 T 细胞靶向杀伤肿瘤，2024 年全球市场 45 亿美元（+21%）。CAR-T 拓展 CD20、CD22 新靶点、CD19/CD22、BCMA/GPRC5D 等双靶点、CD19 通用型 CAR-T。



➤ **重点公司：**随着靶向药的应用，肿瘤从致死疾病向慢性疾病转变，部分血液瘤实现多年带病生存，多种晚期实体瘤患者生存期延长超过 1 年。针对靶向药耐药的小分子、双抗、ADC、CAR-T、小核酸等疗法正在开发，全球创新肿瘤药密集授权交易。我们看好靶点全球前瞻布局，新分子开拓能力优秀的创新药企，相关公司：恒瑞医药、百济神州、百利天恒、康方生物、信达生物、复星医药、三生制药等。



➤ **风险提示：**临床研发失败及进度不及预期风险，靶点竞争格局恶化风险、创新药销售不及预期风险、医保及行业政策风险、新药授权合作破裂风险、地缘政治及全球业务相关风险等。

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

