

2025 年 11 月 09 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
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



电力三季报回顾：绿电核电延续承压 火电降本增利水电延续稳健

——大能源行业 2025 年第 45 周周报（20251109）

投资要点：

- **电力三季报业绩回顾：绿电核电延续承压 火电降本增利水电延续稳健**
- **绿电：盈利持续承压 现金流大幅好转**

2025 年三季度，除新天绿色能源、晶科科技、银星能源归母净利润有所上涨外，其余公司 Q3 归母净利润均有所下降，其中新天绿色能源、晶科科技归母净利润上涨主因费用超预期压降、投资收益提升，而银星能源收入利润双增主因电量超预期增长。

新能源公司盈利下滑的主要原因在于利用小时数、电价下滑。1) 电量：三季度风资源较差，叠加新能源装机超速带来的限电率提升，导致全行业三季度新能源利用小时数均出现下降，进入 10 月份，风电发电量持续下滑，以部分上市公司的发电量数据来看，龙源电力 10 月风电发电量下滑 12.1%，新天绿色能源下滑 21.3%，协合新能源下滑 12.4%。2) 电价：企业参与市场化交易比例提升，叠加市场化电价持续下滑，绿电企业三季度电价持续下探。

值得关注的是，Q3 绿电公司经营现金流大幅增长，主因其收到的补贴回款同比大幅增加。根据公司公告，今年 8 月份部分新能源企业收到较大金额的国补回款，使得其 1-8 月累计所获补贴甚至远超 2024 年全年，受此影响，新能源公司经营现金流大幅好转。

- **火电&水电：火电降本增利 水电延续稳健**

前三季度主流火电运营商利润增厚明显，或主要受益于煤价下行，部分公司成本控制效果明显。2025 年火电运营商在电量电价双降下，营收面临下行压力，但受益于煤价下行，前三季度秦皇岛下水煤（5500 大卡）现货价格平均下降 191 元/吨，主流火电运营商归母净利润仍大幅上涨。除煤价下降带来的利润增厚外，其他成本下降仍值得重视。考虑到煤电 20 年左右的折旧年限，部分电厂折旧将会陆续到期。预计折旧到期与财务降费或持续贡献增利。

水电板块，短期经营受来水压制，流域来水分化业绩表现不一。根据应急管理部，2025 年前三季度全国平均降水量 571.3 毫米，较常年同期偏多 1.7%，但弱于 2024 年。在梯级调度下，部分大水电前三季度营收略微下滑。小水电收入与区域来水关系较大，黔源电力表现突出。利润层面，水电整体表现尚可，同为重资产行业，与火电类似，水电的降本在财务费用方面持续增厚利润。

- **核电：盈利继续承压 广东电价有望提升**

2025 年 Q3，核电企业归母净利润均有所下滑，其中中国核电由于新能源板块拖累，其利润下滑幅度明显高于中国广核，剔除新能源利润影响后，我们判断两家公司利润下滑幅度基本相当。

电价下降是核电企业面临的共同压力，中国广核 Q3 费用压降、其他收益增长抵消部分影响。2025Q3 中国广核实现发电量 625.1 亿千瓦时，同比小幅下滑 3%，但受市

场化交易电价下滑影响，公司收入下滑 10.2%，不过公司控费效果显著，2025Q3 中国广核研发费用下降 2.1 亿元，财务费用下降 2.2 亿元，其他收益增加 3.4 亿元；2025 年 Q3 中国核电实现核电发电量 511.5 亿千瓦时，同比增长 10%，但受到市场化电价下降、其他收益下滑（增值税退税同比减少）以及所得税大幅增长，公司核电归母净利润下滑明显。

重点推荐：1）中长期维度持续关注优质水电长江电力、国投电力、川投能源，以及港股低估值风电龙源电力（H）、大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源；2）短中期维度关注具备穿越周期能力的优质龙头，华润电力、龙源电力；3）区域性标的嘉泽新能、黔源电力。

建议关注：新筑股份、远达环保、吉电股份。

- **风险提示：**用电需求不及预期，新能源入市政策低于预期，煤价涨幅超预期，绿色甲醇需求不及预期，政策落地不及预期。

内容目录

1. 电力三季报回顾：绿电核电延续承压 火电降本增利水电延续稳健	5
1.1. 绿电：盈利持续承压 现金流大幅好转	5
1.2. 火电&水电：火电降本增利 水电延续稳健	7
1.3. 核电：盈利继续承压 广东电价有望提升	10
2. 定期数据更新	11
3. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 主要绿电公司三季度业绩表现 (单位: 亿元)	5
图表 2: 2024-2025 年风电单月利用小时数变化	6
图表 3: 2025 年 7-9 月分省风电利用小时数变化	6
图表 4: 2024-2025 年光伏单月利用小时数变化	6
图表 5: 2025 年 7-10 月部分企业风电发电量增速	6
图表 6: 2024Q3-2025Q3 绿电公司经营现金流变化情况 (单位: 亿元)	7
图表 7: 新能源公司收回补贴情况一览表 (单位: 亿元)	7
图表 8: 主流火电运营商 2025 年前三季度经营情况 (亿元)	7
图表 9: 秦皇岛港动力末煤平仓价 (Q5500, 元/吨)	8
图表 10: 主流火电运营商 2025 年前三季度经营情况 (亿元)	9
图表 11: 主流水电运营商 2025 年前三季度经营情况 (亿元)	9
图表 12: 核电公司三季度收入盈利情况 (亿元)	10
图表 13: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)	11
图表 14: 环渤海港煤炭库存 (万吨)	11
图表 15: 三峡入库流量(立方米/秒)	11
图表 16: 三峡出库流量(立方米/秒)	11
图表 17: 多晶硅致密料价格 (元/kg)	12
图表 18: 双面双玻组件(元/W)	12
图表 19: 现货市场周度数据 2025/10/27-2025/11/2 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基 准价)	12
图表 20: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)	13
图表 21: 全球主要市场 LNG 价格指数	13

1. 电力三季报回顾：绿电核电延续承压 火电降本增利水电延续稳健

1.1. 绿电：盈利持续承压 现金流大幅好转

如下表所示，2025 年三季度，除新天绿色能源、晶科科技、银星能源归母净利润有所上涨外，其余公司 Q3 归母净利润均有所下降，其中新天绿色能源、晶科科技归母净利润上涨主因费用超预期压降、投资收益提升，而银星能源收入利润双增主因电量超预期增长。

图表 1：主要绿电公司三季度业绩表现（单位：亿元）

代码	简称	收入						归母净利润					
		24Q3	25Q3	yoy	24Q1-3	25Q1-3	yoy	24Q3	25Q3	yoy	24Q1-3	25Q1-3	yoy
0916.HK	龙源电力	74.7	65.6	-12.1%	263.5	222.2	-15.7%	16.5	10.9	-33.6%	56.7	46.1	-18.6%
0956.HK	新天绿色能源	36.5	35.4	-3.0%	157.9	144.5	-8.5%	0.7	1.5	123.0%	15.0	15.6	4.2%
1798.HK	大唐新能源	24.6	25.6	4.3%	90.9	94.1	3.6%	1.0	-0.3	-133.4%	18.7	16.5	-11.6%
600905.SH	三峡能源	66.4	65.5	-1.5%	215.9	212.8	-1.4%	10.5	5.0	-52.8%	50.9	43.1	-15.3%
600163.SH	中闽能源	2.7	2.8	2.5%	10.9	10.6	-2.0%	0.7	0.1	-79.8%	4.1	3.3	-19.8%
601619.SH	嘉泽新能	5.7	5.5	-4.3%	18.0	18.5	2.5%	1.4	1.3	-2.7%	5.5	5.9	8.0%
601778.SH	晶科科技	19.5	10.0	-48.9%	38.5	31.2	-19.0%	1.3	2.3	76.5%	2.2	3.6	62.0%
000862.SZ	银星能源	3.0	3.2	5.6%	9.2	9.6	4.6%	0.6	0.7	20.4%	1.9	2.4	24.6%
000591.SZ	太阳能	15.0	13.8	-8.5%	47.0	40.2	-14.5%	4.8	4.5	-5.9%	12.9	11.3	-12.8%
601016.SH	节能风电	11.6	9.6	-17.2%	37.9	33.9	-10.5%	3.1	1.2	-61.0%	11.8	7.5	-36.4%
600930.SH	华电新能	75.8	93.6	23.4%	246.6	291.1	18.0%	14.9	14.7	-1.3%	76.9	77.1	0.2%
600821.SH	金开新能	9.4	9.2	-2.0%	28.0	28.4	1.3%	2.6	1.2	-52.9%	7.5	5.6	-24.8%
000537.SZ	中绿电	11.1	13.7	23.1%	28.9	36.8	27.1%	4.5	1.9	-58.5%	9.2	8.1	-12.0%

资料来源：wind，华源证券研究所

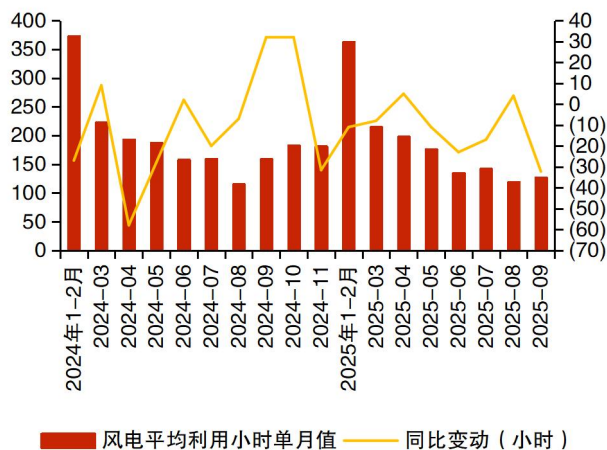
新能源公司盈利下滑的主要原因在于利用小时数、电价下滑。1) **电量**：三季度风资源较差，叠加新能源装机超速带来的限电率提升，导致全行业三季度新能源利用小时数均出现下降。2) **电价**：企业参与市场化交易比例提升，叠加市场化电价持续下滑，绿电企业三季度电价持续下探。

根据中电联的数据，2025 年 1-9 月，全国风电利用小时数同比下滑 93 小时，2025 年 7-9 月单月全国风电利用小时数同比分别变化-17、4、-32 小时；分省来看，2025 年 7-9 月广东、宁夏、福建、青海、内蒙古、吉林、上海等省市利用小时数有所上涨，其他省份利用小时数均有所下滑，其中湖北、广西、海南、安徽四省降幅明显；

而在光伏方面，2025 年 1-9 月全国光伏利用小时数同比下降 84 小时，7-9 月单月全国光伏利用小时数同比分别变化 4、-15、-7 小时。

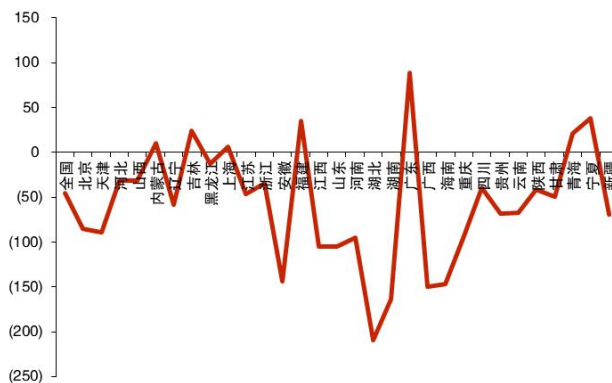
进入 10 月份，风电发电量持续下滑，以部分上市公司的发电量数据来看，龙源电力 10 月风电发电量下滑 12.1%，新天绿色能源下滑 21.3%，协合新能源下滑 12.4%。

图表 2：2024-2025 年风电单月利用小时数变化



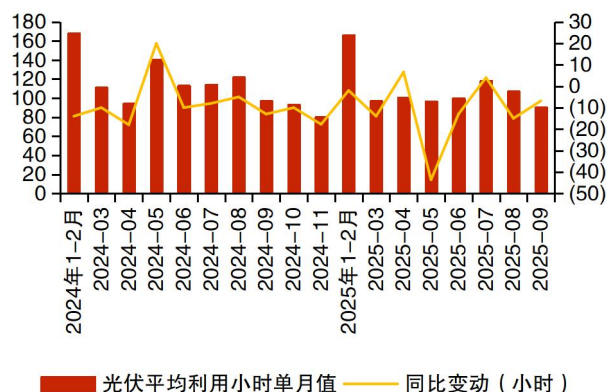
资料来源：中电联，华源证券研究所

图表 3：2025 年 7-9 月分省风电利用小时数变化



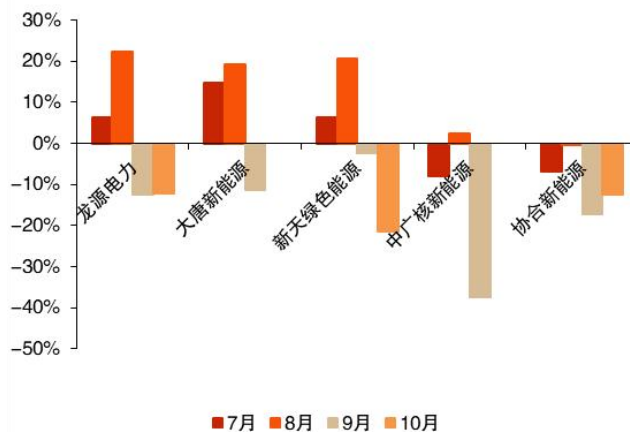
资料来源：中电联，华源证券研究所

图表 4：2024-2025 年光伏单月利用小时数变化



资料来源：中电联，华源证券研究所

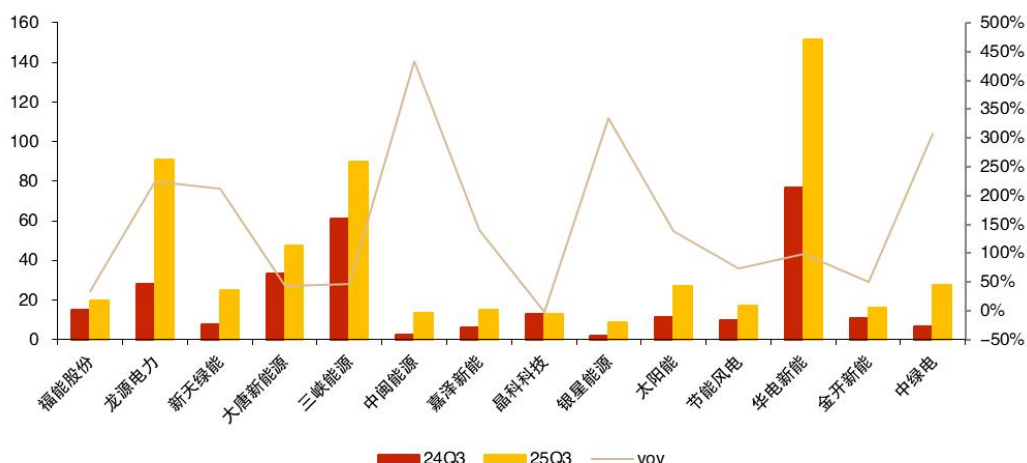
图表 5：2025 年 7-10 月部分企业风电发电量增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

值得关注的是，Q3 绿电公司经营现金流大幅增长，主因其收到的补贴回款同比大幅增加。根据公司公告，今年 8 月份部分新能源企业收到较大金额的国补回款，使得其 1-8 月累计所获补贴甚至远超 2024 年全年，受此影响，新能源公司经营现金流大幅好转。

图表 6：2024Q3-2025Q3 绿电公司经营现金流变化情况（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：新能源公司收回补贴情况一览表（单位：亿元）

	公司	2024	2025 年累计	2025 年 8 月	2025 年累计 回收/2024 年 全年回收	2025 年 8 月回 收/2025 年累 计回收
新能源发电	金开新能	6.39	12.14	9.39	190%	77.3%
	太阳能	13.66	23.19	16.92	170%	73.0%
	晶科科技	5.37	8.91	6.46	166%	72.5%
	云南能投		5.91	3.09		52.3%
	林洋能源	1.73	3.06	2.03	177%	66.3%
生物质发电	光大绿色环保		20.64			

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

注：光大绿色环保 2025 年 7-8 月收到可再生能源补贴金额 20.64 亿元；云南能投为截至 2025 年 9 月 4 日收到补贴情况，其余公司为 2025 年 1-8 月收到补贴情况

1.2. 火电&水电：火电降本增利 水电延续稳健

前三季度主流火电运营商利润增厚明显，或主要受益于煤价下行，部分公司成本管控效果明显。在 2025 年中长期电价同比 2024 年下行的背景下（电价），叠加新机组带来的供给挤压（电量），火电运营商在电量电价双降下，营收面临下行压力，少数公司存在增量机组抵御存量营收的下滑。但受益于煤价下行，前三季度秦皇岛下水煤（5500 大卡）现货价格平均下降 191 元/吨，主流火电运营商归母净利润仍大幅上涨。部分企业业绩下滑主要系减值或其他非经常性压力影响。

图表 8：主流火电运营商 2025 年前三季度经营情况（亿元）

公司	营收			归母净利润		
	2024 前三季 度	2025 前三季 度	yoy	2024 前三季 度	2025 前三季 度	yoy
华能国际	1843.96	1729.75	-6%	104.13	148.41	43%
国电电力	1338.62	1252.05	-6%	91.91	67.77	-26%

大唐发电	909.86	893.45	-2%	44.29	67.12	52%
华电国际	848.11	958.72	13%	51.56	64.37	25%
浙能电力	662.96	588.14	-11%	67.00	62.30	-7%
申能股份	223.72	209.32	-6%	32.81	33.15	1%
江苏国信	279.84	261.48	-7%	29.21	32.28	11%
京能电力	250.04	261.60	5%	14.15	31.70	124%
上海电力	325.66	321.54	-1%	24.59	30.50	24%
陕西能源	168.35	163.59	-3%	24.97	24.17	-3%
内蒙华电	165.83	150.52	-9%	24.69	22.08	-11%
皖能电力	225.41	217.73	-3%	15.83	19.06	20%
建投能源	157.71	164.82	5%	4.36	15.83	263%
赣能股份	51.06	51.69	1%	6.39	8.71	36%
宝新能源	61.06	67.54	11%	5.92	8.21	39%
淮河能源	235.95	213.03	-10%	8.42	7.52	-11%
粤电力 A	425.17	377.17	-11%	14.67	5.84	-60%
天富能源	67.45	59.29	-12%	4.94	3.74	-24%
华银电力	61.63	63.62	3%	0.34	3.57	955%

资料来源：wind，华源证券研究所。注：2024 年前三季度数据非调整后数据，部分公司存在资产调整带来的口径差异。同比数据非调整后同比数据。

图表 9：秦皇岛港动力末煤平仓价（Q5500，元/吨）



注：截至2025年11月7日，现货价不考虑延期

资料来源：wind，华源证券研究所。注：2025 年 q4 煤价为 10 月 1 日至 11 月 7 日数据。

除煤价下降带来的利润增厚外，其他成本下降仍值得重视。以华能国际为例，煤价下降带来的成本改善全部反映在毛利变动中，另外，考虑到煤电厂 20 年左右的折旧年限，十四五

以及十五五期间，部分电厂折旧将会陆续到期。此外，在财务费用上，考虑到火电厂近几年的盈利情况以及利率走势，预计财务费用或持续贡献增利。

图表 10：主流火电运营商 2025 年前三季度经营情况（亿元）

证券简称	毛利变动	营业利润变动	营业利润变动减去毛利变动	归母净利润变动
华能国际	49.55	59.77	10.22	44.28
国电电力	11.85	-21.29	-33.14	-24.14
大唐发电	40.14	35.43	-4.71	22.83
华电国际	39.13	26.56	-12.58	12.81
浙能电力	-6.04	-11.05	-5.01	-4.71
申能股份	4.50	2.67	-1.83	0.34
江苏国信	4.84	8.31	3.47	3.07
京能电力	26.34	24.99	-1.35	17.55
上海电力	6.66	9.73	3.08	5.91
陕西能源	-1.94	-0.67	1.27	-0.81
内蒙华电	-1.26	1.13	2.40	-2.62
皖能电力	8.63	6.99	-1.64	3.23
建投能源	20.97	21.11	0.15	11.47
赣能股份	3.86	3.37	-0.48	2.32
宝新能源	3.05	3.13	0.07	2.29
淮河能源	-2.48	-1.17	1.30	-0.90
粤电力 A	-15.42	-15.39	0.03	-8.83
天富能源	0.12	-0.40	-0.52	-1.20
华银电力	3.56	3.44	-0.12	3.23

资料来源：wind，华源证券研究所。注：图表中均为同比变动

水电板块，短期经营受来水压制，流域来水分化业绩表现不一。根据应急管理部，2025 年前三季度全国平均降水量 571.3 毫米，较常年同期偏多 1.7%，但弱于 2024 年。在梯级调度下，部分大水电前三季度营收略微下滑。小水电收入与区域来水关系较大，黔源电力表现突出。利润层面，水电整体表现尚可，同为重资产行业，与火电类似，水电的降本在财务费用方面持续增厚利润。

图表 11：主流水电运营商 2025 年前三季度经营情况（亿元）

证券简称	营收			归母净利润		
	2024 前三季度	2025 前三季度	yoy	2024 前三季度	2025 前三季度	yoy
长江电力	663.31	657.41	-0.89%	280.25	281.93	0.60%
华能水电	194.18	206.41	6.30%	72.26	75.39	4.34%
国投电力	443.95	405.72	-8.61%	65.78	65.17	-0.92%
川投能源	10.87	11.40	4.95%	44.22	42.21	-4.54%
桂冠电力	73.54	73.35	-0.25%	21.64	24.19	11.80%
湖北能源	154.07	135.21	-12.24%	24.61	23.36	-5.07%

黔源电力	14.66	21.69	47.99%	2.65	4.93	85.74%
------	-------	-------	--------	------	------	--------

资料来源：wind，华源证券研究所

1.3. 核电：盈利继续承压 广东电价有望提升

2025 年 Q3，核电企业归母净利润均有所下滑，其中中国核电由于新能源板块拖累，其利润下滑幅度明显高于中国广核，剔除新能源利润影响后，我们判断两家公司利润下滑幅度基本相当。

电价下降是核电企业面临的共同压力，中国广核 Q3 费用压降、其他收益增长抵消部分影响。2025Q3 中国广核实现发电量 625.1 亿千瓦时，同比小幅下滑 3%，但受市场化交易电价下滑影响，公司收入下滑 10.2%，不过公司控费效果显著，2025Q3 中国广核研发费用下降 2.1 亿元，财务费用下降 2.2 亿元，其他收益增加 3.4 亿元；2025 年 Q3 中国核电实现核电发电量 511.5 亿千瓦时，同比增长 10%，但受到市场化电价下降、其他收益下滑（增值税退税同比减少）以及所得税大幅增长，公司核电归母净利润下滑明显。

当前广东省电价方案已出，取消“变动成本补偿”预计将给中国广核电价带来正向影响，后续需重点关注其余省份电价情况。根据广东省近期披露的《广东电力市场 2026 年年度交易关键机制和参数》方案，其中明确提到“核电机组不再执行变动成本补偿机制”，意味着核电不再要求在交易电价基础上扣减“核定上网电价、年月中长期市场交易均价中的较大值与市场参考价之差的 85%”（扣减绝对值约为 4 分钱），因此即使 2026 年核电年度市场化交易价格维持交易下限 0.372 元/千瓦时，其仍然比 2025 年年度长协价格 0.352 元/千瓦时（2025 年市场化交易价格 0.392-变动成本补偿 0.04）上涨 2 分钱，预计将增益中国广核 2026 年盈利。

图表 12：核电公司三季度收入盈利情况（亿元）

		收入						归母净利润					
		24Q3	25Q3	yoy	24Q1-3	25Q1-3	yoy	24Q3	25Q3	yoy	24Q1-3	25Q1-3	yoy
601985.SH	中国核电	192.5	203.7	5.8%	561.8	607.2	8.1%	30.5	23.4	-23.4%	89.3	80.0	-10.4%
003816.SZ	中国广核	228.9	205.6	-10.2%	622.7	597.2	-4.1%	28.7	26.2	-8.7%	99.8	85.8	-14.1%

资料来源：wind，华源证券研究所

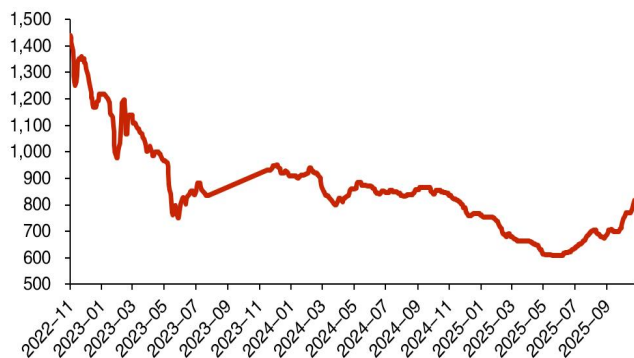
投资分析意见：1）在中长期维度，仍然看好类水电的商业模式，持续关注水电与优质风电运营商；2）在短中期维度，电力行业面临短期的供需错配以及现货市场加速带来的电价不确定性提升，我们建议关注具有优质资产以及优秀管理能力的公司；3）除被动防御型战略，成长弹性方向，建议关注低估值向下风险较低，同时业绩具有弹性的区域性标的。

重点推荐：1）中长期维度持续关注优质水电长江电力、国投电力、川投能源，以及港股低估值风电龙源电力（H）、大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源；2）短中期维度关注具备穿越周期能力的优质龙头，华润电力、龙源电力；3）区域性标的嘉泽新能、黔源电力。

建议关注：新筑股份、远达环保、吉电股份。

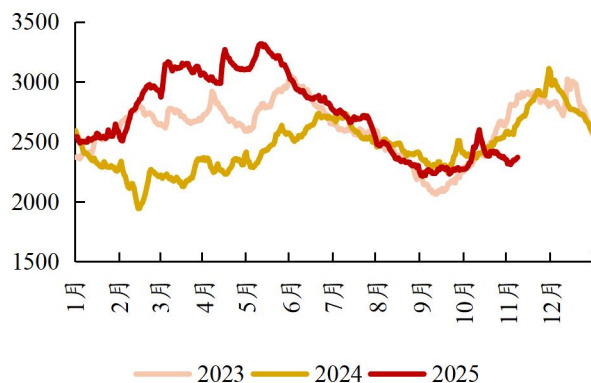
2. 定期数据更新

图表 13: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)



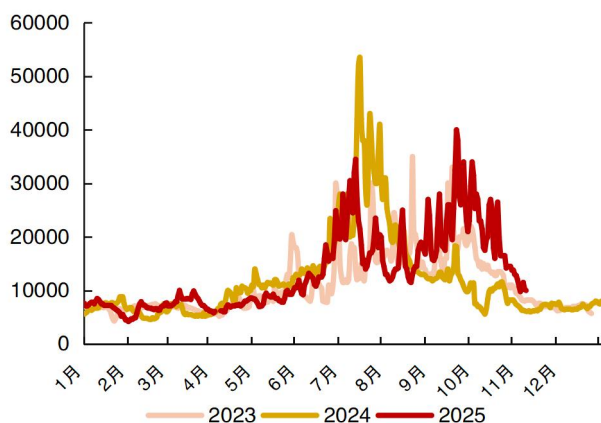
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 14: 环渤海港煤炭库存 (万吨)



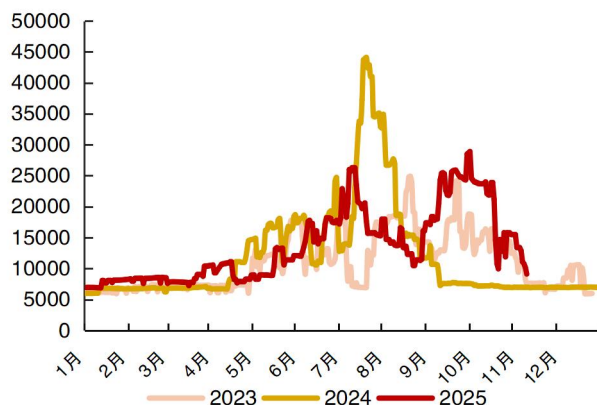
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 15: 三峡入库流量 (立方米/秒)



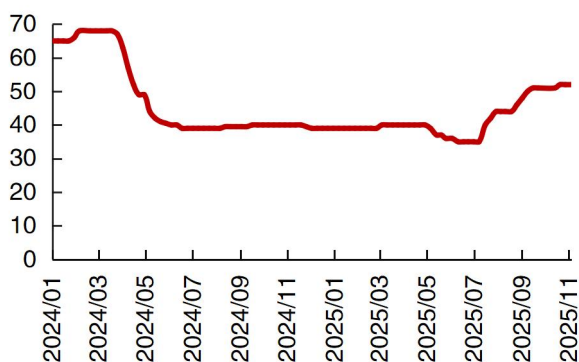
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 16: 三峡出库流量 (立方米/秒)



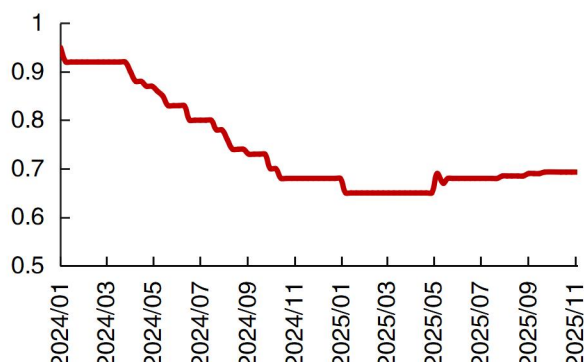
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 17：多晶硅致密料价格（元/kg）



资料来源：infolink，华源证券研究所

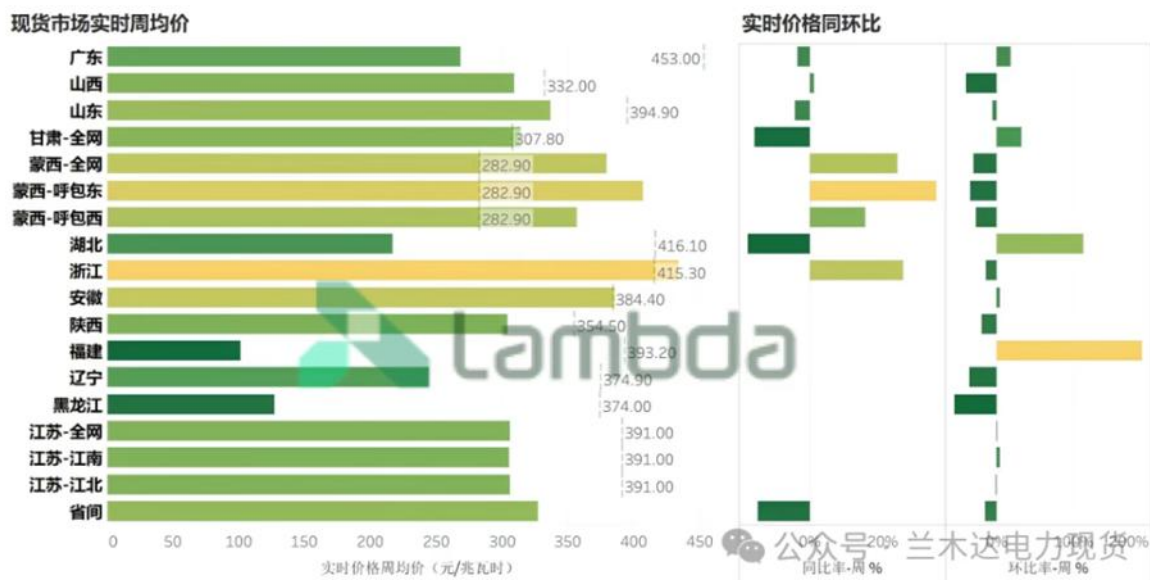
图表 18：双面双玻组件（元/W）



资料来源：infolink，华源证券研究所

注：2025 年 5 月 7 日起改为 topcon 型组件价格

图表 19：现货市场周度数据 2025/10/27-2025/11/2（元/兆瓦时，下图虚线为燃煤发电基准价）



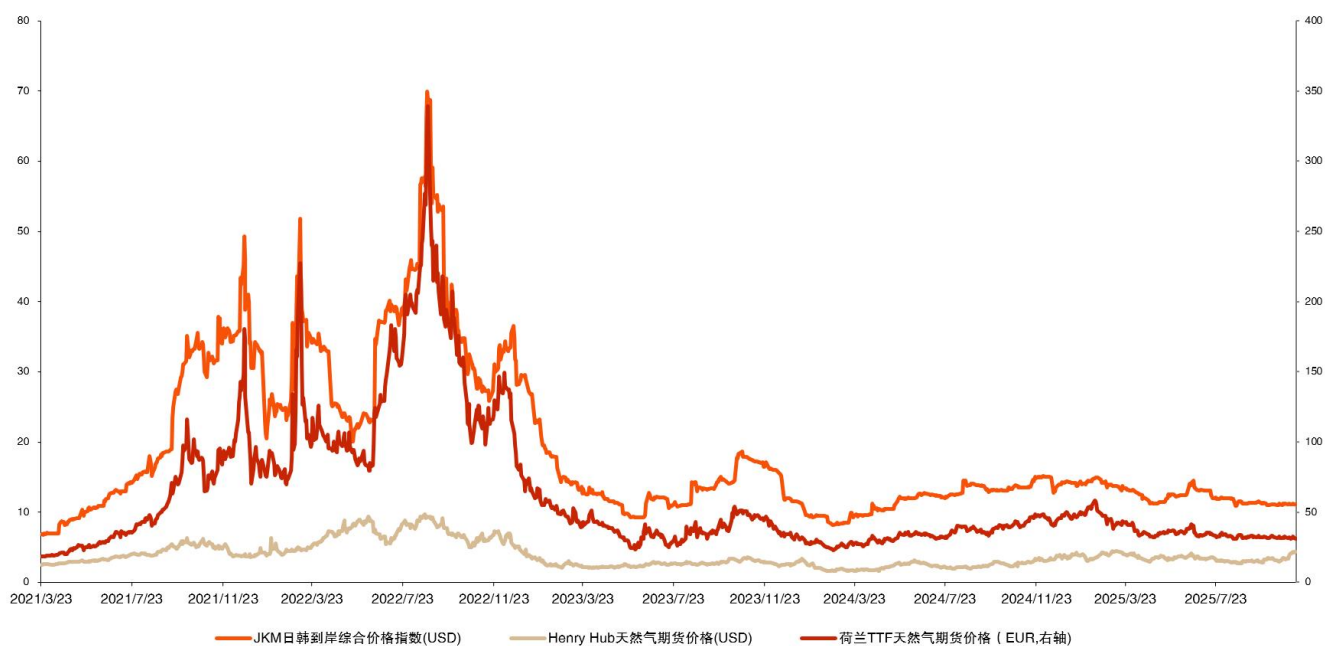
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 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：全球主要市场 LNG 价格指数



资料来源：investing，华源证券研究所

3. 风险提示

用电需求不及预期，新能源入市政策低于预期，煤价涨幅超预期，绿色甲醇需求不及预期，政策落地不及预期。

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。