

2026年01月25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
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

板块表现：



12月原煤产量同比降幅扩大，寒潮带动欧美气价大幅上涨

——大能源行业 2026 年第 3 周周报（20260125）

投资要点：

➢ **煤炭：12月原煤产量同比降幅扩大，元旦后保供产能退出已开启**

原煤产量环比延续季节性回升，同比降幅扩大。据国家统计局数据，2025年12月，全国原煤产量为43704万吨，同比-1.0%。11月下旬以来，煤价高位回落，持续走低，核心在于季节性需求远逊同期。随着南方冬储结束，下游采购力度放缓，而气温相较同期显著偏高，采暖需求不足，电厂日耗显著低于近年同期，叠加新能源出力恢复后再次挤占火电空间，电厂库存快速上行，煤价持续承压。**我们认为，2025年7月以来，煤炭行业“反内卷”查超产政策成功推动行业整体产量收缩，扭转了上半年原煤产量同比高增的局面，下半年国内原煤产量实现持续同比下降。2026年1月初，部分省份推动煤炭部分保供产能退出，本轮保供产能退出政策在2025年9月1日陕西省发改委文件中已有体现，也符合市场此前预测，若全国铺开，预计退出规模较大。根据我们测算，当前煤炭年度宽松约1亿吨水平，若相关保供产能退出落地，有望大幅改善煤炭供需，并推动煤炭库存显著去化，2026年内煤价弹性可期。**

12月进口煤量同比转正，价差扩大致进口短期回升。据海关总署数据，2025年12月我国煤及褐煤进口量为5860万吨，同比+11.9%，较11月回升31.8pct；2025年1-12月累计进口煤及褐煤49027万吨，同比-9.6%，跌幅较1-11月收窄2.4pct。**国内煤价于11月中旬快速回升，进口煤价格优势显著，订单短暂增加，此外印尼将于2026年征收煤炭出口关税，一定程度上促使进口煤年底抢运，上述原因导致12月到港进口煤同比转正，但12月以来国内煤价显著下跌，进口煤价格优势已经显著缩窄，进口积极性或再次下降，预计2026年1月进口煤同环比均有望下降。**

投资分析意见：建议积极关注（1）稳健的头部动力煤标的：**中国神华、中煤能源、陕西煤业**；（2）高弹性煤炭标的：**兖矿能源**。

➢ **天然气：2025年国产气产量同比增长6.2% 寒潮带动欧美气价大幅上涨**

国家统计局发布最新数据显示，2025年我国规上工业天然气产量2619亿立方米，同比增长6.2%。2025年全年国产气占总供给的比重提升至59.6%，我国天然气自主保障能力进一步提升。我国天然气生产呈现“陆海并进、常非并举、深浅结合”的多元化格局，非常规气开发成为多个省份的新增长点。

根据海关总署发布最新数据，2025年我国天然气进口量同比减少2.8%，其中管道气、LNG进口量分别同比+8.0%、-10.6%。由于国际油价下行和进口长协份额增加，叠加四季度以来国际现货气价大幅回落，我国天然气进口均价同比持续大幅回落，2025年12月我国天然气进口平均单价437.54美元/吨，同比下跌14.4%；2025年1-12月我国天然气进口累计均价443.76美元/吨，同比下跌10.3%。

寒潮或影响美国天然气生产、需求及库存情况，2026年1月23日Henry Hub天然气期货价格环比上周上涨70.0%。我们分析HH价格上涨对国内影响有限，一方面寒潮等极端天气仅影响短期气价波动，另一方面2024年美国LNG进口量仅占我国LNG总进口量的5%，2025年受关税影响占比或进一步下降，综合来看对国内天然气综合进口成本影响有限。

受持续极寒天气及多重供需扰动影响，2026年以来荷兰TTF天然气期货价格上涨43.2%。目前欧洲天然气库存已处于2020年以来同期最低位置（2022年除外），受极寒气流、管道气进口份额收缩、气电发电需求走高等多重因素叠加导致库存利用速度快速上升，对气价产生短期扰动作用。

投资分析意见：国产气产量持续提升，煤层气等非常规气作用日益凸显，建议关注上游煤层气开采标的：**新天然气、首华燃气、蓝焰控股**；业务结构优化、气源成本改善，建议关注全国及区域性下游城燃标的：**华润燃气、新奥能源、昆仑能源、香港中华煤气、中国燃气、港华智慧能源、深圳燃气、佛燃能源、皖天然气**等；低价海外气源释放，建议关注具备低价长协资源和成本优势的天然气产业链一体化标的：**新奥股份、九丰能源、新天绿色能源**等。

风险提示：用电需求不及预期，煤价波动存在不确定性，天然气价格波动风险

内容目录

1. 煤炭：12月原煤产量同比降幅扩大，元旦后保供产能退出已开启	5
1.1. 原煤产量环比延续季节性回升，同比降幅扩大	5
1.2. 12月进口煤量同比转正，价差及抢运致进口短期回升	6
2. 天然气：2025年国产气产量同比增长6.2% 寒潮带动欧美气价大幅上涨	9
2.1. 2025年我国天然气产量同比增长6.2%，天然气进口量同比减少2.8%	9
2.2. 寒潮带动美国气价大幅上涨 欧洲天然气库存告急	12
3. 定期数据更新	14
4. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 全国原煤产量-当月对比 (万吨)	6
图表 2: 全国原煤产量同比增速	6
图表 3: 山西原煤产量-当月对比 (万吨)	6
图表 4: 内蒙原煤产量-当月对比 (万吨)	6
图表 5: 陕西原煤产量-当月对比 (万吨)	6
图表 6: 新疆原煤产量-当月对比 (万吨)	6
图表 7: 进口煤及褐煤-当月对比 (万吨)	7
图表 8: 进口煤及褐煤-累计对比 (万吨)	7
图表 9: 进口澳大利亚动力煤-当月对比 (万吨)	8
图表 10: 进口印尼动力煤-当月对比 (万吨)	8
图表 11: 高热值动力煤供给曲线	8
图表 12: 低热值动力煤供给曲线	8
图表 13: 澳大利亚纽卡斯尔港动力煤 Q6000FOB 价 (美元/吨)	8
图表 14: 印尼动力煤 Q3800FOB 价 (美元/吨)	8
图表 15: 2016-2025 年我国天然气产量及增速 (亿立方米)	9
图表 16: 2016-2025 年我国天然气供给结构	9
图表 17: 2024-2025 年我国分省市天然气产量及同比增速 (亿立方米)	10
图表 18: 2016-2025 年我国天然气进口量及增速 (万吨)	10
图表 19: 2016-2025 年我国管道气进口量及增速 (万吨)	11
图表 20: 2016-2025 年我国 LNG 进口量及增速 (万吨)	11
图表 21: 2021-2025 年天然气进口均价当月值 (美元/吨)	11
图表 22: 2021-2025 年天然气进口均价累计值 (美元/吨)	11
图表 23: 布伦特原油现货月均价 (滞后 6 个月) (美元/桶) 与我国管道气进口均价 (美元/吨)	12
图表 24: 我国进口现货价格 (CLD) 和日韩到岸综合价格指数 (JKM) (美元/百万英热)	12
图表 25: 全球主要市场 LNG 价格指数 (美元/百万英热)	13
图表 26: 美国天然气库存情况 (十亿立方英尺)	13
图表 27: 欧洲天然气库存情况 (TWh)	13

图表 28: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)	14
图表 29: 环渤海港煤炭库存 (万吨)	14
图表 30: 三峡入库流量(立方米/秒)	14
图表 31: 三峡出库流量(立方米/秒)	14
图表 32: 多晶硅致密料价格 (元/kg)	14
图表 33: 双面双玻组件(元/W)	14
图表 34: 现货市场周度数据 1.12-1.18 (元/兆瓦时)	15
图表 35: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)	15
图表 36: 全球主要市场 LNG 价格指数 (美元/百万英热)	16

1. 煤炭：12月原煤产量同比降幅扩大，元旦后保供产能退出已开启

1.1. 原煤产量环比延续季节性回升，同比降幅扩大

12月全国原煤产量环比上涨，同比降幅扩大。据国家统计局数据，2025年12月，全国原煤产量为43704万吨，同比-1.0%，降幅较11月扩大0.5pct，年内同比连续6个月转负，其中，2025年12月，山西原煤产量同比增速为-0.7%，降幅较11月缩窄2.6pct；内蒙古原煤产量同比持平，较11月回升2.0pct；陕西原煤产量同比增速+5.9%，增幅较11月扩大1.3pct，新疆原煤产量同比-8.0%，降幅较11月扩大6.4pct。7月国家能源局下发煤炭“查超产”通知，此轮政策影响逐渐进入稳定平台期，叠加年底新矿投产，晋陕蒙产能有所释放，新疆产能受政策影响较为明显，叠加高基数影响，2025年12月降幅较明显。

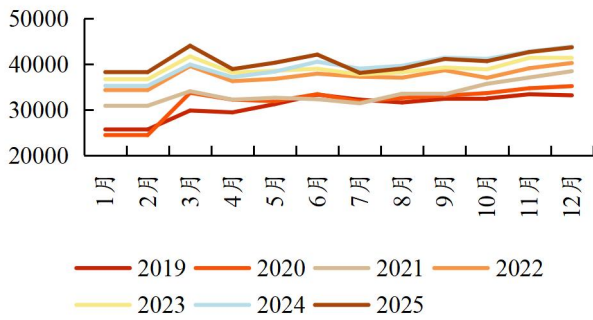
我们认为，2025年4-6月，国内动力煤北方港口价格持续处于650元/吨中枢或以下低位，对晋陕蒙核心产区的部分煤企经营形成较大压力，持续抑制国内产量，供给端出现自发性收缩改善，国内原煤供给走向收缩拐点；进入7月，国家能源局对煤炭行业“查超产”的政策已经迅速且显著影响行业供给收缩进程，并替代“低价格”因素，成为行业目前较为关键的供给端收缩驱动力，我们判断700元/吨价格或将成为动力煤的“政策底”。

10-11月以来，由于政策抑制产能带来实质性的供需缺口，叠加气候影响北方新能源发力及南方高温天气延续，打乱了电厂冬储节奏，煤价迅速脱离700元/吨中枢，从9月30日的699元/吨上涨至11月21日的834元/吨，涨幅达19.3%。

11月下旬以来，煤价高位回落，持续走低，核心在于季节性需求远逊同期。随着南方冬储结束，下游采购力度放缓，而气温相较同期显著偏高，采暖需求不足，电厂日耗显著低于近年同期，叠加新能源出力恢复后再次挤占火电空间，电厂库存快速上行，煤价持续承压。

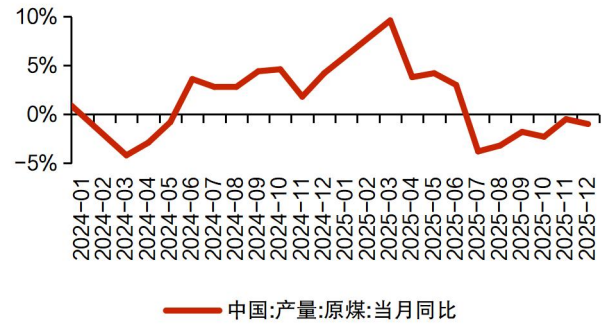
2025年7月以来，煤炭行业“反内卷”查超产政策成功推动行业整体产量收缩，扭转了上半年原煤产量同比高增的局面，下半年国内原煤产量实现持续同比下降。2026年1月初，部分省份推动煤炭部分保供产能退出，本轮保供产能退出政策在2025年9月1日陕西省发改委文件中已有体现，也符合市场此前预测，若全国铺开，预计退出规模较大。根据我们测算，当前煤炭年度宽松约1亿吨水平，若相关保供产能退出落地，有望大幅改善煤炭供需，并推动煤炭库存显著去化，2026年内煤价弹性可期。

图表 1：全国原煤产量-当月对比（万吨）



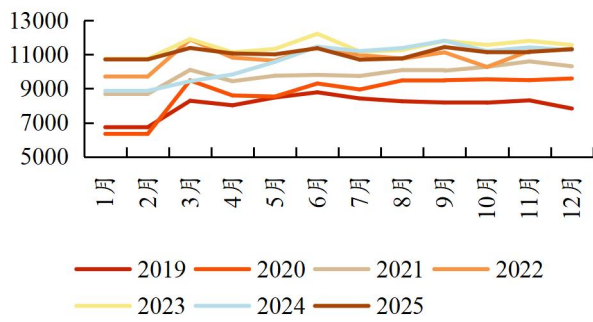
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：全国原煤产量同比增速



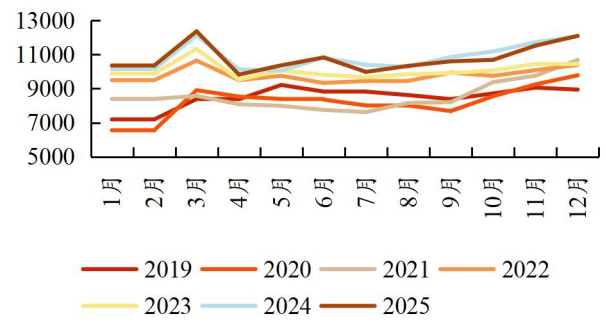
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：山西原煤产量-当月对比（万吨）



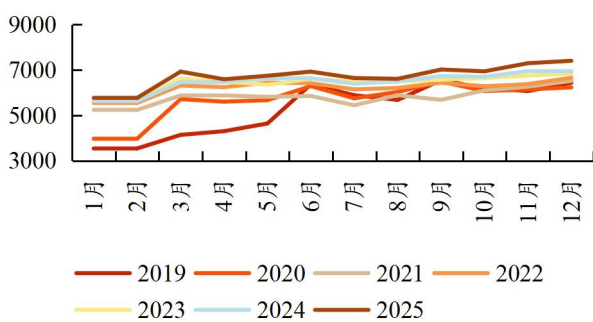
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：内蒙原煤产量-当月对比（万吨）



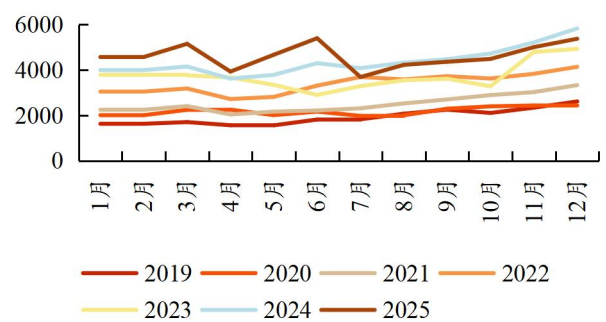
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：陕西原煤产量-当月对比（万吨）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：新疆原煤产量-当月对比（万吨）

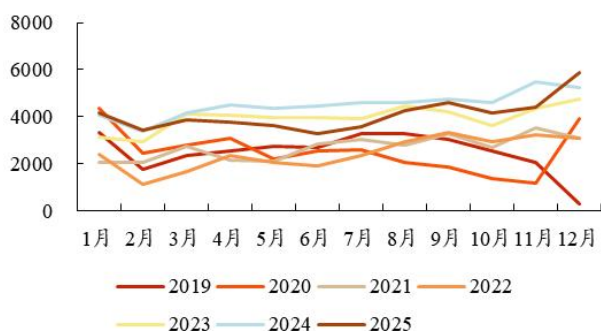


资料来源：Wind，华源证券研究所

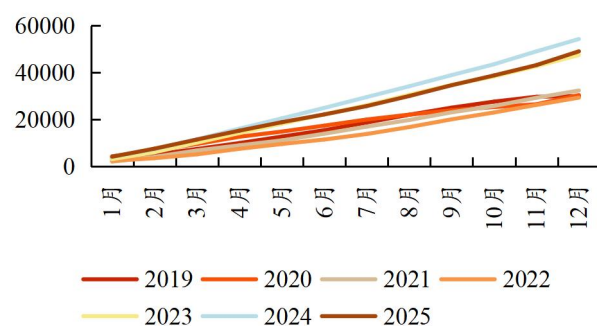
1.2. 12月进口煤量同比转正，价差及抢运致进口短期回升

12月进口煤量同比转正，全年进口显著减量。据海关总署数据，2025年12月我国煤及褐煤进口量为5860万吨，同比+11.9%，较11月回升31.8pct；2025年1-12月累计进口煤及褐煤49027万吨，同比-9.6%，跌幅较1-11月缩窄2.4pct。2025年，我国进口煤及褐煤

全年累计减量 5243 万吨。我们认为，国内煤价自 2 月中旬以后大幅下行，使得进口低卡煤价格优势快速收窄，进口高卡煤价格倒挂情况加剧，是 3-6 月进口煤数量同比下降的主要原因；7-9 月，国内煤价在“查超产”政策影响下持续回升，而主要进口煤来源国的煤价回升缓慢，导致进口煤价格优势重新显现，是三季度进口煤减量幅度较上半年收窄的主要原因；10-11 月份进口量下降，随着海外煤价回升，沿海电厂进口意愿减弱，在电厂库存偏高情况下，进口经济性要求延缓了进口回升趋势；国内煤价于 11 月中旬快速回升，进口煤价格优势显著，订单短暂增加，此外印尼将于 2026 年征收煤炭出口关税，一定程度上促使进口煤年底抢运，上述原因导致 12 月到港进口煤同比转正，但 12 月以来国内煤价显著下跌，进口煤价格优势已经显著缩窄，进口积极性或再次下降，预计 2026 年 1 月进口煤同环比均有望下降。

图表 7：进口煤及褐煤-当月对比（万吨）


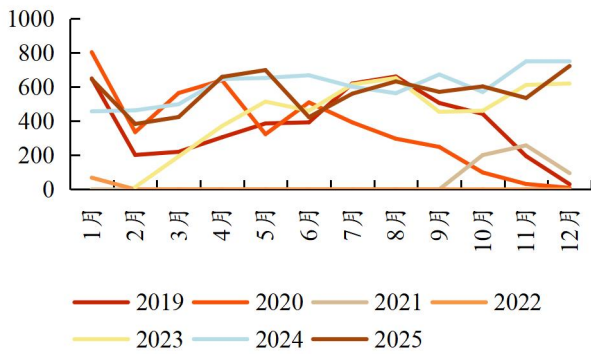
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：进口煤及褐煤-累计对比（万吨）


资料来源：Wind，华源证券研究所

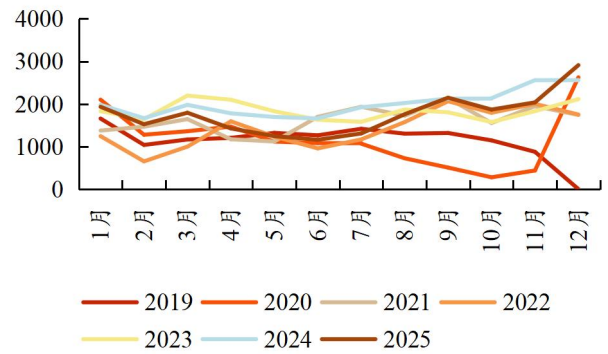
进口煤供给弹性已显著提升，海外低煤价影响总产量或抑制印尼煤及澳煤进口。据 IEA 数据，澳大利亚高卡煤在 100 美元/吨的 FOB 价格以下出现供给弹性显著增大，印尼低卡煤在 50 美元/吨以下出现供给弹性显著增大，截至 2026 年 1 月 23 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤(Q6000)的 FOB 价格为 108.4 美元/吨，截至 2026 年 1 月 22 日，印尼动力煤(Q3800)的 FOB 价格为 47.05 美元/吨，两者的供给弹性均已显著提升，澳大利亚及印尼两国煤炭产量、出口量均受到抑制。虽然我国 2025 年下半年进口煤数量环比上半年回升，但在原产国低煤价抑制总产量的背景下，国内进一步提升进口量或将受到供给端的影响。

图表 9：进口澳大利亚动力煤-当月对比（万吨）



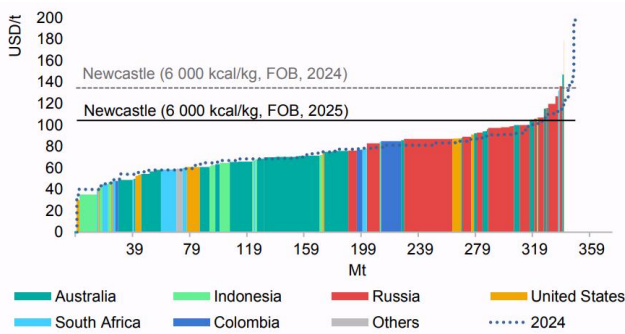
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 10：进口印尼动力煤-当月对比（万吨）



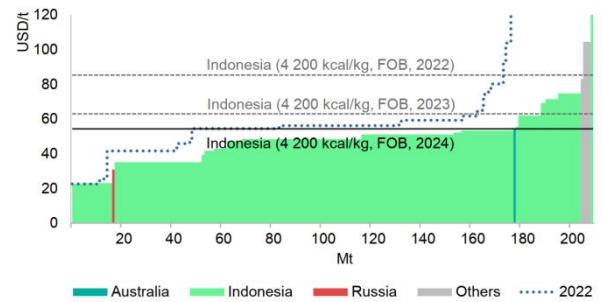
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 11：高热值动力煤供给曲线



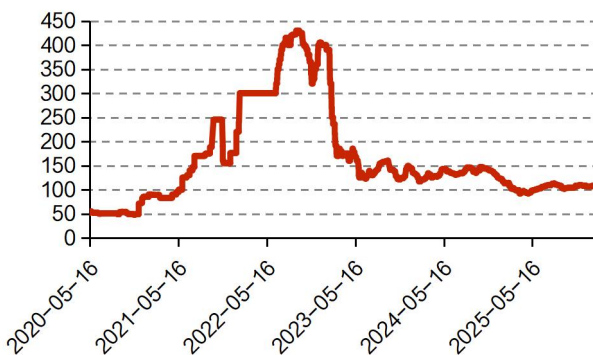
资料来源：IEA, 华源证券研究所

图表 12：低热值动力煤供给曲线



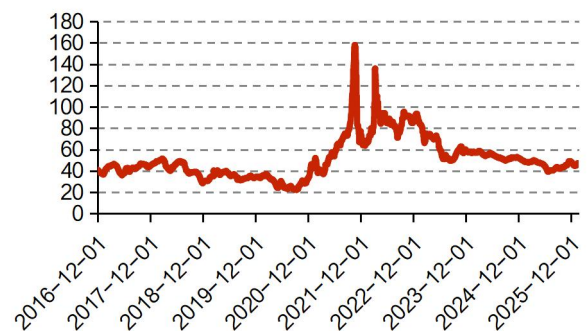
资料来源：IEA, 华源证券研究所

图表 13：澳大利亚纽卡斯尔港动力煤 Q6000FOB 价（美元/吨）



资料来源：ifind, 华源证券研究所

图表 14：印尼动力煤 Q3800FOB 价（美元/吨）



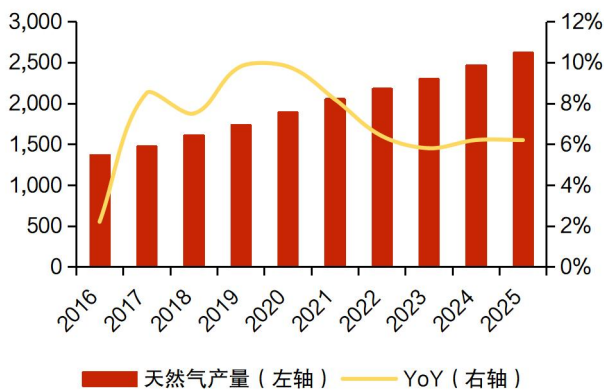
资料来源：ifind, 华源证券研究所

2. 天然气：2025 年国产气产量同比增长 6.2% 寒潮带动欧美气价大幅上涨

2.1. 2025 年我国天然气产量同比增长 6.2%，天然气进口量同比减少 2.8%

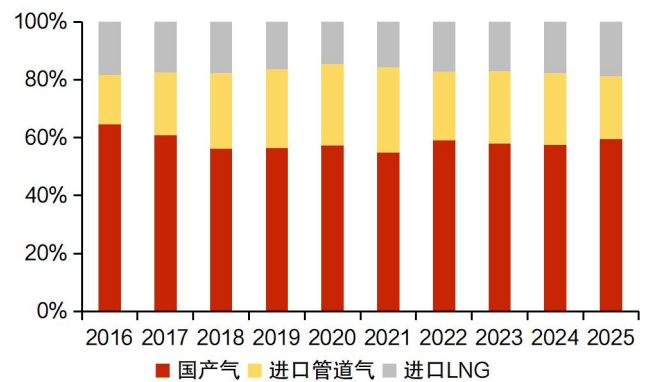
2025 年全年天然气产量同比增长 6.2%，国产气供应能力进一步提升。国家统计局发布最新数据显示，2025 年 12 月我国规上工业天然气产量 230 亿立方米，同比增长 5.1%，日均产量 7.4 亿立方米；2025 年 1-12 月我国规上工业天然气产量 2619 亿立方米，同比增长 6.2%。2025 年全年国产气占总供给的比重同比提升 2.2pct 至 59.6%，我国天然气自主保障能力进一步提升。

图表 15：2016-2025 年我国天然气产量及增速（亿立方米）



资料来源：ifind，华源证券研究所

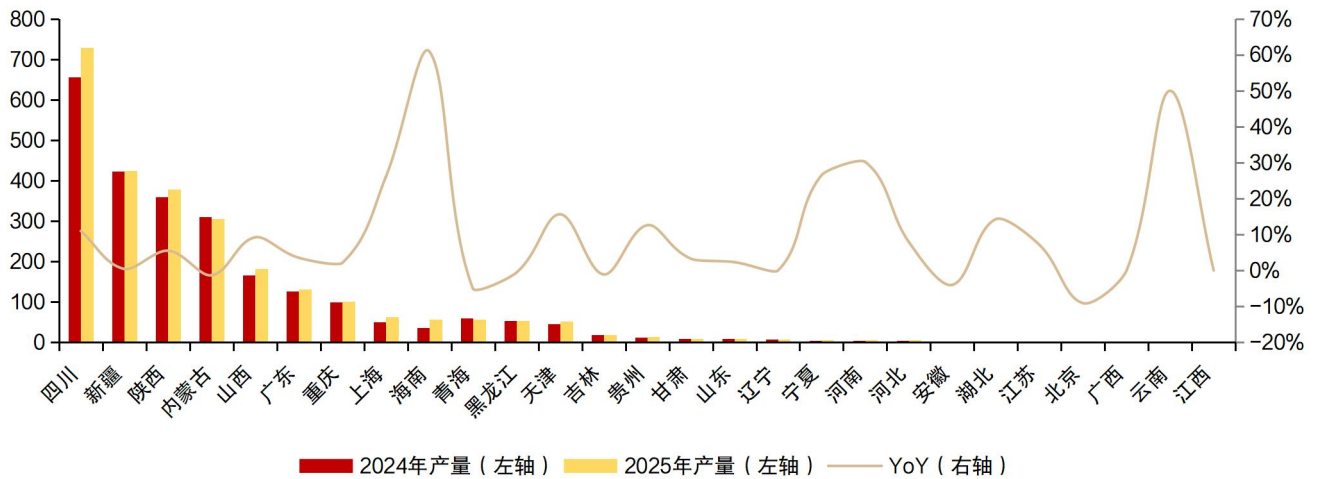
图表 16：2016-2025 年我国天然气供给结构



资料来源：ifind，华源证券研究所

我国天然气生产呈现“陆海并进、常非并举、深浅结合”的多元化格局，非常规气开发成为多个省份的新增长点。分省来看，2025 年我国天然气产量排名前五的省份分别为四川、新疆、陕西、内蒙古和山西。其中四川作为中国天然气核心生产基地，正加速向“常非并举”转型，在稳定常规气田的同时，川南页岩气规模化效益开发成效显著，已成为我国页岩气核心产区；山西省为我国煤层气核心生产基地，2025 年山西省煤层气产量 147 亿立方米，同比增长 9.5%，占全国煤层气总产量的 81.1%。

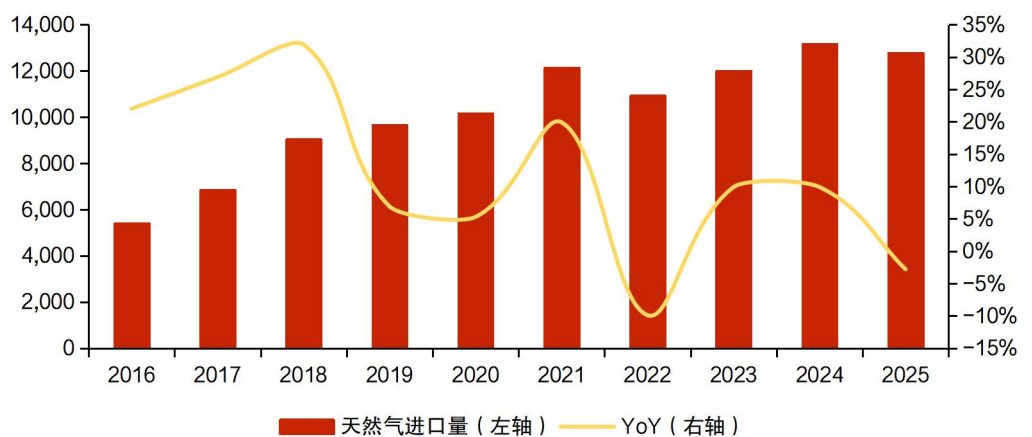
图表 17：2024-2025 年我国分省市天然气产量及同比增速（亿立方米）



资料来源：ifind，华源证券研究所

2025 年我国天然气进口量同比减少 2.8%，管道气、LNG 进口量分别同比+8.0%、-10.6%。根据海关总署发布最新数据，2025 年 1-12 月我国天然气进口量 12786.53 万吨，同比减少 2.8%。管道气方面，中俄东线于 2024 年 12 月全线贯通，按合同要求增供推升管道气进口量，2025 年 1-12 月我国管道气进口量 5943 万吨，同比增加 8.0%；LNG 方面，2025 年以来冬季天气较暖、中美关税摩擦、经济复苏缓慢等因素抑制了国内天然气需求，2025 年 1-11 月全国天然气表观消费量同比下降 0.1%，叠加前三季度现货价格维持高位、我国对美 LNG 加征关税等因素影响，2025 年我国 LNG 进口量同比下滑 10.6%，10 月以来下滑幅度收窄，我们分析或受到东北亚 LNG 现货价格同比大幅回落以及 11 月国内需求同比修复影响。

图表 18：2016-2025 年我国天然气进口量及增速（万吨）



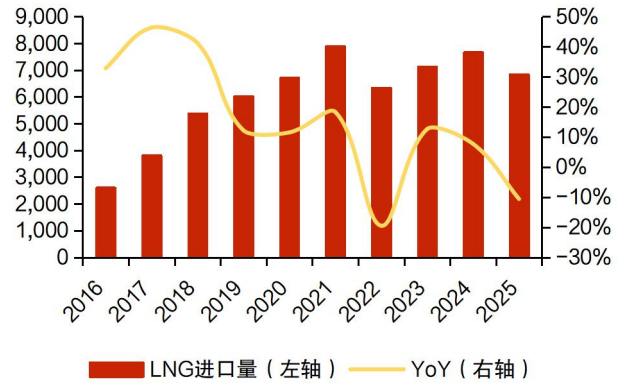
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 19: 2016-2025 年我国管道气进口量及增速 (万吨)



资料来源: 海关总署, 华源证券研究所

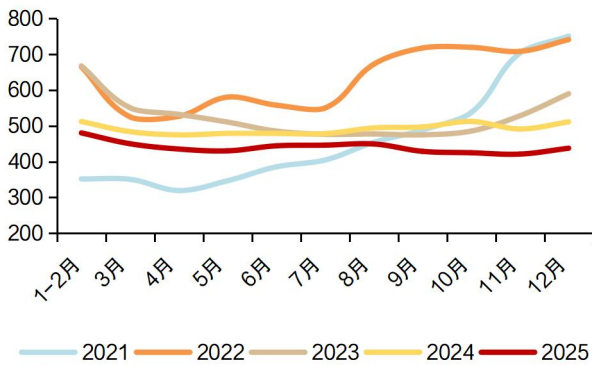
图表 20: 2016-2025 年我国 LNG 进口量及增速 (万吨)



资料来源: 海关总署, 华源证券研究所

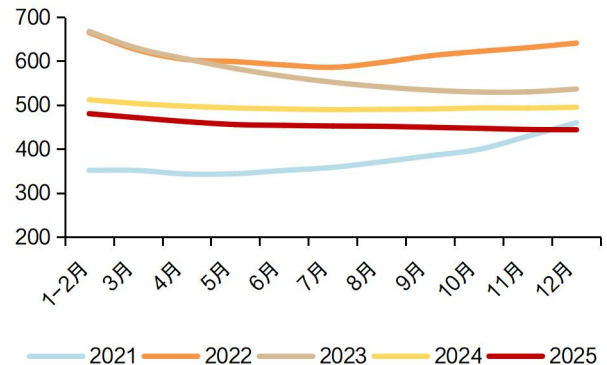
油气价格双回落, 2025 年我国天然气进口累计均价同比下跌 10.3%。价格方面, 2025 年前三季度欧洲冬季低温、关税摩擦、以伊冲突等因素扰动国际天然气现货价格, 四季度以来国际现货气价持续回落; 国产 LNG 供应充足, 价格持续低迷。由于国际油价下行和进口长协份额增加, 叠加四季度以来国际现货气价大幅回落, 管道气、长协、现货进口成本全方位优化, 我国天然气进口均价同比持续大幅回落, 2025 年 12 月我国天然气进口平均单价 437.54 美元/吨, 同比下跌 14.4%; 2025 年 1-12 月我国天然气进口累计均价 443.76 美元/吨, 同比下跌 10.3%。

图表 21: 2021-2025 年天然气进口均价当月值 (美元/吨)



资料来源: 海关总署, 华源证券研究所

图表 22: 2021-2025 年天然气进口均价累计值 (美元/吨)



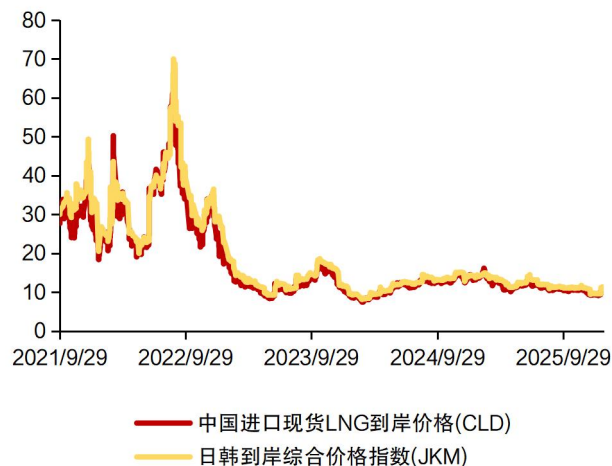
资料来源: 海关总署, 华源证券研究所

图表 23: 布伦特原油现货月均价 (滞后 6 个月) (美元/桶) 与我国管道气进口均价 (美元/吨)



资料来源: EIA, 海关总署, 华源证券研究所

图表 24: 我国进口现货价格 (CLD) 和日韩到岸综合价格指数 (JKM) (美元/百万英热)



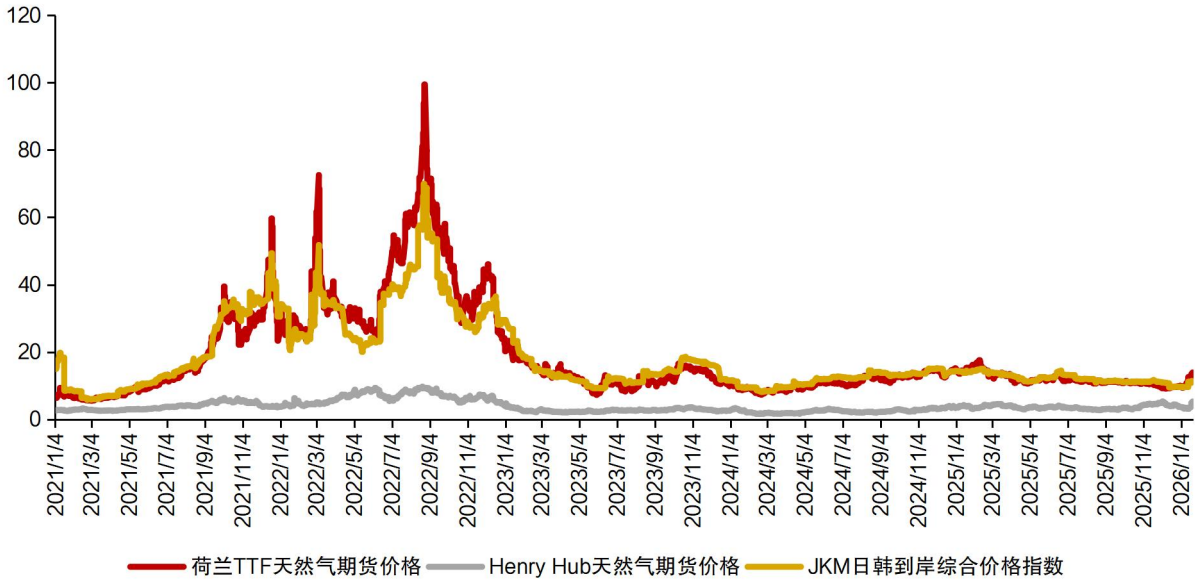
资料来源: 上海石油天然气交易中心, Investing, 华源证券研究所

2.2. 寒潮带动美国气价大幅上涨 欧洲天然气库存告急

寒潮或影响美国天然气生产、需求及库存情况，带动美国 HH 价格环比上涨近 70%。由于寒潮即将席卷美国大片地区，预计可能会影响天然气生产，比如德克萨斯州拥有重要的天然气生产基地，基础设施抗寒能力较弱，或将增加天然气暂时停运和出口量减少的风险；同时寒潮可能会增加天然气需求，导致天然气从储存库中取出，用于家庭和企业供暖，截至 2026 年 1 月 23 日 Henry Hub 天然气期货价格 5.275 美元/百万英热，环比上周上涨 70.0%。我们分析 HH 价格上涨对国内影响有限，一方面寒潮等极端天气仅影响短期气价波动，另一方面 2024 年美国 LNG 进口量仅占我国 LNG 总进口量的 5%，2025 年受关税影响占比或进一步下降，综合来看对国内天然气综合进口成本影响有限。

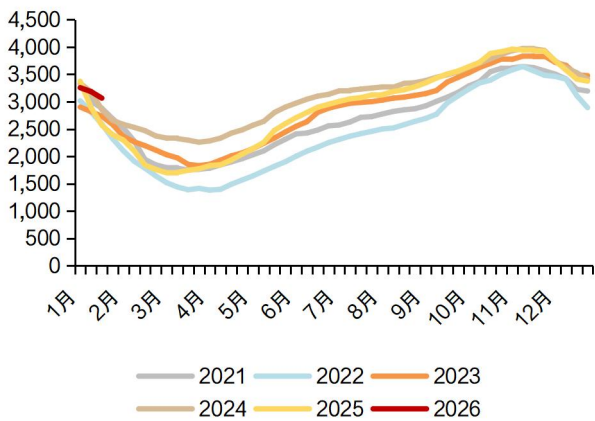
受持续极寒天气及多重供需扰动影响，欧洲天然气库存告急，2026 年以来 TTF 价格上涨 43%。截至 2026 年 1 月 23 日，荷兰 TTF 天然气期货价格较 2025 年底上涨 43.2%，目前欧洲天然气库存已处于 2020 年以来同期最低位置（2022 年除外），本轮库存消耗受供需多层因素影响，一方面 2026 年 1 月极寒气流席卷欧洲大陆，拉动空间取暖需求激增；2025 年到期的俄乌天然气过境协议未能延续，导致欧洲管道气进口份额进一步收缩；另一方面，近期欧洲风电发电效率低下使得气电发电需求同步走高，公用事业公司倾向于优先提取前期低价储备气而非购入高价液化天然气，多重因素叠加导致库存利用速度快速上升，对气价产生短期扰动作用。

图表 25：全球主要市场 LNG 价格指数（美元/百万英热）



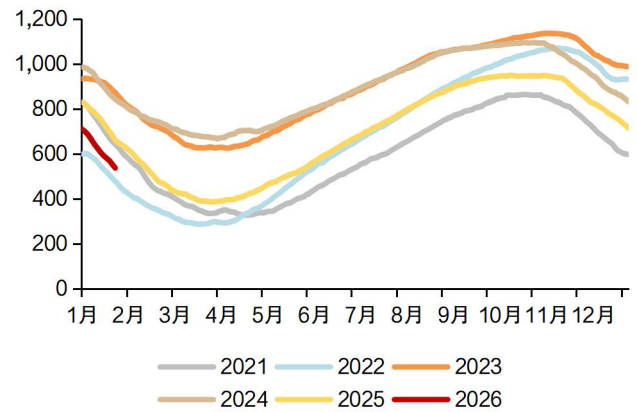
资料来源：Investing, Wind, 华源证券研究所

图表 26：美国天然气库存情况（十亿立方英尺）



资料来源：EIA, 华源证券研究所

图表 27：欧洲天然气库存情况（TWh）

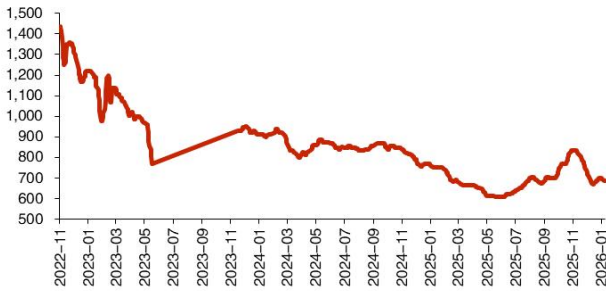


资料来源：GIE, 华源证券研究所

投资分析意见：国产气产量持续提升，煤层气等非常规气作用日益凸显，建议关注上游煤层气开采标的：**新天然气、首华燃气、蓝焰控股**；业务结构优化、气源成本改善，建议关注全国及区域性下游城燃标的：**华润燃气、新奥能源、昆仑能源、香港中华煤气、中国燃气、港华智慧能源、深圳燃气、佛燃能源、皖天然气**等；低价海外气源释放，建议关注具备低价长协资源和成本优势的天然气产业链一体化标的：**新奥股份、九丰能源、新天绿色能源**等。

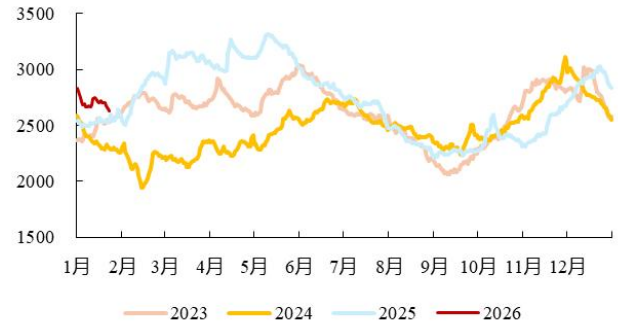
3. 定期数据更新

图表 28: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)



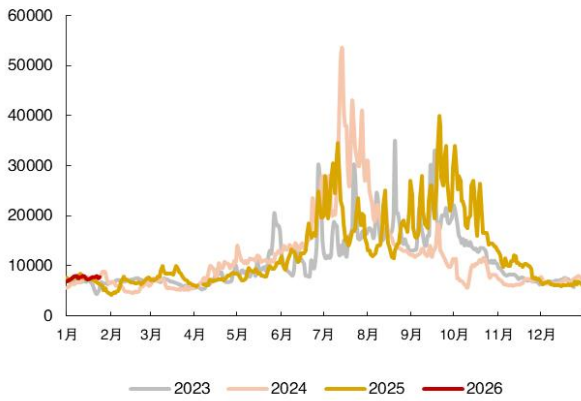
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 29: 环渤海港煤炭库存 (万吨)



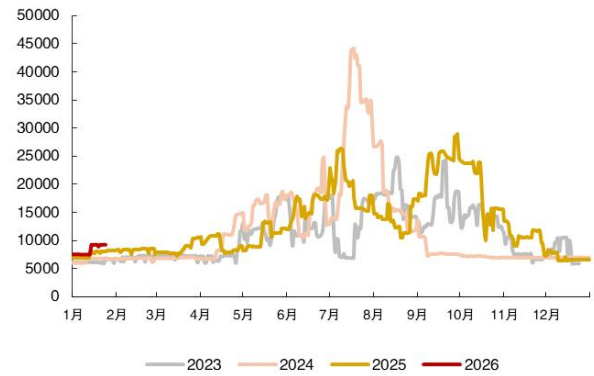
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 30: 三峡入库流量 (立方米/秒)



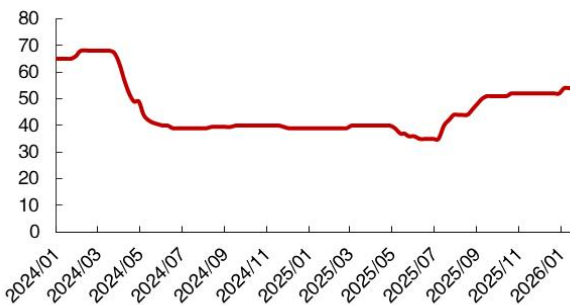
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 31: 三峡出库流量 (立方米/秒)



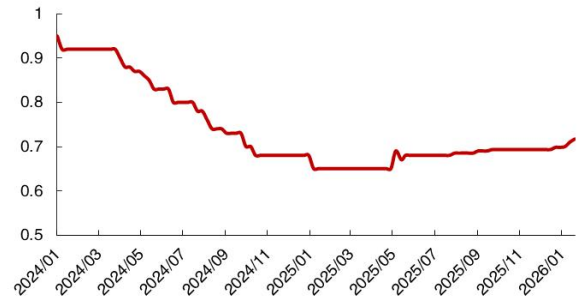
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 32: 多晶硅致密料价格 (元/kg)



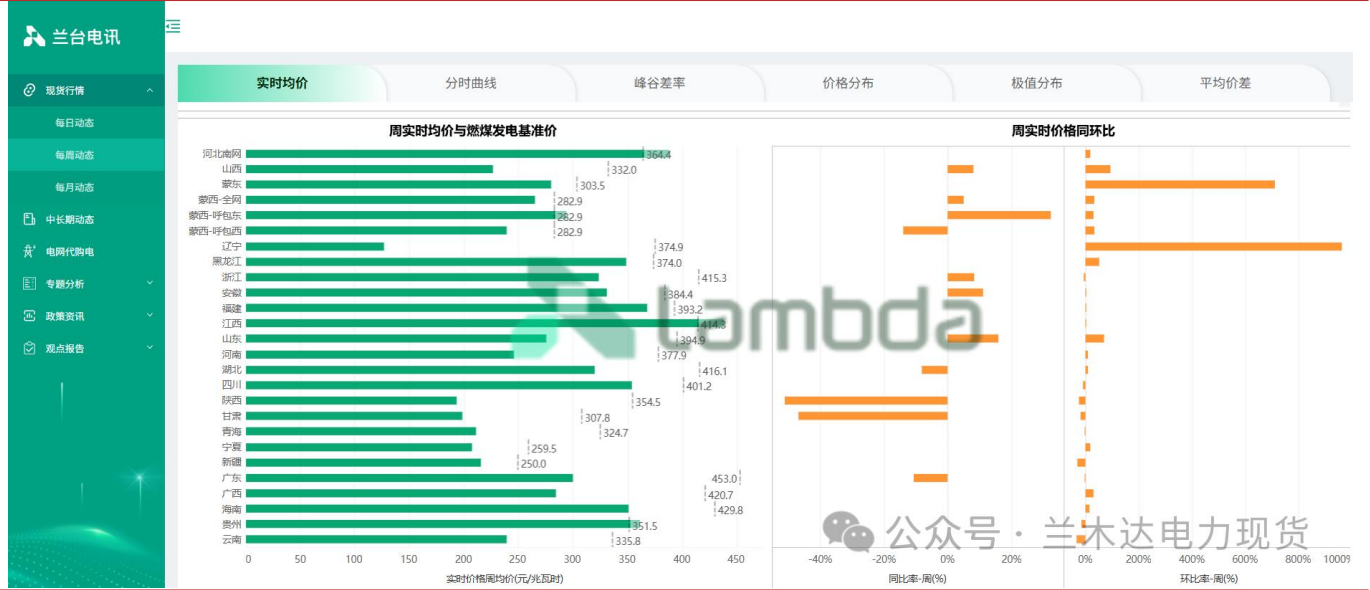
资料来源: infolink, 华源证券研究所

图表 33: 双面双玻组件 (元/W)



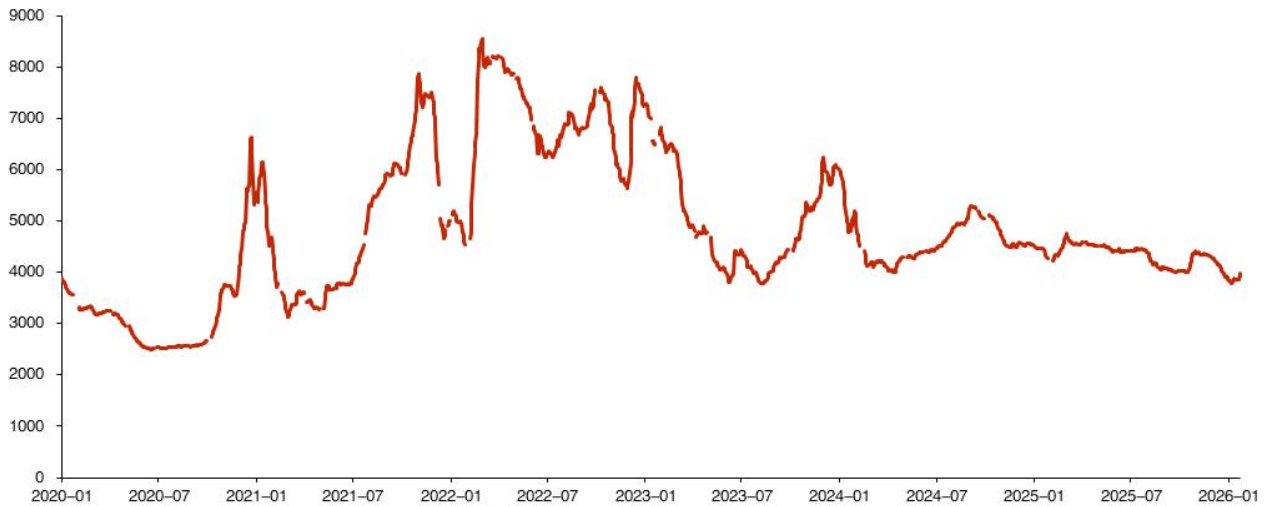
资料来源: infolink, 华源证券研究所
注: 2025 年 5 月 7 日起改为 topcon 型组件价格

图表 34：现货市场周度数据 1.12-1.18 (元/兆瓦时)



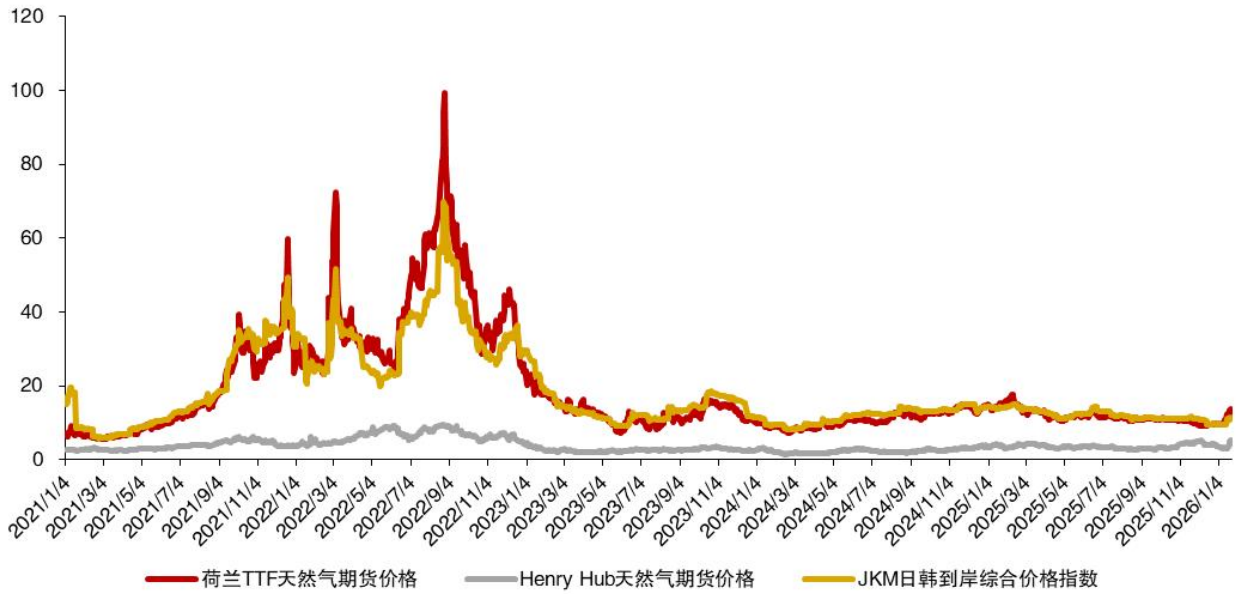
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所。注：虚线为燃煤发电基准价。

图表 35：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

图表 36: 全球主要市场 LNG 价格指数 (美元/百万英热)



资料来源: Investing, Wind, 华源证券研究所

4. 风险提示

用电需求不及预期, 煤价波动存在不确定性, 天然气价格波动风险。

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。