

煤、电成本管控出色，业绩环比改善

华泰研究

季报点评

2025 年 10 月 26 日 | 中国内地/中国香港

煤炭

中国神华发布三季报，2025 年 Q1-Q3 实现营收 2131.51 亿元，同比-16.57%；归母净利 390.52 亿元，同比-9.98%；其中 Q3 实现营收 750.42 亿元，同比-13.10%，环比+9.51%，归母净利 144.11 亿元，同比-6.24%，环比+13.54%，归母净利润环比改善，同比降幅亦有所收窄。公司自产煤延续了 25Q2 的同比降本、发电板块同环比均明显降本，展现了良好的成本管控能力。估值侧，25Q3 A 股估值中枢提升压降整体股权风险溢价，亦拉动使用 DDM 估值的红利板块的估值抬升空间。维持“买入”评级。

月度长协比例回升拉动收入，同比降本延续彰显出色成本管控

- 收入侧：**我们测算公司 Q3 煤炭板块收入为 551.96 亿元（未抵消），同比-17.7%（24 年重述后），季度环比+5.5%；平均价格 502 元/吨，同比-10.3%，环比+4.5%。公司披露 25 年前三季度的合同定价机制中年度长协、月度长协和现货占比分别为 53.2%、39.3%、3.7%，我们基于历史数据测算 Q3 分别为 49.0%、43.9%、3.0%，月度长协比例有所回升，恢复至近五年以来的较高水平；价格方面，我们测算 Q3 年度长协、月度长协和现货的单吨价格分别为 433/538/574 元/吨，综合单吨价格为 502 元/吨，同比-10.3%，环比+4.5%实现改善，且与 25 年 Q3 5500 秦皇岛动力煤现货价格同比-22%相比展现盈利韧性。
- 成本&毛利侧：**我们测算公司 Q3 煤炭板块成本为 391.92 亿元（未抵消），毛利率为 28.99%，其中毛利率同比-5.72pct，环比-3.54pct，环比下降主要系公司增加了薄利的外购煤销量规模，我们测算 Q3 公司外购煤增加至 24.8 百万吨，环比+12%。自产煤成本方面，2025 年公司前三季度整体同比降本 7.5%，主要系煤矿剥离费及材料耗用下降带动的原材料降本（对应-8.5%）以及安全生产费、维简费等减少带动其他成本降本（对应-11.1%）。

25Q3 电力降本明显，毛利率同环比提升明显

25Q3 公司合计发电量 641 亿千瓦时，同比减少 2.3%，售电量 602 亿千瓦时，同比减少 2.5%。其中，我们测算 Q3 售电价 377 元/兆瓦时，同比减少 4.3%，平均成本 310 元/kWh，同比下降 10%，环比下降 14%。综上，我们测算 Q3 发电板块毛利率达到 24.2%，同比+8.5pct，环比+7.3pct，展现明显的毛利率改善。

盈利预测与估值

根据前三季度财报数据，我们对费用和税率进行调整，并略微下调自产煤吨煤成本（25-27 年分别为 171/171/171 元/吨，前值 178/177/176 元/吨），综合来看，我们上调公司 2025-27E 归母净利润 0.1%/0.5%/0.2%至 504/507/508 亿元（前值 503/504/507 亿元）。我们使用 DDM 估值法，假设公司 25 年维持和 24 年相同的分红金额，2026-29 年随盈利同步增长，2030 年之后维持 2%年增幅，在 A 股估值中枢抬升下，我们下调股权风险溢价至 7%（前值 8%），对应 WACC 为 6.1%（前值 7.0%），上调 A 股目标价至 51.3 元（前值 45.7 元），近 2 月 A/H 溢价缩小至 13.0%（前值 17.8%），给予 H 股目标价 48.6 港币（前值 41.5 港币）。维持“买入”评级。

风险提示：供给端扰动超预期；在建煤矿建设进度不及预期。

	601088 CH	1088 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：51.30	港币：48.60

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

边文斌 研究员
SAC No. S0570518110004 bianwenjian@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

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

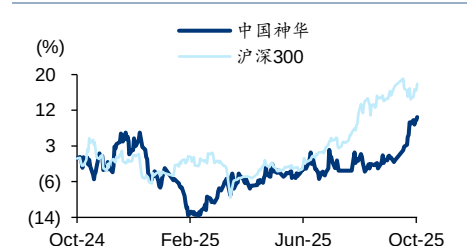
王嵩 联系人
SAC No. S0570125090007 alanwang@htsc.com
SFC No. BLE051 +(852) 3658 6000

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

基本数据

(人民币/港币)	601088 CH	1088 HK
收盘价(截至 10 月 24 日)	42.50	41.20
市值(百万)	844,412	818,583
6 个月平均日成交额(百万)	1,206	636.80
52 周价格范围	35.35-43.48	28.30-41.44

股价走势图



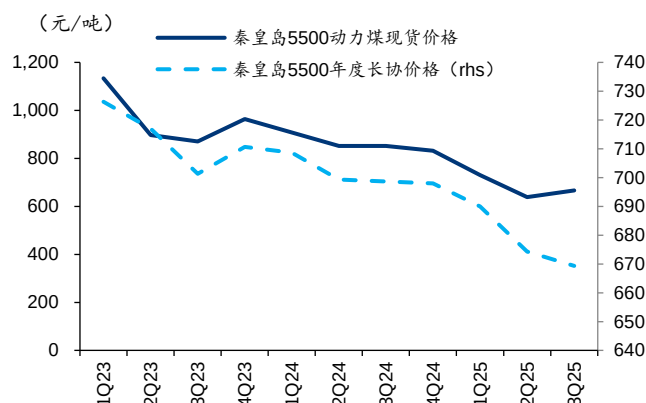
资料来源：Wind

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)	338,375	288,385	303,775	305,755
+/-%	(1.37)	(14.77)	5.34	0.65
归属母公司净利润(百万)	58,671	50,354	50,673	50,759
+/-%	(1.71)	(14.18)	0.63	0.17
EPS(最新摊薄)	2.95	2.53	2.55	2.55
ROE(%)	14.04	11.72	11.64	11.51
PE(倍)	14.39	16.77	16.66	16.64
PB(倍)	1.98	1.95	1.93	1.90
EV/EBITDA(倍)	9.06	7.40	7.24	7.26
股息率(%)	5.32	5.32	5.34	5.36

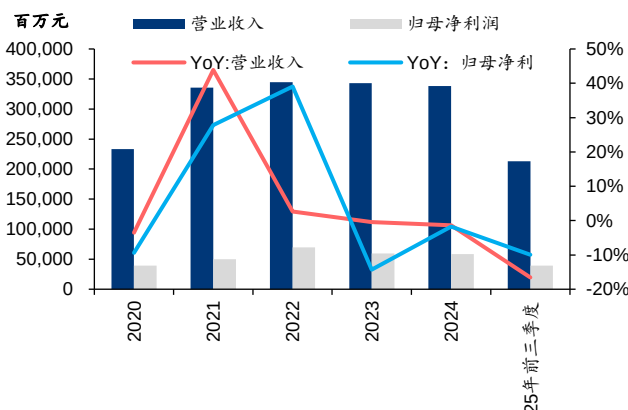
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：2023-25Q3 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2：2020-25 前三季度营收和归母净利润（重述前）



资料来源：iFinD，公司公告，华泰研究

图表3：季度经营情况总结（重述后）

季度财报数据总结	1Q24A (重述后)	2Q24A (重述后)	3Q24A (重述后)	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	9M25A	YoY	4Q25E	YoY	QoQ
总收入 百万元	88,162	80,959	86,354	84,476	69,585	68,524	75,042	-13%	10%	213,151	-17%	75,234	-11%	0%
营业成本 百万元	58,588	55,110	55,875	54,844	45,882	42,924	47,515	-15%	11%	136,321	-20%	48,337	-12%	2%
毛利率 %	33.5%	31.9%	35.3%	35.1%	34.1%	37.4%	36.7%	1.39	-0.68	36.0%	2.42	35.8%	0.67	-0.93
销售及管理费用 百万元	2,613	2,496	2,593	3,532	2,827	2,578	2,476	-5%	-4%	7,881	2%	2,813	-20%	14%
研发费用 百万元	274	707	761	987	241	486	613	-19%	26%	1,340	-23%	984	0%	61%
财务费用 百万元	77	80	171	-15	159	32	80	-53%	150%	271	-17%	-83	451%	-203%
营业利润 百万元	22,542	19,616	23,541	21,511	17,780	19,584	21,521	-9%	10%	58,885	-10%	18,827	-12%	-13%
税前利润 百万元	21,337	19,794	22,427	19,543	18,002	19,600	21,461	-4%	9%	59,063	-7%	17,249	-12%	-20%
所得税 百万元	4,037	3,965	4,460	4,466	3,340	4,634	4,167	-7%	-10%	12,141	-3%	3,503	-22%	-16%
少数股东损益 百万元	2,736	2,381	2,597	2,480	2,713	2,274	2,883	11%	27%	7,870	2%	2,444	-1%	-15%
归母净利润 百万元	14,564	13,448	15,370	12,597	11,949	12,692	14,411	-6.2%	13.5%	39,052	-10%	11,302	-10%	-22%
非经常性损益 百万元	1,896	-427	1,183	1,494	-244	-986	-2,704	-329%	174%	-3,934	-248%	11,302	657%	-518%
净利润(扣非) 百万元	16,460	13,021	16,553	14,091	11,705	11,706	11,707	-29%	0%	35,118	-24%	11,302	-20%	-3%
EPS 元/股	0.73	0.68	0.77	0.63	0.60	0.64	0.73	-6%	14%	2	-10%	0.57	-10%	-22%
EPS(扣非) 元/股	0.83	0.66	0.83	0.71	0.59	0.59	0.59	-29%	0%	2	-24%	0.57	-20%	-3%
核心运营指标	1Q24A (重述后)	2Q24A (重述后)	3Q24A (重述后)	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	YoY	QoQ	9M25A	YoY	4Q25E	YoY	QoQ
煤炭														
生产量 百万吨	83.4	84.8	83.6	82.7	82.5	82.9	85.5	2.3%	3.1%	251	0%	87.6	6%	3%
销售量 百万吨	117.3	112.7	115.6	114.0	99.3	105.6	111.6	-3.5%	5.7%	317	-8%	112.7	-1%	1%
平均价格 元/吨	572	560	560	564	506	480	502	-10.3%	4.5%	496	-12%	462	-18%	-8%
自产煤平均成本 元/吨	191	194	177	157	196	160	164	-6.9%	3.0%	173	-8%	168	7%	2%
电力														
生产量 十亿千瓦时	56.5	50.2	65.6	54.3	50.4	48.4	64.1	-2.3%	32.5%	163	-5%	55.8	3%	-13%
销售量 十亿千瓦时	53.2	47.1	61.7	52.0	47.5	45.4	60.2	-2.5%	32.4%	153	-5%	54.0	4%	-10%
平均价格 元/MWh	409	396	394	411	386	386	377	-4.3%	-2.3%	382	-4%	377	-8%	0%
平均成本 元/MWh	365	358	346	378	372	360	310	-10.4%	-13.8%	344	-3%	316	-16%	2%
分部收入														
煤炭 百万元	67,211	67,345	67,042	67,299	51,599	52,304	55,196	-17.7%	5.5%	159,099	-21%	55,643	-17%	1%
电力 百万元	24,452	20,717	26,494	23,850	20,854	19,685	24,640	-7.0%	25.2%	65,179	-9%	22,031	-8%	-11%
分部毛利率														
煤炭 %	29.20	27.70	34.71	32.13	30.89	32.53	28.99	(5.72)	(3.54)	30.50	1.10	34.33	2.19	5.33
电力 %	16.70	14.84	15.70	17.62	15.41	16.87	24.20	8.50	7.33	19.20	3.50	18.55	0.93	(5.66)

注：毛利率部分 YoY 和 QoQ 单位均为 Pct

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表4：公司 2024 年 1-9 月和 2025 年 1-9 月运营数据对比

		2025 年		2024 年 (重述后)	
		Q3	累计	Q3	累计
煤炭					
商品煤产量	百万吨	85.5	250.9	83.6	251.8
煤炭销售量	百万吨	111.6	316.5	115.6	345.6
运输					
自有铁路运输周转量	十亿吨公里	81.3	234.1	73.4	234.8
黄骅港装船量	百万吨	57.1	164.7	50.2	160.2
天津煤码头装船量	百万吨	11.8	33.6	11	32.9
航运货运量	百万吨	30	79.9	34.1	99.6
航运周转量	十亿吨海里	29.9	82.4	38.9	113.9
发电					
总发电量	十亿千瓦时	64.09	162.87	65.6	172.25
总售电量	十亿千瓦时	60.18	153.09	61.73	161.98
煤化工					
聚乙烯销售量	千吨	94.7	278.7	92.6	240.8
聚丙烯销售量	千吨	84.1	254.7	88	227.2

资料来源：公司月度运营公告，华泰研究

图表5：季度预测比较（重述后）

核心驱动(Driver)			2024Q3	2025Q1	2025Q2	2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
平均煤价	Coal Price	元/吨	560	506	480	502	-10.3%	529	-5.1%
平均电价	Electricity Price	元/MWh	394	386	433	377	-4.3%	386	-2.3%
核心运营指标(core operational indicators)									
煤炭									
生产量	Production	t mn	84	83	83	86	2.3%	90	-5.0%
销售量	Sales	t mn	116	99	106	112	-3.5%	135	-17.3%
平均价格	Avg. Price	Rmb/t	560	506	480	502	-10.3%	529	-5.1%
自产煤平均成本	Avg. Cost	Rmb/t	177	196	160	164	-6.9%	178	-7.6%
电力									
生产量	Production	kWh bn	66	50	48	64	-2.3%	60	6.8%
销售量	Sales	kWh bn	62	47	45	60	-2.5%	57	5.6%
平均价格	Avg. Price	Rmb/MWh	394	386	433	377	-4.3%	386	-2.3%
平均成本	Avg. Cost	Rmb/MWh	346	372	360	310	-10.4%	362	-14.3%
分部收入(segment revenue)									
煤炭	Coal	Rmb mn	67,042	51,599	52,304	55,196	-17.7%	73,542	-24.9%
电力	Power	Rmb mn	26,494	20,854	19,685	24,640	-7.0%	24,693	-0.2%
分部毛利率(segment Gross margin)									
煤炭	Coal	%	34.7	30.9	32.5	29.0	-5.72	24.6	4.39
电力	Power	%	15.7	15.4	16.9	24.2	8.50	16.6	7.65
财报数据总结(financial results summary)									
总收入	Net Revenue	Rmb mn	86,354	69,585	68,524	75,042	-13.1%	88,690	-15.4%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	-55,875	-45,882	-42,924	-47,515	-15.0%	-62,306	-23.7%
毛利率	Gross margin	%	35%	34%	37%	37%	1.39	30%	23.5%
销售及管理费用	SG&A	Rmb mn	-2,593	-2,827	-2,578	-2,476	-4.5%	-2,839	-12.8%
研发费用	R&D	Rmb mn	-761	-241	-486	-613	-19.4%	-715	-14.3%
财务费用	Finance costs	Rmb mn	-171	-159	-32	-80	-53.2%	-18	344.4%
营业利润	Operating profit	Rmb mn	23,541	17,780	19,584	21,521	-8.6%	19,197	12.1%
税前利润	PBT	Rmb mn	22,427	18,002	19,600	21,461	-4.3%	18,821	14.0%
所得税	Tax	Rmb mn	-4,460	-3,340	-4,634	-4,167	-6.6%	-4,081	2.1%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	-2,597	-2,713	-2,274	-2,883	11.0%	-2,064	39.7%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	15,370	11,949	12,692	14,411	-6.2%	12,676	13.7%
非经常性损益	One offs	Rmb mn	1,183	-244	-558	-2,704	-328.6%		
净利润(扣非)	Net Profit(recurring)	Rmb mn	16,553	11,705	12,134	11,707	-29.3%	12,676	-7.6%
EPS	EPS	Rmb/sh	0.77	0.60	0.64	0.73	-6.2%	0.64	13.7%
EPS(扣非)	EPS-recurring	Rmb/sh	0.83	0.59	0.61	0.59	-29.3%	0.64	-7.6%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表6：年度预测（2024 年为重述前）

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
动力煤长协价格	元/吨	714	701	676	695	695
5500动力煤价格	元/吨	950	861	700	800	800
平均煤价	元/吨	584	564	479	496	496
平均电价	元/MWh	414	403	400	400	400
核心运营指标(core operational indicators)						
煤炭						
生产量	t mn	325	327	339	339	339
销售量	t mn	450	459	429	453	458
平均价格	Rmb/t	584	564	479	496	496
自产煤平均成本	Rmb/t	179	179	171	171	171
电力						
生产量	kWh bn	212	222	219	222	222
销售量	kWh bn	200	210	207	210	210
平均价格	Rmb/MWh	414	403	400	400	400
平均成本	Rmb/MWh	363	357	325	324	324
分部收入(segment revenue)						
煤炭	Rmb mn	273,306	268,618	213,652	232,699	235,177
电力	Rmb mn	92,407	94,217	87,210	88,265	88,265
其他	Rmb mn	60,644	60,586	60,005	59,160	59,160
分部毛利率(segment Gross margin)						
煤炭	%	32.04%	29.99%	33.41%	30.92%	30.16%
电力	%	16.91%	16.33%	19.02%	19.03%	19.03%
其他	%	32.87%	32.07%	30.76%	28.45%	28.65%
核心财务指标(core financial indicators)						
EBIT	Rmb bn	87,677	85,922	76,500	76,540	76,270
EBITDA	Rmb bn	87,594	85,815	99,924	100,575	100,916
联合营公司投资收益	Rmb bn	3,565	4,344	3,893	3,893	3,893
净利润	Rmb bn	59,694	58,671	50,354	50,673	50,759
扣非净利润	Rmb bn	62,868	60,125	51,602	51,929	52,017
EPS	Rmb/sh	3.00	2.95	2.53	2.55	2.55

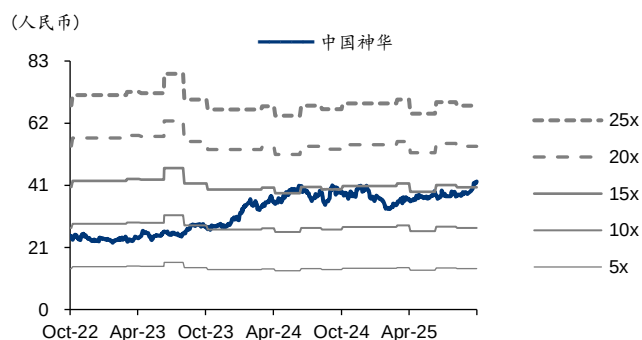
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表7: DDM 估值模型

参数												
税率	20%											
Debt ratio	6%											
beta	0.65											
无风险利率	1.90											
风险溢价	7%											
Re	6.4%											
Rd	1.9%											
WACC	6.1%											
永续增长率	2%											
		2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
归母净利润 (百万元)		50,354	50,673	50,759	52,123	54,837	54,979	55,501	55,767	56,248	56,499	57,005
分红比例		89%	89%	89%	89%	89%	91%	92%	93%	94%	96%	97%
分红 (百万元)		44,903	45,188	45,264	46,480	48,901	49,879	50,876	51,894	52,932	53,990	55,070
股本 (百万元)		19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
每股分红 (元)		2.26	2.27	2.28	2.34	2.46	2.51	2.56	2.61	2.66	2.72	2.77
模型输出												
分红折现值 (元)		19.3										
终值 (元)		61.3										
终值折现值 (元)		32.0										
股价 (元)		51.3										

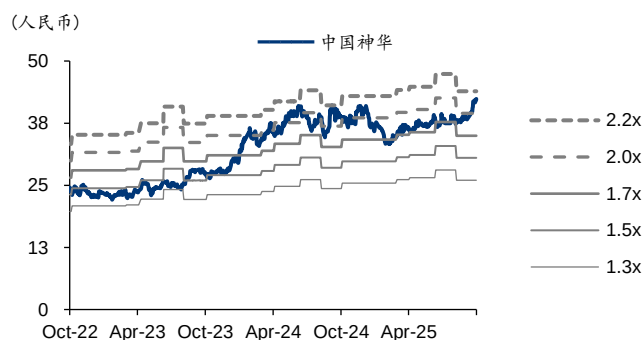
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表8: 中国神华 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 中国神华 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	198,951	205,125	217,540	245,235	246,201
现金	149,986	142,415	174,456	195,689	201,774
应收账款	11,875	12,466	8,279	13,003	8,797
其他应收账款	2,731	2,378	2,378	2,378	2,378
预付账款	5,999	6,232	6,232	6,232	6,232
存货	12,846	12,482	8,724	13,972	9,036
其他流动资产	15,514	29,152	17,471	13,961	17,984
非流动资产	431,180	452,943	447,422	452,387	451,740
长期投资	55,571	59,840	59,840	59,840	59,840
固定投资	256,933	257,149	250,839	243,918	236,386
无形资产	61,630	64,776	66,927	69,078	71,229
其他非流动资产	57,046	71,178	69,816	79,551	84,286
资产总计	630,131	658,068	664,962	697,622	697,941
流动负债	91,585	92,620	76,749	93,260	77,612
短期借款	2,927	1,037	537.00	537.00	537.00
应付账款	38,320	38,059	25,133	43,053	25,972
其他流动负债	50,338	53,524	51,079	49,670	51,103
非流动负债	60,176	61,496	68,496	68,496	68,496
长期借款	29,636	28,932	35,932	35,932	35,932
其他非流动负债	30,540	32,564	32,564	32,564	32,564
负债合计	151,761	154,116	145,245	161,756	146,108
少数股东权益	69,678	77,086	87,400	97,778	108,175
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	68,182	68,296	68,296	68,296	68,296
留存公积	299,924	313,685	319,136	324,907	330,478
归属母公司股东权益	408,692	426,866	432,317	438,088	443,659
负债和股东权益	630,131	658,068	664,962	697,622	697,941

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	89,687	93,348	73,535	90,881	70,617
净利润	69,598	68,865	60,668	61,052	61,155
折旧摊销	24,859	24,456	23,424	24,035	24,646
财务费用	501.00	129.00	188.00	(256.00)	(655.00)
投资损失	(3,815)	(4,871)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
营运资金变动	(11,690)	512.00	(6,745)	10,049	(10,529)
其他经营现金	10,234	4,257	0.00	1.00	0.00
投资活动现金	(36,974)	(85,359)	1,097	(25,000)	(20,000)
资本支出	(37,084)	(37,032)	(37,500)	(37,500)	(37,500)
长期投资	(2,887)	(17,675)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2,997	(30,652)	38,597	12,500	17,500
筹资活动现金	(76,131)	(51,173)	(42,591)	(44,647)	(44,533)
短期借款	(2,155)	(1,890)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(17,362)	(704.00)	2,500	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	168.00	114.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(56,782)	(48,693)	(45,091)	(44,647)	(44,533)
现金净增加额	(23,284)	(43,100)	32,041	21,233	6,084

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	343,074	338,375	288,385	303,775	305,755
营业成本	219,922	223,192	184,658	199,251	201,701
营业税金及附加	18,385	17,784	16,150	17,011	17,122
营业费用	425.00	491.00	520.00	548.00	551.00
管理费用	9,812	10,340	10,174	10,717	10,787
财务费用	501.00	129.00	(188.00)	256.00	655.00
资产减值损失	(3,691)	(535.00)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
公允价值变动收益	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,815	4,871	4,000	4,000	4,000
营业利润	91,367	88,362	77,712	77,395	77,125
营业外收入	912.00	813.00	800.00	800.00	800.00
营业外支出	5,103	3,382	2,200	1,400	1,000
利润总额	87,176	85,793	76,312	76,795	76,925
所得税	17,578	16,928	15,644	15,743	15,770
净利润	69,598	68,865	60,668	61,052	61,155
少数股东损益	9,904	10,194	10,314	10,379	10,396
归属母公司净利润	59,694	58,671	50,354	50,673	50,759
EBITDA	87,594	85,815	99,924	100,575	100,916
EPS (人民币，基本)	3.00	2.95	2.53	2.55	2.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(0.42)	(1.37)	(14.77)	5.34	0.65
营业利润	(6.90)	(3.29)	(12.05)	(0.41)	(0.35)
归属母公司净利润	(14.26)	(1.71)	(14.18)	0.63	0.17
获利能力 (%)					
毛利率	35.90	34.04	35.97	34.41	34.03
净利率	20.29	20.35	21.04	20.10	20.00
ROE	14.88	14.04	11.72	11.64	11.51
ROIC	27.45	26.78	27.01	28.91	0.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.08	23.42	21.84	23.19	20.93
净负债比率 (%)	(13.84)	(9.94)	(18.93)	(22.32)	(22.78)
流动比率	2.17	2.21	2.83	2.63	3.17
速动比率	1.89	1.74	2.51	2.31	2.85
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.53	0.44	0.45	0.44
应收账款周转率	30.04	27.80	27.80	28.55	28.05
应付账款周转率	5.77	5.84	5.84	5.84	5.84
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.00	2.95	2.53	2.55	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	4.70	3.70	4.57	3.55
每股净资产(最新摊薄)	20.57	21.48	21.76	22.05	22.33
估值比率					
PE (倍)	14.15	14.39	16.77	16.66	16.64
PB (倍)	2.07	1.98	1.95	1.93	1.90
EV EBITDA (倍)	8.60	9.06	7.40	7.24	7.26

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

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。
- 中国神华（1088 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

- 分析师刘俊、边文姣、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。
- 中国神华（1088 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

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