下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级：看好（维持）

证券研究报告|行业专题报告

电力设备

2026年8月30日

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

国内电网中短期逻辑共振 海风有望迎来发展机遇

--电力设备行业2026年中期投资策略

证券分析师

姓名：查浩 SAC：S1350524060004

邮箱：zhahao@huayuanstock.com

姓名：刘晓宁 SAC：S1350523120003

邮箱：liuxiaoning@huayuanstock.com

姓名：戴映炘 SAC：S1350524080002

邮箱：daiyingxin@huayuanstock.com

请务必仔细阅读正文之后的评级说明和重要声明

下载日志已记录，仅供内部参考

报告要点

- **电网板块：国内电网中短期逻辑共振，配置性价比凸显。（1）估值层面：**截至8月17日申万电网设备指数年内最大回撤37%，多家电网设备公司股价回撤26%-67%；10家核心企业估值多接近2025年低位，板块配置性价比凸显。**（2）投资端：**“十五五”国家电网规划固定资产投资4万亿元，较“十四五”增长40%，为近20年景气高点。**（3）特高压：**新能源远距离外送需求推高单位发电量电网投资，特高压短期招标加速，截至7月底，2026年国网3个正式批次和1个新增批次特高压招标金额达292.6亿元，接近2025全年水平，国电南瑞、许继电气等中标规模同比大幅提升。**（4）配网：**配网此前受集采降价压制业绩，2026年招标量增、除电缆外设备价格触底反弹，中标厂商数量下降，行业集中度持续提升，需求与投资错配问题有望逐步缓解。

- **风电：重视海风投资机遇：**2026上半年风电新增装机短期回落，但“十五五”海风规划明确新增开工100GW、2030年累计装机超100GW，年均新增装机超10GW。海风海缆呈现高压、直流化趋势，东方电缆、中天科技等头部企业掌握高端产能，同时欧洲海风产能缺口为国内厂商打开出海空间。

- **投资分析意见：**
  - 稳健配置角度：关注估值较低、业绩稳健度高的电网设备公司。重点推荐：**华明装备**，建议关注：**国电南瑞、东方电子**等；
  - 特高压和配网弹性角度：关注特高压或配电网占比较高，潜在业绩弹性较大的公司。重点推荐：**许继电气**，建议关注：**平高电气、长高电气、三星电气**等
  - 出海：关注出海业务占比较高，或者出海前景较好的公司，建议关注：**思源电气、四方股份、伊戈尔**等；
  - 风电：海风重点推荐**东方电缆、中天科技**。

- **风险提示：电网投资力度低于预期，海上风电进展低于预期，设备厂商竞争加剧超出预期等**

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

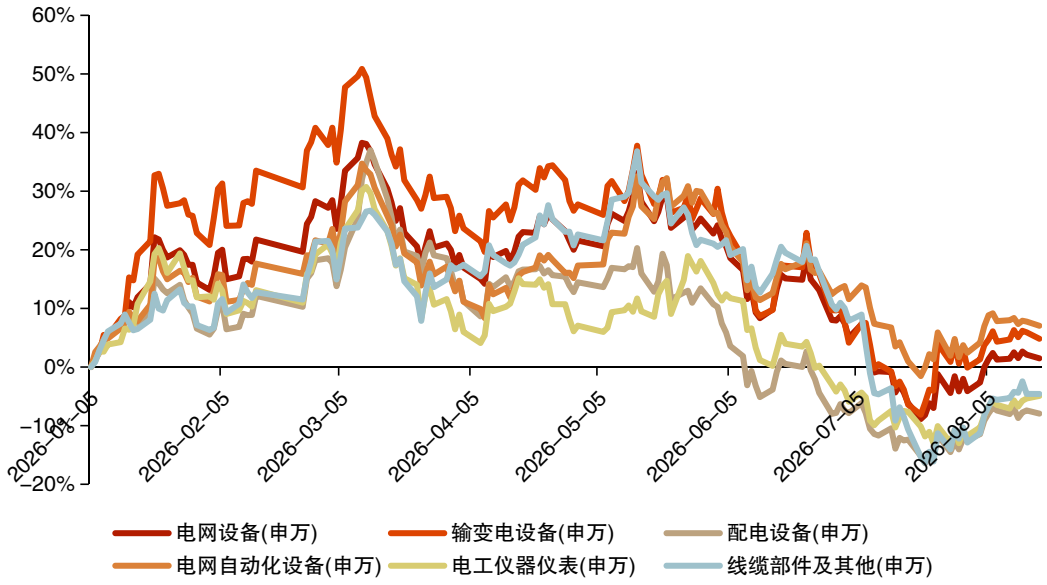
1. 电网：国内电网中短期逻辑共振 配置性价比凸显
2. 风电：重视海风投资机遇
3. 投资建议和风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1估值和位置：年内跌幅显著 部分公司估值回到2025年低点附近

■ **受市场风格等因素影响，电网设备板块年内回撤显著，估值水平接近2025年低点。**其中，截至8月17日申万电网设备指数年内最大回撤37%，各子板块最大回撤30%—43%不等，主要电网设备公司从最高点回撤26%—67%。估值层面：10家典型电网设备公司中，**东方电子、国电南瑞、许继电气、长高电气**接近2025年最低点；**华明装备、平高电气**高出2025年最低点30%-40%，**思源电气、中国西电、四方股份**由于北美缺电逻辑影响，当前估值仍显著高于2025年低点；**三星电气**由于25Q3开始业绩出现明显下滑，当前估值水平也高于去年低点82%左右。

图表1：电网设备及各子板块年内走势



图表2：主要电网设备公司年内股价及当前估值水平（股价单位：元）

公司名称	年内最高价	年内最低价	最大回撤	当前PE-TTM(2026年8月17日)	2025年最低PE-TTM	当前相比2025年最低PE-TTM溢价
东方电子	15.42	11.36	-26%	15.8	17.5	-10%
国电南瑞	31.42	21.26	-32%	22.7	21.8	4%
许继电气	34.30	19.37	-44%	21.2	19.2	10%
长高电气	13.86	8.23	-41%	20.0	16.4	22%
华明装备	37.70	17.23	-54%	26.4	19.5	35%
平高电气	25.45	16.01	-37%	23.2	17.0	37%
思源电气	238.11	145.29	-39%	43.2	24.2	78%
三星电气	33.34	13.17	-61%	22.9	12.6	82%
中国西电	20.59	9.18	-55%	54.1	26.7	103%
四方股份	88.04	29.35	-67%	47.0	16.9	179%

资料来源：Wind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

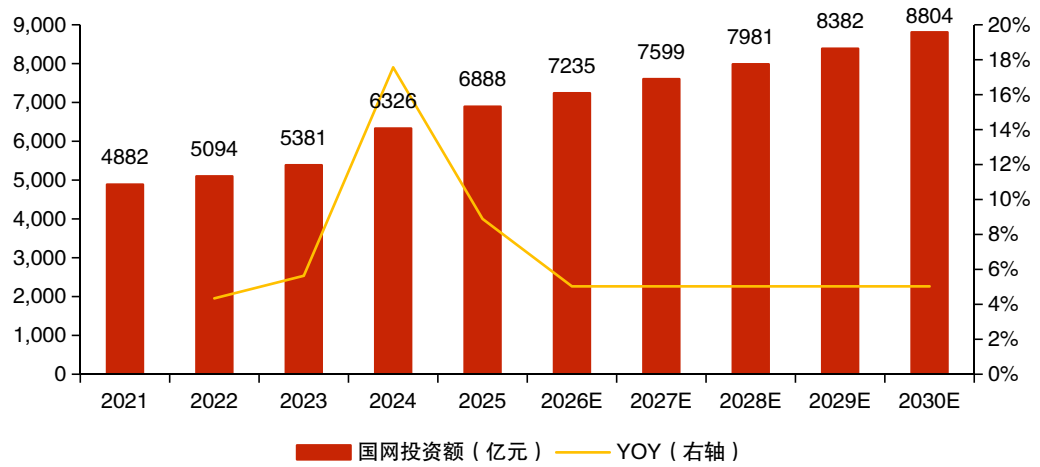
1.2 中期维度：“十五五”电网投资明确 电网景气度达到近20年来高位

- **事件：根据《中国电力报》报道，“十五五”期间，国家电网公司固定资产投资预计达到4万亿元，较“十四五”投资增长40%。这个投资力度如何看待?**
- **电网历史对比——高基数下的高复合增速**
  - 国网“十二五”投资1.8万亿元，“十三五”2.38万亿（+32%），“十四五”2.86万亿（+20%），“十五五”4万亿（+40%），“十五五”增速历史最高。
  - 4万亿是上限还是下限？——历史来看是下限，“十四五”规划投资仅2.23万亿元，实际超额完成28%。
  - “十五五”国网复合增速5%是什么水平——高基数下的高复合增速。过去电网投资仅“十三五”初期前后复合增速高于5%且是低基数。

图表3：2008—2024年全国电网投资完成额（亿元）



图表4：国家电网2021-2030年投资额（亿元）



资料来源：国家电网社会责任报告，证券时报，Wind等，华源证券研究所

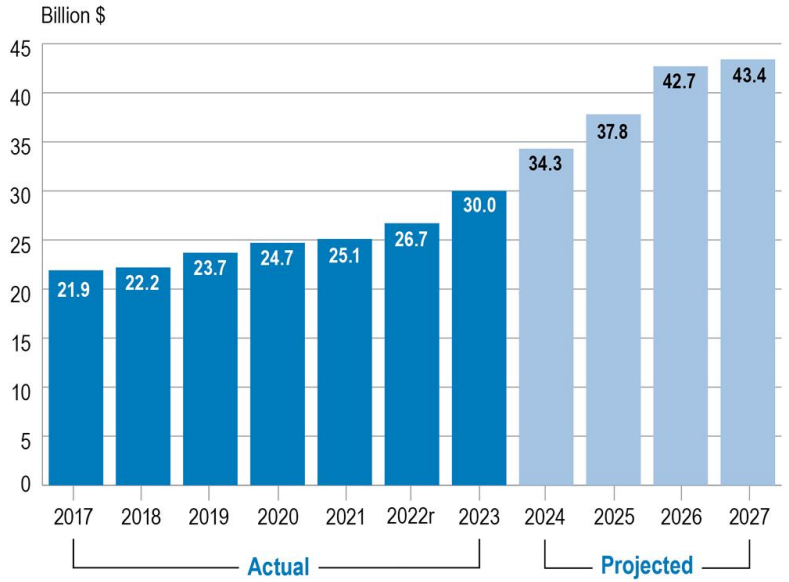
下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 长期视角：“十五五”电网投资高增代表了什么

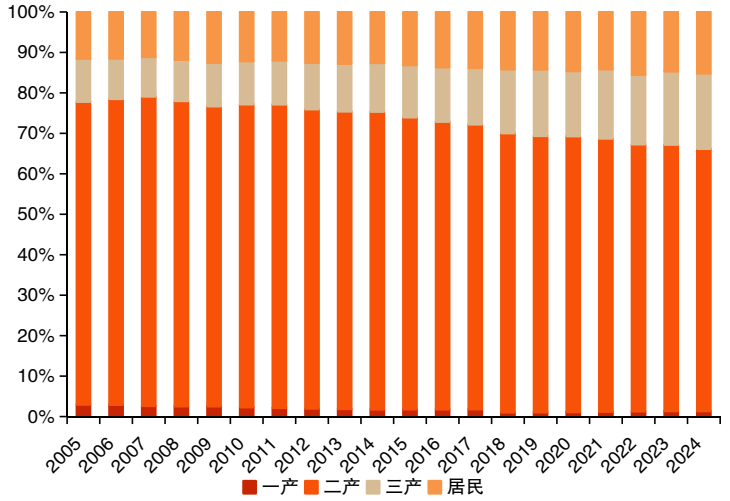
■ 国内电网为什么会在“十五五”开始高速增长？底层逻辑及持续性如何判断

- 我们认为电网投资增速=电力弹性系数（用电量增速/GDP增速）×GDP增速×单位发电量对应的电网投资。核心变量在第三项：
- **单位发电量对应的电网投资：**传统电源以输送一次能源（中国：煤、美国：气）后**在负荷侧就地发电，**可以尽量缩短输电线路。新能源无法输送一次能源，且资源分布不均匀，需要**电源侧就地发电+长距离输电，**导致单位发电量对应的电网投资提升。**电网后续增速有望持续维持在较高水平。**

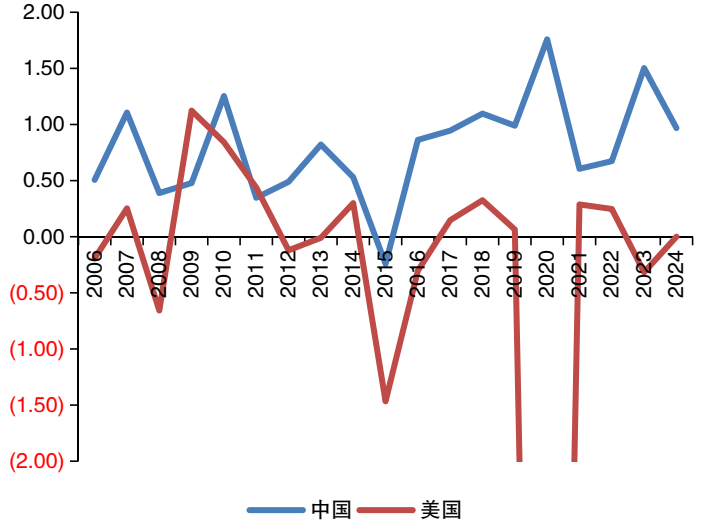
图表5：EEI对美国电网投资的预测（十亿美元）



图表6：2005—2024年中国用电结构



图表7：2006—2024年中国和美国二产电力弹性系数



资料来源：EEI，中电联，Wind，EIA，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 短期维度——特高压招标、交付、核准有望起量

■ 特高压直流建设判断：建设节奏与电力供需关系较大 后续有望提速

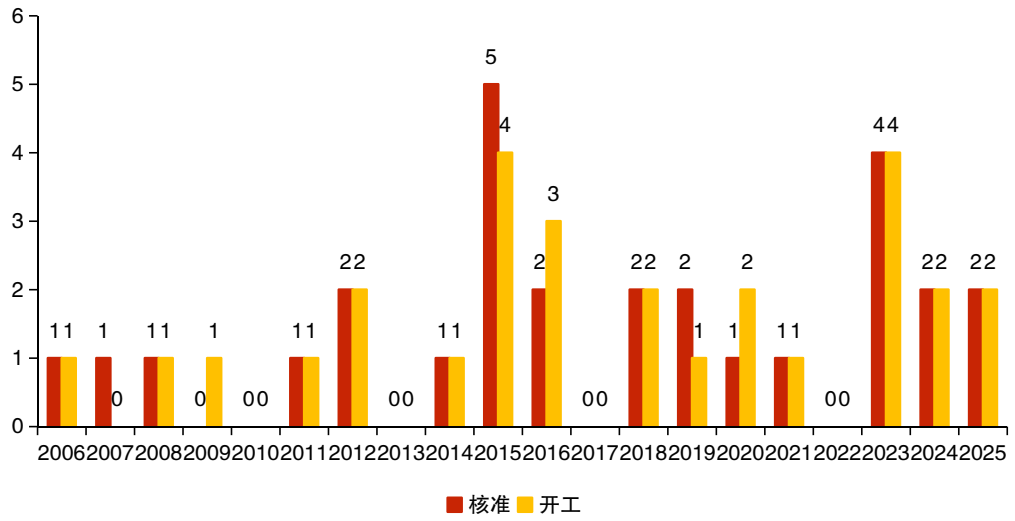
- **我国三北地区风光资源充沛，但用电需求集中在中东部地区，采用直流特高压外送是主要解决方法。**特高压的技术逻辑经多年实践已形成行业共识，但实际落地中却存在一定问题，具体来说，特高压建设取决于受端省份的电力供需，紧张时建设进展加快、宽松时进展放缓。从我国过去多年特高压建设节奏也反映出这一现象：“十三五”中后期电力供给宽松时特高压放缓，“十四五”中期供给紧张时特高压加速，“十四五”后期供给宽松又放缓。

- 同时特高压输送电力的形式也有所变化，过去以火电、水电等常规电源为主，利用率较高，但后续以新能源为主，利用率偏低，而过去电量电价的计价方式并不利于特高压利用率的提升。此外**我国当前电力市场并不显著体现新能源的清洁属性，推动特高压输送新能源动力不强。**

图表8：2019、2020年我国特高压直流输送电量及利用率

序号	线路名称	2019年输送电量（亿千瓦时）	2019年利用率	2020年输送电量（亿千瓦时）	2020年利用率
1	向家坝—上海（复奉）直流	302	53.87%	306.9	54.74%
2	锦屏—同里（锦苏）直流	366	58.03%	374.2	59.33%
3	哈密—郑州（天中）直流	415	59.22%	408.6	58.30%
4	溪洛渡—金华（宾金）直流	341	48.66%	329.8	47.06%
5	宁东—浙江（灵绍）直流	415	59.22%	498.3	71.10%
6	酒泉—湖南（祁韶）直流	179	25.54%	224.6	32.05%
7	晋北—江苏（雁淮）直流	253	36.10%	259.1	36.97%
8	锡盟—江苏（锡泰）直流	119	13.58%	171.2	19.54%
9	扎鲁特—山东（鲁固）直流	236	26.94%	330.9	37.77%
10	上海庙—山东（昭沂）直流	166	18.95%	286.2	32.67%
11	准东—皖南（吉泉）直流	147	13.98%	439.6	41.82%
12	海南—驻马店（青豫）直流	—	—	34.1	4.87%
13	云南—广东（楚穗）直流	283	64.61%	259	59.13%
14	滇西北—广东（普侨）直流	217	49.54%	192.7	44.00%
15	糯扎渡—广东（新东）直流	271	61.87%	255.3	58.29%
16	昆柳龙直流	—	—	51.7	7.38%

图表9：2006—2025年历年核准和开工特高压直流数量（条）



资料来源：国家能源局，国家电网，南方电网，华源证券研究所

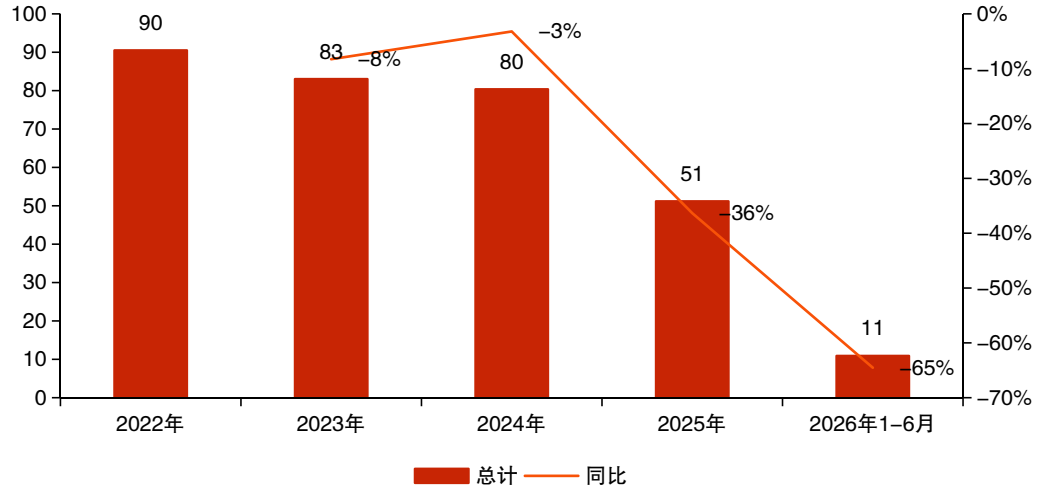
下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 短期维度——特高压招标、交付、核准有望起量

■ 煤电核准量出现下滑 特高压直流或可补位

- **绿色消费要求提升，对冲用电增速下滑预期：**2024年2月，国家发改委发布《加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》，指出“参与跨省可再生能源市场化交易或绿色电力交易对应的电量，按物理电量计入受端省份可再生能源消费量”；虽然“十五五”用电增速可能低于过往，但加强绿电消纳考核反而让特高压更加成为刚需；
- **火电核准下滑，电力供需有利于特高压开展。**我国煤电核准容量在2022—2024年维持高位，但2025年核准51GW（同比-36%），2026H1核准11GW（同比-65%），煤电核准容量大幅下滑，电力供需有望趋紧，利于特高压需求提升。

图表10：2022—2026H1我国核准的煤电机组容量及同比增速（GW）



资料来源：北极星电力网，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 短期维度——特高压招标、交付、核准有望起量

■ “十五五”碳达峰明确特高压目标 国网招标加速

- **“十五五”碳达峰目标明确，特高压开工有望加速。**根据《“十五五”碳达峰行动方案》，到2030年，我国单位国内生产总值二氧化碳排放比2025年降低17%，非化石能源消费占比达到25%，确保如期实现碳达峰目标。特高压作为跨区输电和互济的重要手段，开工有望加速。《“十五五”碳达峰行动方案》提出：加快特高压外送通道建设，新增西电东送能力8000万千瓦以上，能源局发布会提出提升电力互济规模4000万千瓦左右。
- **2026年来国网特高压招标明显加速。**截至2026年7月底国网已进行3个正式批次和1个新增批次特高压招标，总计中标金额292.6亿元，相当于去年全年的97%，预计后续还有3个批次，今年招标金额有望大幅超过去年。上市公司中，国电南瑞、平高电气、许继电气、长高电气等公司中标金额已超过去年全年。

图表11：部分上市公司2025、2026年国网特高压项目中标金额（万元）

上市公司	2025年总计	2026年总计（前四批次）	2026年中标金额相当于2025年百分比
中国西电	526,208	513,556	97.60%
特变电工	451,095	329,735	73.10%
国电南瑞	322,578	349,944	108.48%
平高电气	222,684	301,597	135.44%
许继电气	164,141	264,741	161.29%
保变电气	254,976	88,022	34.52%
思源电气	33,654	41,868	124.41%
国网信通	17,306	15,451	89.28%
风范股份	8,717	22,455	257.60%
白云电器	17,382	12,673	72.91%
金冠电气	8,947	13,249	148.08%
长高电气	4,093	7,597	185.63%
神马电力	2,957	5,560	188.01%
四方股份	2,386	2,567	107.57%
其它	991,768	957,040	96.50%
总计	3,028,895	2,926,055	96.60%

资料来源：Data电力公众号，华源证券研究所

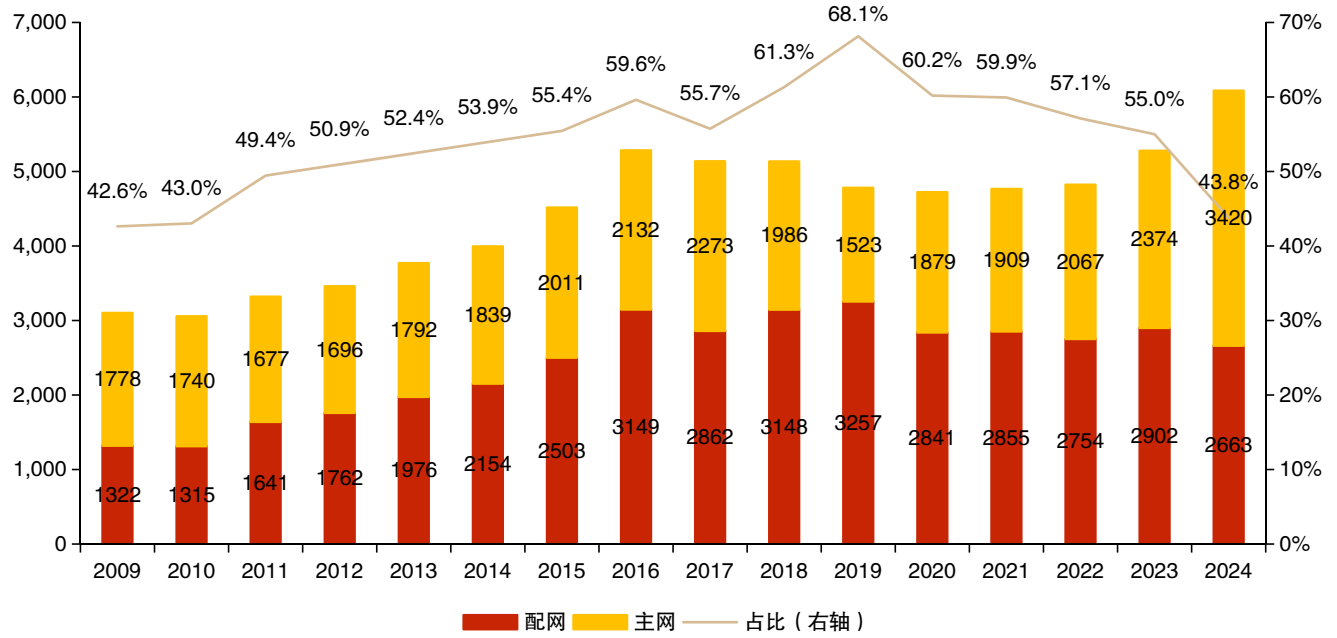
下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 配电网：需求与实际投资错位 集采降价压制性因素有望解除

■ 配网投资持续处于低位，可靠性指标已创十余年新低

- **我国配电网投资持续处于低位。**2015年国家能源局发布《配电网建设改造行动计划（2015—2020年）》，“十三五”期间配网投资处于较高水平，但配网投资占比从2019年高位开始持续回落，到2024年占电网总投资规模已低于50%。配网投资比例下滑与双碳战略有一定关系：风光大基地建设成为我国双碳战略的重点，三北地区风光资源丰富而用电需求较低，大量电力外送需求使得电网投资向特高压侧倾斜。

图表12：2009—2024年我国配网、主网投资额及配网占比（亿元）



资料来源：国网社会责任报告、南网社会责任报告，中国电力统计年鉴，中电联，华源证券研究所

注：2009、2010、2016—2022年数据均来自中国电力年鉴。2023年数据来自于中电联网站。2011-2015年总的配网投资比例按两网公布的投资额估算，并假设比例按年均匀增长。2024年数据根据两网社会责任报告数据估算.此处总投资仅考虑电网工程，不考虑其他工程，因此与每年电网基本投资完成额有所差别

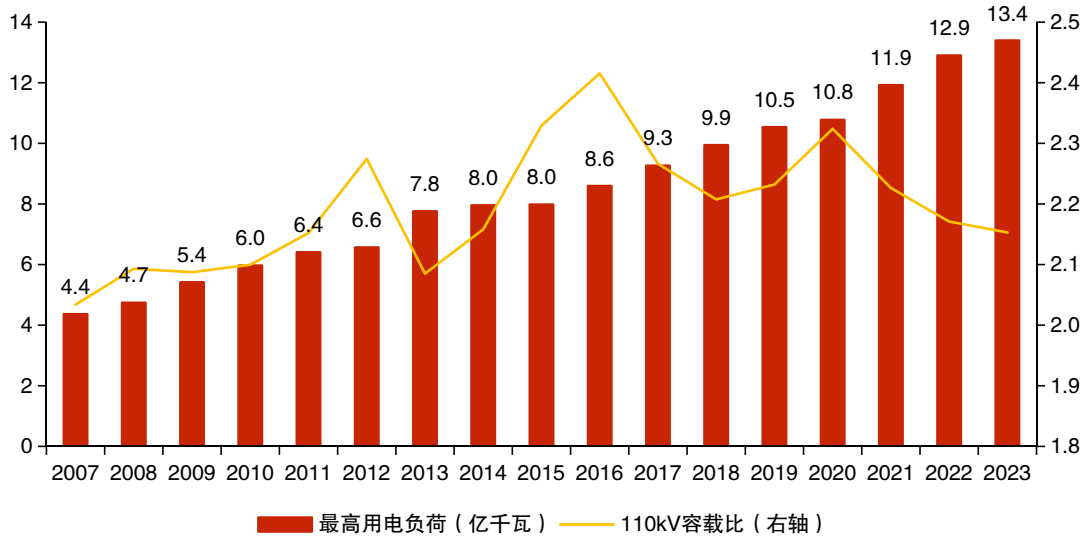
下载日志已记录，仅供内部参考

1.5配电网：需求与实际投资错位 集采降价压制性因素有望解除

■ 用电结构持续转变 但配网容载比持续下滑

- **配网投资不足相对应的是对配电网需求在持续提升。**展望未来，我国二产用电量增速或出现下滑，而算力、充电桩等新兴领域增长速度较快，加上居民用电占比或有望持续提升，我国用电负荷增速可能持续高于用电量增速，配电网投资压力变大。
- **配网容载比持续下行。**我国“十四五”期间最高用电负荷加速上涨，但由于配网投资不足，容载比呈下降趋势，反映出需求与实际投资错位。2024年配网投资占比仍在下滑，容载比可能已降至“十二五”以来新低。

图表13：2007—2023年我国110kV配网容载比



图表14：高压配电网容载比选择范围

负荷增长情况	饱和期	较慢增长	中等增长	较快增长
年负荷平均增长率	≤2%	2%~4%	4%~7%	>7%
110~35kV电网容载比（建议值）	1.5~1.7	1.6~1.8	1.7~1.9	1.8~2.0

资料来源：中电联，中国电力统计年鉴，Wind，《配电网规划设计技术导则》（DL/T5729-2023），《配电网建设改造行动计划（2015—2020年）》，华源证券研究所

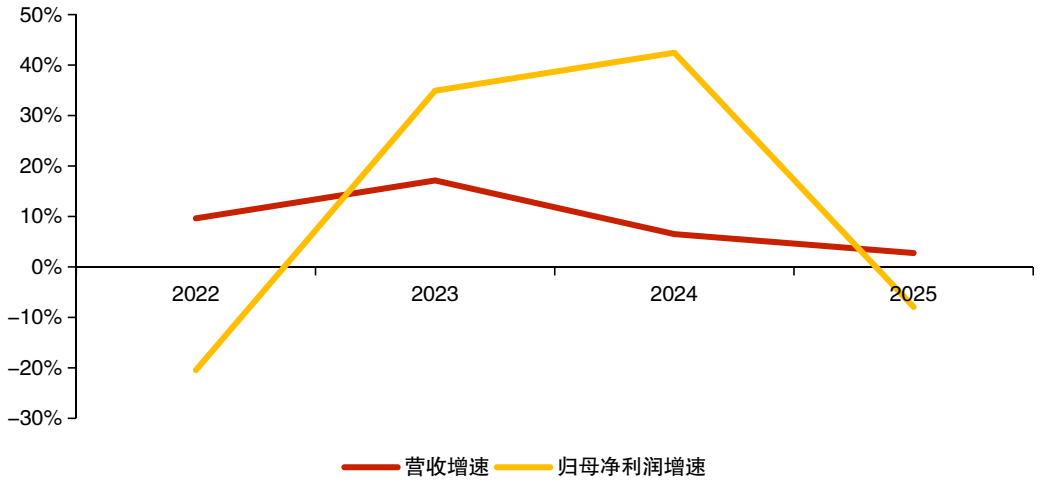
下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 配电网：需求与实际投资错位 集采降价压制性因素有望解除

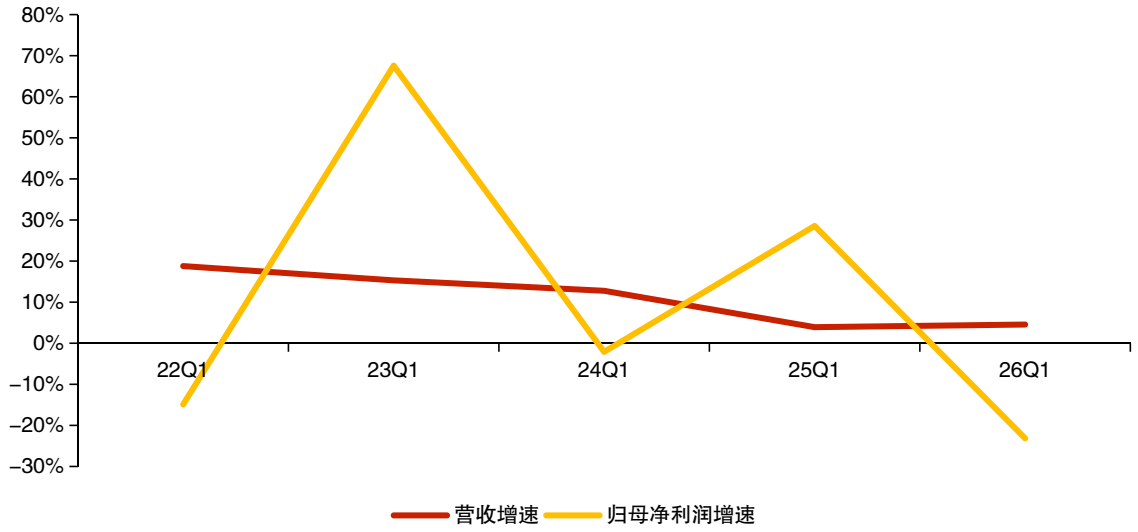
■ 配网集采降价效果显现 2025H2—2026H1电网公司业绩承压

- **2025年初开始国网实行配网集采。**该政策本意是提高设备招标管理层级，降低营销费用，提高设备集中度以加强管理。该政策长期来看有利于提高头部企业竞争力，但短期内相关公司业绩均承压。相关公司自2025Q3业绩表现不佳。2025年配网一次设备板块公司营业收入同比增长2.8%，增速低于全国电网基本建设投资完成额增速，也大幅低于主网一次设备板块公司营收增速，归母净利率同比下降0.59pct。26Q1延续2025年全年的态势，归母净利润增速转负，毛利率和归母净利率同比均下滑。

图表15：配网一次2022—2025营收和归母净利润增速



图表16：配网一次22Q1—26Q1营收和归母净利润增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 配电网：需求与实际投资错位 集采降价压制性因素有望解除

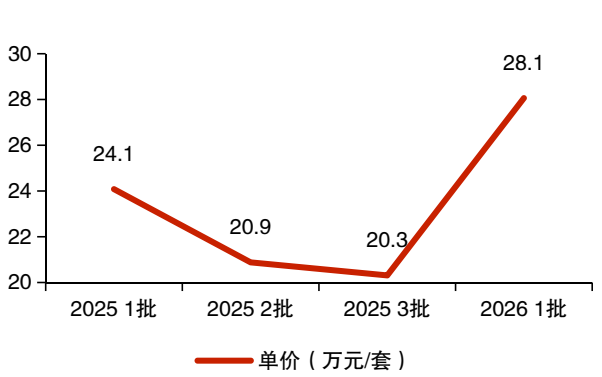
■ 26H1配网已逐渐走出低谷，量、价、份额三重逻辑共振

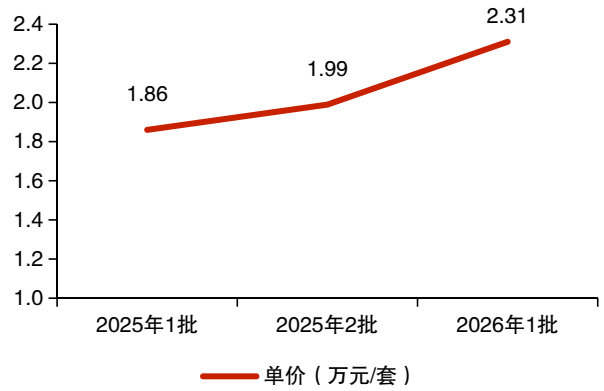
- **价格：2025年第2批以及2026年第1批部分区域联采设备的价格已经陆续出现反弹。**2025年第2批相比于第1批，除电缆外，所有设备的价格均出现了反弹。其中，融合环网箱、台成套、10kV变压器等价格反弹幅度在10%以上；
- **招标总金额：2026年配网招标金额大幅提升。**2026年第1批区域联采招标金额达到955亿元，相比2025年第1批提升35%，相比2025年第2批提升78%。
- **份额：中标厂家数量有望下降、集中度有望提升。**2026年第1批总中标厂家数量为669家，而2025年全年为1427家。

图表17：2025年国网区域联采设备金额及单价走势

设备种类	2025年第1批		2025年第2批		单价环比	单位
	总金额（亿元）	中标单价	总金额（亿元）	中标单价		
10kV电力电缆	281.95	69.1	144.04	63.5	-8.02%	万元/千米
低压电力电缆	154.54	16.9	71.52	11.3	-32.93%	万元/千米
架空绝缘导线	97.66	0.9	114.89	1.5	67.78%	万元/千米
融合环网箱	47.02	16.4	52.9	19.7	20.02%	万元/套
台成套	46.42	7.4	74.55	10.1	36.56%	万元/套
融合柱断	43.32	1.9	42.45	2.0	6.94%	万元/套
10kV变压器	34.37	5.5	31.58	6.2	11.87%	万元/台
电缆附件	4.11	128.4	4.01	136.9	6.62%	元/套

图表18：国网区域联采箱变（左）和融合柱断（右）价格走势（万元/套）





资料来源：Data电力公众号，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 电网：国内电网中短期逻辑共振 配置性价比凸显
2. 风电：重视海风投资机遇
3. 投资建议和风险提示

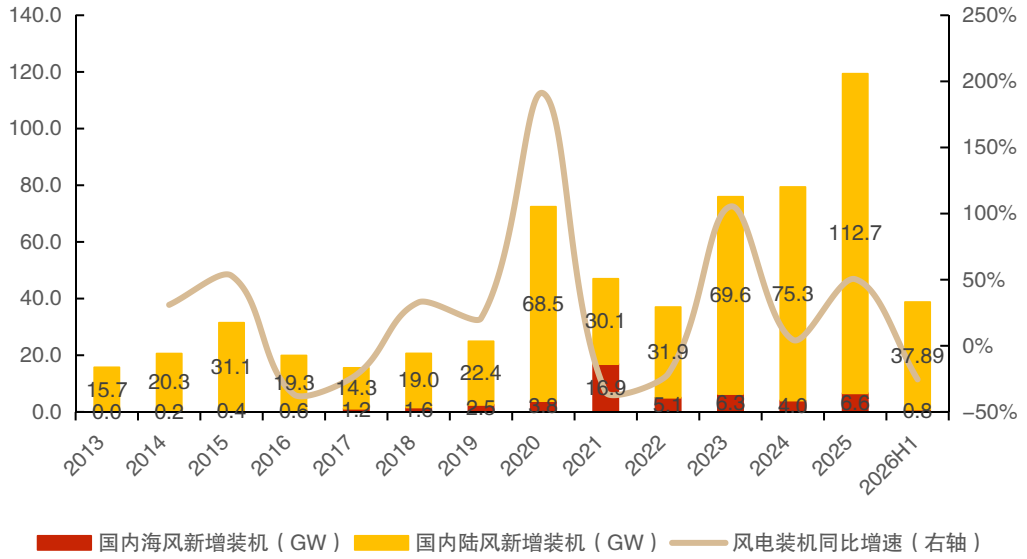
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 风电：上半年装机同比下滑但仍高于2024年同期

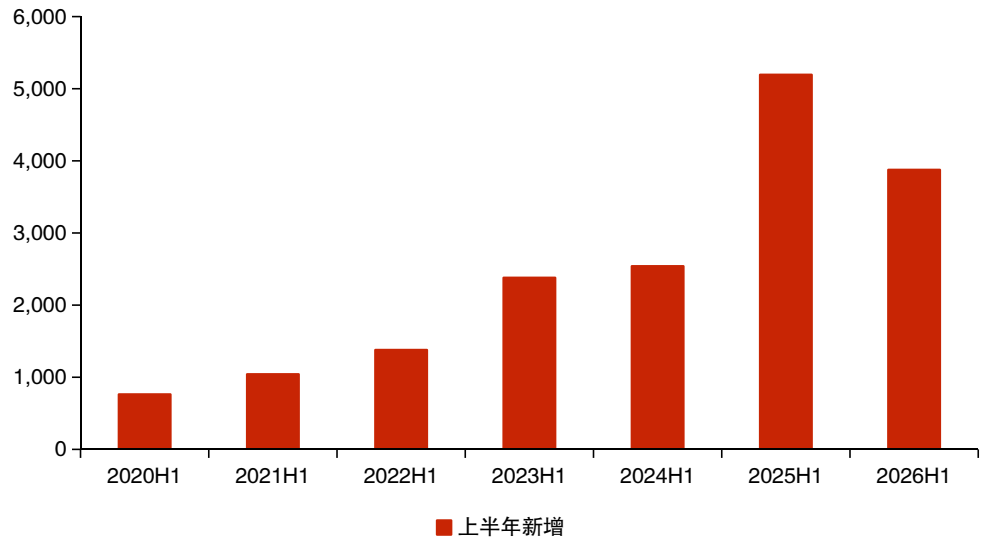
■ 26H1风电装机同比下滑显著但仍高于历史同期

- **2026年上半年我国新增风电装机39GW，同比下滑25%。**但我们认为这主要受去年“136号文”政策影响，导致去年上半年风电装机高增。对比历史同期来看，26H1风电装机仍处于较高水平，行业需求依然比较旺盛；
- **海风新增装机下滑明显。**26H1海风新增装机仅0.84GW，明显低于去年同期的2.49GW，可能主要受相关项目节奏影响。

图表19：2013—2026H1我国风电新增装机及同比增速（GW）



图表20：我国2020—2026年上半年风电新增装机（万千瓦）



资料来源：国家能源局，Wind，GWEC，华源证券研究所

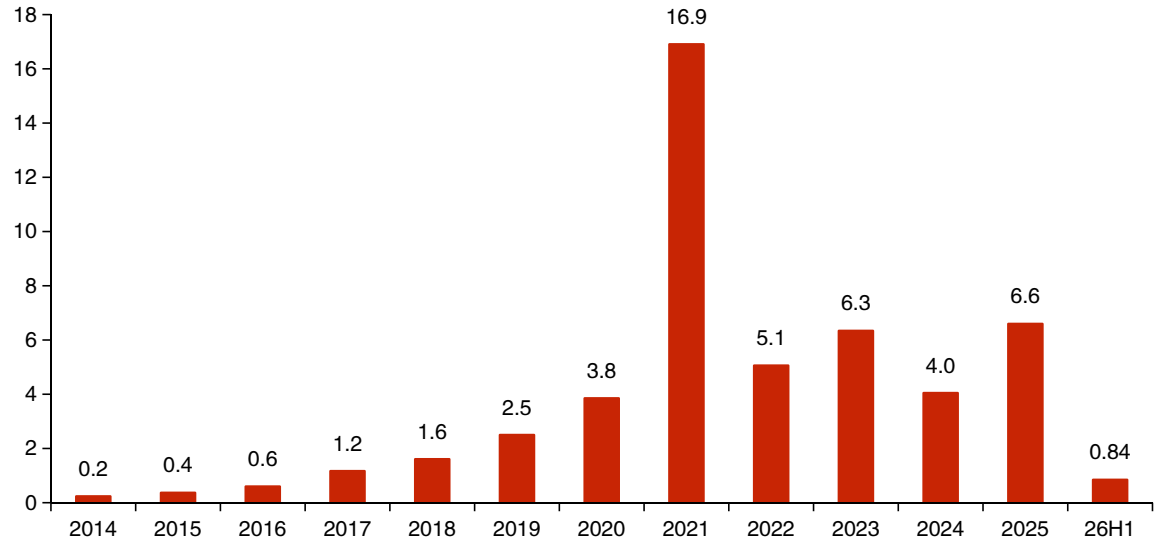
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 海风：沿海地区重要的绿电来源 后续有望迎来大规模发展

■ “十五五”规划新增开工100GW、到2030年底累计装机达到100GW以上

- **根据《可再生能源发展“十五五”规划》，**“十五五”期间全国海上风电新增开工规模达到100GW左右，2030年累计装机规模达到100GW以上，按照此目标，“十五五”期间我国海上风电新增达到53GW以上，年均超过10GW，大幅超过过去几年平均值，海上风电有望迎来大幅增长。

图表21：2014—2026H1我国海上风电新增装机（GW）



资料来源：国家能源局，GWEC，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

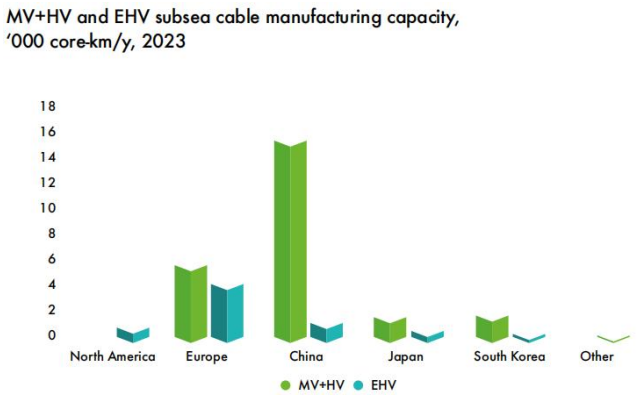
2.3 海风项目进展加快 重视海风行业机会

- **海缆高压和直流化趋势明显，头部海缆厂或显著受益。**随着海风进入平价时代，采用500kV等更高电压的交流海缆或直流海缆成为降低成本的重要手段，而高压化+直流化对头部企业更加有利。目前我国仅东方电缆、中天科技、亨通光电等少数公司有500kV超高压交流海缆以及直流缆的中标业绩，竞争格局较好。目前已招标的项目延续这一趋势：（1）东方电缆：中标青洲五七±500kV直流缆（15亿元）、三山岛±500kV直流缆（9亿元）、帆石一二500kV交流缆（26亿元）；（2）中天科技：中标三山岛±500kV直流缆（9亿元）、帆石二500kV交流缆等。格局优化有望带动相关企业产品毛利率提升。
- **欧洲海风复苏也带来了海缆需求大幅增长，欧洲海缆产能紧张为中国厂家创造机会。**根据GWEC统计，2023年欧洲中高压（HV+MV）海缆的生产能力约5000单芯公里/年，与当前欧洲中高压海缆年需求相当。而到2030年，随着欧洲海风装机预期不断上调，中高压海缆需求有望突破15000单芯公里/年，大幅超过当前欧洲海缆的生产能力。中国中高压海缆生产能力充足（2023年约14000单芯公里/年），当前产能略微过剩但也或将仅能满足国内2030年需求，欧洲产能缺口较大，国内海缆厂出口或将出现机遇。

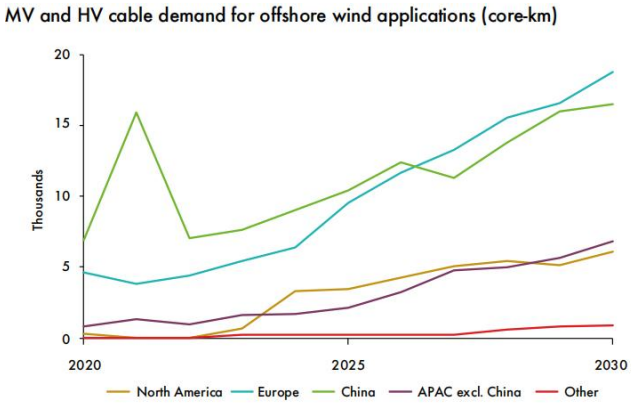
图表22：我国500kV交流及直流海缆项目及中标公司

	项目名称	海缆电压等级	中标企业	金额
1	如东±400kV海上柔直送出	±400kV	中天科技	
2	青洲五、七海上风电项目	±500kV	东方电缆	15亿元
3	三山岛海上风电项目	±500kV	中天科技、东方电缆	东方电缆8.99亿元，中天科技9.06亿元
4	舟山五端柔直	±200kV	中天科技、东方电缆	
5	舟山联网项目	500kV	东方电缆	
			中天科技	
			亨通光电	
6	青洲一、二海上风电项目	500kV	东方电缆	17亿元
7	帆石一二	500kV	东方电缆	26亿元
8	帆石二	500kV	中天科技	

图表23：2023年各地区中高压（HV+MV）和超高压（EHV）海缆生产能力（千单芯公里/年）



图表24：2020—2030年全球各地中高压（HV+MV）海缆需求（千单芯公里/年）



资料来源：中天科技、东方电缆公告，新浪财经，财新网，GWEC，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 电网：国内电网中短期逻辑共振 配置性价比凸显
2. 风电：重视海风投资机遇
3. 投资建议和风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 投资分析意见

■ 电网：沿着特高压和配电网两条景气赛道筛选标的

- **稳健配置角度：**关注估值较低、业绩稳健度高的电网设备公司。重点推荐：**华明装备，**建议关注：**国电南瑞、东方电子等；**
- **特高压和配网弹性角度：**关注特高压或配电网占比较高，潜在业绩弹性较大的公司。重点推荐：**许继电气，**建议关注：**平高电气、长高电气、三星电气**等；
- **出海：**关注出海业务占比较高，或者出海前景较好的公司，建议关注：**思源电气、四方股份、伊戈尔**等。

■ 风电：建议关注海上风电方向投资机遇

- 海上风电受到政策层面支持，在前几年低基数情况下“十五五”期间海上风电有望迎来较大发展机遇。重点推荐：**东方电缆、中天科技，**建议关注：**海力风电、大金重工、天顺风能、亨通光电**等。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2风险提示

- **电网投资力度低于预期：**电网设备需求主要取决于电网投资，一旦实际投资额低于预期，可能导致相关公司收入和业绩表现不及预期；
- **海上风电进展低于预期：**海上风电进展若低于预期，可能影响相关公司收入和业绩表现；
- **设备厂商竞争加剧超出预期等：**竞争加剧可能导致上市公司收入及利润率不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明和重要声明

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明和重要声明

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

華源証券

HUAYUAN SECURITIES