仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

煤炭供需双弱使 Q3 盈利承压

华泰研究 季报点评

2026 年 10 月 28 日 | 中国内地 铁路运输

大秦铁路发布 2026 年三季报：Q1-Q3 营收 582 亿元（yoy+2.1%），归母净利 58.2 亿元（yoy-6.4%）；其中 Q3 营收 186 亿元（yoy-5.7%），归母净利 15.7 亿元（yoy-25.6%），低于我们预期（18.5 亿元）。Q3 大秦线运量同比下降 3.4%，叠加开展物流总包业务以及拓展白货的优惠让利，量价两端或同时承压。同时，成本端人工与折旧费用较为刚性，经营杠杆负向放大。近期市场风格再平衡，红利股关注度明显提升。公司近期基本面处于底部，但考虑明年山西煤矿复产带来的煤源修复，仍维持“买入”评级。

煤炭供需双弱，大秦线运量下滑

需求端，火电增速转负，港口高库存压制铁路拉运。厄尔尼诺带来丰沛降水，7/8/9 月火电发电量同比下降 3.5%/4.3%/1.4%。厄尔尼诺高温预期推动市场提前采购，煤炭库存于 6 月初升至高位，7 月起下游以消化库存为主，铁路拉运需求随之走弱。供给端，5 月山西沁源矿难后安监力度加强，7/8/9 月山西煤炭产量同比下降 35.8%/30.9%/31.3%。事故初期下游需求仍强，蒙煤借道大秦线部分增补晋煤减量，6 月大秦线运量维持满载；但进入 7-9 月需求低谷后增补效应消退，大秦线运量同比下降 3.4%，其中 7/8/9 月分别下降 0.8%/4.3%/5.1%。因发运量下滑，公司 Q3 营收同比下降 5.7%。

成本偏刚性，负向放大经营杠杆

Q3 营业成本降幅（yoy-0.6%）小于收入降幅（-5.7%），引起毛利润同比下降 41.8%。以 1H26 为例，人员费用、折旧约占成本 30%、8%，偏刚性；货运服务费、货车使用费合计占 31%，虽随运量变动，但清算单价存在刚性。公司积极开展物流总包服务，两端物流辅助支出或延续增长趋势。1H26 两端物流辅助支出同比增加 13 亿元至 22 亿元，占成本 6%。公司拓展白货运输，优惠引流也可能拖累 Q3 毛利润。此外，在总需求偏弱背景下，8 月中旬，呼铁局下浮至曹妃甸西的铁路运费，区域性价格竞争重新升温，或压制公司运价。综上，Q1/Q2/Q3 大秦线运量同比+4.5%/+11.4%/-3.4%，公司毛利润同比-7.0%/+4.7%/-41.8%。

关注冬储、山西复产与印尼煤出口力度

大秦线秋季集中修已于 10 月 24 日完工，10 月 25-26 日运量恢复至满载水平。当前北方港口煤炭库存已去化至历史中枢，冬季补库需求或推动 11 月运量环比大幅改善。但厄尔尼诺影响下冬春大概率偏暖，若下游用煤需求持续偏弱，12 月至次年 1 月运量可能再度回落。展望 2027 年，印尼煤炭出口缩量程度与山西煤矿复产节奏为重要变量。印尼煤炭出口新政（出口由指定国企专营，9 月 1 日正式实施）有望限制超产、推动出口量向 RKAB 配额靠拢。山西煤矿复产将修复晋煤货源，但需观察复产节奏与安监力度。

盈利预测与估值

考虑煤炭运输需求弱于预期、铁路间价格竞争压制费率，我们下调公司 2026-2028 年归母净利 16.2%/5.8%/9.5%至 53/64/66 亿元。我们假设 2026-2028 年大秦线运量达到 3.98/4.08/4.10 亿吨、公司综合吨公里收入率同比上涨 0%/3%/1%。我们以 0.69x PB 作为目标估值（20Q3-26Q3 均值减 1 倍标准差），前值为 0.75x PB（2020-2025 年均值减 1 倍标准差）；下调主要反映盈利弹性释放时点延后。基于 2026E BPS 8.37 元，得出目标价 5.78 元（前次 6.32 元）。

风险提示：煤炭需求偏弱，朔黄/浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量，运费下调，人工成本上涨，开拓物流总包与非煤运输不及预期。

投资评级(维持)：	买入
目标价(人民币)：	5.78

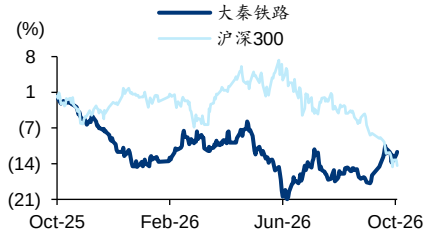
沈晓峰 研究员
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 +(86) 21 2897 2088

林霞颖 研究员
SAC No. S0570518090003 linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840 +(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 27 日)	4.93
市值 (人民币百万)	97,924
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	593.12
52 周价格范围 (人民币)	4.60-5.79

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

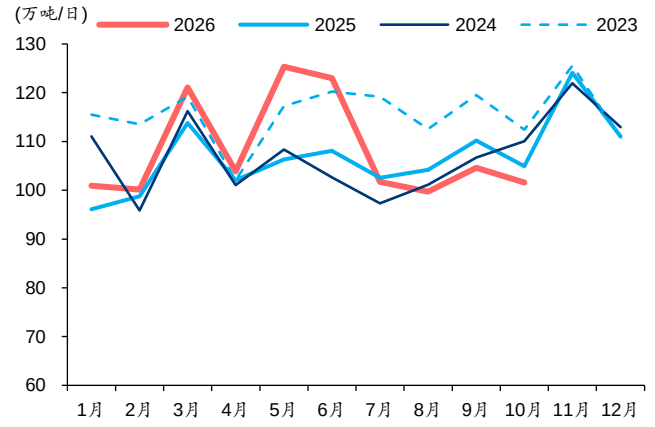
会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	77,645	81,616	85,254	86,696
+/-%	4.04	5.11	4.46	1.69
归属母公司净利润 (百万)	5,900	5,294	6,401	6,619
+/-%	(34.73)	(10.27)	20.91	3.40
EPS (最新摊薄)	0.30	0.27	0.32	0.33
ROE (%)	3.59	3.18	3.78	3.85
PE (倍)	16.60	18.50	15.30	14.79
PB (倍)	0.60	0.59	0.58	0.57
EV EBITDA (倍)	6.59	7.03	6.31	6.29
股息率 (%)	4.52	3.51	4.25	4.39

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

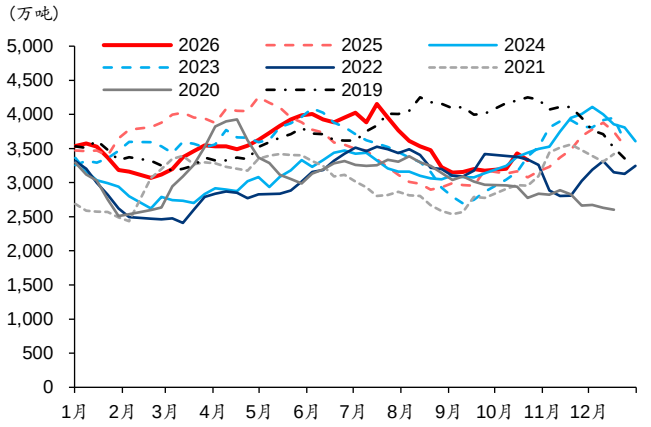
图表1：大秦线日均货运量



注：2026 年 10 月为 1-26 日的日均值

资料来源：Wind，华泰研究

图表2：CCTD 主流北方港口煤炭库存



资料来源：iFind，华泰研究

图表3：季度财报数据总结

		1Q25 YoY	2Q25 YoY	3Q25 YoY	4Q25 YoY	1Q26	2Q26	3Q26	1Q26 YoY	2Q26 YoY	3Q26 YoY
总收入	Rmb mn	-2.6%	6.3%	6.3%	6.0%	18,570	21,027	18,638	4.3%	7.9%	-5.7%
营业成本	Rmb mn	3.6%	17.9%	12.8%	14.0%	15,873	18,602	17,216	6.5%	8.3%	-0.7%
毛利率	%	-4.9pp	-8.7pp	-5.1pp	-7.3pp	14.5%	11.5%	7.6%	-1.8pp	-0.3%	-4.7%
销售及管理费用	Rmb mn	4.5%	26.9%	19.6%	162.4%	307	(61)	148	64.4%	-131.5%	-25.4%
财务费用	Rmb mn	172.1%	-131.3%	-86.4%	-36.6%	(11)	(26)	(29)	-93.1%	-38.6%	-282.7%
营业利润	Rmb mn	-19.4%	-34.0%	-19.5%	-160.5%	3,208	3,192	2,084	-10.9%	16.2%	-29.8%
税前利润	Rmb mn	-19.9%	-34.3%	-19.3%	-165.2%	3,193	3,175	2,068	-10.8%	16.5%	-30.0%
所得税	Rmb mn	-31.4%	-13.1%	3.6%	-300.6%	608	989	320	-16.9%	11.5%	-53.9%
少数股东损益	Rmb mn	-22.6%	-4.4%	-40.1%	-28.6%	200	315	178	-27.4%	7.0%	18.6%
归母净利润	Rmb mn	-15.6%	-45.2%	-23.0%	-174.3%	2,384	1,871	1,569	-7.3%	21.2%	-25.6%
EPS	Rmb/sh	-15.6%	-45.2%	-23.0%	-174.3%	0.12	0.09	0.08	-7.3%	21.2%	-25.6%
EPS(扣非)	Rmb/sh	-15.6%	-45.2%	-23.0%	-174.3%	0.12	0.09	0.08	-7.3%	21.2%	-25.6%

资料来源：Wind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

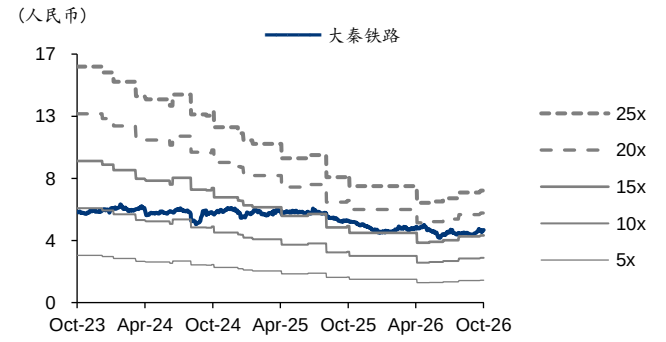
仅供内部参考，请勿外传

图表4：核心假设和财务预测

驱动概览		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
全国原煤产量同比	%	1%	1%	1%	1%	1%
进口煤数量同比	%	14%	-10%	-8%	0%	0%
大秦线运量同比	%	-7%	-6%	2%	3%	0%
综合吨公里收入率同比	%	-7%	-6%	0%	1%	1%
分部收入						
货运	Rmb mn	53,441	54,322	57,328	60,461	61,385
客运	Rmb mn	10,010	10,431	11,120	11,398	11,683
其他	Rmb mn	11,177	12,892	13,168	13,395	13,628
核心财务指标						
EBIT	Rmb mn	13,273	8,209	7,518	9,241	9,489
EBITDA	Rmb mn	19,017	14,061	13,579	15,508	15,937
联合营公司投资收益	Rmb mn	2,778	2,738	2,993	3,020	3,053
归母净利润	Rmb mn	9,039	5,900	5,294	6,401	6,619
扣非净利润	Rmb mn	9,036	5,861	5,294	6,401	6,619
EPS	Rmb/sh	0.48	0.29	0.27	0.32	0.33
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.48	0.29	0.27	0.32	0.33
BVPS	Rmb/sh	8.24	8.15	8.37	8.52	8.65
应收账款周转天数	days	23.9	21.0	18.9	19.0	19.3
应付账款周转天数	days	29.3	26.1	25.6	26.1	26.2
存货周转天数	days	10.4	8.7	8.4	8.6	8.6
经营净现金流	Rmb mn	9,317	4,987	9,019	10,417	11,159
资本支出	Rmb mn	(4,532)	(27,181)	(7,067)	(7,069)	(7,068)
自由现金流	Rmb mn	4,784	(22,195)	1,952	3,348	4,091
净负债	Rmb mn	(38,421)	(20,564)	(18,555)	(17,183)	(15,890)
净负债率	%	-23%	-11%	-10%	-9%	-8%

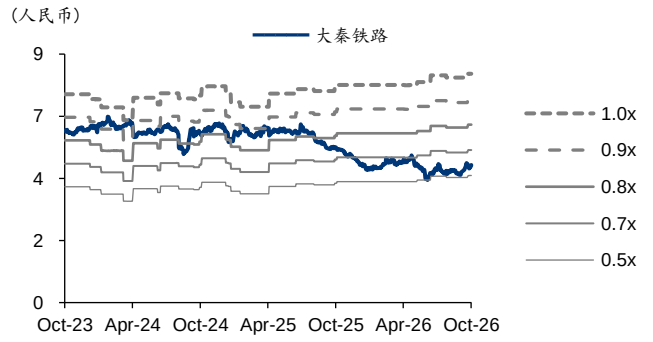
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表5：大秦铁路 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：大秦铁路 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

煤炭需求偏弱，朔黄/浩吉/唐包/瓦日铁路分流运量，运费下调，人工成本上涨，开拓物流总包与非煤运输不及预期。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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	75,233	50,704	48,068	46,344	44,365
现金	61,347	35,850	32,469	30,113	27,837
应收账款	4,811	4,130	4,341	4,534	4,611
其他应收账款	4,231	3,715	3,905	4,079	4,148
预付账款	298.95	289.40	304.20	317.76	323.14
存货	1,700	1,686	1,798	1,843	1,871
其他流动资产	2,845	5,034	5,251	5,456	5,575
非流动资产	131,785	161,114	165,682	170,665	175,443
长期投资	24,659	27,709	31,150	34,623	38,134
固定投资	88,309	89,697	91,053	92,346	93,577
无形资产	10,532	34,512	34,543	34,572	34,598
其他非流动资产	8,286	9,195	8,936	9,124	9,134
资产总计	207,018	211,818	213,750	217,008	219,809
流动负债	15,290	16,441	16,484	16,736	16,997
短期借款	238.16	289.15	289.15	289.15	289.15
应付账款	5,002	5,139	5,480	5,619	5,705
其他流动负债	10,050	11,013	10,714	10,828	11,003
非流动负债	21,759	15,838	14,855	13,871	12,887
长期借款	9,483	9,837	8,853	7,869	6,886
其他非流动负债	12,276	6,002	6,002	6,002	6,002
负债合计	37,049	32,279	31,339	30,607	29,885
少数股东权益	15,085	15,262	16,114	17,143	18,208
股本	18,807	20,147	19,863	19,863	19,863
资本公积	45,972	53,514	54,731	54,731	54,731
留存公积	90,986	92,640	94,791	97,392	100,081
归属母公司股东权益	154,884	164,276	166,298	169,258	171,716
负债和股东权益	207,018	211,818	213,750	217,008	219,809

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	9,317	4,987	9,019	10,417	11,159
净利润	10,274	6,849	6,146	7,431	7,684
折旧摊销	5,744	5,853	6,061	6,267	6,448
财务费用	13.72	(296.02)	122.02	123.19	121.52
投资损失	(2,782)	(2,742)	(2,996)	(3,023)	(3,056)
营运资金变动	(4,388)	(5,318)	(369.34)	(437.76)	(96.64)
其他经营现金	454.64	640.36	55.47	57.31	58.63
投资活动现金	(4,775)	(25,034)	(7,633)	(8,225)	(8,169)
资本支出	(4,532)	(27,181)	(7,067)	(7,069)	(7,068)
长期投资	(3,500)	(1,000)	(3,441)	(3,473)	(3,511)
其他投资现金	3,257	3,148	2,875	2,316	2,409
筹资活动现金	(10,515)	(5,461)	(4,767)	(4,548)	(5,266)
短期借款	200.13	50.99	0.00	0.00	0.00
长期借款	(1,202)	353.23	(983.65)	(983.65)	(983.65)
普通股增加	0.00	284.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	17,660	7,543	1,217	0.00	0.00
其他筹资现金	(27,173)	(13,692)	(5,000)	(3,564)	(4,282)
现金净增加额	(5,974)	(25,508)	(3,381)	(2,356)	(2,277)

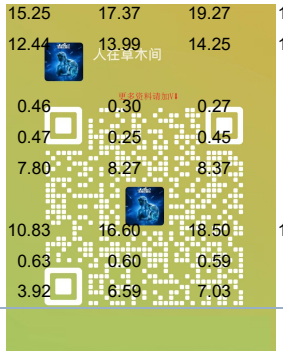
利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	74,627	77,645	81,616	85,254	86,696
营业成本	63,208	70,951	75,666	77,580	78,767
营业税金及附加	261.40	272.70	286.64	299.42	304.48
营业费用	128.50	52.17	54.84	57.28	58.25
管理费用	517.71	918.71	965.70	984.12	1,009
财务费用	13.72	(296.02)	122.02	123.19	121.52
资产减值损失	0.00	(6.57)	(6.90)	(7.21)	(7.33)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,782	2,742	2,996	3,023	3,056
营业利润	13,421	8,648	7,553	9,273	9,527
营业外收入	58.38	35.48	46.93	41.21	44.07
营业外支出	153.20	109.44	131.32	120.38	125.85
利润总额	13,326	8,574	7,469	9,194	9,446
所得税	3,051	1,725	1,323	1,763	1,762
净利润	10,274	6,849	6,146	7,431	7,684
少数股东损益	1,235	948.89	851.44	1,029	1,065
归属母公司净利润	9,039	5,900	5,294	6,401	6,619
EBITDA	19,017	14,061	13,579	15,508	15,937
EPS (人民币，基本)	0.51	0.30	0.27	0.32	0.33

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(7.89)	4.04	5.11	4.46	1.69
营业利润	(24.91)	(35.56)	(12.66)	22.77	2.74
归属母公司净利润	(24.23)	(34.73)	(10.27)	20.91	3.40
获利能力 (%)					
毛利率	15.30	8.62	7.29	9.00	9.15
净利率	13.77	8.82	7.53	8.72	8.86
ROE	5.84	3.59	3.18	3.78	3.85
ROIC	5.75	3.63	3.44	4.13	4.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.90	15.24	14.66	14.10	13.60
净负债比率 (%)	(22.60)	(11.45)	(10.17)	(9.22)	(8.37)
流动比率	4.92	3.08	2.92	2.77	2.61
速动比率	4.76	2.85	2.67	2.52	2.36
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.37	0.38	0.40	0.40
应收账款周转率	15.25	17.37	19.27	19.21	18.96
应付账款周转率	12.44	13.99	14.25	13.98	13.91
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.30	0.27	0.32	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.25	0.45	0.52	0.56
每股净资产(最新摊薄)	7.80	8.27	8.37	8.52	8.65
估值比率					
PE (倍)	10.83	16.60	18.50	15.30	14.79
PB (倍)	0.63	0.60	0.59	0.58	0.57
EV EBITDA (倍)	3.92	6.59	7.03	6.31	6.29

资料来源：公司公告、华泰研究预测



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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。
- 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

- 分析师沈晓峰、林霞颖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。
- 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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster