

首席周观点：2025 年第 42 周

2025 年 10 月 16 日

首席观点

周度观点



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行行业：中期分红逐步展开，提升银行板块关注度

回顾 7 月以来银行板块持续调整，主要是受反内卷、AI 科技浪潮中，市场风险偏好显著上升，资金风格切换的影响，银行板块基本面稳健的底色未变。站在当前时点，我们认为，随着中期分红逐步展开，以及充分调整后银行股息吸引力持续提升，长期资金布局有望带来资金面支撑。同时，在息差阶段企稳、中收延续改善下，银行基本面具有较强韧性。看好四季度市场风格再平衡下，银行板块估值修复行情。

基本面：短期经营韧性强，静待中期经济复苏推动基本面改善。预计三季度上市银行营收受债市调整影响小幅波动，资产质量平稳之下净利润增速保持稳定。其中：1) 净利息收入预计改善。息差方面，随着资产端收益率降幅趋缓，负债成本稳中有降，三季度净息差有望阶段性趋稳。规模方面，7、8 月人民币信贷同比增速逐月放缓，8 月末同比+6.8%、较 6 月末下降 0.3pct；信贷结构上延续“对公强零售弱”的特征。考虑当前实体投资需求、居民加杠杆需求仍然较弱，叠加票据贴现利率在 9 月末上行，预计 9 月信贷环比改善但依然同比少增。8 月在上年高基数下，政府债券对社融的拉动作用开始减弱或已触顶；考虑今年政府债发行前置、后续将逐步放缓，叠加去年同期高基数，预计后续社融增速延续下行趋势。预计三季度银行贷款、总资产增速环比小幅下降，但在息差降幅收窄之下，净利息收入有望进入企稳阶段。2) 非息方面，预计中收延续修复；三季度债市调整或拖累其他非息表现，但从同比增速角度来看，预计影响小于一季度。3) 资产质量预计平稳，拨备不会拖累利润。

中期分红跟踪：本周上海银行、张家港行发布 2025 年中期分红公告，上海银行每股分红 0.3 元（含税），发放日为 10 月 16 日；张家港行每股分红 0.1 元（含税），发放日为 10 月 15 日。截至 10 月 10 日，民生银行、苏农银行、长沙银行、沪农商行四家银行已完成中期分红；上海银行、沪农商行已发布方案。随着上市银行中期分红逐步展开，保险等资金或加大银行股配置力度。

资金面：股东、AMC 增持彰显信心，当前股息水平对长期资金吸引力提升。三季度银行股调整以来，国资股东积极加速增持，包括青岛银行、南京银行、成都银行等。AMC 等长期资金亦加速增持、举牌银行股，包括中信金融资产增持光大银行，信达资产、东方资产通过可转债转股的方式增持浦发银行。反映了股东对公司长期发展的信心和投资价值的认可，以及资产荒背景下的高股息布局需求。目前上市银行平均股息率 4.4%，较 7 月低点提升约 64bp；相较 10Y 国债收益率超额收益提高约 45bp，当前股息水平对长期资金吸引力明显提升。同时考虑银行中期分红时间临近，险资、国资股东、AMC 等长期资金布局有望带来资金面支撑。

投资建议：（1）短期看好：具备区位优势和业绩释放空间的优质中小行；以及历史风险持续出清、主动基金显著欠配的低估值股份行。（2）中长期看好：经营韧性更强、具备可持续稳定盈利和分红能力的国有大行；以及中小机构并购重整加速、区域银行集中度提升下的优质区域龙头银行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

参考报告：《银行业：中期分红逐步展开，提升银行板块关注度》，2025-10-15



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：沪硅产业（688126.SH）：二季度收入同环比增长，200mm 半导体硅片的平均售价小幅回升

二季度收入同环比增长，利润仍承压。今年上半年，全球半导体市场、包括半导体硅片市场整体都有所改善，但复苏速度慢于预期。从业绩数据来看，上半年公司实现营业收入 16.97 亿元，同比增长 8.16%，其中半导体硅片销售收入增幅为 10.04%。其中第二季度单季营收 8.96 亿元，环比第一季度增长 11.75%，同比增长 6.06%。2025 上半年归母净利润为-3.67 亿元，较去年同期减亏，这主要是由于硅片市场的复苏滞后于终端市场、芯片制造等产业链的下游环节，从量的方面，300mm 硅片需求持续增长，尤其在存储领域增速明显；200mm 硅片已触底，但复苏较为缓慢。从价格方面，硅片产品价格在全球范围内仍面临较大压力，再加上公司持续扩产带来的折旧摊销费用、持续较高水平的研发投入及其他固定成本增加的影响，导致短期内仍然处于亏损状态。

300mm 硅片合计产能已达到 75 万片/月，具备为其提供高质量的 300mm SOI 硅片的能力。上半年，公司上海、太原两地 300mm 硅片合计产能已达到 75 万片/月，规模位居国内第一梯队，已公布的产能规划将达到 120 万片/月。海外市场拓展方面，公司已与较多海外客户建立合作，未来将借助海外子公司渠道进一步提升国际销售占比。上半年公司在技术研发和新产品成果上，开发了 50 余款 300mm 硅片新产品。截至 2025 年 6 月末，公司 300mm 硅片业务的累计客户数量超过 100 家，产品广泛用于逻辑芯片、存储、CIS 等应用。公司的 300mm 硅片产品凭借高纯度、低缺陷、良好的表面质量和性能参数，以及稳定的供应，受到了相关客户的高度认可。在 300mm SOI 业务上，作为国内唯一具备 300mm 硅片衬底和 300mm SOI 产品技术全自主知识产权和技术能力的企业，公司 300mm SOI 业务在过去半年里取得了阶段性突破，已开始向多客户批量送样。特别是面向高压高可靠性高算力应用的 300mm SOI 硅片已正式开始流片，目前已完成客户送样并通过客户内部的特殊工艺验证。300mm SOI 产品能够满足各类应用领域对衬底材料。

200mm 半导体硅片的平均售价由于产品结构变化也有小幅回升，公司子公司在各自领域都在积极探索。目前 200mm 及以下的硅片市场还未完全复苏，公司 200mm 及以下尺寸硅片业务表现仍较为疲软，但 200mm 半导体硅片的平均售价由于产品结构变化也有小幅回升。公司子公司在各自领域积极探索：芬兰 Okmetic 持续推进其产品在 MEMS、传感器、射频滤波器和功率器件领域的应用；新傲科技在 200mm SOI 和 200mm 及以下外延业务方面持续推动转型升级，着眼产品高性能应用，以期在 IGBT/FRD 等产品应用市场争取获得更广泛的渗透。

公司盈利预测及投资评级：预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.02 元、0.09 元和 0.13 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）下游晶圆厂产能利用率低导致对硅片的需求疲软；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险

参考报告：《沪硅产业（688126.SH）：二季度收入同环比增长，200mm 半导体硅片的平均售价小幅回升》，2025-9-26



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：铯铷行业深度（II）：消费结构改善叠加新兴需求爆发，全球铯铷盐需求曲线或持续右移

铯铷资源稀有，物理性质独特，化学性质活泼，下游应用广泛。铯（Cs）是一种淡金色且质地极软的稀有轻金属，化学性质极度活泼。铯是地壳含量最低的碱金属（ 3×10^{-6} ），且在自然界中没有单质形态，大部分存在于铯榴石中，提取难度较高。铷（Rb）是一种银白色的稀有轻金属，物理与化学性质相似于铯，但相较于铯更轻，开采难度更大。由于铷少有独立矿床存在，因此其主要作为锂、铯开采的副产品产出，导致其相较于铯更为稀有。受益于铯铷独特的物理、化学性质及原子结构，其下游应用广泛，包括电子器件、催化剂、特种玻璃、生物化学、医疗灭菌、心肌扫描、肿瘤诊断、量子通信、原子钟、磁流体发电、热离子转化发电、离子推进发动机、激光能转换电能装置等。

全球铯铷消费量或维持增长，中国铯铷消费结构或持续改善。我们参考《全球铯矿资源特点和开发利用研究》（中国矿业，2025 年 2 月）文中 2020 年全球各国铯消费数据进行分析。2020 年全球铯合计消费量为 2400 吨，其中美国（960 吨，占比 40%）、中国（800 吨，占比 33%）、日本（300 吨，占比 14%）为前三大消费国。分应用领域观察，全球铯下游应用领域主要分为传统、高科技和医药领域。一方面，美国等发达国家铯消费量呈现逐年递增趋势，且主要集中于国防军工和航空航天等高科技领域。2020 年美国铯合计消费量达 960 吨，高科技领域消费量达 768 吨（占比 80%），传统和医药领域消费量则分别为 173 吨（占比 18%）和 19 吨（占比 2%）。另一方面，2020 年中国铯消费结构仍集中于传统领域（712

吨，占比 89%) 和医药领域 (48 吨，占比 6%)，而高科技领域消费占比 (40 吨，占比 5%) 明显弱于美国等发达国家，这也意味着中国的铯消费在战略性新兴产业中的发展仍有较大的空间。此外，受制于铯当前极低的供应上限 (2024 年全球铯供应量不超过 40 吨) 以及高昂的市场价格 (约 400 万元/吨)，铯全球市场需求疲软，且中国铯需求仍然以中低端产业为主导，高新技术领域发展不足导致市场规模增长乏力。考虑到铯与铷在应用领域的相似性、差异性以及协同作用，铯的供应提升以及下游高科技领域应用发展或将大幅扩张铯市场需求。

全球铯铷盐需求的增长主要受三大主线推动：(1) 铯铷盐现有消费结构的升级。以中国为主的国家或持续拓展高科技领域的铯铷盐应用，原子钟、离子推进器等应用或随着 5G 通信、航空航天、卫星导航等领域的扩张而不断发展，推动铯铷盐需求提升。国内学者以油气钻探、催化剂、医药、光电器件、原子钟、特种玻璃和能量转换等相关部门“十四五”产业发展规划为目标，对各部门铯需求量做出预测，认为 2025 年中国铯需求总量或达 1016 吨，较 2020 年中国铯需求量 (800 吨) 增长 27%。(2) 钙钛矿太阳能电池等新兴需求或引发铯铷盐需求爆发式增长。铯铷盐凭借其优异的光电性能、化学活性与物理特性，将持续受益于钙钛矿太阳能电池等新兴需求的发展，需求曲线不断右移。结合光伏行业机构的预测，我们认为 2025-2030 年间，全球钙钛矿市场发展对应铯铷盐需求或由 2025 年的 110 吨升至 4428 吨，期间 CAGR 达 109%，铯铷需求有望随着钙钛矿市场的开阔而迎来爆发式增长。由于现阶段铯盐供给量极低，当下铯铷盐需求的测算仍以铯盐消耗量为主。如果铯盐供给得到有效拓展，在钙钛矿应用方面，其需求将与铯盐需求协同增长，当前的铯铷盐需求预测数据仍有上修空间。此外，随着铯铷盐供给的提升、对铯铷盐的研发深入，铯铷盐未来或将有更广泛的应用。例如，铯铷盐在固态电池中可起到提升离子电导率、抑制枝晶生长、增强正极稳定性、降低锂离子迁移能垒等作用，显著提高电池性能和稳定性。(3) 铯盐供给预期改善后需求的发展。目前，铯供给端存在限制，全球产量极少，限制了铯市场应用的发展。但其实际应用需求与铯相似，且在部分细分领域中与铯存在差异性及协同效应 (如原子钟中，铯因质量轻更适用于航空航天场景；钙钛矿光伏电池中，铯铷协同使用能进一步提升电池效率)。因此，铯供给端生产工艺改善推动供给量提升，或促进铯市场应用快速发展。综合考虑，我们认为 2025-2027 年间全球铯铷盐合计需求或由 2025 年的 2466 吨升至 2027 年的 4600 吨，期间年均复合增长率或达 36.6%。2025 年至 2027 年间，全球铯铷盐需求累计增幅或达 87%，合计增量或为 2134 吨。其中，铯铷盐消费结构升级带来的增量或为 503 吨，占比 24%；钙钛矿新兴需求带来的增量或为 688 吨，占比 32%；铯盐需求提升带来的增量或为 944 吨，占比 44%，铯盐需求或由 2025 年的 40 吨 (占 2025 年铯铷盐合计需求 2%) 升至 2027 年的 984 吨 (占 2027 年铯铷盐合计需求 21%)。三大增长曲线共振，或推动铯铷需求持续右移。

全球铯铷盐市场已进入快速扩张期，供应与需求量或同步上行。供给端，中矿资源的铯铷盐扩产以及金银河铯铷盐产线的产能利用率提升将推动铯铷供给有效增长，其中铯盐的供给或明显改善；需求端，铯铷盐消费结构的升级及新兴需求的爆发或推动铯铷需求曲线持续右移，且铯盐供给的增长或有助于铯盐应用快速扩张，促进铯盐需求大幅提升。结合我们对全球铯铷盐供应与需求的拟合、预测，我们认为 2025-2027 年间，全球铯铷盐供给或分别为 2210/3135/4550 吨，全球铯铷盐需求或分别为 2446/3166/4600 吨，供需平衡或分别为 -256/-30/-50 吨。

推荐公司：中矿资源、金银河。

风险提示：下游需求行业发展不及预期，供给侧新增项目投产情况不及预期，地缘政治因素带来的进口扰动风险，铯铷价格超预期下跌。

参考报告：《铯铷行业深度（II）：消费结构改善叠加新兴需求爆发，全球铯铷盐需求曲线或持续右移》，2025-9-29



莫文娟|东兴证券能源开采首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

煤炭行业：国内动力煤价上涨，三大港口煤炭库存环比同比均下降明显

国内动力煤价格环比上月上涨，国际上澳洲、南非和欧洲三港动力煤离岸价格环比上月均下跌。截至9月30日，秦皇岛动力煤山西优混5500平仓价格701.00元/吨，环比上月涨9元/吨，涨幅为1.30%。澳大利亚纽卡斯尔港NEWC动力煤离岸价格103.3美元/吨，环比上月下降6.40美元/吨，跌幅为5.83%；南非理查德RB动力煤离岸价格82.20美元/吨，环比上月下跌6.60美元/吨，跌幅为7.43%；欧洲三港DES ARA动力煤离岸价格91.30美元/吨，环比上月下跌8.00美元/吨，跌幅为8.06%。

8月陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均上升。8月国有重点煤矿煤炭月度产量：陕西产2111.90万吨，同比上升36万吨，涨幅为0.67%，环比上升46.70万吨，涨幅为2.26%；山西产4632.80万吨，同比下降707.40万吨，跌幅为13.25%，环比上升98.6万吨，涨幅为2.17%；内蒙古产1821.40万吨，同比下降3.30万吨，跌幅为0.18%，环比上37.80万吨，涨幅为2.12%。

三大港口煤炭库存月环比同比下降，六大发电集团日均耗煤量月环比同比下降。截至9月29日，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港煤炭库存合计1218.80万吨，环比上月下降213.70万吨，降幅17.32%；同比下降236.80万吨，降幅18.84%。六大发电集团日均耗煤量共83.98万吨，环比上月下降10.54万吨，降幅11.15%；同比下降2.48万吨，降幅2.87%。

国内运费月环比下跌、国际海运费涨跌不一。截至9月30日，从秦皇岛到上海航线上4-5万DWT的CBCFI报收23.10元/吨，较上月环比降幅为10.12%；从秦皇岛到宁波航线上1.5-2万DWT的CBCFI报收37.20元/吨，较上月环比降幅为11.85%。截至9月29日，澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费（巴拿马型）报收16.60美元/吨，环比上月上涨1.00美元/吨，涨幅为6.37%；印尼塔巴尼奥-中国广州（50000MT/10%）的煤炭CDFI程租报收9.25美元/吨，环比上月下降0.28美元/吨，降幅为2.93%。

结论：国内动力煤价格环比上月上涨，国际澳洲、南非和欧洲三港动力煤离岸价格环比上月下跌。8月陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均上升。三大港口煤炭库存月环比同

比下降，六大发电集团日均耗煤量月环比同比下降。国内运费月环比下跌、国际海运费涨跌不一。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

参考报告：《煤炭行业：国内动力煤价上涨，三大港口煤炭库存环比同比均下降明显》，2025-10-10

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526