新能源打开第二成长曲线

——2023 年报、2024Q1 季报点评

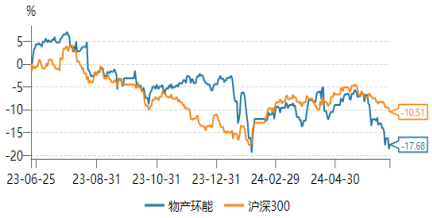
中山证券研究所

分析师：王曦

分析师编号：S0290522090001

邮箱：wangxi@zszq.com

物产环能市场走势



投资要点：

◎事件：物产环能 2024 年 4 月 19 日发布 2023 年公司年报及 2024 年一季度报告，2023 年全年营业收入 443.27 亿元，同比减少 19.70%；归母净利润 10.59 亿元，同比减少 0.31%。2024 年第一季度营业收入 104.62 亿元，同比减少 12.28%；归母净利润 2.39 亿元，同比减少 22.31%。物产环能连续 3 年分红，上市以来累计现金分红约 11.72 亿；wind 显示公司 2023 年股息率约为 4.61%，行业排名 20/84 位。

◎煤炭供需弱平衡，迎峰度夏与补库有望带动价格反弹：2023 年公司煤炭流通业务营收 411 亿元，同比下降 21.03%；全年煤炭销售量 5548.48 万吨，同比增加 4.26%，主要原因是煤炭整体供需偏弱、非电需求下行、煤炭价格下跌。短期看，迎峰度夏、基本面边际改善、港口库存低等因素或驱动煤炭价格低位反弹。

◎热电联产区域优势稳固，毛利率与营收贡献稳中有升：2023 年，公司热电联产业务毛利率 24.13%，毛利率比上年增加 1.35 个百分点。公司热电行业贡献营收 31.25 亿元，占总营业收入从 2021 年 5.21%上升到 2023 年 7.05%，2023 年全年新增用户 47 家，销售蒸汽 834.88 万吨（同比+14.75%），电力 131,990.24 万千瓦时(同比+23.76%)，压缩空气 27.80 亿 m³，同比增加 13.75%。预计随着热电联产区域拓展，热电联产板块营收有望稳中有升。

◎新能源业务增长迅速，开辟第二成长曲线：2023 年新能源业务实现营收 6085 万元（同比+870.04%），光伏组件及相关设备贡献销售收入 4427.95 万元（同比+605.88%），增长迅速。新能源对于实现碳中和目标具有重要地位，新能源业务有望成为公司新的增长点。

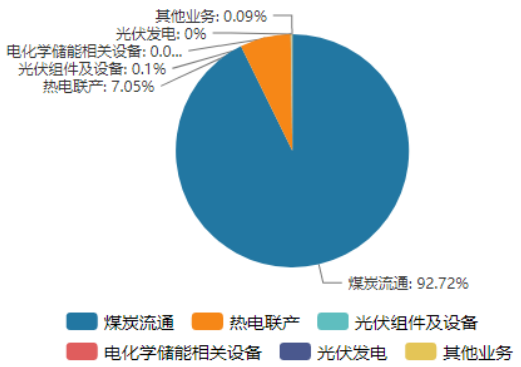
◎ESG 绿色低碳效果初步显现：公司大力拓展非化石能源项布局的多个分布式光伏项目已实现并网；公司全年污泥处理量达 74.97 万吨。旗下浙江物产金义生物质热电联产项目实现投产，年发电能力 2 亿度，供热能力 85 万吨，减排 CO2 约 46 万吨。公司下属新嘉爱斯对污泥干化后的废水采用物化+生化处理工艺系统年回用水量约 4 万吨。浦江热电《循环流化床锅炉掺烧纺织废料工艺控制及废气处理研究》创新研发项目被中国设备管理协会评为热电产业绿色低碳技术创新奖三等奖。

风险提示：煤炭需求下行，新能源行业降本不及预期。

1. 事件概要

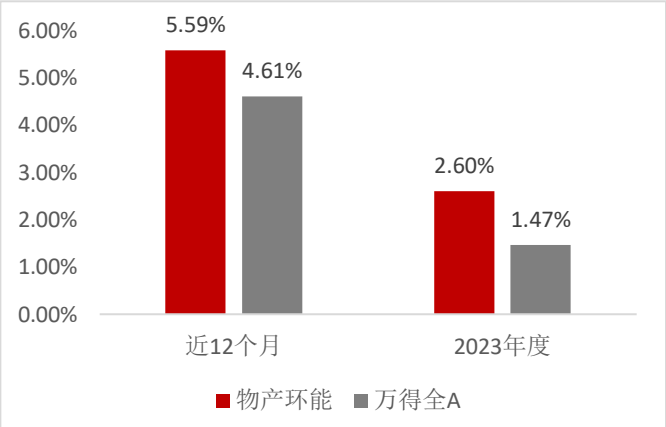
物产环能于 2021 年在上海证券交易所上市，按照申银万国行业（2021）分类标准，物产环能的行业类别为：煤炭-煤炭开采-动力煤。2023 年年报数据显示，物产环能主营构成中，煤炭流通占比约 92.72%、热电联产约为 7.05%、光伏组件及设备占比约为 0.1%，其他合计占比约为 0.13%。

图 1 物产环能主营构成情况



资料来源：Wind，中山证券研究所

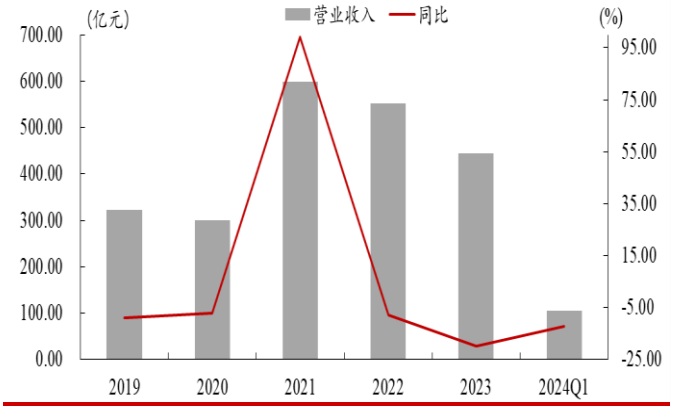
图 2 物产环能年度分红情况



资料来源：Wind，中山证券研究所

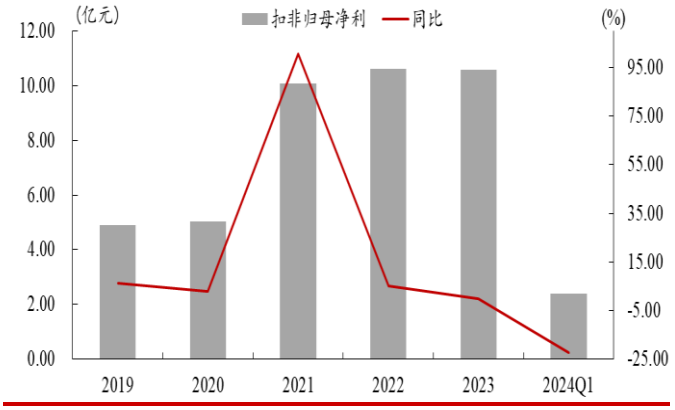
Wind 资料显示，物产环能连续 3 年分红，上市以来累计现金分红约 11.72 亿，累计实现净利润约 33.71 亿；上市以来平均分红率约为 34.76%。近 12 个月的股息率约为 5.59%，高于万得全 A 的 2.60%；2023 年度的股息率约为 4.61%，高于万得全 A 的 1.47%。2023 年利润分配预案：每 10 股派发现金 7 元(含税)，合计派发约 3.91 亿元(含税)。

图 3 公司 2019-2024Q1 营业收入及同比情况



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 4 公司 2019-2024Q1 归母净利润及同比情况



资料来源：Wind，中山证券研究所

根据公司 2024 年 4 月 19 日发布 2023 年公司年报及 2024 年第一季度报告，物产环能 2023 年全年营业收入 443.27 亿元，同比减少 19.70%；归母净利润 10.59 亿元，同比减少 0.31%。2024 年第一季度营业收入 104.62 亿元，同比减少 12.28%；归母净利润 2.39 亿元，同比减少 22.31%。

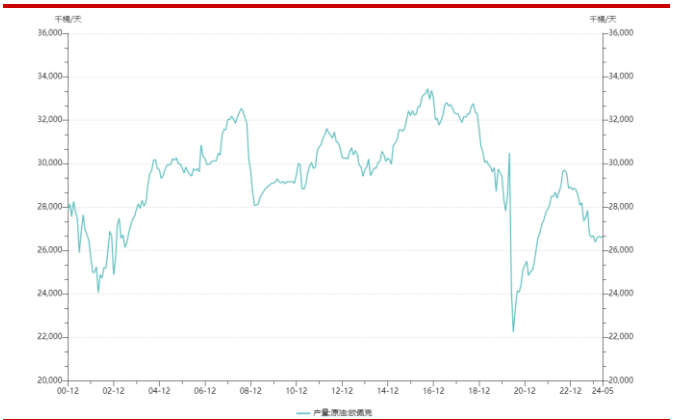
2. 公司经营概况

2.1 煤炭供需不强，夏季补库有望带动行业反弹

煤炭供需偏弱拖累表观业绩，业绩有望随需求逐季改善。公司主要从事煤炭流通业务，主要经营品类是动力煤和原料煤，2023 年煤炭行业贡献收入占总营收 92.72%。2023 年公司煤炭流通业务营业收入约为 411 亿元（同比-21.03%），全年煤炭销售量 5548.48 万吨（同比+4.26%），主要原因是煤炭前期处于供需双弱的状态，煤炭价格下跌、非电需求下行等。虽然 2024Q1 营收同比仍然下滑，但进入 Q2 后，预计随着下游迎峰度夏补库需求释放叠加宏观政策面边际向好，地产企业资金面边际改善，非电行业备库需求提升，大概率将改善煤炭需求。随着动力煤价格在 2024 年 4 月中下旬底部反弹，未来预计 2024 年第二季度煤炭价格下行压力缓解，公司业绩有望迎来改善。

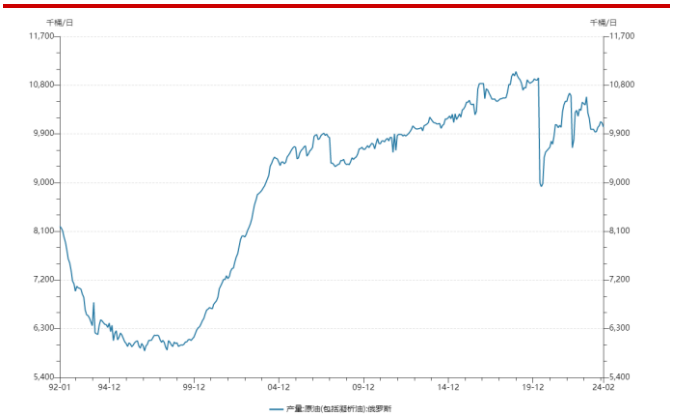
预期煤价支撑有力，推动公司业绩上行。2024 年以来，受 OPEC+及俄罗斯减产等因素影响，全球原油供给偏紧，原油价格调整中上行。截止至 2024 年 6 月 25 日，ICE 布油与 WTI 原油 2024 年价格涨幅约为 9.17%与 12.74%，目前 ICE 布油与 WTI 原油的价格中枢约为 82 美元/桶与 78 美元/桶。

图 4 OPEC 原油产量趋势图



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 5 俄罗斯原油产量趋势图



资料来源：Wind，中山证券研究所

截至 2024 年 6 月 25 日，布伦特原油现货报收 84.15 美元/桶，相比 2023 年年末的 77.08 美元/桶上涨 9.17%。油价上涨为煤化工产品提供成本端支撑，带动煤炭原料需求扩张。印度 2024 年第一季节与 2023 年末的经济增速同比分别+7.76%与+8.57%，高于同期中国的 5.3%与 5.20%以及美国、欧元区等经济体的经济增速。全球煤炭供给紧平衡与印度经济高增长下的需求增加改善煤炭需求，推动煤价上行。短期来看，受迎峰度夏、基本面边际改善、港口库存低等因素驱动，预计 2024 年 6 月份进入用电旺季后，电厂将进入阶段性补库存状态，动力煤有望重新步入供需紧平衡状态，动力煤 5500 大卡自低位 817 元/吨的价格有望回升反弹，进而改善公司业绩。

链通产业、优化区域配置，核心业务稳中有进。物产环能 2023 年年报资料显示，公司通过渠道建设，与上下游企业多元业务合作等举措，促进煤炭流通业务稳中有进的发展。公司还积极拓展海外业务，一方面，建立供给和销售公司实现境外平台实体化运营，运用新加坡和印尼区位及资源优势，优化国际资源配置，积极拓展海外业务；另一方面，公司与境外供应商建立稳固合作模式，加强进口煤资源开拓，丰富煤炭供应“可选项”，有效满足国内企业煤炭多元化采购需求。2023 年物产环能进口煤销售量 1,330.43 万吨（同比+60%），进出口总额实现 10.96 亿美元（同比+33%），对国内业务形成有效补充。

2.2. 热电业务占比持续提高

热电联产区域优势稳固，毛利率稳中有升。公司热电联产业务不断朝着绿色化、低碳化和智能化的方向转型升级，探索“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联产新模式。公司热电联产业务提质增效初见成效，2023 年公司热电联产业务毛利率 24.13%，同比增加 1.35 个百分点。

热电领域初步形成区域壁垒，营收料稳中有升。公司热电联产业务区域涵盖浙江省嘉兴市（南湖区、秀洲区、桐乡市、海盐县）和金华市（金义新区、浦江县）等地区，确定公司下属热电企业为该区域的集中供热热源点。根据国家规定，蒸汽热电联产机组供热半径 10 公里范围内原则上不再另行规划建设其他热源点，热电业务布局初步形成有效的区域壁垒。2023 年，公司热电行业贡献营收 31.25 亿元，占总营业收入从 2021 年 5.21%上升到 2023 年 7.05%，2023 年全年新增用户 47 家，销售蒸汽 834.88 万吨（同比+14.75%），销售电力 131,990.24 万千瓦时（同比+23.76%），销售压缩空气 27.80 亿 m^3（同比+13.75%）。预计随着热电联产业务区域涵盖的增加，热电联产板块业务营收料稳中有升。

2.3. 新能源业务快速增长

新能源业务增长迅速，开辟第二成长曲线。公司主动拥抱世界能源转型，强化科技支撑，向“新”而行，构建新能源“投、产、运、供、研”五位一体产业阵型和“三条产业链”发展主线，全面介入光伏、电化学储能电站投资建设、储能设备制造、工程 EPC、绿电交易、换电站建设及运营等业务，推动“新型储能、分布式能源以及绿色物流” 三条产业链扎实落地，践行绿色低碳发展理念，塑造新能源业务新质生产力。

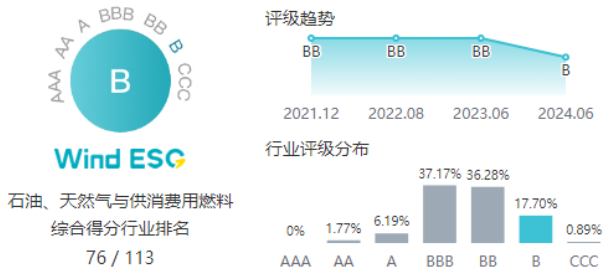
截至 2023 年末，公司下属新嘉爱斯热电、浦江热电、桐乡泰爱斯、物产金义、物产山鹰热电的屋顶光伏项目均完成并网发电工作。投资基于混合储能的多能耦合智慧低碳供能示范项目于 2023 年 6 月开工，并成功入选浙江省科技厅 2023 年度“尖兵”研发攻关计划

项目和浙江省“十四五”新型储能示范项目。年产 2GWh 新型储能产品智能生产线已于 2024 年 1 月竣工运行。2023 年年报数据显示，2023 年新能源业务实现营收 6085 万元（同比+870.04%），光伏组件及相关设备贡献销售收入 4427.95 万元（同比+605.88%），新能源业务增长迅速，有望成为公司新的增长点。

3. ESG 绿色低碳效果初步显现

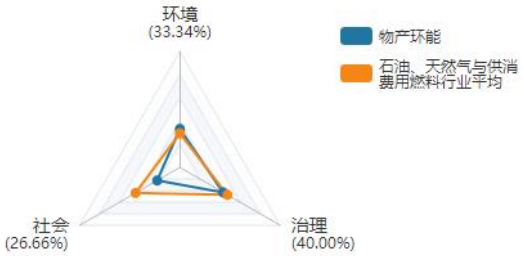
按照 WIND 行业分类，物产环能属于能源-能源 II-石油、天然气与供消费用燃料行业。Wind 资料显示，全行业 113 家公司 ESG 评级分布中，AA 占比约 1.77%、BBB 占比约 37.17%、BB 占比约为 36.28%，B 及以下占比约为 18.59%。物产环能 Wind ESG 评级 2021 年至 2023 年为 BB 级，处于行业主流水平，2024 年 6 月调整为 B 级。

图 6 物产环能 Wind ESG 评级及行业结构图



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 7 物产环能 ESG 得分及与行业比较图



资料来源：Wind，中山证券研究所

2023 年物产环能及下属各热电厂在生物质锅炉余热回收、废水处理回用、污染物减排、智慧环保碳足迹、资源综合利用等方面积极开展各类技改和研发项目，不断推动科技创新与绿色低碳的深度融合，取得不错的成绩。

公司在碳排放、水回收，大气污染治理方面对社会做出突出贡献。公司大力拓展非化石能源项布局分布式光伏项目，其中桐乡泰爱斯 1.789MW、新嘉爱斯 1.819MW、物产山鹰热电 2.1MW、浦江热电 0.987MW、物产金义 0.987MW 已并网发电；德清新能源公司元通线缆德清基地光伏项目容量 19.132MWp，全容量施工安装已完成，一期 5.9962MWp 光伏已并网发电；湖州聚能羲和森赫电梯一期 0.987MWp 光伏项目已实现全容量并网。新嘉爱斯生物质发电机组装机容量 25MW，物产金义生物质机组 55MW。旗下浙江物产金义生物质热电联产项目实现投产，年发电能力 2 亿度，供热能力 85 万吨，减排 CO2 约 46 万吨。

公司下属新嘉爱斯对污泥干化后的废水采用物化+生化处理工艺系统进行处理，处理后的水部分回用，部分纳管排放，年回用水量约 4 万吨。2023 年，物产环能全年污泥处理量

达 74.97 万吨，以“减量化、再利用、资源化”为原则，不断提高资源利用效率，实现可持续发展。公司下属各电厂燃煤锅炉实现了烟气的超低排放，2023 年 11 月 23 日浦江热电《循环流化床锅炉掺烧纺织废料工艺控制及废气处理研究》创新研发项目被中国设备管理协会评为热电产业绿色低碳技术创新奖三等奖。

风险提示：煤炭需求下行，新能源行业降本不及预期。

分析师介绍：

王曦：中山证券研究所行业分析师。

投资评级的说明

—行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%～5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

—公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%～15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%～5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

风险提示及免责声明：

★市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。

★本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。

★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。

★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应当将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。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。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。