

千亿收购有望推动 EPS、资源量双增

华泰研究

2025年12月21日 | 中国内地/中国香港

公告点评

煤炭

中国神华公布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），拟通过发行A股股份及支付现金的方式购买国家能源集团持有的国源电力、新疆能源等12家公司股份，涉及煤炭、坑口煤电、煤化工及相关物流资产；草案调整后最终交易价格1,335.98亿元，其中现金对价935.2亿元，发行股份对价400.8亿元，发行股份的价格为29.4元/股。我们认为此次收购方案一方面向公司注入煤炭全产业链优质资产，强化“煤电路港航化”一体化模式，也优化业务格局解决同集团的同业竞争；另一方面，收购后公司EPS有望增厚，且覆盖3~6年的业绩承诺形成风险约束机制，叠加25-27年分红承诺不变，考虑到公司历史上超额兑现承诺，股东利益或将得以保障，也进一步深化红利价值。维持“买入”评级。

煤炭储量近乎翻倍，“煤电路港航化”进一步深化

通过资产注入，公司煤炭保有资源量将提升至684.9亿吨，增长率达64.72%；煤炭可采储量将提升至345亿吨，增长率达97.71%；煤炭产量将提升至5.12亿吨，增长率达56.57%。电力和煤化工方面，发电装机容量将由47.6GW提升至60.9GW，增幅27.8%；聚烯烃产能将由60万吨提升至188万吨，增幅达213.3%。公司整合新疆、内蒙古、陕西、山西等战略资源基地及配套港口航运物流资产，进一步完善全链条协同机制，有望进一步强化“煤电路港航化”一体化模式，提升抗周期性风险能力，与国家能源集团同业竞争问题也迎刃而解。

公司相对低价注入优质煤炭资产

交易涉及12家标的全部股东权益评估价值1,436.75亿元，溢价率59.52%，考虑权益比例后的交易价格为1,286.71亿元，最终交易对价1,335.98亿元（考虑集团对化工公司增资49.27亿元）。估值方面，考虑到相关标的873.99亿元归母净资产（截至7月31日，总资产2,334.23亿元），对价对应PB1.5X，低于公司当前1.94X（A）和1.90X（H）PB（MRQ），与同花顺煤炭板块平均PB（MRQ）1.47X（A）和1.55X（H）相近；资源方面，若仅考虑269.1亿吨资源量/170.5亿吨储量的增加，对价对应约5.0元/吨资源量、7.8元/吨储量，参考10月28日国家能源集团205.3亿中标大保当煤矿探矿权，22.17亿吨储量对应9.3元/吨储量价格，收购价格低于一级市场。

EPS有望增厚+分红承诺保障股东利益

此次交易方案设计通过70%的高比例现金支付避免对股权的过分稀释，合并后2025年前7月/2024年扣非归母净利同比+11.6%/13.4%，扣非EPS同比+4.4%/+6.1%。公司对可持续性高比例分红的承诺不变，2025—27年分红率不低于65%，我们预计公司将继续通过维持高比例分红政策保障股东利益，在分红率水平维持+EPS有望增厚下，有望进一步深化红利价值，稳健红利资产的地位得到进一步巩固。

盈利预测与估值

本次重组实质性解决公司与国家能源集团之间的同业竞争问题，同时增强公司盈利能力及资产质量，通过高比例现金支付降低股权稀释，保障股东利益，继续看好“煤电航母”行稳致远。暂不考虑业绩并表，我们维持公司2025-27E归母净利润504/507/508亿元的预测，基于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，维持6.1%的WACC水平，维持A股目标价51.3元；近2月A/H溢价为13.1%，维持H股目标价48.6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

王嵩 研究员
SAC No. S0570525110001 alanwang@htsc.com
SFC No. BLE051 +(852) 3658 6000

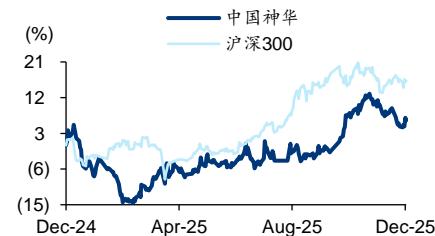
马梦辰, CFA 研究员
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

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

基本数据

	601088 CH	1088 HK
收盘价（截至12月19日）	40.59	39.68
市值（百万）	806,463	788,383
6个月平均日成交额（百万）	1,190	572.29
52周价格范围	35.35-43.99	28.30-43.84

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)	13.75	16.02	15.92	15.89
PB (倍)	1.89	1.87	1.84	1.82
EV EBITDA (倍)	9.06	7.40	7.24	7.26
股息率 (%)	5.57	5.57	5.59	5.62

资料来源：公司公告、华泰研究预测

根据《中国神华能源股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，公司拟通过发行A股股份及支付现金的方式购买国家能源集团持有的国源电力100%股权、新疆能源100%股权、化工公司100%股权、乌海能源100%股权、平庄煤业100%股权、神延煤炭41%股权、晋神能源49%股权、包头矿业100%股权、航运公司100%股权、煤炭运销公司100%股权、港口公司100%股权，并以支付现金的方式购买西部能源持有的内蒙建投100%股权；同时，上市公司拟向不超过35名特定投资者发行A股股份募集配套资金。调整后最终交易价格1,335.98亿元。

图表1：公司资产注入后财务指标一览

		2025年1月-7月	2024年	
	单位	交易完成前	交易完成后	交易完成前
资产总额	亿元	6,359.09	8,965.87	6,680.22
负债总额	亿元	1,596.60	3,904.90	1,713.78
归母权益	亿元	4,065.05	4,190.38	4,195.57
营业总收入	亿元	1,622.66	2,065.09	3,397.39
扣非归母净利润	亿元	292.55	326.37	589.62
资产负债率	%	25.11	43.55	25.65
扣非EPS	元/股	1.47	1.54	2.97
资料来源：	公司公告，华泰研究			3.15

图表2：公司资产注入后业务规模扩大

项目		交易完成前	交易完成后	增值率
煤炭保有量	亿吨	415.8	684.9	64.72%
煤炭可采储量	亿吨	174.5	345	97.71%
煤炭产量	亿吨	3.27	5.12	56.57%
发电装机容量	MW	47632	60881	27.82%
聚烯烃	万吨	60	188	213.33%

资料来源：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	-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	-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%
归属净利润	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	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	%	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
煤炭	%	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

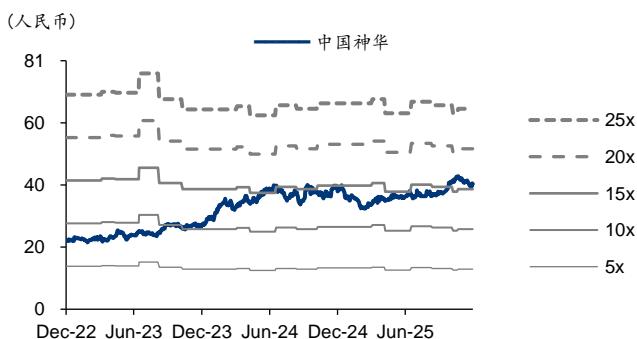
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表4: DDM 估值模型

参数	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
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%										
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									

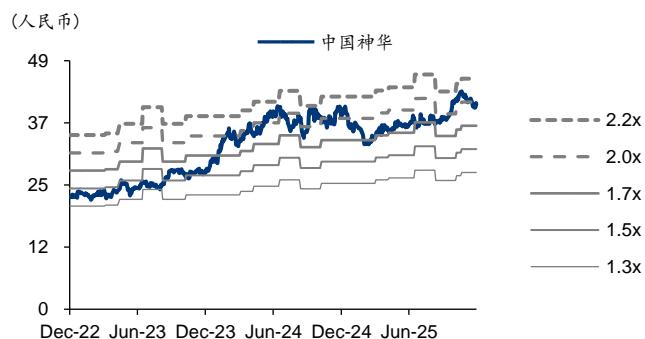
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 中国神华 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 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

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
盈利能力 (%)					
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)	13.51	13.75	16.02	15.92	15.89
PB (倍)	1.97	1.89	1.87	1.84	1.82
EV EBITDA (倍)	8.60	9.06	7.40	7.24	7.26

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、王嵩、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, 请参见华泰金融控股（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、王嵩、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务的资格, 经营业务许可证编号为: 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 棱 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