

1-2月用电增速1.3% 美国对等关税储能出口承压

——大能源行业2025年第14周周报(20250406)

投资要点：

电力：1-2月用电增速1.3%，水核风光增长火电承压

2025年1-2月全社会用电量15564亿千瓦时，同比增加1.3%。分产业看，第一、二、三产业及城乡居民用电量分别为208、9636、2980、2740亿千瓦时，分别同比增长8.2%、0.9%、3.6%以及0.1%。2025年1-2月用电量增速较2024年同期回落9.7个百分点，用电量增速下滑或系春节后复工复产不及预期以及暖冬影响。分行业看，建筑业、金融业、公共管理三个行业用电量负增长，工业、信息传输、批发零售三个行业贡献主要增量。

工业细分数据中，化学原料化学制品、电热燃水生产供应贡献主要增量，非金属矿物制品业负向贡献较大。低用电增速或负增速或主要来自房地产等基建拖累以及双碳转型有关，信息传输与批发零售用电增长仍受益于算力、电动车等新质生产力。分省看，云南(9.3%)、贵州(9.1%)用电增速亮眼，安徽(-2.56%)、新疆(-0.83%)、江苏(-1.21%)、湖南(-4.2%)、四川(-2.7%)用电不容乐观。

风光水核正增长，低需求下火电承压。2025年1-2月全国发电量14921亿千瓦时，同比下降1.3%。分电源类型看，规上工业水电同比增长4.5%，水电电量增长主要受益于汛期主流大型水库蓄水充足，增速较2024年回落与一季度来水不佳有关。规上工业核电同比增长7.7%；规上工业风电同比增长10.4%，规上工业光伏发电同比增长27.4%，风电光伏电量增长或主要系装机增长，规上工业火电同比下降5.8%，或与需求增速放缓、水电电量增长以及新能源新增装机冲击有关。

投资分析意见：在双碳战略下的能源转向与新型电力系统建设中，在全国电力供需格局由紧张转向宽松的过程中，我们认为，从商业模式上，优选享有资源禀赋优势的低成本电源，即水电与风电。在火电逐步由基础电源转为调节性电源、新能源建设高峰下降过程中，关注有分红能力的公司。**重点关注：**1)水电：川投能源、国投电力、长江电力、华能水电；2)风电：龙源电力(H)、新天绿色能源(A+H)、大唐新能源、中广核新能源；3)火电：华润电力、华电国际(H)、华能国际(H)、申能股份、皖能电力、建投能源。

储能：美国宣布“对等关税” 储能出口短期或承压

2025年4月2日，美国总统特朗普宣布对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”(4月5日生效)，并对部分特定国家设立“对等关税”(4月9日起生效)。其中，对中国拟加征34%对等关税，对中国台湾及东南亚数个国家征收较高对等关税，柬埔寨/老挝/越南/缅甸/泰国/中国台湾/印尼分别为49%/48%/46%/44%/36%/32%/32%。

就中国出口至美国的储能电池或电池储能系统而言，除上述关税外，涉及到其他关税包括：原有关税3.4%，301条款关税25%(2026年起征收)，若全部叠加则合计或将面临82.4%关税税率。我们认为，在宣布对等关税之前，为规避2026年起执行的301条款关税，北美市场具有储能系统抢装动力；但受对等关税影响，中企对美出口储能产品成本优势将有所缩减，美国市场需求端短期或面临一定压力。

投资分析意见：展望后市，一方面仍需关注关税实际落地情况，注意贸易风险，建议关注海外订单依赖较小的储能企业，例如海博思创；另一方面，在美布局产能的出海企业可在一定程度上规避关税风险，建议关注在美建厂、后续受影响程度相对可控的储能企业，例如宁德时代、亿纬锂能等。

电网：头部公司估值位居低点 当前环境下性价比显现

电网头部公司(选取：南瑞/许继/思源/华明/海兴/三星)与板块整体(申万输变电行业)估值变化主要由双碳战略等因素推动，2021年后头部公司估值明显赶超板块整体，但近半年来主题行情占优，电网板块缺少新逻辑导致头部公司PE与板块基本拉平。

虽然当前新能源面临很多问题，但双碳战略目标并未改变，且电网是解决新能源发展的重要硬件因素，建设并不会随着新能源预期走弱而走弱。**当前头部公司估值都处于相对底部位置。**而当前国内电网建设依然火热：(1)**直流**：今年有望开工4-6条特高压，外加背靠背以及海上柔直陆续招标开工，景气度持续向上；(2)**交流**：除特高压外，新能源外送要求西北地区网架加强，关注750kV电网建设机会；(3)**电网改革**：绿电直供、源网荷储将是今年可预期的重点改革方向，有望带来商业模式革新，以及带来配电网、工商业储能等方向投资机会。**重点推荐：**许继电气、理工能科、华明装备、云路股份等，建议关注平高电气、中国西电、国电南瑞等。

风险提示：电力体制改革低于预期，相关项目推进低于预期，电网投资低于预期等。

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

戴映忻

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

邓思平

SAC: S1350524070003

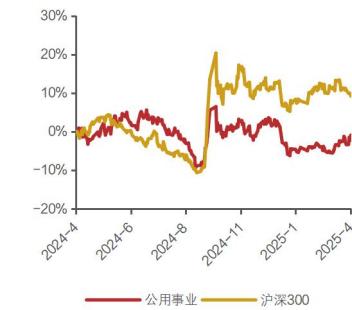
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超

doupengchao@huayuanstock.com

板块表现：



内容目录

1. 1-2月用电增速 1.3%，水核风光增长火电承压	4
2. 美国宣布“对等关税” 储能出口短期或承压	9
3. 电网头部公司估值位居低点 当前环境下性价比显现	12
3.1. 电网头部公司估值位居低点 当前环境下性价比显现	12
3.2. 国网特高压第一次设备招标结果出炉	13
4. 定期数据更新	14
5. 风险提示	16
6. 重点公司估值表	17

图表目录

图表 1: 2024-2025 年 1-2 月分产业用电量及增长情况 (亿千瓦时)	4
图表 2: 细分行业用电数据及增速贡献度 (亿千瓦时, %)	4
图表 3: 全国分省市 2025 年 1-2 月用电量情况 (按 2024 年用电量排序, 亿千瓦时) .	6
图表 4: 2025 年 1-2 月与 2024 年全年全国分电源电量增速	8
图表 5: 美国对等关税	9
图表 6: 美国新增大规模电池储能装机情况	10
图表 7: 2024 年美国各州大规模电池储能新增装机情况	10
图表 8: 储能部分标的情况	10
图表 9: 2018 年至今电网头部公司与输变电设备 (申万) PE-TTM 变化趋势	12
图表 10: 2025 国网特高压第一次设备招标各类型设备中标金额 (万元)	13
图表 11: 2025 国网特高压第一次设备招标公司排名 (万元)	13
图表 12: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)	14
图表 13: 广州港印尼煤 5500 大卡煤炭 (元/吨)	14
图表 14: 三峡入库流量(立方米/秒)	14
图表 15: 三峡出库流量(立方米/秒)	14
图表 16: 多晶硅致密料价格 (元/kg)	15
图表 17: 双面双玻组件(元/W)	15
图表 18: 现货市场周度数据 2025/3/24-2025/3/30 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基准价)	15
图表 19: 新能源现货市场周度数据 2025/3/24-2025/3/30 (元/兆瓦时)	15
图表 20: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)	16
图表 21: 中国液化天然气到岸价(美元/百万英热单位)	16
图表 22: 全球主要市场 LNG 价格指数	16
图表 23: 电力重点公司估值表 (元, 元/股)	17
图表 24: 环保重点公司估值表 (元, 元/股)	18
图表 25: 燃气重点公司估值表 (元, 元/股)	19
图表 26: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)	19
图表 27: 风电设备重点公司估值表 (元, 元/股)	20

1. 1-2月用电增速 1.3%，水核风光增长火电承压

3月18日，国家能源局发布2025年1-2月用电量数据，1-2月全社会用电量15564亿千瓦时，同比增加1.3%。分产业看，第一、二、三产业及城乡居民用电量分别为208、9636、2980、2740亿千瓦时，分别同比增长8.2%、0.9%、3.6%以及0.1%。2025年1-2月用电量增速较2024年同期大幅回落，2024年1-2月用电量增速为11%，2025年1-2月用电量增速回落9.7个百分点。**用电量增速下滑主要系第二、第三产业以及城乡居民用电增速不及预期，或系春节后复工复产不及预期以及暖冬影响。**

图表1：2024-2025年1-2月分产业用电量及增长情况（亿千瓦时）

类别	绝对值			同比增速（%）		增加值		增加值占比	
	2023年	2024年	2025年	2024年	2025年	2024年	2025年	2024年	2025年
第一产业	174	192	208	11.10%	8.20%	19	16	1.27%	7.91%
第二产业	8706	9520	9636	9.70%	0.90%	844	86	55.49%	43.03%
第三产业	2485	2869	2980	15.70%	3.60%	390	103	25.64%	51.87%
城乡居民	2469	2735	2740	10.50%	0.10%	259	3	17.04%	1.37%
合计	13834	15316	15564	11.00%	1.30%	1522	199	100%	100%

资料来源：wind、国家统计局，华源证券研究所。注：增加值为调整后口径

经济方面，根据国家统计局，2025年1-2月全国规模以上工业增加值同比增长5.9%，而2024年同期数据为7.0%，分三大门类看，主要系电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回落，2025年1-2月为1.1%，2024年1-2月为7.9%。气温方面，根据中国气象局，2025年1月全国平均气温-3.2℃，为1961年以来历史同期第三高，较2024年1月高出0.6℃，气候偏暖或为城乡居民用电量增速放缓核心原因。

细分行业数据看，2025年1-2月分行业用电数据中，十一个行业中多个行业用电增速为小个位数增速，建筑业、金融业、公共管理三个行业用电量负增长，工业、信息传输、批发零售三个行业贡献主要增量；工业细分数据中，化学原料化学制品、电热燃水生产供应贡献主要增量，非金属矿物制品业负向贡献较大。整体而言，低增速或负增速或主要来自房地产等基建拖累以及双碳转型有关，2025年1-2月全国新房开工面积同比下降29.6%。信息传输与批发零售用电增长仍受益于算力、电动车等新质生产力。

值得注意的是，电气机械和器材制造业今年1-2月用电量为负增长，2021-2024年该细分行业用电量增长较快，主要受益于光伏设备及元器件制造。

注：根据中电联往期数据，信息传输主要用电增量在于“互联网数据服务”，批发零售主要用电量增量在于“充换电服务业”。

图表2：细分行业用电数据及增速贡献度（亿千瓦时，%）

2024年1-2	2025年1-2	同比增长	增加值	增加值
----------	----------	------	-----	-----

	月用电量	月用电量		占比
全社会用电量总计	15358	15564	1.34%	206 100%
全行业用电分类	12621	12824	1.61%	203 98%
一、农、林、牧、渔业	245	272	10.88%	27 13%
二、工业	9420	9527	1.14%	107 52%
(一) 采矿业	471	479	1.77%	8 4%
(二) 制造业	6847	6908	0.89%	61 30%
1. 农副食品加工业	123	123	0.50%	1 0%
2. 食品制造业	79	83	4.99%	4 2%
3. 酒、饮料及精制茶制造业	26	27	1.35%	0 0%
4. 烟草制品业	6	6	1.43%	0 0%
5. 纺织业	227	231	1.61%	4 2%
6. 纺织服装、服饰业	48	49	1.01%	0 0%
7. 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	27	27	-1.32%	0 0%
8. 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	50	48	-3.51%	-2 -1%
9. 家具制造业	26	26	-1.35%	0 0%
10. 造纸和纸制品业	149	141	-5.44%	-8 -4%
11. 印刷和记录媒介复制业	21	21	-2.86%	-1 0%
12. 文教、工美、体育和娱乐用品制造业	22	22	-0.47%	0 0%
13. 石油、煤炭及其他燃料加工业	330	341	3.19%	11 5%
14. 化学原料和化学制品制造业	942	979	3.92%	37 18%
15. 医药制造业	86	87	1.07%	1 0%
16. 化学纤维制造业	76	77	1.46%	1 1%
17. 橡胶和塑料制品业	226	233	3.25%	7 4%
18. 非金属矿物制品业	526	496	-5.72%	-30 -15%
19. 黑色金属冶炼和压延加工业	990	975	-1.55%	-15 -7%
20. 有色金属冶炼和压延加工业	1318	1315	-0.19%	-3 -1%
21. 金属制品业	320	329	2.68%	9 4%
22. 通用设备制造业	168	177	5.76%	10 5%
23. 专用设备制造业	65	68	3.73%	2 1%
24. 汽车制造业	119	129	8.45%	10 5%
25. 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	50	51	1.59%	1 0%
26. 电气机械和器材制造业	276	268	-3.17%	-9 -4%
27. 计算机、通信和其他电子设备制造业	387	403	4.23%	16 8%
28. 仪器仪表制造业	12	13	3.58%	0 0%
29. 其他制造业	113	124	10.16%	11 6%
30. 废弃资源综合利用业	25	28	12.75%	3 2%
31. 金属制品、机械和设备修理业	12	12	1.00%	0 0%
(三) 电力、热力、燃气及水生产和供应业	2102	2140	1.80%	38 18%
三、建筑业	153	133	-13.38%	-21 -10%
四、交通运输、仓储和邮政业	407	418	2.63%	11 5%
五、信息传输、软件和信息技术服务业	247	276	11.60%	29 14%
六、批发和零售业	624	668	7.18%	45 22%

七、住宿和餐饮业	197	201	2.32%	5	2%
八、金融业	39	37	-4.63%	-2	-1%
九、房地产业	323	327	1.13%	4	2%
十、租赁和商务服务业	141	144	2.34%	3	2%
十一、公共服务及管理组织	826	821	-0.51%	-4	-2%

资料来源：中电联，华源证券研究所。注：中电联与国家统计局披露的2025年同比数据小数点不同，导致测算的2024年同期数据存在细微差异。

分省看，云南、贵州用电增速亮眼，安徽、新疆、江苏、两湖用电不容乐观。

从用电增速看，2025年1-2月全国31个省市中，11个省份用电量负增长（以下讨论暂不考虑低基数的西藏），增速前三分别为云南（9.3%）、贵州（9.1%）、山西（5.5%）；青海（-5.4%）、湖南（-4.2%）、四川（-2.7%）增速位居末端。

从电量增量贡献看，云南（28.5%）、山东（21.1%）、贵州（20.2%）位居前三；湖南（-10.5%）、四川（-10.3%）、江苏（-9.6%）位居末端。

从电量增速变动看，以2025年1-2月用电增速与2024年全年用电增速比较，山西（+2.5pct）、贵州（+2.4pct）、宁夏（+0.8pct）位居前三，用电增速有所好转；安徽（-14.5pct）、新疆（-11.6pct）、湖北（-10.7pct）位居末端，用电增速恶化。

注：分省数据作为更细致地研究，由于2024年1-2月全国各省用电量数据较好，我们采用2024年全年数据情况作为比较，或许更为理性客观，下同。

图表3：全国分省市2025年1-2月用电量情况（按2024年用电量排序，亿千瓦时）

	2024年用电量	2024年同比	2025年1-2月用电量	2025年1-2月同比	2025年1-2月增量贡献	差值
全 国	98521	6.8%	13146	1.12%	100%	-5.69%
广 东	9121	7.3%	1041	2.58%	18%	-4.69%
江 苏	8487	8.3%	1143	-1.21%	-10%	-9.56%
山 东	8320	4.4%	944	3.38%	21%	-1.07%
浙 江	6780	9.5%	831	2.93%	16%	-6.55%
内 蒙 古	5193	7.7%	591	4.86%	19%	-2.81%
河 北	4987	4.8%	772	0.45%	2%	-4.37%
河 南	4320	5.6%	633	-1.58%	-7%	-7.21%
新 疆	4233	10.8%	385	-0.83%	-2%	-11.62%
四 川	4000	7.8%	552	-2.66%	-10%	-10.43%
安 徽	3598	11.9%	472	-2.56%	-8%	-14.50%
福 建	3331	7.8%	416	3.79%	10%	-4.02%
山 西	2972	3.0%	448	5.51%	16%	2.50%
湖 北	2944	8.8%	394	-1.94%	-5%	-10.71%
云 南	2788	11.0%	490	9.30%	29%	-1.68%
辽 宁	2734	2.7%	416	2.59%	7%	-0.07%
陕 西	2600	6.1%	347	-0.08%	0%	-6.19%

广 西	2565	4.8%	318	0.26%	1%	-4.52%
湖 南	2374	4.3%	349	-4.19%	-10%	-8.46%
江 西	2180	7.6%	295	1.37%	3%	-6.28%
上 海	1984	7.3%	285	-0.27%	-1%	-7.59%
贵 州	1902	6.7%	352	9.13%	20%	2.40%
甘 肃	1746	6.2%	235	1.27%	2%	-4.91%
重 庆	1613	11.0%	205	2.44%	3%	-8.55%
宁 夏	1390	0.2%	170	1.07%	1%	0.84%
北 京	1389	2.3%	251	-1.30%	-2%	-3.63%
黑 龙 江	1208	2.1%	177	2.68%	3%	0.58%
天 津	1085	3.3%	161	1.38%	2%	-1.89%
青 海	1054	3.5%	166	-5.44%	-7%	-8.90%
吉 林	950	2.4%	147	0.77%	1%	-1.59%
海 南	519	7.6%	64	0.76%	0%	-6.85%
西 藏	154	13.9%	28	9.16%	2%	-4.78%

资料来源：中电联，华源证券研究所。注：差值为 2025 年 1-2 月用电量增速与 2024 年全年用电量增速的差

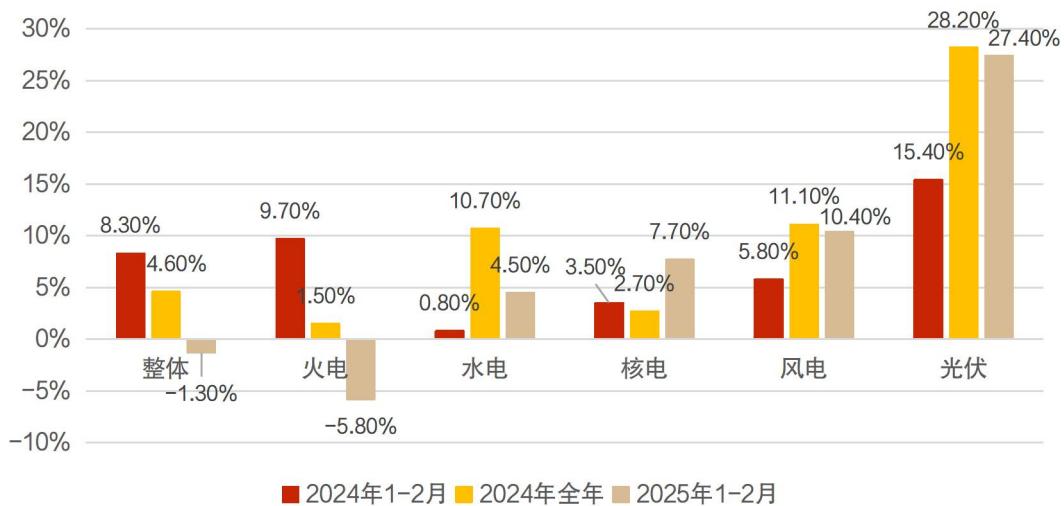
风光水核正增长，低需求下火电承压。根据国家统计局，2025 年 1-2 月全国发电量 14921 亿千瓦时，同比下降 1.3%，较 2024 年全年增速下滑 5.9 个百分点，较 2024 年 1-2 月收窄 9.6 个百分点。全国用电增速与工业发电量增速存在明显差异，或系部分小功率光伏装机未在工业统计口径中。

分电源类型看，规上工业水电同比增长 4.5%，较 2024 年全年增幅收窄 6.2 个百分点，较 2024 年 1-2 月增幅扩大 3.7 个百分点。**水电电量增长主要受益于汛期主流大型水库蓄水充足，增速较 2024 年回落与一季度来水不佳有关。**根据国家消防救援局，1 月全国平均降雨量 9 毫米，较常年同期偏少 37.4%，重点水库蓄水量较常年同期偏多近 1 成；2 月全国平均降雨量 10.6 毫米，全国主要江河径流总量较常年同期偏少近 2 成，重点水库蓄水量较常年同期略偏多。规上工业核电同比增长 7.7%，增速较 2024 年全年扩大 5 个百分点。

规上工业风电同比增长 10.4%，较 2024 年全年增幅下滑 0.7 个百分点，较 2024 年 1-2 月增幅扩大 4.6 个百分点，风电电量增长或主要系装机增长，今年 1-2 月风电利用小时数 363 小时，较去年同期下降 11 小时。规上工业光伏发电同比增长 27.4%，较 2024 年全年增幅下滑 0.8 个百分点，较 2024 年 1-2 月增幅扩大 12 个百分点。

规上工业火电同比下降 5.8%，较 2024 年全年增幅下滑 7.3 个百分点，较 2024 年 1-2 月增幅下滑 15.5 个百分点，**或与需求增速放缓、水电电量增长以及新能源新增装机冲击有关。**

图表 4：2025 年 1-2 月与 2024 年全年全国分电源电量增速



资料来源：国家统计局，华源证券研究所

投资分析意见：在双碳战略下的能源转向与新型电力系统建设中，在全国电力供需格局由紧张转向宽松的过程中，我们认为，从商业模式上，优选享有资源禀赋优势的低成本电源，即水电与风电。在火电逐步由基础电源转为调节性电源、新能源建设高峰下降过程中，关注有分红能力的公司。重点关注：1) 水电：川投能源、国投电力、长江电力、华能水电；2) 风电：龙源电力（H）、新天绿色能源（A+H）、大唐新能源、中广核新能源；3) 火电：华润电力、华电国际（H）、华能国际（H）、申能股份、皖能电力、建投能源。

2. 美国宣布“对等关税” 储能出口短期或承压

2025年4月2日，美国总统特朗普宣布对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”（4月5日生效），并对部分特定国家设立“对等关税”（4月9日起生效）。其中，对中国拟加征34%对等关税。叠加此前2025年2月及3月美国对中国两次加征10%关税，美国对中国的关税升至54%。此外，美国对中国台湾及东南亚数个国家征收较高对等关税，柬埔寨/老挝/越南/缅甸/泰国/中国台湾/印尼分别为49%/48%/46%/44%/36%/32%/32%。

图表5：美国对等关税

国家 / 地区	税率	国家 / 地区	税率	国家 / 地区	税率
莱索托	50%	北马其顿	33%	瓦努阿图	22%
柬埔寨	49%	安哥拉	32%	科特迪瓦	21%
老挝	48%	斐济	32%	纳米比亚	21%
马达加斯加	47%	印度尼西亚	32%	欧盟	20%
越南	46%	中国台湾地区	32%	约旦	20%
缅甸	44%	利比亚	31%	尼加拉瓜	18%
斯里兰卡	44%	摩尔多瓦	31%	津巴布韦	18%
福克兰群岛 (马尔维纳斯群岛)	41%	瑞士	31%	以色列	17%
叙利亚	41%	阿尔及利亚	30%	马拉维	17%
毛里求斯	40%	瑙鲁	30%	菲律宾	17%
伊拉克	39%	南非	30%	赞比亚	17%
圭亚那	38%	巴基斯坦	29%	莫桑比克	16%
孟加拉国	37%	突尼斯	28%	挪威	15%
博茨瓦纳	37%	哈萨克斯坦	27%	委内瑞拉	15%
列支敦士登	37%	印度	26%	尼日利亚	14%
塞尔维亚	37%	韩国	25%	乍得	13%
泰国	36%	文莱	24%	赤道几内亚	13%
波斯尼亚和黑塞哥维那 (波黑)	35%	日本	24%	喀麦隆	11%
中国	34%	马来西亚	24%	刚果民主共和国	11%

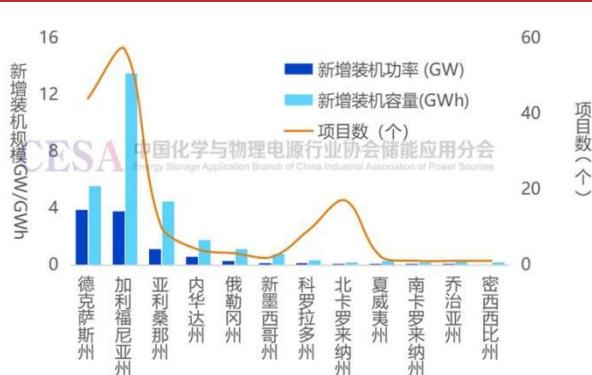
资料来源：美国白宫，华源证券研究所

就中国出口至美国的储能电池或电池储能系统而言，除上述54%关税外，涉及到其他关税包括：原有关税3.4%，301条款关税25%（2026年起征收），若全部叠加则合计或将面临82.4%关税税率。我们认为，在宣布对等关税之前，为规避2026年起执行的301条款关税，北美市场具有储能系统抢装动力；但受对等关税影响，中企对美出口储能产品成本优势将有所缩减，美国市场需求端短期或面临一定压力。

就出口占比而言，根据 CESA 储能应用分会数据，2024 年中国企业与美国企业签订储能订单达 24 个，总规模超 65.78GWh，占中国企业全球出海订单规模的 33.63%。美国储能市场正处于快速增长阶段，2024 年美国电池储能新增装机 11.46GW/31.23GWh，同比 +54%/+50.9%，创美国年度储能装机规模新高；其中大储新增装机 10.4GW/29.04GWh，占比超 90%；用户侧储能新增装机超 1GW/2GWh，主要以户储为主。累计装机方面，截至 2024 年底，美国新型储能累计装机 31.5GW/88.57GWh，容量规模全球占比达 24%。

图表 6：美国新增大规模电池储能装机情况


资料来源：CESA 储能应用分会产业数据库，华源证券研究所

图表 7：2024 年美国各州大规模电池储能新增装机情况


资料来源：CESA 储能应用分会产业数据库，华源证券研究所。

注：该图表数据不包含部分装机容量<1MW 的项目。

投资分析意见：展望后市，一方面仍需关注关税实际落地情况，注意贸易风险，建议关注海外订单依赖较小的储能企业，例如海博思创；另一方面，在美布局产能的出海企业可在一定程度上规避关税风险，建议关注在美建厂、后续受影响程度相对可控的储能企业，例如宁德时代、亿纬锂能等。

图表 8：储能部分标的情况

标的名称	主营业务	储能领域行业地位	营收情况	海外收入占比	在美建厂情况
宁德时代	动力电池、储能电池和电池回收利用产品的研发、生产和销售	储能领域，公司 2021-2024 年连续 4 年储能电池出货量排名全球第一，2024 年全球市占率为 36.5%，较第二名高出 23.3 个百分点	2024 年营收 3620 亿元，其中储能电池系统应收 572.9 亿元	2024 年海外收入占比 30.48%	公司与福特合作生产磷酸铁锂电池，在密歇根州马歇尔市新建电池厂，预计于 2026 年投产。宁德时代将向福特授权电池 CTP 的技术许可
亿纬锂能	消费电池、动力电池和储能电池的研发、生产和销售。	公司储能电池 2023 年出货量达 26.29GWh，同比增长 121.14%。根据 InfoLink、SMM 数据显示，2023 年公司储能电芯出货量位列全球第三，已连续两年保持全球储能电芯出货第三	2023/2024H1 营收分别为 487.8/216.59 亿元，其中 2023/2024H1 储能系统收入分别为 163.4/77.74 亿	2023/2024H1 海外收入占比分别为 27.27%/25.13 %。	亿纬美国与戴姆勒卡车等多方设立了合资公司 ACT，并以 ACT 公司为主体，在美国密西西比州投建了年产能 21GWh 的磷酸铁锂电池工厂。该工

元

厂已于2024年7月动工，
将生产方形磷酸铁锂电池。预计将于2026年开始出货

海博思创
储能系统的研发、生产、销售和
服务

根据标普全球 (S&P Global) 统计，海博思创在 2023 年全球电池储能系统集成商新增储能装机排名中位居前三，其中功率规模排名第二，能量规模排名第三

2024 年实现营收 82.70 亿元。2023 年实现营收 69.82 亿元，其中储能收入 69.27 亿元

2023 年无海外收入。2024 年预计有少量海外收入

无

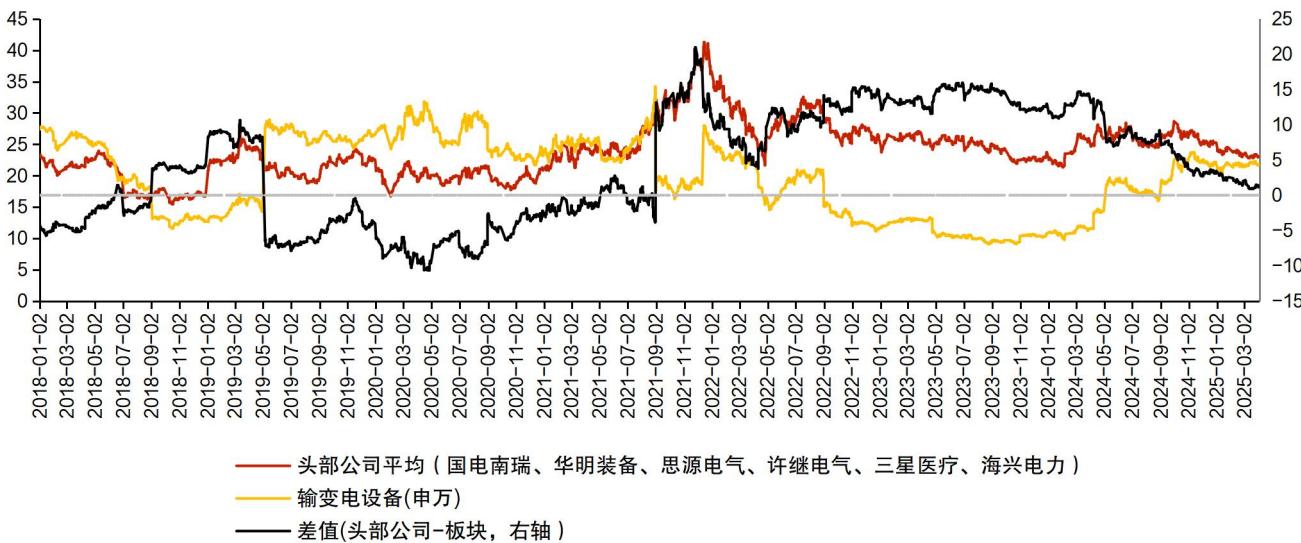
资料来源：各公司公告，起点锂电公众号，中国能源报，华源证券研究所

3. 电网头部公司估值位居低点 当前环境下性价比显现

3.1. 电网头部公司估值位居低点 当前环境下性价比显现

电网头部公司估值近年来如何演绎：电网头部公司（选取：南瑞/许继/思源/华明/海兴/三星）与板块整体（申万输变电行业）估值变化有3个典型阶段：（1）在2021年下半年前头部公司估值整体低于板块整体，核心原因在于，双碳战略提出前，由于全国能源消费总量存在上限，因此全国用电总量提升空间不大，头部公司市占率较高发展想象空间较大，估值受到压制。（2）2021年双碳提出后，电气化方向明确，用电量空间大幅提升，而电网规模大体上与用电量规模相关。实现周期较长的情况下头部公司格局好的优势显现，估值快速赶超板块；（3）龙头估值持续3年高出板块整体，但24年起逐渐收窄，主要由于非头部公司业绩表现不佳被动提升PE，以及近半年主题行情占优所致。

图表9：2018年至今电网头部公司与输变电设备（申万）PE-TTM变化趋势



资料来源：Wind, 华源证券研究所

当前电网头部公司位置：当前头部公司PE与板块基本拉平，年报陆续披露后，头部公司估值大概率重新低于板块。虽然当前新能源面临很多问题，但双碳战略目标并未改变，且电网是解决新能源发展的重要硬件因素，建设并不会随着新能源预期走弱而走弱。不论从估值的绝对值、还是近3年与板块估值差角度，**当前头部公司估值都处于相对底部位置**。而**当前国内电网建设依然火热：**（1）**直流**：今年有望开工4-6条特高压，外加背靠背以及海上柔直陆续招标开工，景气度持续向上；（2）**交流**：除特高压外，新能源外送要求西北地区网架加强，关注750kV电网建设机会；（3）**电网改革**：绿电直供、源网荷储将是今年可预期的重点改革方向，有望带来商业模式革新，以及带来配电网、工商业储能等方向投资机会。

重点推荐：许继电气、理工能科、华明装备、云路股份等，建议关注平高电气、中国西电、国电南瑞等。

3.2. 国网特高压第一次设备招标结果出炉

4月1日2025年国网特高压项目第一次设备招标结果出炉。本次招标范围涉及烟威工程、平圩电厂、大同—天津南以及阿坝—成都东等多个交流特高压项目设备。设备类型包括：1000kV组合电器、组合电器、交流变压器、电抗器、互感器、避雷器、绝缘子以及二次设备等。各类型设备投标金额如下：

图表 10：2025 国网特高压第一次设备招标各类型设备中标金额（万元）

设备类型	中标金额	设备类型	中标金额
1000kV 组合电器	141268	交流变压器	2682
1000kV 电抗器	18246	支柱绝缘子(直流工程)	1723
二次设备	13366	电抗器	1571
钢结构及构支架	4994	电抗器降噪装置	798
避雷器	4195	组合电器	184
压型钢板	3883	支柱绝缘子(交流工程)	67
互感器	2812	总计	195788

资料来源：国网电子商务平台，华源证券研究所

本次招标总金额 19.6 亿元，其中 1000kV 组合电器为最大品类，招标金额 14.1 亿元占比超 70%，除此之外仅 1000kV 电抗器和二次设备金额上亿。山东电工、平高电气、保变电气中标金额位居前三，分别中标 9.9 亿元、3.1 亿元和 1.8 亿元。中标排名前 10 的公司如下：

图表 11：2025 国网特高压第一次设备招标公司排名（万元）

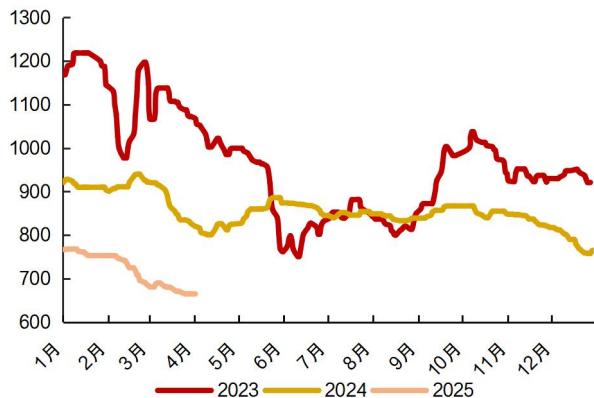
排名	中标公司	中标金额	排名	中标公司	中标金额
1	山东电工	99082	6	国电南瑞	3640
2	平高电气	30771	7	中国西电	2857
3	保变电气	18246	8	许继电气	2725
4	新东北	14912	9	金冠电气	2269
5	风范股份	3868	10	国网信通	1546

资料来源：国网电子商务平台，华源证券研究所

1000kV 组合电器中标厂家包括：山东电工（9.64 亿元）、平高电气（3.0 亿元）和新东北（1.49 亿元）。1000kV 电抗器 1.82 亿元全部由保变电气取得。二次设备 1.34 亿元中标公司包括国电南瑞（3640 万元）、许继电气（2725 万元）、国网信通（1546 万元）、四方股份（1160 万元）、长园集团（743 万元）等。

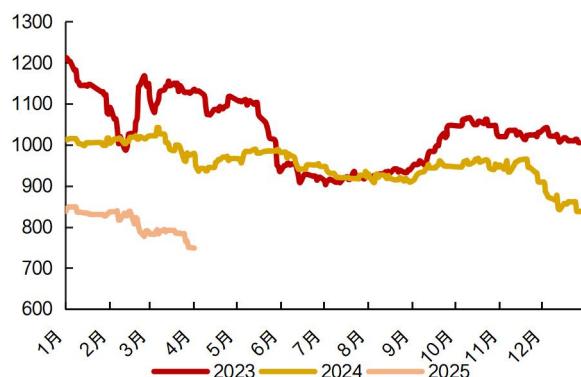
4. 定期数据更新

图表 12：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



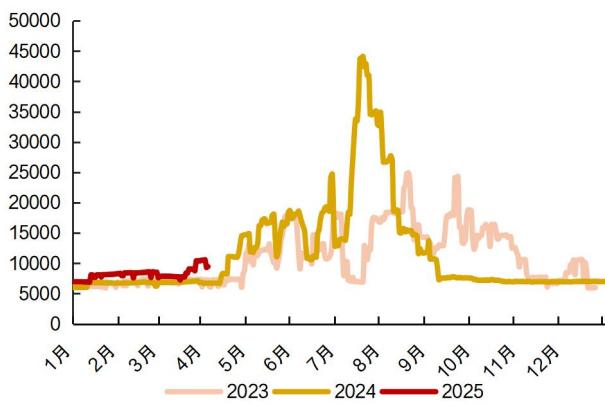
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 13：广州港印尼煤 5500 大卡煤炭（元/吨）



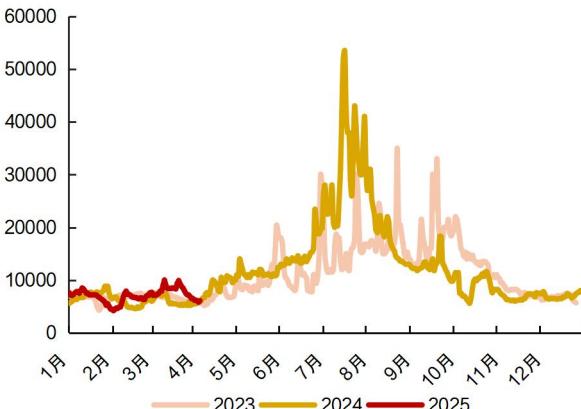
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 14：三峡入库流量(立方米/秒)

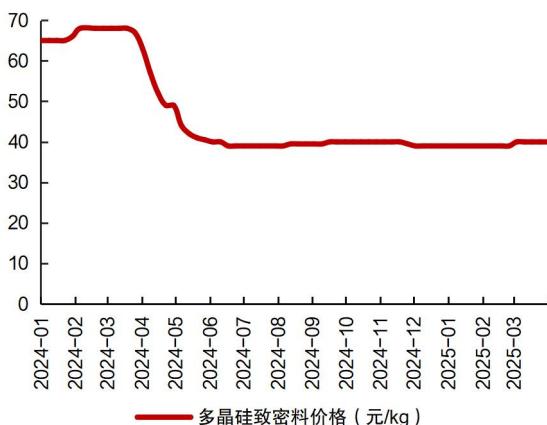


资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 15：三峡出库流量(立方米/秒)



资料来源：wind, 华源证券研究所

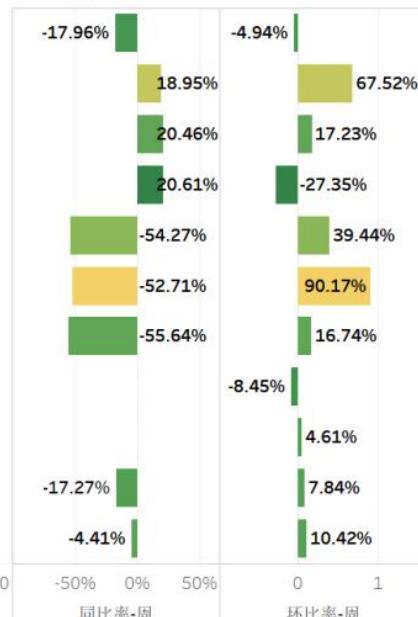
图表 16: 多晶硅致密料价格 (元/kg)


资料来源: infolink, 华源证券研究所

图表 17: 双面双玻组件(元/W)


资料来源: infolink, 华源证券研究所

图表 18: 现货市场周度数据 2025/3/24–2025/3/30 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基准价)
现货市场实时周均价

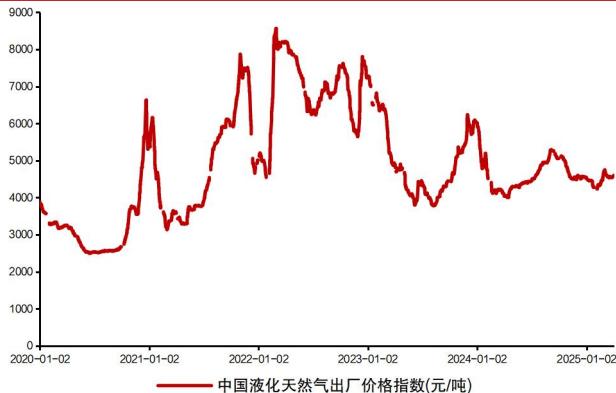
实时价格同环比


资料来源: 兰木达现货微信公众号, 华源证券研究所

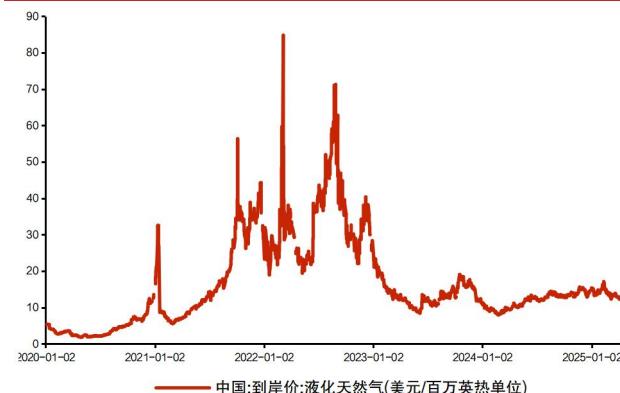
图表 19: 新能源现货市场周度数据 2025/3/24–2025/3/30 (元/兆瓦时)

价区	周均价	光伏均价	光伏同比	光伏环比	风电均价	风电同比	风电环比	年均价	光伏年均价	风电年均价	燃煤发电基准价
山西	268.71	59.19	-52.32%	92.86%	223.98	6.10%	31.60%	260.31	84.26	203.13	332
山东	238.76	30.27	53.23%	60.73%	246.04	28.71%	-3.04%	245.28	80.82	238.61	394.9
甘肃	256.84	94.93	75.18%	-27.09%	224.59	33.91%	-24.44%	340.03	124.64	310.15	307.8
蒙西	175.89	18.97	-91.19%	-50.26%	115.59	-60.92%	2.36%	318.21	125.88	219.17	282.9
湖北	224.49	130.29		54.58%	184.35		-33.4%	325.8	195.28	310.8	416.1
安徽	293.5	147.65		12.1%	281.63		-10.2%	274.24	157.3	267.51	384.4
陕西	238.93	76.82		35.03%	225.22		-9.7%	279.88	107.87	261.31	354.5

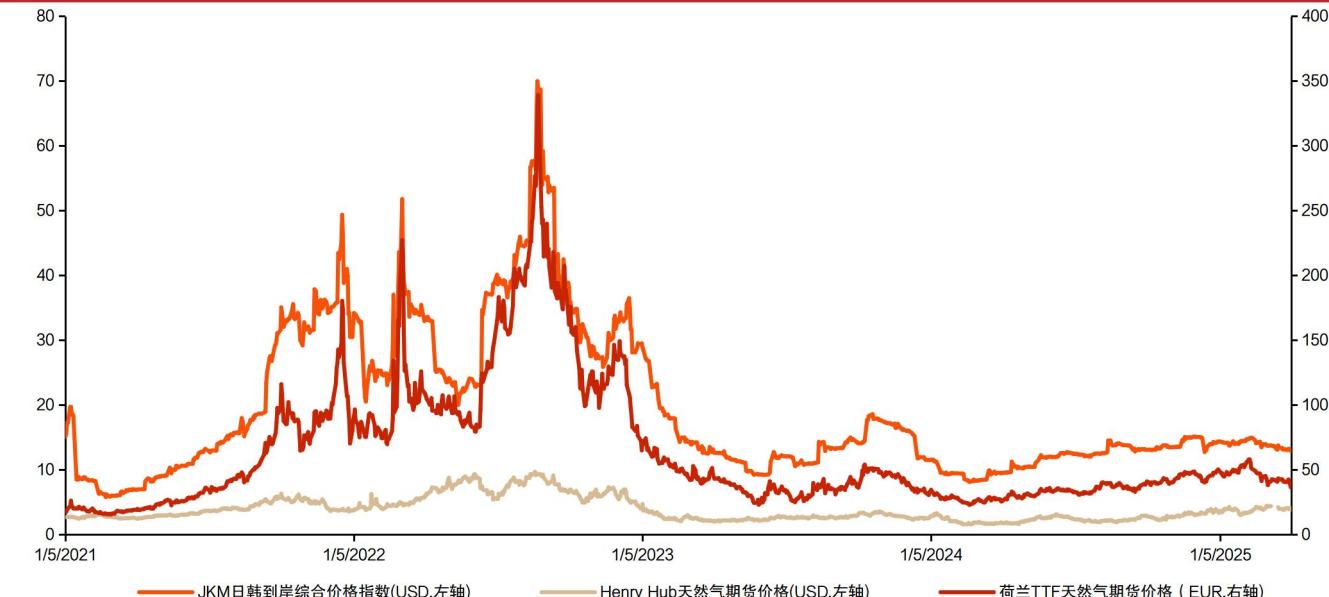
资料来源: 兰木达现货微信公众号, 华源证券研究所

图表 20：中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)


资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。

图表 21：中国液化天然气到岸价(美元/百万英热单位)


资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。

图表 22：全球主要市场 LNG 价格指数


资料来源：investing，华源证券研究所。注：周度更新。

5. 风险提示

- 1) 电力体制改革低于预期；
- 2) 相关项目推进低于预期；
- 3) 电网投资低于预期等。

6. 重点公司估值表

图表 23：电力重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价		EPS		PE		PB (If)
				2025-4-3	24A/24E	25E	26E	24E	25E	
火电转型	600011.SH	华能国际	增持	7.10	0.52	0.56	0.62	13.7	12.7	11.5
	600027.SH	华电国际	买入	5.61	0.56	0.64	0.7	10.0	8.8	8.0
	601991.SH	大唐发电	增持	2.98	0.16	0.18	0.21	18.3	16.6	14.2
	2380.HK	中国电力	买入	2.81	0.27	0.31	0.34	10.4	9.1	8.3
	0836.HK	华润电力	买入	19.10	2.78	2.95	3.06	6.9	6.5	6.2
	600795.SH	国电电力	增持	4.57	0.51	0.37	0.39	9.0	12.4	11.7
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.91	0.48	0.53	0.59	10.2	9.3	8.3
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.06	0.38	0.43	0.46	10.7	9.4	8.8
	000539.SZ	粤电力 A	-	4.68	0.18	0.22	0.27	25.5	20.9	17.1
	000543.SZ	皖能电力	买入	7.72	0.94	1.05	1.11	8.2	7.4	7.0
新能源	600483.SH	福能股份	买入	9.50	1.08	1.14	1.25	8.8	8.3	7.6
	600021.SH	上海电力	买入	9.25	0.73	0.87	0.96	12.7	10.6	9.6
	600578.SH	京能电力	-	3.67	0.25	0.29	0.35	14.9	12.9	10.5
	600098.SH	广州发展	-	6.51	0.51	0.58	0.65	12.7	11.1	10.1
	000690.SZ	宝新能源	-	4.21	0.41	0.54	0.73	10.3	7.8	5.8
	600642.SH	申能股份	买入	9.26	0.82	0.86	0.97	11.3	10.8	9.5
	600023.SH	浙能电力	-	5.79	0.58	0.63	0.69	10.0	9.2	8.4
	0916.HK	龙源电力	买入	6.01	0.76	0.86	0.91	7.9	7.0	6.6
	0956.HK	新天绿色能源	买入	3.52	0.40	0.53	0.59	8.8	6.6	6.0
	1798.HK	大唐新能源	买入	2.14	0.26	0.35	0.37	8.2	6.1	5.8
核电	1811.HK	中广核新能源	买入	2.19	0.42	0.48	0.5	5.3	4.6	4.4
	600905.SH	三峡能源	增持	4.33	0.24	0.25	0.26	18.0	17.3	16.7
	600163.SH	中闽能源	买入	5.37	0.36	0.37	0.4	14.9	14.5	13.4
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.73	0.26	0.37	0.43	14.3	10.1	8.7
	601778.SH	晶科科技	增持	2.84	0.14	0.21	0.21	20.3	13.5	13.5
	000862.SZ	银星能源	增持	5.58	0.09	0.17	0.19	62.0	32.8	29.4
	600310.SH	广西能源	买入	4.47	0.04	0.05	0.09	104.0	89.4	49.7
	601985.SH	中国核电	买入	9.38	0.56	0.59	0.61	16.8	15.9	15.4
	003816.SZ	中国广核	买入	3.69	0.21	0.21	0.22	17.2	17.6	16.8
	600900.SH	长江电力	买入	28.40	1.33	1.46	1.53	21.4	19.5	18.6
水电	600025.SH	华能水电	买入	9.36	0.47	0.51	0.53	19.9	18.4	17.7
	600886.SH	国投电力	买入	14.86	1.00	1.12	1.2	14.9	13.3	12.4
	600674.SH	川投能源	买入	16.70	1.05	1.11	1.15	15.9	15.0	14.5
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.56	0.28	0.38	0.39	23.6	17.3	16.8
	002039.SZ	黔源电力	买入	15.89	0.71	1.19	1.26	22.4	13.4	12.6
综合能源	003035.SZ	南网能源	-	4.30	-0.02	0.14	0.17	-	30.9	25.5
服务	600116.SH	三峡水利	-	6.91	0.31	0.41	0.48	22.6	17.0	14.5

600509.SH	天富能源	买入	6.58	0.44	0.54	0.61	15.0	12.2	10.8	1.2
-----------	------	----	------	------	------	------	------	------	------	-----

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: (1) 华润电力采用港币, 其他公司采用人民币。人民币/港币汇率取值为 1.08; (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 24: 环保重点公司估值表 (元, 元/股)

板块	代码	简称	评级	收盘价		EPS		PE		PB (f)	
				2025-4-3	24A/24E	25E	26E	24E	25E		
水务	0855.HK	中国水务		6.64	0.85	0.93	0.92	7.8	7.1	7.2	0.8
	0371.HK	北控水务集团		2.31	0.16	0.16	0.17	14.8	14.5	13.8	0.8
	0270.HK	粤海投资		6.03	0.45	0.66	0.67	13.5	9.1	9.0	0.9
	000598.SZ	兴蓉环境		7.10	0.67	0.77	0.84	10.6	9.2	8.4	1.2
	601158.SH	重庆水务		4.93	0.16	0.18	0.19	30.8	27.2	26.1	1.4
	600461.SH	洪城环境		9.77	0.91	0.96	1.01	10.8	10.2	9.7	1.4
	600008.SH	首创环保		3.19	0.48	0.26	0.28	6.7	12.5	11.6	1.1
	000685.SZ	中山公用		8.98	0.85	0.99	1.12	10.6	9.1	8.0	0.8
	301127.SZ	天源环保		16.51	0.57	0.76	0.99	29.0	21.6	16.7	3.4
	688156.SH	路德环境		12.52	-0.57	0.44	0.79	-	28.6	15.9	1.5
固废	688466.SH	金科环境		16.54	0.58	1.21	1.50	28.5	13.7	11.0	1.9
	0257.HK	光大环境	买入	3.57	0.51	0.70	0.73	7.0	5.1	4.9	0.5
	0586.HK	海螺创业		7.40	1.17	1.27	1.42	6.3	5.8	5.2	0.3
	301109.SZ	军信股份		19.93	0.94	1.33	1.43	21.2	15.0	14.0	1.5
	601330.SH	绿色动力		6.99	0.42	0.49	0.53	16.6	14.2	13.2	1.2
	600323.SH	瀚蓝环境		24.34	2.06	2.20	2.39	11.8	11.1	10.2	1.5
	000885.SZ	城发环境		13.26	1.65	1.78	1.90	8.0	7.5	7.0	1.0
	002034.SZ	旺能环境		18.44	1.46	1.64	1.75	12.6	11.2	10.5	1.2
	002266.SZ	浙富控股		3.31	0.17	0.19	0.26	19.0	17.2	12.7	1.5
	601827.SH	三峰环境		8.49	0.70	0.79	0.85	12.1	10.7	9.9	1.3
环保设备	603568.SH	伟明环保		20.65	1.62	2.05	2.50	12.7	10.1	8.3	2.8
	603588.SH	高能环境		5.64	0.32	0.46	0.54	17.8	12.4	10.4	0.9
	000035.SZ	中国天楹		4.74	0.32	0.67	0.80	14.6	7.1	6.0	1.1
	601033.SH	永兴股份		16.25	0.92	1.04	1.16	17.7	15.7	14.0	1.4
	301175.SZ	中科环保	增持	5.78	0.22	0.27	0.32	26.3	21.7	18.2	2.4
	601200.SH	上海环境		8.19	0.43	0.45	0.47	19.2	18.2	17.4	1.0
	603686.SH	福龙马		13.00	0.37	0.51	0.63	34.8	25.7	20.6	1.6
	688480.SH	赛恩斯		33.94	2.01	2.40	2.93	16.9	14.1	11.6	3.0
	603822.SH	嘉澳环保		58.88	-1.90	3.18	4.66	-	18.5	12.6	5.1
	688196.SH	卓越新能		43.85	1.31	2.99	4.28	33.5	14.7	10.3	1.9
碳减排	000803.SZ	山高环能		5.51	0.02	0.18	0.26	259.9	31.3	21.1	1.8

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 1) 光大环境、粤海投资、中国水务以港元为单位; 其余均以元为单位。人民币/港币汇率取值为 1.08。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 25：燃气重点公司估值表（元，元/股）

代码	简称	评级	收盘价		EPS		PE		PB
			2025-4-3	24A/24E	25E	26E	24E	25E	
0003.HK	香港中华煤气		6.90	0.28	0.36	0.37	24.3	19.2	18.4
0384.HK	中国燃气		7.05	0.53	0.72	0.80	13.2	9.8	8.8
1083.HK	港华智慧能源		3.56	0.44	0.44	0.49	8.2	8.1	7.3
2688.HK	新奥能源		64.35	5.35	7.39	8.15	12.0	8.7	7.9
0135.HK	昆仑能源		8.20	0.69	0.85	0.91	11.9	9.7	9.0
1193.HK	华润燃气	买入	23.00	1.77	2.04	2.38	13.0	11.3	9.7
603689.SH	皖天然气	买入	8.72	0.77	0.91	1.05	11.3	9.6	8.3
601139.SH	深圳燃气	买入	6.77	0.51	0.57	0.63	13.3	11.9	10.7
605368.SH	蓝天燃气		11.04	0.72	0.94	0.96	15.3	11.8	11.5
002911.SZ	佛燃能源		11.31	0.61	0.89	1.00	18.5	12.7	11.4
600803.SH	新奥股份		19.87	1.46	2.35	2.63	13.6	8.4	7.6
603393.SH	新天然气		28.82	2.80	4.04	4.75	10.3	7.1	6.1
600256.SH	广汇能源		6.06	0.61	0.95	1.12	10.0	6.4	5.4
605090.SH	九丰能源		25.36	2.59	3.07	3.50	9.8	8.3	7.2

资料来源：wind，华源证券研究所。注：港股收盘价及eps均以港元为单位；A股收盘价及eps均以元为单位。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 26：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(If)
				2025-4-3	24A/24E	25E	26E	24E	25E	
电力信息化	600131.SH	国网信通		18.90	0.76	0.91	1.04	24.8	20.7	18.1
	000682.SZ	东方电子		9.86	0.50	0.61	0.74	19.9	16.1	13.3
	002322.SZ	理工能科	买入	13.58	0.79	1.13	1.37	17.2	12.0	9.9
	300682.SZ	朗新集团		13.12	0.52	0.63	0.77	25.2	20.7	17.0
	301162.SZ	国能日新	增持	51.80	0.95	1.31	1.63	54.6	39.5	31.8
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	15.60	0.94	1.30	1.50	16.6	12.0	10.4
	601727.SH	上海电气		7.64	0.05	0.10	0.19	159.2	73.3	39.4
	1133.HK	哈尔滨电气		4.21	0.75			5.6		0.6
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	24.56	1.18	1.55	1.72	20.9	15.8	14.3
	600406.SH	国电南瑞		22.33	0.99	1.12	1.27	22.5	19.9	17.6
	002028.SZ	思源电气		76.00	2.69	3.33	4.08	28.3	22.8	18.6
	600312.SH	平高电气		17.46	0.89	1.13	1.34	19.6	15.5	13.1
	601179.SH	中国西电		6.80	0.24	0.35	0.44	28.2	19.4	15.5
	002270.SZ	华明装备	买入	14.80	0.68	0.86	0.98	21.6	17.2	15.1
	688676.SH	金盘科技		38.15	1.29	1.90	2.43	29.6	20.0	15.7
	688190.SH	云路股份	买入	98.95	3.01	3.51	4.19	32.9	28.2	23.6
氢能及储能	301291.SZ	明阳电气		44.82	2.08	2.71	3.35	21.6	16.5	13.4
	300001.SZ	特锐德		25.25	0.78	1.08	1.39	32.5	23.3	18.2
	603556.SH	海兴电力		33.86	2.43	2.96	3.55	13.9	11.5	9.5
	688248.SH	南网科技		31.05	0.65	0.94	1.26	47.8	33.2	24.6
	688411.SH	海博思创		75.19	4.85	4.83	6.64	15.5	15.6	11.3

600475.SH	华光环能	买入	9.27	0.90	1.01	1.08	10.3	9.2	8.6	1.0
-----------	------	----	------	------	------	------	------	-----	-----	-----

资料来源：wind，华源证券研究所。注：1) 哈尔滨电气以港元为单位；其余均以元为单位。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 27：风电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(If)	
				2025-4-3	24A/24E	25E	26E	24E	25E		
风电整机	2208.HK	金风科技	买入	4.92	0.42	0.61	0.79	11.7	8.1	6.2	0.5
	002202.SZ	金风科技		8.88	0.42	0.67	0.82	21.1	13.3	10.8	1.0
	688349.SH	三一重能		26.13	1.54	2.08	2.45	16.9	12.5	10.7	2.3
	601615.SH	明阳智能		10.86	0.44	1.14	1.53	24.9	9.5	7.1	0.9
	300772.SZ	运达股份		11.86	0.67	0.91	1.24	17.7	13.0	9.6	1.5
海缆	603606.SH	东方电缆	买入	50.21	1.47	2.46	3.02	34.2	20.4	16.6	5.0
	600522.SH	中天科技		14.15	0.98	1.22	1.42	14.4	11.6	10.0	1.4
	600487.SH	亨通光电		16.09	1.14	1.39	1.62	14.1	11.6	9.9	1.4
	600973.SH	宝胜股份		5.29	-0.22	0.07	0.09	-	78.8	56.2	2.1
管桩	002531.SZ	天顺风能		7.35	0.13	0.70	0.92	58.8	10.5	8.0	1.5
	300129.SZ	泰胜风能		7.09	0.36	0.56	0.80	19.9	12.8	8.8	1.5
	002487.SZ	大金重工		22.83	0.75	1.25	1.81	30.5	18.2	12.6	2.1
	301155.SZ	海力风电		60.95	0.45	3.52	4.56	134.8	17.3	13.4	2.4
叶片	002080.SZ	中材科技		14.77	0.53	0.91	1.13	27.8	16.3	13.1	1.3
	600458.SH	时代新材		12.94	0.55	0.88	1.08	23.5	14.7	12.0	1.8
其他零部件	300443.SZ	金雷股份		20.83	0.54	1.38	1.81	38.8	15.1	11.5	1.1
	603218.SH	日月股份		12.80	0.62	0.79	0.92	20.6	16.1	14.0	1.3
	688186.SH	广大特材		24.50	0.56	1.23	1.62	43.8	19.8	15.1	1.6
	300850.SZ	新强联		27.38	0.07	1.14	1.42	384.6	23.9	19.2	2.0

资料来源：wind，华源证券研究所。注：1) 金风科技(H)以港元为单位；其余均以元为单位。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

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。