



陕西省属煤炭龙头，产量稳健售价弹性高

2026年5月11日

核心观点

- **陕西省属上市煤企，煤炭储量优质丰富。**公司是陕西煤业化工集团下属企业，截至2025年末公司拥有煤炭储量207.52亿吨、可开采储量115.11亿吨，核定产能1.64亿吨，可开采年限约70年，97%以上的煤炭资源位于陕北矿区、彬黄等优质采煤区，90%以上的煤炭储量属于优质煤，公司煤炭储量及品质位于中国煤炭上市公司是前列。2024年公司完成收购集团电力自产，形成“煤电一体化”布局，平滑煤炭价格周期性波动对公司业绩的影响，截至2025末公司在运、在建煤电装机分别为10.86GW、9.32GW。
- **煤炭产量稳健增长，自产煤售价弹性较高。**受益于新矿投产与收购，近年来公司煤炭产量、产能逐年提升，其中产量由2016年9205万吨提升至2025年1.75亿吨，同期煤炭产能由8705万吨提升至1.64亿吨，年复合增速分别为7.4%和7.3%。未来小壕兔一号和西部勘探区手续有望得到批复，核准后公司煤炭产能有望再增加2300万吨/年，增幅14%。公司官网披露其长协煤占比约30%，因此市场煤价对于公司自产煤售价影响较大。例如2024、2025年自产煤平均售价分别为532元/吨、444元/吨，降幅分别为10.0%、16.6%，同期秦皇岛5500大卡动力煤均价分别为855元/吨、697元/吨，降幅分别为11.4%、18.5%，近两年自产煤售价降幅约为市场煤价降幅的90%。2026年以来市场煤价强势反弹，公司自产煤售价与业绩有望回升。
- **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750-850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192.08、219.29、236.90亿元，对应当前PE分别为12.8x、11.2x、10.4x。公司业绩与现金流稳健，十四五以来每年现金分红率在55%-60%区间，2025年每股分红0.948元，当前收盘价对应股息率为4.0%。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) | 158,179 | 170,760 | 179,855 | 186,820 |
| 收入增长率 | -14.1% | 8.0% | 5.3% | 3.9% |
| 归母净利润(百万元) | 16,765 | 19,208 | 21,929 | 23,690 |
| 利润增速 | -25.0% | 14.6% | 14.2% | 8.0% |
| 毛利率 | 29.1% | 30.6% | 32.0% | 32.7% |
| 摊薄EPS(元) | 1.73 | 1.98 | 2.26 | 2.44 |
| PE | 14.68 | 12.81 | 11.22 | 10.39 |
| PB | 2.54 | 2.34 | 2.16 | 2.02 |
| PS | 1.56 | 1.44 | 1.37 | 1.32 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

陕西煤业 (601225.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05月08日

| | |
|------------|----------|
| 股票代码 | 601225 |
| A股收盘价(元) | 23.83 |
| 上证指数 | 4,179.95 |
| 总股本(万股) | 969,500 |
| 实际流通A股(万股) | 969,500 |
| 流通A股市值(亿元) | 2,310 |

相对沪深300表现图

2026年05月08日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

| | |
|------------------------------|----|
| 一、 陕西省属上市煤企，稳健业绩支撑高分红 | 3 |
| (一) 陕西省属上市煤企，储量及产能位居前列 | 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，自产煤售价弹性强 | 7 |
| 三、 盈利预测与估值 | 10 |
| (一) 盈利预测 | 10 |
| (二) 估值分析 | 10 |
| 四、 风险提示..... | 12 |

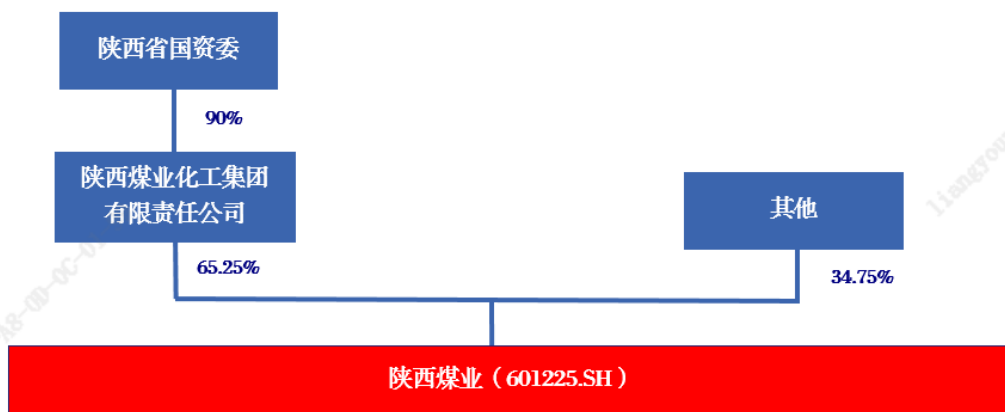
一、陕西省属上市煤企，稳健业绩支撑高分红

（一）陕西省属上市煤企，储量及产能位居前列

陕西省属上市煤企，煤炭储量及产能位于国内前列。陕西煤业股份有限公司（“陕西煤业”）是陕西煤业化工集团公司以煤炭主业资产出资，联合三峡集团、华能开发、陕西有色、陕鼓集团于2008年12月共同发起设立的股份有限公司。2014年，公司在上海证券交易所挂牌上市。公司具有较强的资源优势、产品优势、区位优势、政策优势和专业化管理优势。截至2025年末，公司拥有煤炭储量207.52亿吨、可开采储量115.11亿吨，核定产能1.64亿吨，可开采年限70年以上，煤炭资源储量、产能位于中国煤炭上市公司前列。公司97%以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，特别是陕北地区煤炭赋存条件好，埋藏浅，开采技术条件优越，矿井均为大型现代化矿井，开采成本低，生产成本优势明显。产煤区90%以上的煤炭储量属于优质煤，煤质优良，属特低灰、特低磷、特低硫、中高发热量的优质动力煤、气化煤和理想的化工用煤，在全国范围内具有较强竞争优势。

陕西煤业化工集团是公司控股股东，持股比例超过65%。截至2026年3月，陕西煤业化工集团（陕煤集团）持有公司65.25%的股份，是公司控股股东，陕西省国资委是公司实际控制人。陕煤集团是陕西省委、省政府为充分发挥陕西煤炭资源优势，从培育壮大能源化工支柱产业出发，按照现代企业制度要求，经过重组发展起来的国有特大型能源化工企业，是陕西省能源化工产业的骨干企业，也是省内煤炭大基地开发建设的主体。陕煤集团自2004年成立以来，经过20年的改革发展，通过投资新建、收购兼并、资产划转、内部重组等多种途径，形成了“煤炭、化工、电力、钢铁、装备制造、建筑建材、铁路物流、科技、金融、现代服务”等相关多元互补、协调发展的产业格局。2025年，陕煤集团生产煤炭2.58亿吨、化工产品1764万吨、粗钢944万吨、发电621亿千瓦时，实现营收5011亿元，利润350亿元。

图1：陕西煤业股权结构（截至2026年3月）

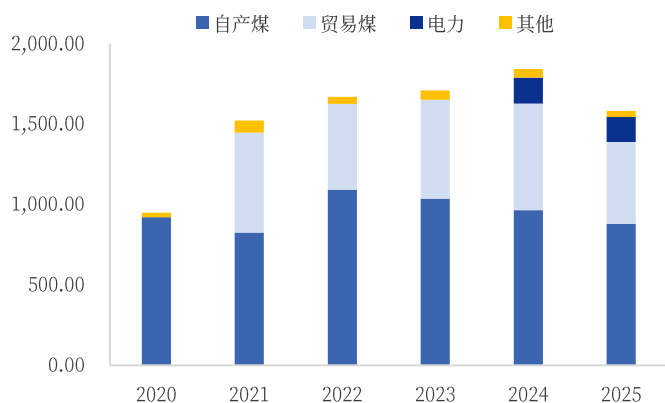


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）经营业绩稳健，分红率维持高位

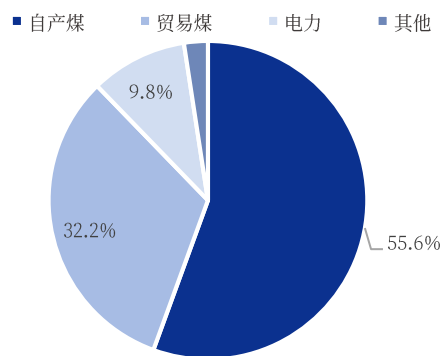
煤电一体化经营模式，其中煤炭收入占比约90%。公司主营业务是煤炭的开采、洗选与销售，同时正加速向“煤电一体化”延伸。2025年公司煤炭产量1.75亿吨、煤炭销量2.52亿吨、发电量418亿千瓦时、售电量393亿千瓦时。从营收结构来看，煤炭占绝对主导，2025年自产煤、贸易煤、电力业务营收分别为878.94亿元、509.09亿元、155.45亿元，占比分别为55.6%、32.2%、9.8%，自产煤和贸易煤合计营收占比约为90%。

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

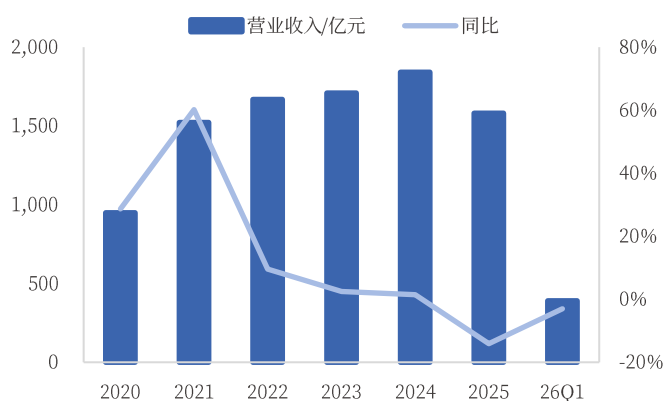
图3：公司 2025 年营收占比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

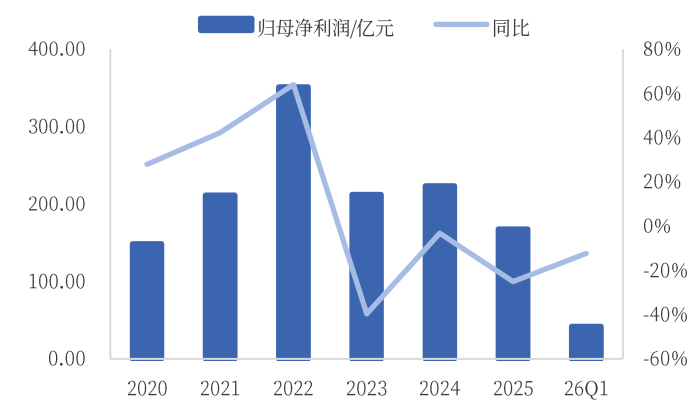
近年来公司业绩与市场煤价高度相关，呈现周期性特征。复盘十四五以来公司业绩表现，2021-2022 年，全球能源紧张推动煤价大涨，2022 年归母净利润达到近五年峰值 351.2 亿元，同比增长 64.0%，利润增幅远超营收；2023 年以来，煤价进入下行周期，公司营收、归母净利润承压下行，其中 2025 年、2026Q1 公司归母净利润分别为 167.7 亿元、42.1 亿元，同比分别下降 25.0%、12.4%，2025 年归母净利润较 2022 年峰值降幅约 50%。

图4：公司 2020-2026Q1 年营收及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

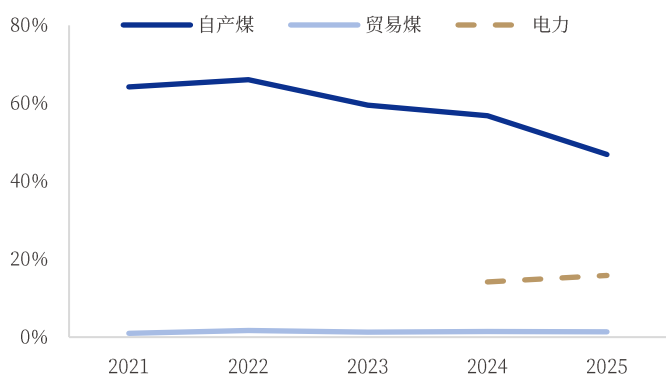
图5：公司 2020-2026Q1 年归母净利润及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

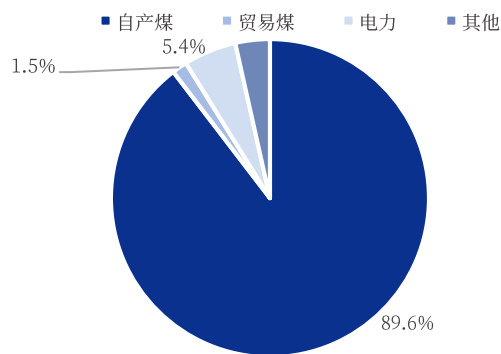
自产煤毛利率近年来虽有所回落但仍在 45% 以上，是公司主要毛利来源。公司自产煤毛利率与公司业绩走势类似，与市场煤价高度相关，呈现周期性特征。2022 年煤价处于历史高位，自产煤毛利率达到 66%，2023 年以来煤价虽大幅回落，但公司依靠优质资源禀赋带来的成本优势，自产煤毛利率始终维持在 45% 以上。2025 年公司自产煤业务毛利 411.9 亿元，占比 89.6%。此外，发电板块是缓冲煤价周期波动的关键稳定器，煤价高时煤电成本承压，煤价低时煤电利润增厚，随着市场煤价回落，发电板块毛利率由 2024 年 14.2% 提升至 2025 年 15.8%。

图6: 公司 2021-2025 年分板块毛利率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

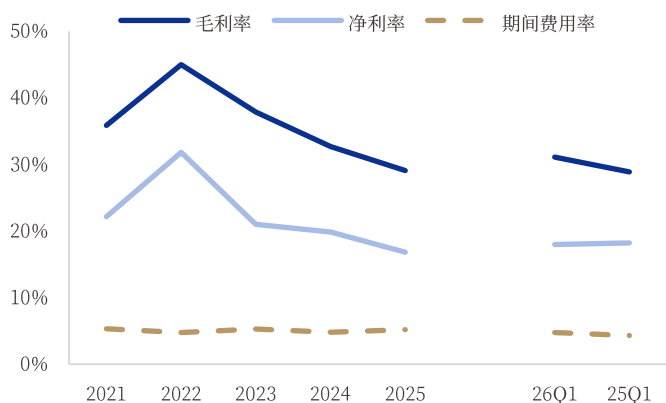
图7: 公司 2025 年毛利构成



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

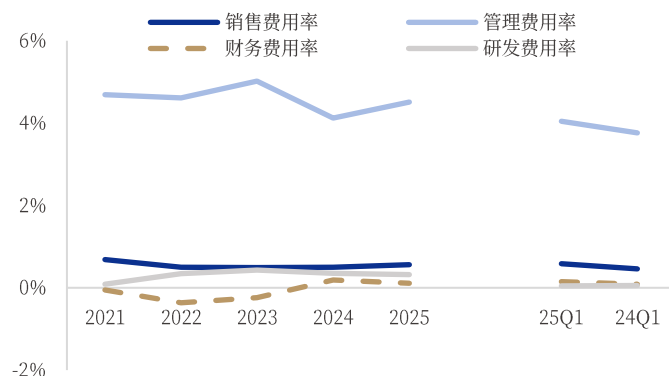
公司毛利率、净利率水平随市场煤价波动,但整体维持在较高水平。2022 年煤价处于历史高位,公司整体毛利率、净利率分别达到 45.0%、31.8% 的高位; 2023 年以来煤价虽大幅回落,但公司依靠优质资源禀赋带来的成本优势,煤炭毛利率始终维持在 30% 以上,因此 2025 年、2026Q1 公司毛利率、净利率仍分别维持在 30%、17% 的较高水平。期间费用率来看,公司期间费用以管理费用为主,近年来公司管理费用率、期间费用率分别在 4%、5% 左右。

图8: 公司 2021-2025 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

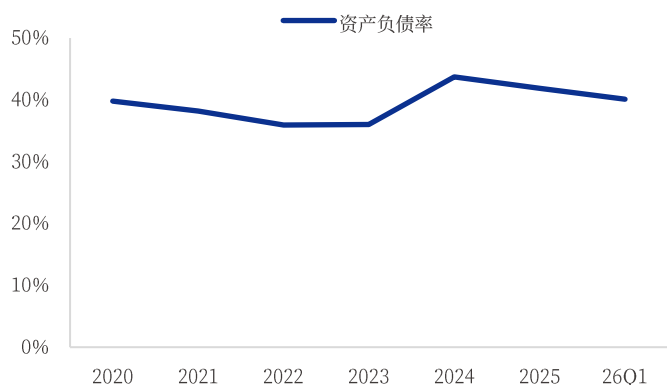
图9: 公司 2021-2025 年期间费用率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

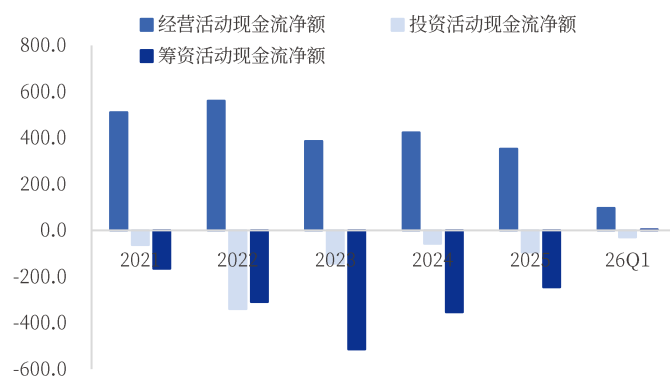
资产负债率 40% 左右,经营性现金流与业绩高度相关。2020 年以来,公司资产负债率在 40% 左右小幅波动,2026 年一季度末资产负债率为 40.1%。2020 年以来,公司经营性净现金流与业绩高度相关,2022 年归母净利润处于历史高位时,经营性净现金流也达到 561.4 亿元的历史高位,2023 年以来业绩回落时,经营性净现金流随之回落,其中 2025 年经营性净现金流为 352.7 亿元,较 2022 年历史高位下降 37.2%。

图10: 公司资产负债率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

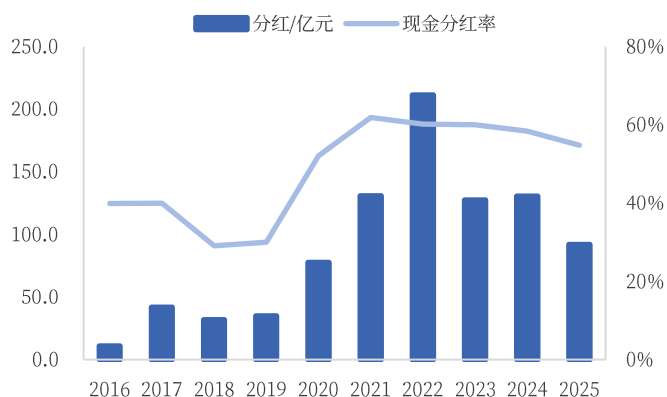
图11: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

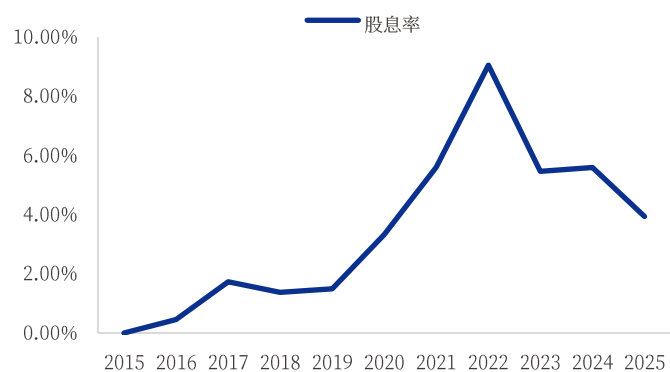
十四五以来现金分红率在 55-60% 区间，后续有望维持较高水平。近十年来公司逐年分红，其中十四五以来现金分红率中枢提升，平均现金分红率在 55%-60% 区间。2021 年、2022 年市场煤价高位时，公司现金分红率超过 60%，2023 年以来市场煤价回落，公司现金分红率略有下滑但仍保持在 55% 左右。根据公司《关于 2025 年度“提质增效重回报”行动落实情况及 2026 年度“提质增效重回报”行动方案》，公司 2026 年继续建立“长期、稳定、可持续”的股东价值回报机制，在满足现金分红条件的基础上，根据实际经营情况、战略发展规划以及业务资金需求，坚持“股东利益最大化”原则，优先采用现金分红的利润分配方式。在兼顾公司长远发展的同时，保持分红的稳定性、及时性和可预期性。

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

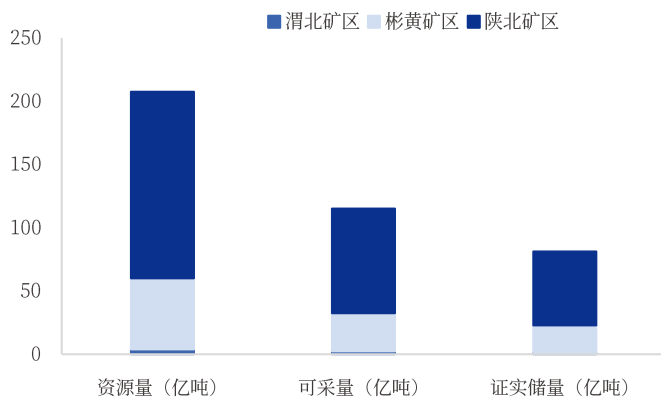


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

二、煤炭产量稳步提升，自产煤售价弹性强

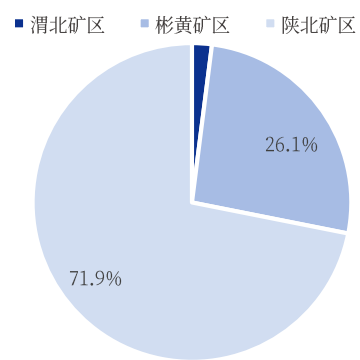
公司煤炭资源储量丰富，品质优异。公司煤炭资源储量丰富、品质优异、赋存条件好，自然灾害少。截至 2025 年末，公司拥有煤炭储量 207.52 亿吨、可开采储量 115.11 亿吨，核定产能 1.64 亿吨，可开采年限约 70 年，97% 以上的煤炭资源位于陕北矿区（神府、榆横）、彬黄（彬长、黄陵）等优质采煤区，产煤区 90% 以上的煤炭储量属于优质煤，公司的煤炭资源储量位于中国煤炭上市公司前列。

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

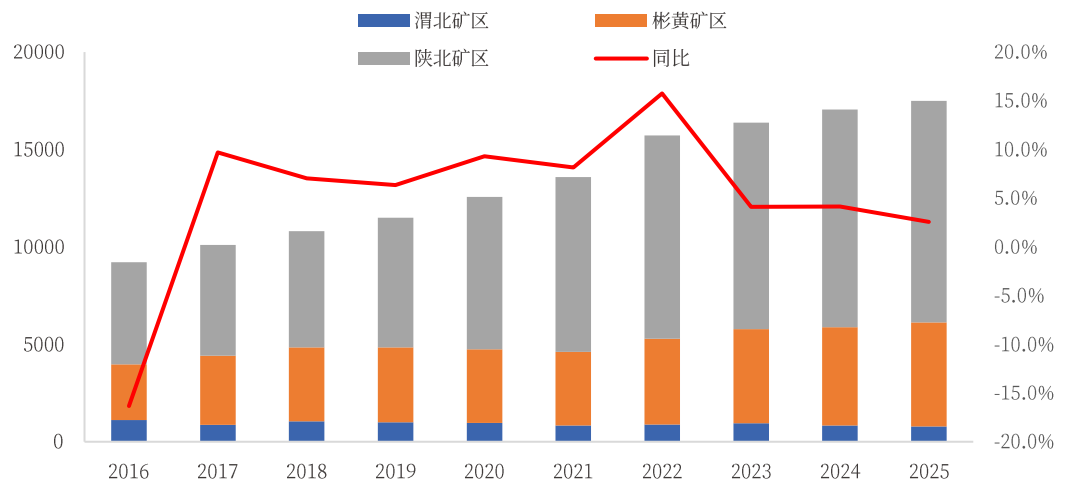
图15：2025 年末公司各矿区保有可采储量占比



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，10 年复合增速 7.4%。2016 年以来，受益于新矿投产与收购，公司煤炭产量逐年提升，由 2016 年 9205 万吨提升至 2025 年 1.75 亿吨，年复合增速 7.4%。其中，2021-2022 年公司煤炭核定产能由 1.39 亿吨提升至 1.62 亿吨，煤炭产量由 1.37 亿吨提升至 1.57 亿吨，产能和产量增幅较快，主要是由于 2022 年公司收购了陕煤集团所持有的彬长矿业集团、神南矿业公司股权，新增产能 1200 万吨/年，核增了红柳林矿业、柠条塔矿业等 7 处矿井，核增产能 1700 万吨/年。未来小壕兔一号和西部勘探区手续有望得到批复，核准后公司煤炭产能有望再增加 2300 万吨/年。

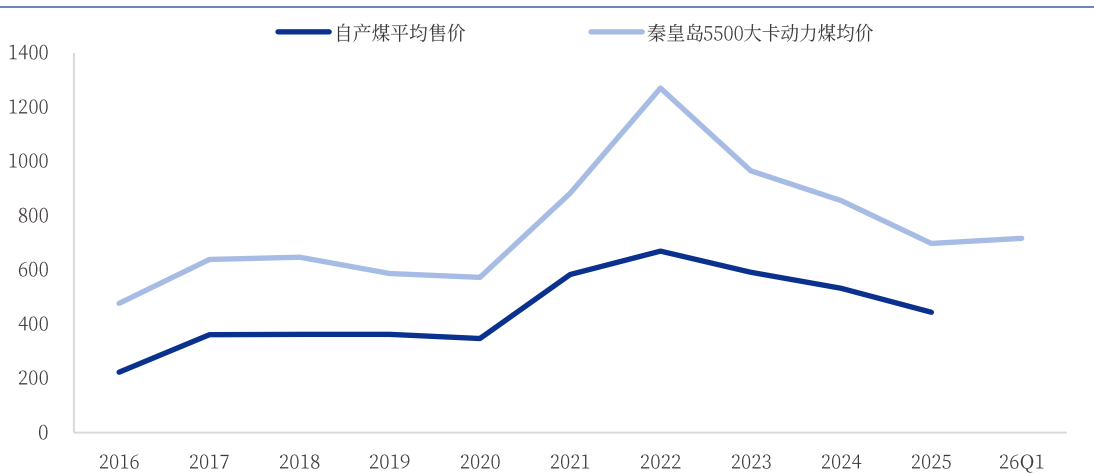
图16：公司煤炭产量（万吨）及同比（右）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司自产煤售价与市场煤价高度相关，市场煤价反弹有望增加业绩弹性。根据公司官网披露，公司长协煤占比约 30%，因此市场煤价变化对于公司自产煤售价影响较大。复盘近 10 年来公司自产煤售价与当年市场煤价，总体而言两者相关性较高，例如 2024、2025 年自产煤平均售价降幅分别为 10.0%、16.6%，同期秦皇岛 5500 大卡动力煤年均价降幅分别为 11.4%、18.5%，近两年公司自产煤售价降幅约为市场煤价降幅的 90%。展望 2026 年，我们预计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 750-850 元/吨，高于 2025 年年均价（697 元/吨），市场煤价反弹也有望带动公司自产煤售价反弹，增加业绩弹性。

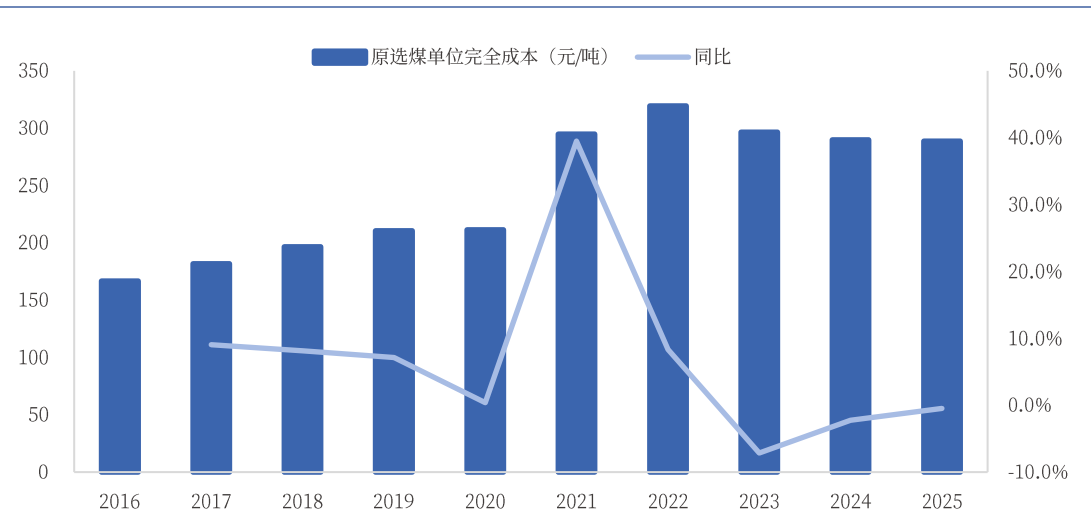
图17: 公司自产煤平均售价和秦皇岛 5500 大卡动力煤年均价 (元/吨)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

公司现阶段自产煤单位成本在 300 元/吨左右。复盘近 10 年以来公司自产煤生产单位成本，2016 年-2022 年由于资源税改革、安全生产费计提标准提高、员工薪酬和原材料价格上涨等原因，公司原选煤单位完全成本整体呈现上升趋势，2022 年原选煤单位完全成本达 319 元/吨并创新高；2023 年-2025 年公司降本增效战略成果显著，单位完全成本连续下降，2025 年原选煤单位完全成本回落至 289 元。

图18: 公司自产煤单位完全成本及同比 (右)

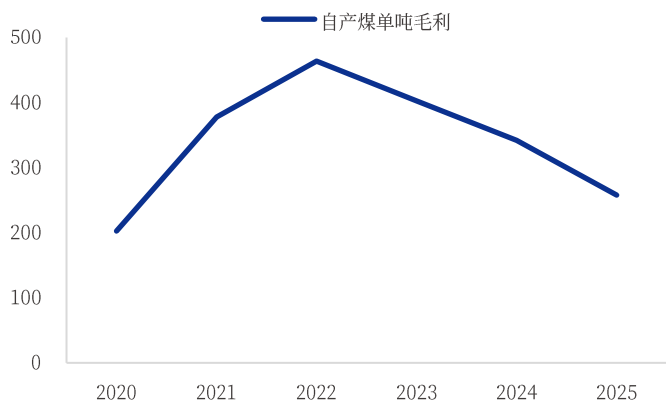


资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

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 464 元下降至 2025 年 258 元。公司凭借其优异的成本控制能力，近年来将原选煤单位完全成本控制在 300 元/吨

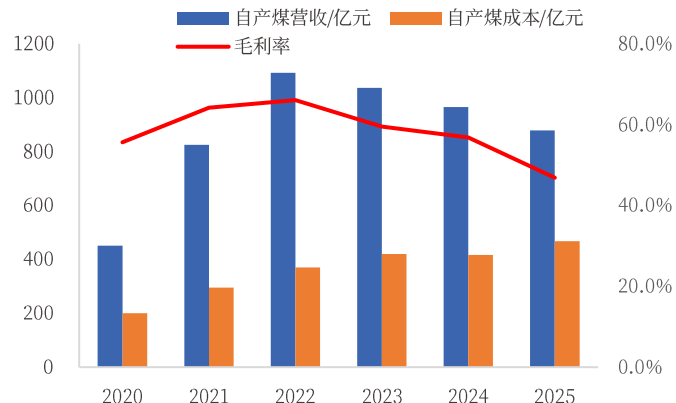
左右，因此在煤价下行周期也有充足的盈利安全边际。

图19: 公司自产煤单吨毛利 (元/吨)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

图20: 公司自产煤营收、成本、毛利率 (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

煤炭：预计 2026-2028 年自产煤销量分别为 1.65 亿吨、1.68 亿吨、1.70 亿吨，不含税销售价格分别为 580 元/吨、610 元/吨、630 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 420、450、480 亿千瓦时，不含税电价分别为 0.380、0.385、0.390 元/千瓦时，度电成本均为 0.34 元/千瓦时。

基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1707.60、1798.55、1868.20 亿元，同比增长 8.0%、5.3%、3.9%；实现归母净利润 192.08、219.29、236.90 亿元，同比增长 14.6%、14.2%、8.0%；对应 EPS 分别为 1.98、2.26、2.44 元。

表1：陕西煤业营收拆分&预测

| 业务类型 | 项目 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 煤炭 | 收入 (亿元) | 1388 | 1508 | 1585 | 1641 |
| | 成本 (亿元) | 969 | 1020 | 1047 | 1071 |
| | 毛利 (亿元) | 419 | 488 | 539 | 571 |
| | 毛利率 | 30.2% | 32.4% | 34.0% | 34.8% |
| 发电 | 收入 (亿元) | 155 | 160 | 173 | 187 |
| | 成本 (亿元) | 131 | 143 | 153 | 163 |
| | 毛利 (亿元) | 25 | 17 | 20 | 24 |
| | 毛利率 | 15.8% | 10.5% | 11.7% | 12.8% |
| 运输 | 收入 (亿元) | 2.80 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| | 成本 (亿元) | 1.51 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| | 毛利 (亿元) | 1.29 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| | 毛利率 | 46.1% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 其他和内部抵消 | 收入 (亿元) | 35.51 | 35 | 35 | 35 |
| | 成本 (亿元) | 19.67 | 20 | 20 | 20 |
| 合计 | 营业收入 (亿元) | 1581.79 | 1707.60 | 1798.55 | 1868.20 |
| | 营业成本 (亿元) | 1121.14 | 1185.80 | 1222.60 | 1256.70 |
| | 毛利 (亿元) | 460.65 | 521.80 | 575.95 | 611.50 |
| | 毛利率 | 29.1% | 30.6% | 32.0% | 32.7% |

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

(二) 估值分析

选取中国神华、中煤能源、兖矿能源、晋控煤业作为可比公司，陕西煤业估值略低于可比公司。我们认为公司估值有提升空间。

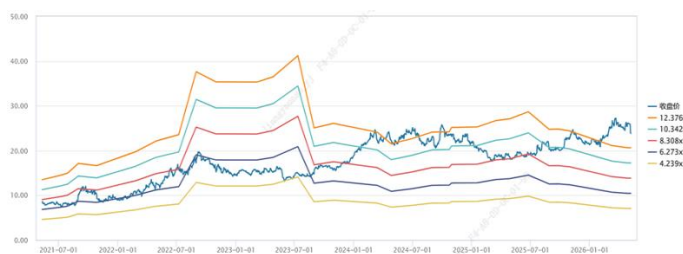
表2: 公司&可比公司估值水平 (截至 2026 年 5 月 8 日)

| 代码 | 简称 | 股价 | EPS | | | | PE | | | | PB (最新) |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 601088.SH | 中国神华 | 45.18 | 2.44 | 2.61 | 2.72 | 2.96 | 18.5 | 17.3 | 16.6 | 15.2 | 1.96 |
| 601898.SH | 中煤能源 | 16.66 | 1.35 | 1.56 | 1.65 | 1.74 | 12.4 | 10.7 | 10.1 | 9.6 | 1.35 |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 21.44 | 0.83 | 1.69 | 1.77 | 1.94 | 25.7 | 12.7 | 12.1 | 11.1 | 2.81 |
| 601001.SH | 晋控煤业 | 17.81 | 1.09 | 1.45 | 1.58 | 1.72 | 16.3 | 12.3 | 11.3 | 10.4 | 1.52 |
| | 平均数 | | | | | | 18.2 | 13.2 | 12.5 | 11.6 | 1.96 |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 23.83 | 1.73 | 1.98 | 2.26 | 2.44 | 13.8 | 12.0 | 10.5 | 9.8 | 2.26 |

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

公司目前 PE (TTM) 为 14.29, 高于 5 年均值 72.0%; 目前 PB 为 2.26 倍, 高于 5 年均值 6.1%。

图21: 近 5 年公司 PE (TTM)



资料来源: wind、中国银河证券研究院

图22: 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: 陕西煤业股权结构 (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 2020-2026Q1 年营收及同比 (右) | 4 |
| 图 5: 公司 2020-2026Q1 年归母净利润及同比 (右) | 4 |
| 图 6: 公司 2021-2025 年分板块毛利率 | 5 |
| 图 7: 公司 2025 年毛利构成 | 5 |
| 图 8: 公司 2021-2025 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 (万吨) 及同比 (右) | 7 |
| 图 17: 公司自产煤平均售价和秦皇岛 5500 大卡动力煤年均价 (元/吨) | 8 |
| 图 18: 公司自产煤单位完全成本及同比 (右) | 8 |
| 图 19: 公司自产煤单吨毛利 (元/吨) | 9 |
| 图 20: 公司自产煤营收、成本、毛利率 (右) | 9 |
| 图 21: 近 5 年公司 PE (TTM) | 11 |
| 图 22: 近 5 年公司 PB | 11 |
| 表 1: 陕西煤业营收拆分&预测 | 10 |
| 表 2: 公司&可比公司估值水平 (截至 2026 年 5 月 8 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 | 50,343 | 64,137 | 76,888 | 87,186 |
| 现金 | 31,798 | 44,885 | 57,801 | 67,936 |
| 应收账款 | 5,925 | 5,067 | 5,542 | 6,099 |
| 其它应收款 | 492 | 1,026 | 785 | 840 |
| 预付账款 | 2,771 | 4,436 | 4,162 | 4,028 |
| 存货 | 3,688 | 3,663 | 3,961 | 4,028 |
| 其他 | 5,669 | 5,058 | 4,638 | 4,256 |
| 非流动资产 | 185,927 | 189,938 | 193,032 | 195,549 |
| 长期投资 | 30,412 | 30,412 | 30,412 | 30,412 |
| 固定资产 | 104,726 | 115,813 | 122,923 | 127,804 |
| 无形资产 | 26,960 | 26,473 | 25,946 | 25,379 |
| 其他 | 23,830 | 17,241 | 13,752 | 11,954 |
| 资产总计 | 236,269 | 254,075 | 269,921 | 282,734 |
| 流动负债 | 51,086 | 53,545 | 55,425 | 56,434 |
| 短期借款 | 1,639 | 1,139 | 639 | 639 |
| 应付账款 | 23,639 | 23,623 | 24,069 | 25,416 |
| 其他 | 25,809 | 28,783 | 30,718 | 30,379 |
| 非流动负债 | 47,775 | 42,773 | 34,746 | 23,765 |
| 长期借款 | 19,822 | 14,822 | 6,822 | -4,178 |
| 其他 | 27,953 | 27,950 | 27,924 | 27,943 |
| 负债合计 | 98,862 | 96,318 | 90,171 | 80,199 |
| 少数股东权益 | 40,479 | 52,518 | 66,027 | 80,473 |
| 归属母公司股东权益 | 96,929 | 105,240 | 113,723 | 122,062 |
| 负债和股东权益 | 236,269 | 254,075 | 269,921 | 282,734 |

| 现金流量表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 35,269 | 41,756 | 46,380 | 47,432 |
| 净利润 | 26,609 | 31,247 | 35,438 | 38,136 |
| 折旧摊销 | 13,505 | 11,921 | 12,549 | 13,124 |
| 财务费用 | 483 | 572 | 362 | 69 |
| 投资损失 | -3,897 | -4,269 | -4,496 | -4,671 |
| 营运资金变动 | -1,065 | -124 | 354 | 1,667 |
| 其它 | -365 | 2,409 | 2,174 | -894 |
| 投资活动现金流 | -9,523 | -11,696 | -11,130 | -10,896 |
| 资本支出 | -16,945 | -16,465 | -16,127 | -16,067 |
| 长期投资 | 5,181 | 500 | 500 | 500 |
| 其他 | 2,240 | 4,269 | 4,496 | 4,671 |
| 筹资活动现金流 | -24,604 | -16,972 | -22,334 | -26,400 |
| 短期借款 | -293 | -500 | -500 | 0 |
| 长期借款 | 5,947 | -5,000 | -8,000 | -11,000 |
| 其他 | -30,258 | -11,472 | -13,834 | -15,400 |
| 现金净增加额 | 1,142 | 13,087 | 12,916 | 10,135 |

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 | 158,179 | 170,760 | 179,855 | 186,820 |
| 营业成本 | 112,214 | 118,580 | 122,260 | 125,670 |
| 营业税金及附加 | 9,448 | 10,129 | 10,481 | 11,042 |
| 销售费用 | 882 | 871 | 917 | 953 |
| 管理费用 | 6,630 | 6,830 | 7,194 | 7,473 |
| 财务费用 | 170 | 254 | -87 | -509 |
| 资产减值损失 | -299 | -300 | -300 | -300 |
| 公允价值变动收益 | 528 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 4,001 | 4,510 | 4,765 | 4,972 |
| 营业利润 | 32,563 | 37,673 | 42,933 | 46,219 |
| 营业外收入 | 91 | 120 | 130 | 114 |
| 营业外支出 | 317 | 430 | 420 | 389 |
| 利润总额 | 32,337 | 37,364 | 42,642 | 45,944 |
| 所得税 | 5,728 | 6,117 | 7,205 | 7,807 |
| 净利润 | 26,609 | 31,247 | 35,438 | 38,136 |
| 少数股东损益 | 9,844 | 12,039 | 13,509 | 14,447 |
| 归属母公司净利润 | 16,765 | 19,208 | 21,929 | 23,690 |
| EBITDA | 46,012 | 49,539 | 55,105 | 58,559 |
| EPS (元) | 1.73 | 1.98 | 2.26 | 2.44 |

| 主要财务比率 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | -14.1% | 8.0% | 5.3% | 3.9% |
| 营业利润 | -26.3% | 15.7% | 14.0% | 7.7% |
| 归属母公司净利润 | -25.0% | 14.6% | 14.2% | 8.0% |
| 毛利率 | 29.1% | 30.6% | 32.0% | 32.7% |
| 净利率 | 16.8% | 18.3% | 19.7% | 20.4% |
| ROE | 17.3% | 18.3% | 19.3% | 19.4% |
| ROIC | 16.4% | 17.7% | 18.5% | 18.6% |
| 资产负债率 | 41.8% | 37.9% | 33.4% | 28.4% |
| 净负债比率 | 71.9% | 61.1% | 50.2% | 39.6% |
| 流动比率 | 0.99 | 1.20 | 1.39 | 1.54 |
| 速动比率 | 0.80 | 0.99 | 1.19 | 1.35 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.70 | 0.69 | 0.68 |
| 应收账款周转率 | 29.89 | 31.07 | 33.91 | 32.10 |
| 应付账款周转率 | 4.87 | 5.02 | 5.13 | 5.08 |
| 每股收益 (元) | 1.73 | 1.98 | 2.26 | 2.44 |
| 每股经营现金 (元) | 3.64 | 4.31 | 4.78 | 4.89 |
| 每股净资产 (元) | 10.00 | 10.86 | 11.73 | 12.59 |
| P/E | 14.68 | 12.81 | 11.22 | 10.39 |
| P/B | 2.54 | 2.34 | 2.16 | 2.02 |
| EV/EBITDA | 5.21 | 4.47 | 3.63 | 3.05 |
| P/S | 1.56 | 1.44 | 1.37 | 1.32 |

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn