

# 看好 26 年煤化共振下盈利修复

华泰研究

季报点评

2026 年 4 月 28 日 | 中国内地/中国香港

煤炭

中煤能源 26Q1 年实现营收 341.89 亿元 (yoy-10.9%)，归母净利 38.44 亿元 (yoy-3.2%)，扣非净利 38.48 亿元 (yoy-2.4%)。公司 26Q1 业绩不及预期 (我们此前预期 26Q1 归母净利 51.63 亿元)，主要系 1) 26Q1 公司自产煤单位成本阶段性反弹；2) 公司煤价修复不及预期；3) 26Q1 化工品涨价幅度和传导速度弱于我们预期，煤化工盈利修复尚未充分体现。我们认为 26 年公司业绩有望获得两重弹性：1) 我们认为“美以伊冲突”催化煤炭替代油气需求，或拉动海外煤炭供需收紧，国内动力煤或随低价印尼煤进口缩量而获得成本支撑抬升价格中枢；2) 化工产品具备原油价格相关性，油煤比价拉大有望增厚煤化工板块利润空间。维持“买入”评级。

## 煤价边际修复形成业绩支撑，产量释放有望摊薄成本

26Q1 公司煤炭业务实现营业收入 263.90 亿元 (yoy-15.6%)、占总营收的 77.19%，营业成本 197.85 亿元 (yoy-16.9%)，推动煤炭业务毛利率同比提升 11.37 个百分点至 25.03%。销售端单吨煤价形成正向边际支撑，自产商品煤单吨售价同比上行 4 元/吨，买断贸易煤单吨售价同比提升 11 元/吨，煤价稳步修复增厚单位收入贡献。成本端短期承压，当期自产商品煤单位销售成本 278.76 元/吨，同比增加 8.94 元/吨 (yoy+3.3%)。成本抬升主要原因：一是生产队伍外包转自营、社保基数正常上调，带动人工成本同比增加；二是产销量同比回落，使得材料、折旧及摊销等固定费用单位分摊比例上升。中长期来看，伴随公司生产节奏恢复、产量稳步释放，规模效应将有效摊薄单位固定生产成本，成本端有望持续迎来边际改善。

## 煤化工盈利边际改善，在建项目赋能长期成长

26Q1 地缘政治冲突推升国际油价，油煤比价持续走高带动化工品价格整体迎来修复窗口。但由于 Q1 化工品涨价周期较短，产品价格仅较 25Q4 实现环比改善，同比仍处于相对偏弱区间，化工板块盈利修复尚未充分体现。细分品类来看，聚丙烯价格环比上涨 5.46% 至 6274 元/吨，尿素价格环比上行 1.33% 至 1793 元/吨。同时公司内部成本管控成效显著，聚丙烯、尿素单位生产成本环比分别下降 5.69%、4.21%，回落至 5548 元/吨、1318 元/吨。煤化工作为公司“煤-电-化-新”一体化战略核心板块，具备较强抗周期属性，化工品与原油价格联动紧密，随着油价高位延续，全年化工板块利润修复空间充足。此外，公司在建榆林煤炭深加工基地 (年产 90 万吨聚烯烃项目) 预计 2026 年底投产，投产后将显著扩充聚烯烃产能，完善产业布局，长期有望成为公司核心利润增长极。

## 盈利预测与估值

考虑 1Q26 属于阶段性价格和成本压制，而全年量价预期逻辑未变，维持公司 26-28E 归母净利润至 207.75/210.23/216.42 亿元，对应 EPS 为 1.57/1.59/1.63 元。我们使用 DDM 估值法，假设 26 分红比例 35.6% (23-25 平均值)，27-35 年在央企市值管理考核趋势下分红比例年均提升 0.6pct，考虑到公司煤炭储备充足，在一体化布局下电力和煤化工环节具备成长性，我们给予永续增长率假设 1%，维持 WACC 假设为 4.0%，维持 A 股目标价 20.81 元，参考近半年 A/H 溢价 39% (前值 37%)，给予 H 股目标价 17.17 港币 (前值 17.21 港币)。维持“买入”评级。

风险提示：供给扰动超预期；在建项目进度不及预期。

	601898 CH	1898 HK
投资评级：	买入 (维持)	买入 (维持)
目标价：	人民币：20.81	港币：17.17

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

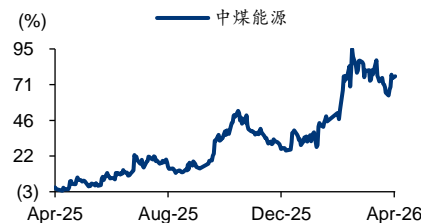
马梦辰, CFA 研究员  
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com  
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

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)	601898 CH	1898 HK
收盘价 (截至 4 月 27 日)	17.49	13.61
市值 (百万)	231,894	180,450
6 个月平均日成交额 (百万)	687.20	270.46
52 周价格范围	10.04-19.36	7.79-15.24

## 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)	148,057	161,204	162,011	167,695
+/-%	(21.83)	8.88	0.50	3.51
归属母公司净利润 (百万)	17,884	20,775	21,023	21,642
+/-%	(7.45)	16.16	1.19	2.95
EPS (最新摊薄)	1.35	1.57	1.59	1.63
ROE (%)	11.46	12.37	11.51	11.02
PE (倍)	12.97	11.16	11.03	10.71
PB (倍)	1.45	1.32	1.22	1.14
EV EBITDA (倍)	5.98	3.49	3.18	2.72
股息率 (%)	0.95	3.34	3.48	9.19

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 季度经营情况总结

季度财报数据总结		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	45,395	47,589	47,428	48,987	38,392	36,044	36,148	37,472	34,189	-11%	-9%	42,950	19%	26%
营业成本	Rmb mn	33,115	35,675	36,266	37,223	28,929	27,181	25,783	25,465	25,467	-12%	0%	30,324	12%	19%
毛利率	%	27.1%	25.0%	23.5%	24.0%	24.6%	24.6%	28.7%	32.0%	25.5%	0.86	-6.54	29.4%	-2.65	3.89
销售及管理费用	Rmb mn	1,436	1,381	1,357	2,416	1,415	1,226	1,516	2,206	1,498	6%	-32%	1,846	51%	23%
研发费用	Rmb mn	121	161	160	359	101	213	159	413	147	46%	-64%	257	21%	74%
财务费用	Rmb mn	653	622	605	509	528	506	483	486	430	-18%	-11%	543	7%	26%
营业利润	Rmb mn	8,696	8,030	7,797	6,963	6,213	5,730	6,988	7,652	5,695	-8%	-26%	8,493	48%	49%
税前利润	Rmb mn	8,684	8,036	7,806	7,053	6,222	5,716	6,969	7,681	5,641	-9%	-27%	8,494	49%	51%
所得税	Rmb mn	-2,056	-1,863	-1,589	-1,117	-1,337	-1,183	-1,185	-1,045	-1,178	-12%	13%	-1,774	50%	51%
少数股东损益	Rmb mn	-1,658	-1,355	-1,391	-1,227	-908	-807	-1,004	-1,237	-619	-32%	-50%	-1,217	51%	97%
归母净利润	Rmb mn	4,970	4,818	4,826	4,709	3,978	3,727	4,780	5,399	3,844	-3%	-29%	5,503	48%	43%
非经常性损益	Rmb mn	-77	-54	-57	-32	-36	-16	-44	-71	3	-109%	-105%	-37	135%	-1217%
净利润(扣非)	Rmb mn	4,892	4,764	4,769	4,677	3,942	3,711	4,736	5,328	3,848	-2%	-28%	5,466	47%	42%
EPS	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.36	0.30	0.28	0.36	0.41	0.29	-3%	-29%	0.42	48%	43%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.35	0.30	0.28	0.36	0.40	0.29	-2%	-28%	0.41	47%	42%
核心运营指标		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ
煤炭															
生产量	t mn	32.7	33.8	35.8	35.3	33.4	34.0	34.2	33.5	30.2	-10%	-10%	35.8	5%	19%
销售量	t mn	63.9	69.7	72.0	79.3	64.1	64.5	61.7	65.4	56.0	-13%	-14%	67.0	4%	20%
平均价格	Rmb/t	587	574	561	532	487	450	470	467	471	-3%	1%	555	23%	18%
自产煤平均成本	Rmb/t	291	295	274	269	270	256	247	234	279	3%	19%	250	-3%	-10%
煤化工															
生产量	t mn	1.3	1.4	1.0	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1%	1%	1.5	19%	6%
销售量	t mn	1.3	1.5	1.0	1.4	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	7%	-2%	1.5	5%	-8%
平均价格	Rmb/t	3,593	3,537	3,973	3,392	3,149	3,019	2,917	3,293	2,901	-8%	-12%	3,310	10%	14%
平均成本	Rmb/t	2,990	2,753	3,620	3,392	2,568	2,684	2,430	3,027	2,444	-5%	-19%	2,479	-8%	1%
分部收入															
煤炭	Rmb mn	375	403	401	429	313	293	288	311	264	-16%	-15%	372	27%	41%
煤化工	Rmb mn	47	52	42	48	47	42	41	53	46	-2%	-14%	48	15%	4%
分部毛利率															
煤炭	%	22%	28%	23%	24%	14%	34%	28%	32%	25%	11.37	-7.28	28.7%	-5.65	3.70
煤化工	%	17%	22%	9%	0%	18%	11%	17%	8%	16%	-2.73	7.66	25.1%	14.01	9.38

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表2: 年度预测

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
动力煤长协价格	Driver 1	元/吨	714	701	680	709	709	709
5500动力煤价格	Driver 2	元/吨	965	861	697	850	850	850
平均煤价	Segment1	元/吨	569	562	469	536	536	536
平均煤化工价格	Segment2	元/吨	3,544	3,606	3,078	3,197	3,197	3,549
核心运营指标(core operational indicators)								
煤炭								
生产量	Production	t mn	134	138	135	138	139	143
销售量	Sales	t mn	285	285	256	257	259	262
平均价格	Avg. Price	Rmb/t	569	562	469	536	536	536
自产煤平均成本	Avg. Cost	Rmb/t	307	282	252	252	252	252
煤化工								
生产量	Production	t mn	6.0	5.7	6.1	6.1	6.1	6.7
销售量	Sales	t mn	6.1	5.8	6.5	6.1	6.1	6.7
平均价格	Avg. Price	Rmb/t	3,492	3,512	2,874	3,197	3,197	3,549
平均成本	Avg. Cost	Rmb/t	2,954	2,979	2,460	2,438	2,438	2,786
分部收入(segment revenue)								
煤炭	Coal	Rmb mn	162,681	160,712	120,397	137,933	138,816	140,667
煤化工	Coal Chemistry	Rmb mn	21,394	20,518	18,658	19,378	19,378	23,745
分部毛利率(segment Gross margin)								
煤炭	Coal	Rmb mn	24.92%	24.66%	27.04%	28.04%	28.18%	28.46%
煤化工	Coal Chemistry	Rmb mn	15.40%	15.17%	14.42%	23.76%	23.76%	21.50%
毛利占比(segment Gross %)								
煤炭	Coal	%	83	84	85	84	84	83
煤化工	Coal Chemistry	%	7	7	7	10	10	11
核心财务指标(core financial indicators)								
EBIT	EBIT	Rmb bn	36,044	33,968	28,592	32,926	33,263	34,152
EBITDA	EBITDA	Rmb bn	36,062	33,951	28,581	42,709	43,325	44,493
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb bn	2,992	2,556	2,206	2,219	2,219	2,219
净利润	Net Profit	Rmb bn	19,534	19,323	17,884	20,775	21,023	21,642
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb bn	19,364	19,102	17,717	20,581	20,827	21,441
EPS	EPS	Rmb/sh	1.47	1.46	1.35	1.57	1.59	1.63

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表3: 季度预测对比

季度财报数据总结		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	1Q26E	AvsE
总收入	Rmb mn	45,395	47,589	47,428	48,987	38,392	36,044	36,148	37,472	34,189	40,223	-15%
营业成本	Rmb mn	33,115	35,675	36,266	37,223	28,929	27,181	25,783	25,465	25,467	28,717	-11%
毛利率	%	27.1%	25.0%	23.5%	24.0%	24.6%	24.6%	28.7%	32.0%	25.5%	28.6%	-3.10
销售及管理费用	Rmb mn	1,436	1,381	1,357	2,416	1,415	1,226	1,516	2,206	1,498	1,729	-13%
研发费用	Rmb mn	121	161	160	359	101	213	159	413	147	241	-39%
财务费用	Rmb mn	653	622	605	509	528	506	483	486	430	509	-15%
营业利润	Rmb mn	8,696	8,030	7,797	6,963	6,213	5,730	6,988	7,652	5,695	7,674	-26%
税前利润	Rmb mn	8,684	8,036	7,806	7,053	6,222	5,716	6,969	7,681	5,641	7,676	-27%
所得税	Rmb mn	-2,056	-1,863	-1,589	-1,117	-1,337	-1,183	-1,185	-1,045	-1,178	-1,371	-14%
少数股东损益	Rmb mn	-1,658	-1,355	-1,391	-1,227	-908	-807	-1,004	-1,237	-619	-1,142	-46%
归母净利润	Rmb mn	4,970	4,818	4,826	4,709	3,978	3,727	4,780	5,399	3,844	5,163	-26%
非经常性损益	Rmb mn	-77	-54	-57	-32	-36	-16	-44	-71	3	-35	-110%
净利润(扣非)	Rmb mn	4,892	4,764	4,769	4,677	3,942	3,711	4,736	5,328	3,848	5,163	-25%
EPS	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.36	0.30	0.28	0.36	0.41	0.29	0.39	-26%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.35	0.30	0.28	0.36	0.40	0.29	0.39	-25%
核心运营指标		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	1Q26E	AvsE
煤炭												
生产量	t mn	32.7	33.8	35.8	35.3	33.4	34.0	34.2	33.5	30.2	34.4	-12%
销售量	t mn	63.9	69.7	72.0	79.3	64.1	64.5	61.7	65.4	56.0	64.3	-13%
平均价格	Rmb/t	587	574	561	532	487	450	470	467	471	537	-12%
自产煤平均成本	Rmb/t	291	295	274	269	270	256	247	234	279	252	11%
煤化工												
生产量	t mn	1.3	1.4	1.0	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	-5%
销售量	t mn	1.3	1.5	1.0	1.4	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	1.5	5%
平均价格	Rmb/t	3,593	3,537	3,973	3,392	3,149	3,019	2,917	3,293	2,901	3,140	-8%
平均成本	Rmb/t	2,990	2,753	3,620	3,392	2,568	2,684	2,430	3,027	2,444	2,422	1%
分部收入												
煤炭	Rmb mn	375	403	401	429	313	293	288	311	264	345	-23%
煤化工	Rmb mn	47	52	42	48	47	42	41	53	46	48	-3%
分部毛利率												
煤炭	%	22%	28%	23%	24%	14%	34%	28%	32%	25%	28.1%	-3.03
煤化工	%	17%	22%	9%	0%	18%	11%	17%	8%	16%	22.9%	-7.14

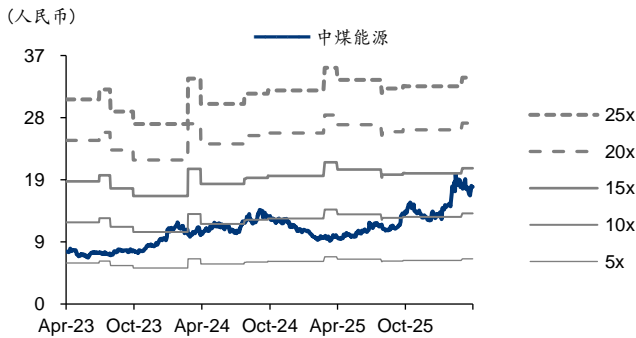
资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表4: DDM 估值模型

参数										
税率	18%									
Debratio	36%									
beta	49%									
无风险利率	1.8%									
风险溢价	7.2%									
Re	5.4%									
Rd	1.5%									
WACC	4.0%									
永续增长率	1.0%									
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
归母净利润 (百万元)	20,775	21,023	21,642	21,879	21,900	21,922	21,944	21,966	21,988	22,011
分红比例	36%	36%	37%	37%	38%	39%	39%	40%	40%	41%
分红 (百万元)	7,396	7,610	7,964	8,183	8,322	8,462	8,602	8,742	8,883	9,024
股本 (百万)	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)	0.56	0.57	0.60	0.62	0.63	0.64	0.65	0.66	0.67	0.68
模型输出										
分红折现值 (元)	5.06									
终值 (元)	23.22									
终值折现值 (元)	15.75									
股价 (元)	20.81									

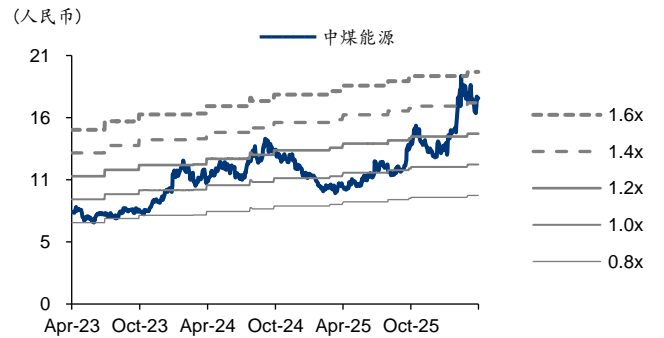
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 中煤能源 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 中煤能源 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	113,066	114,845	140,897	152,603	179,578
现金	84,353	88,717	110,398	126,335	147,890
应收账款	8,402	7,251	9,792	7,337	10,393
其他应收账款	2,201	2,162	2,162	2,162	2,162
预付账款	2,314	2,300	2,300	2,300	2,300
存货	7,743	6,995	8,787	7,049	9,369
其他流动资产	8,053	7,419	7,459	7,420	7,465
<b>非流动资产</b>	244,899	255,410	256,048	256,408	256,489
长期投资	31,811	34,515	34,515	34,515	34,515
固定投资	121,976	122,746	123,248	123,484	123,455
无形资产	54,654	52,785	50,917	49,048	47,179
其他非流动资产	36,458	45,363	47,368	49,361	51,341
<b>资产总计</b>	357,965	370,254	396,945	409,010	436,067
<b>流动负债</b>	102,176	107,442	113,840	107,629	115,866
短期借款	1,062	1,046	1,046	1,046	1,046
应付账款	23,600	22,378	26,856	22,546	28,671
其他流动负债	77,513	84,018	85,939	84,038	86,150
<b>非流动负债</b>	63,542	62,197	62,197	62,197	62,197
长期借款	40,346	37,574	37,574	37,574	37,574
其他非流动负债	23,197	24,622	24,622	24,622	24,622
<b>负债合计</b>	165,718	169,638	176,037	169,826	178,063
少数股东权益	40,335	40,483	45,078	49,728	54,515
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
资本公积	39,378	39,251	39,251	39,251	39,251
留存公积	92,767	104,979	120,676	134,302	148,334
归属母公司股东权益	151,911	160,133	175,830	189,457	203,488
<b>负债和股东权益</b>	357,965	370,254	396,945	409,010	436,067

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金</b>	34,140	29,792	37,000	33,543	39,343
净利润	24,954	21,839	25,370	25,673	26,429
折旧摊销	10,332	10,829	9,783	10,062	10,340
财务费用	2,388	2,003	2,039	2,007	1,975
投资损失	(2,564)	(2,219)	(2,219)	(2,219)	(2,219)
营运资金变动	2,059	3,345	2,027	(1,980)	2,817
其他经营现金	(3,029)	(6,005)	(0.00)	(0.00)	0.00
<b>投资活动现金</b>	(12,049)	(30,925)	(8,203)	(8,203)	(8,203)
资本支出	(18,070)	(21,787)	(10,911)	(11,291)	(11,601)
长期投资	(0.72)	(200.00)	2,219	2,219	2,219
其他投资现金	6,023	(8,938)	489.01	869.68	1,179
<b>筹资活动现金</b>	(23,876)	(4,046)	(7,117)	(9,403)	(9,585)
短期借款	940.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(12,883)	(2,176)	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	318.00	(127.46)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,251)	(1,742)	(7,117)	(9,403)	(9,585)
现金净增加额	(1,759)	(5,184)	21,681	15,937	21,555

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
<b>营业收入</b>	189,399	148,057	161,204	162,011	167,695
营业成本	142,279	107,357	114,958	115,350	119,589
营业税金及附加	8,115	7,218	7,859	7,899	8,176
营业费用	1,078	1,060	1,154	1,160	1,201
管理费用	5,512	5,303	5,774	5,803	6,007
财务费用	2,388	2,003	2,039	2,007	1,975
资产减值损失	(464.08)	(124.00)	(124.48)	(124.48)	(124.48)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,564	2,219	2,219	2,219	2,219
<b>营业利润</b>	31,485	26,582	30,881	31,249	32,170
营业外收入	205.45	178.00	177.80	177.80	177.80
营业外支出	111.27	171.00	171.02	171.02	171.02
<b>利润总额</b>	31,580	26,589	30,888	31,256	32,177
所得税	6,626	(171.00)	(171.02)	(171.02)	(171.02)
<b>净利润</b>	20,257	21,839	25,370	25,673	26,429
少数股东损益	5,631	3,956	4,595	4,650	(4,787)
归属母公司净利润	19,323	17,884	20,775	21,023	21,642
EBITDA	33,968	28,581	42,709	43,325	44,493
EPS (人民币, 基本)	1.46	1.35	1.57	1.59	1.63

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(1.85)	(21.83)	8.88	0.50	3.51
营业利润	(4.88)	(15.57)	16.17	1.19	2.95
归属母公司净利润	(1.08)	(7.45)	16.16	1.19	2.95
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	24.88	27.49	28.69	28.80	28.69
净利率	10.70	14.75	15.74	15.85	15.76
ROE	13.05	11.46	12.37	11.51	11.02
ROIC	9.30	11.96	13.06	12.58	12.27
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	46.29	45.82	44.35	41.52	40.83
净负债比率 (%)	(1.56)	(0.44)	(12.27)	(18.00)	(25.04)
流动比率	1.11	1.07	1.24	1.42	1.55
速动比率	0.96	0.92	1.08	1.27	1.39
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.54	0.41	0.42	0.40	0.40
应收账款周转率	24.41	18.92	18.92	18.92	18.92
应付账款周转率	5.99	4.67	4.67	4.67	4.67
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.35	1.57	1.59	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.57	2.25	2.79	2.53	2.97
每股净资产(最新摊薄)	11.46	12.08	13.26	14.29	15.35
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	12.00	12.97	11.16	11.03	10.71
PB (倍)	1.53	1.45	1.32	1.22	1.14
EV EBITDA (倍)	4.96	5.98	3.49	3.18	2.72

## 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、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>

## 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

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司