

煤电路港航一体化布局，经营稳健分红领先

2026 年 4 月 14 日

核心观点

- **国家能源集团旗下煤炭行业龙头，“煤电路港航”一体化优势显著。**公司是国家能源集团旗下以煤炭为基础的综合能源上市公司，主要经营煤炭、电力、铁路、港口、煤化工、航运六大板块业务，各板块协同锁定产业链利润并降低单一环节的周期性波动，2025 年六大板块毛利占比分别为 64.4%、15.6%、16.0%、3.2%、0.4%、0.4%。2026 年 3 月，公司完成收购集团旗下 12 家核心企业股权后，公司煤炭保有资源量、煤炭可采储量、煤炭产量、发电装机容量、聚烯烃产量分别达到 684.9 亿吨、345 亿吨、5.12 亿吨、60.9GW、188 万吨，较交易前分别增长 64.7%、97.8%、56.6%、27.8%、213.3%，一体化规模优势进一步增强。
- **煤炭资源禀赋优势明显，高比例长协降低煤价波动。**截至 2025 年末，公司煤炭保有可采储量与煤炭产量分别为 173.1 亿吨和 3.32 亿吨，均居行业首位，当前产量对应可采年限 52 年。公司煤矿主要分布在鄂尔多斯、蒙东、陕西榆林地区，主要矿区煤田埋藏深度浅，煤层较厚，开采成本低，2025 年平均生产成本仅为 172 元/吨。公司煤炭销售以长协为主，2025 年长协占比 92.6%，售价相对平稳，2022-2025 年煤价下行周期自产煤和现货煤价格累计跌幅分别为 20.9%和 28.3%，平均销售价格跌幅远小于现货价格，且 2025 年仍能维持 189 元/吨的毛利水平。
- **政策驱动供需重构，煤价中枢有望抬升。**供应端来看，“反内卷”政策强力约束产量，2026 年预计以国内煤炭产量以稳为主，维持在 48 亿吨左右，进口煤受到印尼出口政策收紧等影响，预计 2026 年下滑 8%左右至 4.9 亿吨；需求端来看，预计 2026 年呈现“电力稳、化工增”格局，全年动力煤消费量小幅增加 1%至 42 亿吨左右。预计 2026 年市场供需将从宽松转向“平衡偏紧”，煤价中枢有望抬升，全年秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价中枢在 700-800 元/吨，高于 2025 年年均价（697 元/吨）。
- **投资建议：**预计公司 26-28 年归母净利润分别为 562.95、598.35、637.76 亿元，对应当前 PE 分别为 17.6x、16.6x、15.6x。公司业绩与现金流稳健，十四五以来每年现金分红率均超过 70%，2025 年每股分红 2.01 元，当前收盘价对应股息率为 4.3%。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**煤炭价格下降的风险；煤炭需求不及预期的风险；煤矿安全事故风险。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	294,916	318,755	331,886	345,240
收入增长率	-13.2%	8.1%	4.1%	4.0%
归母净利润(百万元)	52,849	56,295	59,835	63,776
利润增速	-5.3%	6.5%	6.3%	6.6%
毛利率	35.1%	34.4%	35.3%	36.2%
摊薄 EPS(元)	2.49	2.65	2.82	3.00
PE	18.78	17.63	16.59	15.56
PB	2.46	2.37	2.29	2.20
PS	3.41	3.15	3.03	2.91

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国神华 (601088.SH)

推荐 首次评级

分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

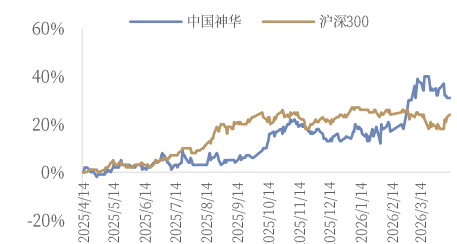
市场数据

2026 年 04 月 13 日

股票代码	601088
A 股收盘价(元)	46.32
上证指数	3,988.56
总股本(万股)	2,168,943
实际流通 A 股(万股)	1,649,104
流通 A 股市值(亿元)	7,639

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 13 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 煤炭行业龙头，稳健业绩支撑高分红	3
（一） 国家能源集团旗下以煤炭为基础的综合能源企业	3
（二） 经营业绩稳健，分红率维持高位	3
二、 煤炭产量稳步提升，高比例长协带来售价稳定性	7
三、 盈利预测与估值	10
（一） 盈利预测	10
（二） 估值分析	11
四、 风险提示	12

一、煤炭行业龙头，稳健业绩支撑高分红

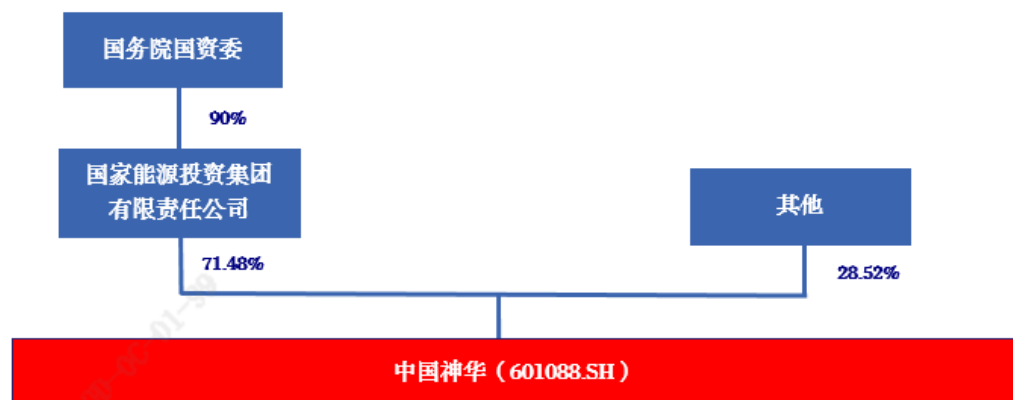
（一）国家能源集团旗下以煤炭为基础的综合能源企业

国家能源集团旗下以煤炭为基础的综合能源上市公司，业务涵盖煤炭上下游六大板块。内蒙中国神华能源股份有限公司（简称中国神华）成立于 2004 年 11 月 8 日，是国家能源集团旗下 A+H 股旗舰上市公司，H 股和 A 股股票分别于 2005 年 6 月 15 日、2007 年 10 月 9 日在香港联交所、上海证交所上市。中国神华是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司，主要经营煤炭、电力、煤化工、铁路、港口、航运六大板块业务，以煤炭采掘业务为起点，利用自有运输和销售网络，以及下游电力和煤化工产业，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。

2026 年完成收购集团旗下 12 家核心企业股权，进一步增强一体化运营优势。2025 年 12 月，公司公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，宣布拟由公司发行股份及支付现金购买控股股东国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电以及煤制油煤制气煤化工等相关资产并募集配套资金，具体收购标的包括国家能源集团持有的国源电力 100% 股权、新疆能源 100% 股权、化工公司 100% 股权、乌海能源 100% 股权、平庄煤业 100% 股权、神延煤炭 41% 股权、晋神能源 49% 股权、包头矿业 100% 股权、航运公司 100% 股权、煤炭运销公司 100% 股权、港口公司 100% 股权，内蒙建投 100% 股权，交易总对价达 1335.98 亿元。本次交易 2026 年 3 月完成股权过户。交易完成后，公司煤炭保有资源量、煤炭可采储量、煤炭产量、发电装机容量、聚烯烃产量分别达到 684.9 亿吨、345 亿吨、5.12 亿吨、60.9GW、188 万吨，较交易前分别增长 64.7%、97.8%、56.6%、27.8%、213.3%。

国家能源集团是公司控股股东，持股比例超过 70%。截至 2026 年 3 月，国家能源集团持有公司 71.48% 的股份，是公司控股股东。国家能源集团于 2017 年 11 月正式挂牌，由中国国电集团公司和神华集团有限责任公司联合重组成立，是全球最大的煤炭产销、火力发电、风力发电、煤制油煤化工企业。集团公司业务覆盖“煤电路港航”等板块，形成“煤电油气化”“产运销储用”全产业链一体化运营优势，现有煤炭产能 7 亿吨/年、发电装机 3.7 亿千瓦、铁路运营里程 4251 公里、港口吞吐能力 2.9 亿吨/年、化工品产能 2918 万吨/年，拥有中国神华、龙源电力、国电电力、长源电力、龙源技术、英力特 6 家上市公司。

图1：中国神华股权结构（截至 2026 年 3 月）



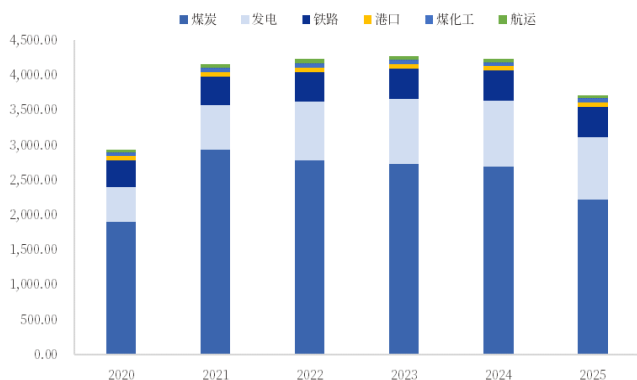
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）经营业绩稳健，分红率维持高位

业务涵盖煤炭上下游六大板块，其中煤炭收入占比约 60%。公司业务覆盖煤炭、电力、铁路、

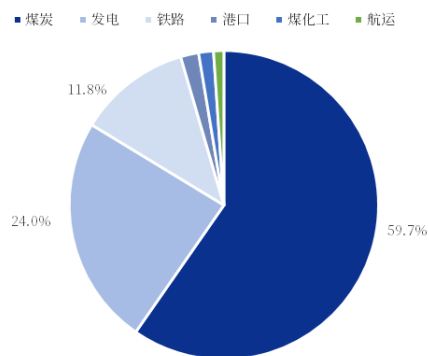
港口、航运、煤化工六大业务板块，核心优势在于“煤电路港航化”纵向一体化运营模式，实现了从煤炭开采到运输、销售及下游转化的全产业链协同。2025 年公司实现商品煤产量 3.32 亿吨，2025 年末发电装机容量 52.7GW，总铁路运营里程 2408 公里，总装船能力 2.7 亿吨/年，煤制烯烃项目年产能 60 万吨。从营收结构来看，煤炭、发电、铁路占比较大，其中 2025 年煤炭营收占比约 60%。

图2：公司 2020-2025 年营收构成（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

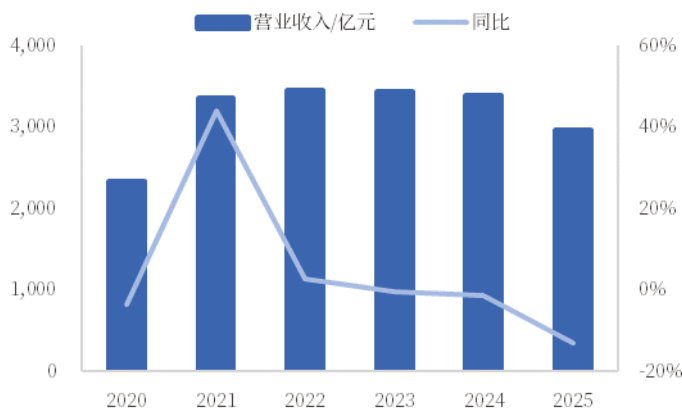
图3：公司 2025 年营收占比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

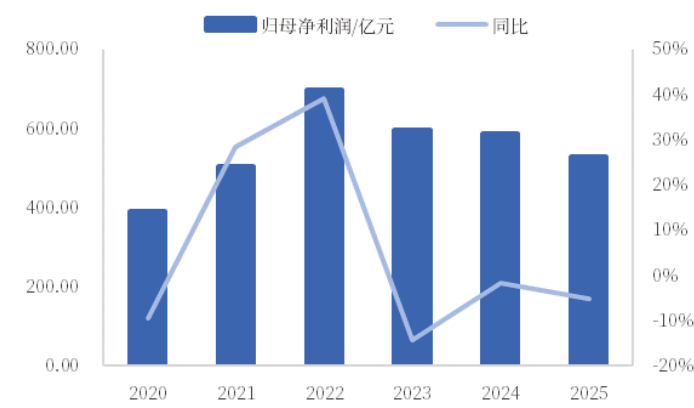
近年来公司业绩与市场煤价高度相关，呈现周期性特征，但利润端韧性强于营收端。复盘十四五以来公司业绩表现，2021-2022 年全球能源紧张推动煤价大涨，2022 年归母净利润达到近五年峰值 696.3 亿元，同比增长 39.1%，利润增幅远超营收；2023-2025 年煤价进入下行周期，公司营收、归母净利润连续三年下降，其中 2025 年公司归母净利润 528.5 亿元，同比下降 5.3%。回顾十四五以来公司整体业绩走势，2025 年公司营收、归母净利润较 2020 年分别累计增长 26.4%、34.9%，利润端整体增幅大于营收端。

图4：公司 2020-2025 年营收及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

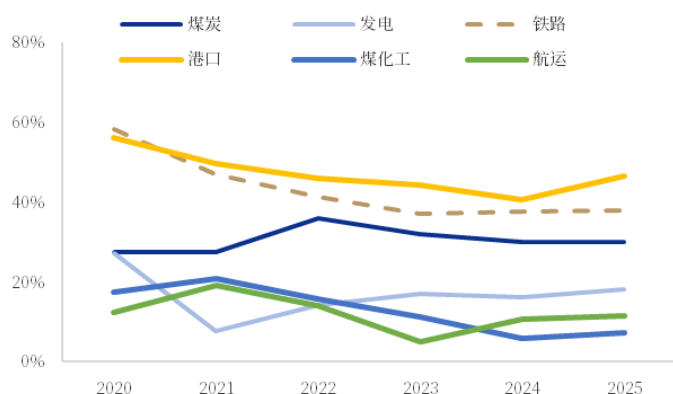
图5：公司 2020-2025 年归母净利润及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

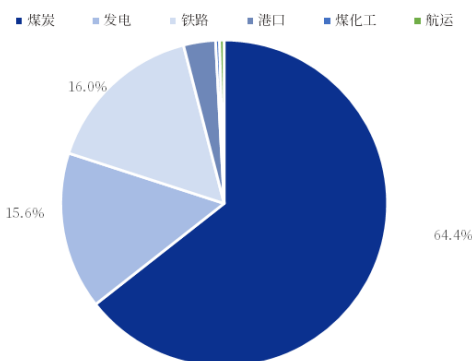
煤炭业务毛利率近年来虽有所回落但仍在 30% 以上，是公司主要毛利来源。公司煤炭业务毛利率与公司业绩走势类似，与市场煤价高度相关，呈现周期性特征。2022 年煤价处于历史高位，煤炭毛利率达到 36%，2023-2025 年煤价虽大幅回落，但公司依靠高比例长协以及优质资源禀赋带来的成本优势，煤炭毛利率始终维持在 30% 以上。2025 年公司煤炭业务毛利 665.9 亿元，占比 64.4%。此外，发电板块是缓冲煤价周期波动的关键稳定器，煤价高时煤电成本承压，煤价低时煤电利润增厚，随着市场煤价回落，发电板块毛利率由 2022 年 14.3% 提升至 2025 年 18.1%。

图6：公司 2020-2025 年分板块毛利率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

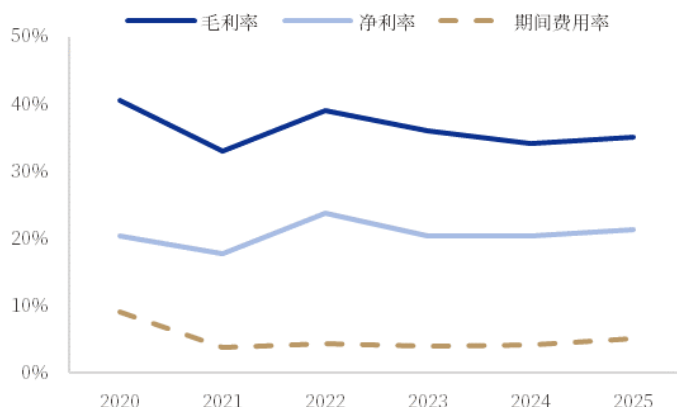
图7：公司 2025 年毛利构成



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

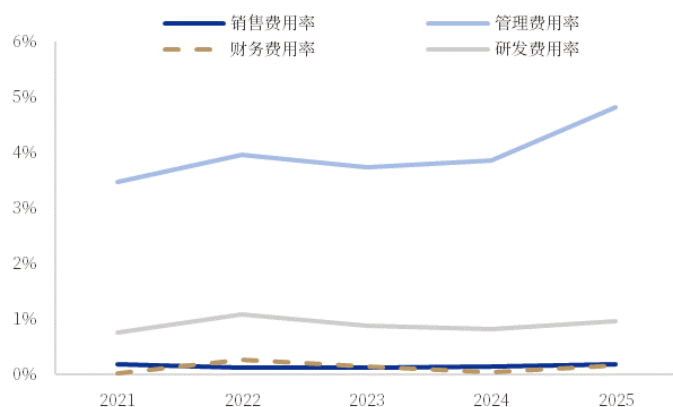
公司毛利率、净利率水平随市场煤价小幅波动，但整体维持在较高水平。2022 年煤价处于历史高位，公司整体毛利率、净利率分别达到 39.0%、23.7% 的高位；2023-2025 年煤价虽大幅回落，但公司依靠高比例长协以及优质资源禀赋带来的成本优势，煤炭毛利率始终维持在 30% 以上，因此 2023-2025 年公司年均毛利率、净利率仍分别维持在 35%、20% 的较高水平。期间费用率来看，公司期间费用以管理费用为主，其中 2025 年管理费用率上涨 0.97pct，主要是由于营收下降 13.2%，实际管理费用仅增长 4.2%。

图8：公司 2020-2025 年毛利率、净利率、期间费用率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

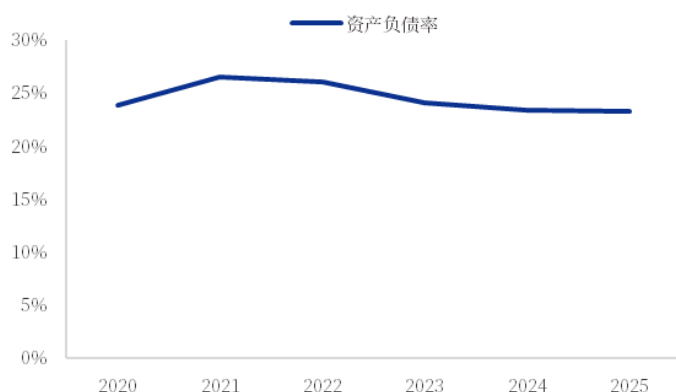
图9：公司 2021-2025 年期间费用率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

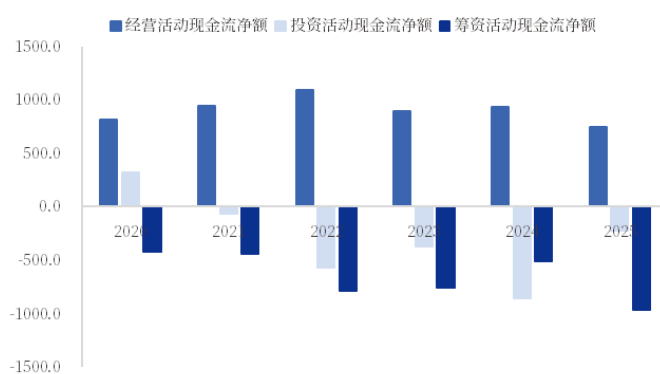
资产负债率处于低位，经营性现金流与业绩高度相关。2020-2025 年，公司资产负债率小幅波动但始终维持低位，2025 年末资产负债率为 23.3%。2020-2025 年，公司经营性净现金流与业绩高度相关，2022 年归母净利润处于历史高位时，经营性净现金流也达到 1097.3 亿元的历史高位，2023-2025 年业绩回落时，经营性净现金流随之回落，2025 年经营性净现金流为 750.6 亿元，较 2022 年下降 31.6%。

图10: 公司资产负债率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

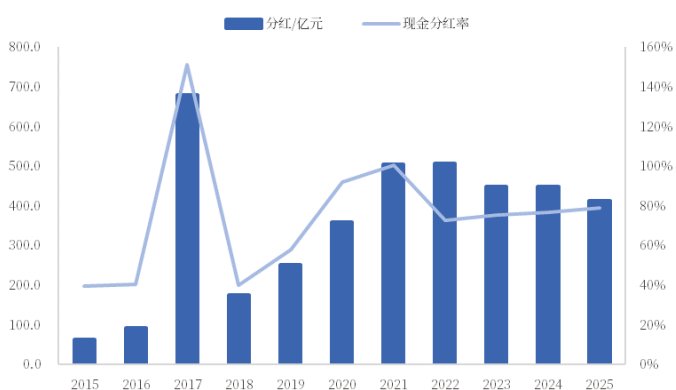
图11: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

十四五以来股利支付率维持在70%以上的高位，十五五有望维持较高水平。近十年来公司逐年分红，十四五以来每年现金分红率均超过70%，其中2021年超过100%。根据公司发布的2025-2027年度股东回报规划，2025-2027年每年现金分红率不低于65%，其中2025年现金分红率达到79.1%，已超额完成分红承诺。展望十五五，在煤炭板块稳健业绩支撑下，现金分红率仍将维持较高水平。

图12: 公司年度现金分红金额 (亿元)、股利支付率 (右轴)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图13: 公司年度股息率

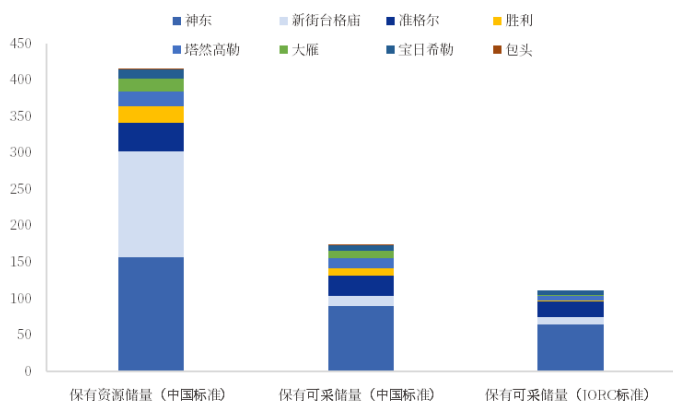


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

二、煤炭产量稳步提升，高比例长协带来售价稳定性

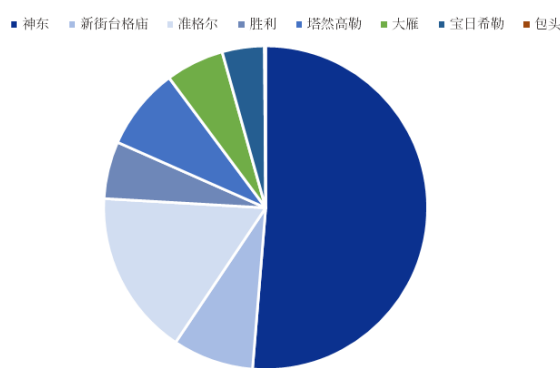
公司矿区主要分布在内蒙和陕西，资产注入后资源储备进一步向西北战略腹地延伸。截至 2025 年末，公司旗下集中分布在内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林及蒙东地区，均为国家规划的亿吨级大型煤炭基地，保有资源储量（中国标准）和保有可采储量（中国标准）分别为 414.1 亿吨和 173.1 亿吨，按照 2025 年 3.32 亿吨煤炭产量测算，可采年限约 52 年。其中，神东矿区是绝对核心，保有可采储量（中国标准）88.8 亿吨，占比超过 50%。2026 年 3 月，公司完成对国家能源集团旗下 12 家核心能源企业股权的收购，新增新疆准东等地区的现代化大型露天煤矿资产，资源储备进一步向西北战略腹地延伸。

图14：2025 年末公司分矿区煤炭资源量（亿吨）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

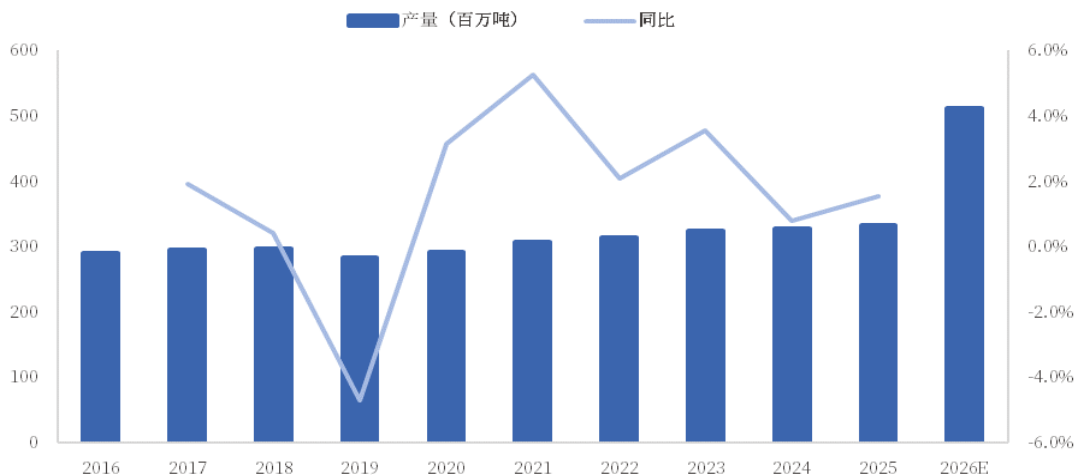
图15：2025 年末公司各矿区保有可采储量占比



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

近年来公司煤炭产量稳步提升，十四五期间年均复合增速 2.6%。十四五以来公司有产能增量的项目包括：2022 年，神山露天、黄玉川、青龙寺三处煤矿分别获批核增 60 万吨/年、300 万吨/年、100 万吨/年产能；2023 年，保德煤矿产能由 500 万吨/年提高至 800 万吨/年；2024 年，神山露天煤矿产能由 60 万吨/年核增至 120 万吨/年。十四五以来，公司煤炭产量年复合增速为 2.6%。随着公司于 2026 年 3 月完成国家能源集团 12 家核心资产的收购，预计 2026 年公司煤炭产量将达到 5.12 亿吨，同比增长 54.2%，规模和一体化优势将进一步放大。

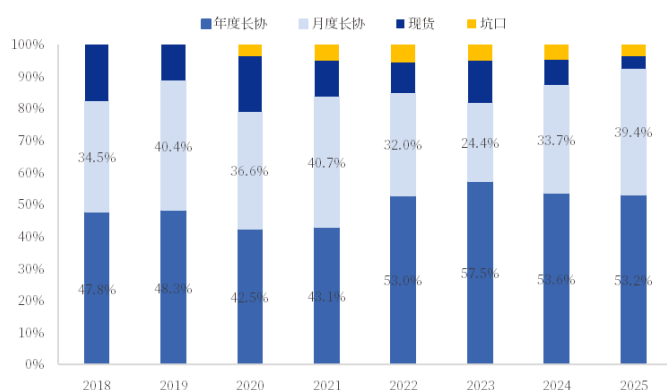
图 16：公司煤炭产量及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

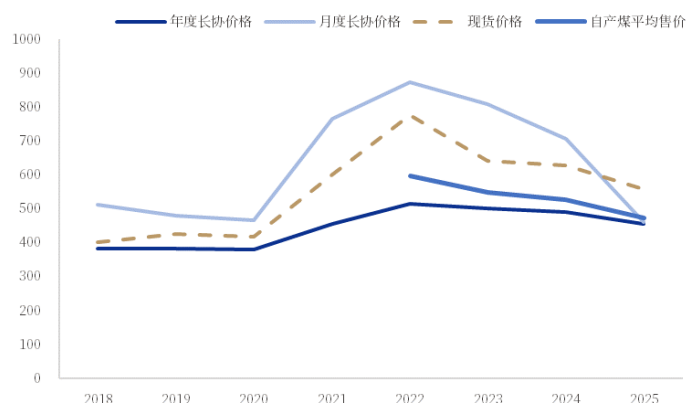
公司自产煤长协销售占比高且持续提升，自产煤售价稳定性强。近年来，公司持续提升长协销售占比，以稳定收入基本盘，其中 2025 年年度和月度长协累计占比达到 92.6%，同比提升 5.3pct，较 2020 年提升 13.5pct。从自产煤售价来看，每年年均售价均介于当年年度长协和现货价格之间。2023 年以来煤价下行周期以来，公司自产煤售价由 2022 年 597 元/吨下跌至 2025 年 472 元/吨，累计跌幅 20.9%，现货煤售价由 2022 年 776 元/吨下跌至 2025 年 556 元/吨，累计跌幅 28.4%。公司自产煤售价跌幅远低于市场煤价跌幅，其高比例长协经营策略在行业下行周期中依然保持了强大的盈利韧性和稳定性。

图 17：公司煤炭销售方式



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

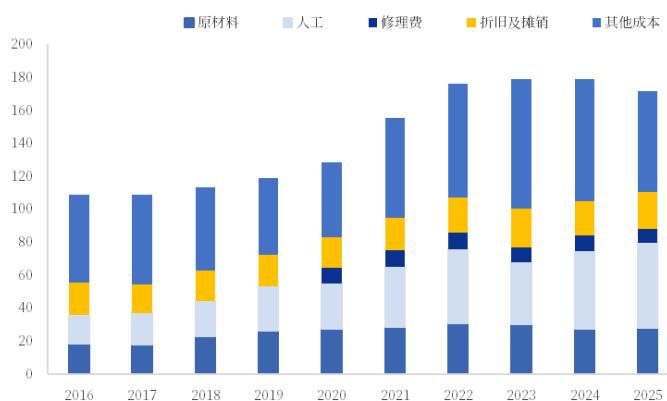
图 18：公司煤炭销售价格（元/吨）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

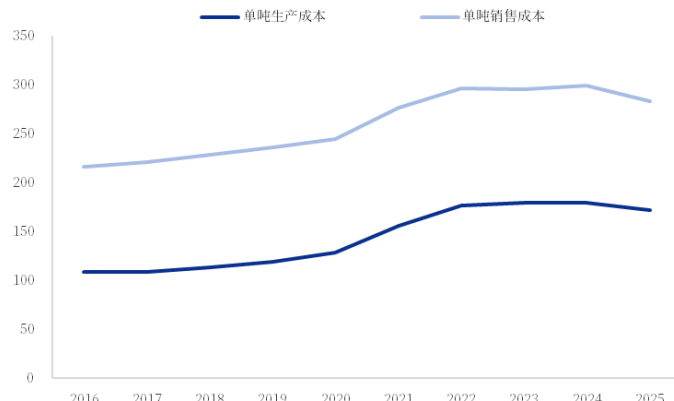
近年来公司煤炭生产成本中枢抬升，现阶段自产煤单位成本在 170-180 元/吨。复盘近 10 年以来公司自产煤生产单位成本，2016-2020 年成本维持在 110-130 元/吨的低水平且波动很小，主要得益于其露天矿占比高、开采条件优渥；2021 年成本提升至 155.5 元/吨，同比增加 21%，主要源于行业安全、环保标准的全面提升，导致维简安全费等政策性成本增加；2022-2025 年成本在 170-180 元/吨之间波动，成本中枢较 2021 年进一步抬升，主要由于人工成本提升以及煤矿采掘深度和剥采深度的增加导致的安全生产的投入提升。

图 19：公司自产煤单吨生产成本（元/吨）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

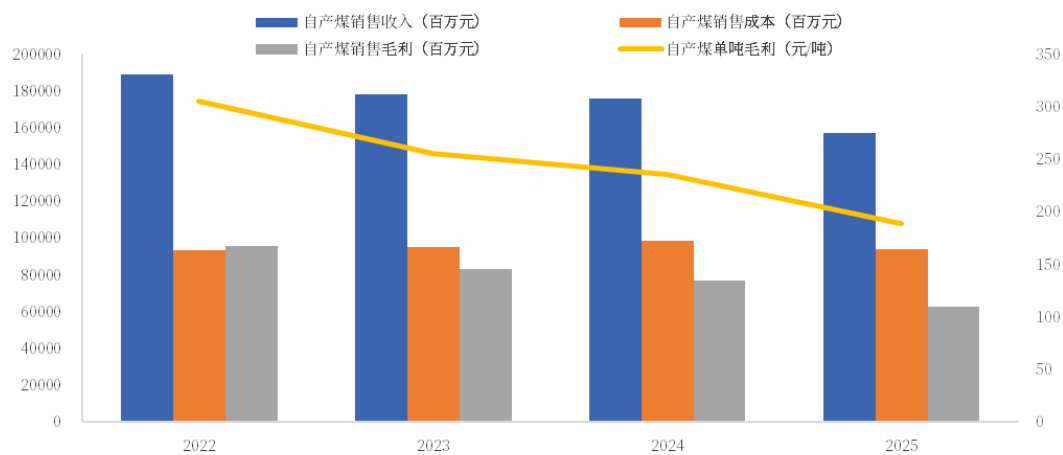
图 20：公司自产煤单吨生产成本与销售成本（元/吨）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司吨煤毛利与市场煤价高度相关，成本优势构筑盈利安全边际。回顾近年来公司吨煤盈利水平，在 2023 年煤价进入下行周期后，公司吨煤毛利随煤价下行，吨煤毛利由 2022 年 305 元下降至 2025 年 189 元。公司凭借其露天矿占比高、自有铁路港口等一体化运营优势，始终将开采成本控制行业极低水平，并且通过优化生产流程、提高开采效率等措施，有效控制了自产煤单位成本。例如在 2025 年自产煤单位成本同比下降 7 元/吨，降幅 7.5%，部分对冲了煤价下跌的影响。

图 21：公司自产煤销售收入、销售成本、销售毛利、单吨毛利（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值

（一）盈利预测

由于 2026 年 3 月新注入资产尚未并表，因此暂不考虑资产注入带来的利润增厚。主要业务板块假设如下：

煤炭：预计 2026-2028 年自产煤销量分别为 3.35 亿吨、3.4 亿吨、3.45 亿吨，不含税销售价格分别为 500 元/吨、520 元/吨、540 元/吨，单吨销售成本分别为 290 元/吨、295 元/吨、300 元/吨。

发电：预计 2026-2028 年售电量分别为 2100、2150、2200 亿千瓦时，不含税电价分别为 0.410、0.415、0.420 元/千瓦时，度电成本均为 0.35 元/千瓦时。

铁路：预计 2026-2028 年自有铁路运输周转量均为 315（十亿吨公里），不含税运输价格均为 0.14 元/吨公里，运输成本均为 0.087 元/吨公里。

港口：预计 2026-2028 年总下水煤量分别为 265、268、270（百万吨），不含税运输价格均为 27 元/吨，运输成本均为 14.3 元/吨。

基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 3187.55、3318.86、3452.40 亿元，同比增长 8.1%、4.1%、4.0%；实现归母净利润 562.95、598.35、637.76 亿元，同比增长 6.5%、6.3%、6.6%；对应 EPS 分别为 2.65、2.82、3.00 元。

表1：中国神华营收拆分&预测

业务类型	项目	2025A	2026E	2027E	2028E
煤炭	收入（亿元）	2130	2371	2470	2571
	成本（亿元）	1497	1656	1693	1731
	毛利（亿元）	633	716	777	840
	毛利率	29.7%	30.2%	31.5%	32.7%
发电	收入（亿元）	891	872	903	935
	成本（亿元）	731	735	753	770
	毛利（亿元）	161	137	151	165
	毛利率	18.0%	15.7%	16.7%	17.6%
铁路	收入（亿元）	437	441	441	441
	成本（亿元）	272	274	274	274
	毛利（亿元）	166	167	167	167
	毛利率	37.9%	37.9%	37.9%	37.9%
港口	收入（亿元）	70	72	72	73
	成本（亿元）	37	38	38	39
	毛利（亿元）	33	34	34	34
	毛利率	46.7%	47.0%	47.0%	47.0%
航运	收入（亿元）	40	53	53	53
	成本（亿元）	35	45	45	45
	毛利（亿元）	5	8	8	8
	毛利率	11.5%	14.3%	14.3%	14.3%
煤化工	收入（亿元）	57.22	60.00	60.00	60.00
	成本（亿元）	53.08	55.00	55.00	55.00
	毛利（亿元）	4.14	5.00	5.00	5.00

	毛利率	7.2%	8.3%	8.3%	8.3%
其他和内部抵消	收入（亿元）	-677.12	-680	-680	-680
	成本（亿元）	-710.37	-710	-710	-710
合计	营业收入（亿元）	2949.16	3187.55	3318.86	3452.40
	营业成本（亿元）	1914.65	2092.45	2147.87	2203.66
	毛利（亿元）	1034.51	1095.11	1170.99	1248.74
	毛利率	35.1%	34.4%	35.3%	36.2%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）估值分析

选取中煤能源、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业作为可比公司，中国神华估值略高于可比公司。但考虑到中国神华“煤电路港航”产业链一体化经营模式，具有盈利稳健、规模优势突出、高比例分红的特点，应当享受估值溢价，我们认为公司估值仍有提升空间。

表2：公司&可比公司估值水平（截至 2026 年 4 月 13 日）

代码	简称	股价	EPS				PE				PB（最新）
			2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025A/E	2026E	2027E	
601898.SH	中煤能源	17.14	1.46	1.35	1.51	1.59	11.8	12.7	11.4	10.8	1.42
600188.SH	兖矿能源	19.31	1.44	0.83	1.52	1.61	13.4	23.1	12.7	12.0	2.70
601225.SH	陕西煤业	25.23	2.31	1.71	1.99	2.17	10.9	14.8	12.7	11.6	2.53
601001.SH	晋控煤业	16.54	1.68	1.07	1.27	1.40	9.9	15.5	13.0	11.9	1.47
	平均数						11.5	16.5	12.4	11.6	1.42
601088.SH	中国神华	46.38	2.71	2.49	2.65	2.82	17.1	19.0	17.5	16.4	2.14

资料来源：Wind、中国银河证券研究院，中煤能源、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业 EPS 采用 wind 一致预期

公司目前 PE（TTM）为 19.01 倍，高于 5 年均值 69.5%；目前 PB 为 2.14 倍，高于 5 年均值 28.5%。

图 22：近 5 年公司 PE（TTM）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图 23：近 5 年公司 PB



资料来源：wind、中国银河证券研究院

四、风险提示

煤炭价格下降的风险：公司煤炭业务主要收入与煤价高度相关，煤价下降将影响公司发电业务业绩。

煤炭需求不及预期的风险：如果十五五期间电煤或化工煤需求大幅下滑，煤炭需求不及预期，可能导致煤价大幅走低。

煤矿安全事故风险：如果发生煤矿安全事故，可能导致政府加强煤炭生产安全管控，公司煤炭产量可能受到较大影响。



图表目录

图 1: 中国神华股权结构（截至 2026 年 3 月）	3
图 2: 公司 2020-2025 年营收构成（亿元）	4
图 3: 公司 2025 年营收占比	4
图 4: 公司 2020-2025 年营收及同比（右）	4
图 5: 公司 2020-2025 年归母净利润及同比（右）	4
图 6: 公司 2020-2025 年分板块毛利率.....	5
图 7: 公司 2025 年毛利构成	5
图 8: 公司 2020-2025 年毛利率、净利率、期间费用率.....	5
图 9: 公司 2021-2025 年期间费用率.....	5
图 10: 公司资产负债率.....	6
图 11: 公司现金流情况（亿元）	6
图 12: 公司年度现金分红金额（亿元）、股利支付率（右轴）	6
图 13: 公司年度股息率.....	6
图 14: 2025 年末公司分矿区煤炭资源量（亿吨）	7
图 15: 2025 年末公司各矿区保有可采储量占比.....	7
图 16: 公司煤炭产量及同比（右）	7
图 17: 公司煤炭销售方式	8
图 18: 公司煤炭销售价格（元/吨）	8
图 19: 公司自产煤单吨生产成本（元/吨）	8
图 20: 公司自产煤单吨生产成本与销售成本（元/吨）	8
图 21: 公司自产煤销售收入、销售成本、销售毛利、单吨毛利（右）	9
图 22: 近 5 年公司 PE（TTM）	11
图 23: 近 5 年公司 PB.....	11
表 1: 中国神华营收拆分&预测	10
表 2: 公司&可比公司估值水平（截至 2026 年 4 月 13 日）	11

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	146,969	148,171	156,122	168,399
现金	96,772	99,516	105,778	115,030
应收账款	13,225	12,373	13,347	14,256
其它应收款	2,910	2,614	2,748	3,032
预付账款	6,509	6,312	6,686	7,000
存货	11,850	12,336	12,702	13,221
其他	15,703	15,020	14,861	15,861
非流动资产	480,792	503,258	523,534	541,755
长期投资	65,332	65,332	65,332	65,332
固定资产	272,172	304,205	327,282	345,130
无形资产	69,857	74,806	79,339	83,457
其他	73,431	58,916	51,581	47,836
资产总计	627,761	651,430	679,656	710,154
流动负债	89,262	91,701	95,263	100,229
短期借款	409	1,409	2,409	3,409
应付账款	41,176	39,243	41,235	43,676
其他	47,677	51,048	51,619	53,145
非流动负债	57,048	53,282	51,785	49,054
长期借款	28,268	24,878	23,292	20,495
其他	28,780	28,404	28,493	28,559
负债合计	146,310	144,982	147,048	149,284
少数股东权益	72,344	82,408	93,366	105,054
归属母公司股东权益	409,107	424,039	439,242	455,816
负债和股东权益	627,761	651,430	679,656	710,154

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	75,059	89,932	94,370	101,117
净利润	62,783	66,359	70,792	75,465
折旧摊销	24,842	25,086	27,277	29,331
财务费用	419	849	799	759
投资损失	-4,155	-4,781	-4,812	-4,833
营运资金变动	-10,554	168	834	1,119
其它	1,724	2,251	-519	-723
投资活动现金流	-21,794	-42,209	-42,181	-42,173
资本支出	-46,000	-46,990	-46,993	-47,007
长期投资	15,957	0	0	0
其他	8,249	4,781	4,812	4,833
筹资活动现金流	-96,242	-44,979	-45,928	-49,692
短期借款	-4,403	1,000	1,000	1,000
长期借款	-3,414	-3,390	-1,586	-2,797
其他	-88,425	-42,589	-45,342	-47,895
现金净增加额	-43,125	2,744	6,262	9,252

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	294,916	318,755	331,886	345,240
营业成本	191,465	209,245	214,787	220,366
营业税金及附加	16,978	17,507	18,376	19,317
销售费用	527	501	558	580
管理费用	11,380	10,555	11,489	12,235
财务费用	445	365	302	230
资产减值损失	-191	-300	-300	-300
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	4,455	5,186	5,211	5,236
营业利润	75,532	82,652	88,345	94,298
营业外收入	685	800	800	800
营业外支出	-3,122	0	0	0
利润总额	79,339	83,452	89,145	95,098
所得税	16,556	17,092	18,353	19,634
净利润	62,783	66,359	70,792	75,465
少数股东损益	9,934	10,064	10,957	11,689
归属母公司净利润	52,849	56,295	59,835	63,776
EBITDA	104,626	108,903	116,723	124,659
EPS (元)	2.49	2.65	2.82	3.00

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	-13.2%	8.1%	4.1%	4.0%
营业利润	-13.3%	9.4%	6.9%	6.7%
归属母公司净利润	-5.3%	6.5%	6.3%	6.6%
毛利率	35.1%	34.4%	35.3%	36.2%
净利率	21.3%	20.8%	21.3%	21.9%
ROE	12.9%	13.3%	13.6%	14.0%
ROIC	12.1%	12.3%	12.5%	12.7%
资产负债率	23.3%	22.3%	21.6%	21.0%
净负债比率	30.4%	28.6%	27.6%	26.6%
流动比率	1.65	1.62	1.64	1.68
速动比率	1.34	1.32	1.35	1.39
总资产周转率	0.46	0.50	0.50	0.50
应收账款周转率	22.87	24.90	25.81	25.01
应付账款周转率	4.79	5.20	5.34	5.19
每股收益 (元)	2.49	2.65	2.82	3.00
每股经营现金 (元)	3.54	4.24	4.44	4.76
每股净资产 (元)	19.27	19.97	20.69	21.47
P/E	18.78	17.63	16.59	15.56
P/B	2.43	2.34	2.26	2.18
EV/EBITDA	8.93	8.54	7.91	7.31
P/S	3.37	3.11	2.99	2.88

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区： 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海地区： 林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区： 田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn