

2025 年 9 月 22 日 星期一

【First Call 策略】

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

第一上海——First Call 九月策略（三）**核电组合**

一周涨幅：上游 ccj+12%，中游 leu+40%，下游 oklo+72%，基本面由实向虚，想象力由小变大，弹性依次递增，正如上一周所述“宽财政、宽货币，两宽初期往往是梦想型资产打头阵，预期、估值驱动的公司跑得快，资金先涌向高弹性品种，甚至没估值的比有估值的涨得更快；核电一周体现出的结构性含义：上游锚定资源高确定性，中游实现现金流 + 未来扩产的折现价值，下游叙事空间巨大，交易预期和远期估值；产业方面，18 号美国能源部宣布启动“电力加速”（Speed to Power）计划，核心内容是支持化石燃料，不支持可再生能源（比如风能、太阳能），公告上虽没有提及核电，但在核心技术附件中引用了 5 月 23 日将核电定义为可靠能源的行政命令，趋势不改；另一条产业新闻-----18 号 trump 与英国达成协议：英美将在核电、AI 数据中心、核监管等方面开展合作，同时寻求核材料的“去俄化”；此刻核电的大背景是：AI 加速，降息开始，全球追求能源自主可控；我们的组合策略和 ETH 思路差不多，70%上游，押注确定性，30%中游和下游，押注赔率（ETH 组合：70%ETF，30%DAT）。

宏观变化

周四联储议息会议，没有超出预期，也没有破坏预期，鸽派和鹰派各自得到了想要的；25 年降息去掉一个最高分（Miran?），去掉一个最低分，鸽鹰之比为 9:8，和 6 月（10:9）相比变化不大，说明联储内部依然分歧巨大，也暗示鲍师傅卸任后将打破这种平衡，26 年 trump “自己人”走马上任，点阵图 26 年及以后置信度也下降了；联储独立性担忧虽然缓和，但趋势没有逆转；降息当天市场表现，短债收益率下降→明显短期流动性宽松预期，长债收益率微涨→中长期经济前景仍有一定不确定性，或者担心降息不足以刺激经济；美元盘中回落收盘反弹，黄金盘中冲高回落，总之市场没有统一的“乐观”或“悲观”情绪，而是分化，短期乐观，长期不确定，尤其对风险资产来说，预示着前方波动不小，不轻易追高，回撤风险很大，要有做波段的能力。

0824~0830 0831~0906 0907~0913 0914~0920											
Category品类	Name名称	Index指数	1 D%1日变化	5 D%5天变化				1 Mo%1月变化	3 Mo%1季变化	YTD%	1 Yr%1年变化
Stock股票	纳斯达克指数ETF Invesco QQQ Trust	599.4	0.68%	-0.89%	-1.49%	1.75%	2.16%	1.90%	10.80%	17.30%	31.70%
	标普500指数ETF SPDR S&P 500 ETF Trust	663.7	0.21%	0.16%	-0.95%	0.90%	0.96%	2.55%	9.80%	22.00%	21.90%
	罗素指数 Russell Indexes 3000	3797.4	0.09%	0.48%	0.46%	1.53%	1.00%	2.40%	9.50%	12.40%	21.20%
	罗素指数 Russell Indexes 2000	2448.8	-0.77%	3.01%	2.75%	1.05%	1.35%	6.20%	13.60%	7.80%	16.10%
	罗素指数 Russell Indexes 1000	3653.2	0.20%	0.36%	0.37%	1.58%	1.34%	2.90%	9.30%	11.90%	20.60%
	恐慌指数VIX	15.5	-3.20%	-5.14%	-4.14%	-2.77%	1.78%	-2.00%	-6.50%	-31.00%	-18.50%
Commodity商品	COMEX黄金,美元/ozt	97.7	0.31%	1.20%	3.40%	-0.12%	0.03%	6.90%	14.30%	34.00%	38.40%
Currency货币	USD	3705.8	0.75%	-0.43%	-0.25%	0.91%	0.53%	-0.60%	-1.80%	-10.20%	-4.40%
Bond债	美国10年期国债收益率 US10Y (bp变化)	4.1	5	-8	-5	-4	8	-26	-40	12	-28

量子计算

量子计算在 90 年代取得理论技术大突破，2000 年后主要是探索工程框架与路径，进入 2010 年开始工程化爬坡，大规模商用市场普遍预测还需 20 年；黄仁勋在年初 CES 说“15 年太早，30 年太晚，20 年正合适”，几月后又改口“量子计算逼近拐点”；谷歌则更激进地表示五年内量子计算机将有实际应用；对我们来说，并没有能力对落地时间做出预判，我们的思路是坚决不做超纲题，以市场普遍共识为核心假设：量子计算是 20 年左右成熟的技术，股价由事件驱动，不排除某一天突然爆发，但我们不对此提前计价，我们只在这条主线上寻找催化和共识强化，向阻力最小的方向突破（AI+量子计算）；

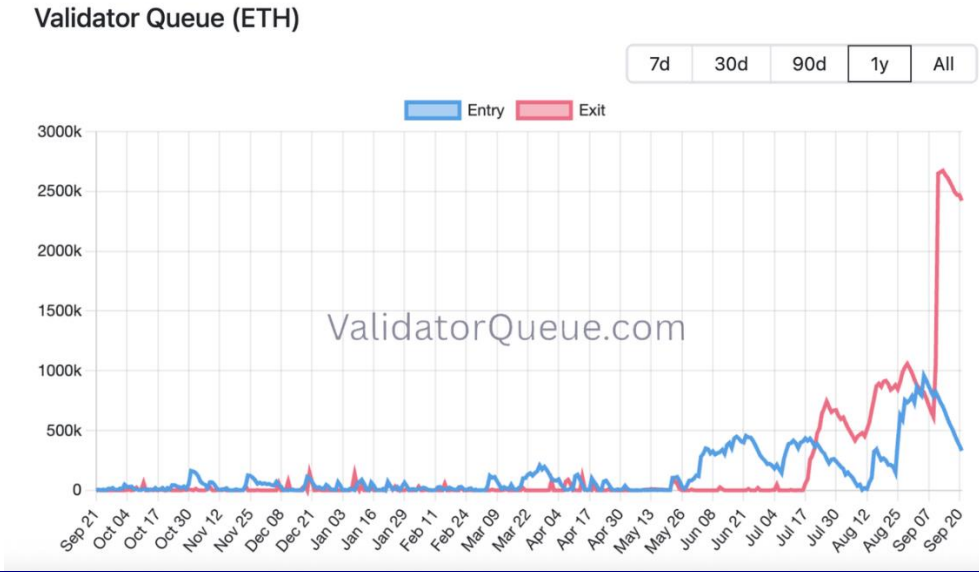
这周币价和股价脱钩，eth 涨幅几乎为 0，bmr 涨幅+15%，溢价率升至 56.9%，这个现象不太正常，基本面没有明显变化的情况下，币股单独拉出了溢价行情，大概是被市场风险偏好提高带动；短期交易者应在这个位置做一部分止盈，中长期投资可以忽略；截止到今天，以太坊质押队列等待时间为 5 天 8 小时，退出质押队列等待 41 天 16 小时，退出压力压制了现货价格；考虑到以太坊从 4 月底部上来涨了 3 倍，结账的需求很大，可以理解；另外一个现象，质押收益率从年初的 3.5% 下降到 2.5% 左右，质押比率从年初的 28% 提升到 31%（经过 5 月-7 月的快速拉升后，已经连续走平了近 2 个月），分子变化微弱，分母变大，摊薄收益，表现是正向的；但近两个月缺乏催化剂，以太坊质押率并没有跟上来，和去年的比特币一样，以太坊正处于传统币圈换到华尔街的换手时期，还需等待更长时间；题外话，sbet 这周继续保持回购策略，令人无语的错误。

图表 2：BMNR&SBET 溢价率及其他指标对比

	NYSEAM:BMNR BMNR.A	NYSEAM:BMNR BMNR.A	NasdaqCM:SBET SBET.O	NasdaqCM:SBET SBET.O
更新时间	2025/9/12	2025/9/20	2025/9/12	2025/9/20
ETH 数	2,069,443	2,151,676	837,230	838,152
ETH ASP	4,724	4,469	4,724	4,469
ETH Value (mn USD)	9,775.7	9,615.8	3,954.9	3,745.7
BTC 数	192	192	-	-
BTC ASP	115,808	115,941	-	-
BTC Value (mn USD)	22.24	22.26	-	-
Net Cash (mn USD) 净现金	266.0	569.0	200.0	200.0
Total NAV (mn USD) 总资产净值	10,064	10,207	4,155	3,946
市值 (mn USD)	13,981	16,013	3,745	3,662
①溢价率 %	38.9%	56.9%	-9.9%	-7.2%
②每千股ETH数 (ETH数/千股)	8.15	8.24	3.96	3.97
③每股价值 (NAV/股,USD) -EPS	39.7	39.1	19.6	18.7
④全仓持仓价	4,122	4,135	3,595	3,596
⑤占总数量比例	1.7%	1.8%	0.7%	0.7%

资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 3：以太坊质押验证者排队情况



资料来源： validatorqueue

闲谈一下

市场大，就有足够的多样性，既可以像农民一样春耕秋收，也可以像猎人渔夫般上山下海，这也是美股令人着迷的地方——不管风格是什么，只要尊重规律和保持朴素的研究习惯，就会被奖励；年度组合策略，以黄金+google+铀为主要结构（大约占比 70%），兑现市场 beta；以 crypto、核电下游、量子计算、中小型成长股等为奇兵，兑现 alpha（这个组合从年初过来已经有了不小的调整，具体可参考之前报告）；比较有趣的是，两个大品类所占时间完全倒过来，beta 研究只占用了约 30% 时间，而 alpha 用了 70%，这些 alpha 由于股票多，跨行业，需要大量时间消耗做基础研究，同时波动大，要紧盯市场微观变化，劳心费神，如果没有看准，自我评价会降低；没有 AI 之前，覆盖这么多标的很困难；有了 AI 之后，研究边界飞速扩展，个人上限提高很快，chatgpt、gemini、notebookLM、podwise、perplexity、

X.ai, 这几个是我几乎每天都用到的工具；同时也产生了新问题，ai 每日产生的信息量非常大，互相有交叉，经常把脑子搞混，迫切需要一个 agent 把这些工具全部管起来，如果这个 agent 真能实现，至少值一个中级研究员+助理的钱。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)