

2025 年 04 月 20 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

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：



## 3 月电力及煤炭数据分析 关注氢能交通应用推广

——大能源行业 2025 年第 16 周周报（20250420）

#### 投资要点：

##### ➤ 电力：3 月用电好转，常规能源生产提速

**用电量：3 月用电增速好转，工业生产明显回暖。**国家能源局于 4 月 18 日发布 2025 年 3 月全社会用电量数据，单月全社会用电量同比增长 4.8%。分产业看，3 月单月第一、二、三产业及城乡居民用电量分别同比增长 9.9%、3.8%、8.4%和 5.0%。1-3 月全社会累计用电量同比增长 2.5%，其中第一、二、三产业及城乡居民分别同比增长 8.7%、1.9%、5.2%和 1.5%。**结合 2025 年一季度用电数据的低增速与同期规上工业增加值的高增速，反映两个问题：1）气候对于全社会用电量的影响日益明显，不可忽视；2）工业增加值增速提速或与一季度出口提速有关；用电增速或不能完全反映经济状态，历史上也曾出现过用电增速与工业增加值增速差值较大的现象。**

**发电量：火电降幅收窄，水核提速，风光放缓。**根据国家统计局，3 月规上工业发电量 7780 亿千瓦时，同比增长 1.8%，增速比 1-2 月加快 3.1 个百分点。1-3 月规上工业发电量 22699 亿千瓦时，同比下降 0.3%，扣除天数原因，日均发电量同比增长 0.8%。结合 2025 年 2 月底装机数据，发现风电与光伏的发电量增速与装机增速持续不匹配，电量增速低于装机增速，或与新能源入市以及光伏新政抢装有关。

**投资分析意见：**站在当前时点，我们提供两个选股思路，a）在外部冲击下，建议优选抗风险能力较强的水电资产，以及受益于煤价下降逻辑的优质火电资产。b）尽管 136 号文主导下的新能源入市仍旧面临不确定性，但考虑到双碳战略为我国能源发展坚定不移的主线，建议优选低估值的优质风电运营商。重点推荐：1）水电：国投电力、长江电力、川投能源；2）风电：龙源电力（H）、新天绿色能源、大唐新能源、中广核新能源；4）火电：皖能电力、华润电力、华电国际、申能股份。建议关注：建投能源、新天绿能、华电国际（H）、华能国际（H）。

##### ➤ 煤炭：3 月原煤产量续增，进口煤同比转负

**3 月全国原煤增产提速，山西及新疆增幅较大。**2025 年 3 月，全国原煤产量 4.41 亿吨，同比+9.6%，延续 2025 年以来的增长趋势；其中主产区产量均同比增加，山西及新疆增幅较为显著。**长期看，增量仍然聚焦新疆，其余省份以恢复性增量为主。**2025 年 1-3 月，虽然全国原煤产量同比高增，但主要为恢复性产量，即从 2024 年上半年的强安监背景下的减产恢复过来，产量回到 2023 年上半年水平。其中，2025 年 1-3 月，山西省/陕西省原煤产量分别为 3.25/1.85 亿吨，相比 2023 年分别-0.08/+0.06 亿吨，从 2023-2025 年 3 年的维度看已进入稳定的产能平台期；2023-2025 年，内蒙古增量较大，但主要增量已于 2024 年释放，2025 年增量已显著减少；非晋、陕、蒙、新的其他省份原煤产量趋势亦是恢复性的，2025 年 1-3 月累计产量 2.20 亿吨，相比 2023 年 1-3 月仅+0.04 亿吨。考虑新疆受安监的影响因素更小，能源增量政策导向明显，增量的长期性质显著，未来全国原煤增量仍将聚焦于新疆。

**3 月进口煤增速同比转负，低煤价抑制进口煤需求。**2025 年 3 月全国煤及褐煤进口量同比-6.4%，我们认为，国内煤价降幅较大是进口煤数量收缩的主因，2025 年以来煤价跌幅较大，国内动力煤尤其低卡动力煤相对进口煤的价格劣势大幅缩小，低煤价抑制了东南沿海电厂对进口低卡动力煤需求，具体反映为进口印尼煤数量减少，2025 年 1-2 月，进口印尼煤数量为 3463 万吨，同比-5.1%。

##### ➤ 氢能：“氢走廊”渝黔桂干线贯通 关注氢能交通应用推广

4 月 14 日我国首条跨区域氢能重卡干线——渝黔桂干线“氢走廊”正式贯通并开始常态化运营，全程约 1150 公里，中途设有 4 座加氢站，分别是重庆赶水加氢站、贵阳综保加氢站、百色伟鑫加氢站、南宁振兴加氢站，均由中国石化承建。预计到 2027 年，渝黔桂线路沿线建设加氢站超过 40 座，推广氢燃料电池货车超过 1500 辆，年碳减排超过 20 万吨。

除上述渝黔桂干线以外，根据 4 月 10 日西部陆海新通道省际协商合作联席会议办公室第四次会议，还将“示范建设成渝、成渝昆、甘新等‘氢走廊’”，构建“绿色通道物流体系+氢能供给体系+氢能产业创新体系”的氢能全业态发展格局。到 2027 年，将打造“千辆级”氢能货车示范场景与“千亿级”氢能产业集群双千项目。”我们认为，随着后续推动建设其他西部陆海新通道“氢走廊”，氢能货运车辆需求有望稳步增长。

**投资分析意见：**我国氢能产业仍处于发展初期，双碳背景下，交通作为氢能重要下游示范应用领域，其发展情况对引领产业投资具有信号意义。2025 年是我国《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》重要时间节点之一，我们认为以物流干线通道推动氢能车应用有望对推动实现燃料电池车保有量目标提供助力。建议关注氢燃料电池及储氢系统相关标的：**重塑能源、国富氢能、国鸿氢能、亿华通等。**

##### ➤ 风险提示：电力体制改革低于预期，氢能推广不及预期，煤价下跌低于预期等。

## 内容目录

1. 3月用电好转，常规能源生产提速 .....	5
2. 煤炭：3月原煤产量续增，进口煤同比转负 .....	9
2.1. 3月原煤增产以恢复性为主，供给端长期增量有限 .....	9
2.2. 3月进口煤同比-6.4%，低煤价致煤炭进口收缩 .....	11
3. 氢能：“氢走廊”渝黔桂干线贯通 关注氢能交通应用推广 .....	12
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 年单月用电量增速及复合增速 .....	5
图表 2: 2025 年 3 月及 1-3 月分产业用电量情况 (亿千瓦时) .....	5
图表 3: 规模以上工业增加值单月同比 (%) .....	6
图表 4: 规模以上工业增加值累计同比 (%) .....	6
图表 5: 2010-2025 年 1-3 月全社会用电量增速与规模以上工业增加值增速差异 .....	7
图表 6: 2024-2025 年规模以上工业主要产品产量 (同比单位%) .....	7
图表 7: 全国房屋开工面积增速与工业用电增速 .....	8
图表 8: 2024-2025 年中国房屋新开工面积累计同比 (%) .....	8
图表 9: 2025 年一季度分电源规上工业发电量与装机情况 (亿千瓦时, 万千瓦) .....	9
图表 10: 全国原煤产量 (万吨) .....	10
图表 11: 山西省原煤产量 (万吨) .....	10
图表 12: 内蒙古原煤产量 (万吨) .....	11
图表 13: 陕西省原煤产量 (万吨) .....	11
图表 14: 新疆原煤产量 (万吨) .....	11
图表 15: 除晋陕蒙新以外的全国原煤产量 (万吨) .....	11
图表 16: 全国煤及褐煤进口量 (万吨) .....	12
图表 17: 中国进口印尼煤数量 (万吨) .....	12
图表 18: 燃料电池车 2023-2025 分月累计销量 (辆) .....	13
图表 19: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨) .....	14
图表 20: 北方 8 港库存 (万吨) .....	14
图表 21: 三峡入库流量(立方米/秒) .....	14
图表 22: 三峡出库流量(立方米/秒) .....	14
图表 23: 多晶硅致密料价格 (元/kg) .....	14
图表 24: 双面双玻组件(元/W) .....	14
图表 25: 现货市场周度数据 2025/3/31-2025/4/6 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基准价) .....	15
图表 26: 新能源现货市场周度数据 2025/4/7-2025/4/13 (元/兆瓦时) .....	15
图表 27: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨) .....	15
图表 28: 中国液化天然气到岸价(美元/百万英热单位) .....	15

图表 29： 全球主要市场 LNG 价格指数 .....	16
------------------------------	----

## 1.3 月用电好转，常规能源生产提速

### 用电量：3月用电增速好转，工业生产明显回暖

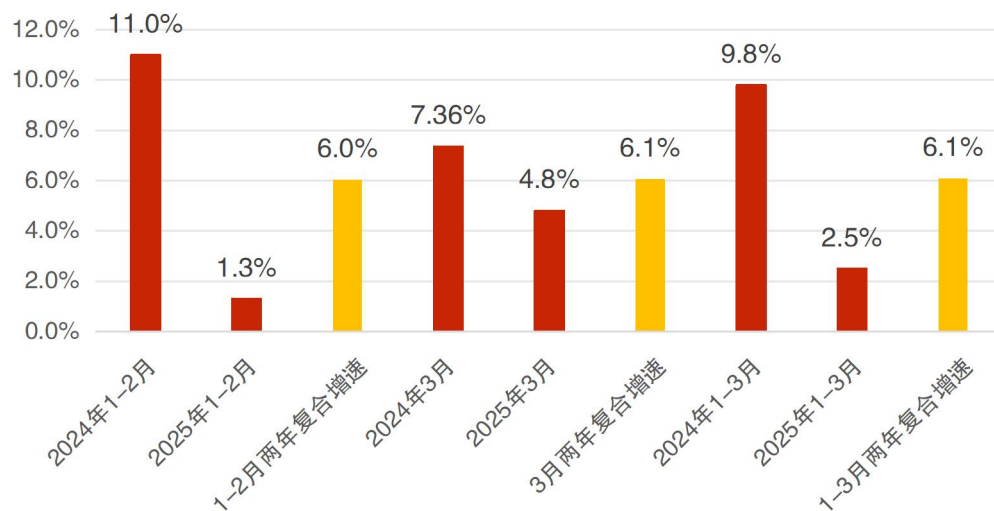
国家能源局于4月18日发布2025年3月全社会用电量数据，单月全社会用电量同比增长4.8%。分产业看，3月单月第一、二、三产业及城乡居民用电量分别同比增长9.9%、3.8%、8.4%和5.0%。1-3月全社会累计用电量同比增长2.5%，其中第一、二、三产业及城乡居民分别同比增长8.7%、1.9%、5.2%和1.5%。

环比看，3月单月增速较1-2月有所提升，或系气候影响减弱与工业生产回暖共同作用所致。2025年1-2月全社会用电量同比增长1.3%，3月单月增速较1-2月提升3.5个百分点。尽管2025年一季度全社会用电量增速绝对值较低，但2024-2025年1-3月两年复合增速为6.1%。从两年复合增速看，1-2月与单3月增速适中且稳定。考虑到2024年的高增速与2023年一季度的低基数有关，结合2025年一季度用电数据的低增速与同期规上工业增加值的高增速，反映两个问题：

1) 气候对于全社会用电量的影响日益明显，不可忽视；

2) 工业增加值增速提速或与一季度出口提速有关，用电增速或不能完全反映经济状态，历史上也曾出现过用电增速与工业增加值增速差值较大的现象。

图表1：2024-2025年单月用电量增速及复合增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表2：2025年3月及1-3月分产业用电量情况（亿千瓦时）

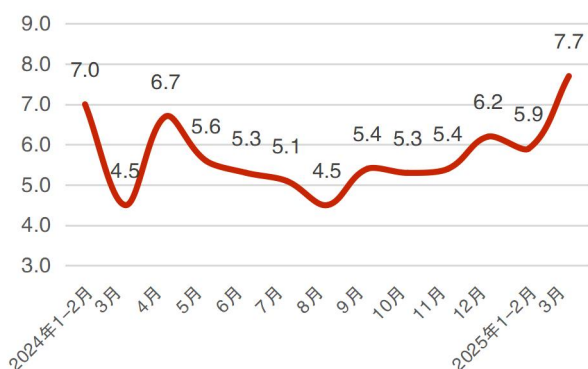
类别	3月		1-3月		用电增速		用电增量		用电增量	
	用电量	占比	用电量	占比	3月	1-3月	3月	占比	1-3月	占比
全社会	8282	100%	23846	100%	5%	3%	379	100%	582	100%
第一产业	106	1%	314	1%	10%	9%	10	3%	25	4%
第二产业	5578	67%	15214	64%	4%	2%	204	54%	284	49%

第三产业	1484	18%	4465	19%	8%	5%	115	30%	221	38%
城乡居民生活	1114	13%	3853	16%	5%	2%	53	14%	57	10%

资料来源：wind，华源证券研究所

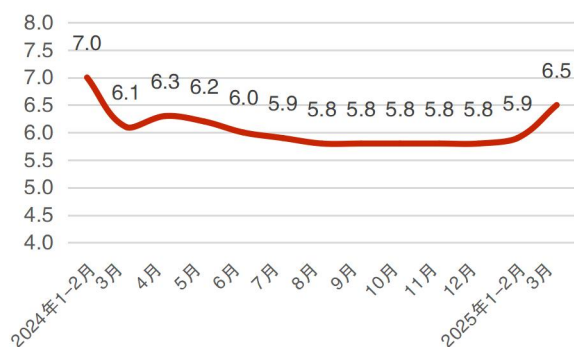
经济方面，根据国家统计局，2025 年 1-3 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，比上年加快 0.7 个百分点；其中单 3 月增速 7.7%，较 1-2 月增速提高 1.8 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业与电热燃水供应 3 月增速环比均有所提升。另外，2025 年一季度 GDP（不变价）增速 5.4%，高于全年 5% 的增速目标。

图表 3：规模以上工业增加值单月同比（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：规模以上工业增加值累计同比（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所

气温方面，我们在 2025 年第 14 周周报中分析，2025 年 1-2 月全社会用电量增速受到暖冬影响，随着 3 月到来冬季结束，气候对全社会用电量影响减弱，预计在夏季三季度迎峰度夏前城乡居民用电量增速或显正常。

值得注意的是，从全社会用电量增速与规上工业增加值增速看，一季度用电量增速疲软，而规上工业增加值增速强劲，回顾 2010-2025 年<sup>1</sup>16 年数据，用电量增速小于规上工业增加值增速的年份有 10 次。考虑到工业增加值与用电量之间存在价格因素影响，我们在下文采用规模以上工业主要产品产量对工业用电量数据进行分析。

<sup>1</sup> 全社会月度用电量数据 wind 方面仅统计到 2010 年开始。



图表 5：2010-2025 年 1-3 月全社会用电量增速与规模以上工业增加值增速差异



资料来源：Wind，华源证券研究所。注：差值=全社会用电量增速-规模以上工业增加值增速

从规上工业产量数据看，化学纤维、平板玻璃、有色金属等产量增速较上年大幅下滑，其中部分工业产品，如有色金属行业产量增速下滑但价格提升（根据国家统计局，2025 年 1-3 月，有色金属冶炼和压延加工业出厂价同比增长 9.4%），或为工业增加值增速与用电量增速差异之一。另外 2025 年一季度水泥等产量继续下滑，或与新房开工面积有关。

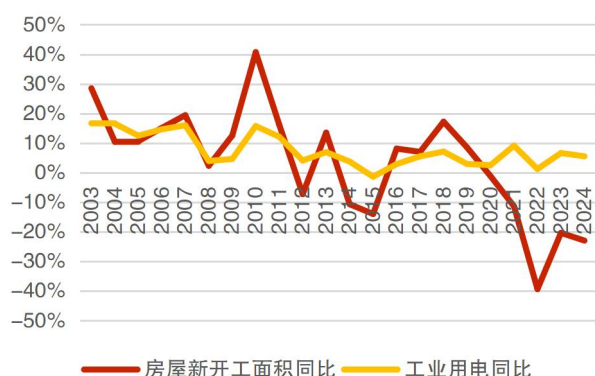
图表 6：2024-2025 年规模以上工业主要产品产量（同比单位%）

	2025 年 3 月		2025 年 1-3 月		2024 年 1-3 月		1-3 月增速变动
	绝对值	同比	绝对值	同比	绝对值	同比	
布（亿米）	29	4.3	75	3.5	77	-2.2	5.7
硫酸（折 100%）（万吨）	921	2.0	2737	4.3	2585	9.2	-4.9
烧碱（折 100%）（万吨）	384	2.8	1128	5.2	1059	2.9	2.3
乙烯（万吨）	319	6.1	923	6.4	799	1.5	4.9
化学纤维（万吨）	771	6.3	2063	6.5	1854	20.1	-13.6
水泥（万吨）	15788	2.5	33116	-1.4	33684	-11.8	10.4
平板玻璃（万重量箱）	8124	-6.7	23414	-6.4	24805	7.8	-14.2
生铁（万吨）	7529	3.1	21628	0.8	21339	-2.9	3.7
粗钢（万吨）	9284	4.6	25933	0.6	25655	-1.9	2.5
钢材（万吨）	13442	8.3	35874	6.1	33603	4.4	1.7
十种有色金属（万吨）	692	3.7	1985	2.0	1945	7.0	-5.0
其中：原铝（电解铝）（万吨）	375	4.4	1107	3.2	1069	6.8	-3.6
金属切削机床（万台）	8	23.0	18	20.5	15	9.3	11.2
工业机器人（套）	61906	16.7	148792	26.0	120294	4.9	21.1
服务机器人（套）	1093097	2.2	2604433	20.0	-	-	-
汽车（万辆）	305	8.4	751	12.0	663	5.3	6.7
其中：轿车（万辆）	116	12.5	282	14.5	219	-5.0	19.5
运动型多用途乘用车（SUV）（万辆）	125	4.9	315	8.0	276	12.1	-4.1
其中：新能源汽车（万辆）	130	40.6	316	45.4	208	29.2	16.2
发电机组（发电设备）（万千瓦）	3319	107.2	7415	75.0	4180	14.8	60.2
太阳能电池（光伏电池）（万千瓦）	7844	23.6	17267	18.5	12588	20.1	-1.6
微型计算机设备（万台）	3212	7.8	7956	7.5	7404	-0.8	8.3

移动通信手持机（万台）	13679	0.4	34430	-5.6	37364	13.6	-19.2
其中：智能手机（万台）	11086	7.0	27414	-1.1	27648	16.7	-17.8
集成电路（亿块）	420	9.2	1095	6.0	981	40.0	-34.0
原煤（万吨）	44058	9.6	120260	8.1	110556	-4.1	12.2
焦炭（万吨）	4129	4.1	12327	2.4	11989	-0.5	2.9
原油（万吨）	1903	3.5	5409	1.1	5348	2.3	-1.2
原油加工量（万吨）	6306	0.4	18225	1.6	18246	2.4	-0.8
天然气（亿立方米）	227	5.0	660	4.3	632	5.2	-0.9
规模以上工业发电量（亿千瓦时）	7780	1.8	22699	-0.3	22372	6.7	-7.0

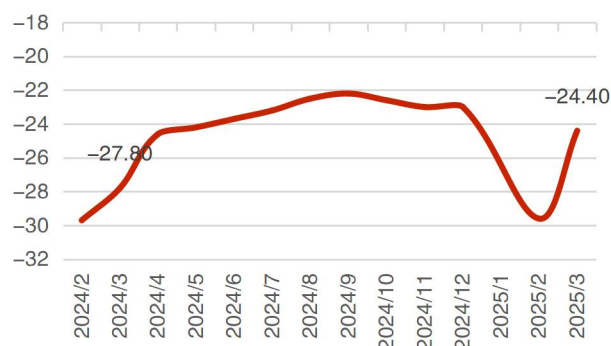
资料来源：国家统计局，华源证券研究所。注：1-3月增速变动为2025年1-3月同比数据减去2024年1-3月同比数据，数值为正代表2025年增速有所提升

图表7：全国房屋开工面积增速与工业用电增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表8：2024-2025年中国房屋新开工面积累计同比（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所

实际上，仅从2025年一季度工业产品产量增速分析，大部分工业产品产量有所提升，其中一半的产品产量增速较2024年同期有所提升。基建类产品产量增速呈现1-3月比去年同期增速好转，3月数据比1-2月好转的良好态势。结合一季度工业数据，工业数据向好或与出口提速有关，2025年一季度出口交货值同比增长6.7%，而2024年一季度仅为0.8%。全社会用电量增速与规上工业增加值增速、规上工业产品产量增速的差异，或与出口，气候对于二产、三产生产用电影响，以及规上企业的统计对象变动造成的口径差异。

### 发电量：火电降幅收窄，水核提速，风光放缓

根据国家统计局，3月规上工业发电量7780亿千瓦时，同比增长1.8%，增速比1-2月加快3.1个百分点。1-3月规上工业发电量22699亿千瓦时，同比下降0.3%，扣除天数原因，日均发电量同比增长0.8%。

3月规上工业火电降幅收窄，水电、核电增速加快，风电、光伏发电增速放缓。分品种看，3月规上工业火电同比下降2.3%，降幅比1-2月收窄3.5个百分点；规上工业水电增长9.5%，增速较1-2月加快5.0个百分点；规上工业核电增长23.0%，增速较1-2月加快15.3



个百分点；规上工业风电增长 8.2%，增速较 1-2 月放缓 2.2 个百分点；规上工业太阳能发电增长 8.9%，增速放缓 18.5 个百分点。

图表 9：2025 年一季度分电源规上工业发电量与装机情况（亿千瓦时，万千瓦）

科目	3 月		1-3 月		1-2 月		2025 年 2 月累计装机	
	绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速
规上工业发电量	7780	1.8%	22699	-0.3%	14921	-1.3%	340230	14.5%
--火电	5099	-2.3%	15327	-4.7%	10214	-5.8%	144809	3.9%
--水电	781	9.5%	2233	5.9%	1461	4.5%	43728	1.9%
--核电	428	23.0%	1174	12.8%	746	7.7%	6083	6.9%
--风电	1054	8.2%	2826	9.3%	1776	10.4%	52982	17.7%
--光伏	418	8.9%	1138	19.5%	724	27.4%	92622	42.9%

资料来源：国家统计局，华源证券研究所。注：此处太阳能发电简称光伏，其中光伏装机包括分布式光伏

结合 2025 年 2 月底装机数据，我们发现风电与光伏的发电量增速与装机增速持续不匹配，电量增速低于装机增速。其中风电电量增速低于装机增速或与风电参与市场化后弃风限电有关，光伏也有类似原因，但另外今年上半年分布式光伏与集中式光伏或受“430 新政”、“531 新政”影响，出现抢装潮，考虑到分布式光伏投产周期更短，预计光伏装机增速与电量增速的不匹配受此影响较大。

**投资分析意见：**站在当前时点，我们提供两个选股思路，a) 在外部冲击下，建议优选抗风险能力较强的水电资产，以及受益于煤价下降逻辑的优质火电资产。b) 尽管 136 号文主导下的新能源入市仍旧面临不确定性，但考虑到双碳战略为我国能源发展坚定不移的主线，建议优选低估值的优质风电运营商。

**重点推荐：**1) 水电：国投电力、长江电力、川投能源；2) 风电：龙源电力（H）、新天绿色能源、大唐新能源、中广核新能源；4) 火电：皖能电力、华润电力、华电国际、申能股份。建议关注：建投能源、新天绿能、华电国际（H）、华能国际（H）。

## 2. 煤炭：3 月原煤产量续增，进口煤同比转负

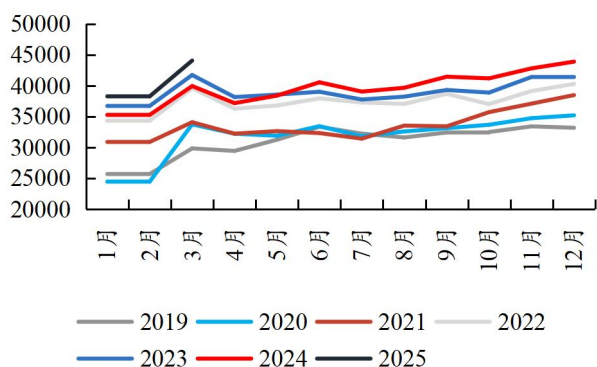
### 2.1. 3 月原煤增产以恢复性为主，供给端长期增量有限

3 月全国原煤增产提速，山西及新疆增幅较大。当月来看，2025 年 3 月，全国原煤产量 4.41 亿吨，同比+9.6%，延续 2025 年以来的增长趋势；其中山西、内蒙古、陕西、新疆四大主产区产量均同比增加，产量分别为 1.14/1.24/0.69/0.51 亿吨，同比分别+19.6%/+1.9%/+6.7%/+20.6%，山西及新疆增幅更为显著；除晋陕蒙新外，其余地区原煤产量 0.82 亿吨，同比+5.9%，与主产区保持一致的增长趋势。**累计来看**，2025 年 1-3 月，全

国原煤累计产量 12.03 亿吨，同比+8.1%，增速高于 1-2 月的+7.7%，反映原煤产量增速有所加快，低煤价之下以量补价趋势较为明显；其中山西、内蒙古、陕西、新疆累计产量为 3.25/3.31/1.85/1.42 亿吨，同比分别+19.1%/+1.9%/+3.8%/+12.4%，对比 2025 年 1-2 月累计增速+20.3%/+2.0%/+2.3%/+9.5%，陕西及新疆增速有所加快；除晋陕蒙新外，其余地区原煤累计产量 2.20 亿吨，同比+4.2%，对比 2025 年 1-2 月累计增速 3.4%，增速亦有所加快。

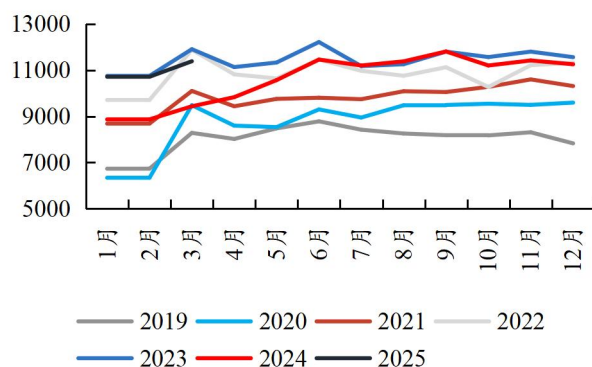
**多数省份以恢复性增量为主，长期增量仍然聚焦新疆。**2025 年 1-3 月，虽然全国原煤产量同比高增，但主要为恢复性产量，即从 2024 年上半年的强安监背景下的减产恢复过来，产量回到 2023 年上半年水平。其中，2025 年 1-3 月，山西省/陕西省原煤产量分别 3.25/1.85 亿吨，相比 2023 年同期 3.33/1.79 亿吨，分别-0.08/+0.06 亿吨，从 3 年的维度看已经进入稳定的产能平台期；非晋、陕、蒙、新的其他省份原煤产量趋势亦是恢复性的，2025 年 1-3 月累计产量 2.20 亿吨，相比 2023 年的 2.16 亿吨，仅+0.04 亿吨。从 2023-2025 年 3 年维度看，主要长期增量为内蒙古及新疆，其中内蒙古增量主要体现在 2024 年，全年增加了 0.86 亿吨产量，同比+5.4%，而 2025 年同比虽仍有增量，但基于 1 季度产量预计 2025 年内蒙古全年增量约为 2000 万吨，增幅已显著缩小。**因此，新疆为当前全国原煤增量贡献的主力**，2025 年及 2024 年一季度，新疆原煤产量增量分别为 0.21/0.086 亿吨，2025 年一季度同比增量扩大，未显疲态。此外，考虑新疆受安监的影响因素更小，能源增量政策导向明显，增量的长期性质显著，应将新疆原煤产量作为未来跟踪全国原煤增量的主要因素跟踪。

图表 10：全国原煤产量（万吨）



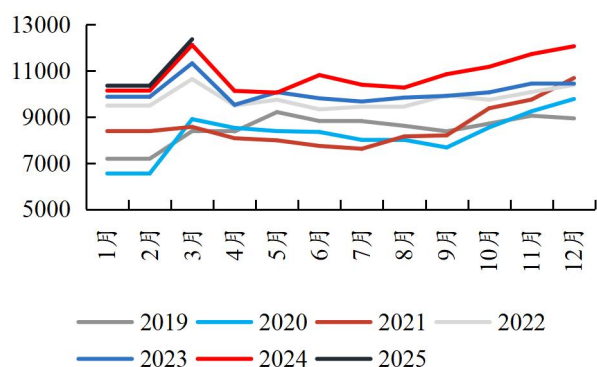
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：山西省原煤产量（万吨）



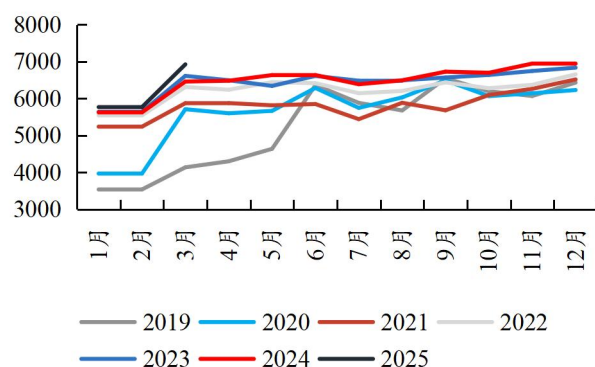
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12: 内蒙古原煤产量 (万吨)



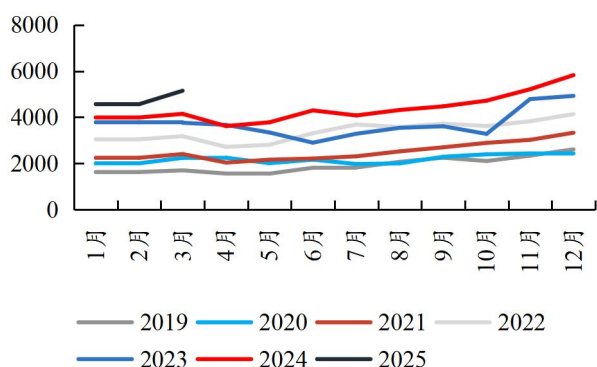
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 13: 陕西省原煤产量 (万吨)



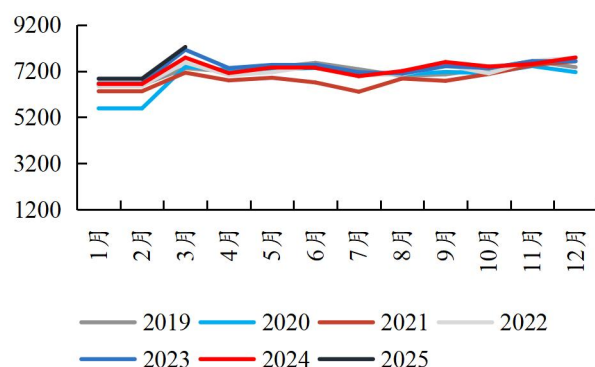
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: 新疆原煤产量 (万吨)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15: 除晋陕蒙新以外的全国原煤产量 (万吨)

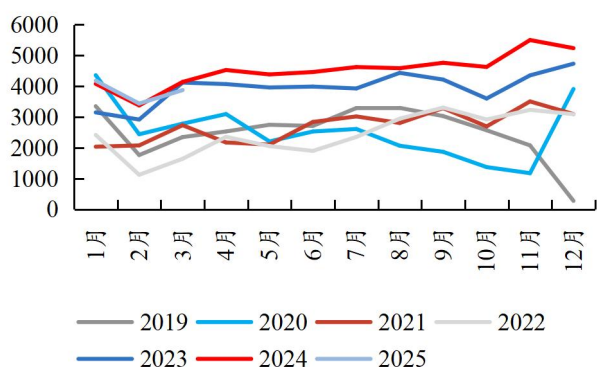


资料来源: Wind, 华源证券研究所

## 2.2. 3月进口煤同比-6.4%，低煤价致煤炭进口收缩

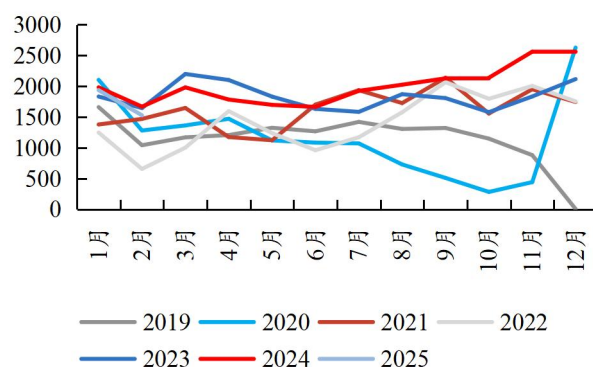
**3月进口煤增速同比转负，低煤价抑制进口煤需求。**2025年3月全国煤及褐煤进口量为3873万吨，同比-6.4%，2025年的单月增速首次为负。2025年1-3月，全国煤及褐煤进口量为1.15亿吨，同比-0.9%，2025年累计增幅亦首次转负。我们认为，国内煤价降幅较大是进口煤数量收缩的主因，截至2025年4月18日，秦皇岛港Q5500动力煤平仓价报663元/吨，年内累计跌幅102元/吨，跌幅13.3%，国内动力煤尤其低卡动力煤相对进口煤的价格劣势大幅缩小，国内低煤价抑制了东南沿海电厂对进口低卡动力煤需求，具体反映为进口印尼煤数量减少，2025年1-2月，进口印尼煤数量为3463万吨，同比-5.1%。

图表 16: 全国煤及褐煤进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 17: 中国进口印尼煤数量 (万吨)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

### 3. 氢能: “氢走廊”渝黔桂干线贯通 关注氢能交通应用推广

根据西部陆海新通道门户网站, 4 月 14 日我国首条跨区域氢能重卡干线——渝黔桂干线“氢走廊”正式贯通, 并将开始常态化运营。作为西部陆海新通道示范“氢走廊”之一, 该干线始于重庆, 途径贵州, 最终抵达广西钦州港, 全程约 1150 公里, 中途设有 4 座加氢站, 分别是重庆赶水加氢站、贵阳综保加氢站、百色伟鑫加氢站、南宁振兴加氢站, 均由中国石化承建。沿线经过的重庆长寿、贵州六盘水、广西百色等地氢能资源丰富, 电解水制氢、氨分解制氢等技术已实现规模化应用, 工业副产氢年产量超 40 万吨、可支撑 36 万辆物流车需求。预计到 2027 年, 渝黔桂线路沿线建设加氢站超过 40 座, 推广氢燃料电池货车超过 1500 辆, 年碳减排超过 20 万吨。

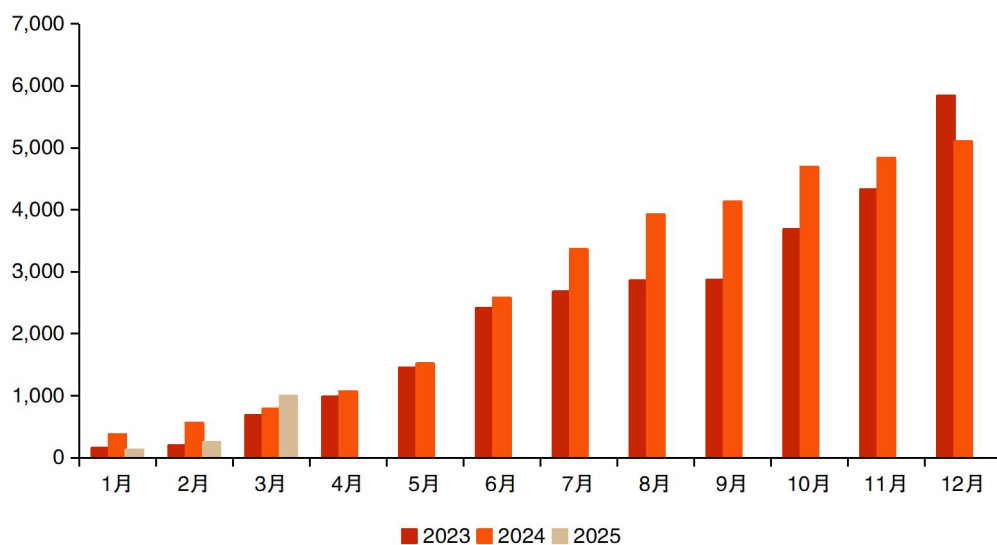
交通是氢能示范应用重要领域, 西部陆海新通道“氢走廊”或带动氢能车辆需求增长。

除上述渝黔桂干线以外, 根据 4 月 10 日西部陆海新通道省际协商合作联席会议办公室第四次会议, 还将“示范建设成渝、成渝昆、甘新等‘氢走廊’, 构建‘绿色通道物流体系+氢能供给体系+氢能产业创新体系’的氢能全业态发展格局。到 2027 年, 将打造‘千辆级’氢能货车示范场景与‘千亿级’氢能产业集群双千项目。”

西部陆海新通道货物运量快速攀升, 为氢能货车应用提供坚实需求基础。根据航运交易公报数据, 2017-2024 年, 西部陆海新通道铁海联运班列年货物年度运量从 3382 标箱提升至 96.6 万标箱。2025Q1, 该通道班列货物运量同比增长 68.2%, 呈现良好态势。我们认为, 随着后续推动建设其他西部陆海新通道“氢走廊”, 氢能货运车辆需求有望稳步增长。

**氢燃料电池汽车数据跟踪:** 2025 年 3 月产销数据同比双升。根据中汽协数据, 2025 年 1-3 月燃料电池汽车累计产量和累计销量分别为 1000 辆和 1000 辆, 同比分别上升 15.9%、上升 26.7%, 扭转 1-2 月累计产量及销量同比下滑趋势。单看 3 月份, 燃料电池汽车产量和销量分别为 365 辆和 377 辆, 同比分别上升 36.2%、上升 69.1%。

图表 18：燃料电池车 2023-2025 分月累计销量（辆）



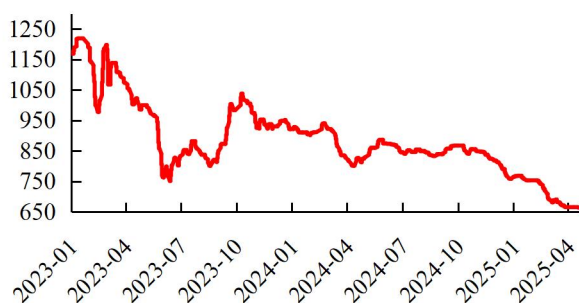
资料来源：中汽协，wind，华源证券研究所

**投资分析意见：**我国氢能产业仍处于发展初期，双碳背景下，交通作为氢能重要下游示范应用领域，其发展情况对引领产业投资具有一定的信号意义。2025 年是我国《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》重要时间节点之一，我们认为以物流干线通道推动氢能车应用有望对推动实现燃料电池车保有量目标提供助力。建议关注氢燃料电池及储氢系统相关标的：**重塑能源、国富氢能、国鸿氢能、亿华通**等。



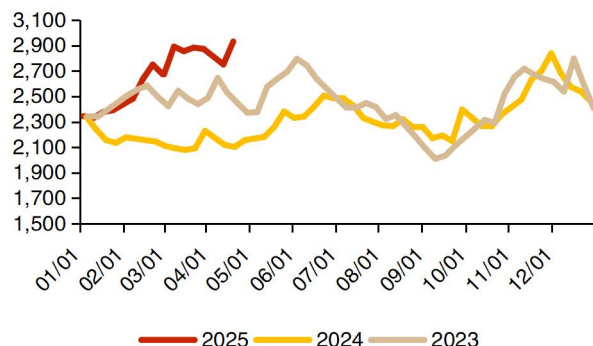
## 4. 定期数据更新

图表 19：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



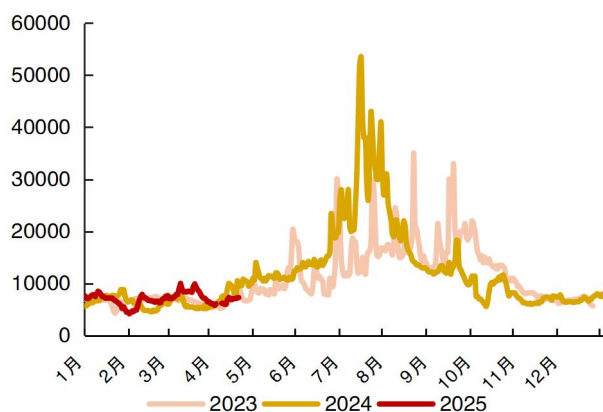
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 20：北方 8 港库存（万吨）



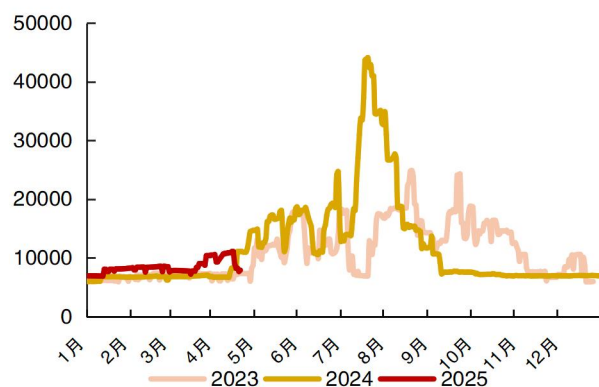
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 21：三峡入库流量（立方米/秒）



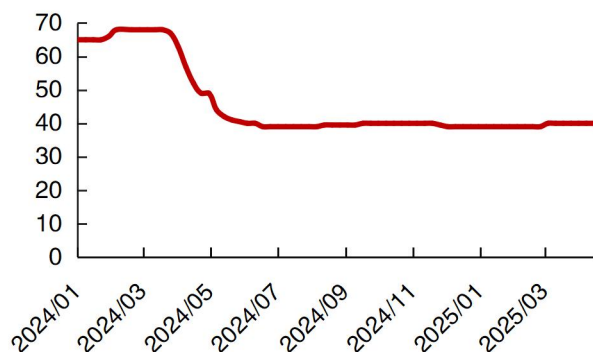
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 22：三峡出库流量（立方米/秒）



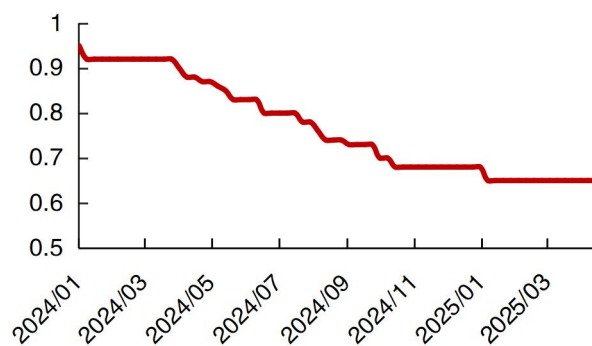
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 23：多晶硅致密料价格（元/kg）



资料来源：infolink，华源证券研究所

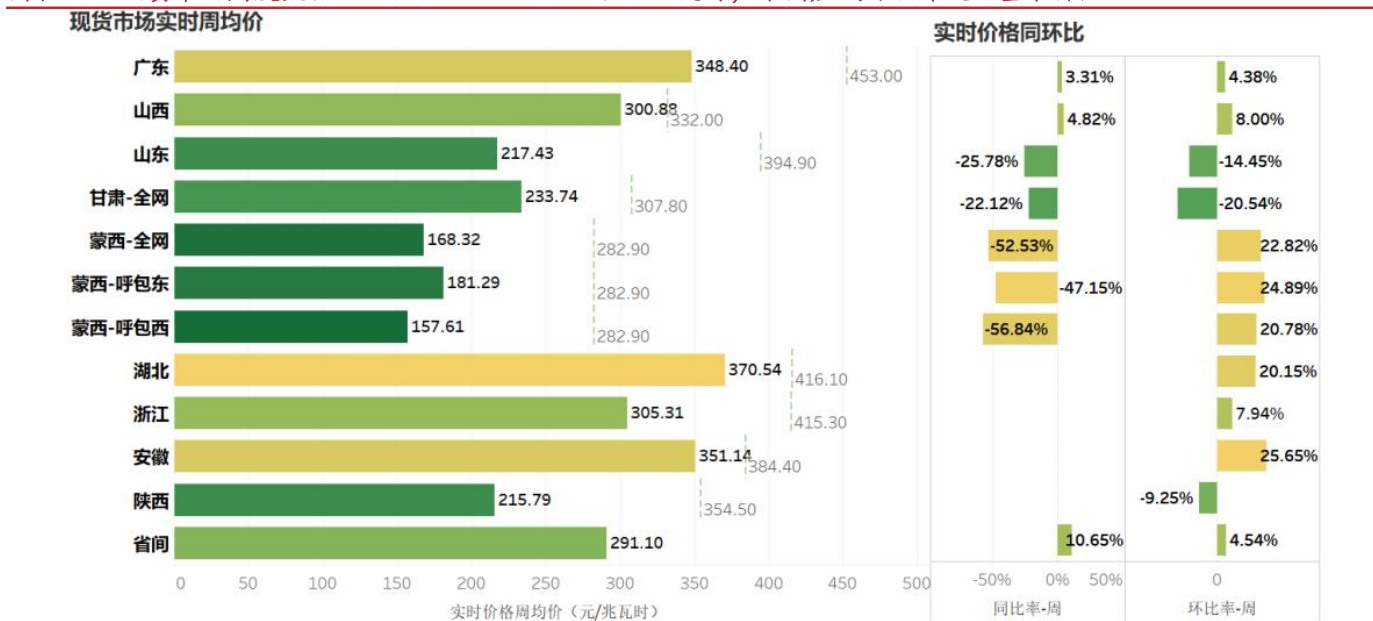
图表 24：双面双玻组件（元/W）



资料来源：infolink，华源证券研究所



图表 25：现货市场周度数据 2025/3/31-2025/4/6（元/兆瓦时，下图虚线为燃煤发电基准价）



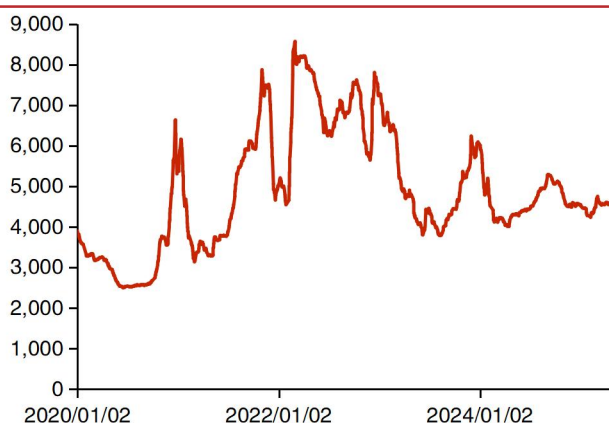
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 26：新能源现货市场周度数据 2025/4/7-2025/4/13（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
山西	300.88	95.96	-50.34%	78.48%	253.3	-8.41%	2.74%	263.66	82.47	209.82	332
山东	217.43	11.53	-91.83%	187.82%	208.7	-29.74%	-27.52%	243.99	68.52	240.53	394.9
甘肃	233.74	72.65	-26.68%	-22.69%	209.03	18.34%	-27.04%	329.69	118	300.66	307.8
蒙西	169.45	89.87	-51.84%	169.66%	117.93	-61.81%	21.07%	295.71	115.53	201.1	282.9
湖北	370.54	256.29		138.96%	349.11		-3.99%	327.65	191.78	317.02	416.1
浙江	305.31	293.64		25.11%	302.42		6.35%	307.23	239.76	300.1	415.3
安徽	351.14	265.34		126.51%	269.3		-16.24%	279.08	163.16	273.06	384.4
陕西	234.26	70.48		13.73%	169.64		-27.16%	273.75	102.03	251.38	354.5

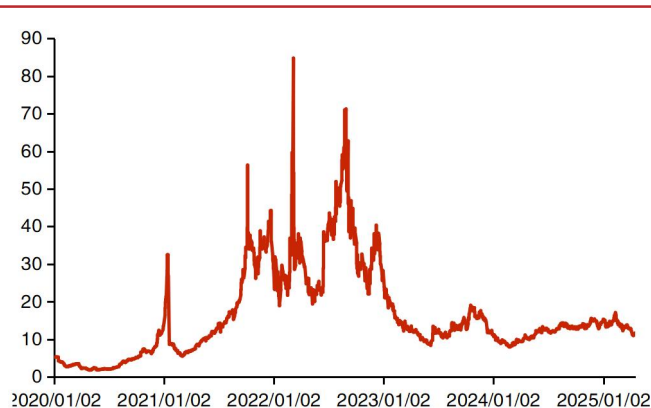
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 27：中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)



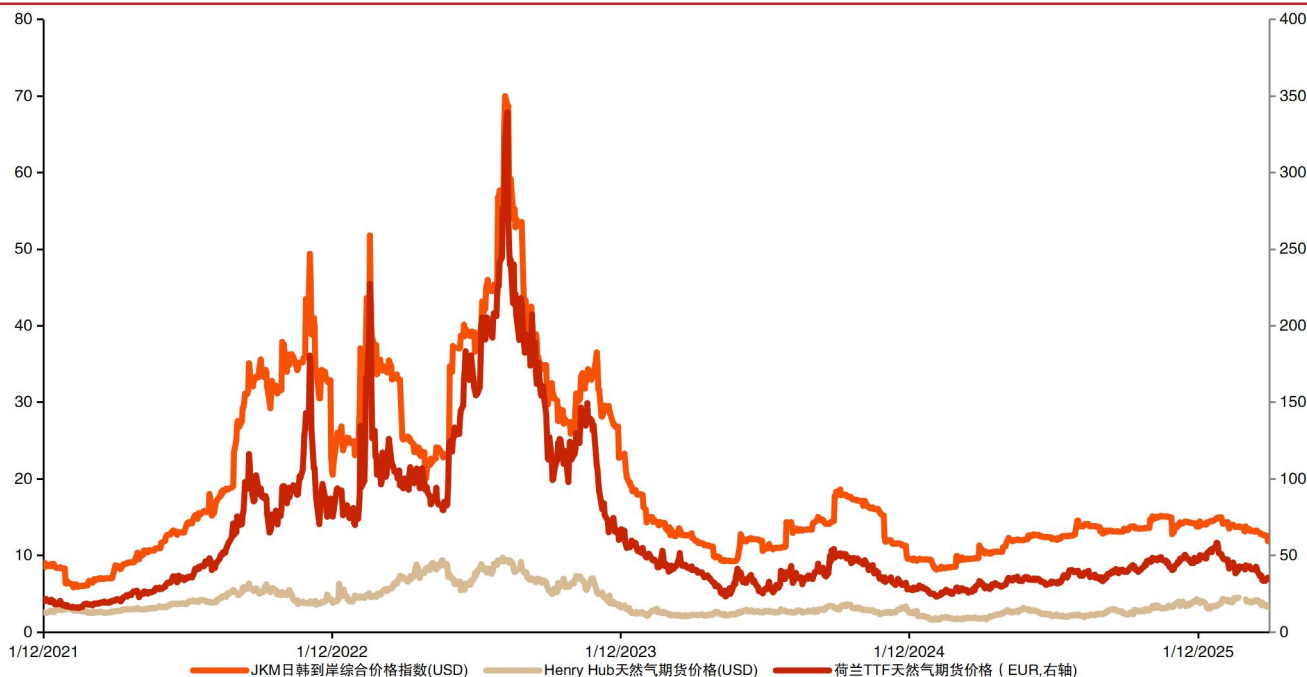
资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。

图表 28：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 29：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：电力行业健康发展与电力体制改革息息相关，一旦进展低于预期可能影响部分公司业绩表现；
- 2) 氢能推广不及预期：氢能目前仍需要政策支持，一旦推广不及预期可能影响产业链产品交付；
- 3) 煤价下跌低于预期：煤价受多种因素影响，下跌超预期可能影响煤炭公司收入。

## 6. 重点公司估值表

附表：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)
				2025/4/18	24A/24E	25E	26E	24A/24E	25E	26E	
火电转型	600011.SH	华能国际	增持	7.11	0.52	0.56	0.62	13.7	12.7	11.5	1.9
	600027.SH	华电国际	买入	5.67	0.56	0.64	0.7	10.1	8.9	8.1	1.4
	601991.SH	大唐发电	增持	2.93	0.24	0.18	0.21	12.0	16.3	14.0	1.8
	2380.HK	中国电力	买入	2.75	0.39	0.31	0.34	7.1	8.9	8.1	0.6
	0836.HK	华润电力	买入	18.44	2.78	2.95	3.06	6.6	6.3	6.0	1.0
	600795.SH	国电电力	增持	4.61	0.55	0.36	0.40	8.4	12.8	11.5	1.5
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.72	0.48	0.53	0.59	9.8	8.9	8.0	0.9
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.04	0.38	0.43	0.46	10.6	9.4	8.8	1.6
	000539.SZ	粤电力 A	-	4.43	0.18	0.22	0.27	24.1	19.8	16.2	1.0
	000543.SZ	皖能电力	买入	7.49	0.94	1.05	1.11	8.0	7.1	6.7	1.1
	600483.SH	福能股份	买入	9.69	1.08	1.14	1.25	9.0	8.5	7.8	1.1
	600021.SH	上海电力	买入	8.75	0.73	0.87	0.96	12.0	10.1	9.1	1.3
	600578.SH	京能电力	-	3.62	0.25	0.29	0.35	14.7	12.7	10.3	1.1
	600098.SH	广州发展	-	6.24	0.49	0.55	0.61	12.6	11.3	10.2	0.8
	000690.SZ	宝新能源	-	3.95	0.41	0.54	0.73	9.7	7.4	5.4	0.7
	600642.SH	申能股份	买入	9.13	0.82	0.86	0.97	11.1	10.6	9.4	1.3
	600023.SH	浙能电力	-	5.60	0.58	0.63	0.69	9.7	8.9	8.2	1.0
新能源	0916.HK	龙源电力	买入	5.67	0.76	0.86	0.91	7.5	6.6	6.2	0.6
	0956.HK	新天绿色能源	买入	3.64	0.40	0.53	0.59	9.2	6.9	6.2	0.7
	1798.HK	大唐新能源	买入	1.99	0.26	0.35	0.37	7.7	5.7	5.4	0.8
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.07	0.45	0.48	0.5	4.6	4.3	4.1	0.8
	600905.SH	三峡能源	增持	4.29	0.24	0.25	0.26	17.9	17.2	16.5	1.4
	600163.SH	中闽能源	买入	5.23	0.36	0.37	0.4	14.5	14.1	13.1	1.5
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.53	0.26	0.37	0.43	13.6	9.5	8.2	1.3
	601778.SH	晶科科技	增持	2.63	0.09	0.21	0.21	29.0	12.5	12.5	0.6
	000862.SZ	银星能源	增持	5.56	0.09	0.17	0.19	61.8	32.7	29.3	1.2
核电	600310.SH	广西能源	买入	4.80	0.04	0.05	0.09	111.6	96.0	53.3	2.3
	601985.SH	中国核电	买入	9.44	0.56	0.59	0.61	16.9	16.0	15.5	1.8
	003816.SZ	中国广核	买入	3.62	0.21	0.21	0.22	16.9	17.2	16.5	1.5
水电	600900.SH	长江电力	买入	29.58	1.39	1.46	1.53	21.3	20.3	19.3	3.5
	600025.SH	华能水电	买入	9.28	0.47	0.51	0.53	19.7	18.2	17.5	2.9
	600886.SH	国投电力	买入	14.69	1.00	1.12	1.2	14.7	13.1	12.2	1.9
	600674.SH	川投能源	买入	16.68	0.92	1.11	1.15	18.0	15.0	14.5	1.9
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.38	0.28	0.38	0.39	22.9	16.8	16.4	3.1
	002039.SZ	黔源电力	买入	16.05	0.51	1.19	1.26	31.4	13.5	12.7	1.8
综合能源服务	003035.SZ	南网能源	-	4.23	-0.02	0.14	0.17	-	29.9	25.2	2.4
	600116.SH	三峡水利	-	6.67	0.31	0.41	0.48	21.8	16.4	14.0	1.1
	600509.SH	天富能源	买入	6.17	0.44	0.54	0.61	14.0	11.4	10.1	1.1

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。

附表: 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 (lf)
				2025/4/18	24A/24E	25E	26E	24A/24E	25E	26E		
水务	0855.HK	中国水务		5.98	0.85	0.90	0.85	7	7	7	0.7	
	0371.HK	北控水务集团		2.23	0.16	0.16	0.17	14	14	13	0.8	
	0270.HK	粤海投资		6.00	0.45	0.66	0.67	13	9	9	0.9	
	000598.SZ	兴蓉环境		7.04	0.67	0.76	0.83	11	9	8	1.2	
	601158.SH	重庆水务		4.80	0.16	0.18	0.18	29	27	26	1.3	
	600461.SH	洪城环境		10.00	0.93	0.98	1.03	11	10	10	1.4	
	600008.SH	首创环保		3.08	0.48	0.25	0.26	6	13	12	1.1	
	000685.SZ	中山公用		8.52	0.85	0.99	1.12	10	9	8	0.8	
	301127.SZ	天源环保		15.05	0.52	0.71	0.91	29	21	16	3.1	
	688156.SH	路德环境		14.39	-0.56	0.44	0.79	-26	33	18	1.7	
	688466.SH	金科环境		15.76	0.00	1.21	1.50		13	10	1.8	
固废	0257.HK	光大环境	买入	3.41	0.55	0.57	0.60	6	6	6	0.4	
	0586.HK	海螺创业		7.07	1.17	1.27	1.42	6	6	5	0.3	
	301109.SZ	军信股份		18.13	0.94	1.33	1.43	19	14	13	1.4	
	601330.SH	绿色动力		6.76	0.42	0.49	0.52	16	14	13	1.2	
	600323.SH	瀚蓝环境		23.49	2.04	2.18	2.35	12	11	10	1.4	
	000885.SZ	城发环境		12.48	1.65	1.78	1.90	8	7	7	1.0	
	002034.SZ	旺能环境		16.17	1.32	1.64	1.75	12	10	9	1.1	
	002266.SZ	浙富控股		2.99	0.17	0.19	0.26	17	16	11	1.4	
	601827.SH	三峰环境		8.02	0.70	0.76	0.82	11	10	10	1.2	
	603568.SH	伟明环保		19.58	1.59	2.05	2.50	12	10	8	2.7	
	603588.SH	高能环境		5.23	0.32	0.45	0.54	17	12	10	0.9	
	000035.SZ	中国天楹		4.35	0.32	0.67	0.80	13	6	5	1.0	
	601033.SH	永兴股份	买入	15.66	0.91	1.02	1.14	17	15	14	1.3	
	301175.SZ	中科环保	增持	5.21	0.22	0.27	0.32	24	20	16	2.1	
	601200.SH	上海环境		7.71	0.43	0.45	0.47	18	17	16	0.9	
环保设备	603686.SH	福龙马		11.45	0.37	0.51	0.63	31	23	18	1.4	
	688480.SH	赛恩斯		31.64	2.01	2.40	2.93	16	13	11	2.8	
碳减排	603822.SH	嘉澳环保		53.70	-1.90	3.18	4.66	-	17	12	4.6	
	688196.SH	卓越新能		43.49	1.24	3.12	4.49	35	14	10	1.9	
	000803.SZ	山高环能		5.22	0.02	0.18	0.26	246	30	20	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

附表:燃气重点公司估值表 (元, 元/股)

代码	简称	评级	收盘价	EPS			PE			PB
			2025/4/18	24A/24E	25E	26E	24A/24E	25E	26E	
0003.HK	香港中华煤气		6.90	0.28	0.36	0.37	24.3	19.2	18.4	2.02
0384.HK	中国燃气		6.83	0.53	0.72	0.80	12.8	9.5	8.5	0.64
1083.HK	港华智慧能源		3.44	0.44	0.44	0.49	7.9	7.8	7.0	0.48
2688.HK	新奥能源		60.90	5.35	7.39	8.15	11.4	8.2	7.5	1.25
0135.HK	昆仑能源		7.53	0.69	0.85	0.91	10.9	8.9	8.2	0.96
1193.HK	华润燃气	买入	21.65	1.77	2.04	2.38	12.2	10.6	9.1	1.46
603689.SH	皖天然气	买入	8.38	0.70	0.91	1.05	12.0	9.2	8.0	1.29
601139.SH	深圳燃气	买入	6.38	0.51	0.57	0.63	12.5	11.2	10.1	1.25
605368.SH	蓝天燃气		10.71	0.72	0.94	0.96	14.9	11.4	11.2	2.11
002911.SZ	佛燃能源		10.92	0.61	0.89	1.00	17.9	12.3	11.0	3.40
600803.SH	新奥股份		19.22	1.46	2.35	2.63	13.2	8.2	7.3	2.77
603393.SH	新天然气		27.73	2.80	4.04	4.75	9.9	6.9	5.8	1.52
600256.SH	广汇能源		5.51	0.61	0.95	1.12	9.1	5.8	4.9	1.52
605090.SH	九丰能源		25.27	2.71	3.07	3.50	9.3	8.2	7.2	1.87

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。

附表: 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)
				2025/4/18	24A/24E	25E	26E	24A/24E	25E	26E	
电力信息化	600131.SH	国网信通		18.40	0.76	0.91	1.04	24	20	18	3.5
	000682.SZ	东方电子		9.36	0.50	0.61	0.74	19	15	13	2.6
	002322.SZ	理工能科	买入	12.69	0.73	0.93	1.12	17	14	11	1.6
	300682.SZ	朗新集团		12.23	0.52	0.63	0.77	24	19	16	1.7
	301162.SZ	国能日新	买入	62.51	0.93	1.43	1.75	67	44	36	5.4
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	15.29	0.94	1.30	1.50	16	12	10	1.2
	601727.SH	上海电气		7.16	0.05			148			2.1
	1133.HK	哈尔滨电气		4.72	0.00						0.6
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	22.75	1.10	1.45	1.76	21	16	13	2.0
	600406.SH	国电南瑞		23.30	0.99	1.12	1.27	23	21	18	4.2
	002028.SZ	思源电气		70.20	2.64	3.33	4.07	27	21	17	4.4
	600312.SH	平高电气		17.17	0.75	1.10	1.31	23	16	13	2.1
	601179.SH	中国西电		6.25	0.21	0.33	0.41	30	19	15	1.4
	002270.SZ	华明装备	买入	13.81	0.69	0.79	0.90	20	17	15	4.0
	688676.SH	金盘科技		30.70	1.26	1.85	2.39	24	17	13	3.2
	688190.SH	云路股份	买入	90.66	3.01	3.51	4.19	30	26	22	4.3
	301291.SZ	明阳电气		39.95	2.08	2.71	3.35	19	15	12	2.8
	300001.SZ	特锐德		23.45	0.78	1.09	1.41	30	22	17	3.6

	603556.SH	海兴电力		32.10	2.43	2.96	3.55	13	11	9	2.3
	688248.SH	南网科技		28.35	0.65	0.94	1.26	44	30	22	5.4
氢能及储能	688411.SH	海博思创		68.66		4.88	6.51		14	11	3.4
	600475.SH	华光环能	买入	8.79	0.90	1.01	1.08	10	9	8	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

附表: 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 (lf)
				2025/4/18	24A/24E	25E	26E	24A/24E	25E	26E		
风电整机	2208.HK	金风科技	买入	4.43	0.42	0.61	0.79	10.5	7.3	5.6	0.4	
	002202.SZ	金风科技		8.17	0.42	0.66	0.82	19.4	12.3	9.9	0.9	
	688349.SH	三一重能		23.77	1.54	2.08	2.45	15.4	11.4	9.7	2.1	
	601615.SH	明阳智能		10.05	0.44	1.14	1.53	23.1	8.8	6.6	0.8	
	300772.SZ	运达股份		10.64	0.67	0.91	1.24	15.9	11.7	8.6	1.3	
海缆	603606.SH	东方电缆	买入	49.53	1.47	2.46	3.02	33.7	20.1	16.4	5.0	
	600522.SH	中天科技		13.83	0.98	1.22	1.42	14.1	11.4	9.8	1.4	
	600487.SH	亨通光电		15.10	1.14	1.39	1.62	13.2	10.9	9.3	1.3	
	600973.SH	宝胜股份		4.31	-0.22	0.07	0.09	-	64.2	45.8	1.7	
管桩	002531.SZ	天顺风能		6.86	0.13	0.70	0.92	54.9	9.8	7.4	1.4	
	300129.SZ	泰胜风能		6.32	0.19	0.56	0.80	32.5	11.4	7.9	1.3	
	002487.SZ	大金重工		26.99	0.74	1.30	1.82	36.5	20.8	14.8	2.4	
	301155.SZ	海力风电		60.01	0.45	3.52	4.56	132.7	17.1	13.2	2.4	
叶片	002080.SZ	中材科技		13.21	0.53	0.91	1.13	24.9	14.6	11.7	1.2	
	600458.SH	时代新材		11.38	0.55	0.88	1.08	20.7	12.9	10.6	1.5	
其他零部件	300443.SZ	金雷股份		18.58	0.54	1.34	1.78	34.6	13.8	10.4	1.0	
	603218.SH	日月股份		11.33	0.62	0.79	0.92	18.2	14.3	12.4	1.2	
	688186.SH	广大特材		24.25	0.56	1.23	1.62	43.3	19.6	14.9	1.5	
	300850.SZ	新强联		28.50	0.09	1.18	1.49	313.5	24.1	19.1	2.1	

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。