

# 优质资源+成本优势攻守兼备

华泰研究

中报点评

2025年8月23日 | 中国内地/中国香港

煤炭

公司公布上半年业绩：营业收入 744.36 亿元，同比去年-19.95%；归母净利润 77.05 亿元，同比去年-21.28%，上半年业绩整体符合我们预期（我们预测 1H25 归母净利润 77.32 亿元）。公司积极回馈股东，继提升 2024 年度分红比例后实施 2025 年中期分红（分红率 28.57%，每股股利 0.17 元），近年分红水平逐渐贴近煤炭板块第一梯队，作为煤炭央企在市值管理导向下具备高股息潜力，叠加下半年美联储潜在降息或进一步催化红利价值。维持“买入”评级。

## 1H25 平稳落地，煤炭主业产销符合预期

煤炭业务方面，2025 上半年公司商品煤产量达到 6,734 万吨，同比+1.3%；商品煤销量虽然同比下滑-3.6%至 12,868 万吨，但其中自产煤销量仍实现同比 1.4% 的增长，达到 6,711 万吨；煤化工方面，在安排部分装置大修的情况下，公司仍实现 298.8 万吨的产品生产，同比+2.1%，销售 316.6 万吨，同比+2.7%，向“安稳长满优”目标稳步推进。

## 成本优势与内生增长构筑核心壁垒

- 成本方面，公司通过推动精益管理降本以对冲煤价下行，自产商品煤单位销售成本为 262.97 元/吨，同减 10.2%（对应 29.91 元/吨的降本），其中主要拉动因素为安全费和维简费使用减少专项基金结余拉动成本降低 25.31 元/吨，较去年同期降低 52.1%。兑现到利润端，虽然 25H1 煤市下行导致公司自产煤销售价格同比-19.5%至 470 元/吨，但是在降本增效对冲下毛利率仅下滑 1.8pct 至 23.7%，体现出优秀的盈利韧性。
- 资源储备方面，公司煤炭可采储量达 138 亿吨，支撑公司可开采近 100 年的长久期，里必煤矿（400 万吨/年）和苇子沟煤矿（240 万吨/年）亦稳步推进中，预计将于 2026 年底进入试生产，新增产能相当于公司 2024 年核定产能 1.65 亿吨的 39%。

## 展望下半年，供给侧收紧或有效支撑淡季煤价

国内产量方面，7 月份全国原煤产量达 3.8 亿吨，同比下降 3.8%，环比下降 9.52%，而 1-7 月份全国累计原煤产量同比仍有 3.8% 正增长（27.8 亿吨），同环比出现明显减量主要系持续强降雨的影响下主产地煤矿生产明显受限、超产核查等综合作用导致；国外进口方面，7 月份中国动力煤进口量为 2598.6 万吨，虽在国内供应收紧带动下环比增长 8.6%，但仍较上年同期的 3536.7 万吨下降 26.52%。供给侧收缩已逐步兑现对煤炭基本面的改善，截至 8 月 22 日，秦皇岛港口煤价达 707 元/吨，自 6 月 12 日煤价低点 615 元/吨已修复 15.0%，若“抓超产”进一步冲击供给或对煤价反弹形成支撑。

## 盈利预测与估值

考虑到近期煤价回暖、公司 1H25 业绩符合预期，我们维持 2025-27E 归母净利润 158.5/181.1/185.5 亿元。虽然我们维持业绩预测，但是考虑到煤价重回港口长协价格之上或将有利于公司保障现金流稳定性，强化红利逻辑，叠加公司提升 2024 年度分红比例并实施 2025 年中期分红，我们认为公司维持高派息率有望得到一定保证，因此我们上调公司 25 年分红率预测，假设维持 24 年相同分红比例 40.62%，2026-35 年在央企市值管理考核趋势下年均提升 0.6pct，永续增长率保守假设为 0%，调整 WACC 为 4.7%（前值 5.0%），上调 A 股目标价 15.24 元（前值 11.82 元），参考近半年 A/H 溢价 24%（前值 37%）给予 H 股目标价 13.39 港币（前值 9.8 港币）。

风险提示：供给扰动超预期；在建项目进度不及预期。

	1898 HK	601898 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：13.39	人民币：15.24

刘俊 研究员  
SAC No. S0570523110003 karlliu@htsc.com  
SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

苗雨菲 研究员  
SAC No. S0570523120005 miaoyufei@htsc.com  
SFC No. BTM578 +(86) 21 2897 2228

戚腾元 研究员  
SAC No. S0570524080002 qitengyuan@htsc.com  
SFC No. BVU938 +(86) 21 2897 2228

马梦辰, CFA 研究员  
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com  
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

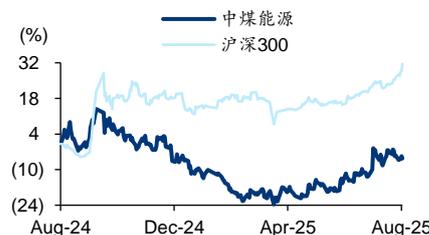
李科毅\* 联系人  
SAC No. S0570125030018 likeyi@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

徐嘉欣\* 联系人  
SAC No. S0570125070136 xujiaxin@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

(港币/人民币)	1898 HK	601898 CH
目标价	13.39	15.24
收盘价(截至 8 月 22 日)	9.68	12.04
市值(百万)	128,344	159,634
6 个月平均日均成交额(百万)	198.64	348.89
52 周价格范围	7.16-10.76	9.73-14.75
BVPS	11.73	11.74

## 股价走势图



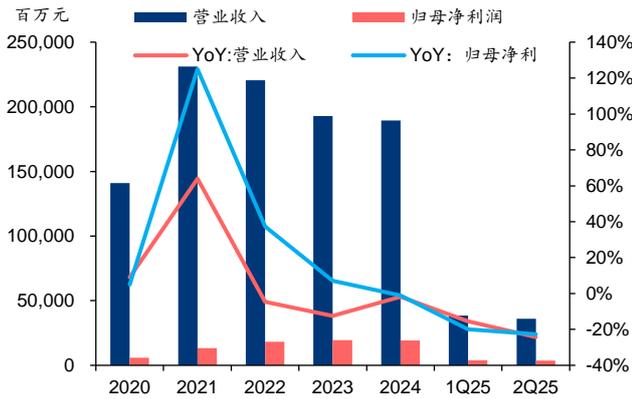
资料来源：Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	189,399	171,389	182,718	183,441
+/-%	(1.85)	(9.51)	6.61	0.40
归属母公司净利润(百万)	19,323	15,849	18,112	18,546
+/-%	(1.08)	(17.98)	14.27	2.40
EPS(最新摊薄)	1.46	1.20	1.37	1.40
ROE(%)	13.05	10.17	10.93	10.47
PE(倍)	8.34	10.16	8.89	8.69
PB(倍)	1.06	1.01	0.94	0.88
EV EBITDA(倍)	4.96	4.11	3.28	2.92
股息率(%)	3.95	3.46	3.95	4.03

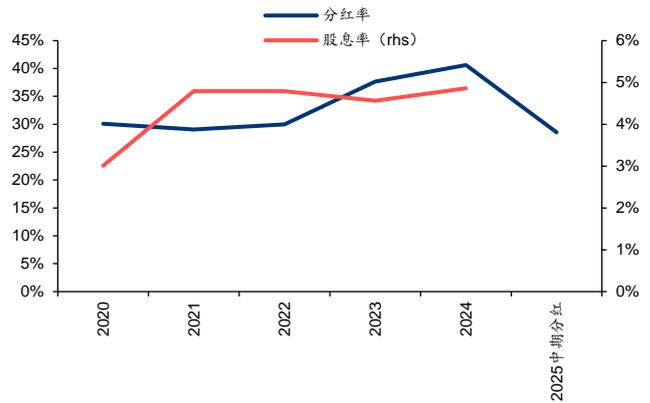
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 2020-25Q2 公司营收及归母净利润变化



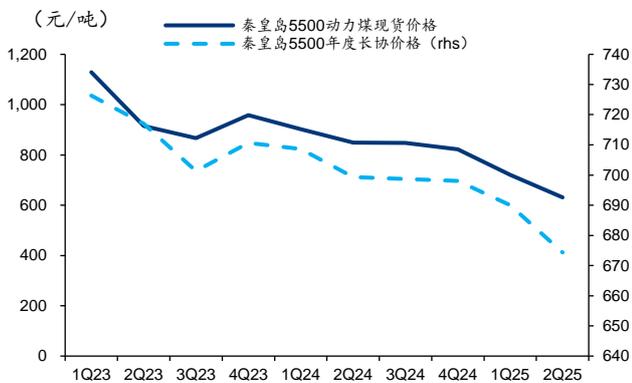
资料来源: iFinD, 公司公告, 华泰研究

图表2: 2020-25 年中期公司分红率和派息率变化



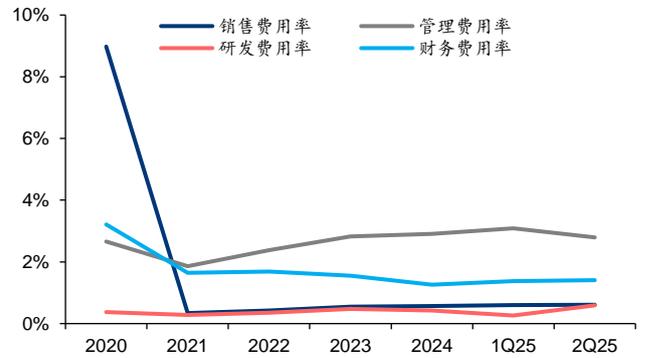
资料来源: iFinD, 公司公告, 华泰研究

图表3: 2023-25Q2 动力煤现货价格和年度长协价格



资料来源: iFinD, 华泰研究

图表4: 2020-25Q2 各项费用率变化



资料来源: iFinD, 公司公告, 华泰研究

图表5: 季度经营情况总结

季度财报数据总结(quarter financial results summary)		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	YoY	QoQ	1H25A	YoY	3Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	45,395	47,589	47,428	48,987	38,392	36,044	-24%	-6%	74,436	-20%	46,439	-2%	29%
营业成本	Rmb mn	33,115	35,675	36,266	37,223	28,929	27,181	-24%	-6%	56,110	-18%	35,962	-1%	32%
毛利率	%	27.1%	25.0%	23.5%	24.0%	24.6%	24.6%	-0.45	-0.6	24.6%	-1.40	22.6%	-0.97	-2.03
销售及管理费用	Rmb mn	1,436	1,381	1,357	2,416	1,415	1,226	-11%	-13%	2,641	-6%	1,561	15%	27%
研发费用	Rmb mn	121	161	160	359	101	213	32%	112%	314	11%	274	72%	29%
财务费用	Rmb mn	653	622	605	509	528	506	-19%	-4%	1,034	-19%	652	8%	29%
营业利润	Rmb mn	8,696	8,030	7,797	6,963	6,213	5,730	-29%	-8%	11,943	-29%	6,195	-21%	8%
税前利润	Rmb mn	8,684	8,036	7,806	7,053	6,222	5,716	-29%	-8%	11,939	-29%	6,224	-20%	9%
所得税	Rmb mn	-2,056	-1,863	-1,589	-1,117	-1,337	-1,183	-37%	-12%	-2,519	-36%	-1,288	-19%	9%
少数股东损益	Rmb mn	-1,658	-1,355	-1,391	-1,227	-908	-807	-40%	-11%	-1,715	-43%	-878	-37%	9%
归母净利润	Rmb mn	4,970	4,818	4,826	4,709	3,978	3,727	-23%	-6%	7,705	-21%	4,057	-16%	9%
非经常性损益	Rmb mn	-77	-54	-57	-32	-36	-16	-71%	-56%	-51	-61%	-48	-16%	207%
净利润(扣非)	Rmb mn	4,892	4,764	4,769	4,677	3,942	3,711	-22%	-6%	7,653	-21%	4,057	-15%	9%
EPS	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.36	0.30	0.28	-23%	-6%	0.58	-21%	0.31	-16%	9%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.35	0.30	0.28	-22%	-6%	0.58	-21%	0.31	-15%	9%
核心运营指标(core operational indicators)		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	YoY	QoQ	1H25A	YoY	3Q25E	YoY	QoQ
煤炭														
生产量	t mn	32.7	33.8	35.8	35.3	33.4	34.0	1%	2%	67.3	1%	36.0	1%	6%
销售量	t mn	63.9	69.7	72.0	79.3	64.1	64.5	-7%	1%	128.7	-4%	79.0	10%	22%
平均价格	Rmb/t	587	574	561	532	487	450	-22%	-8%	469	-19%	506	-10%	12%
自产煤平均成本	Rmb/t	291	295	274	269	270	256	-13%	-5%	263	-10%	278	1%	8%
煤化工														
生产量	t mn	1.3	1.4	1.0	1.4	1.5	1.2	-12%	-19%	2.7	2%	1.4	41%	20%
销售量	t mn	1.3	1.5	1.0	1.4	1.5	1.4	-6%	-7%	2.9	2%	1.3	28%	-3%
平均价格	Rmb/t	3,371	3,321	3,711	3,189	2,973	2,808	-15%	-6%	2,893	-14%	3,146	-15%	12%
平均成本	Rmb/t	2,990	2,753	3,620	3,392	2,568	2,684	-3%	5%	2,620	-9%	2,780	-23%	4%
分部收入(segment revenue)														
煤炭	Rmb mn	375	403	401	429	313	293	-27%	-6%	606	-22%	400	0%	36%
煤化工	Rmb mn	45	49	39	45	44	39	-21%	-12%	83	-11%	42	9%	9%
分部毛利率(segment Gross margin)														
煤炭	%	22%	28%	23%	24%	14%	34%	5.91	20.72	23.7%	-1.83	30.0%	6.54	-4.38
煤化工	%	11%	17%	2%	-6%	14%	4%	-12.70	-9.20	15.1%	-5.29	11.6%	9.17	7.24

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表6: 季度运营数据和业绩预测

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
<b>基准价格</b>				
5500 动力煤价 (元/吨)	721	631	730	800
YoY	-20.0%	-25.7%	-13.9%	-2.7%
主焦煤价 (元/吨)	1,313	1,187	1,300	1,500
YoY	-42.6%	-38.8%	-24.8%	-5.4%
<b>煤碳运营数据</b>				
自产煤产量 (万吨)	3,335.00	3,399.00	3,600.00	3,623.00
自产煤销量 (万吨)	3,268.00	3,443.00	3,600.00	3,646.00
贸易煤销量 (万吨)	3,120.00	2,971.00	4,100.00	3,992.00
<b>煤化工运营数据</b>				
煤化工合计销量 (万吨)	148.40	138.70	134.35	126.79
<b>整体业绩</b>				
营业收入 (百万元)	38,392	36,044	46,439	50,514
YoY	-15.4%	-24.3%	-2.1%	3.1%
归母净利润 (百万元)	3,978	3,727	4,057	4,087
YoY	-20.0%	-22.7%	-15.9%	-13.2%

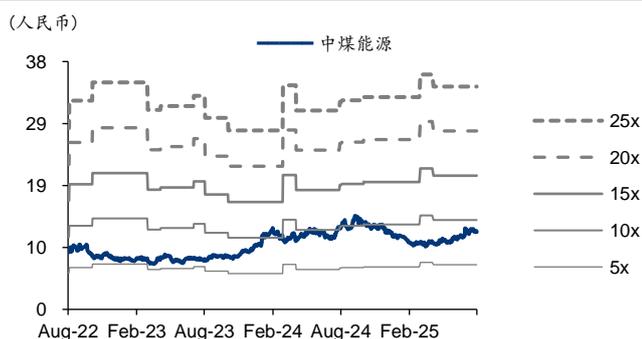
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表7: DDM 估值模型

<b>参数</b>											
税率	21%										
Debt ratio	37%										
beta	0.85										
无风险利率	1.78%										
风险溢价	7.8%										
Re	6.7%										
Rd	1.4%										
WACC	4.7%										
永续增长率	0%										
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
归母净利润 (百万元)	15,849	18,112	18,546	19,506	19,695	19,881	21,127	21,307	21,483	21,657	21,827
分红比例	41%	41%	42%	42%	43%	44%	44%	45%	45%	46%	47%
分红 (百万元)	6,438	7,466	7,756	8,275	8,473	8,672	9,342	9,550	9,758	9,967	10,176
股本 (百万元)	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
每股分红 (元)	0.49	0.56	0.58	0.62	0.64	0.65	0.70	0.72	0.74	0.75	0.77
<b>模型输出</b>											
分红折现值 (元)	5.44										
终值 (元)	16.27										
终值折现值 (元)	9.80										
A 股股价 (元)	15.24										
A/H 溢价	24%										
H 股股价 (元)	13.39										

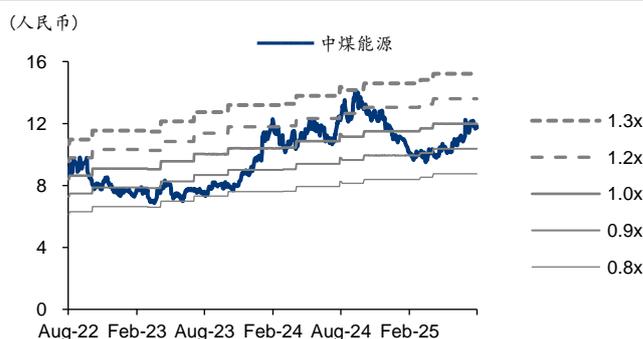
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表8: 中煤能源 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 中煤能源 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究



## 风险提示

**供给扰动超预期风险。**若受政策调控、矿山安全事故、环保监管、自然灾害、进口政策变化等多重因素影响，导致供给端扰动超预期，则可能导致煤炭市场供应持续过剩，进而对公司煤炭产品价格和盈利能力产生不利影响。此外，若因安全生产事故或政策管控导致部分矿井被迫停产，也可能造成公司产量下降，影响经营业绩。

**在建项目进度不及预期风险。**公司在手多个在建项目（如里必煤矿、苇子沟煤矿、榆林二期煤化工等），若项目建设进展缓慢或投产时间延后，将影响公司新增产能和未来盈利增长，进而对公司业绩和市场预期产生负面影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	119,668	113,066	125,326	153,702	167,475
现金	91,543	84,353	99,449	123,253	141,537
应收账款	7,117	8,402	5,641	9,330	5,701
其他应收账款	2,112	2,201	2,201	2,201	2,201
预付账款	2,471	2,314	2,314	2,314	2,314
存货	8,735	7,743	7,427	8,524	7,427
其他流动资产	7,690	8,052	8,293	8,080	8,295
<b>非流动资产</b>	229,692	244,899	240,687	236,380	231,977
长期投资	30,958	31,811	31,811	31,811	31,811
固定投资	116,048	121,976	117,602	113,133	108,570
无形资产	55,638	54,654	52,925	51,195	49,465
其他非流动资产	27,048	36,458	38,349	40,240	42,131
<b>资产总计</b>	349,360	357,965	366,013	390,082	399,453
<b>流动负债</b>	98,158	102,176	97,606	104,723	97,608
短期借款	122.60	1,062	1,062	1,062	1,062
应付账款	23,892	23,600	20,124	25,849	20,124
其他流动负债	74,143	77,513	76,419	77,811	76,421
<b>非流动负债</b>	68,420	63,542	63,542	63,542	63,543
长期借款	42,369	40,346	40,346	40,346	40,346
其他非流动负债	26,051	23,197	23,197	23,197	23,198
<b>负债合计</b>	166,578	165,718	161,148	168,265	161,151
少数股东权益	38,661	40,335	44,954	50,232	55,637
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	39,060	39,378	39,378	39,378	39,378
留存公积	83,842	92,767	100,767	112,441	123,521
归属母公司股东权益	144,121	151,911	159,911	171,585	182,665
<b>负债和股东权益</b>	349,360	357,965	366,013	390,082	399,453

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金</b>	42,965	34,140	28,184	35,448	30,907
净利润	25,749	24,954	20,468	23,390	23,951
折旧摊销	11,167	10,332	9,212	9,307	9,402
财务费用	2,995	2,388	2,239	2,205	2,160
投资损失	(3,005)	(2,564)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
营运资金变动	7,662	2,059	(1,735)	2,545	(2,606)
其他经营现金	(1,603)	(3,029)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金</b>	(15,057)	(12,049)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
资本支出	(17,575)	(18,070)	(5,455)	(5,583)	(6,010)
长期投资	22.05	(0.72)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2,496	6,023	2,455	2,583	3,010
<b>筹资活动现金</b>	(26,298)	(23,876)	(10,088)	(8,643)	(9,623)
短期借款	(108.00)	940.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(13,223)	(2,023)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	193.84	318.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,161)	(23,111)	(10,088)	(8,643)	(9,623)
现金净增加额	1,585	(1,759)	15,096	23,804	18,284

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
<b>营业收入</b>	192,969	189,399	171,389	182,718	183,441
营业成本	144,595	142,279	130,988	137,726	137,726
营业税金及附加	7,816	8,115	7,343	7,829	7,860
营业费用	1,050	1,078	975.35	1,040	1,044
管理费用	5,452	5,512	4,988	5,318	5,339
财务费用	2,995	2,388	2,239	2,205	2,160
资产减值损失	(284.60)	(464.08)	(464.08)	(464.08)	(464.08)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,005	2,564	2,000	2,000	2,000
<b>营业利润</b>	33,099	31,485	25,809	29,506	30,216
营业外收入	129.07	205.45	205.45	205.45	205.45
营业外支出	179.79	111.27	111.27	111.27	111.27
<b>利润总额</b>	33,049	31,580	25,903	29,600	30,310
所得税	7,300	6,626	5,435	6,210	6,359
<b>净利润</b>	25,749	24,954	20,468	23,390	23,951
少数股东损益	6,215	5,631	4,619	5,278	5,405
归属母公司净利润	19,534	19,323	15,849	18,112	18,546
EBITDA	36,062	33,968	37,354	41,113	41,872
EPS (人民币, 基本)	1.47	1.46	1.20	1.37	1.40

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(12.52)	(1.85)	(9.51)	6.61	0.40
营业利润	(0.20)	(4.88)	(18.03)	14.33	2.41
归属母公司净利润	7.09	(1.08)	(17.98)	14.27	2.40
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	25.07	24.88	23.57	24.62	24.92
净利率	13.34	13.18	11.94	12.80	13.06
ROE	14.21	13.05	10.17	10.93	10.47
ROIC	27.14	25.47	23.71	30.78	34.47
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.68	46.29	44.03	43.14	40.34
净负债比率 (%)	(0.31)	(1.56)	(11.09)	(20.97)	(27.19)
流动比率	1.22	1.11	1.28	1.47	1.72
速动比率	1.06	0.96	1.13	1.32	1.56
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.56	0.54	0.47	0.48	0.46
应收账款周转率	25.13	24.41	24.41	24.41	24.41
应付账款周转率	6.13	5.99	5.99	5.99	5.99
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.46	1.20	1.37	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	3.24	2.57	2.13	2.67	2.33
每股净资产(最新摊薄)	10.87	11.46	12.06	12.94	13.78
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	8.25	8.34	10.16	8.89	8.69
PB (倍)	1.12	1.06	1.01	0.94	0.88
EV EBITDA (倍)	4.70	4.96	4.11	3.28	2.92

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰, 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或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(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)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券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, 华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)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。

华泰证券力求报告内容客观、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, 华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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, 华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 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)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作, 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。
- 中煤能源（601898 CH）、中煤能源（1898 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 中煤能源（1898 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](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

- 分析师刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰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。
- 中煤能源（601898 CH）、中煤能源（1898 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中煤能源（1898 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证券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, 经营许可证编号为: 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

## 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  
<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

## 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