

开拓新业务+非煤品，成本大幅上涨

华泰研究

2025 年 8 月 31 日 | 中国内地

中报点评

铁路运输

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

6.57

沈晓峰

研究员

SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

林霞颖

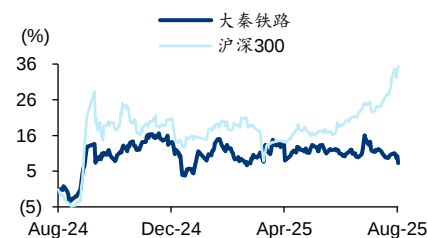
研究员

SAC No. S0570518090003 linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840 + (86) 10 6321 1166

基本数据

目标价 (人民币)	6.57
收盘价 (人民币 截至 8 月 29 日)	6.31
市值 (人民币百万)	127,129
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	483.27
52 周价格范围 (人民币)	5.88-6.96
BVPS (人民币)	8.14

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)	74,627	76,245	78,227	80,162
+/-%	(7.89)	2.17	2.60	2.47
归属母公司净利润 (百万)	9,039	6,494	7,345	8,371
+/-%	(24.23)	(28.16)	13.10	13.97
EPS (最新摊薄)	0.45	0.32	0.36	0.42
ROE (%)	5.84	3.88	4.29	4.77
PE (倍)	14.06	19.58	17.31	15.19
PB (倍)	0.82	0.76	0.74	0.73
EV EBITDA (倍)	5.46	7.66	6.93	6.29
股息率 (%)	4.37	2.93	3.31	3.77

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

大秦铁路公布上半年业绩: 收入 373 亿元 (同比+1.9%)、归母净利 41.15 亿元 (同比-29.8%)。其中 Q1、Q2 实现归母净利 25.71 亿元 (同比-15.6%)、15.44 亿元 (同比-45.2%)。公司上半年业绩低于我们预期 (55.04 亿元), 主要是货运服务费增长超预期。公司 1H25 业绩大幅下滑, 可归因于: 1) 运量下降, 上半年下游用煤需求偏弱叠加港口库存高企; 2) 结构调整影响, 公司拓展非煤货物运输, 因其目的地多为管外, 使货运服务费支出增长较多; 3) 公司于 25 年新推出物流总包服务, 业务处于市场培育、让利引流阶段。考虑 7 月至今煤炭价格底部反弹, 上游景气度边际回升, 维持“增持”。

1Q 用煤需求偏弱, 2Q 大秦线运量在低基数上恢复

大秦铁路 1Q 货运量同比下滑 5.6%, 但 2Q 在低基数上同比增长 1.4%。1Q 运量下降主因: 冬季气温偏高, 下游煤炭库存去化较慢。2Q 运量增长主因: 去年“三超”整治使山西煤炭减产, 今年在低基数上有所恢复。需求端看, 尽管 1H25 总发电量同比+0.8%, 但核电/风电/太阳能发电量增长冲击下, 火电发电量同比下降 2.4%。供给端看, 1H25 大秦线货源地山西/内蒙古/陕西的原煤产量同比增长 10.1%/0.7%/3.3%。竞争方面, 进口煤价格倒挂使 1H25 数量同比减少 11.2%。参股项目中, 1H25 朔黄铁路投资收益同比+5.7% (修理费下降); 浩吉铁路投资收益同比-10% (需求偏弱)。

开拓新业务与非煤品, 短期使成本上涨较多

铁路货运行业正在向全品类、全过程的现代物流转型升级。1H25 公司非煤货物运量同比增长 1921 万吨。公司成立大同、太原物流中心并且新推出门到站、站到门的物流辅助服务。成本端看, 1H25 人员费用、货运服务费同比增长 2.3%、38%, 占主营业务成本的 31%、31%。由于非煤货物运输主要目的地为管外, 以及新增物流辅助服务两端作业部分在管外, 使货运服务费增长较多。综上, 公司在大宗商品价格低谷期积极开拓物流总包服务与非煤大宗品运输, 市场培育阶段的让利引流对短期盈利产生较大拖累。

中期分红比例持平, 首次发布股票回购方案

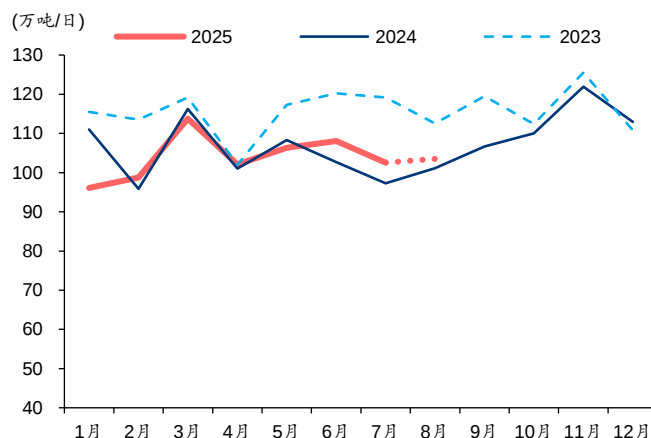
期间费用方面, 公司 1H25 财务费用同比下降 2.75 亿元, 主因本期可转债转股及赎回使利息费用降低。不过, 公司拟与太原局重签土地转让协议 (8/29 公告), 交易金额 257 亿元。交易完成后, 我们预计 26 年起利息收入相应减少约 4 亿元/年。公司拟派发 25 年中期股息 0.08 元/股 (含税), 对应分红比例为 39.17% (与 1H24 分红比例 40.24%相近), 中期分红对应股息率 1.3%。公司亦首次发布股票回购方案, 计划以自有资金回购 10-15 亿元股票用于注销并减少注册资本, 回购规模对应市值体量为 0.8-1.2%。

盈利预测与估值

公司 25 年 6 月末预收运费同比下降 21%, 较今年年初下降 12%, 反映 3Q 运煤需求偏弱。考虑行业需求偏弱、公司开拓新业务与非煤品对盈利的影响, 我们下调 2025-27 年大秦线运量至 3.9/4.0/4.1 亿吨 (前值 4.1/4.2/4.3 亿吨), 下调 2025-27 年归母净利 33%/25%/17%至 64.9/73.5/83.7 亿元。运煤需求景气度处于历史较低水平, 我们基于 2025E BPS 8.32 元与 0.79x PB (2020-2024 年均值减去 0.5x 标准差) 得出目标价 6.57 元。前次目标价 6.98 元基于 14.6x 2025E PE。公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于归母净利润的 55%。据此, 我们测算 2025-27 年度股息率为 2.9%/3.3%/3.8%。

风险提示: 煤炭需求持续低迷, 朔黄/浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量, 铁路运费下调, 进口煤大幅增长, 开拓物流总包服务与非煤运输不及预期。

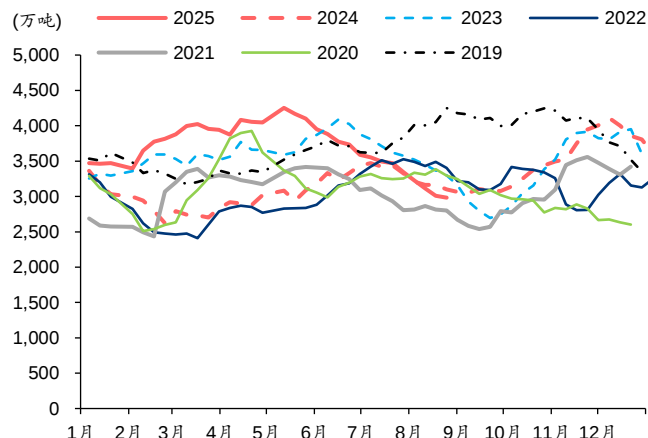
图表1：大秦线日均货运量



注：25年8月为预测值

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：CCTD 主流北方港口煤炭库存



资料来源：iFind，华泰研究

图表3：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	76750	79088	81362	76245	78227	80162	-0.66%	-1.09%	-1.47%
营业收入-运输主业-货运收入	54647	56087	57538	53199	54581	55963	-2.65%	-2.69%	-2.74%
营业收入-运输主业-客运收入	10510	10983	11422	10260	10516	10779	-2.38%	-4.25%	-5.63%
营业收入-运输主业-其他收入	10297	10722	11105	11490	11834	12124	11.59%	10.37%	9.17%
营业收入-其他业务收入	1296	1296	1296	1296	1296	1296	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	64617	66507	68415	69174	69573	69998	7.05%	4.61%	2.31%
营业成本-运输主业-人员费用	23108	23917	24754	23118	23707	24310	0.04%	-0.88%	-1.80%
营业成本-运输主业-电力燃料及材料	4395	4546	4700	4434	4583	4735	0.88%	0.82%	0.74%
营业成本-运输主业-货运清算成本	18194	18676	19163	23021	22430	21841	26.53%	20.10%	13.97%
营业成本-运输主业-折旧	5532	5532	5532	5532	6170	6170	0.00%	11.54%	11.54%
营业成本-运输主业-其他成本	12500	12948	13378	12284	11899	12158	-1.72%	-8.10%	-9.12%
营业成本-其他业务成本	887.9	887.9	887.9	784.2	784.2	784.2	-11.68%	-11.68%	-11.68%
总毛利	12133	12581	12947	7071	8654	10164	-41.72%	-31.22%	-21.49%
毛利率（%）	15.8%	15.9%	15.9%	9.27%	11.1%	12.7%	-6.53pct	-4.85pct	-3.23pct
投资净收益（百万元）	2711	2853	2857	2938	2975	3008	8.37%	4.27%	5.27%
归属母公司净利润（百万元）	9630	9835	10070	6494	7345	8371	-32.56%	-25.32%	-16.88%
净利率（%）	14.3%	14.1%	14.1%	9.68%	10.7%	11.9%	-4.58pct	-3.46pct	-2.20pct

资料来源：华泰研究预测

图表4：季度财报数据总结

		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	YoY	QoQ	1H25A	YoY	3Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	18,268	18,338	18,608	19,413	17,801	19,485	6.3%	9.5%	37,286	1.9%	19,030	2.3%	-2.3%
营业成本	Rmb mn	14,390	14,558	15,361	18,898	14,902	17,169	17.9%	15.2%	32,071	10.8%	16,937	10.3%	-1.3%
毛利率	%	21.2%	20.6%	17.4%	2.7%	16.3%	11.9%	-8.7%	-4.4%	14.0%	-6.9%	11.0%	-6.4%	-0.9%
销售及管理费用	Rmb mn	179	152	166	150	187	193	26.9%	3.1%	380	14.8%	204	22.9%	5.9%
研发费用	Rmb mn	-	-	0	8	-	0					-		
财务费用	Rmb mn	(58)	133	116	(178)	(158)	(42)	-131.3%	-73.5%	-199	-364.6%	(59)	-150.8%	41.4%
营业利润	Rmb mn	4,469	4,161	3,688	1,103	3,601	2,748	-34.0%	-23.7%	6,348	-26.4%	2,648	-28.2%	-3.6%
税前利润	Rmb mn	4,470	4,147	3,660	1,049	3,579	2,726	-34.3%	-23.8%	6,305	-26.8%	2,620	-28.4%	-3.9%
所得税	Rmb mn	1,067	1,021	670	293	732	887	-13.1%	21.2%	1,619	-22.4%	819	22.2%	-7.7%
少数股东损益	Rmb mn	356	308	251	320	276	295	-4.4%	6.7%	571	-14.1%	225	-10.0%	-23.5%
归母净利润	Rmb mn	3,046	2,817	2,740	436	2,571	1,544	-45.2%	-39.9%	4,115	-29.8%	1,576	-42.5%	2.0%
净利润(扣非)	Rmb mn	3,046	2,817	2,740	436	2,571	1,544	-45.2%	-39.9%	4,115	-29.8%	1,576	-42.5%	2.0%
EPS	Rmb/sh	0.15	0.14	0.14	0.02	0.13	0.08	-45.2%	-39.9%	0.20	-29.8%	0.08	-42.5%	2.0%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.15	0.14	0.14	0.02	0.13	0.08	-45.2%	-39.9%	0.20	-29.8%	0.08	-42.5%	2.0%

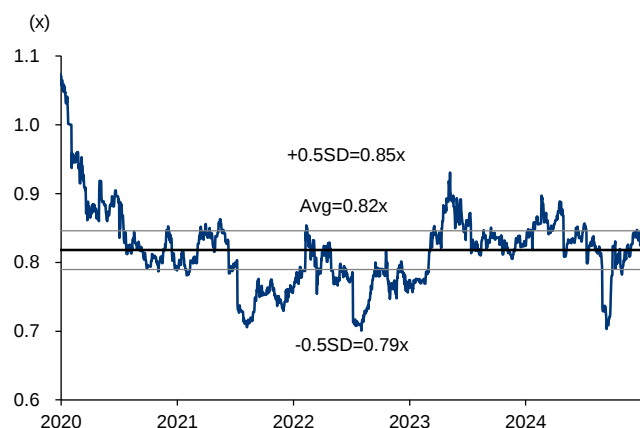
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表5：核心假设和财务预测

驱动概览		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
全国原煤产量同比	%	3%	1%	3%	1%	1%
进口煤数量同比	%	62%	14%	-13%	0%	0%
大秦线运量同比	%	7%	-7%	0%	3%	2%
分部收入						
货运	Rmb mn	61,238	53,441	53,199	54,581	55,963
客运	Rmb mn	8,919	10,010	10,260	10,516	10,779
其他	Rmb mn	10,864	11,177	12,786	13,130	13,420
核心财务指标						
EBIT	Rmb mn	17,822	13,273	8,927	10,533	12,042
EBITDA	Rmb mn	23,153	19,017	15,345	17,076	18,707
联合营公司投资收益	Rmb mn	2,536	2,778	2,934	2,971	3,004
净利润	Rmb mn	11,930	9,039	6,494	7,345	8,371
扣非净利润	Rmb mn	11,930	9,039	6,494	7,345	8,371
EPS	Rmb/sh	0.76	0.48	0.32	0.36	0.42
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.76	0.48	0.32	0.36	0.42
BVPS	Rmb/sh	8.75	8.24	8.32	8.50	8.70
应收账款周转天数	days	29.2	23.9	23.3	23.2	23.2
应付账款周转天数	days	27.4	29.3	27.6	28.8	28.8
存货周转天数	days	10.7	10.4	9.4	9.8	9.8
经营净现金流	Rmb mn	17,246	9,317	11,075	11,585	12,646
资本支出	Rmb mn	(7,292)	(4,532)	(31,507)	(6,128)	(6,135)
自由现金流	Rmb mn	9,954	4,784	(20,432)	5,457	6,511
净负债	Rmb mn	(27,204)	(38,421)	(25,595)	(25,684)	(27,579)
净负债率	%	-18%	-23%	-14%	-14%	-14%

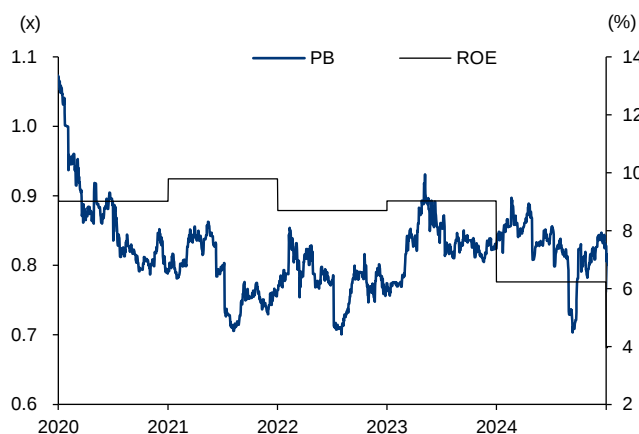
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表6: 大秦铁路: PB



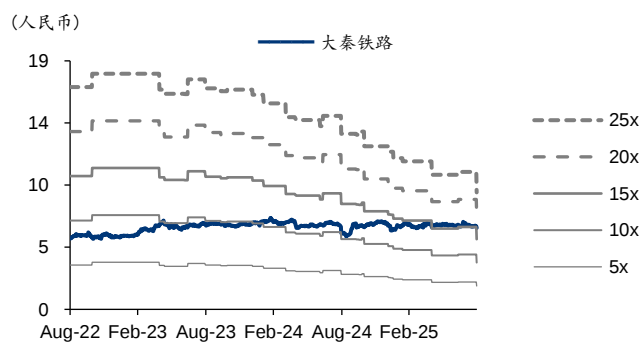
资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 大秦铁路: PB vs ROE



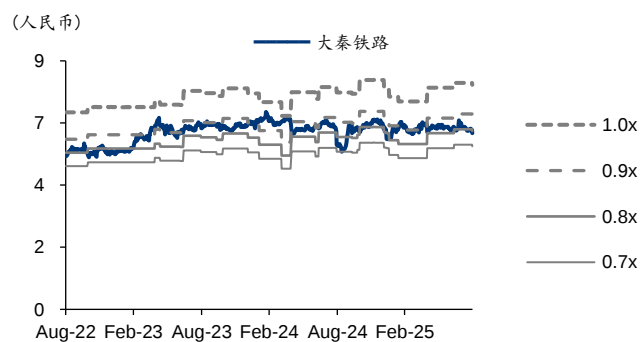
资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 大秦铁路 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 大秦铁路 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

煤炭需求持续低迷, 朔黄/浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量, 铁路运费下调, 进口煤大幅增长, 开拓物流总包服务与非煤运输不及预期。

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	80,674	75,233	49,693	49,169	50,446
现金	67,316	61,347	35,379	34,519	35,466
应收账款	4,975	4,811	4,915	5,043	5,168
其他应收账款	3,706	4,231	4,323	4,435	4,545
预付账款	359.65	298.95	305.43	313.37	321.12
存货	1,918	1,700	1,861	1,871	1,883
其他流动资产	2,400	2,845	2,910	2,987	3,063
非流动资产	126,999	131,785	158,866	163,215	166,287
长期投资	24,281	24,659	28,033	31,450	34,904
固定投资	88,126	88,309	88,508	88,694	88,866
无形资产	10,709	10,532	35,726	35,566	35,402
其他非流动资产	3,883	8,286	6,599	7,504	7,115
资产总计	207,673	207,018	208,559	212,384	216,733
流动负债	15,549	15,290	15,579	15,725	15,718
短期借款	38.03	238.16	238.16	238.16	238.16
应付账款	5,160	5,002	5,474	5,505	5,539
其他流动负债	10,351	10,050	9,867	9,982	9,941
非流动负债	39,717	21,759	9,465	8,517	7,568
长期借款	10,686	9,483	8,535	7,587	6,638
其他非流动负债	29,031	12,276	929.97	929.88	929.90
负债合计	55,266	37,049	25,043	24,242	23,286
少数股东权益	14,645	15,085	15,972	16,976	18,119
股本	15,747	18,807	20,147	20,147	20,147
资本公积	28,312	45,972	57,317	57,317	57,317
留存公积	91,254	90,986	94,137	97,701	101,763
归属母公司股东权益	137,763	154,884	167,544	171,166	175,328
负债和股东权益	207,673	207,018	208,559	212,384	216,733

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	17,246	9,317	11,075	11,585	12,646
净利润	13,559	10,274	7,381	8,348	9,514
折旧摊销	5,330	5,744	6,418	6,543	6,664
财务费用	161.04	13.72	(472.38)	(152.89)	(181.84)
投资损失	(2,539)	(2,782)	(2,938)	(2,975)	(3,008)
营运资金变动	423.67	(4,388)	655.65	(243.73)	(392.76)
其他经营现金	311.29	454.64	30.27	65.49	49.91
投资活动现金	(3,354)	(4,775)	(30,538)	(7,927)	(6,724)
资本支出	(7,292)	(4,532)	(31,507)	(6,128)	(6,135)
长期投资	(88.55)	(3,500)	(3,374)	(3,417)	(3,455)
其他投资现金	4,027	3,257	4,343	1,617	2,866
筹资活动现金	(9,180)	(10,515)	(6,504)	(4,517)	(4,975)
短期借款	(185.49)	200.13	0.00	0.00	0.00
长期借款	(355.92)	(1,202)	(948.33)	(948.33)	(948.33)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4,962	17,660	11,346	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,601)	(27,173)	(16,902)	(3,569)	(4,027)
现金净增加额	4,712	(5,974)	(25,968)	(860.08)	947.16

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	81,020	74,627	76,245	78,227	80,162
营业成本	64,279	63,208	69,174	69,573	69,998
营业税金及附加	291.65	261.40	267.07	274.01	280.79
营业费用	231.09	128.50	131.28	134.69	138.03
管理费用	838.22	517.71	530.89	544.39	558.24
财务费用	161.04	13.72	(472.38)	(152.89)	(181.84)
资产减值损失	(6.28)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,539	2,782	2,938	2,975	3,008
营业利润	17,872	13,421	9,587	10,863	12,409
营业外收入	43.60	58.38	50.99	54.69	52.84
营业外支出	188.31	153.20	170.75	161.98	166.37
利润总额	17,727	13,326	9,467	10,756	12,295
所得税	4,168	3,051	2,086	2,408	2,781
净利润	13,559	10,274	7,381	8,348	9,514
少数股东损益	1,629	1,235	887.21	1,003	1,144
归属母公司净利润	11,930	9,039	6,494	7,345	8,371
EBITDA	23,153	19,017	15,345	17,076	18,707
EPS (人民币，基本)	0.79	0.51	0.32	0.36	0.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.95	(7.89)	2.17	2.60	2.47
营业利润	5.75	(24.91)	(28.56)	13.31	14.23
归属母公司净利润	6.55	(24.23)	(28.16)	13.10	13.97
获利能力 (%)					
毛利率	20.66	15.30	9.27	11.06	12.68
净利率	16.73	13.77	9.68	10.67	11.87
ROE	8.66	5.84	3.88	4.29	4.77
ROIC	15.84	11.59	6.10	7.30	8.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.61	17.90	12.01	11.41	10.74
净负债比率 (%)	(17.85)	(22.60)	(13.95)	(13.65)	(14.26)
流动比率	5.19	4.92	3.19	3.13	3.21
速动比率	5.00	4.76	3.02	2.96	3.04
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.36	0.37	0.37	0.37
应收账款周转率	12.49	15.25	15.68	15.71	15.70
应付账款周转率	13.31	12.44	13.21	12.67	12.68
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.45	0.32	0.36	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.46	0.55	0.57	0.63
每股净资产(最新摊薄)	6.84	7.69	8.32	8.50	8.70
估值比率					
PE (倍)	10.66	14.06	19.58	17.31	15.19
PB (倍)	0.92	0.82	0.76	0.74	0.73
EV EBITDA (倍)	4.95	5.46	7.66	6.93	6.29

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，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/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。
- 大秦铁路（601006 CH）：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价值的 1%或以上。
- 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

- 分析师沈晓峰、林霞颖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。
- 大秦铁路（601006 CH）：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。
- 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

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

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司