

2026 年 06 月 14 日

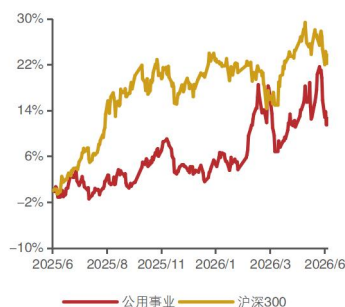
投资评级：看好（维持）

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

联系人

板块表现：



关注华东华南电力供需形势 AI 浪潮重构 MLCC 供需格局

—大能源行业 2026 年第 23 周周报（20260614）

投资要点：

➤ 电力：关注华东、华南区域率先扭转供需形势

国家能源局 6 月 12 日公众号文章，“预计 2026 年我国风电、光伏新增装机约 3 亿千瓦左右”，本报告将更新最新的电力平衡表。主要说明两点：1）“十五五”期间，煤电的定位将深入调峰机组，利用小时数或持续下降。需要注意的是，考虑到煤电机组的定位从“电量”转为“电力”，其利用小时数或持续下降，也即是，煤电机组利用小时数下降，并不代表电量供需边际宽松。

2）从实际备用率看，2026 年或为“十五五”电力供需最宽松的一年，2027 年往后，在没有剧烈装机变化情况下，**全国电力供需预计维系宽松至紧平衡，并且区域内供需形势分化，核心原因或在于煤电新增装机**。“十四五”期间或许是因华东、华南区域新增较多的煤机，导致沿海区域供需格局从紧张扭转至宽松。但“十五五”期间，沿海省份的煤机新增预期并不强烈，新增煤机或集中在“三北”区域新能源配套上。**从供（电源新增）需（用电新增）分析，预计华东、华南区域率先走出过剩。**

投资分析意见：供需格局看，建议关注华南、华东区域火电，其中华南区域：宝新能源、广州发展、粤电力 A；华东区域：浙能电力、江苏国信、皖能电力、申能股份、上海电力；京津冀火电：建投能源、京能电力。

分类看，1）低估值绿电运营商：推荐龙源电力（H）、大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源；2）具备成长性的火电运营商：推荐华润电力、华能国际（H）、国电电力、中国电力等；3）水电：推荐华能水电、长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力；4）绿醇公司：推荐嘉泽新能、关注电投绿能等；5）算电协同：推荐韶能股份、新筑股份、涪陵电力；关注豫能控股、金开新能、甘肃能源、协鑫能科、晶科科技。6）资产整合方向：建议关注电投水电、电投产融、黔源电力等。

➤ 电新：AI 浪潮重构 MLCC 供需格局

AI 服务器需求快速增长正推动 MLCC 从“电子工业大米”向战略性高端元器件跃迁。本轮 MLCC 行情的核心驱动力，源于 AI 算力基础设施的全面升级。AI 服务器对元器件提出小型化、高功率密度、耐高温、高耐压等严苛要求，高端 MLCC 产品供给持续紧张。MLCC 整体市场规模约为 150 亿美元，其中 AI 服务器领域的市场规模为 13 亿美元，且正以 80% 的复合年增长率快速增长，而汽车和其他关键行业的增长则有所放缓。

高端 MLCC 产品的性能核心在于材料、工艺、设备方面的升级。MLCC 的产业链可以清晰地划分为三个层级：最上游是陶瓷粉体、纳米镍粉、离型膜等核心材料；中游是流延机、叠层机、烧结炉、测试设备等关键设备；下游才是成品制造环节。材料、设备、工艺都会直接影响产品最终性能。MLCC 行业正在从“消费电子主导的总量周期”切换到“高端品类主导的结构周期”，我们看好处于高端 MLCC 产业链的核心企业。

投资分析意见：1）MLCC 原材料：建议关注博迁新材、国瓷材料、洁美科技等；2）MLCC 原厂：建议关注三环集团、风华高科等。

➤ **风险提示：**用电需求不及预期，气候变动扰动，煤价涨幅超预期；AI 发展不及预期，高端 MLCC 国产突破不及预期，海外业务风险，原材料成本上升风险。

内容目录

1. 电力：关注华东、华南区域率先扭转供需形势	4
2. 电新：AI 浪潮重构 MLCC 供需格局	7
3. 定期数据更新	10
4. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 2025-2030 国内电源结构预测表（电量平衡，倒算煤电利用小时数，用煤电利用小时数反映电量供需格局）	4
图表 2: 我国 2025-2030 年负荷平衡缺口测算（夏季晚高峰，亿千瓦，备用率变化趋势反映电力紧缺程度）	4
图表 3: 广东省 2022-2026 年电力现货日前均价（元/兆瓦时）	5
图表 4: 广东省 2025-2026 年月度中长期交易综合电价（元/兆瓦时）	5
图表 5: 江苏省 2025-2026 年月度集中竞价与现货煤价均价	6
图表 6: MLCC 构成图	7
图表 7: MLCC 全球市场份额占比	8
图表 8: MLCC 产业链图	9
图表 9: 秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）	10
图表 10: 环渤海港煤炭库存（万吨）	10
图表 11: 三峡入库流量(立方米/秒)	10
图表 12: 三峡出库流量(立方米/秒)	10
图表 13: 多晶硅致密料价格（元/kg）	10
图表 14: 双面双玻组件(元/W)	10
图表 15: 重点省份市场均价总览(5月16日-5月31日，元/兆瓦时)	11
图表 16: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)	11
图表 17: 全球主要市场 LNG 价格指数（美元/百万英热）	12

1. 电力：关注华东、华南区域率先扭转供需形势

国家能源局 6 月 12 日公众号文章发布，“预计 2026 年我国风电、光伏新增装机约 3 亿千瓦左右”，借此机会，本报告将更新最新的电力平衡表。主要想说明两点：

1) “十五五”期间，煤电的定位将深入调峰机组，利用小时数或持续下降。但需要注意的是，考虑到煤电机组的定位从“电量”转为“电力”，其利用小时数预计应该持续下降，也即是，煤电机组利用小时数下降，并不代表电量供需边际宽松。

2) 从实际备用率角度考虑，2026 年或为“十五五”电力供需最宽松的一年，2027 年往后，在没有剧烈装机变化情况下，全国电力供需预计维系宽松至紧平衡，并且区域内供需形势分化，核心原因或在于煤电新增装机。“十四五”期间或许是因华东、华南区域新增较多的煤机，导致沿海区域供需格局从紧张扭转到宽松。但“十五五”期间，沿海省份的煤机新增预期并不强烈，新增煤机或集中在“三北”区域新能源配套上。

从供（电源新增）需（用电新增）分析，预计华东、华南区域率先走出过剩。下面我们简单回顾年初至今的电价情况，作为补充。

图表 1：2025-2030 国内电源结构预测表（电量平衡，倒算煤电利用小时数，用煤电利用小时数反映电量供需格局）

指标	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
总发电量-全社会用电量（亿千瓦时）	76236	83768	86941	92241	98521	103682	108866	114309	120025	126026	132327	138282	144505	151008	157803	164904
同比增长	4.07%	9.88%	3.79%	6.10%	6.81%	5.24%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
累计装机容量（亿千瓦）	21.31	22.98	24.61	26.13	27.31	28.71	30.15	31.51	32.82	34.15	35.51	36.82	38.15	39.51	40.82	42.15
常规水电	3.39	3.54	3.68	3.71	3.78	3.86	3.88	3.93	3.98	4.08	4.18	4.28	4.38	4.58	4.78	4.98
核电	0.50	0.53	0.56	0.57	0.61	0.62	0.68	0.74	0.86	0.98	1.10	1.22	1.34	1.46	1.58	1.70
风电	2.82	3.28	3.65	4.41	5.21	6.40	7.60	8.80	10.00	11.25	12.50	13.75	14.90	16.10	16.90	17.70
太阳能发电	2.53	3.07	3.93	6.10	8.87	12.02	13.82	15.62	17.62	20.12	22.92	25.72	28.72	31.72	34.92	38.12
煤电	10.80	11.09	11.24	11.65	11.95	12.80	13.40	13.90	14.40	14.90	15.20	15.50	15.80	16.10	16.40	16.70
天然气发电	0.98	1.09	1.15	1.26	1.44	1.54	1.64	1.74	1.84	1.94	2.04	2.14	2.24	2.34	2.44	2.54
生物质发电	0.30	0.38	0.41	0.44	0.46	0.47	0.49	0.51	0.53	0.55	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67
装机容量净增加（亿千瓦）																
常规水电	0.13	0.15	0.14	0.03	0.07	0.08	0.02	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.20	0.20
核电	0.02	0.03	0.03	0.01	0.04	0.02	0.06	0.06	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
风电	0.72	0.46	0.37	0.76	0.80	1.19	1.20	1.20	1.20	1.25	1.25	1.20	1.20	1.20	0.80	0.80
太阳能发电	0.48	0.54	0.86	2.17	2.77	3.15	1.80	1.80	2.00	2.50	2.80	2.80	3.00	3.00	3.20	3.20
煤电	0.40	0.29	0.15	0.41	0.30	0.85	0.60	0.50	0.50	0.50	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
煤电替代需求																
天然气发电	0.08	0.11	0.06	0.11	0.18	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
生物质发电	0.06	0.08	0.03	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
利用小时数																
常规水电	4000	3800	3417	3133	3349	3367	3400	3400	3400	3400	3400	3400	3400	3400	3400	3400
核电	7453	7802	7616	7670	7683	7663	7633	7583	7533	7473	7443	7413	7383	7353	7323	7293
风电	2078	2232	2221	2225	2127	1979	1900	2000	2050	2050	2050	2000	2000	2000	2000	2000
太阳能发电	1281	1281	1337	1286	1211	1088	1000	1050	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100
煤电	4422	4652	4690	4809	4733	4585	4364	4106	3877	3712	3562	3455	3328	3207	3115	3064
天然气发电	2610	2814	2650	2436	2363	2187	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
生物质发电	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000

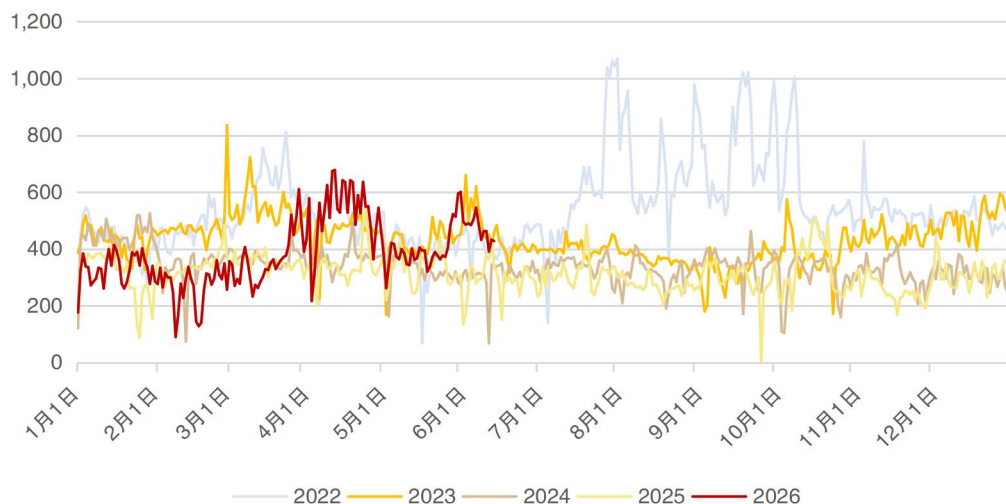
资料来源：中电联、《中国电力年鉴》，华源证券研究所

图表 2：我国 2025-2030 年负荷平衡缺口测算（夏季晚高峰，亿千瓦，用备用率变化趋势反映电力紧缺程度）

指标	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	备注
夏季最大负荷	10.77	11.92	12.90	13.39	14.51	15.24	16.06	16.93	17.84	18.80	19.82	20.89	22.02	23.21	24.46	25.78	
最大负荷增长率	2.26%	10.64%	8.23%	3.84%	8.35%	5.00%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	
累计装机容量（亿千瓦）	22	23.4	25.1	28.6	32.9	38.3	42.3	46.2	50.3	55.1	60.0	64.9	70.0	75.2	80.2	85.2	
常规水电	3.39	3.55	3.68	3.71	3.78	3.86	3.88	3.93	3.98	4.08	4.18	4.28	4.38	4.58	4.78	4.98	
核电	0.50	0.53	0.56	0.57	0.61	0.62	0.68	0.74	0.86	0.98	1.10	1.22	1.34	1.46	1.58	1.70	
风电	2.82	3.28	3.65	4.41	5.21	6.40	7.60	8.80	10.00	11.25	12.50	13.75	14.90	16.10	16.90	17.70	
太阳能发电	2.53	3.07	3.93	6.09	8.87	12.02	13.82	15.62	17.62	20.12	22.92	25.72	28.72	31.72	34.92	38.12	
煤电	10.83	11.10	11.24	11.65	11.95	12.80	13.40	13.90	14.40	14.90	15.20	15.50	15.80	16.10	16.40	16.70	
天然气发电	0.98	1.09	1.15	1.26	1.44	1.54	1.64	1.74	1.84	1.94	2.04	2.14	2.24	2.34	2.44	2.54	
生物质发电	0.30	0.38	0.41	0.44	0.46	0.47	0.49	0.51	0.53	0.55	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67	
抽水蓄能	0.31	0.36	0.46	0.51	0.58	0.62	0.74	0.91	1.09	1.28	1.53	1.78	2.03	2.28	2.53	2.78	
电力平衡测算（亿千瓦）																	保证容量系数
水电（夏季）	2.33	2.43	2.53	2.59	2.62	2.67	2.71	2.73	2.77	2.82	2.89	2.96	3.03	3.14	3.28	3.42	0.70
核电	0.49	0.52	0.54	0.56	0.59	0.62	0.65	0.71	0.80	0.92	1.04	1.16	1.28	1.40	1.52	1.64	1.00
风电	0.25	0.30	0.35	0.40	0.48	0.58	0.70	0.82	0.94	1.06	1.19	1.31	1.43	1.55	1.65	1.73	0.10
太阳能发电	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
煤电	10.62	10.96	11.17	11.45	11.80	12.37	13.10	13.65	14.15	14.65	15.05	15.35	15.65	15.95	16.25	16.55	1.00
气电（夏季）	0.94	1.04	1.12	1.20	1.35	1.49	1.59	1.69	1.79	1.89	1.99	2.09	2.19	2.29	2.39	2.49	1.00
生物质发电	0.27	0.34	0.40	0.43	0.45	0.47	0.48	0.50	0.52	0.54	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	1.00
抽水蓄能	0.31	0.34	0.41	0.48	0.54	0.60	0.69	0.83	1.00	1.19	1.41	1.66	1.91	2.16	2.41	2.66	1.00
需求响应比例	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	
需求响应能力	0.00	0.00	0.00	0.13	0.29	0.46	0.64	0.88	0.71	0.75	0.79	0.84	0.88	0.93	0.98	1.03	
实际备用率	41.2%	33.6%	28.1%	28.8%	24.9%	26.4%	28.0%	27.7%	27.2%	26.7%	25.7%	24.2%	22.5%	20.8%	19.0%	17.0%	

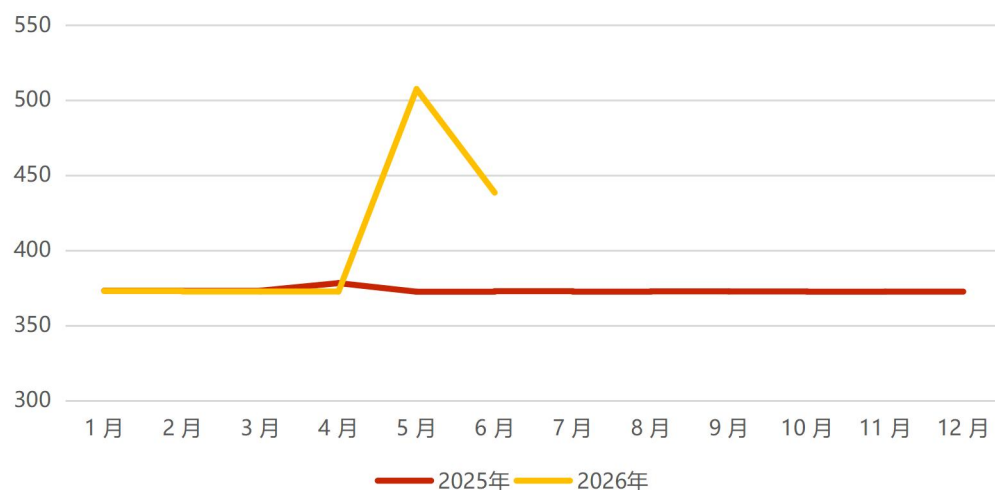
资料来源：中电联、《中国电力年鉴》，华源证券研究所

图表 3：广东省 2022-2026 年电力现货日前均价（元/兆瓦时）



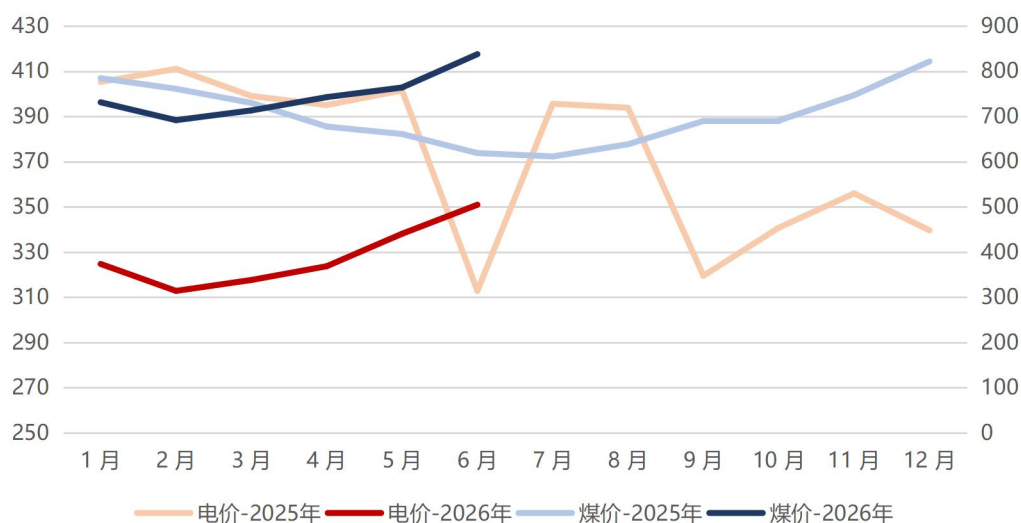
资料来源：Wind，华源证券研究所。注：2026 年数据截至 2026/6/12

图表 4：广东省 2025-2026 年月度中长期交易综合电价（元/兆瓦时）



资料来源：广州发展电力销售有限责任公司微信公众号，华源证券研究所

图表 5：江苏省 2025-2026 年月度集中竞价与现货煤价均价



资料来源：森爸评书微信公众号，华源证券研究所。注：1) 煤价为秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价月度均价，考虑煤电厂库存周期，煤价延期一个月反馈，即图示 2026 年 6 月煤价为 2026 年 5 月情况；2) 左轴为电价，单位：元/MWh；右轴为煤价，单位：元/吨

投资分析意见：

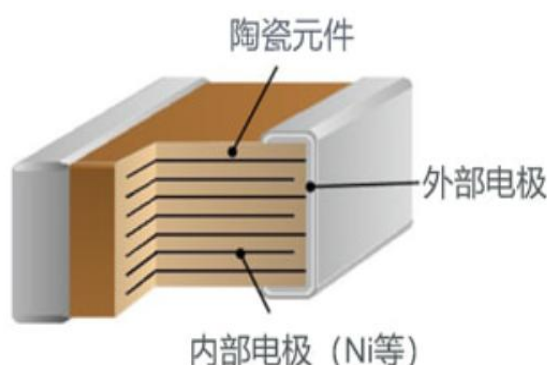
供需格局看，建议关注华南、华东区域火电，其中华南区域：**宝新能源、广州发展、粤电力 A**；华东区域：**浙能电力、江苏国信、皖能电力、申能股份、上海电力**；京津冀火电：**建投能源、京能电力**。

分品种看，1) 低估值绿电运营商：推荐**龙源电力 (H)、大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源**；2) 具备成长性的火电运营商：推荐**华润电力、华能国际 (H)、国电电力、中国电力**等；3) 水电：推荐**华能水电、长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力**；4) 绿醇公司：推荐**嘉泽新能、关注电投绿能**等；5) 算电协同：推荐**韶能股份、新筑股份、涪陵电力**；关注**豫能控股、金开新能、甘肃能源、协鑫能科、晶科科技**。6) 资产整合方向：建议关注**电投水电、电投产融、黔源电力**等。

2. 电新：AI 浪潮重构 MLCC 供需格局

MLCC 也被称为贴片电容，包括内部电极、陶瓷元件、外部电极三部分，由印好电极（内电极）的陶瓷介质膜片以错位的方式堆叠起来，经过高温烧结形成陶瓷芯片，再在芯片两端封上金属层（外电极），从而形成类似于独石的结构体，故也称为独石电容器。MLCC 具有温度范围宽、电容范围宽、介质损耗小、体积小、价格低等特点，因此被广泛应用。

图表 6：MLCC 构成图



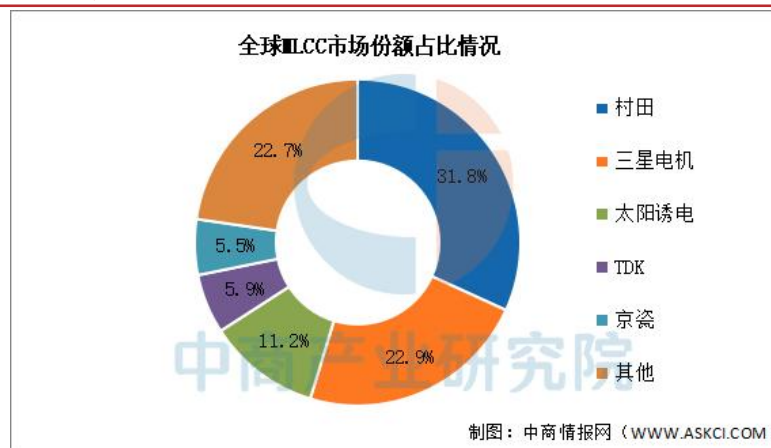
资料来源：半导体产业纵横公众号，华源证券研究所

AI 服务器需求快速增长正推动 MLCC 从“电子工业大米”向战略性高端元器件跃迁。本轮 MLCC 行情的核心驱动力，源于 AI 算力基础设施的全面升级。对比传统服务器，AI 服务器对 MLCC 的使用量快速增长。普通服务器单机仅搭载 1800~2500 颗 MLCC，而 8 卡 AI 服务器用量可达 20000 颗。伴随新一代硬件架构迭代，设备功耗与电源管理复杂度提升，单机 MLCC 搭载数量还在持续增加。与此同时，单机柜 MLCC 价值量也实现快速提升。从早期 H100 机型的 3000 美元，到 GB200 机型的 1.2 万美元，再到全新机型突破 2.2 万美元，行业价值空间不断打开。AI 服务器对元器件提出小型化、高功率密度、耐高温、高耐压等严苛要求，高端 MLCC 产品供给持续紧张。

目前，MLCC 整体市场规模约为 150 亿美元，其中 AI 服务器领域的市场规模为 13 亿美元，且正以 80% 的复合年增长率快速增长，而汽车和手机等其他关键行业的增长则有所放缓。

全球 MLCC 市场由日韩企业主导，呈现“双超多强”格局。全球 MLCC 市场份额前五的企业分别为村田（31.8%）、三星电机（22.9%）、太阳诱电（11.2%）、TDK（5.9%）、京瓷（5.5%），合计占比达 77.3%。AI 服务器用高端 MLCC 主要被村田、三星电机占据，仅三星电机就占据约 40% 的市场份额。

图表 7：MLCC 全球市场份额占比

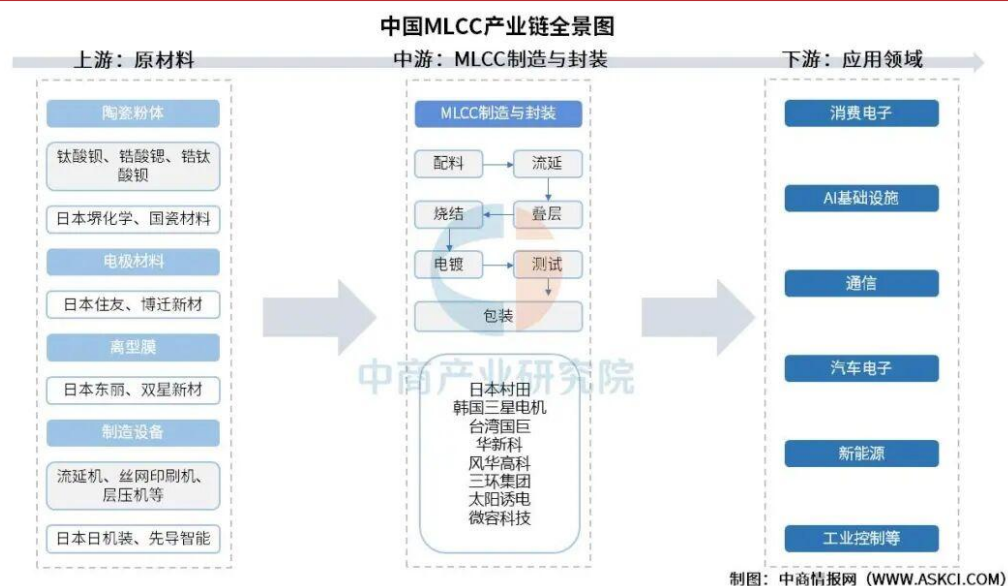


资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

AI 服务器快速增长，高端 MLCC 产能较为紧缺，日韩企业开始扩产。2026 年 Q2，全球 AI 服务器 MLCC 交期已从常规的 3-4 个月拉长至 4-6 个月，部分核心规格甚至排到 2027 年下半年，村田、三星电机等头部厂商的高端产线稼动率全线突破 95%，涨价幅度最高达 35%。日本村田计划追加 800 亿日元投向 AI 服务器 MLCC。三星电机在菲律宾新建高端工厂，天津工厂改造转产服务器高端 MLCC，预计 2026 年 10 月起逐步释放产能。我国以三环集团、风华高科为代表的 MLCC 企业，主要占据中低端 MLCC 市场，但当前也在努力加大研发突破 AI 服务器市场。

高端 MLCC 产品的性能核心在于材料、工艺、设备方面的升级。MLCC 的产业链可以清晰地划分为三个层级：最上游是陶瓷粉体、纳米镍粉、离型膜等核心材料；中游是流延机、叠层机、烧结炉、测试设备等关键设备；下游才是成品制造环节。材料、设备、工艺都会直接影响产品最终性能。

图表 8：MLCC 产业链图



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

从成本结构看，陶瓷材料占比较大。陶瓷材料由于制备工艺复杂、研发周期长、下游客户验证壁垒等，全球竞争格局较为集中，主要被日本、美国公司所垄断，比如日本堺化学、美国 Ferro 公司。随着技术水平不断提升、国产进程加速，国内生产陶瓷材料的企业逐渐增多、产量不断提升，其中国瓷材料凭借多年的技术积累，实现了所有类型的基础粉和配方粉的全面覆盖，下游客户包括三星电机、国巨、风华等。

电极材料分为内电极纳米镍粉与外电极铜浆、银浆，是 MLCC 叠层导电的核心材料。内电极目前主要使用镍粉，车规、AI 高端 MLCC 对超细纳米镍粉精度要求极高。镍粉纯度要求 5N 以上（99.999%），粒径要求在 100–500nm，球形度要好。外电极通常使用银钯合金浆料，通过印刷或喷涂方式附着在 MLCC 两端。

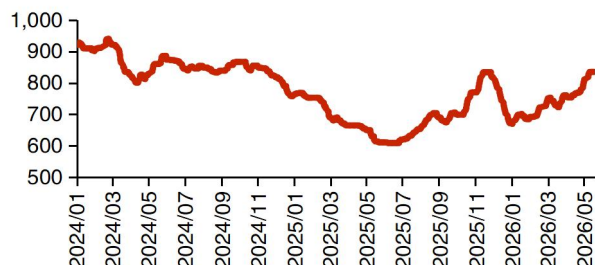
流延辅材包含离型膜、载带等，是 MLCC 流延工艺的必备耗材。MLCC 离型膜作为 MLCC 生产的关键耗材，是一种表面具有分离性的薄膜，其需求直接依附于 MLCC 行业的增长。在流延成型步骤中，陶瓷浆料通过流延机的浇注口涂布在绕行的 PET 离型膜上，形成一层均匀的浆料薄层，再通过热风区经高温干燥、定型后剥离下来，形成陶瓷膜片。离型膜对平滑性有很高要求，上游材料包括 PET 基膜和离型剂。PET 基膜要求非常高的平滑性，日本东丽和杜邦帝人是全球主要生产商；有机硅离型剂主要由道康宁、瓦克、信越等厂商提供。

MLCC 行业正在从“消费电子主导的总量周期”切换到“高端品类主导的结构性周期”，我们看好处于高端 MLCC 产业链的核心企业。

投资分析意见：1) MLCC 原材料：建议关注博迁新材、国瓷材料、洁美科技；2) MLCC 原厂：建议关注三环集团、风华高科等。

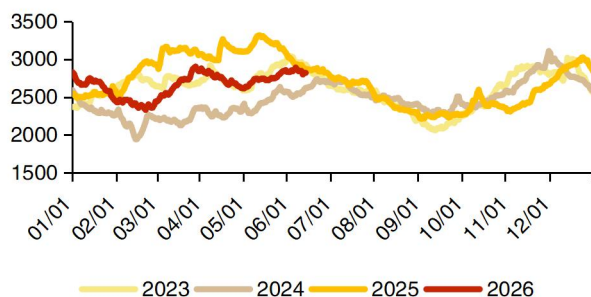
3. 定期数据更新

图表 9：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



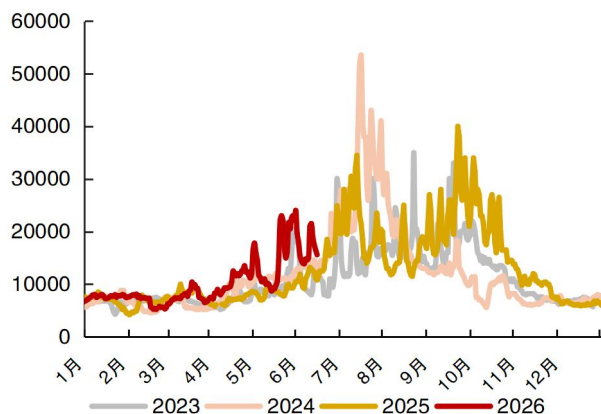
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：环渤海港煤炭库存（万吨）



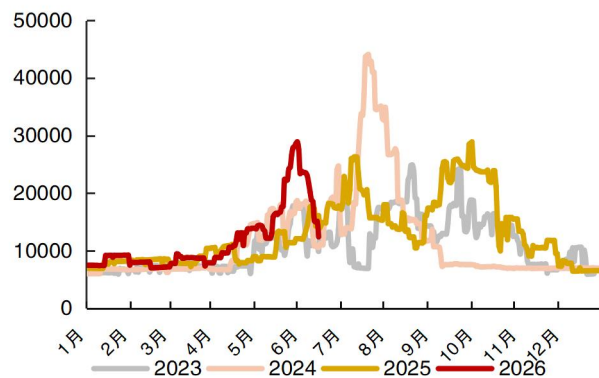
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：三峡入库流量（立方米/秒）



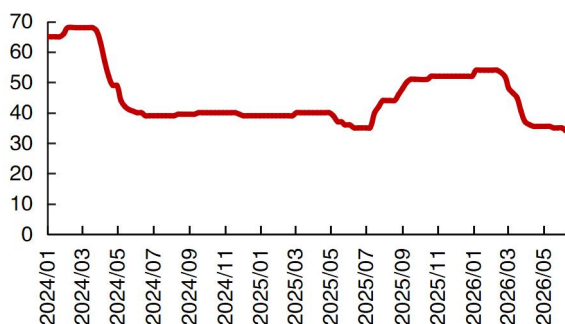
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：三峡出库流量（立方米/秒）



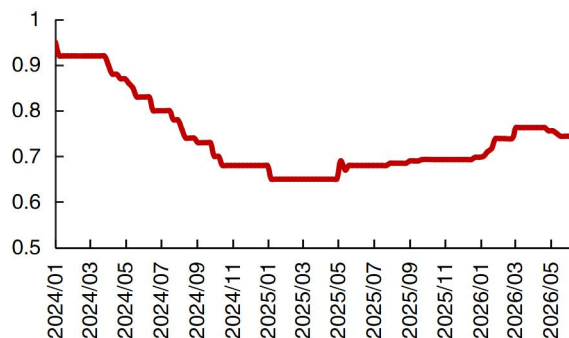
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 13：多晶硅致密料价格（元/kg）



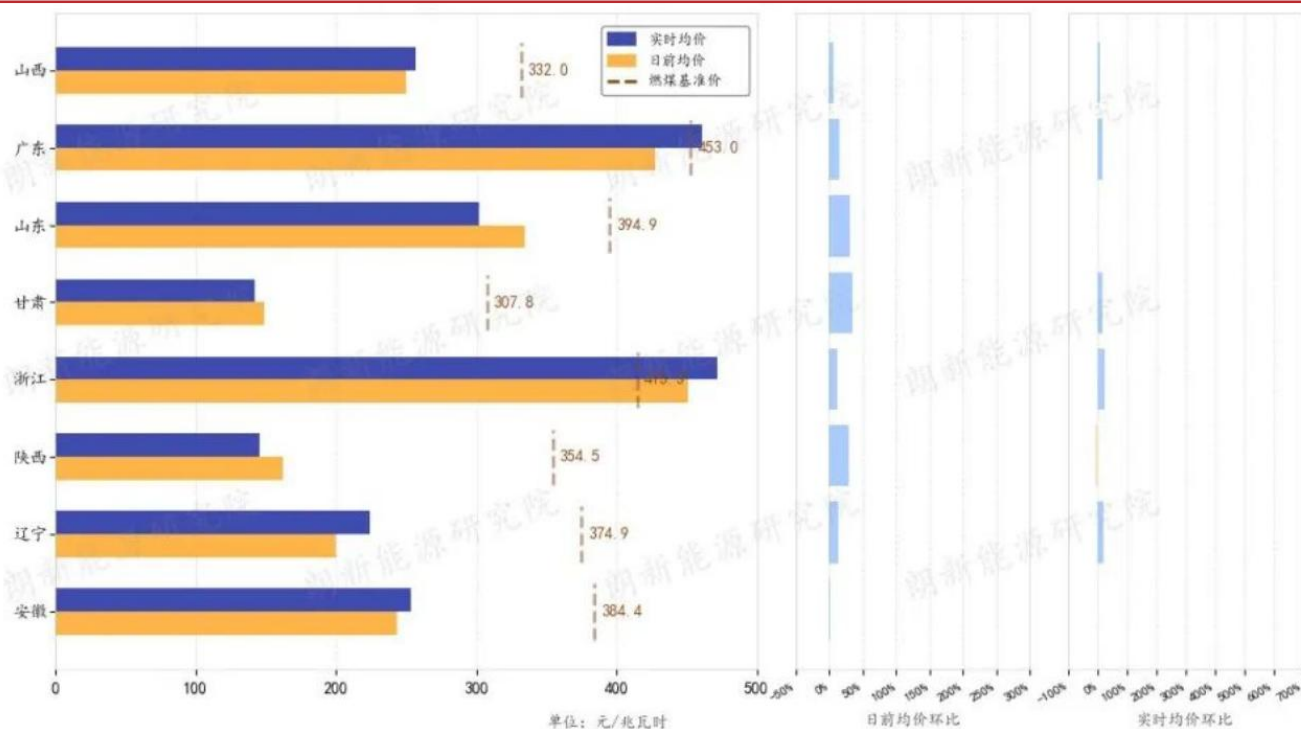
资料来源：infolink，华源证券研究所

图表 14：双面双玻组件（元/W）



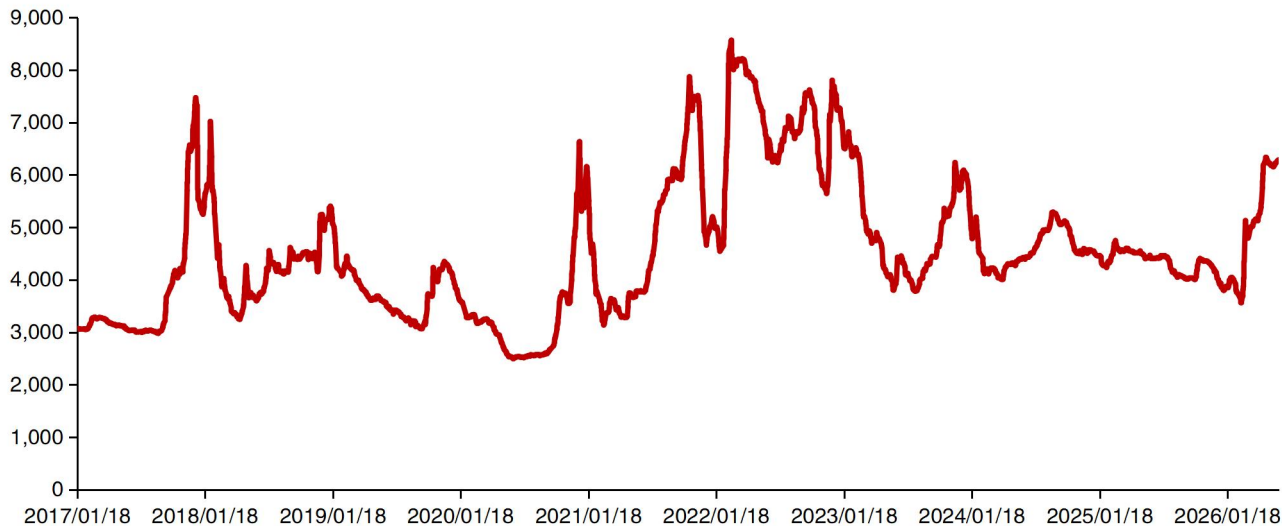
资料来源：infolink，华源证券研究所
注：2025 年 5 月 7 日起改为 topcon 型组件价格

图表 15: 重点省份市场均价总览(5月16日-5月31日, 元/兆瓦时)



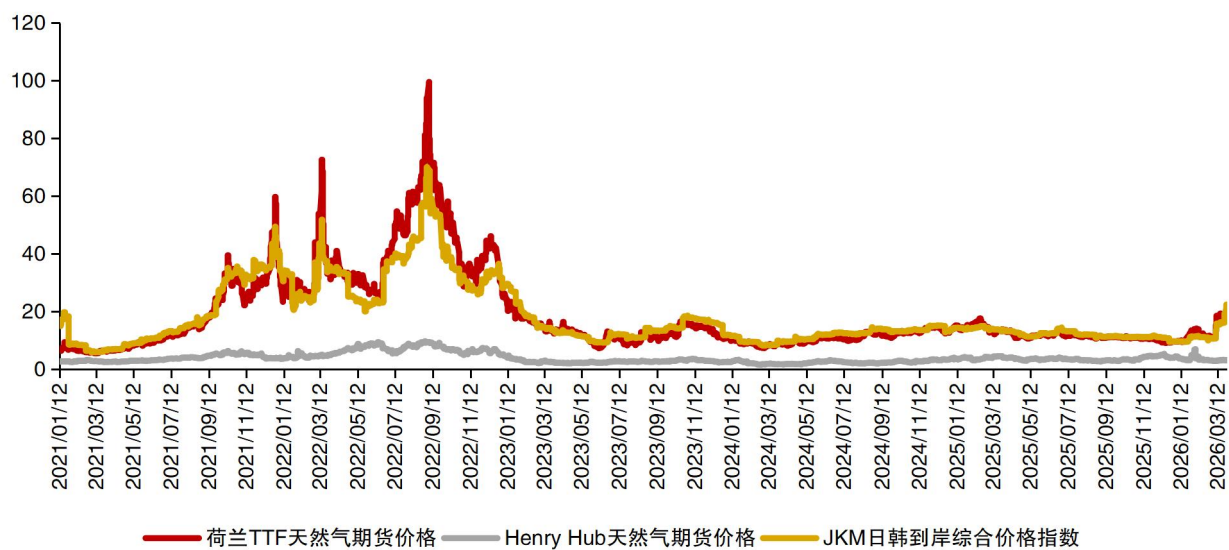
资料来源: 朗新能源研究院微信公众号, 华源证券研究所

图表 16: 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 17：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，气候变动扰动，煤价涨幅超预期；AI 发展不及预期，高端 MLCC 国产突破不及预期，海外业务风险，原材料成本上升风险。

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。