

外延内生并举支撑长期成长性

华泰研究

季报点评

2026年4月30日 | 中国内地/中国香港

煤炭

兖矿能源 2026Q1 年实现营收 345.89 亿元 (yoy+1.83%)，归母净利 39.55 亿元 (yoy+42.14%)，归母净利润整体符合我们此前预期 (40.89 亿元)，若不考虑出售内蒙古鄂尔多斯新泰煤炭公司贡献的 28.4 亿元一次性收益，扣非净利 10.60 亿元 (yoy-64.14%) 低于我们预期 (36.10 亿元)，主要系：1) 新疆区域主动控产、澳洲部分矿井出货节奏放缓；2) 国际地缘冲突推升能源价格的传导具有滞后性，影响主要集中在 3 月中下旬，对公司一季度业绩提振有限，毛利率水平不及我们预期；3) 因产量下滑摊薄效应减弱、境外柴油成本上涨拉高单位成本。展望 2026 年，海内外能源供需格局趋紧，煤价与油价中枢有望同步抬升，公司将充分受益于两重业绩弹性：一是中东冲突持续扰动全球能源供给，推动高卡澳煤价格持续上行，公司控股的兖煤澳洲作为澳大利亚核心现货煤生产商，具备较强的对国际澳煤价格的业绩弹性敞口；二是公司具备煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国首套百万吨级煤间接液化示范装置，醋酸产能位居全国前列，考虑到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。

煤炭量增利缩，煤化工盈利边际改善

公司 26Q1 商品煤产量达 4155.3 万吨 (yoy-6.28%)，销量达 3952.5 万吨，(yoy+3.07%)，煤炭业务收入同比上升 1.05% 至 206.97 亿元，毛利率同比下滑 6.17pct 至 28.30%。26Q1 国际地缘冲突对能源价格的提振主要体现在 3 月中下旬，对一季度业绩贡献有限，同时受产量下滑导致固定成本摊薄效应减弱、境外柴油成本上涨影响，对盈利造成挤压。煤化工板块 26Q1 产销量分别为 260.8/223.0 万吨，其中甲醇单位成本 1196 元/吨 (yoy-11.2%)、平均售价 1651 元/吨 (yoy-10.3%)，醋酸单位成本 1872 元/吨 (yoy-15.4%)、平均售价 2353 元/吨 (yoy-1.3%)，毛利率同比增加 2.8pct 至 25.8%。虽然当前产品价格仍处于低位修复阶段，但得益于柔性排产与产品结构优化，板块盈利水平已出现边际改善迹象。

公司全产业链布局完善，海内外优质资产协同支撑长期成长

公司煤炭主业“十五五”成长路径清晰，规划期末新增商品煤产能约 7000 万吨、原煤产量突破 3 亿吨；煤化工板块新项目稳步推进打开成长空间，国际油气价差扩大也有望深化煤化工成本优势；非煤矿产方面，国内大型铜矿与加拿大氯化钾资源持续推进，打造新的利润增长点。公司控股子公司兖煤澳洲于 2026 年 4 月 14 日签署交易文件，拟收购红隼集团 100% 权益，间接持有澳洲优质红隼煤矿 80% 权益。该矿为澳大利亚大型在产井工煤矿，主产高品质硬焦煤，资源储量充足、生产效率领先，2025 年原煤产量约 810 万吨、商品煤约 590 万吨，2026 年潜在商品煤产量约 600 万吨，收购完成后将进一步补强公司海外优质焦煤资产，构筑公司长期业绩增长基石。

盈利预测与估值

“美以伊冲突”或拉动澳煤价格中枢上行，油煤比价拉大也有望增厚煤化工板块利润。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测为 193.11/150.16/158.35 亿元，对应 EPS 为 1.92/1.50/1.58 元。基于可比公司 iFinD 一致预期 15.44 倍，给予公司 26 年 15.44 倍 PE 估值，对应上调 A 股目标价至 29.64 元 (前值 A 股目标价 27.96 元，对应 26 年 14.53 倍 PE)；基于近三个月 49.97%A/H 溢价和 0.88HKD/RMB 汇率，上调 H 股目标价至 22.46 港币 (前值 A/H 溢价为 48.6%，汇率为 0.88HKD/RMB，H 股目标价为 21.91 港币)。

风险提示：煤炭需求低于预期；项目建设进度慢于预期；海外收购审批存在不确定性。

	600188 CH	1171 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：29.64	港币：22.46

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

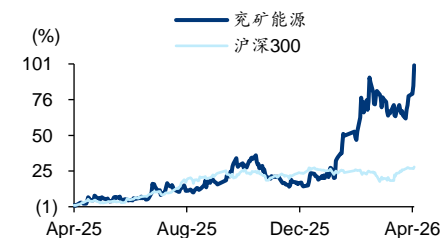
马梦辰, CFA 研究员
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

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)	600188 CH	1171 HK
收盘价(截至 4 月 29 日)	23.17	16.16
市值(百万)	232,568	162,206
6 个月平均成交额(百万)	1,063	532.98
52 周价格范围	12.07-23.17	7.68-17.42

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)	144,933	176,065	167,647	169,895
+/-%	(7.49)	21.48	(4.78)	1.34
归属母公司净利润(百万)	8,381	19,311	15,016	15,835
+/-%	(43.61)	130.41	(22.24)	5.45
EPS(最新摊薄)	0.83	1.92	1.50	1.58
ROE(%)	12.30	24.32	16.82	16.62
PE(倍)	27.75	12.04	15.49	14.69
PB(倍)	3.24	2.67	2.54	2.35
EV EBITDA(倍)	17.68	6.10	6.99	6.79
股息率(%)	2.16	4.96	3.88	4.06

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (截至 4 月 29 日收盘价)

	股票代码	2026EPE
中国神华 A	601088CH	18.19
中煤能源 A	601898CH	12.10
陕西煤业	601225CH	12.75
晋控煤业	601001CH	14.04
山西焦煤	000983CH	15.94
潞安环能	601699CH	15.35
平煤股份	601666CH	22.18
淮北矿业	600985CH	13.71
华阳股份	600348CH	16.80
山煤国际	600546CH	13.31
平均		15.44

资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A重述前	2024A重述后	2025A	2026E	2027E	2028E
动力煤长协价格	元/吨	714	701	701	680	709	709	709
5500动力煤价格	元/吨	971	861	861	702	850	850	850
NEWC 6000Kcal 价格	美元/吨	171	135	135	106	165	121	121
平均煤价	元/吨	803	672	649	518	634	552	552
平均煤化工价格	元/吨	3,358	3,233	3,180	2,833	3,155	3,216	3,301
核心运营指标(core operational indicators)								
煤炭								
生产量	t mn	132	142	172	182	193	202	202
销售量	t mn	127	136	165	171	185	193	193
平均价格	Rmb/t	803	672	649	518	634	552	552
煤炭平均成本	Rmb/t	388	365	358	331	325	318	315
自产煤平均成本	Rmb/t	349	338	336	321	311	305	302
煤化工								
生产量	t mn	8.6	8.7	9.0	9.8	9.8	10.2	10.8
销售量	t mn	7.9	7.8	8.1	8.6	8.6	9.0	9.4
平均价格	Rmb/t	3,358	3,233	3,180	2,833	3,155	3,216	3,301
平均成本	Rmb/t	2,688	2,535	2,508	2,088	2,176	2,176	2,176
电力								
生产量	kWh mn	8,403.5	8,120.5	8,120.5	7,487.6	7,487.6	7,487.6	7,487.6
销售量	kWh mn	7,107.2	6,798.4	6,798.4	6,043.5	6,043.5	6,043.5	6,043.5
平均价格	Rmb/MWh	364	373	373	382	392	402	412
平均成本	Rmb/MWh	331	324	324	308	302	296	290
分部收入(segment revenue)								
煤炭	Rmb mn	102,020	91,625	107,123	88,666	116,981	106,697	106,604
煤化工	Rmb mn	26,398	25,223	25,802	24,293	27,054	28,861	31,140
电力	Rmb mn	2,589	2,537	2,535	2,310	2,368	2,427	2,488
分部毛利率(segment Gross margin)								
煤炭	%	51.65%	45.66%	44.77%	36.17%	48.78%	42.43%	42.91%
煤化工	%	19.96%	21.60%	21.15%	26.29%	31.02%	32.32%	34.06%
电力	%	9.19%	13.13%	13.06%	19.44%	22.98%	26.37%	29.60%
毛利占比(segment Gross %)								
煤炭	%	91%	87%	88%	80%	85%	81%	79%
煤化工	%	9%	11%	10%	16%	13%	17%	18%
电力	%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
核心财务指标(core financial indicators)								
EBIT	Rmb bn	40,916	30,084	31,963	22,573	45,460	35,957	37,475
EBITDA	Rmb bn	40,915	29,978	31,845	21,584	59,289	50,625	52,985
联合营公司投资收益	Rmb bn	2,261	2,290	2,292	2,426	2,245	2,245	2,245
净利润	Rmb bn	20,144	14,425	14,863	8,381	19,311	15,016	15,835
扣非净利润	Rmb bn	18,591	13,891	13,891	7,399	17,049	13,257	13,980
EPS	Rmb/sh	2.71	1.44	1.50	0.84	1.92	1.50	1.58
EPS(扣非)	Rmb/sh	2.50	1.39	1.40	0.74	1.70	1.32	1.39
BVPS	Rmb/sh	9.8		6.4	7.1	8.7	9.1	9.9

注: EPS 为基本每股收益

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

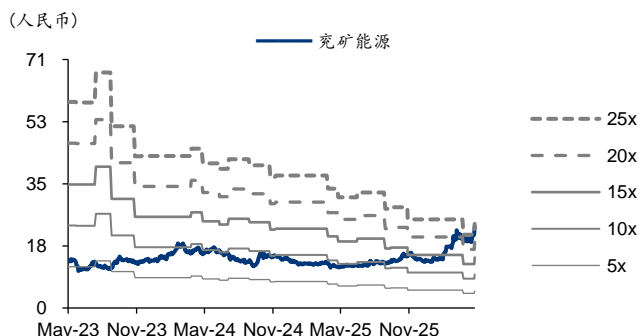
图表3: 季度经营情况总结

季度财报数据总结		1Q25A	1Q25A (重述)	4Q25A	1Q26A	1Q26E	AvsE	YoY	QoQ	2Q26E	QoQ
总收入	Rmb mn	30,312	33,967	39,975	34,589	41,500	-17%	2%	-13%	43,810	27%
营业成本	Rmb mn	20,778	23,122	28,669	25,624	26,352	-3%	11%	-11%	28,481	11%
毛利率	%	31.5%	31.9%	28.3%	25.9%	36.5%	-10.58	-6.01	-2.37	35.0%	9.07
销售及管理费用	Rmb mn	3,108	3,634	2,691	3,264	3,524	-7%	-10%	21%	3,720	14%
研发费用	Rmb mn	206	211	1,510	262	830	-68%	24%	-83%	876	234%
财务费用	Rmb mn	797	858	938	1,101	875	26%	28%	17%	924	-16%
营业利润	Rmb mn	4,580	4,960	4,796	5,740	8,612	-33%	16%	20%	8,398	46%
税前利润	Rmb mn	4,592	4,967	4,643	5,726	8,610	-33%	15%	23%	8,396	47%
所得税	Rmb mn	840	928	1,560	483	-1,962	-125%	-48%	-69%	-1,914	-497%
少数股东损益	Rmb mn	882	1,096	1,664	1,131	-2,438	-146%	3%	-32%	-2,377	-310%
归母净利润	Rmb mn	2,710	2,782	1,261	3,955	4,090	-3%	42%	214%	3,985	1%
非经常性损益	Rmb mn	-18	72	381	2,895	479	504%	3904%	660%	467	-84%
净利润(扣非)	Rmb mn	2,729	2,710	880	1,060	3,611	-71%	-61%	20%	3,518	232%
EPS	Rmb/sh	0.27	0.28	0.13	0.39	0.41	-3%	42%	214%	0.40	1%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.27	0.27	0.09	0.11	0.36	-71%	-61%	20%	0.35	232%
核心运营指标											
煤炭											
生产量	t mn	36.8	44.3	46.5	41.6	48.2	-14%	-6%	-11%	48.2	16%
销售量	t mn	31.4	38.3	44.8	39.5	46.2	-14%	3%	-12%	46.2	17%
平均价格	Rmb/t	551	534	548	524	587	-11%	-2%	-4%	618	18%
煤炭平均成本	Rmb/t	362	350	364	375	325	16%	7%	3%	375	0%
煤化工											
生产量	t mn	2.4	2.5	2.4	2.6	2.4	7%	4%	7%	2.5	-4%
销售量	t mn	2.0	2.2	2.1	2.2	2.1	4%	1%	4%	2.1	-4%
平均价格	Rmb/t	3,122	2,939	3,277	2,784	3,000	-7%	-5%	-15%	3,500	26%
平均成本	Rmb/t	2,398	2,262	1,995	2,065	2,050	1%	-9%	4%	2,300	11%
电力											
生产量	kWh mn	1,792.7	1,792.7	1,772.7	1,749.5	1,899.7	-8%	-2%	-1%	1,864.1	7%
销售量	kWh mn	1,434.7	1,434.7	1,409.9	1,418.0	1,510.9	-6%	-1%	1%	1,510.9	7%
平均价格	Rmb/MWh	372	372	380	345	392	-12%	-7%	-9%	392	14%
平均成本	Rmb/MWh	336	336	331	293	302	-3%	-13%	-12%	302	3%
分部收入											
煤炭	Rmb mn	17,322	20,481	24,556	20,697	27,077	-24%	1%	-16%	28,522	38%
煤化工	Rmb mn	6,300	6,465	6,996	6,209	6,431	-3%	-4%	-11%	7,502	21%
电力	Rmb mn	533	533	536	489	592	-17%	-8%	-9%	592	21%
分部毛利率											
煤炭	%	34%	34%	34%	28%	45%	-16.30	-6.17	-5.24	39%	10.9
煤化工	%	23%	23%	39%	26%	32%	-5.83	2.80	-13.29	34%	8.5
电力	%	10%	10%	13%	15%	23%	-7.85	5.56	2.26	23%	7.8
毛利占比											
煤炭	%	80%	82%	75%	78%	85%	-7.02	-4.36	3.14	81%	2.8
煤化工	%	20%	17%	25%	21%	14%	7.00	3.97	-3.50	19%	-2.8
电力	%	1%	1%	1%	1%	1%	0.03	0.39	0.36	1%	-0.0

注: EPS 为基本每股收益

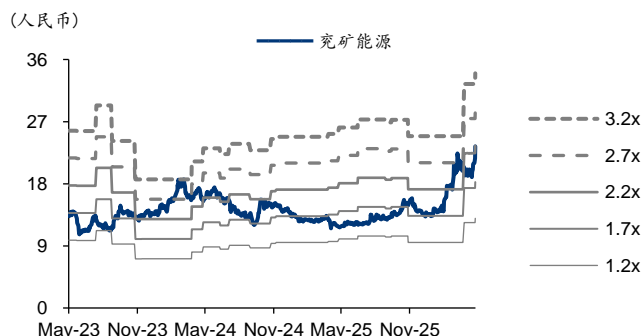
资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

图表4: 兖矿能源 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 兖矿能源 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
流动资产	102,289	125,505	146,134	156,798	167,558
现金	41,079	37,428	52,407	69,607	73,441
应收账款	9,576	8,612	13,483	7,556	13,765
其他应收账款	3,997	23,016	23,016	23,016	23,016
预付账款	4,786	7,319	7,319	7,319	7,319
存货	7,869	7,565	8,477	7,918	8,536
其他流动资产	34,984	41,565	41,432	41,382	41,481
非流动资产	309,614	327,439	333,409	338,740	343,229
长期投资	25,660	26,883	26,883	26,883	26,883
固定投资	132,663	142,120	150,336	157,915	164,652
无形资产	86,428	103,244	101,244	99,243	97,241
其他非流动资产	64,864	55,192	54,945	54,699	54,453
资产总计	411,903	452,944	479,543	495,539	510,787
流动负债	134,728	148,937	148,329	150,831	148,647
短期借款	8,893	20,958	20,958	20,958	20,958
应付账款	26,230	29,564	28,430	30,842	28,645
其他流动负债	99,605	98,415	98,941	99,031	99,044
非流动负债	127,554	132,911	132,911	132,911	132,911
长期借款	63,659	57,100	57,100	57,100	57,100
其他非流动负债	63,895	75,811	75,811	75,811	75,811
负债合计	262,282	281,847	281,240	283,742	281,558
少数股东权益	61,749	70,617	82,435	91,625	101,316
股本	10,040	10,037	10,037	10,037	10,037
资本公积	7,627	16,307	16,307	16,307	16,307
留存公积	51,560	48,854	64,241	68,545	76,287
归属母公司股东权益	64,605	71,714	87,101	91,405	99,147
负债和股东权益	411,903	452,944	479,543	495,539	510,787

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	22,342	19,485	41,274	50,020	33,830
净利润	22,066	14,226	32,225	25,058	26,425
折旧摊销	16,727	16,519	13,830	14,669	15,511
财务费用	3,137	4,148	3,722	3,502	3,249
投资损失	(2,505)	(2,245)	(2,245)	(2,245)	(2,245)
营运资金变动	(15,796)	(13,230)	(6,257)	9,037	(9,110)
其他经营现金	(1,287)	67.84	0.01	0.00	0.01
投资活动现金	(9,726)	(16,951)	(17,555)	(17,755)	(17,755)
资本支出	(17,077)	(18,521)	(12,601)	(23,579)	(23,366)
长期投资	5,408	1,287	2,245	2,245	2,245
其他投资现金	1,943	282.47	(7,199)	3,579	3,366
筹资活动现金	(12,386)	(7,662)	(8,741)	(15,066)	(12,241)
短期借款	(8,600)	(10,352)	0.00	0.00	0.00
长期借款	11,820	12,262	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2,600	(2.38)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,985	8,680	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(26,191)	(18,249)	(8,741)	(15,066)	(12,241)
现金净增加额	142.86	(4,809)	14,979	17,200	3,834

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	156,672	144,933	176,065	167,647	169,895
营业成本	100,361	102,409	106,447	108,794	109,187
营业税金及附加	7,483	7,095	7,923	7,544	7,645
营业费用	4,919	2,886	3,506	3,338	3,383
管理费用	10,499	9,829	11,444	10,897	11,043
财务费用	3,137	4,148	3,722	3,502	3,249
资产减值损失	(131.00)	(73.00)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(57.00)	(4.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,505	2,245	2,245	2,245	2,245
营业利润	28,430	18,435	41,747	32,464	34,235
营业外收入	1,008	469.00	469.00	469.00	469.00
营业外支出	611.00	478.00	478.00	478.00	478.00
利润总额	28,827	18,425	41,738	32,454	34,225
所得税	6,761	4,199	9,513	7,397	7,800
净利润	22,066	14,226	32,225	25,058	26,425
少数股东损益	6,571	5,217	11,818	9,190	9,691
归属母公司净利润	14,863	8,381	19,311	15,016	15,835
EBITDA	31,845	21,584	59,289	50,625	52,985
EPS (人民币, 基本)	1.49	0.84	1.92	1.50	1.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	4.43	(7.49)	21.48	(4.78)	1.34
营业利润	(23.09)	(35.16)	126.46	(22.24)	5.46
归属母公司净利润	(26.20)	(43.61)	130.41	(22.24)	5.45
获利能力 (%)					
毛利率	35.94	29.34	39.54	35.11	35.73
净利率	14.08	9.82	18.30	14.95	15.55
ROE	21.65	12.30	24.32	16.82	16.62
ROIC	10.88	6.55	12.65	10.49	10.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.68	62.23	58.65	57.26	55.12
净负债比率 (%)	77.35	90.35	62.00	49.93	44.46
流动比率	0.76	0.84	0.99	1.04	1.13
速动比率	0.44	0.49	0.62	0.69	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.34	0.38	0.34	0.34
应收账款周转率	18.97	15.94	15.94	15.94	15.94
应付账款周转率	4.38	3.67	3.67	3.67	3.67
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	0.83	1.92	1.50	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	1.94	4.11	4.98	3.37
每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.14	8.68	9.11	9.88
估值比率					
PE (倍)	15.65	27.75	12.04	15.49	14.69
PB (倍)	3.60	3.24	2.67	2.54	2.35
EV EBITDA (倍)	10.48	17.68	6.10	6.99	6.79

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。
- 兖矿能源（1171 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。
- 兖矿能源（600188 CH）、兖矿能源（1171 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之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 兖矿能源（600188 CH）、兖矿能源（1171 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之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 兖矿能源（600188 CH）、兖矿能源（1171 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 兖矿能源（1171 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