

2025年01月19日

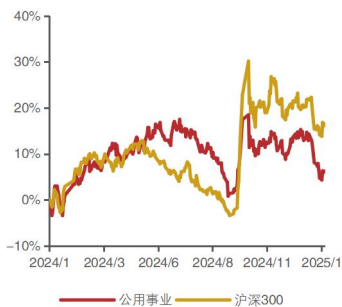
投资评级：看好（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
戴映妍
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



12月水核风光好转 国网2025投资超6500亿

——公用事业2025年第3周周报（20250117）

投资要点：

- **电力：12月电量偏弱，水核风光均有所好转**
- **国家统计局发布2024年12月能源生产情况。**2024年12月，全国规上工业发电量8462亿千瓦时，同比增长0.6%，增速比11月回落0.3个百分点，12月用电需求偏弱；2024年全年规上工业发电量94181亿千瓦时，同比增长4.6%，增速比2023年回落0.6个百分点，较2024年全年GDP（5.0%）增速低0.4个百分点。
- **12月规上工业核电、太阳能发电增速加快，火电由增转降，水电、风电由降转增。**分电源看，2024年12月全国规上工业火电同比下降2.6%，11月为增长1.4%，反映了12月用电弱需求；规上工业水电增长5.5%，11月为下降1.9%，四季度水电电量增速变化或与水电厂蓄水、发电策略有关；规上工业核电增长11.4%，增速比11月加快8.3个百分点，增速提升或与核电检修周期有关；规上工业风电增长6.6%，11月为下降3.3%，考虑到新增装机，12月全国风况环比有所好转但仍低于23年同期水平；规上工业太阳能发电增长28.5%，增速比11月加快18.2个百分点，但电量增速低于装机增长，预计仍有不可忽视的弃电现象。
- 各省年度长协电价谈判尾声，部分省份已经披露2025年交易结果，从2025年点火价差与装机成长考虑，关注**申能股份、上海电力、皖能电力、华电国际**。从中长期全电源入市考虑，电力是终端同质化商品，多数高成本供给为少数低成本供给提供收益率支撑，因此从投资的角度看，推荐每种电源品类中的少数低成本供给。电源层面首选水电、其次为风电，推荐**长江电力、龙源电力（H）、大唐新能源、华润电力、新天绿色能源、福能股份、中闽能源**。
- **煤炭：煤炭12月自产与进口量双增，或煤价下跌主因。**2024年11月下旬以来，我国动力煤价格出现一轮急跌，我们之前提出的解释是气温偏暖、刺激政策时滞与进口煤增加的冲击叠加。此次国家统计局发布的12月煤炭产量与进口量数据提供了更多细节。
- 2024年12月我国规上工业原煤产量4.4亿吨，同比增长4.2%，增速比11月份加快2.4个百分点。进口煤炭5235万吨，同比增长10.9%。统计局数据显示，煤炭产量增速反弹也是煤价下跌的重要因素。2024年12月单月增速在2024年中处于较高水平。进口煤同比增速虽然较2024年11月有所下降，但是考虑基数影响，2024年12月进口量绝对值为5235万吨，仍然是2024年单月第二高，仅次于11月的5498万吨，远远高出第三高的9月4759万吨。
- 展望未来，我们认为目前俄罗斯煤炭进口量占比已经处于相对低位，进口结构变化对煤价的进一步影响相对有限，煤价有望在新平台上重新形成平衡。
- **电力设备：国网2025年投资有望超6500亿 特高压趋势持续向好**
- **根据国家电网报道，2025年国网将进一步加大投资力度，全年电网投资有望首次超过6500亿元。**国网投资自2020年以来连续6年增长，电网设备基本面持续向好。近年国网投资高速增长主要由交直流特高压大批量开工推动，2025年开工数量有望大幅增加至5条。
- **投资分析意见：**2025年国网直流特高压开工数量有望大幅增加，除了直流特高压外，直流背靠背项目需求也有望上升。重点推荐：**许继电气、理工能科、华明装备**，建议关注：**思源电气、平高电气、国电南瑞、中国西电**等。
- **风险提示：用电量增长不及预期，煤炭进口量超预期，重点工程进度不及预期。**

内容目录

1. 电力：12月电量偏弱，水核风光均有所好转	4
2. 煤炭燃气：12月煤炭自产与进口量双增 天然气进口量小幅下滑	5
3. 电力设备：国网2025年投资有望超6500亿 特高压趋势持续向好	7
4. 盈利预测与估值	9
5. 风险提示	11

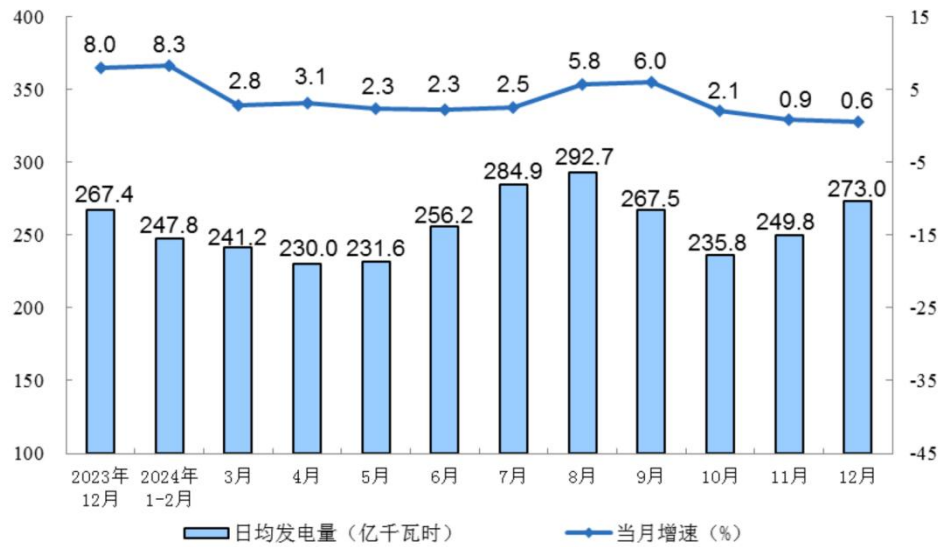
图表目录

图表 1: 规模以上工业发电量月度走势	4
图表 2: 2024 年 12 月电力生产情况 (万千瓦, %)	4
图表 3: 秦皇岛 5500 大卡动力末煤价格 (元/吨)	5
图表 4: 广州港进口印尼 5500 大卡动力煤价格 (元/吨)	5
图表 5: 我国规模以上工业原煤产量增速月度走势 (%)	6
图表 6: 我国煤炭进口月度走势	6
图表 7: 我国规模以上工业天然气产量月度走势	7
图表 8: 我国天然气进口量	7
图表 9: 2013—2025E 国家电网投资及同比增速 (亿元)	7
图表 10: 我国已明确的直流输电工程及项目进度	8
图表 11: 公用事业重点公司估值表 (元, 元/股)	9
图表 12: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)	10

1. 电力：12月电量偏弱，水核风光均有所好转

国家统计局于2025年1月17日发布2024年12月能源生产情况。2024年12月，全国规上工业发电量8462亿千瓦时，同比增长0.6%，增速比11月回落0.3个百分点，12月用电需求偏弱；2024年全年规上工业发电量94181亿千瓦时，同比增长4.6%，增速比2023年回落0.6个百分点，较2024年全年GDP（5.0%）增速低0.4个百分点。

图表1：规模以上工业发电量月度走势



资料来源：国家统计局，华源证券研究所

12月规上工业核电、太阳能发电增速加快，火电由增转降，水电、风电由降转增。分电源看，2024年12月全国规上工业火电同比下降2.6%，11月为增长1.4%，反映了12月用电需求偏弱；规上工业水电增长5.5%，11月为下降1.9%，四季度水电电量增速变化或与水电厂蓄水、发电策略有关；规上工业核电增长11.4%，增速比11月加快8.3个百分点，增速提升或与核电检修周期有关；规上工业风电增长6.6%，11月为下降3.3%，考虑到新增装机，12月全国风况环比有所好转但仍低于23年同期水平；规上工业太阳能发电增长28.5%，增速比11月加快18.2个百分点，但电量增速低于装机增长，预计仍有不可忽视的弃电现象。

图表2：2024年12月电力生产情况（万千瓦，%）

	2024年1-11月累计装机	装机 yoy	12月电量增速	11月电量增速
火电	143426	4.0%	-2.6%	1.4%
水电	43208	2.5%	5.5%	-1.9%
核电	5808	2.3%	11.4%	3.1%
风电	49218	19.2%	6.6%	-3.3%
光伏	81833	46.8%	28.5%	10.3%

资料来源：wind、国家统计局，华源证券研究所

各省年度长协电价谈判尾声，部分省份已经披露 2025 年交易结果，我们在此前分析，市场化推进尤其是现货市场推进下，紧张的电力供需格局将会给本地电价提供较好支撑。从 2025 年点火价差与装机成长考虑，关注申能股份、上海电力、皖能电力、华电国际。

从中长期全电源入市考虑，电力是终端同质化商品，多数高成本供给为少数低成本供给提供收益率支撑，因此从投资的角度看，推荐每种电源品类中的少数低成本供给。电源层面首选水电、其次为风电，推荐长江电力、龙源电力（H）、大唐新能源、华润电力、新天绿色能源、福能股份、中闽能源。

2. 煤炭燃气:12 月煤炭自产与进口量双增 天然气进口量小幅下滑

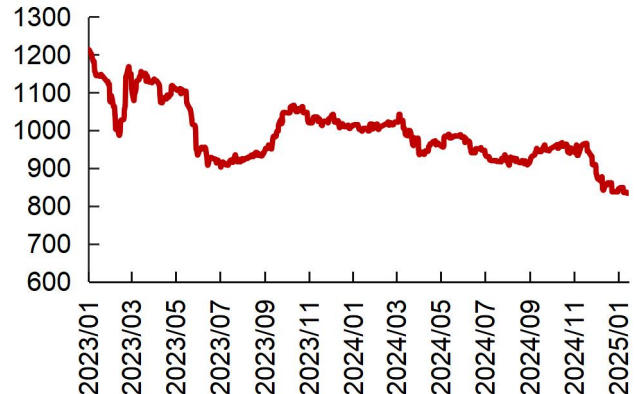
国家统计局发布 2024 年 12 月能源生产情况，煤炭产量与进口数量对 11 月下旬煤价急跌有一定解释力度。2024 年 11 月下旬以来，我国动力煤价格出现一轮急跌，我们在 2025 年 1 月 3 日发布的《煤价急跌原因浅析：需求扰动叠加进口煤冲击——煤炭行业 2025 年第 1 月月报》中提出的解释是气温偏暖、刺激政策时滞与进口煤增加的冲击叠加。此次国家统计局发布的 12 月煤炭产量与进口量数据提供了更多细节。

图表 3：秦皇岛 5500 大卡动力末煤价格（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：广州港进口印尼 5500 大卡动力煤价格（元/吨）



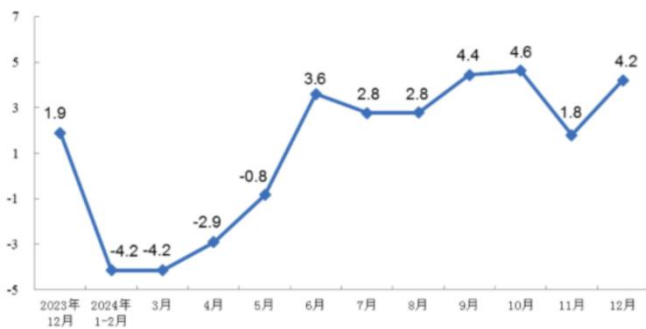
资料来源：wind，华源证券研究所

根据国家统计局数据，2024 年 12 月我国规上工业原煤产量 4.4 亿吨，同比增长 4.2%，增速比 11 月份加快 2.4 个百分点。进口煤炭 5235 万吨，同比增长 10.9%。2024 年，规上工业原煤产量 47.6 亿吨，同比增长 1.3%。进口煤炭 5.4 亿吨，同比增长 14.4%。

与我们之前的解释相比，统计局数据显示，煤炭产量增速反弹也是煤价下跌的重要因素。2024年12月单月产量增速为4.2%，在2024年中处于较高水平。进口煤同比增速虽然较2024年11月有所下降，但是考虑基数影响，2024年12月进口量绝对值为5235万吨，仍然是2024年单月第二高，仅次于11月的5498万吨，远远高出第三高的9月4759万吨。

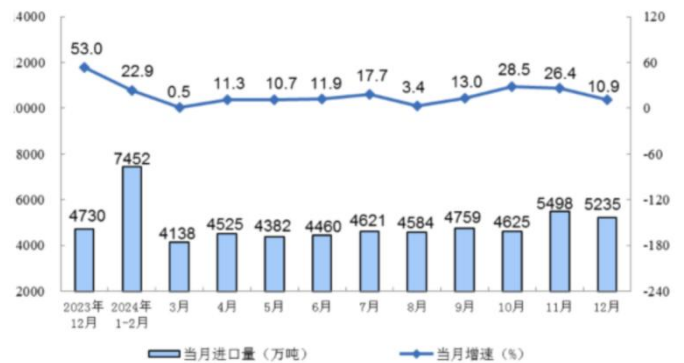
展望未来，我们仍然坚持之前观点，即目前俄罗斯煤炭进口量占比已经处于相对低位，进口结构变化对煤价的进一步影响相对有限，煤价有望在新平台上重新形成平衡。虽然未来煤价走势影响因素众多，但是我们不建议将2024年11月下旬以来的煤价走势线性外推，气温影响仅为短期扰动，建议聚焦中长期供需格局，需进一步观察进口煤政策及国内刺激政策落地节奏。

图表 5：我国规模以上工业原煤产量增速月度走势（%）



资料来源：国家统计局，华源证券研究所

图表 6：我国煤炭进口月度走势

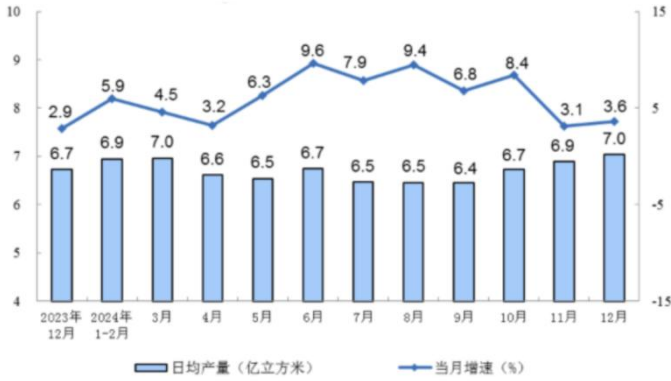


资料来源：国家统计局，华源证券研究所

2024年12月份，我国规上工业天然气产量218亿立方米，同比增长3.6%，增速比11月份加快0.5个百分点；日均产量7.0亿立方米。进口天然气1156万吨，同比下降7.9%。2024年全年，规上工业天然气产量2464亿立方米，同比增长6.2%。进口天然气13169万吨，同比增长9.9%。

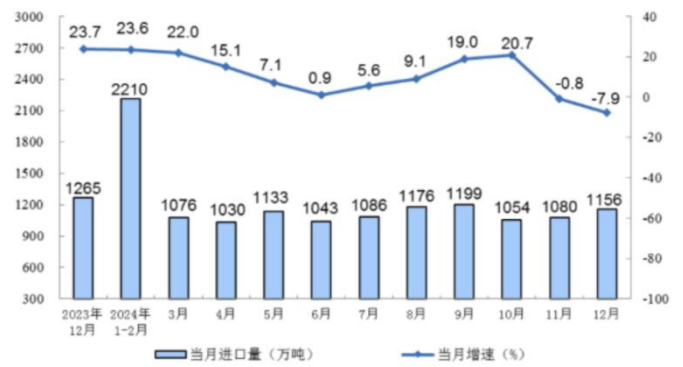
2024年12月天然气进口量增速大幅下降，我们预计与基数有关，绝对值仍然增长，预计未来随着海外天然气供需走向宽松，LNG价格下行，天然气进口量有望进一步增长。

图表 7：我国规模以上工业天然气产量月度走势



资料来源：国家统计局，华源证券研究所

图表 8：我国天然气进口量

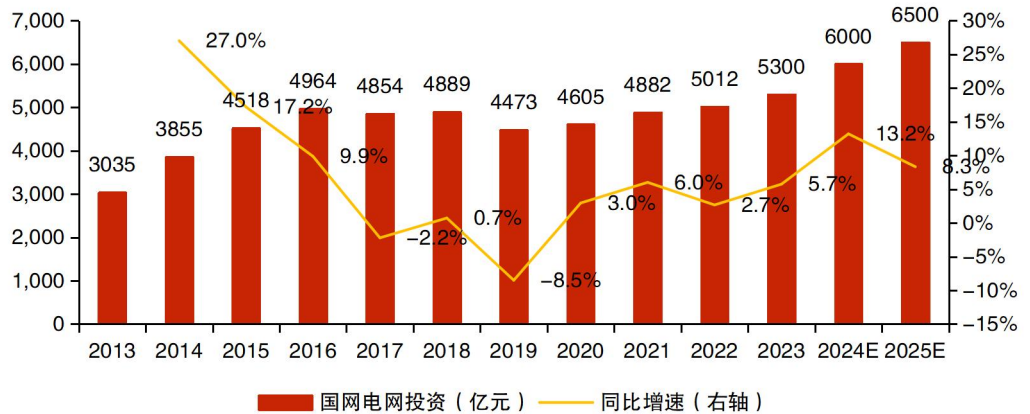


资料来源：国家统计局，华源证券研究所

3. 电力设备：国网 2025 年投资有望超 6500 亿 特高压趋势持续向好

根据国家电网报道，2025 年国网将进一步加大投资力度，全年电网投资有望首次超过 6500 亿元。从总数来看，6500 亿元为历史第一高，考虑到年中依然有进一步提高投资额的可能性，全年投资额增长超过 10% 的可能性较大。国网投资自 2020 年以来连续 6 年增长，电网设备基本面持续向好。

图表 9：2013—2025E 国家电网投资及同比增速（亿元）



资料来源：国家电网，中央电视台，华源证券研究所。注：2022 年为计划投资额，2023—2025 年为根据报道估算。

近年国网投资高速增长主要由交直流特高压大批量开工推动，2025 年开工数量有望大幅增加。2024 年国网开工了甘肃—浙江以及陕北—安徽 2 条特高压直流，以及阿坝—成都东等 1000 千伏特高压交流项目。本次报道中国网重点强调开工陕西—河南特高压，加上此前 2025

能源工作会议中提到的蒙西—京津冀、藏东南—大湾区、巴丹吉林—四川、南疆—川渝等项目，2025 年有望开工 5 条特高压直流项目，数量大超 2024 年。

背靠背等柔直项目持续放出，直流输电趋势长期向好。12 月国网发布 3 个背靠背项目可研一体化招标，包括湘粤、渝黔 2 个国内联网项目，项目规模均为 3GW。另外一个项目为中尼联网项目，容量为 375MW。由于我国电网分区域运行，不同区域之间无法采用交流互联，在新能源比例越来越高、电力供需形势严峻的背景下，区域间功率互济可以有效提升新能源消纳率、缓解缺电压力，直流背靠背是最为经济可行的方式。

图表 10：我国已明确的直流输电工程及项目进度

项目名称	项目状态	开工时间	容量 (MW)	技术路线
陕北—安徽	在建	2024	8000	常规
甘肃—浙江	在建	2024	8000	柔直
蒙西—京津冀	可研	2025E	8000	常规/柔直
陕西—河南	可研	2025E	8000	常规
巴丹吉林—四川	可研	2025E	8000	柔直
藏东南—粤港澳	可研	2025E	8000+4000	柔直
南疆—川渝	可研	2025E	8000	柔直
湘粤背靠背	可研		3000	
渝黔背靠背	可研		3000	
中尼联网	可研		375	
库布齐—上海	前期			
腾格里—江西	前期			
乌兰布和—京津冀鲁	前期			
内蒙古—江苏	前期			—
青海海南外送	前期			
松辽—华北	前期			
内蒙古—华东	前期			

资料来源：国家电网官网，华源证券研究所

投资分析意见：2025 年国网直流特高压开工数量有望大幅增加，不同区域电网间功率互济需求越来越高，除了直流特高压外，直流背靠背项目需求也有望上升。**重点推荐：**特高压换流阀和控保核心供应商**许继电气**，受益于特高压油色谱升级改造供应商**理工能科**，受益于特高压和主网加强的分接开关供应商**华明装备**，建议关注：**思源电气、平高电气、国电南瑞、中国西电**等。

4. 盈利预测与估值

图表 11: 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)
				2025/1/17	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
	600011.SH	华能国际	增持	6.41	0.35	0.53	0.63	0.7	18	12	10	9	1.73				
	600027.SH	华电国际	增持	5.06	0.35	0.48	0.58	0.63	14	11	9	8	1.27				
	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	17.10	2.29	2.96	3.34	3.8	7	6	5	5	0.98				
	600795.SH	国电电力	增持	4.28	0.31	0.51	0.37	0.39	14	8	12	11	1.37				
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.71	0.27	0.48	0.53	0.59	17	10	9	8	0.89				
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.16	0.29	0.38	0.43	0.46	14	11	10	9	1.63				
火电转型	000539.SZ	粤电力 A		4.37	0.19	0.28	0.37	0.46	23	16	12	9	0.98				
	000543.SZ	皖能电力	买入	6.97	0.63	0.82	1.05	1.11	11	9	7	6	1.02				
	600483.SH	福能股份	买入	9.19	1.03	1.08	1.14	1.25	9	9	8	7	1.05				
	600021.SH	上海电力	买入	8.74	0.50	0.71	0.92	1.09	18	12	10	8	1.23				
	600578.SH	京能电力		3.40	0.11	0.25	0.29	0.35	31	14	12	10	1.05				
	600098.SH	广州发展		6.14	0.47	0.51	0.58	0.65	13	12	11	10	0.81				
	000690.SZ	宝新能源		4.16	0.41	0.41	0.54	0.73	10	10	8	6	0.75				
	600642.SH	申能股份	买入	8.77	0.71	0.82	0.86	0.97	12	11	10	9	1.23				
	600023.SH	浙能电力		5.27	0.49	0.58	0.63	0.69	11	9	8	8	0.98				
	0916.HK	龙源电力	买入	5.16	0.74	0.71	0.82	0.88	7	7	6	6	0.61				
	0956.HK	新天绿色能源	买入	3.37	0.52	0.57	0.73	0.81	6	6	5	4	0.65				
	1798.HK	大唐新能源	买入	1.81	0.31	0.3	0.31	0.34	6	6	6	5	0.69				
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.03	0.44	0.45	0.48	0.5	5	5	4	4	0.76				
新能源	600905.SH	三峡能源	增持	4.22	0.25	0.24	0.25	0.26	17	18	17	16	1.41				
	600163.SH	中闽能源	买入	5.36	0.36	0.36	0.37	0.4	15	15	14	13	1.56				
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.25	0.33	0.3	0.37	0.43	10	11	9	8	1.17				
	601778.SH	晶科科技	增持	2.69	0.11	0.14	0.21	0.21	24	19	13	13	0.63				
	000862.SZ	银星能源	增持	4.86	0.20	0.27	0.34	0.42	24	18	14	12	1.03				
	600310.SH	广西能源	买入	4.15	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	1.77				
	003816.SZ	中国广核	买入	3.62	0.21	0.24	0.25	0.26	17	15	14	14	1.54				
	600900.SH	长江电力	买入	29.01	1.11	1.39	1.46	1.53	26	21	20	19	3.37				
	600025.SH	华能水电	买入	8.92	0.40	0.47	0.51	0.53	22	19	17	17	2.77				
水电	600886.SH	国投电力	买入	14.80	0.88	1.00	1.12	1.2	17	15	13	12	1.96				
	600674.SH	川投能源	买入	15.69	0.99	1.05	1.11	1.15	16	15	14	14	1.82				
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.29	0.14	0.36	0.38	0.39	43	17	17	16	3.04				
	002039.SZ	黔源电力	买入	14.54	0.62	0.71	1.19	1.26	23	20	12	12	1.58				
综合能源服务	003035.SZ	南网能源		4.17	0.08	0.10	0.15	0.19	52	41	27	22	2.30				
	600116.SH	三峡水利		6.73	0.27	0.31	0.39	0.45	25	21	17	15	1.15				
	600509.SH	天富能源	买入	6.05	0.34	0.44	0.54	0.61	18	14	11	10	1.08				

	601139.SH	深圳燃气	买入	6.62	0.50	0.51	0.57	0.63	13	13	12	11	1.27
	603393.SH	新天然气		28.72	2.47	3.07	3.73	4.39	12	9	8	7	1.55
燃气	2688.HK	新奥能源		48.77	6.05	6.06	6.67	7.34	8	8	7	7	1.30
	603689.SH	皖天然气	买入	8.58	0.72	0.77	0.91	1.05	12	11	9	8	1.31
	1193.HK	华润燃气		27.65	2.30	2.46	2.70	2.96	12	11	10	9	1.54
	0257.HK	光大环境	买入	3.44	0.72	0.67	0.70	0.73	5	5	5	5	0.42
环保	600461.SH	洪城环境		9.43	0.99	0.90	0.96	1.02	10	10	10	9	1.35
	301175.SZ	中科环保	增持	5.06	0.18	0.22	0.26	0.31	28	23	19	16	2.11

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; (3) 2024 年业绩, 已出业绩预告的取业绩预告值, 业绩预告为区间数值的取上下限均值

图表 12: 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)
				2025/1/17	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E					
	600131.SH	国网信通		18.24	0.69	0.78	0.91	1.03	26	23	20	18	3.44				
	000682.SZ	东方电子		9.55	0.40	0.51	0.63	0.77	24	19	15	12	2.64				
电力信息化	002322.SZ	理工能科	买入	12.59	0.65	0.92	1.13	1.37	19	14	11	9	1.64				
	300682.SZ	朗新集团		10.56	0.56	0.53	0.64	0.78	19	20	17	14	1.53				
	301162.SZ	国能日新	增持	41.57	0.85	1.00	1.31	1.63	49	42	32	26	3.69				
	600875.SH	东方电气	买入	14.66	1.14	1.16	1.56	1.75	13	13	9	8	1.19				
发电设备	002438.SZ	江苏神通		12.33	0.53	0.62	0.76	0.91	23	20	16	14	1.83				
	000400.SZ	许继电气	买入	26.35	1.00	1.16	1.55	1.72	26	23	17	15	2.43				
	600406.SH	国电南瑞		22.97	0.90	1.00	1.13	1.27	26	23	20	18	4.10				
	002028.SZ	思源电气		74.30	2.02	2.69	3.30	4.01	37	28	23	19	4.90				
	600312.SH	平高电气		18.12	0.60	0.89	1.13	1.33	30	20	16	14	2.40				
	601179.SH	中国西电		7.27	0.17	0.24	0.35	0.43	42	30	21	17	1.72				
电网设备	002270.SZ	华明装备	买入	17.00	0.61	0.71	0.86	0.98	28	24	20	17	5.01				
	688676.SH	金盘科技		39.85	1.18	1.40	1.96	2.49	34	28	20	16	4.25				
	688190.SH	云路股份	买入	90.50	2.77	3.05	3.51	4.19	33	30	26	22	4.51				
	301291.SZ	明阳电气		47.64	1.82	2.08	2.69	3.32	26	23	18	14	3.35				
	300001.SZ	特锐德		23.26	0.48	0.73	1.00	1.32	48	32	23	18	3.55				
	603556.SH	海兴电力		36.80	2.02	2.45	2.97	3.59	18	15	12	10	2.61				
	603606.SH	东方电缆		54.12	1.45	1.83	2.75	3.34	37	30	20	16	5.39				
风电设备	2208.HK	金风科技		6.10	0.32	0.56	0.68	0.76	19	11	9	8	0.00				
	688349.SH	三一重能		27.70	1.68	1.73	2.14	2.52	16	16	13	11	2.70				
	601615.SH	明阳智能		10.95	0.16	0.77	1.28	1.62	68	14	9	7	0.92				
	688248.SH	南网科技		30.39	0.50	0.77	1.08	1.44	61	40	28	21	5.91				
氢能及储能	600475.SH	华光环能	买入	9.02	0.79	0.90	1.01	1.08	11	10	9	8	1.02				

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: (1) 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; (2) 2024 年业绩, 已出业绩预告的取业绩预告值, 业绩预告为区间数值的取上下限均值

5. 风险提示

1. 用电量增长不及预期。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。
2. 煤炭进口量超预期。煤炭进口量超出预期可能导致煤炭价格进一步下滑。
3. 重点工程进度不及预期。特高压项目单体规模大、数量少，一旦重点工程进度不及预期可能影响相关公司业绩表现。

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。