

煤价下行致短期净利承压

华泰研究

季报点评

2026年4月26日 | 中国内地/中国香港

中国神华发布一季报，2026年Q1实现营收703.97亿元（yoy+1.17%、qoq-13.90%），归母净利106.67亿元（yoy-10.73%、qoq-22.69%），扣非净利107.12亿元（yoy-8.48%）。26Q1公司归母净利不及我们此前预期（129.76亿元），主要系1）26Q1煤炭现货价格提涨对公司煤价传导不及预期（我们预计26Q1公司煤炭销售均价502元，实际价格487元/吨）；2）煤炭销量不及预期（我们预计销量108.6百万吨，实际销量103.2百万吨）；3）26Q1公司对联营企业的投资收益减少，导致整体投资收益同比下降62.2%也是归母净利回落的原因之一。向后展望，我们看好集团资产注入带动公司EPS、资源量双增，公司对可持续性高比例分红保障股东利益的承诺不变，分红和资产久期双增进一步深化红利价值，维持“买入”评级。

煤炭业务：自产煤量价回落，成本管控持续稳健

2026年Q1煤炭分部营收同比微增0.2%，主要系外购煤销售量同比增加21.2%，但是毛利润和利润总额分别下滑9.4%和12.2%，主要系：1）平均价格同比-3.8%至487元/吨（自产煤469元/吨，同比-3.3%，外购煤542元/吨，同比-7.7%）；2）自产煤销量同比减少0.6%，薄利的外购煤销量增加21.2%，导致营业成本同比+4.3%，毛利率同比下滑2.9pct至27.2%。公司自产煤成本控制能力出色，26Q1单位成本168.0元/吨，同比下滑14.2%，主要系电费、材料费等下降带动原材料、燃料及动力同比下降14.6%，以及安全生产费、征地搬迁补偿费、矿务工程费等下降贡献其他成本同比下降21.8%。

电力业务：电价下滑但增量降本，一体化优势充分显现

电力业务的逆势增长，充分验证了公司“煤电一体化”模式在平抑周期波动中的独特优势。虽然公司26Q1境内平均售电价格同比下降3.1%至373元/兆瓦时，但公司总售电量达526.9亿千瓦时，同比增长11.0%，且得益于一体化运营下燃煤采购价格下降，单位售电成本同比下降4.4%至338.0元/兆瓦时，发电分部（合并抵销前）毛利仍实现35.2亿元，同比增长9.6%。

资产注入完成开启外延增长，26年商品煤产量目标5.13亿吨

公司已完成了对控股股东旗下12家优质股权资产的收购，显著提升了公司的资产规模和业务体量，标志着公司进入新一轮外延式增长阶段。公司发布调整后的2026年度经营目标及资本开支计划，商品煤产量目标上调55.5%至5.13亿吨，煤炭销售量目标上调42.1%至6.18亿吨，发电量目标上调28.8%至2881亿千瓦时。同时，资本开支计划也相应上调，2026年资本开支计划总额上调47.2%至560亿元，其中发电和煤化工业务的资本开支增幅分别高达71.5%和120.5%，将成为未来增长引擎。

盈利预测与估值

公司收购控股股东资产已完成交割但尚未并表，我们考虑到并表后公司盈利能力暂不明朗，审慎起见暂时不考虑集团资产注入和增发股份的情况下，我们维持公司26-28年归母净利润为555.24/561.18/576.67亿元，对应EPS为2.79/2.82/2.90元。基于DDM估值法，参考公司21-25年股息支付率中枢81.5%，假设公司26-29年分红率为80%，2030年之后在29年分红额基础上维持2%年增幅，维持5.9%的WACC水平，维持A股目标价57.91元；近2月A/H溢价为14.3%，基于港币兑人民币汇率0.87，略微下调H股目标价至58.07港币（前值59.00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：57.91	港币：58.07

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

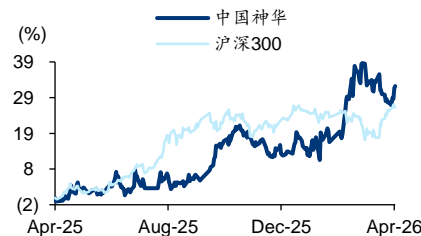
马梦辰, CFA 研究员
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

李科毅 联系人
SAC No. S0570125030018 likayi@htsc.com
SFC No. BXP328 +(86) 10 6321 1166

基本数据

(人民币/港币)	601088 CH	1088 HK
收盘价(截至4月24日)	47.19	47.84
市值(百万)	1,023,524	1,037,623
6个月平均日成交额(百万)	1,370	606.99
52周价格范围	36.80-49.55	29.05-49.62

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	294,916	306,253	307,643	311,787
+/-%	(13.21)	3.84	0.45	0.45
归属母公司净利润(百万)	52,849	55,524	56,118	57,667
+/-%	(5.30)	5.06	1.07	2.76
EPS(最新摊薄)	2.66	2.79	2.82	2.90
ROE(%)	12.76	13.34	13.08	13.07
PE(倍)	17.74	16.89	16.71	16.26
PB(倍)	2.29	2.22	2.16	2.09
EV/EBITDA(倍)	8.32	7.31	7.19	6.98
股息率(%)	4.41	4.77	4.90	5.15

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: DDM 估值模型

参数											
税率	20%										
Debt ratio	6%										
beta	0.61										
无风险利率	1.81										
风险溢价	7%										
Re	6.2%										
Rd	1.8%										
WACC	5.9%										
永续增长率	2.0%										
	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
归母净利润 (百万元)	55,524	56,118	57,667	60,081	60,431	60,667	61,007	61,265	61,617	61,887	62,253
分红比例	80%	80%	80%	80%	81%	82%	84%	85%	86%	87%	89%
分红 (百万元)	44,419	44,895	46,134	48,065	49,026	50,006	51,007	52,027	53,067	54,129	55,211
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)	2.24	2.26	2.32	2.42	2.47	2.52	2.57	2.62	2.67	2.72	2.78
模型输出											
分红折现值 (元)	19.6										
终值 (元)	72.2										
终值折现值 (元)	38.3										
股价 (元)	57.91										

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 季度经营情况总结

季度财报数据总结		1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	1Q26E	AvsE
总收入	百万元	69,585	68,524	75,042	81,765	70,397	1%	-14%	74,905	-6%
营业成本	百万元	45,882	42,924	47,515	55,144	47,244	3%	-14%	48,967	-4%
毛利率	%	34.1%	37.4%	36.7%	32.6%	32.9%	-1.17%	0.33	34.6%	-1.74
销售及管理费用	百万元	2,827	2,578	2,476	4,026	2,524	-11%	-37%	2,381	6%
研发费用	百万元	241	486	613	1,514	333	38%	-78%	725	-54%
财务费用	百万元	159	32	80	174	292	84%	68%	30	862%
营业利润	百万元	17,780	19,584	21,521	16,647	16,637	-6%	0%	20,315	-18%
税前利润	百万元	18,002	19,600	21,461	20,276	16,594	-8%	-18%	19,504	-15%
所得税	百万元	3,340	4,634	4,167	4,415	3,282	-2%	-26%	4,057	-19%
少数股东损益	百万元	2,713	2,274	2,883	2,064	2,645	-3%	28%	2,472	7%
归母净利润	百万元	11,949	12,692	14,411	13,797	10,667	-11%	-23%	12,976	-18%
非经常性损益	百万元	-244	-85	-19	-3,912	45	-118%	-101%	829	-95%
净利润(扣非)	百万元	11,705	12,607	14,392	9,885	10,712	-8%	8%	13,805	-22%
EPS	元/股	0.60	0.64	0.73	0.69	0.54	-11%	-23%	0.65	-18%
EPS(扣非)	元/股	0.59	0.63	0.72	0.50	0.54	-8%	8%	0.69	-22%
核心运营指标		1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	1Q26E	AvsE
煤炭										
生产量	百万吨	82.5	82.9	85.5	81.2	80.5	-2%	-1%	83.9	-4%
销售量	百万吨	99.3	105.6	111.6	114.4	103.2	4%	-10%	108.6	-5%
平均价格	元/吨	506	480	477	517	487	-4%	-6%	502	-3%
自产煤平均成本	元/吨	196	160	164	167	168	-14%	1%	172	-2%
电力										
生产量	十亿千瓦时	50.4	48.4	64.1	57.3	55.9	11%	-2%	56.5	-1%
销售量	十亿千瓦时	47.5	45.4	60.2	53.9	52.7	11%	-2%	53.4	-1%
平均价格	元/MWh	386	386	377	396	373	-3%	-6%	377	-1%
平均成本 (计算值)	元/MWh	354	340	298	355	352	0%	-1%	350	1%
分部收入										
煤炭	百万元	51,599	52,304	55,196	62,133	51,683	0%	-17%	56,426	-8%
电力	百万元	20,854	19,685	24,640	23,960	22,078	6%	-8%	22,443	-2%
分部毛利率										
煤炭	%	30.1	32.5	29.0	29.1	27.2	-2.86	-1.89	30.93	-3.73
电力	%	15.4	16.9	24.2	15.0	16.0	0.55	0.98	16.67	-0.71

注: 毛利率部分 YoY 和 QoQ 单位均为 Pct。电力平均成本 (计算值) = 电力收入/售电量, 与公告披露口径存在差异。

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表3: 年度预测 (24FY 重述后)

驱动概览(Driver)		2023A	2024A重述	2025A	2026E	2027E	2028E
动力煤长协价格	元/吨	714	701	680	708	708	708
5500动力煤价格	元/吨	898	861	702	850	850	850
平均煤价	元/吨	584	563	495	521	521	521
平均电价	元/MWh	414	402	386	400	400	400
核心运营指标							
煤炭							
生产量	t mn	325	338	332	335	339	349
销售量	t mn	450	460	431	434	438	448
平均价格	Rmb/t	584	563	495	521	521	521
自产煤平均成本	Rmb/t	179	180	172	172	172	172
电力							
生产量	kWh bn	212	229	220	226	226	226
销售量	kWh bn	200	215	207	214	214	214
平均价格	Rmb/MWh	414	402	386	400	400	400
平均成本	Rmb/MWh	363	356	335	336	336	336
分部收入							
煤炭	Rmb mn	273,306	268,968	221,232	234,047	235,795	241,005
电力	Rmb mn	92,407	95,974	89,139	89,694	89,694	89,694
其他	Rmb mn	60,644	60,586	60,441	61,325	61,325	61,325
分部毛利率							
煤炭	%	32.04%	30.17%	30.10%	32.41%	32.58%	33.09%
电力	%	16.91%	16.11%	18.05%	16.34%	16.34%	16.34%
其他	%	32.87%	32.68%	34.01%	34.14%	34.11%	34.13%
核心财务指标							
EBIT	Rmb mn	90,973	83,880	71,953	83,479	84,179	86,318
EBITDA	Rmb mn	115,832	108,336	96,795	108,193	110,066	113,260
联合营公司投资收益	Rmb mn	3,565	4,345	3,762	4,148	4,148	4,148
归母净利润	Rmb mn	59,694	55,805	52,849	55,524	56,118	57,667
扣非净利润	Rmb mn	62,868	60,126	48,589	58,839	59,433	60,982
EPS	Rmb/sh	3.00	2.81	2.66	2.79	2.82	2.90
EPS(扣非)	Rmb/sh	3.16	3.03	2.45	2.96	2.99	3.07

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	207,139	146,969	155,523	164,485	179,706
现金	143,845	96,772	106,971	116,833	128,380
应收账款	12,569	13,225	13,406	10,849	15,412
其他应收账款	2,302	2,910	2,910	2,910	2,910
预付账款	6,544	6,509	6,509	6,509	6,509
存货	12,666	11,850	11,052	12,094	11,819
其他流动资产	29,213	15,703	14,675	15,290	14,676
非流动资产	460,883	480,792	496,174	510,382	518,534
长期投资	59,842	62,044	62,044	62,044	62,044
固定投资	261,820	272,172	279,767	286,188	291,436
无形资产	66,663	69,857	72,880	75,903	78,926
其他非流动资产	72,558	76,719	81,483	86,247	86,129
资产总计	668,022	627,761	651,697	674,867	698,240
流动负债	105,116	89,262	88,577	89,499	89,260
短期借款	4,812	409.00	409.00	409.00	409.00
应付账款	38,815	41,176	40,670	41,412	41,350
其他流动负债	61,489	47,677	47,497	47,678	47,501
非流动负债	66,261	57,048	57,048	57,048	57,048
长期借款	31,682	28,268	28,268	28,268	28,268
其他非流动负债	34,579	28,780	28,780	28,780	28,780
负债合计	171,377	146,310	145,625	146,547	146,308
少数股东权益	77,086	72,344	82,781	93,329	104,169
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
资本公积	81,276	81,319	81,319	81,319	81,319
留存公积	292,939	281,414	295,598	307,297	320,070
归属母公司股东权益	419,559	409,107	423,291	434,990	447,763
负债和股东权益	668,022	627,761	651,697	674,867	698,240

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	93,348	75,059	87,603	90,153	87,127
净利润	65,999	62,783	65,961	66,667	68,507
折旧摊销	23,047	23,356	24,713	25,887	26,943
财务费用	382.00	445.00	124.09	(68.35)	(254.42)
投资损失	(4,872)	(4,155)	(4,155)	(4,155)	(4,155)
营运资金变动	512.00	(10,554)	959.48	1,822	(3,913)
其他经营现金	8,280	3,184	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(85,359)	(21,794)	(35,940)	(35,940)	(30,940)
资本支出	(37,032)	(48,398)	(19,349)	(19,349)	(33,074)
长期投资	(17,675)	16,810	4,155	4,155	4,155
其他投资现金	(30,652)	9,794	(20,746)	(20,746)	(2,021)
筹资活动现金	(51,173)	(96,242)	(41,464)	(44,351)	(44,640)
短期借款	(1,890)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(584.00)	2,225	(13,216)	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	12,980	43.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(61,679)	(98,510)	(28,248)	(44,351)	(44,640)
现金净增加额	(43,100)	(43,125)	10,199	9,862	11,547

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	339,788	294,916	306,253	307,643	311,787
营业成本	223,923	191,465	195,906	196,470	198,096
营业税金及附加	18,217	16,978	15,313	15,382	15,589
营业费用	574.00	527.00	547.00	550.00	557.00
管理费用	10,924	11,380	9,188	9,229	9,354
财务费用	382.00	445.00	124.00	(68.00)	(254.00)
资产减值损失	(1,132)	(191.00)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	2.00	1.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,872	4,155	4,155	4,155	4,155
营业利润	87,082	75,532	86,670	87,562	89,887
营业外收入	833.00	685.00	685.00	685.00	685.00
营业外支出	4,987	(3,122)	4,000	4,000	4,000
利润总额	82,928	79,339	83,355	84,247	86,572
所得税	16,929	16,556	17,394	17,580	18,065
净利润	65,999	62,783	65,961	66,667	68,507
少数股东损益	10,194	9,934	10,437	10,549	10,840
归属母公司净利润	55,805	52,849	55,524	56,118	57,667
EBITDA	108,336	96,795	108,193	110,066	113,260
EPS (人民币, 基本)	2.81	2.66	2.79	2.82	2.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(0.96)	(13.21)	3.84	0.45	0.45
营业利润	(4.69)	(13.26)	14.75	1.03	2.66
归属母公司净利润	(6.51)	(5.30)	5.06	1.07	2.76
获利能力 (%)					
毛利率	34.10	35.08	36.03	36.14	36.46
净利率	19.42	21.29	21.54	21.67	21.97
ROE	13.48	12.76	13.34	13.08	13.07
ROIC	13.17	11.28	13.53	13.48	13.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.65	23.31	22.35	21.71	20.95
净负债比率 (%)	(9.97)	(3.63)	(8.28)	(9.80)	(11.47)
流动比率	1.97	1.65	1.76	1.84	2.01
速动比率	1.55	1.34	1.46	1.53	1.71
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.46	0.48	0.46	0.45
应收账款周转率	27.80	22.87	23.00	25.37	23.74
应付账款周转率	5.81	4.79	4.79	4.79	4.79
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.81	2.66	2.79	2.82	2.90
每股经营现金流(最新摊薄)	4.70	3.78	4.41	4.54	4.39
每股净资产(最新摊薄)	21.12	20.59	21.30	21.89	22.54
估值比率					
PE (倍)	16.80	17.74	16.89	16.71	16.26
PB (倍)	2.23	2.29	2.22	2.16	2.09
EV EBITDA (倍)	7.18	8.32	7.31	7.19	6.98

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。

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、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2026年华泰证券股份有限公司