



Research and
Development Center

中国天楹：深耕固废主业，“环保+新能源”双引擎驱动 新发展

—中国天楹公司首次覆盖报告

2026年4月9日

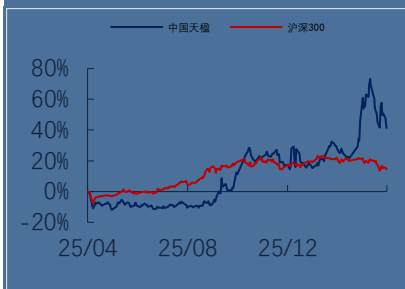
证券研究报告

公司研究

公司首次覆盖报告

中国天楹 (000035)

投资评级 无评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

郭雪 环保联席首席分析师
 执业编号：S1500525030002
 邮箱：guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师
 执业编号：S1500524100001
 邮箱：wuboying@cindasc.com

公司主要数据

收盘价 (元)	6.67
52 周内股价波动区间 (元)	8.30-4.22
最近一月涨跌幅 (%)	-14.60
总股本 (亿股)	23.88
流通 A 股比例 (%)	96.86
总市值 (亿元)	159.3

资料来源：聚源，信达证券研发中心

深耕固废主业，“环保+新能源”双引擎驱动新发展

2026 年 4 月 9 日

本期内容提要：

- **中国天楹深耕固废行业，“环保+新能源”双引擎驱动新发展。**公司以垃圾焚烧发电和环保设备生产起家，借壳上市十余年来深耕固废主业，并逐步迈向东南亚拓展固废业务版图；2022 年以后开展风光储氢氨醇一体化业务，切入新能源赛道，逐步形成以“环保+新能源”双引擎发展的业务格局。
- **环保业务：主业稳健，夯实业绩基础。**截至 2024 年，公司在运垃圾焚烧处理产能 21550 吨/日，产能利用率和吨上网电量稳定在较高水平，上网电量和垃圾处理量持续增长。2024 年公司垃圾焚烧发电业务毛利率提升至 48%，支撑公司整体毛利率由 2021 年的 14% 增长至 2024 的 29%。此外，随着河南 4000 吨/日垃圾焚烧发电项目稳定运营，未来海外项目或将成为公司产能增长的重要支撑点。同时，核心技术助力环保设备生产制造智能化升级，智慧管理云平台赋能环境服务业务全产业链发展。我们预计环保业务将保持稳定增长，构筑公司业绩的基本盘。
- **新能源业务：风光储氢氨醇业务有望成业绩增长亮点。**伴随新能源装机占比的持续性提高，以及新能源发电固有的时空错配特性，消纳问题依然突出。2026 年 3 月 16 日，工业和信息化部、财政部、国家发展改革委联合印发《关于开展氢能综合应用试点工作的通知》，将氢能应用场景由燃料电池汽车向交通、工业等具备条件的多元领域拓展，目标到 2030 年，城市群氢能在多元领域实现规模化应用，终端用氢平均价格降至 25 元/千克以下，力争在部分优势地区降至 15 元/千克左右。绿色甲醇、绿色合成氨是绿氢规模化应用的核心场景。伴随绿氢降本及政策支持引导下，绿氨绿醇有望迎来发展机遇。公司在辽源、安达等地区布局绿氨绿醇项目，有望成为业绩新增长点。
- **投资建议：**公司深耕固废行业，资产质量较好，盈利能力突出。同时，公司垃圾焚烧发电业务拓展至越南等东南亚国家，资产规模有望进一步扩大。此外，随着新能源项目上网电量指标落地，以及重力储能和绿醇、绿氢、绿氨的陆续投产带来的盈利增厚，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 58.48/62.25/67.92 亿元，归母净利润 3.89/4.93/6.57 亿元，按 4 月 9 日收盘价计算，对应 PE 为 40.96x/32.32x/24.23x。
- **风险提示：**地缘政治风险；新能源项目投产进度不及预期；汇率风险。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,324	5,667	5,848	6,225	6,792
同比(%)	-20.6%	6.5%	3.2%	6.5%	9.1%
归属母公司净利润 (百万元)	337	280	389	493	657
同比(%)	173.1%	-17.0%	38.9%	26.7%	33.4%
毛利率(%)	27.6%	29.3%	29.7%	29.9%	30.1%
ROE(%)	3.2%	2.6%	3.8%	5.0%	6.8%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.12	0.16	0.21	0.28
P/E	35.29	40.58	40.96	32.32	24.23
P/B	1.11	1.08	1.54	1.60	1.66
EV/EBITDA	12.06	11.39	14.82	13.87	11.94

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心预测; 股价为2026年4月9日收盘价

投资聚焦

深耕固废主业，公司垃圾焚烧发电业务运营稳健，盈利能力强。公司国内垃圾焚烧发电产能 21550 吨/日，垃圾处理量和上网电量持续增长；河内 4000 吨/日的垃圾焚烧发电项目成为标杆工程，海外产能有望进一步拓展。垃圾焚烧发电盈利能力强，2024 毛利率达到 47.76%，支撑公司整体毛利率改善至 29.34%。

新能源项目或将打开新增长空间。公司在新能源领域聚焦高端清洁能源与化工原料替代，产品线覆盖绿氢、绿氨及绿色甲醇。公司通过“国内国际双循环”战略，一方面对接吉林“氢动吉林”等政策红利，另一方面凭借国际认证资质拓展海外高附加值市场，新能源业务或将带来增量。公司目前已与国际头部能源巨头签订了公司全球首单电制甲醇供货订单，标志着公司绿色甲醇产品正式进入国际主流能源企业供应体系。此外，公司正与多家国际能源公司、航运公司就电制甲醇供应进行深入商谈，各项洽谈有序推进，有望持续获得新的订单。风光储氢氨醇项目的绿色化工产品，市场定位清晰，产量可观。新能源业务收入或将成为核心增长极。

投资聚焦	4
一、公司简介：“环保+新能源”双引擎驱动的综合环保服务商	6
1.1 公司简介：深耕固废，环保+新能源双引擎驱动发展	6
1.2 财务概览：主业支撑，盈利能力持续改善	7
1.3 市值管理：增持、股权激励加码，持续彰显管理层信心	9
二、环保板块：深耕垃圾焚烧主业，夯实业绩稳步提升基础	10
2.1 焚烧发电：立足国内，拓展海外，双线发展夯实固废基础	10
2.2 环保装备：核心技术巩固公司护城河，智能制造推动环境设备升级	13
2.3 环境服务：构建环境服务全产业链，智慧管理云平台赋能模式创新	14
三、风物长宜放眼量，风光储氢氨醇业务有望成业绩增长亮点	15
3.1 新能源消纳备受挑战，风光储氢氨醇迎来发展机遇	15
3.2 政策支持引导，氢能应用领域有望全面拓展	16
3.3 公司规模布局成形，产业链闭环成势	19
四、盈利预测	20
五、风险提示	22

表目录

表 1：2024 年以来公司增持计划	9
表 2：公司股权激励方案	9
表 3：公司股权激励考核目标	10
表 4：垃圾焚烧发电国内在建项目	10
表 5：部分东南亚国家垃圾焚烧相关政策	12
表 6：中国天楹海外焚烧发电项目	13
表 7：中国天楹与苏伊士集团及其子公司近年来系列合同	14
表 8：《三部门关于开展氢能综合应用试点工作的通知》政策要求梳理	16
表 9：公司在手风光储氢氨醇一体化项目	19
表 10：产能规划与市场定位	20
表 11：中国天楹分板块营收预测	21

图目录

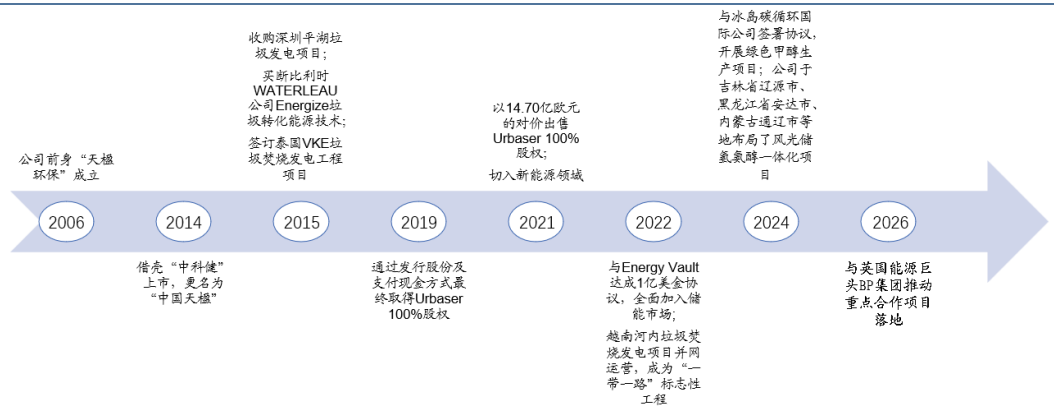
图 1：公司发展脉络	6
图 2：实际控制人控股图	6
图 3：“四位一体”式的循环代谢闭环产业链	7
图 4：2018-2025 年前三季度公司营业收入及增速	7
图 5：2018-2025 年前三季度公司归母净利润及增速	7
图 6：2019-2025H1 公司毛利结构（亿元）	8
图 7：2019-2025H1 公司分业务毛利率情况	8
图 8：2018-2024 年公司负债率情况	8
图 9：2018-2025 年三季度公司长短期借款及财务费用（亿元）	8
图 10：2018-2024 年公司现金流情况	9
图 11：2019-2024 年公司期间费用率	9
图 12：垃圾焚烧发电在运产能和产能利用率	10
图 13：2019-2024 年垃圾焚烧入厂量	11
图 14：2019-2024 年公司整体和垃圾焚烧业务毛利率	11
图 15：中国天楹上网电量持续增长	11
图 16：2019-2024H1 吨上网电量及同比增速	11
图 17：我国生活垃圾焚烧处理比例随人均 GDP 增长而上升	12
图 18：2023 年东盟十国人口与人均 GDP	12
图 19：公司环保类系列装备	13
图 20：环境服务业务细分图	14
图 21：智慧环境管理云平台	15
图 22：2021-2025 部分地区弃风率	15
图 23：2021-2025 部分地区弃光率	15
图 24：2022.07-2026.01 全国分月弃风率、弃光率	16
图 25：辽源首期绿色甲醇项目开工仪式	20

一、公司简介：“环保+新能源”双引擎驱动的综合环保服务商

1.1 公司简介：深耕固废，环保+新能源双引擎驱动发展

深耕固废领域，轻装上阵切入新能源赛道。公司成立于2006年，主营垃圾焚烧发电和环保设备生产。2014年公司借壳中科健上市，更名为中国天楹，致力打造成为城市环境综合服务运营商。随后公司在国内外收购、签订相关垃圾焚烧发电项目，步入垃圾再利用国际国内双发展阶段。2021年后，公司通过出售海外项目，轻装上阵。2022年逐步探索重力储能、风光储氢氨醇一体化等新能源业务，形成“环保+新能源”的新业务布局。

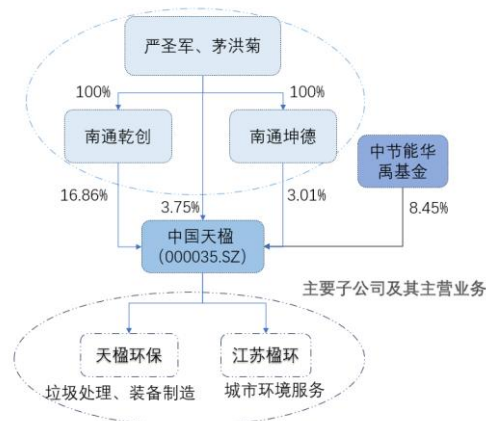
图 1：公司发展脉络



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

实控人股权相对稳定，持股比例超过 20%。截至 2025 年三季度，严圣军与茅洪菊夫妇及其一致行动人直接或间接合计持有中国天楹 23.62% 的股份，公司第二大股东中节能华禹基金持股为 8.45%，公司实控人控制权相对稳定。公司下设天楹环保、江苏楹环两大重要子公司，分别负责垃圾处理、装备制造和城市环境服务等业务，二者对公司净利润影响分别达 10% 以上。

图 2：实际控制人控股图（截至 2025Q3）

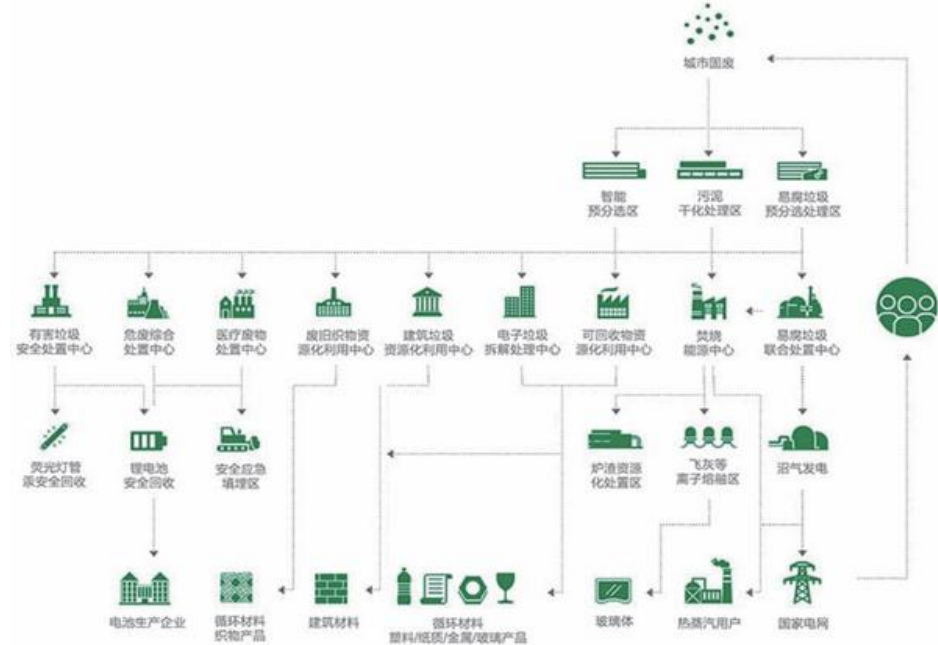


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

城市环保业务技术领先，积极战略转型开拓新能源领域。作为国内领先的环保与新能源综合服务商，公司构建覆盖智慧环卫、垃圾焚烧发电及新能源发电等全产业链布局，形成从前端垃圾分类收运到末端资源化处置的闭环体系。通过集成先进技术，实现废弃物全量化处置与资源化利用，在污染物近零排放和碳减排领域达到行业标杆水平。依托自主研发的智慧管理平台，公司持续优化运营效率，推动环境治理向智能化、低碳化方向升级。

"环保+新能源"双引擎战略为核心，加速布局重力储能、风光发电、绿色氢氨等赛道。通过与国际技术方达成独家授权合作，公司率先在江苏如东启动国内首个 100MWh 重力储能示范项目，该项目已于 2024 年 5 月完成首套充放电单元测试。同时公司深化政企合作，与通辽、张掖等地政府共建风光储氢一体化零碳产业园，形成多场景应用生态。通过战略剥离重资产业务，公司资产负债结构显著优化，为新能源转型提供充足资金保障。

图 3：“四位一体”式的循环代谢闭合产业链

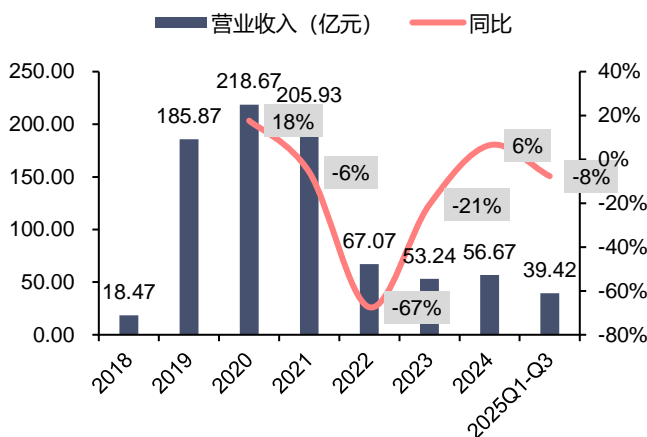


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务概览：主业支撑，盈利能力持续改善

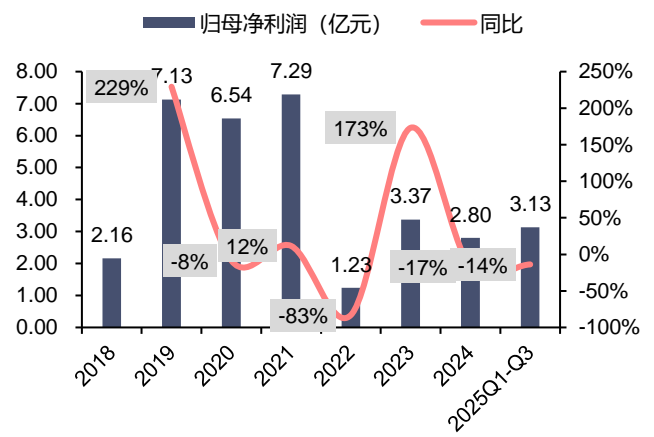
剥离 Urbaser 轻装上阵，盈利能力波动上行。由于公司 2019 年收购 Urbaser，基于 Urbaser 的体量，公司的营业收入及归母净利润大幅上涨。而 2021 年，公司出售 Urbaser 100% 股权，Urbaser 不再纳入公司 2022 年合并报表范围，公司营收和归母净利润出现下跌。但由于海外业务毛利率低于国内，以及国内存量垃圾焚烧发电业务的稳定运营，尽管 2024 年归母净利润受西班牙子公司补缴税款 2099.79 万欧元影响而下降 17%，但公司营业收入与毛利润分别上涨 6.46%、13.14%。2025 年前三季度，公司营业收入 39.42 亿元，同比减少 7.66%；归母净利润 3.13 亿元，同比减少 13.79%。

图 4：2018-2025 年前三季度公司营业收入及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

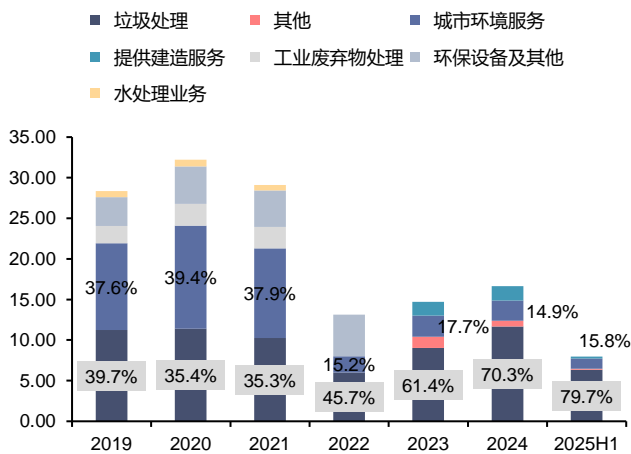
图 5：2018-2025 年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

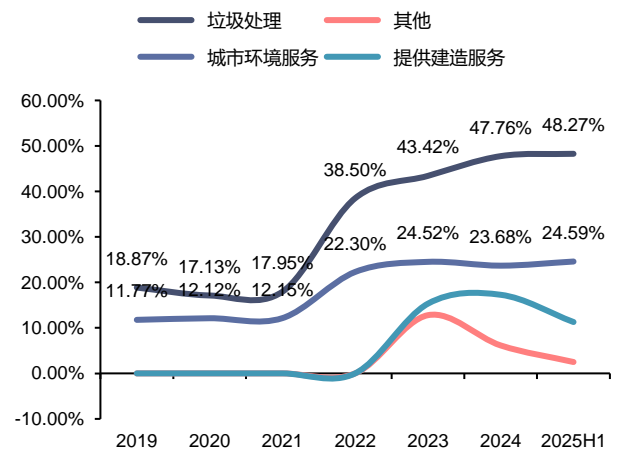
分业务来看，公司以固废业务为支撑，环卫业务为补充。公司主要业务为垃圾处理和城市环境服务，二者贡献公司主要毛利润。由于2019年后并购的海外公司主营城市环卫业务，公司城市环境服务贡献毛利近40%。随着海外公司的出售，垃圾处理业务再次成为公司业绩的主要支撑，2025年上半年垃圾处理业务毛利占总毛利比例为接近80%，有利于保障现金流的稳定流入。从毛利率看，得益于海外低毛利率业务的剥离，垃圾处理和城市环卫业务的毛利率分别稳定在48%、24%左右，且有持续提升的趋势，体现公司盈利能力持续增强。

图 6：2019-2025H1 公司毛利结构（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

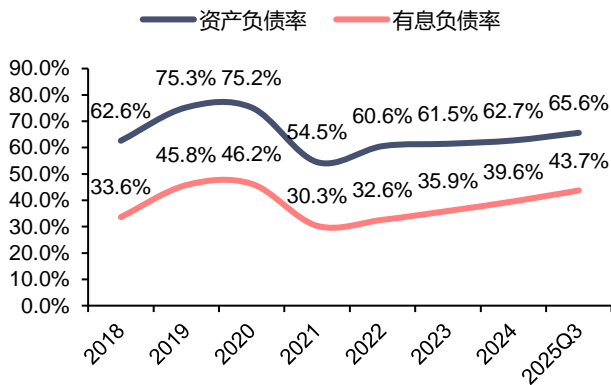
图 7：2019-2025H1 公司分业务毛利率情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

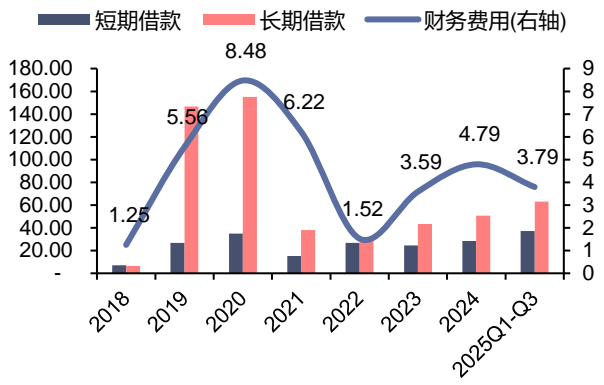
剥离海外业务，负债率大幅下降后迎来相对稳定。2021年出售 Urbaser 后，资产负债率由75%显著下降至54.48%，资本结构优化释放融资能力。截止2025年三季度，公司资产负债率有效控制在65%左右。有息负债率为43.7%。债务方面，得益于出售 Urbaser 偿还并购贷款，2022年财务费用与借款均大幅下降；但由于2023年以来汇兑损失以及项目借款增加，截至2024年，公司财务费用支出为4.79亿元。

图 8：2018-2024 年公司负债率情况



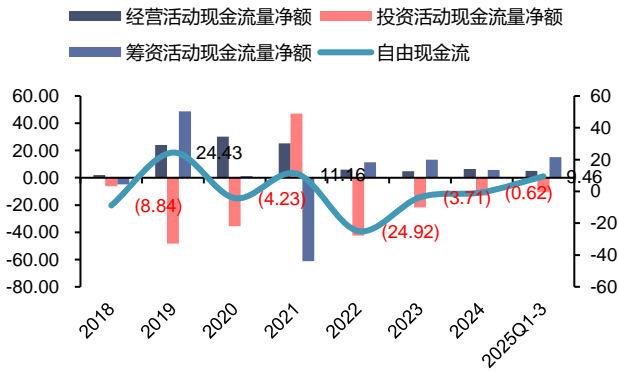
资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：有息负债率(%)=带息债务/负债合计

图 9：2018-2025Q3 公司长短期借款及财务费用（亿元）

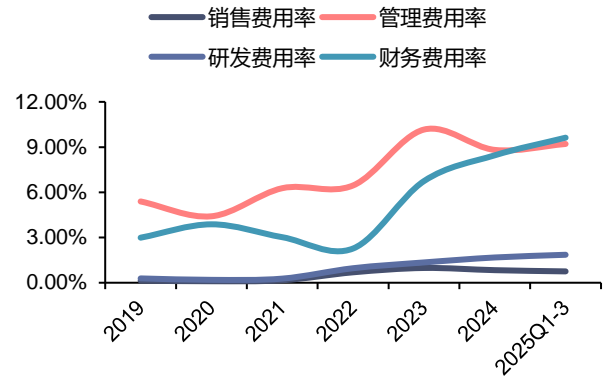


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

固废主业稳健运营，自由现金流趋于好转。从现金流看，2019年收购 Urbaser 导致投资活动现金流出现激增，但 Urbaser 庞大的运营体量也拉动经营活动现金流增长。随着2021年出售 Urbaser，叠加新能源项目投资、资本开支增加，经营性现金流收缩，筹资活动成为关键补充。截至2024年，环保固废主业支撑经营性现金流增长，自由现金流逐渐修复。期间费用方面，由于布局新能源项目前期投资，公司财务费用率增幅较快，其他期间费用仍有效管控在一定水平。

图 10: 2018 年-2025Q3 公司现金流情况 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 11: 2019 年-2025Q3 公司期间费用率


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

1.3 市值管理: 增持、股权激励加码, 持续彰显管理层信心

多轮增持行动完成, 持续增持彰显管理层信心。2024 年以来, 公司董监高以及核心人员分别于 2024 年 2 月 6 日和 8 月 27 日启动增持计划, 目前两项增持计划均已超额完成最低目标, 增持金额超过 5000 万元。同时, 控股股东南通乾创于 2024 年 11 月启动增持计划, 截至 2025 年 5 月 12 日已累计增持 5533 万股, 增持股份占公司总股本的比例为 2.21%。一年内多次增持行动, 既体现内部对公司环保新能源双引擎战略的认可, 为业绩持续增长注入强心剂。

表 1: 2024 年以来公司增持计划

参与者	公告日	计划金额	进度	增持股数	增持金额
公司部分董事、监事、高级管理人员及核心人员	自 2024 年 2 月 6 日起 15 个交易日	不低于人民币 2000 万元 (含), 不超过人民币 6000 万元 (含)	截至 2024 年 3 月 5 日完成	1070 万股	3693.3 万元
公司部分董事、监事、高级管理人员及核心人员	自 2024 年 8 月 27 日起 6 个月内	不低于人民币 2,000.00 万元 (含)	截至 2025 年 2 月 26 日完成	482 万股	2149.5 元
控股股东南通乾创投资有限公司增持	自 2024 年 11 月 13 日起 6 个月内	不低于人民币 15,000 万元 (含), 不超过人民币 30,000 万元 (含)	截至 2025 年 5 月 12 日, 本次增持计划实施期限届满	5533 万股	28599.8 万元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

股权激励激发人才斗志, 严格考核确保机制有效。中国天楹 2023 年 10 月发布公告, 拟向 373 名激励对象授予 5093 万份股权。激励计划分为四个行权期, 按年考核业绩, 其中要求为 2026 年的收入、净利润分别达到 139.36 亿元/18.85 亿元, 年均计划同比增速达到 20%、50%。作为长效激励机制的重要组成部分, 通过业绩考核目标确保激励计划有效, 以实现公司中长期战略规划。

表 2: 公司股权激励方案

行权期	行权时间	行权比例	授予对象	授予数量	行权价	授予日
第一个行权期	2024.10.30-2025.10.30	20%	包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干在内的 373 名激励对象	5093 万份	3.94 元/股	2023.10.30
第二个行权期	2025.10.30-2026.10.30	30%				30

第三个行权期	2026.10.30-2027.10.30	25%
第四个行权期	2027.10.30-2028.10.30	25%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：公司股权激励考核目标

考核指标	考核目标			
	2023	2024	2025	2026
净利润(亿元)	5.46	8.38	12.57	18.85
计划同比增速		53%	50%	50%
营业收入(亿元)	73.7	96.48	115.91	139.36
计划同比增速		31%	20%	20%

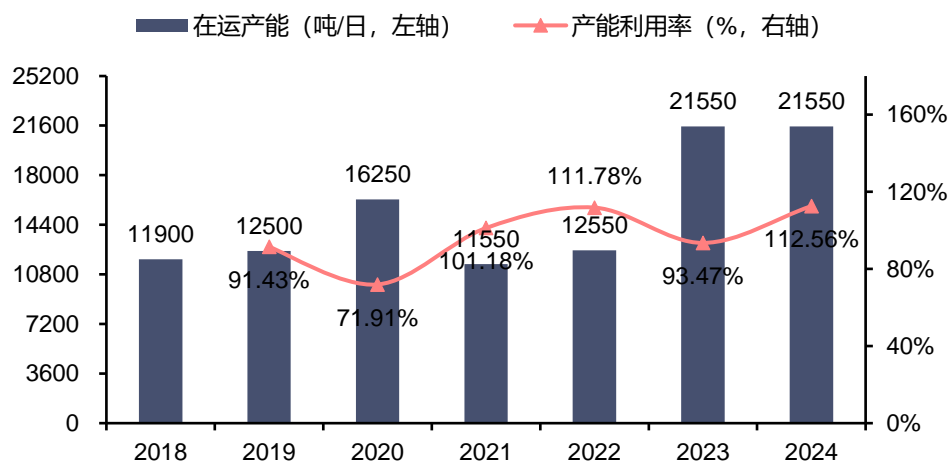
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、环保板块：深耕垃圾焚烧主业，夯实业绩基础

2.1 焚烧发电：立足国内，拓展海外，双线发展夯实固废基础

垃圾焚烧主业为本，在运规模达 21550 吨/日，产能利用率呈现上涨态势。随着 2022 年国内相关在建项目投入运营，公司的在运产能大幅上升。截至 2024 年，公司在运产能达到 21550 吨/日。目前国内还有 2750 吨/日的在建产能，后续国内市场产能趋于饱和，垃圾焚烧发电业务逐步进入稳定运营期。产能利用率方面，以每年运营 350 天测算，截止 2024 年，产能利用率维持在 110% 之上。伴随在建产能的消化，后续产能利用率或将继续上升，公司的运营效率将进一步提高。

图 12：垃圾焚烧发电在运产能和产能利用率



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

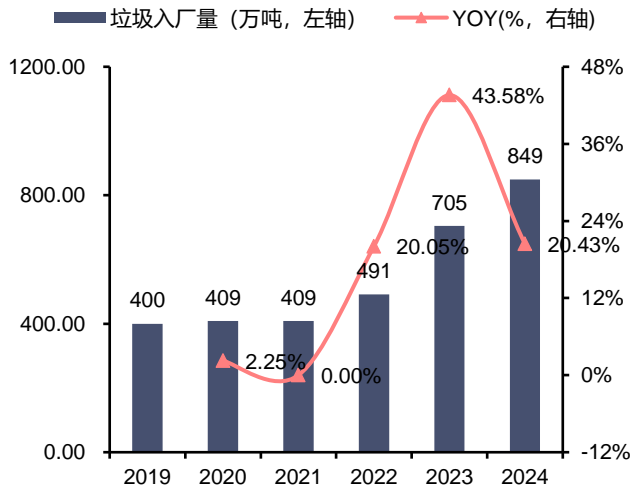
表 4：垃圾焚烧发电国内在建项目

项目名称	项目类型	焚烧产能 (吨/日)	特许经营年限	中标/签订时间	建设进度
长春双阳区项目	BOT	1050	30	2017	建设中
太和县项目(二期)	BOT	300			建设中
锡林浩特市 PPP 项目	PPP	500	30	2020	在建
孝义项目(一期)		900			建设中
合计		2750			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

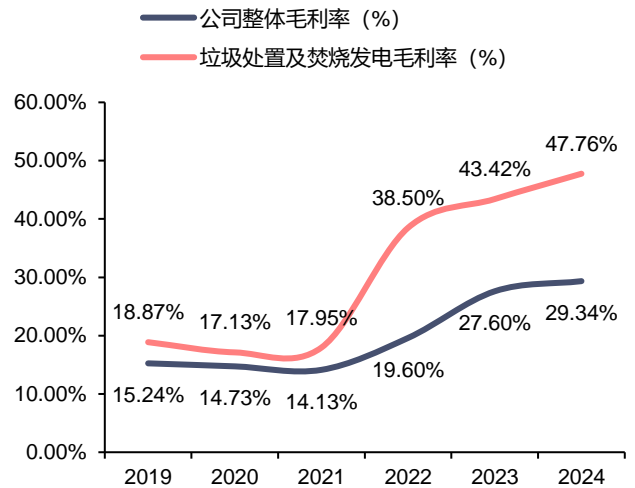
垃圾焚烧量、焚烧效率齐升，主业支撑公司整体毛利率改善。得益于 2023 年新增产能投入运营，公司垃圾焚烧入厂量大幅提升。截止 2024 年，年垃圾焚烧入厂量为 849 万吨，同比增长 20.43%。毛利率方面，由于 2021 年海外低毛利率项目的剥离，公司垃圾焚烧业务的毛利率大幅提升，截至 2024 年，焚烧业务毛利率稳定在 40% 以上。作为公司主要业务，焚烧业务的毛利率提升带动公司整体毛利率水平的改善，公司 2024 年的毛利率已较 2021 年翻一番。

图 13: 2019-2024 年垃圾焚烧入厂量



资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

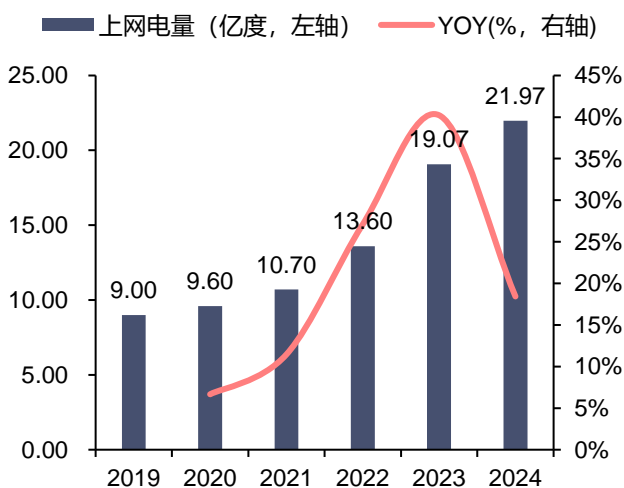
图 14: 2019-2024 年公司整体和垃圾焚烧业务毛利率



资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

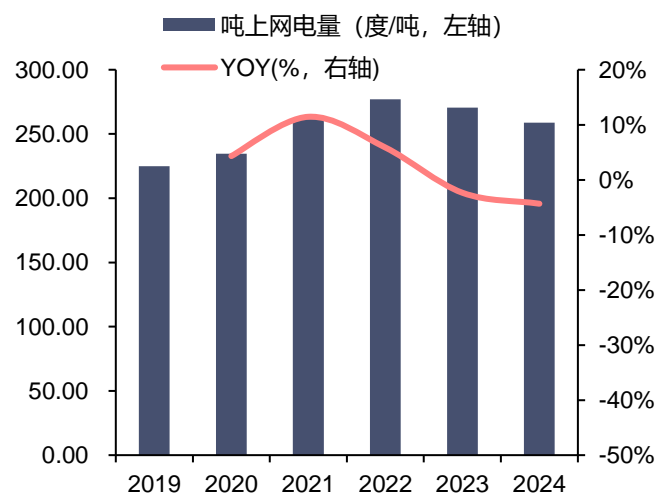
上网电量持续增长，吨上网电量保持稳定态势。为了应对国补退坡的挑战，公司深入推进环保板块在运项目的精细化管理，实现降本增效，产能利用率不断提高，吨上网电量维持在 250 度/吨附近。同时，由于垃圾焚烧发电项目投产，垃圾入厂量大幅增加，上网电量也实现持续增长，2024 年公司上网电量为 21.97 亿度。随着产能利用率的进一步提升，上网电量或将继续增长。

图 15: 中国天楹上网电量持续增长



资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 2019-2024 年吨上网电量及同比增速

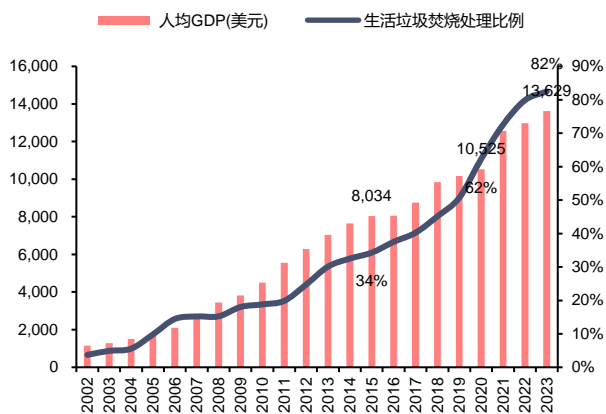


资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

国内垃圾焚烧式处理趋于饱和，东南亚有望打开垃圾焚烧产业新空间。近 20 年来，我国生活垃圾焚烧处理比例随人均 GDP 增长而持续攀升。截至 2023 年，我国人均 GDP 为 13629 美元，生活垃圾焚烧处理比例为 82%，趋于饱和。反观东南亚，根据 Maw Maw Tun 等人论文《Renewable Waste-to-Energy in Southeast Asia: Status, Challenges, Opportunities, and Selection of Waste-to-Energy Technologies》，除新加坡外，其余东盟国家当前垃圾处

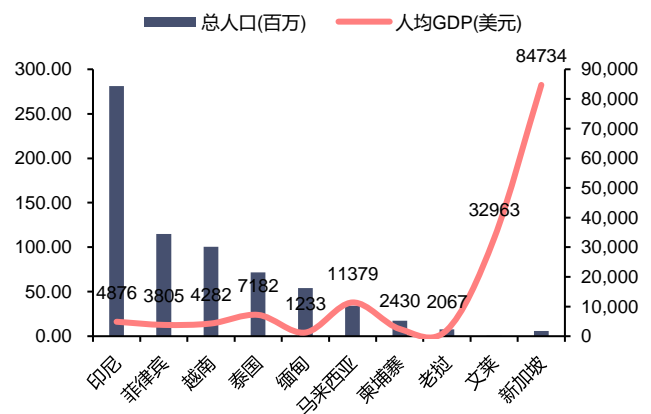
理仍以填埋和露天倾倒为主，焚烧率普遍低于 10%。综合来看，绝大部分东盟国家人均 GDP 落后于中国十年前水平，但城市化进程加快、人口密集、经济增长快，东南亚垃圾焚烧产业有望复制中国过去十年的发展轨迹，形成新的增长极。

图 17: 我国生活垃圾焚烧处理比例随人均 GDP 增长而上升



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18: 2023 年东盟十国人口与人均 GDP



资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心 注: 东盟十国指文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、缅甸、越南

长期政策支持能源再生利用，政策端利好垃圾焚烧落地。近年来，菲律宾、马来西亚等国家就制定相关法案，将垃圾焚烧纳入中长期规划；印尼、泰国等其他东盟国家也陆续出台相关政策支持垃圾焚烧产业发展，例如越南提出到 2030 年，将城市固体垃圾标准化处理率 达到 95%，直接填埋占比降至 10%。同时，相关政策的目标愈发清晰、补贴愈发明确，叠加长期政策的高确定性，政策端有助于东南亚地区的垃圾焚烧产业落地。

表 5: 部分东南亚国家垃圾焚烧相关政策

国家	年份	事件	内容
印尼	2024 年	G20 峰会	总统普拉博沃承诺，计划在 15 年内淘汰该国所有的燃煤发电厂以及所有其他化石燃料发电厂
菲律宾	2020 年 6 月	众议院气候变化委员会第 761 号决议	要求停止新建任何燃煤电站
马来西亚	2021 年 6 月	新能源发展规划	计划到 2025 年，国内可再生能源发电装机容量由当前的 8GW 增加至 18GW，占比由当前的 16% 提升至 31%，并在 2040 年将这一比例进一步提高至 40%；以 2005 年水平为基准，在 2030 年将国内能源部门的碳排放系数降低 45%，并在 2035 年进一步实现降低 60%；不再新建任何煤电项目，并在 2033 年停用总装机容量为 7GW 的燃煤电站。
泰国	2021 年	国家战略&泰国国民经济和社会发展“十三五”规划	提出 BCG (“生物-循环-绿色”) 发展模式，BCG 行业中投资数额最大的行业为：使用可再生能源发电（包括使用垃圾发电）
越南	2021 年 10 月	颁布第 1658 号决定，批准《2021 至 2030 年面向 2050 年绿色增长国家战略》	在推进绿色生活方式中提出，到 2030 年，城市固体生活垃圾回收并按标准化处理占比达 95%，直接填埋占比仅为 10%。到 2050 年，城市固体生活垃圾回收并按标准化处理占比达 100%
	2022 年 1 月	颁布第 08/ND-CP 号法令，对 2020 年颁布的《环境保护法》进行规范实施	明确以下三类环保企业将有资格享受鼓励政策优惠：涉及废物收集、处理、再利用或回收的企业；制造或提供环境保护技术、设备、产品和服务的企业；与环境保护相关的非商业活动
新加坡	2021 年 2 月 10 日	《2030 年新加坡绿色发展蓝图》	为城市绿化、可持续生活和绿色经济各方面制定明确目标。其中在可持续生活方面提出到 2026 年，将送往垃圾填埋场的废物垃圾量减少 2 成，到 2030 年减少 3 成。
缅甸	2018 年	《缅甸气候变化总体规划（2018-2030）》	提出建设低碳能源系统，将垃圾焚烧发电作为城市固废处理与能源供应结合的关键措施。明确需建立气候适应性强的废弃物管理体系，减少甲烷排放。
柬埔寨	2021 年 12 月	环境部发布《碳中和长期战略》(TS4CN)	在 2050 年实现碳中和的承诺目标，促进绿色增长，减少温室气体排放，发展可持续性的清洁能源
文莱	2021 年 11 月	在第 26 届联合国气候变化大会 (COP26) 上，与 70 多个国家签署《全球煤炭向清洁能源转型声明》	承诺扩大清洁发电设备部署，停止新发燃煤发电许可证，禁止新建燃煤发电项目，承诺到 2050 年实现净零排放目标

资料来源: 商务部对外投资合作国别指南, 昆明理工大学东盟研究中心, 北极星电力网, 信达证券研发中心

业务出海，河内垃圾焚烧发电项目成为绿色“一带一路”标志性工程。在“环保+新能源”双引擎和“国际+国内双循环”发展战略引领下，公司积极开展“一带一路”共建合作，先后在越南、新加坡、印度尼西亚等一带一路国家落地多个垃圾焚烧发电项目。其中越南河内项目作为公司自主投资、建设并顺利运营的超大型海外生活垃圾焚烧发电项目，总投资约 3.5 亿美元，年处理生活垃圾 176 万吨，每日发电量约 144 万度。2026 年 2 月 24 日，公司发布公告，其控股子公司河内天禹环保能源股份有限公司于近日正式收到越南河内市人民委员会签发的《投资主张变更批文》，获批投资扩建河内市朔山垃圾发电厂项目第二期，扩建项目将在现有 4000 吨/天处理规模的基础上，新增生活垃圾处理能力 1600 吨/天，同时配套增加发电容量 45MW。作为标杆项目，该项目展示出公司高效的核心技术成果输出能力，和优质完备的项目综合实施、落地能力，未来海外项目或将成为公司产能增长的重要支撑点。

表 6: 中国天楹海外焚烧发电项目

公司/项目名称	项目类型	处理规模 (吨/日)	状态	项目签订时间	特许经营期限
河内天禹环保能源股份公司(河内项目)	BOT	4000	在运	2018/8/9	49 年
河内天禹环保能源股份公司(河内项目二期)		1600	获批		
富寿天禹环保能源有限公司(富寿项目)	BOT	1000	在建	2017/10/11	50 年
清化天禹环保能源有限公司(清化项目)	BOT	1000	在建	2018/5/18	49 年
华楹私人有限公司(新加坡大士项目)	BOT	368	在建	2017/10/12	25 年
印度尼西亚雅加达首都特区南部服务区垃圾处理合作项目	BOO	1500	前期筹备阶段		25 年
马尔代夫首都马累附近的 Vilimalé 岛垃圾焚烧发电项目		500	前期筹备阶段		

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

2.2 环保装备：核心技术巩固公司护城河，智能制造推动环境设备升级

核心技术巩固护城河，全产业链布局彰显竞争优势。2019 年以来，公司环保装备业务以生活垃圾焚烧、建筑垃圾处理、危废处置等为核心领域，提供优质的整体解决方案及行业领先的新型核心装备，构建了覆盖全产业链的装备制造能力。在核心技术方面，公司依托自主研发的等离子体技术，实现了飞灰深度无害化处理。这一系列核心技术不仅巩固了行业护城河，还支撑了海外市场的拓展。

图 19: 公司环保类系列装备



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高端环保设备迈向国际市场，深度合作环卫巨头前景可观。公司依托自主核心技术打造的垃圾焚烧发电成套设备加速出海，成功切入马尔代夫、印度、法国等国际市场标杆项目。

其中，公司与全球环保巨头苏伊士集团开展紧密合作，为其法国 Valo'Marne 及 Novasteam 两大焚烧发电项目提供核心装备及技术服务。2024 年，公司欧洲地区营收约 9.3 亿元，占公司当期总营收的 16.4%；海外 EPC 总包业务及核心设备出口收入规模扩张有望为公司带来增量业绩。2025 年 12 月 11 日，中国天楹与苏伊士集团携手斩获法国图卢兹市米拉利尔区垃圾焚烧发电项目。其中，中国天楹作为关键设备供应商，主要提供焚烧炉与锅炉设计施工，合同总价款达 5600 万欧元。

表 7：中国天楹与苏伊士集团及其子公司近年来系列合同

项目名称	签订时间	签订对象	合同内容	项目总金额
法国图卢兹市米拉利尔区垃圾焚烧发电项目	2025 年 12 月	苏伊士国际	中国天楹与苏伊士集团携手斩获法国图卢兹市米拉利尔区垃圾焚烧发电项目。其中，中国天楹作为关键设备供应商，主要提供焚烧炉与锅炉设计施工	5600 欧元
全面战略合作框架协议	2024 年 11 月	苏伊士国际	苏伊士将与中国天楹分享更多的项目机会，推升中国天楹在垃圾焚烧发电工艺设备销售，如炉排、锅炉及烟气处理等业务上的跨越式发展。中国天楹也将向苏伊士国际提供先进垃圾焚烧发电设备及高品质服务	
Novasteam 垃圾焚烧发电厂项目	2023 年 7 月	法国子公司 Suez RV France	为法国东北部的 Novasteam 垃圾焚烧发电厂提供焚烧炉及锅炉设备	3462 万欧元
Valo'Marne 垃圾焚烧发电项目	2021 年 12 月	Valo'MarneSAS，由 Suez RV France 实际管理	为 Valo'Marne 新建的第三条焚烧线提供焚烧炉及锅炉等主要设备的工艺设计、采购、施工、现场安装、启动和调试等服务	3500 万欧元

资料来源：公司公告，中国固废网，信达证券研发中心

2.3 环境服务：构建环境服务全产业链，智慧管理云平台赋能模式创新

横跨固废管理和城市环境服务，技术及工艺覆盖全产业链。公司以垃圾焚烧发电为核心，依托末端处置优势持续向产业链上游延伸，构建起覆盖垃圾清洁、分类、转运、再生资源回收及城市综合环卫的一体化服务网络，形成“前端清扫-中端分选-末端处置”的全链条协同效应。通过整合危废、建筑垃圾、餐厨垃圾等多元固废处理能力，公司实现资源循环利用与无害化处置的深度结合，业务协同带来的降本增效显著提升运营竞争力。公司的城乡智慧环卫项目主要为政府采购项目，通过政府公开招标方式获取，处理费由政府相关部门结合清运区域工作量核定固定或单位处理费后按时支付。

图 20：环境服务业务细分图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

打造智慧环境管理云平台，城市环境服务模式再创新。公司自主研发的智慧环境管理云平台

台，深度融合物联网、云计算及大数据技术，实现对环卫人员、车辆、设施的全要素数字化管控，支撑固废收运处全流程实时调度与精准决策。该平台通过智能终端采集生产数据，构建垃圾处理动态数据库，推动管理向专业化、信息化升级，实现不同类型废弃物的资源化利用率与处置效率双提升。

图 21：智慧环境管理云平台



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

三、风物长宜放眼量，风光储氢氨醇业务有望成业绩增长亮点

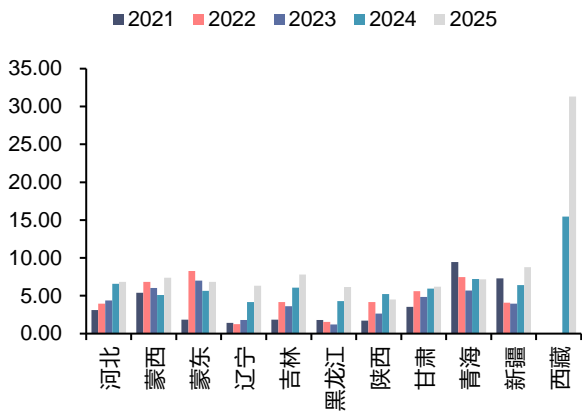
随着新能源装机占比的持续攀升，新能源发电固有的时空错配以及电网特高压建设的滞后性，意味着新能源的消纳问题将愈加严峻，风光储氢氨醇一体化项目的发展提供了能源保障的一种路径，伴随公司绿色氢氨醇项目的投产，公司新能源板块将成为又一重大看点。

3.1 新能源消纳备受挑战，风光储氢氨醇迎来发展机遇

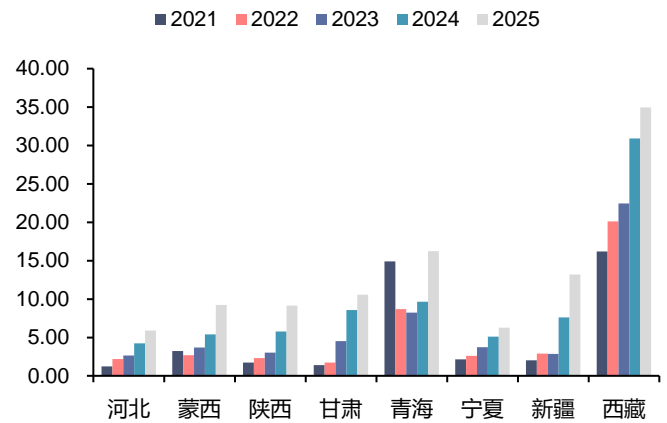
局部地区消纳问题依旧严峻，全国部分月份双弃率异常突升。消纳问题是指在新能源常规电源装机、负荷水平、以及电网安全稳定运行约束下，并网的新能源电源实际发电量与理论发电量的对比情况。目前，在部分区域和月份，弃风、弃光率已经出现边际上升。分地区对比来看，2025 年部分新能源大基地所在地区消纳率较低。根据全国新能源消纳监测预警中心数据，2025 年蒙西风电消纳率 92.6%，蒙东风电消纳率 93.18%，甘肃风电消纳率 93.8%，青海风电消纳率 92.81%。

图 22：2021-2025 部分地区弃风率 (%)

图 23：2021-2025 部分地区弃光率 (%)

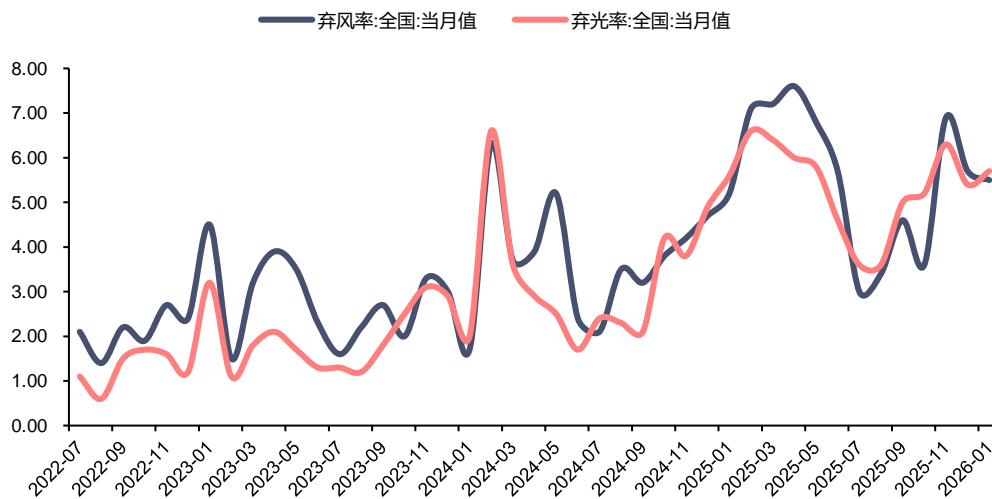


资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，信达证券研发中心



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，信达证券研发中心

图 24: 2022.07-2026.01 全国分月弃风率、弃光率 (%)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

3.2 政策支持引导，氢能应用领域有望全面拓展

2026 年 3 月 16 日，工业和信息化部、财政部、国家发展改革委联合印发《关于开展氢能综合应用试点工作的通知》，三部门通过“揭榜挂帅”方式，遴选产业基础好、应用场景丰富、氢能资源保障能力强、产业链条完整的城市群率先开展氢能综合应用试点，将氢能应用场景由燃料电池汽车向交通、工业等具备条件的多元领域拓展，推动氢能“制储输用”全产业链一体化融通发展。目标到 2030 年，城市群氢能在多元领域实现规模化应用，终端用氢平均价格降至 25 元/千克以下，力争在部分优势地区降至 15 元/千克左右。

表 8: 《三部门关于开展氢能综合应用试点工作的通知》政策要求梳理

场景类别	核心定位	申报条件	试点目标
燃料电池汽车	建设氢能高速公路/走廊	原则上应已推广 1500 辆及以上燃料电池汽车，已建成并投运 10 座及以上加氢站且单站加氢能力 500 千克及以上；具备较强的清洁低碳氢资源保障能力，清洁低碳氢终端售价不高于 35 元/千克。	推广 >8000 辆，新建加氢站 >30 座，终端氢价 ≤25 元/kg (优势地区 15 元/kg)
绿色甲醇	提升技术经济性、扩大下游消费	绿氢应用场景应有 1 个及以上建成或在建绿氢项目、产能不低于 10 万吨/年；绿色甲醇应用场景应有 1 个及以上建成或在建绿色甲醇项目、产能不低于 5 万吨/年	终端氢价 ≤25 元/kg，绿氢、绿色甲醇实际产量不低于设计产能的 60%，形成稳定的下游消纳渠道。

氢基化工原料替代	煤化工/炼化领域碳减排	有 1 个及以上已建成投产的氢基化工项目；具备稳定的原材料供给和产品销售渠道，上中下游企业间签订合作协议；具有丰富的可再生能源制氢资源，配套建成或在建的可再生能源制氢产能不低于 1 万吨/年。	终端氢价 ≤ 25 元/kg；可再生能源制氢替代比例逐年提升（5%→6%→8%→12%）
氢冶金	钢铁行业低碳工艺转型	具有 1 个及以上已建成或在建的氢冶金项目，产能不低于 30 万吨/年；已建成或在建的清洁低碳氢产能不低于 1 万吨/年；氢冶金项目入炉还原气氢含量不低于 50%	再生能源制氢终端用氢价格不高于 25 元/千克，工业副产氢不高于 15 元/千克。实际产量 ≥ 设计产能 70%
掺氢燃烧	工业和居民用热绿色化	已建成或在建 1 个及以上掺氢燃烧项目和 1 条及以上输氢管道；工业掺氢燃烧项目掺氢比例 ≥ 5%，用氢规模 ≥ 2000 吨/年	关键技术装备实现突破和产业化应用，终端用氢价格不高于 25 元/千克
创新应用场景	轨道机车、船舶、航空器等多元探索	具备氢动力轨道机车、船舶、矿卡、叉车、两轮车、航空器、备用电源、热电联供、新型储能、电子、制药等场景氢能应用项目建设运营经验，具有 1 个及以上已建成或在建的相关项目	关键技术装备实现突破和产业化应用，电子、制药等场景氢气提纯前的供给价格不高于 25 元/千克。

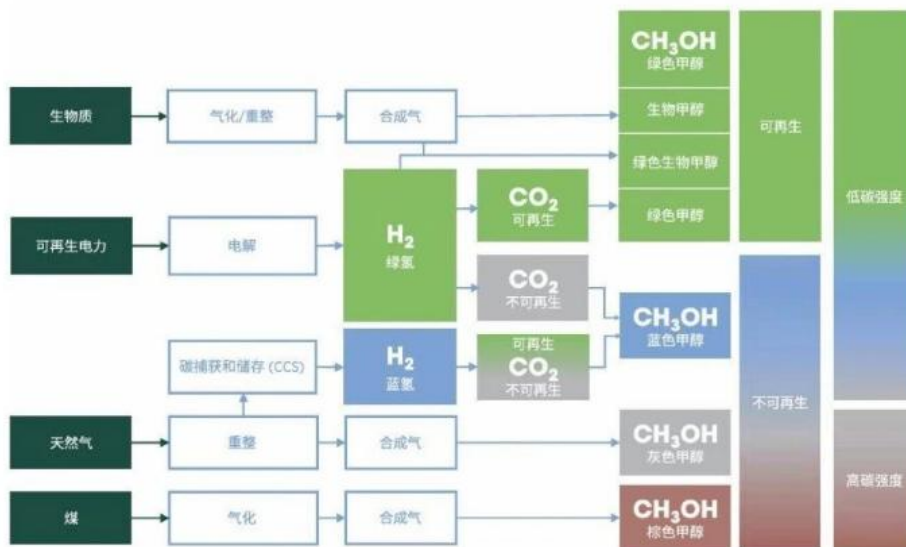
资料来源：工信部，信达证券研发中心

化工是绿氢规模化应用的核心场景。2025 年 12 月，国家发改委发布《加快构建现代化基础设施体系》提到，在能源领域，要重点以灰氢替代、绿色船燃等应用为牵引，推进全国绿色氢氨醇规划布局。2026 年 3 月，国家能源局召开绿色燃料座谈会，提到发展绿色燃料产业有利于替代石油、保障能源安全，有利于降低碳排放、促进绿色发展，有利于促进新能源非电利用和消纳、增强发展新动能，是能源领域新质生产力发展的重要方向。这标志着氢能产业应用将不仅聚焦在燃料电池汽车，而是回归到工业领域，通过与化工产业的深度耦合实现规模化与商业化落地。根据《中国绿氢产业发展白皮书》，绿氢应用中化工应用占比约为 90.49%，规划消纳绿氢产能约 995.65 万吨，主要用于以绿醇、绿氨以及 SAF 等为代表的氢基能源制备。

✓ 绿色甲醇：

绿醇的定义主要取决于甲醇的合成原料——氢气/合成气及二氧化碳的来源。2021 年国际可再生能源署发布《创新场景：可再生甲醇》，报告指出用于生产绿色甲醇的所有原料和能源都必须为可再生的能源或原料。目前全球范围内甲醇仍然几乎由化石燃料生产，天然制甲醇占 65%，煤制甲醇占 35%。只有不到 1% 来自可再生资源。根据国际可再生能源机构预计，2028 年全球甲醇产能将达到 2 亿吨/年，其中绿色甲醇占比或将达到 10%。

图 25：绿色甲醇主要生产路线



资料来源：香橙会，IRENA，信达证券研发中心

绿醇下游应用与全球碳排放政策紧密相关，中短期看绿醇主要应用于航运业的减碳进程中。2025年4月，各国投票批准《防止船舶污染公约》附则VI修正案草案——IMO净零排放框架，设立全生命周期碳排强度（GFI）标准，对超过标准的排放收取罚款，预期将超过欧盟罚款水平。草案通过后，将强制要求总吨位超过5000吨的大型远洋船舶执行，这些船舶的二氧化碳排放量占国际航运二氧化碳排放总量的85%。

✓ 绿色合成氨

合成氨是我国碳排放量最高的化工行业。合成氨与甲醇同在生产化学品的四大关键基础化学原料之中。我国是全球最大的合成氨生产国和消费国，2024年全球氨产能预计达到2.47亿吨，中国氨产能预计达到8033万吨，约占全球产能的32.5%；全球氨消费量预计达到1.8亿吨，中国氨表现消费量预计为5933万吨，约占全球消费的32.9%。目前，合成氨主要由化石燃料制取而成，国内75%的氨为煤制氨，其余大部分为天然气制氨，约占总产能的22%。

绿氨目前在发电行业有一定应用，通过与传统化石燃料掺烧实现减碳。在可再生能源优先上网的背景下，煤电机组无法维持平稳运行，调节或启停频率明显增加，设备寿命因此受到较大影响。而在进行绿氨掺烧后，火电厂可以获得更多的发电上网指标与利用小时数，同时降低了部分碳排放，可以使火力发电厂的效益大幅增加，减缓可再生能源发电带来的冲击。

除掺氨燃烧发电外，绿氨在中远期的主要消纳领域在航运业和化工业。ABS与DNV预测2050年航运业氨燃料的使用比例分别为33%、24%，按照6亿吨的船燃总量计算，航运业在2050年可消纳绿氨1.4亿-2亿吨。化工业方面，在2030年碳达峰化工业纳入碳市场后，绿氨将逐渐取代部分或全部现有灰氨市场，以2023年至2024年氨消费量增长6%计算，2030年预计氨消费量为8400万吨，以10%绿氨替代比例计算，2030年化工业可消纳840

万吨绿氨。

3.3 公司规模布局成形，产业链闭环成势

在手项目总投资超千亿，项目投建逐步兑现预期。截至 2025 年 3 月，公司在手项目总投资超千亿元，重点推进吉林辽源、松原，黑龙江安达及内蒙古通辽等四大产业基地。项目依托“风光发电+重力储能+绿氢合成”技术体系，配套重力储能设施，并通过与阳光氢能合作部署柔性制氢系统，保障绿氢稳定供应，生产绿氨、绿色甲醇。

以安达项目为例，项目新能源装机容量高达 1.8GW，其中风力发电部分为 1.4GW，光伏发电部分为 0.4GW；配套建设 140MW/280MWh 容量的重力储能设施；绿氢装置规模 10 万吨/年，氨装置规模 3.8 万吨/年，甲醇装置规模 62 万吨/年。在项目投建方面，辽源项目首期 10 万吨绿色甲醇产能已于 2024 年 4 月开工，预计 2026 年逐步投产，安达项目也进入分阶段建设期，目前正在有序推进施工。

表 9：公司在手风光储氢氨醇一体化项目

项目名称	项目概况
科左中旗风光储氢氨一体化产业园项目	配套新能源规模 130 万千瓦,设计制氢能力 5 万吨/年, 用氢场景为配套建设年产 48 万吨合成氨
安达风光储氢氨一体化项目	新能源装机容量高达 1.8GW, 其中风力发电部分将达到 1.4GW, 光伏发电部分为 0.4GW; 配套建设 140MW/280MWh 容量的重力储能设施; 绿氢装置规模 10 万吨/年, 氨装置规模 3.8 万吨/年, 甲醇装置规模 62 万吨/年
辽源风光储氢氨一体化项目	新能源装机容量 2.639GW; 年产绿氢 15 万吨、绿甲醇 80 万吨, 首期工程拟建设 2.7 万吨/年绿氢, 15 万吨/年甲醇产线
松原市天枢风光储氢氨醇一体化项目(化工一期)	拟建设 2 万吨/年绿氢产线, 15 万吨/年甲醇合成(CO 合成)及配套系统工程及 5 万吨/年甲醇合成(CO2 合成)工程

资料来源：北极星氢能网，新华网，碳索氢能网，信达证券研发中心

图 26: 辽源首期绿色甲醇项目开工仪式


资料来源: 新华网, 信达证券研发中心

市场定位聚焦高端清洁能源与化工原料替代, 产品线覆盖绿氢、绿氨及绿色甲醇。绿氢 (规划总产能约 25 万吨/年) 主要满足东北工业基地脱碳需求及出口; 绿甲醇 (规划 142 万吨/年) 通过欧盟 ISCC 认证, 锁定国际航运燃料市场 (如绿色航煤) 及化工原料替代, 抢占欧洲及亚太溢价市场; 绿氨 (3.8 万吨/年) 则瞄准国内农业化肥升级需求。公司通过“国内国际双循环”战略, 一方面对接吉林“氢动吉林”等政策红利, 另一方面凭借国际认证资质拓展海外高附加值市场, 新能源业务收入或将成为核心增长极。根据公司 2026 年 3 月 1 日投资者管理信息, 公司目前已与国际头部能源巨头签订了公司全球首单电制甲醇供货订单, 标志着公司绿色甲醇产品正式进入国际主流能源企业供应体系。此外, 公司正与多家国际能源公司、航运公司就电制甲醇供应进行深入商谈, 各项洽谈有序推进, 有望持续获得新的订单。

表 10: 产能规划与市场定位

产品类型	规划总产能	应用场景	市场定位
绿色甲醇	80 万吨 (辽源) +62 万吨 (安达)	替代传统甲醇 (化工原料)、绿色航运燃料	欧盟、亚太高端市场
绿氢	15 万吨 (辽源) +10 万吨 (安达)	合成氨、甲醇原料; 交通与工业脱碳	东北工业基地+出口
绿氨	3.8 万吨 (安达)	化肥、工业原料; 潜在储能载体	国内农业与化工需求

资料来源: 北极星氢能网, 新华网, 碳索氢能网, 信达证券研发中心

四、盈利预测

➤ 垃圾处置及焚烧发电板块

根据公司披露的国内外在手项目情况, 预测 2025-2027 年国外垃圾焚烧产能仍有增长空间。考虑到目前垃圾入厂量和上网电量保持持续增长趋势, 且公司近年产能利用率较高, 我们预计 2025-2027 年垃圾处置及焚烧发电板块营收将持续增长, 但谨慎考虑海外项目投产时间存在不确定性, 因此假设营收增速为 3%、4%、5%, 毛利率稳定在 48%。

➤ 环境服务板块

环境服务板块大多属于合同制服务, 短期内营收较为稳定; 且公司还会陆续签订新的环卫合同, 预计 2025-2027 年营收增速保持在 5%, 毛利率稳定在 24%。

➤ 建造服务板块

尽管 2024 年建造服务板块表现下滑，但由于公司吉林、黑龙江风光储氢氨醇项目陆续投建，且多采用 EPC 模式，预计建造服务营收 2025 年和 2026 年还是会保持一定增幅。2025-2027 年毛利率保持在 20%。

➤ 新能源板块

伴随风光储氢氨醇项目的完工，尤其是绿醇的销售将进一步增厚营收与利润。假设 2026-2027 年绿色甲醇销量分别为 2.5 万吨、7.5 万吨；根据金联创氢能团队的研究估算，内蒙古易高项目生产的绿色甲醇，作为船舶燃料在上海港的加注价格约 7200 元/吨。参考金风科技提供生物甲醇现货的价格近 6000 元/吨，我们选取中值 6600 元/吨。预计 2026-2027 营收分别为 1.65 亿、4.95 亿，毛利率在 32%。

表 11：中国天楹分板块营收预测

垃圾处置及焚烧发电					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	20.77	24.47	25.21	25.96	26.74
营收增速 (%)	33%	18%	3%	4%	5%
毛利率 (%)	43%	48%	48%	48%	48%
城市环境服务					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	10.62	10.46	11.51	12.43	13.17
营收增速 (%)	18.2%	-1.5%	5%	5%	5%
毛利率 (%)	25%	24%	24%	24%	24%
提供建造服务					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	10.92	10.11	10.31	10.51	10.62
营收增速 (%)		-7.4%	2.0%	2.0%	1.0%
毛利率 (%)	15.3%	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
新能源					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)				1.65	4.95
营收增速 (%)					200%
毛利率 (%)				32%	32%
其他					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	10.93	11.64	11.99	12.35	12.72
营收增速 (%)		6.5%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率 (%)	12.8%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

五、风险提示

(1) 地缘政治风险。公司有一定比例的出海业务，且产能可观。但由于业务主要在海外，可能面临一定的地缘政治风险，导致项目运营不够稳定。

(2) 新能源项目投产进度不及预期。公司在手的新能源项目较多，短期内投资压力较大，可能会出现现金流紧张情况，进而导致在建项目的进度不及预期。

(3) 汇率风险。公司有一定的海外业务，外汇收入与人民币转换，受汇率波动影响，可能带来损失。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	5,366	5,506	6,854	7,819	8,795	
货币资金	1,379	1,444	2,864	3,258	3,780	
应收票据	15	15	12	16	16	
应收账款	2,504	2,353	2,304	2,603	2,798	
预付账款	215	204	198	226	239	
存货	315	279	315	332	352	
其他	937	1,211	1,161	1,385	1,610	
非流动资产	22,746	23,814	24,729	24,749	24,753	
长期股权投资	242	232	232	232	232	
固定资产(合计)	2,691	2,644	2,863	3,011	3,147	
无形资产	13,939	14,881	14,281	13,781	13,281	
其他	5,873	6,057	7,353	7,725	8,093	
资产总计	28,112	29,320	31,582	32,569	33,547	
流动负债	8,022	8,498	9,537	10,000	10,293	
短期借款	2,443	2,829	3,829	3,829	3,829	
应付票据	92	0	47	51	37	
应付账款	2,778	2,665	2,644	2,954	3,141	
其他	2,709	3,005	3,017	3,165	3,287	
非流动负债	9,254	9,889	10,589	10,589	10,589	
长期借款	4,325	5,075	5,775	5,775	5,775	
其他	4,928	4,814	4,814	4,814	4,814	
负债合计	17,276	18,387	20,126	20,589	20,882	
少数股东权益	186	179	1,117	2,044	3,052	
归属母公司股东权益	10,651	10,754	10,340	9,936	9,613	
负债和股东权益	28,112	29,320	31,582	32,569	33,547	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	5,324	5,667	5,848	6,225	6,792	
同比(%)	-20.6%	6.5%	3.2%	6.5%	9.1%	
归属母公司净利润	337	280	389	493	657	
同比(%)	173.1%	-17.0%	38.9%	26.7%	33.4%	
毛利率(%)	27.6%	29.3%	29.7%	29.9%	30.1%	
ROE%	3.2%	2.6%	3.8%	5.0%	6.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.12	0.16	0.21	0.28	
P/E	35.29	40.58	40.96	32.32	24.23	
P/B	1.11	1.08	1.54	1.60	1.66	
EV/EBITDA	12.06	11.39	14.82	13.87	11.94	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	5,324	5,667	5,848	6,225	6,792	
营业成本	3,854	4,005	4,109	4,366	4,747	
营业税金及附加	49	52	50	56	60	
销售费用	52	47	49	50	56	
管理费用	541	499	538	560	543	
研发费用	72	95	108	101	117	
财务费用	359	479	332	364	362	
减值损失合计	-47	-134	-96	-96	-46	
投资净收益	0	0	-97	-34	-50	
其他	79	132	91	109	125	
营业利润	427	489	560	707	937	
营业外收支	-7	-28	-13	-13	-12	
利润总额	420	460	547	694	925	
所得税	36	150	142	180	241	
净利润	384	310	405	513	685	
少数股东损益	47	30	16	21	27	
归属母公司净利润	337	280	389	493	657	
EBITDA	1,594	1,780	1,645	1,729	1,964	
EPS(当年)(元)	0.14	0.12	0.16	0.21	0.28	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	481	655	1,691	1,542	1,679	
净利润	384	310	405	513	685	
折旧摊销	807	793	781	691	705	
财务费用	358	493	348	382	382	
投资损失	0	0	97	34	50	
营运资金变动	-1,089	-944	-49	-189	-200	
其它	20	4	109	109	58	
投资活动现金流	-2,178	-1,295	-1,811	-765	-775	
资本支出	-2,379	-1,935	-1,339	-713	-712	
长期投资	199	640	-10	-5	-8	
其他	2	0	-462	-47	-56	
筹资活动现金流	1,326	578	1,540	-382	-382	
吸收投资	12	3	0	0	0	
借款	951	1,136	1,700	0	0	
支付利息或股息	-373	-542	-348	-382	-382	
现金流净增加额	-359	-66	1,420	394	522	

研究团队简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。