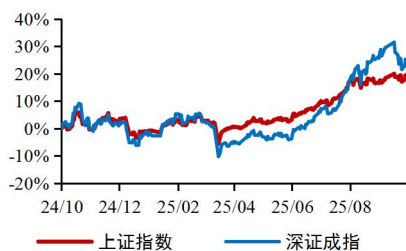


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 23 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	3,913.76	-0.07
深证成指	12,996.61	-0.62
沪深 300	4,592.57	-0.33
中小板指	7,984.75	-0.67
创业板指	3,059.32	-0.79
科创 50	1,405.41	-0.06

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】煤炭：2025 年三季度煤炭债复盘-平均期限继续创新高，平煤神马重组利好存量债项

【行业评论】非银行金融：行业周报（20251013-20251019）：-上市公司治理准则修订，两融新开账户创新高

【行业评论】【山证电新】20251022 光伏产业链价格跟踪-价格基本持平

【今日要点】

【行业评论】煤炭：2025 年三季度煤炭债复盘-平均期限继续创新高，平煤神马重组利好存量债项

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 三季度煤价有所反弹，关注久期控制。三季度煤炭市场受益反内卷价格反弹，行业盈利能力回升，前期市场悲观预期有所缓和，后续煤企获现能力改善的情况值得跟踪。但考虑煤炭债平均久期不断创新高和基本面改善持续性存疑，市场对煤炭信用品的认可程度或有所变化，机构或增加控久期行为。边际上，三季度部分债项发行出现品种回拨，市场对各等级主体的长期限品种相对谨慎。
- 平煤神马集团与河南能源集团重组利好存量债项。2025 年 9 月 25 日，平煤股份接到控股股东中国平煤神马控股集团有限公司的通知，河南省委、省政府决定对河南能源集团有限公司和中国平煤神马控股集团有限公司实施战略重组。平煤神马集团和河南能源集团均为河南省属煤炭企业，债务负担较重，考虑前期河南信用环境变化，双方债务接续较为依赖煤炭景气度变化。2025 年以来双方盈利均出现大幅下滑，存在潜在风险。双方重组后，预计平煤神马集团将大幅提升资产体量和煤炭产销量，规模优势有所增强。考虑到河南能源集团债务负担相对更重，重组后平煤神马资产负债率或有所上升，预计本次重组相对更利好河南能源相关债项。但整体来说，新主体无论在煤炭行业还是河南省的地位均有显著提升，同时双方均有较大规模的化工等非煤业务，在减少同业竞争的同时也可提升上下游业务协同，风险抵御能力也有望改善，因此重组利好双方存量债，值得挖掘。
- 风险提示：行业景气度长期下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债，平煤神马重组不及预期。

【行业评论】非银行金融：行业周报（20251013-20251019）：-上市公司治理准则修订，两融新开账户创新高

彭皓辰 penghaochen@sxzq.com

【投资要点】

- 上市公司治理准则修订。上周证监会发布修订后的《上市公司治理准则》，进一步规范上市公司董事、高管和控股股东、实控人行为。从任职、履职、离职等方面进行全面规范，健全董事、高级管理人员激励约束机制，要求上市公司建立薪酬管理制度，规定董事高管薪酬与公司经营业绩、个人业绩相匹配，促进董事高管和公司更好实现利益绑定。严格限制可能对上市公司产生重大不利影响的同业竞争，进一步完善关联交易审议责任、决策要求。准则从多方面规范上市公司治理，是资本市场改革“1+N”政策的重要组成部分，推动上市公司治理体系完善，进一步保护投资者利益，推动上市公司高质量发

展。

- **两融新开账户创新高。**中证数据显示，2025 年 9 月市场新开两融账户 20.54 万户，环比增长 12.24%，同比大幅增长 288%，创下年内单月最高纪录，反映出投资者信心实质性修复与市场情绪显著回暖。自 5 月以来，两融新开户数持续攀升，表明高风险偏好投资者基于宏观经济企稳、政策利好及低估值等因素，正积极加杠杆布局后市。这一趋势不仅为市场带来增量资金活水，直接提升流动性与活跃度，更凸显政策有效提振信心，推动 A 股从规模扩张向质量提升转型，为中长期稳健运行奠定基础。
- **10 月 13 日至 10 月 17 日期间，主要指数整体下跌，上证综指下跌 1.47%，沪深 300 下跌 2.22%，创业板指数下跌 5.71%。**期间 A 股日均成交额 2.19 万亿元，环比下降 15.76%。截至 10 月 17 日，两融余额 2.43 万亿元；中债-总全价(总值)指数较年初下跌 1.94%；中债国债 10 年期到期收益率为 1.82%，较年初上行 21.69bp。
- **风险提示**
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【行业评论】【山证电新】20251022 光伏产业链价格跟踪-价格基本持平

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格结构性上涨：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 52.0 元/kg，较上周上涨 2.0%；颗粒硅均价为 50.0 元/kg，较上周持平。本周有签单企业增至 5-6 家，但企业签单量基本与前期相当。根据硅业分会统计，各多晶硅企业 Q4 排产计划，预计 Q4 产量 38.2 万吨，同比+3%左右。10 月或为全年产量高峰；11 月份进入枯水期后西南部分产能预计逐步检修、减产，11-12 月产量逐步回落。预计 2025 年全年国内多晶硅产量约 134 万吨，同比-27.3%，全年累库量预计在 2 万吨左右。
- **硅片 价格持平：**130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.35 元/片，较上周持平；130um 的 210mm 型硅片均价 1.70 元/片，较上周持平。10 月硅片排产有增量，头部企业开工率提升；但根据协会配额，11-12 月减产确定性强，预计短期硅片价格维持整体价格持平，不同型号价格分化的格局。
- **电池片 价格结构性下滑：**182-183.75mm N 型电池片均价为 0.315 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 1.6%；210mm N 型电池片价格为 0.31 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。10 月电池片整体排产计划有所收紧，产能向 TOPCon 钝化技术及 210N 等高效产能倾斜，210RN 因需求疲软而成交较少，持续累库，预计短期价格持稳为主。

- **组件 价格持平：**182*182-210mm TOPCon 双玻组件价格 0.693 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 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 10.9%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平；较 TOPCon 溢价 8.6%。国内 8 月新增装机同比大幅下降。终端电站收益偏低，对组件涨价接受度较低。综合考虑上游高成本和下游当下的低需求，预计短期组件价格持稳。
-
- **光伏玻璃 价格持平：**3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13.0 元/m²，较上周持平。
-
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧方向：大全能源、福莱特；海外布局方向：博威合金、横店东磁；光储方向：阳光电源、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：协鑫科技、通威股份、信义光能、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、晶澳科技、天合光能、晶科能源、迈为股份、晶盛机电、弘元绿能。
-
- **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

北京市丰台区金泽路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

