

2025 年 01 月 12 日

2025 能源监管要点发布 更加注重电力市场作用

——公用事业 2025 年第 2 周周报（20250112）

投资评级：看好（维持）

投资要点：

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

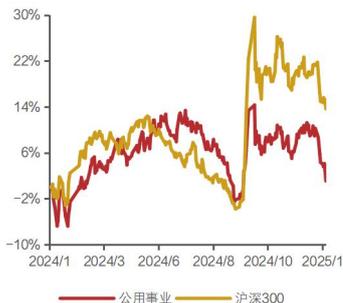
戴映妍

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



➤ 电力：2025 能源监管要点发布 更加注重电力市场作用

近日，先后有两份对能源行业有重大影响的文件出台：一是国家发改委印发的《全国统一大市场建设指引（试行）》（本文简称《指引》），二是国家能源局印发的《2025 年能源监管工作要点》（本文简称《要点》）。

《指引》的第四章第五节为“建设全国统一的能源市场体系”，第四十七条则指出：各地区、各部门不得在招标投标和政府采购中违法限定或者指定特定的专利、商标、品牌、零部件、原产地、供应商，此举是解决新能源行业产能过剩以及过分内卷的重要手段，随着相关政策推动落地，新能源薄利乃至亏损的现状有望改善。

而《要点》则主要聚焦于短期能源监管工作重点解决的问题，主要聚焦四个方向：电力保供、绿电消纳、垄断监管、市场改革。

（一）电力保供：电力保供历来都是能源监管的要点，今年则特别提出要积极推动源网荷储参与能源保供。

（二）绿电消纳：主要强调电网和绿证作用。（1）电网：主要聚焦新能源电网外送工程建设和配电网高质量发展；（2）绿证：绿证此次重点提及，主要是制定绿证核发实施细则，以及建立完善与生态环境部门信息共享机制，加强绿证、绿电和碳市场衔接，并提高绿证国际认可度和影响力。

（三）垄断监管：研究修订《电网公平开放监管办法》，进一步明确电源接入和电网互联要求，推动电网企业公平无歧视开放，以及监管各类主体接入电网流程的规范性、增量配电网与电网互联、电网企业投资建设接网工程、信息公开与报送等情况。

（四）市场改革：全国统一电力市场是我国未来电力行业发展的重点和核心之一，因此两份文件均重点提及。本年《要点》中提出跨省跨区电力交易以及绿电交易等。跨省跨区交易可以有效平衡各地资源禀赋的差异，促进各地电价市场化，同时促进资源丰富地区新能源消纳和建设、需求旺盛地区绿电使用比例等。

- **投资分析意见：**对比 2024 年，今年的能源工作监管要点更加聚焦于发挥电力市场在保供、消纳等方面的作用，长期来看市场化改革对新能源发展上限具有决定性的作用。当前我们继续看好港股低估值风电运营商**龙源电力**、**大唐新能源**、**中广核新能源**、**新天绿色能源**以及**福能股份**、**中闽能源**，建议关注**节能风电**、**云南能投**等。
- **风险提示：**电力市场规则设计不完善，用电需求增长疲软，电力体制改革进度不及预期

内容目录

1. 2025 能源监管要点发布 更加注重电力市场作用	4
2. 盈利预测与估值	7
3. 风险提示	9

图表目录

图表 1: 2024 和 2025 年《要点》关于电力保供章节说法对比	4
图表 2: 2024 和 2025 年《要点》关于绿电消纳章节说法对比	5
图表 3: 2024 和 2025 年《要点》关于垄断监管章节说法对比	5
图表 4: 2024 和 2025 年《要点》关于市场改革章节说法对比	6
图表 5: 公用事业重点公司估值表 (元, 元/股)	7
图表 6: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)	8

1. 2025 能源监管要点发布 更加注重电力市场作用

近日，先后有两份对能源行业有重大影响的文件出台：一是国家发改委印发的《全国统一大市场建设指引（试行）》（本文简称《指引》），二是国家能源局印发的《2025 年能源监管工作要点》（本文简称《要点》）。

《指引》的第四章第五节为“建设全国统一的能源市场体系”，其中要求：有关部门要建立完善适应全国统一电力市场体系要求的规则制度体系，明确交易规则制定权限、适用范围和衔接不同交易规则等原则。有关监管机构及地方有关部门应以国家有关规定为依据，组织制定、修订完善适应本地区需求的交易规则或交易细则。

第四十七条则指出：各地区、各部门不得在招标投标和政府采购中违法限定或者指定特定的专利、商标、品牌、零部件、原产地、供应商，**此举是解决新能源行业产能过剩以及过分内卷的重要手段，随着相关政策推动落地，新能源薄利乃至亏损的现状有望改善。**

而《要点》则主要聚焦于短期能源监管工作重点解决的问题，主要聚焦四个方向：电力保供、绿电消纳、垄断监管、市场改革。

（1）电力保供

电力保供历来都是能源监管的要点，今年则特别提出要积极推动源网荷储参与能源保供。

图表 1：2024 和 2025 年《要点》关于电力保供章节说法对比

	2025	2024
电力规划	开展“十四五”能源规划贯彻落实情况监管和总结评估，对各省（区、市）完成国家“十四五”能源规划主要目标、重点任务、重大工程情况进行监管。	对 2024 年各省（区、市）完成国家“十四五”能源规划主要目标、重点任务、重大工程等情况开展监管
电力市场作用	积极推动源网荷储参与能源保供。 推动优化煤电容量电价机制，保障顶峰煤电机组合理收益。发挥电力市场资源优化配置作用，加强省间中长期合同履约监管，促进电力资源跨省互济，加大保供期间发电机组并网运行考核力度。在已开展现货市场的地区，推动用户侧主动参与系统调节，报量报价参与市场；在未开展现货市场的地区，开展分时段交易，有效引导用户侧削峰填谷。	积极推动跨省跨区电力市场化交易、清洁能源交易、绿电交易，充分发挥区域内、省间资源优化配置作用，促进辅助服务资源跨省互济，加大保供期间发电机组并网运行考核力度。切实发挥需求侧参与系统调节作用，推动用户侧储能、虚拟电厂、负荷聚合商等新型主体进入电力市场

资料来源：国家能源局，华源证券研究所

（2）绿电消纳

解决绿电消纳问题是低碳转型的重要工作，《要点》中主要从电网建设和绿证两个方面推进。**电网：一是强化新能源送出工程建设情况监管，并在三北地区开展电力系统调节能力规划建设和调用情况专项监管，解决北方新能源的消纳压力；二是强化配电网建设改造情况监管，督促各地和电网企业按要求推进配电网高质量发展行动，以解决分布式电源的消纳压力。**目前部分省份分布式可接入容量不足，对后续新能源装机增长可能造成压力。

绿证：主要是制定绿证核发实施细则，以及建立完善与生态环境部门信息共享机制，加强绿证、绿电和碳市场衔接，并提高绿证国际认可度和影响力。目前不论是我国生态环境部还是欧盟电池法案的碳足迹认定规则，都只认可绿电专线直供以及电网平均碳排放因子两种方式核算碳排放，并不认可绿证，因此完善绿证规则并与碳市场衔接，才可以壮大绿证市场并为新能源和各类新型主体提供良好环境。

图表 2：2024 和 2025 年《要点》关于绿电消纳章节说法对比

2025	2024
<p>加强对“沙戈荒”新能源基地建设进展情况监管，推动项目按期并网。强化新能源送出工程建设情况监管，督促电网企业按要求回购新能源企业自建工程。指导开展电力系统调节能力优化专项行动。强化配电网建设改造情况监管，督促各地和电网企业按要求推进配电网高质量发展行动。</p> <p>指导开展电力系统调节能力优化专项行动，在华北、东北和西北地区开展电力系统调节能力规划建设和调用情况专项监管，重点监管调节能力建设方案编制情况、各类调节资源规划建设和调用情况等</p> <p>高效推进绿证核发工作。制定绿证核发实施细则，分类别分阶段逐步开展绿证核销工作，按规定及时向社会公开绿证核发交易信息。持续迭代升级国家绿证核发交易系统，完善绿证省级账户及划转、核销、溯源等功能，组织做好存量常规水电绿证划转，探索与资质和信用信息系统的协调联动。建立完善与生态环境部门信息共享机制，加强绿证、绿电和碳市场衔接，壮大培育绿证市场，为新能源和各类新型主体参与市场交易提供良好政策环境，提高绿证国际认可度和影响力。</p>	<p>保障新能源和新型主体接入电网。监管电网企业公平无歧视地向新能源项目提供接网服务，开展分布式光伏备案接网推进情况专项监管，重点跟踪分布式光伏备案、并网、交易、结算等情况。指导电网企业进一步优化并网流程、提高并网时效，推动“沙戈荒”风光基地、分布式电源、储能、充电桩等接入电网</p> <p>提升调节性电源利用水平。加强电力系统调节性电源常态化监管，采取信息化手段监控，及时发现问题并开展现场检查和督办整改，切实发挥调节性电源促进清洁能源消纳的作用。强化政策引导和规范市场，建立合理的电价和补偿机制，激励调节性电源的建设和运用。加强电力系统调度运行和市场交易监管，确保调节性电源根据实际需求灵活调节，进一步提升利用水平</p> <p>有序推进新能源参与市场交易。加强市场机制创新，逐步扩大新能源市场化交易比例，实现新能源发展与市场建设协调推进，更好发挥市场促进消纳作用。建立健全绿色电力交易机制，研究出台绿电交易有关规定，逐步扩大绿电交易规模，着力解决企业购买绿电需求量大、绿电跨省跨区交易难等问题。加快推进绿电、绿证市场建设，培育绿色电力消费市场。</p>

资料来源：国家能源局，华源证券研究所

(3) 垄断监管

主要是聚焦于能源自然垄断环节的监管，对于电力行业来说主要是电网对竞争性的电源侧和用户侧无歧视开放。因此《要点》中主要提出，要研究修订《电网公平开放监管办法》，进一步明确电源接入和电网互联要求，推动电网企业公平无歧视开放，以及监管各类主体接入电网流程的规范性、增量配电网与电网互联、电网企业投资建设接网工程、信息公开与报送等情况。

图表 3：2024 和 2025 年《要点》关于垄断监管章节说法对比

	2025	2024
监管规则	研究修订《电网公平开放监管办法》，进一步明确电源接入和电网互联要求，推动电网企业公平无歧视开放。	出台电网企业竞争性业务关联交易信息公开等相关办法
电网公平接入	重点监管各类主体接入电网流程的规范性、增量配电网与电网互联、电网企业投资建设接网工程、信息公开与报送等情况，督促电网企业严格履行公平开放职责，规范开放服务行为	强化电网企业落实国家规划、重大项目推进、公平开放、投资成效等情况监管，督促相关企业完善管理制度，规范提供公平开放服务

资料来源：国家能源局，华源证券研究所

(4) 市场改革

全国统一电力市场是我国未来电力行业发展的重点和核心之一，因此两份文件均重点提及。中长期、现货、辅助服务交易机制等均为常规内容，目前我国各省相关市场已初步建立，因此后续工作需要扩大范围。《要点》中提出的方向包括：做好区域内省间交易与跨区交易、省内交易的有效衔接、要扩大跨省跨区电力市场化交易、支持满足条件的电力用户参与跨省跨区绿电交易等。跨省跨区交易可以有效平衡各地资源禀赋的差异，促进各地电价市场化，同时促进资源丰富地区新能源消纳和建设、需求旺盛地区绿电使用比例等。

区域电力市场建设进度来看，《要点》提出要建立健全与京津冀、长三角、粤港澳大湾区等国家重大战略相适应的区域电力市场交易机制，推动南方区域现货市场长周期连续试运行，进一步扩大长三角电力市场交易规模，研究建立西北、华中等区域电力互济交易机制。

图表 4：2024 和 2025 年《要点》关于市场改革章节说法对比

	2025	2024
电力市场体系建设	健全基础规则制度。研究建立全国统一电力市场评价体系，推动各地电力市场建设统一规范、公正透明。制修订电力中长期交易、辅助服务市场和计量结算基本规则，完善中长期、现货、辅助服务交易机制， 做好区域内省间交易与跨区交易、省内交易的有效衔接。加快建立有利于促进绿色能源生产消费的市场体系和长效机制，推动绿色电力交易融入电力中长期交易。	系统推动全国统一电力市场体系建设。编制全国统一电力市场发展规划，厘清多层次电力市场功能定位，做好各品种之间有效衔接，形成全国统一电力市场“1+N”基础规则体系。研究建立电力市场运行评价体系，组织开展省（区、市）电力市场建设综合示范，推动电力市场一体化设计。
区域电力市场进度	建立健全与京津冀、长三角、粤港澳大湾区等国家重大战略相适应的区域电力市场交易机制， 推动南方区域现货市场长周期连续试运行 ，进一步扩大长三角电力市场交易规模， 研究建立西北、华中等区域电力互济交易机制	深化南方区域电力市场机制，推进京津冀、长三角电力市场建设，推动华中等区域电力市场方案研究，完善跨省跨区市场交易机制，实现多层次市场协同运行

资料来源：国家能源局，华源证券研究所

《要点》还提出要**进一步改革创新电力业务**。12月5日国家能源局发布的《关于支持电力领域新型经营主体创新发展的指导意见》，将分布式光伏、分散式风电、储能、可调节负荷、虚拟电厂、智能微电网都纳入电力新型经营主体的范畴、平等参与电力市场并豁免电力业务许可证。《要点》则提出要研究制定进一步改革创新电力业务资质许可管理的一揽子意见举措，放宽电力业务许可豁免范围，支持新业态新模式多元化发展。在电力市场化进程不断加速、第三监管周期输配电价提高配电侧输配电价、监管部门强调新型运营主体的平等地位等多方面因素共同作用下，用户侧的业务形态有望逐渐开展、市场活力有望提高。

总的来看，对比 2024 年，今年的能源工作监管要点更加聚焦于发挥电力市场在保供、消纳等方面的作用，2025 年全国各省内现货市场有望全面启动，省间、区域间电力市场启动势在必行，绿证是解决绿电需求的主要方式之一并被提到非常重要的位置，新业务形态发展也得到重点支持。我们认为，虽然短期内新能源电价受市场化进度有一定的压力，但长期来看市场化改革对新能源发展上限具有决定性的作用。当前我们继续看好港股低估值风电运营商

龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源以及福能股份、中闽能源，建议关注节能风电、云南能投等。

2. 盈利预测与估值

图表 5：公用事业重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价		EPS				PE				PB (lf)
				2025/1/10	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
火电 转型	600011.SH	华能国际	增持	6.23	0.35	0.53	0.63	0.7	18	12	10	9	1.68	
	600027.SH	华电国际	增持	4.91	0.35	0.48	0.58	0.63	14	10	8	8	1.23	
	601991.SH	大唐发电	增持	2.64	-0.02	0.16	0.21	0.26	-	17	13	10	1.59	
	2380.HK	中国电力	买入	2.62	0.22	0.39	0.46	0.52	12	7	6	5	0.59	
	0836.HK	华润电力	买入	16.92	2.29	2.96	3.34	3.8	7	6	5	4	0.97	
	600795.SH	国电电力	增持	4.23	0.31	0.51	0.37	0.39	13	8	11	11	1.35	
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.64	0.27	0.48	0.53	0.59	17	10	9	8	0.88	
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.11	0.29	0.38	0.43	0.46	14	11	10	9	1.61	
	000539.SZ	粤电力 A		4.26	0.19	0.28	0.37	0.46	22	15	11	9	0.95	
	000543.SZ	皖能电力	买入	6.86	0.63	0.82	1.05	1.11	11	8	7	6	1.01	
	600483.SH	福能股份	买入	9.03	1.03	1.08	1.14	1.25	9	8	8	7	1.03	
	600021.SH	上海电力	买入	8.54	0.50	0.82	0.92	1.09	17	10	9	8	1.20	
	600578.SH	京能电力		3.36	0.11	0.25	0.29	0.35	31	14	12	10	1.04	
	600098.SH	广州发展		5.97	0.47	0.51	0.58	0.65	13	12	10	9	0.79	
	000690.SZ	宝新能源		4.09	0.41	0.41	0.54	0.73	10	10	8	6	0.74	
	600642.SH	申能股份	买入	8.96	0.71	0.82	0.86	0.97	13	11	10	9	1.25	
600023.SH	浙能电力		5.19	0.49	0.58	0.63	0.69	11	9	8	8	0.97		
新能 源	0916.HK	龙源电力	买入	5.11	0.74	0.71	0.82	0.88	7	7	6	6	0.61	
	0956.HK	新天绿色能源	买入	3.39	0.52	0.52	0.54	0.65	0.74	7	6	5	5	
	1798.HK	大唐新能源	买入	1.71	0.31	0.3	0.31	0.34	6	6	6	5	0.65	
	1811.HK	中广核新能源	买入	1.95	0.44	0.45	0.48	0.5	4	4	4	4	0.73	
	600905.SH	三峡能源	增持	4.16	0.25	0.24	0.25	0.26	17	17	17	16	1.39	
	600163.SH	中闽能源	买入	5.23	0.36	0.36	0.37	0.4	15	15	14	13	1.52	
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.13	0.33	0.3	0.37	0.43	9	10	8	7	1.13	
	601778.SH	晶科科技	增持	2.62	0.11	0.14	0.21	0.21	24	19	12	12	0.61	
	000862.SZ	银星能源	增持	4.70	0.20	0.27	0.34	0.42	23	17	14	11	0.99	
600310.SH	广西能源	买入	4.14	0.00	0.13	0.27	0.43	-	32	15	10	1.79		
核电	601985.SH	中国核电	买入	9.43	0.55	0.56	0.59	0.61	17	17	16	15	1.87	
	003816.SZ	中国广核	买入	3.60	0.21	0.24	0.25	0.26	17	15	14	14	1.53	
水电	600900.SH	长江电力	买入	28.87	1.11	1.39	1.46	1.53	26	21	20	19	3.36	
	600025.SH	华能水电	买入	8.95	0.40	0.47	0.51	0.53	22	19	18	17	2.78	
	600886.SH	国投电力	买入	15.17	0.88	1.00	1.12	1.2	17	15	14	13	2.01	
	600674.SH	川投能源	买入	15.97	0.99	1.05	1.11	1.15	16	15	14	14	1.85	
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.37	0.14	0.36	0.38	0.39	44	18	17	16	3.08	

	002039.SZ	黔源电力	买入	14.38	0.62	0.71	1.19	1.26	23	20	12	11	1.57
综合	003035.SZ	南网能源		4.09	0.08	0.10	0.15	0.19	51	40	27	22	2.26
能源	600116.SH	三峡水利		6.58	0.27	0.31	0.39	0.45	24	21	17	15	1.13
服务	600509.SH	天富能源	买入	5.92	0.34	0.44	0.54	0.61	17	13	11	10	1.06
	601139.SH	深圳燃气	买入	6.45	0.50	0.53	0.57	0.63	13	12	11	10	1.24
	603393.SH	新天然气		27.36	2.47	3.07	3.73	4.39	11	9	7	6	1.48
燃气	2688.HK	新奥能源		48.41	6.05	6.06	6.67	7.34	8	8	7	7	1.29
	603689.SH	皖天然气	买入	8.33	0.72	0.77	0.91	1.05	12	11	9	8	1.28
	1193.HK	华润燃气		27.55	2.30	2.46	2.70	2.96	12	11	10	9	1.53
	0257.HK	光大环境	买入	3.51	0.72	0.67	0.70	0.73	5	5	5	5	0.43
环保	600461.SH	洪城环境		9.13	0.99	0.90	0.96	1.02	9	10	9	9	1.30
	301175.SZ	中科环保	增持	4.84	0.18	0.22	0.26	0.31	27	22	19	16	2.02

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: (1) 华润电力、华润燃气、光大环境采用港币, 其他公司采用人民币。人民币/港币汇率取值为 1.1; (2) 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

图表 6: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)

板块	代码	简称	评级	收盘价	EPS				PE				PB (lf)
				2025/1/10	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
电力信息化	600131.SH	国网信通		17.57	0.69	0.78	0.91	1.03	25	22	19	17	3.31
	000682.SZ	东方电子		9.39	0.40	0.51	0.63	0.77	23	18	15	12	2.60
	002322.SZ	理工能科	买入	11.37	0.65	0.92	1.13	1.37	17	12	10	8	1.48
	300682.SZ	朗新集团		10.47	0.56	0.53	0.64	0.78	19	20	16	13	1.52
	301162.SZ	国能日新	增持	42.43	0.85	1.00	1.31	1.63	50	42	32	26	3.77
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	14.39	1.14	1.16	1.56	1.75	13	12	9	8	1.17
	002438.SZ	江苏神通		12.02	0.53	0.62	0.76	0.91	23	19	16	13	1.78
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	24.83	1.00	1.16	1.55	1.72	25	21	16	14	2.29
	600406.SH	国电南瑞		23.45	0.90	1.00	1.13	1.27	26	23	21	18	4.19
	002028.SZ	思源电气		71.84	2.02	2.66	3.30	4.01	36	27	22	18	4.74
	600312.SH	平高电气		17.01	0.60	0.89	1.13	1.33	28	19	15	13	2.26
	601179.SH	中国西电		7.02	0.17	0.24	0.35	0.43	41	29	20	16	1.66
	002270.SZ	华明装备	买入	16.97	0.61	0.71	0.86	0.98	28	24	20	17	5.00
	688676.SH	金盘科技		37.45	1.18	1.40	1.96	2.49	32	27	19	15	4.00
	688190.SH	云路股份	买入	90.95	2.77	3.05	3.51	4.19	33	30	26	22	4.53
	301291.SZ	明阳电气		46.51	1.82	2.08	2.69	3.32	26	22	17	14	3.27
	300001.SZ	特锐德		20.80	0.48	0.71	0.99	1.29	43	29	21	16	3.18
风电设备	603556.SH	海兴电力		34.86	2.02	2.45	2.97	3.59	17	14	12	10	2.48
	603606.SH	东方电缆		54.73	1.45	1.83	2.74	3.32	38	30	20	16	5.45
	2208.HK	金风科技		6.04	0.32	0.56	0.68	0.76	19	11	9	8	0.00
	688349.SH	三一重能		27.10	1.68	1.73	2.14	2.52	16	16	13	11	2.64
氢能及储能	601615.SH	明阳智能		10.57	0.16	0.77	1.28	1.62	66	14	8	7	0.89
	688248.SH	南网科技		29.47	0.50	0.77	1.08	1.44	59	38	27	21	5.73
	600475.SH	华光环能	买入	8.78	0.79	0.90	1.01	1.08	11	10	9	8	0.99

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

3. 风险提示

(1) 电力市场规则设计不完善。电力市场规则设计对电价以及各参与主体影响重大，如果规则设计不完善，可能导致部分主体利益受损进而影响其发展；

(2) 用电需求增长疲软。用电需求对电价有较为重要影响，一旦用电需求增长疲软，对电价可能产生负面影响。

(3) 电力体制改革进度不及预期。电力体制改革进度如果不及预期，对各电源发展可能产生不利影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。