仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

煤价上涨对冲产量与成本扰动

华泰研究 季报点评

2026 年 10 月 25 日 | 中国内地/中国香港 煤炭

中煤能源 2026 年前三季度实现营业收入 1,156.36 亿元，同比增长 4.56%；归母净利润 127.49 亿元，同比增长 2.13%。其中，三季度营收 425.00 亿元，同比增长 17.57%，归母净利润 45.99 亿元，同比下降 3.82%，不及我们此前预期的 53.63 亿元。受安监趋严、部分矿井地质条件复杂及周边矿井事故影响，1-9 月商品煤产量同比下降 8.1%。展望后续，安监约束表外供给、矿井复产难复量，叠加天然气价格高位带动亚洲买家气转煤及印尼供给扰动，煤价有望获得支撑；同时煤化工产品价格与油价相关，油煤比价扩大有望改善板块盈利。维持“买入”评级。

Q3 生产仍维持低位，煤价上涨对冲产量与成本扰动

2026 年前三季度，公司煤炭业务实现营业收入 930.50 亿元，同比增长 4.2%；毛利 246.16 亿元，同比增长 9.3%，毛利率同比提升 1.25pct 至 26.5%。同期商品煤产量 9338 万吨，同比下降 8.1%；自产商品煤销量 9,359 万吨，同比下降 7.7%，销售均价同比上涨 17.5%至 557 元/吨，带动自产煤收入同比增加 39.80 亿元至 521.07 亿元。自产煤单位销售成本同比上涨 15.9%至 298.66 元/吨，主要受产销量下降推高吨煤人工、材料及折旧摊销成本，以及承担运输及港杂费用的销量占比提高影响。售价上涨覆盖成本增量，自产煤毛利率升至 46.4%，高于 2026 年上半年的 45.5%和 25 年同期的 45.6%。Q3 商品煤产量 3143 万吨，同比下降 8.2%，带动 Q3 单位销售成本达 299 元/吨，同比上涨 21.2%；Q3 煤价涨势进一步显现，自产煤销售均价 573 元/吨，同比上涨 18.9%，带动吨煤毛利同比增加 39 元。

煤化工盈利边际改善，在建项目打开长期成长空间

2026 前三季度公司聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵销售均价分别为 7,258/1,823/1,963/1,959 元/吨，同比+10.9%/+3.1%/+11.7%/-0.7%，主要产品价格持续改善。成本端，受本期修理费用下降影响，聚烯烃单位销售成本同比下降 410 元/吨至 5,865 元/吨、降幅 6.5%，盈利能力明显改善。煤化工产品与原油价格联动性较强，在油价高位波动背景下，煤化工板块有望维持高毛利；中长期看，榆林煤炭深加工基地 90 万吨/年聚烯烃项目预计 2026 年底投产，将进一步扩大公司高附加值煤化工产能。

盈利预测与估值

由于公司 1-9 月产量不及预期，我们将公司 26 年产量从 1.31 亿吨下调为 1.28 亿吨，降幅 2.2%；考虑 Q3 公司自产煤均价同比+18.9%，我们将自产煤综合售价由 525 元/吨上调 10.5%至 580 元/吨；考虑 1-9 月公司买断贸易煤/进出口及国内代理煤销量同比-20.2%/+1698.1%，我们将贸易煤/代理煤销量由 10914/1030 万吨调整至 10000/2541 万吨，1-9 月均价仅 10 元/吨的代理煤销量占比提升带动公司商品煤综合售价由此前的 537 元/吨下调 1.1%至 531 元/吨；考虑 Q3 吨煤成本同比上涨 21.2%，我们将公司自产煤单位成本从 266 元/吨上调 10.5%至 294 元/吨。我们调整公司 26-28 年归母净利润至 187.44/218.59/220.42 亿元（前值 188.75/215.54/223.31 亿元，对应变动-1%/+1%/-1%），对应 EPS 为 1.41/1.65/1.66 元，同比+5%/+17%/+1%。我们使用 DDM 估值法，维持分红比例假设；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，我们维持永续增长率假设 1%，由于市场风险溢价提升，我们上调 WACC 假设为 5.6%（前值 5.5%），对应 A 股目标价 16.76 元（前值 17.48 元），参考近 3 个月 A/H 溢价均值 54%（前值 47%）与人民币兑港币汇率均值 0.862（前值 0.868），给予 H 股目标价 12.62 港币（前值 13.68 港币）。维持“买入”评级。

风险提示：煤价涨幅不及预期；成本上涨超预期；煤化工产品售价不及预期。

	601898 CH	1898 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：16.76	港币：12.62

刘俊 研究员
SAC No. S0570523110003 karlliu@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

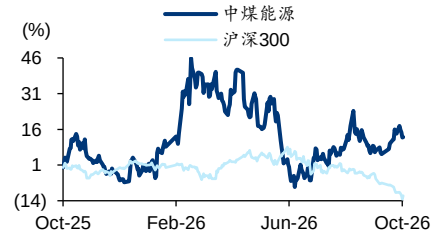
李科毅 联系人
SAC No. S0570125030018 likeyi@htsc.com
SFC No. BXP328 +(86) 10 6321 1166

裴濛洁* 联系人
SAC No. S0570126070162 peimengjie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	601898 CH	1898 HK
收盘价 (截至 10 月 23 日)	14.56	9.46
市值 (百万)	193,046	125,361
6 个月平均日成交额 (百万)	713.36	206.35
52 周价格范围	12.18-19.36	9.31-15.24

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	160,205	166,979	169,156
+/-%	(21.83)	8.21	4.23	1.30
归属母公司净利润 (百万)	17,884	18,744	21,859	22,042
+/-%	(7.45)	4.81	16.62	0.84
EPS (最新摊薄)	1.35	1.41	1.65	1.66
ROE (%)	11.46	11.13	11.88	11.15
PE (倍)	10.79	10.30	8.83	8.76
PB (倍)	1.21	1.09	1.01	0.94
EV EBITDA (倍)	4.94	4.45	3.77	3.62
股息率 (%)	1.14	3.79	4.64	5.02

资料来源：公司公告、华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

图表1：公司 DDM 估值模型

参数	
税率	23%
债务比例	42%
beta	0.70
无风险利率	1.63%
风险溢价	5.63%
Re	5.58%
Rd	4.00%
WACC	4.52%
永续增长率	1.00%

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
归母净利润	18,744	21,859	22,042	22,460	22,476	22,558	22,659	22,705	22,758	22,631
分红比例	39%	41%	44%	47%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
分红	7,310	8,962	9,698	10,556	11,238	11,279	11,330	11,352	11,379	11,316
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）	0.55	0.68	0.73	0.80	0.85	0.85	0.85	0.86	0.86	0.85

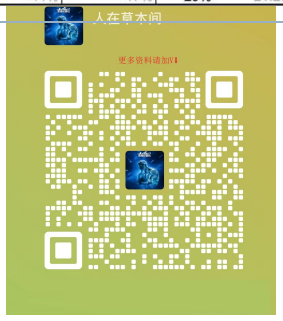
分红折现值	5.81
terminal value	18.83
终值折现值（元）	10.94
A股股价（元）	16.76
A-H溢价	54%
港币汇率	0.862
H share	12.62

资料来源：Bloomberg、iFind，华泰研究预测

图表2：单季度拆分

季度财报数据总结		1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	3Q26E	A-YoY	A-QoQ	预测差异	4Q26E	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	38,947	42,500	42,434	18%	9%	0%	44,569	19%	5%
营业成本	Rmb mn	33,115	35,675	36,266	37,223	28,929	27,181	25,783	25,465	25,467	27,981	30,642	30,718	19%	10%	0%	31,231	23%	2%
毛利率	%	27.10%	25.00%	23.50%	24.00%	24.60%	24.60%	28.70%	32.00%	25.51%	28.16%	27.90%	27.60%	-3%	-1%	1%	29.93%	-2.07	2.03
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	1,459	1,290	1,735	1,972	14%	35%	-12%	1,691	-23%	-3%
研发费用	Rmb mn	121	161	160	359	101	213	159	413	147	146	208	326	31%	42%	-36%	187.88	-55%	-10%
财务费用	Rmb mn	653	622	605	509	528	506	483	486	430	459	675	584	40%	47%	16%	496.89	2%	-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	7,252	7,407	7,555	6%	2%	-2%	9,280	21%	25%
所得税	Rmb mn	-2,056	-1,863	-1,589	-1,117	-1,337	-1,183	-1,185	-1,045	-1,178	-1,697	-1,663	-1,069	40%	-2%	56%	-2,136	104%	28%
少数股东损益	Rmb mn	-1,658	-1,355	-1,391	-1,227	-908	-807	-1,004	-1,237	-619	-817	-1118	-1,370	11%	37%	-18%	-1,340	8%	20%
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	4,305	4,599	5,363	-4%	7%	-14%	5,996	11%	30%
非经常性损益	Rmb mn	-77	-54	-57	-32	-36	-16	-44	-71	3	391	-9	197	-80%	-102%	-104%	-9	-88%	0%
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	4,696	4,590	5,560	-3%	-2%	-17%	5,987	12%	30%
EPS	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.36	0.3	0.28	0.36	0.41	0.29	0.32	0.34	0.4	-5%	7%	-15%	0.45	9%	30%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.37	0.36	0.36	0.35	0.3	0.28	0.36	0.4	0.29	0.35	0.34	0.42	-5%	-2%	-19%	0.45	12%	30%
核心运营指标		**1Q24A**	**2Q24A**	**3Q24A**	**4Q24A**	**1Q25A**	**2Q25A**	**3Q25A**	**4Q25A**	**1Q26A**	**2Q26A**	**3Q26A**	**3Q26E**	**YoY**	**QoQ**		**3Q26A**	**YoY**	**YoY**
煤炭																			
生产量	t mn	32.7	33.8	35.8	35.3	33.4	34	34.2	33.5	30	32	31	34.5	-8%	-1%	-9%	35	4%	10%
销售量	t mn	63.9	69.7	72	79.3	64.1	64.5	61.7	65.4	56.0	63.7	63.0	65.4	2%	-1%	-4%	70.8	8%	12%
平均价格	Rmb/t	587	574	561	532	487	450	470	467	471	492	561	587	19%	14%	-4%	586	26%	4%
自产煤平均成本	Rmb/t	291	295	274	269	270	256	247	234	279	292	299	249	21%	2%	20%	283	21%	-5%
煤化工																			
生产量	t mn	1.3	1.4	1	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.6	1.6	1.5	15%	1%	7%	1.6	15%	0%
销售量	t mn	1.3	1.5	1	1.4	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.4	15%	-2%	15%	1.6	2%	1%
平均价格	Rmb/t	3,593	3,537	3,973	3,392	3,149	3,019	2,917	3,293	2,899	3,538	3,340	3,166	14%	-6%	5%	3,529	7%	6%
平均成本	Rmb/t	2,990	2,753	3,620	3,392	2,568	2,684	2,430	3,027	2,445	2,585	2,567	2,264	6%	-1%	13%	2,499	-17%	-3%
分部收入																			
煤炭	Rmb mn	375	403	401	429	313	293	288	311	263.9	315.6	351.5	382	22%	11%	-8%	415.62	34%	18%
煤化工	Rmb mn	47	52	42	48	47	42	41	53	46	58	54	45	31%	-8%	20%	58	9%	7%
分部毛利率																			
煤炭	%	22%	28%	23%	24%	14%	34%	28%	32%	25%	27%	27%	26%	-2%	3%	5%	29%	-3.35	1.29
煤化工	%	17%	22%	9%	0%	18%	11%	17%	8%	16%	27%	23%	28%	36%	-14%	-17%	29%	21.20	6.06

资料来源：公司公告、iFind，华泰研究预测



仅供内部参考，请勿外传！

图表3：年度预测

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025A	2026E（调整后）	2027E	2028E	2026E（调整前）	变动
动力煤长协价格	Driver 1	元/吨	714	701	680	700	710	700	709	-1%
5500动力煤价格	Driver 2	元/吨	965	861	697	850	870	850	850	0%
平均煤价	Segment1	元/吨	569	562	469	531	543	533	537	-1%
平均煤化工价格	Segment2	元/吨	3,544	3,606	3,078	3,465	3,305	3,568	3,197	8%
核心运营指标(core operational indicators)										
煤炭	Coal									
生产量	Production	t mn	134	138	135	128	138	141	131	-2%
平均价格	Avg. Price	Rmb/t	569	562	469	531	543	533	537	-1%
自产煤平均成本	Avg. Cost	Rmb/t	307	282	252	294	276	273	266	11%
煤化工	Coal chemicals									
生产量	Production	t mn	6	5.7	6.1	6.2	6.3	6.8	6.1	2%
销售量	Sales	t mn	6.1	5.8	6.5	6.5	6.3	6.8	6.1	6%
平均价格	Avg. Price	Rmb/t	3,544	3,606	3,078	3,465	3,305	3,568	3,197	8%
平均成本	Avg. Cost	Rmb/t	2,954	2,979	2,460	2,524	2,551	2,787	2,398	5%
分部收入(segment revenue)										
煤炭	Coal	Rmb mn	162,681	160,712	120,397	134,612	142,840	141,870	134,399	0%
煤化工	Coal Chemistry	Rmb mn	21,394	20,518	18,658	21,572	20,753	24,131	19,378	11%
其他	Other	Rmb mn	22,856	21,002	19,018	18,834	18,834	18,834	19,018	-1%
分部毛利率(segment Gross margin)										
煤炭	Coal	Rmb mn	24.92%	24.66%	27.04%	27.13%	30.10%	30.22%	26.03%	1.10
煤化工	Coal Chemistry	Rmb mn	15.40%	15.17%	14.42%	24.18%	22.81%	21.89%	24.99%	-0.81
毛利占比(segment Gross %)										
煤炭	Coal	%	84	84	80	81	85	84	81	0.37
煤化工	Coal Chemistry	%	7	7	7	12	9	10	11	0.62
核心财务指标(core financial indicators)										
EBIT	EBIT	Rmb mn	36,619	36,009	33,983	31,372	35,869	36,073		
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	47,175	44,315	39,371	40,939	46,218	47,350		
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	2,992	2,556	2,206	2,206	2,206	2,206		
净利润	Net Profit	Rmb mn	25,749	24,954	21,839	22,638	26,399	26,621		
归母净利润	Net Profit Attributable to Parent		19,534	19,323	17,884	18,744	21,859	22,042		
扣非净利润	Net Profit-recurring	Rmb mn	19,364	19,102	17,717	18,365	21,417	21,596		
EPS	EPS	Rmb/sh	1.47	1.46	1.35	1.41	1.65	1.66		
EPS(扣非)	EPS- recurring	Rmb/sh	1.48	1.45	1.35	1.41	1.65	1.66		
每股净资产	BPS	Rmb/sh	10.9	11.5	12.1	13.3	14.4	15.4		
应收账款周转天数	A/R days	days	14.32	14.75	19.03	18.25	19.95	19.95		
应付账款周转天数	A/P days	days	58.77	60.08	77.09	76.04	79.35	79.35		
存货周转天数	Inv days	days	22.51	20.85	24.71	24.33	26.07	26.07		
经营净现金流	Operating cash flow	Rmb mn	44,370	42,566	32,294	36,551	37,717	36,373		
资本支出	Capex	Rmb mn	7,647	11,265	7,622	13,866	14,602	16,341		
自由现金流	FCF	Rmb mn	28,170	17,101	29,159	13,111	23,789	25,156		
净负债	Net debt	Rmb mn	-49,173	-44,007	-51,143	-52,507	-67,198	-77,668		
净负债率	Net Gearing	%	-14%	-12%	-14%	-14%	-16%	-18%		

资料来源：公司公告、iFind，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

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	113,066	114,845	120,260	135,097	146,116
现金	84,353	88,717	90,081	104,772	115,242
应收账款	8,402	7,251	8,769	9,480	9,007
其他应收账款	2,201	2,162	2,550	2,397	2,615
预付账款	2,314	2,300	2,691	2,527	2,759
存货	7,743	6,995	8,381	8,272	8,632
其他流动资产	8,052	7,419	7,788	7,648	7,861
非流动资产	244,899	255,410	263,987	272,245	281,470
长期投资	31,811	34,515	38,640	42,479	46,462
固定投资	121,976	122,746	125,987	129,450	133,135
无形资产	54,654	52,785	52,107	51,067	50,626
其他非流动资产	36,458	45,363	47,253	49,250	51,247
资产总计	357,965	370,254	384,248	407,342	427,585
流动负债	102,176	107,442	100,998	105,004	107,588
短期借款	1,062	1,046	1,046	1,046	1,046
应付账款	23,600	22,378	25,672	25,012	26,435
其他流动负债	77,513	84,018	74,280	78,946	80,108
非流动负债	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
负债合计	165,718	169,638	163,195	167,200	169,785
少数股东权益	40,335	40,483	44,376	48,917	53,496
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	118,788	134,364	149,271
归属母公司股东权益	151,911	160,133	176,676	191,225	204,305
负债和股东权益	357,965	370,254	384,248	407,342	427,585

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	34,140	29,792	36,551	37,717	36,373
净利润	24,954	21,839	22,638	26,399	26,621
折旧摊销	10,332	10,829	9,567	10,349	11,277
财务费用	2,388	2,003	2,061	1,687	1,604
投资损失	(2,564)	(2,219)	(2,219)	(2,219)	(2,219)
营运资金变动	2,059	3,345	4,435	1,429	(983.96)
其他经营现金	(3,029)	(6,005)	68.41	71.75	72.83
投资活动现金	(12,049)	(30,925)	(15,915)	(16,377)	(18,272)
资本支出	(18,070)	(21,787)	(13,866)	(14,602)	(16,341)
长期投资	(0.72)	(200.00)	(4,125)	(3,839)	(3,983)
其他投资现金	6,023	(8,938)	2,076	2,064	2,052
筹资活动现金	(23,876)	(4,046)	(19,272)	(6,649)	(7,631)
短期借款	939.86	(16.86)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(2,023)	(2,772)	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	318.27	(127.45)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(23,111)	(1,130)	(19,272)	(6,649)	(7,631)
现金净增加额	(1,759)	(5,184)	1,364	14,691	10,470

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	189,399	148,057	160,205	166,979	169,156
营业成本	142,279	107,357	115,321	116,574	118,328
营业税金及附加	8,115	7,218	8,459	8,816	8,931
营业费用	1,078	1,060	865.11	901.68	913.44
管理费用	5,512	5,303	5,287	6,178	6,259
财务费用	2,388	2,003	2,061	1,687	1,604
资产减值损失	(464.08)	(124.48)	(134.69)	(140.39)	(142.22)
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
营业利润	31,485	26,582	29,634	34,204	34,491
营业外收入	205.45	177.80	177.80	177.80	177.80
营业外支出	111.27	171.02	500.00	200.00	200.00
利润总额	31,580	26,589	29,312	34,182	34,468
所得税	6,626	4,750	6,674	7,782	7,848
净利润	24,954	21,839	22,638	26,399	26,621
少数股东损益	5,631	3,956	3,894	4,541	4,579
归属母公司净利润	19,323	17,884	18,744	21,859	22,042
EBITDA	44,315	39,371	40,939	46,218	47,350
EPS (人民币，基本)	1.46	1.35	1.41	1.65	1.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(1.85)	(21.83)	8.21	4.23	1.30
营业利润	(4.88)	(15.57)	11.48	15.42	0.84
归属母公司净利润	(1.08)	(7.45)	4.81	16.62	0.84
获利能力 (%)					
毛利率	24.88	27.49	28.02	30.19	30.05
净利率	13.18	14.75	14.13	15.81	15.74
ROE	13.05	11.46	11.13	11.88	11.15
ROIC	12.09	10.25	10.21	11.24	10.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.29	45.82	42.47	41.05	39.71
净负债比率 (%)	(7.89)	(6.16)	(13.00)	(17.11)	(18.86)
流动比率	1.11	1.07	1.19	1.29	1.36
速动比率	0.98	0.95	1.04	1.15	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.41	0.42	0.42	0.41
应收账款周转率	24.41	18.92	20.00	18.30	18.30
应付账款周转率	5.99	4.67	4.80	4.60	4.60
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.35	1.41	1.65	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	2.57	2.25	2.76	2.84	2.74
每股净资产(最新摊薄)	11.46	12.08	13.33	14.42	15.41
估值比率					
PE (倍)	9.99	10.79	10.30	8.83	8.76
PB (倍)	1.27	1.21	1.09	1.01	0.94
EV EBITDA (倍)	4.33	4.94	4.45	3.77	3.62

资料来源：公司公告、华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、王嵩，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。

仅供内部参考，请勿外传！

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

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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

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

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

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