

推动增储上产，天然气业务贡献增量

华泰研究

2025年4月29日 | 中国内地/中国香港

季报点评

石油化工

公司4月29日发布一季报:Q1营业收入7531亿元,同环比-7.3%/+10.5%,归母净利468亿元(扣非后466亿元),同环比+2.5%/+45.6%(扣非后同环比+1.7%/+22.3%)。公司Q1净利超出我们的前瞻预期(444亿元),系天然气产销增加,考虑公司天然气业务降本增量潜力,维持“增持”评级。

油气业务增储上产有序推进,成本管控成效凸显

Q1公司原油产量240.2百万桶,同比+0.2%,原油实现价格70.0美元/桶,同比-7.2%,可销售天然气产量1361十亿立方英尺,同比+1.2%,单位油气操作成本9.8美元/桶,同比-6.0%。Q1油气和新能源分部实现经营利润460.9亿元,同比增30.2亿元,主要系天然气产量增加及税费支出减少。

供需偏弱挤压炼油利润空间,静待化工行业景气修复

Q1公司原油加工量337百万桶,同比-4.7%,生产成品油2857万吨,同比-6.3%,化工产品商品量996万吨,同比+0.5%。炼油化工和新材料分部动态调整产品结构,但受炼化景气偏弱影响,经营利润同比-27.3亿元至53.9亿元,其中炼油/化工业务利润同比下滑24.2/3.1亿元至45.5/8.4亿元。

成品油市场需求弱势,销量下滑致板块业绩承压

Q1公司成品油总销量3678万吨,同比-6.3%,其中国内成品油总销量2754万吨,同比-3.5%。公司持续提升国内市场占有率,加强海外市场开发,但受国内成品油需求下滑拖累,Q1分部经营利润同比-17.2亿元至50.4亿元。

持续优化进口气资源池结构,降本增量成果显著

Q1公司销售天然气864.4亿立方米,同比+3.7%,其中国内669.1亿立方米,同比+4.2%,国内天然气平均销售价格9.0美元/千立方英尺,同比-3.9%。公司持续优化进口气资源池结构,加大直销客户、工业客户和电客户开发力度,降本增量带动板块经营利润同比增11.9亿元至135.1亿元。

盈利预测与估值

考虑中长期石油供需格局趋弱致油价中枢面临下行压力,我们下调公司25-27年归母净利润预测为1629/1667/1717亿元(前值1709/1720/1764亿元,下调幅度为4.7%/3.0%/2.7%),EPS为0.89/0.91/0.94元,以0.93港币对人民币折算,结合A/H股可比公司估值(25年Wind、Bloomberg一致预期11.6/8.2xPE),考虑公司原油产量较高故受油价波动影响相对较大,给予25年11.0/7.5xPE,A/H目标价9.79元/7.18港元(前值9.77元/7.00港元,对应25年10.5x/7.0xPE),维持A/H“增持”评级。

风险提示:国际油价波动风险;石化行业竞争格局恶化风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	3,011,012	2,937,981	2,937,724	2,973,477	3,012,068
+/-%	(7.04)	(2.43)	(0.01)	1.22	1.30
归属母公司净利润(人民币百万)	161,144	164,676	162,871	166,718	171,716
+/-%	7.88	2.19	(1.10)	2.36	3.00
EPS(人民币,最新摊薄)	0.88	0.90	0.89	0.91	0.94
ROE(%)	11.44	11.12	10.48	10.07	9.62
PE(倍)	9.02	8.82	8.92	8.72	8.46
PB(倍)	1.00	0.96	0.91	0.85	0.79
EV EBITDA(倍)	3.47	3.54	4.24	4.20	4.04

资料来源:公司公告、华泰研究预测

	857 HK	601857 CH
投资评级:	增持(维持)	增持(维持)
目标价:	港币: 7.18	人民币: 9.79

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

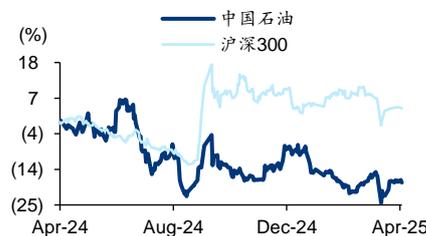
研究员 张雄
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

联系人 刘开伊
SAC No. S0570124080033 liukaiyi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	857 HK	601857 CH
目标价	7.18	9.79
收盘价(截至4月29日)	5.80	7.94
市值(百万)	1,061,522	1,453,187
6个月平均日成交额(百万)	809.17	1,363
52周价格范围	5.07-8.60	7.34-10.67
BVPS	8.28	8.55

股价走势图



资料来源: Wind

图表1: 可比公司估值表 (A股)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		4月29日	4月29日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国石化	600028 CH	5.63	6828	0.46	0.50	0.53	12.2	11.3	10.7
中国神华	601088 CH	38.27	7604	2.71	2.77	2.79	14.1	13.8	13.7
中国海油	600938 CH	25.11	11935	2.99	3.09	3.10	8.4	8.1	8.1
平均							11.6	11.1	10.8

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表2: 可比公司估值表 (H股)

公司名称	股票代码	股价 (港元/股)		EPS (港元)			P/E (x)		
		4月29日	4月29日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国石油化工股份	0386 HK	3.90	4,730	0.45	0.50	0.54	8.7	7.8	7.2
中国海洋石油	0883 HK	16.74	7,957	3.07	3.07	3.03	5.5	5.5	5.5
中国神华	1088 HK	29.40	5841	2.79	2.76	2.71	10.5	10.7	10.8
平均							8.2	8.0	7.9

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

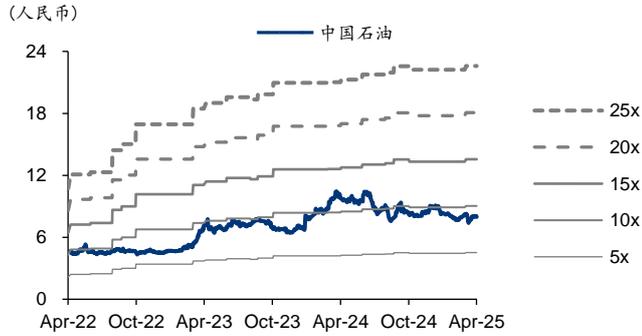
图表3: 中国石化季度拆分预测

(人民币百万)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E
营业收入	812,184	741,685	702,410	681,702	753,108	694,033	673,037
——油气与新能源	223,119	226,604	228,702	228,388	221,496	195,056	197,698
——炼油与化工	315,433	320,133	288,322	268,701	282,494	301,296	280,791
——销售	635,210	633,916	615,916	569,504	594,373	592,137	592,805
——天然气	177,917	120,162	126,776	167,835	180,340	128,694	135,777
——总部及其他	741	847	1,027	4,868	822	850	950
——抵消事业部间销售	(540,236)	(559,977)	(558,333)	(557,594)	(526,417)	(524,000)	(534,985)
营业收入同比增速	10.9%	-0.8%	-12.4%	-6.5%	-7.27%	-6.42%	-4.18%
——油气与新能源	3.0%	8.9%	2.6%	-6.6%	-0.73%	-13.92%	-13.56%
——炼油与化工	13.3%	7.9%	-12.0%	-15.6%	-10.44%	-5.88%	-2.61%
——销售	8.0%	-0.5%	-13.6%	-3.2%	-6.43%	-6.59%	-3.75%
——天然气	11.0%	3.5%	8.9%	-0.4%	1.36%	7.10%	7.10%
——总部及其他	39.8%	16.7%	4.9%	1.3%	10.93%	0.35%	-7.50%
营业收入环比增速	11.4%	-8.7%	-5.3%	-2.9%	10.47%	-7.84%	-3.03%
——油气与新能源	-8.8%	1.6%	0.9%	-0.1%	-3.02%	-11.94%	1.35%
——炼油与化工	-0.9%	1.5%	-9.9%	-6.8%	5.13%	6.66%	-6.81%
——销售	7.9%	-0.2%	-2.8%	-7.5%	4.37%	-0.38%	0.11%
——天然气	5.6%	-32.5%	5.5%	32.4%	7.45%	-28.64%	5.50%
——总部及其他	-84.6%	14.3%	21.3%	374.0%	-83.11%	3.41%	11.76%
营业成本	646,672	581,662	541,357	505,532	594,269	547,758	523,632
营业成本同比增速	12.1%	-1.0%	-13.0%	-1.9%	-8.1%	-5.8%	-3.3%
营业成本环比增速	25.5%	-10.1%	-6.9%	-6.6%	17.6%	-7.8%	-4.4%
总毛利	165,512	160,023	161,053	176,170	158,839	146,275	149,405
总毛利同比增速	6.5%	0.0%	-10.4%	-17.5%	-4.0%	-8.6%	-7.2%
总毛利环比增速	-22.4%	-3.3%	0.6%	9.4%	-9.8%	-7.9%	2.1%
总毛利率	20.4%	21.6%	22.9%	25.8%	21.1%	21.1%	22.2%
总毛利率同比变动(pct)	(0.85)	0.18	0.52	(3.44)	0.71	(0.50)	(0.73)
总毛利率环比变动(pct)	(8.90)	1.20	1.35	2.91	(4.75)	(0.02)	1.12
费用率	5.0%	4.8%	6.0%	6.7%	5.31%	5.20%	5.40%
——销售及管理费用率	3.8%	3.9%	4.9%	5.0%	4.01%	4.20%	4.40%
——研发费用率	0.7%	0.5%	0.6%	1.3%	0.82%	0.50%	0.50%
费用率同比变动(pct)	(0.54)	(0.08)	0.76	0.31	0.27	0.44	(0.59)
——销售及管理费用率(pct)	(0.36)	0.19	0.78	0.33	0.23	0.28	(0.46)
——研发费用率(pct)	(0.07)	(0.00)	0.06	0.25	0.09	0.01	(0.10)
费用率环比变动(pct)	(1.35)	(0.26)	1.23	0.69	(1.38)	(0.11)	0.20
——销售及管理费用率(pct)	(0.95)	0.16	0.94	0.18	(1.04)	0.19	0.20
——研发费用率(pct)	(0.35)	(0.25)	0.11	0.74	(0.51)	(0.32)	0.00
归母净利润	45,681	42,926	43,911	32,158	46,807	39,319	41,547

归母净利润(同比)	4.7%	3.1%	-5.3%	9.0%	2.46%	-8.40%	-5.38%
归母净利润(环比)	54.9%	-6.0%	2.3%	-26.8%	45.55%	-16.00%	5.67%
归母净利润率	5.6%	5.8%	6.3%	4.7%	6.22%	5.67%	6.17%
归母净利润率(同比,pct)	(0.33)	0.22	0.47	0.67	0.59	(0.12)	(0.08)
归母净利润率(环比,pct)	1.58	0.16	0.46	(1.53)	1.50	(0.55)	0.51
EPS(GAAP)	0.25	0.23	0.24	0.18	0.26	0.21	0.23

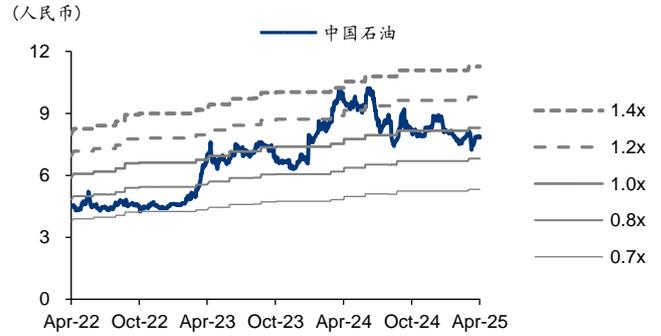
资料来源:公司公告, 华泰研究预测

图表4: 中国石油 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 中国石油 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	658,520	590,844	560,203	589,385	572,604
现金	269,873	216,246	205,641	208,143	210,845
应收账款	68,761	71,610	43,595	73,012	45,108
其他应收账款	31,090	34,387	31,084	35,184	31,944
预付账款	12,461	14,192	12,459	14,516	12,809
存货	180,533	168,338	181,353	172,459	185,827
其他流动资产	95,802	86,071	86,071	86,071	86,071
非流动资产	2,094,190	2,162,163	2,419,501	2,659,737	2,879,847
长期投资	280,972	290,077	312,077	334,077	356,077
固定投资	468,178	480,407	692,428	888,365	1,065,247
无形资产	92,744	92,790	87,820	82,819	77,846
其他非流动资产	1,252,296	1,298,889	1,327,177	1,354,477	1,380,676
资产总计	2,752,710	2,753,007	2,979,704	3,249,123	3,452,451
流动负债	689,007	637,317	756,331	880,298	941,428
短期借款	38,979	45,955	212,892	353,826	377,271
应付账款	289,156	272,785	290,477	279,423	297,683
其他流动负债	360,872	318,577	252,962	247,049	266,474
非流动负债	433,082	405,827	418,562	419,037	410,704
长期借款	126,165	74,072	86,807	87,282	78,949
其他非流动负债	306,917	331,755	331,755	331,755	331,755
负债合计	1,122,089	1,043,144	1,174,893	1,299,335	1,352,132
少数股东权益	184,211	194,492	212,589	231,113	250,193
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
资本公积	123,078	121,812	121,812	121,812	121,812
留存公积	1,152,177	1,234,539	1,325,023	1,417,644	1,513,042
归属母公司股东权益	1,446,410	1,515,371	1,592,222	1,718,675	1,850,127
负债和股东权益	2,752,710	2,753,007	2,979,704	3,249,123	3,452,451

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	456,596	406,532	409,122	348,758	489,067
净利润	180,291	183,747	180,967	185,242	190,796
折旧摊销	225,174	231,331	179,268	207,542	236,521
财务费用	18,110	12,552	10,718	19,165	23,310
投资损失	(9,554)	(11,934)	(11,500)	(11,500)	(11,500)
营运资金变动	(3,137)	(31,061)	53,050	(48,300)	53,343
其他经营现金	45,712	21,897	(3,381)	(3,392)	(3,404)
投资活动现金	(255,789)	(307,347)	(422,607)	(433,778)	(442,631)
资本支出	(282,519)	(302,651)	(283,475)	(292,475)	(299,225)
长期投资	7,642	(27,511)	(22,000)	(22,000)	(22,000)
其他投资现金	19,088	22,815	(117,132)	(119,303)	(121,406)
筹资活动现金	(146,572)	(178,876)	(164,058)	(53,411)	(67,179)
短期借款	604.00	6,976	166,937	140,934	23,445
长期借款	(43,465)	(52,093)	12,735	474.42	(8,333)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(534.00)	(1,266)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(103,177)	(132,493)	(343,730)	(194,820)	(82,291)
现金净增加额	57,811	(76,524)	(177,542)	(138,432)	(20,744)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,011,012	2,937,981	2,937,724	2,973,477	3,012,068
营业成本	2,302,385	2,275,223	2,280,571	2,307,446	2,336,624
营业税金及附加	295,015	266,012	258,520	255,719	256,026
营业费用	70,260	63,190	61,692	62,443	63,253
管理费用	55,023	65,026	61,692	59,470	57,229
财务费用	18,110	12,552	10,718	19,165	23,310
资产减值损失	(28,956)	(14,278)	(24,971)	(25,275)	(25,603)
公允价值变动收益	2,008	4,673	2,000	2,000	2,000
投资净收益	9,554	11,934	11,500	11,500	11,500
营业利润	253,024	255,286	252,115	257,740	265,047
营业外收入	3,128	3,130	3,000	3,000	3,000
营业外支出	18,694	16,914	17,000	17,000	17,000
利润总额	237,458	241,502	238,115	243,740	251,047
所得税	57,167	57,755	57,148	58,498	60,251
净利润	180,291	183,747	180,967	185,242	190,796
少数股东损益	19,147	19,071	18,097	18,524	19,080
归属母公司净利润	161,144	164,676	162,871	166,718	171,716
EBITDA	478,430	472,833	425,751	468,068	495,818
EPS (人民币, 基本)	0.88	0.90	0.89	0.91	0.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(7.04)	(2.43)	(0.01)	1.22	1.30
营业利润	4.31	0.89	(1.24)	2.23	2.84
归属母公司净利润	7.88	2.19	(1.10)	2.36	3.00
获利能力 (%)					
毛利率	23.53	22.56	22.37	22.40	22.42
净利率	5.99	6.25	6.16	6.23	6.33
ROE	11.44	11.12	10.48	10.07	9.62
ROIC	62.04	52.23	37.57	27.17	23.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.76	37.89	39.43	39.99	39.16
净负债比率 (%)	2.51	2.54	8.51	15.29	15.01
流动比率	0.96	0.93	0.74	0.67	0.61
速动比率	0.59	0.54	0.40	0.38	0.33
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.07	1.02	0.95	0.90
应收账款周转率	42.77	41.86	51.00	51.00	51.00
应付账款周转率	7.96	8.10	8.10	8.10	8.10
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.90	0.89	0.91	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	2.22	2.24	1.91	2.67
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.28	8.70	9.39	10.11
估值比率					
PE (倍)	9.02	8.82	8.92	8.72	8.46
PB (倍)	1.00	0.96	0.91	0.85	0.79
EV EBITDA (倍)	3.47	3.54	4.24	4.20	4.04

免责声明

分析师声明

本人, 庄汀洲、张雄, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国石油（601857 CH）、中国石油股份（857 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国石油（601857 CH）、中国石油股份（857 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司