

物产环能(603071)

报告日期: 2024年09月26日

电改遗珠, 攻守兼备

——物产环能深度报告

投资要点

□ 煤炭流通+热电联产双主业, 立足浙江辐射海内外。

公司前身为浙江省燃料总公司, 于2021年在上交所主板挂牌上市, 是集“能源贸易+能源实业”为一体的大型国有上市企业。公司实控人为浙江省国资委, 截至2024年6月30日, 物产中大作为公司的第一大股东, 直接持有公司54.12%的股份, 并通过物产中大金属集团和物产中大国际贸易集团间接控制公司3.28%的股份。从业务布局上看, 公司主营煤炭流通和热电联产业务, 双主业模式能够有效平抑煤价波动为公司带来的影响, 从而保障公司稳健经营。

□ 煤炭流通: 进销对接降低存货风险, 持续强化优质资源布局。

煤炭流通是公司的压舱石业务, 其通过运用规模化的采购优势和专业化流通经验, 为上下游提供一体化的供应链集成服务。一方面, 公司煤炭流通业务采用进销对接模式, 整体业务存货风险较小; 另一方面, 公司已与境内外供应商建立稳定合作模式, 通过长线供应合同和固定价格资源锁定以有效满足客户多元化采购需求, 且已实现境外平台实体化运营, 运用新加坡和印尼等区位与资源优势拓展海外业务。考虑到当前煤价已处较低区间, 未来进一步下降空间有限, 预计公司煤炭流通业务未来将整体企稳。

□ 热电联产: 区位优势明显, 集中供热带动需求增长。

公司热电联产业务区位优势明显, 主要覆盖浙江嘉兴和金华市的部分县区, 而上述地区均已出台集中供热规划并将公司下属热电企业确认为集中供热的热源点, 现已形成有效的业务区域壁垒。与此同时, 公司热电联产业务覆盖的地区经济相对发达, 经济增长有望带动用电量和用气量增长, 叠加公司金义、山鹰等新项目陆续投产, 热电联产业务对于公司的业绩贡献有望进一步增长。此外, 政策推动下集中供热成为趋势, 原有小锅炉面临淘汰, 有望提振公司热电联产下游需求。

□ 新能源: 业务多元协同推进, 受益电改想象空间打开。

公司一方面大力拓展熔盐储能装备和解决方案, 受益于电改背景下的火电三改联动并打开持续增长空间; 另一方面, 公司在具备电力交易牌照的基础上, 积极开展储能示范项目的建设, 并重点提升数字技术能力以推进智慧运营平台落地, 未来有望协同热电联产业务积累的海量园区客户资源, 受益于虚拟电厂与微电网建设。

□ 盈利预测与估值: 预计公司2024-2026年实现营收分别为400.20/433.70/459.51亿元, 分别同比-9.72%/+8.37%/+5.95%; 归母净利润分别为7.94/8.50/9.16亿元, 分别同比-25.05%/+7.12%/+7.69%, 对应PE分别为7.8/7.3/6.8倍。股息率方面, 考虑到公司近年来分红比例持续在37%左右, 假设公司2024-2026年分红比例均为37%, 则对应2024年9月25日收盘价, 股息率分别为4.73%、5.06%、5.45%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

煤炭价格大幅波动、下游需求不及预期、新业务开拓进展不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 汪磊

执业证书号: S1230524050004
wanglei07@stocke.com.cn

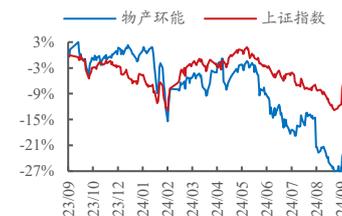
分析师: 谢超波

执业证书号: S1230523120002
xiechaobo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价(元)	11.10
总市值(百万元)	6193.29
总股本(百万股)	557.95

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	44326.96	40020.42	43369.96	45950.79
(+/-)(%)	-19.70%	-9.72%	8.37%	5.95%
归母净利润	1058.89	793.62	850.14	915.54
(+/-)(%)	-0.31%	-25.05%	7.12%	7.69%
每股收益(元)	1.90	1.42	1.52	1.64
P/E	5.85	7.80	7.28	6.76

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

□ 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 400.20/433.70/459.51 亿元，分别同比-9.72%/+8.37%/+5.95%；归母净利润分别为 7.94/8.50/9.16 亿元，分别同比-25.05%/+7.12%/+7.69%，对应 PE 分别为 7.8/7.3/6.8 倍。
- 2) 公司主业煤炭流通基本盘稳健扎实，煤价企稳业绩可期，此外公司热电联产业务区位优势明显，业务体量持续增长，叠加公司新能源等业务协同推进，持续成长有保障，我们认为公司估值仍有提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 关键假设

- 1) **煤炭流通业务**：假设 2024-2026 年公司煤炭流通业务营收增速分别为-10.92%/+8.15%/+5.58%；伴随着煤价企稳，假设公司毛利率逐渐修复，2024-2026 年分别为 3.40%/3.45%/3.50%。
- 2) **热电联产业务**：考虑到浙江省经济增长有望带动公司热电联产业务需求提升，假设 2024-2026 年公司热电联产业务营收增速分别为+2.83%/+4.30%/5.82%；此外随着公司探索“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联产新模式，假设公司盈利能力稳中有进，2024-2026 年毛利率分别为 24.51%/24.98%/25.66%。
- 3) **新能源业务**：假设 2024-2026 年公司新能源业务营收增速分别为+222.77%/+115.82%/+42.05%；此外随着公司新能源业务规模快速放量，假设公司盈利能力持续修复，2024-2026 年毛利率分别为 12.51%/13.07%/13.42%。

□ 我们与市场的观点的差异

市场认为当前煤价下行，公司煤炭贸易业务盈利空间被挤压，且长期增长空间有限；而我们认为公司主业煤炭贸易业务不同于传统的托盘模式，采用购销对接模式下业务风险较小，再加上公司与境内外多个企业合作并以固定价格锁定资源，成本控制能力较强，整体基本盘较为稳固，且叠加热电联产的双主业模式能够有效平抑煤价波动为公司带来的影响。此外公司通过大力发展新能源等业务，有望为公司业绩提供新的增长曲线。

□ 股价上涨的催化因素

煤炭价格大幅上涨、宏观经济发展显著好转、新能源等业务开拓超预期。

□ 风险提示

煤炭价格大幅波动、下游需求不及预期、新业务开拓进展不及预期。

正文目录

1 浙江省国有企业，煤炭流通和热电联产双轮驱动	5
1.1 深耕煤炭流通主业，大力发展热电联产与新能源	5
1.2 销售规模持续增长，经营稳中有进	6
1.3 煤炭流通+热电联产协同发展，双主业构建经营护城河	7
2 煤炭流通：资金占用率低，持续强化优质资源布局	8
2.1 进销对接降低存货风险，资金占用率低效益较好	8
2.2 大力开展国内外渠道建设，保障煤炭资源	9
3 热电联产：集中供热规划出台，公司区位优势明显	9
3.1 热电联产区域壁垒较强，公司区位优势明显	9
3.2 业务多元协同保障盈利能力，营收规模稳健增长	10
4 新能源：业务多元协同推进，受益电改想象空间打开	11
5 盈利预测与估值	12
6 风险提示	13

图表目录

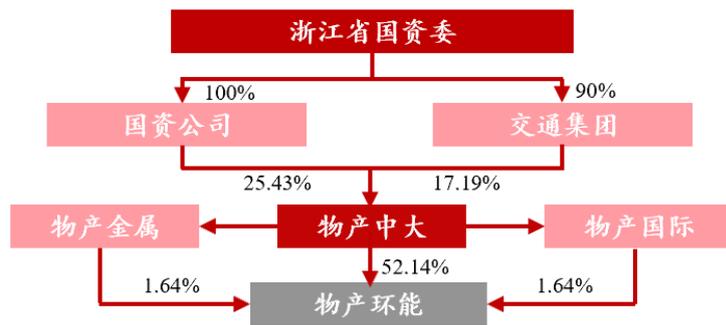
图 1: 公司股权结构图 (截至 2024 年 6 月 30 日)	5
图 2: 公司 2019-2023 年营收结构	5
图 3: 公司 2019-2023 年毛利润结构	5
图 4: 2020-2024H1 公司营收变化	6
图 5: 2020-2024H1 公司归母净利润变化	6
图 6: 2020-2024 年 H1 公司毛利率和净利率变化	7
图 7: 2020-2024 年 H1 公司期间费用率变化	7
图 8: 2020-2024 年 H1 公司 ROE (摊薄) 变化	7
图 9: 2020-2024 年 H1 公司资产负债率变化	7
图 10: 2020-2024 年 H1 公司主营业务毛利率变化	8
图 11: 煤炭流通业务整体流程	8
图 12: 公司煤炭流通业务主要模式	9
图 13: 全国煤炭调运情况 (预计)	9
图 14: 国内动力煤价格与进口动力煤价格对比 (元/吨)	9
图 15: 2020-2024 年 H1 公司热电联产营收变化 (单位: 亿元)	11
图 16: 2020-2024 年 H1 公司热电联产毛利变化 (单位: 亿元)	11
表 1: 2020-2024H1 公司各类产品销量变化	6
表 2: 公司热电联产子公司情况	10
表 3: 公司热电联产主要产品与用途	10
表 4: 公司新能源板块主要产品与用途	11
表 5: 公司主要业务营收拆分预测	12
表 6: 公司与可比公司对比情况	13
表附录: 三大报表预测值	14

1 浙江国资，煤炭流通和热电联产双轮驱动

1.1 深耕煤炭流通主业，大力发展热电联产与新能源

前身为浙江省燃料总公司，实控人为浙江省国资委。浙江物产环保能源股份有限公司（简称“物产环能”）前身为1950年成立的浙江省燃料总公司，2000年公司首次混改为浙江物产燃料有限公司，并于2012年完成股份制改造变更为物产环能，是国家发改委认定的第一批电煤重点保供贸易企业。2021年，公司成为A股市场首家“主板拆主板”企业，并在上海证券交易所挂牌上市。从股权结构上看，公司实控人为浙江省国资委，截至2024年6月30日，物产中大作为公司的第一大股东，直接持有公司54.14%的股份，并通过物产中大金属集团和物产中大国际贸易集团间接控制公司3.28%的股份。

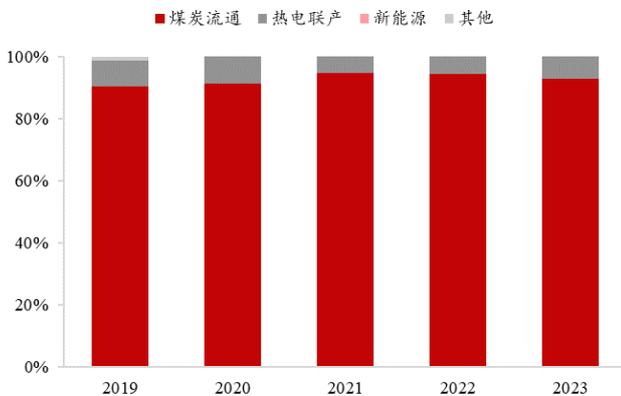
图1：公司股权结构图（截至2024年6月30日）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

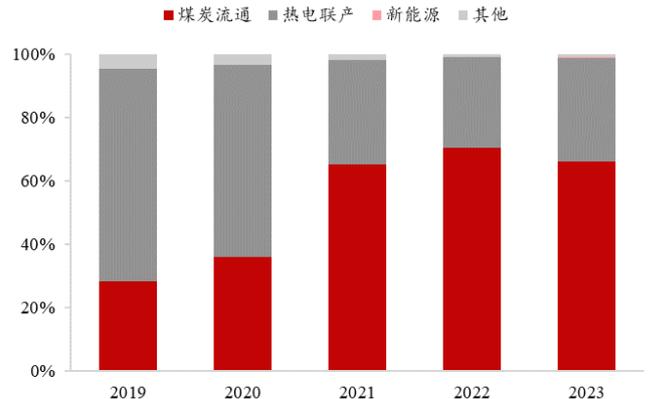
深耕煤炭流通主业，大力发展热电联产与新能源业务。公司主营业务包括煤炭流通、热电联产和新能源业务，其中，煤炭流通作为公司深耕70余年的传统主营业务，为公司贡献了绝大部分的营收来源。截至2023年底，公司煤炭流通业务实现当年营收410.98亿元，占公司整体营收的比例高达92.72%。在此基础上，公司近年来还积极开拓热电联产和新能源业务，其中热电联产业务由于毛利率水平较高，截至2023年底已成为公司毛利润的关键来源之一，而新能源业务尽管当前收入与利润体量尚小，但考虑到其较快的成长速度，未来对于公司的业绩贡献也有望不断提升。

图2：公司2019-2023年营收结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：公司2019-2023年毛利润结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 销售规模持续增长，经营稳中有进

公司销售规模持续增长，其中供电板块增速较高。近年来看公司各板块产品销售规模整体保持稳健增长，2024年H1，受水电和风光发电显著增长影响，电力行业用煤需求较弱；此外叠加房地产开发投资回落影响，钢铁、建材等非电行业用煤需求有所下降，煤炭市场有效需求整体偏弱。在此背景下，公司仍能够实现煤炭销量 2795 万吨，逆势同比增长 12.53%。此外，公司热电联产业务方面积极拓展新增用热客户并开拓多元固废协同处置业务，带动蒸汽、电力、压缩空气和泥污处置销售体量稳步增长。

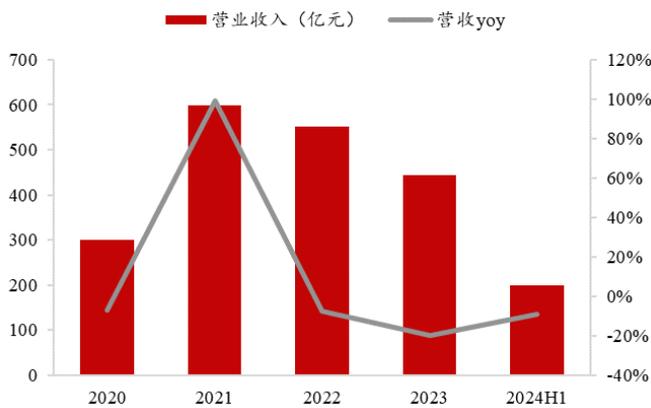
表1: 2020-2024H1 公司各类产品销量变化

	单位	2020	2021	2022	2023	2024H1
煤炭销量	万吨	5833	6843	5322	5548	2795
yoy	%		17.32%	-22.23%	4.26%	12.53%
蒸汽供应量	万吨	805.26	867.27	727.58	834.88	424.93
yoy	%		7.70%	-16.11%	14.75%	11.35%
供电量	亿千瓦时	15.68	14.36	10.67	13.20	7.30
yoy	%		-8.45%	-25.72%	23.76%	23.05%
压缩空气供应量	亿 m ³	19.86	22.26	24.44	27.80	14.09
yoy	%		12.11%	9.78%	13.75%	5.65%
泥污处置量	万吨	78.83	88.64	70.35	74.97	38.68
yoy	%		12.44%	-20.63%	6.57%	14.78%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

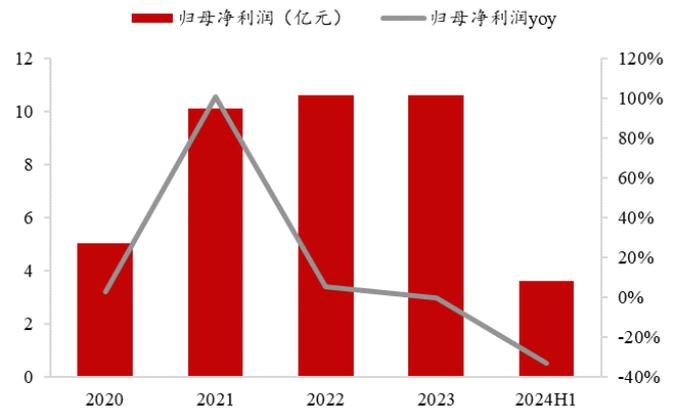
经营整体较为稳健，营收业绩略有下滑。公司营收主要由煤炭流通业务所提供，2020-2023年，公司营业收入由 300.64 亿元增长到 443.27 亿元，2024年H1，公司实现营业收入 199.29 亿元，同比减少 9.10%。其中，2021年公司营业收入大幅增长 99.18%，主要系受煤炭市场行情持续高涨的影响，煤炭售价上涨以及公司煤炭销量增加所致。2024年H1，公司营收同比下滑 19.95 亿元，其中因煤炭销量增长增加收入 25.56 亿元，因煤炭价格下跌减少收入 45.98 亿元，因热电联产、新能源及其他业务收入变动增加收入 0.47 亿元。2020-2024年，公司归母净利润由 5.03 亿元增长到了 10.59 亿元，2024年H1，公司实现归母净利润 3.60 亿元，同比减少 33.16%，我们预计主要系受煤价下滑，下游客户需求减弱，进而挤压公司盈利空间所致。

图4: 2020-2024H1 公司营收变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

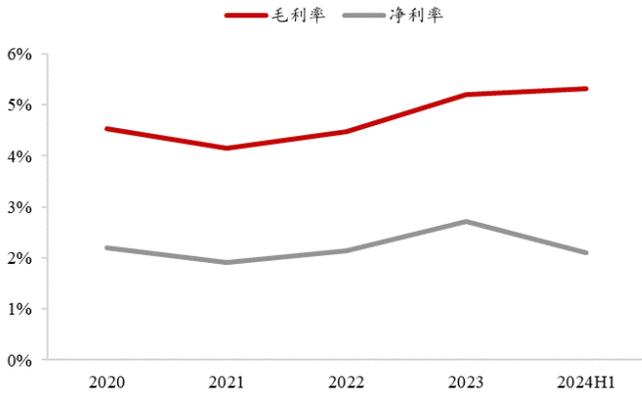
图5: 2020-2024H1 公司归母净利润变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

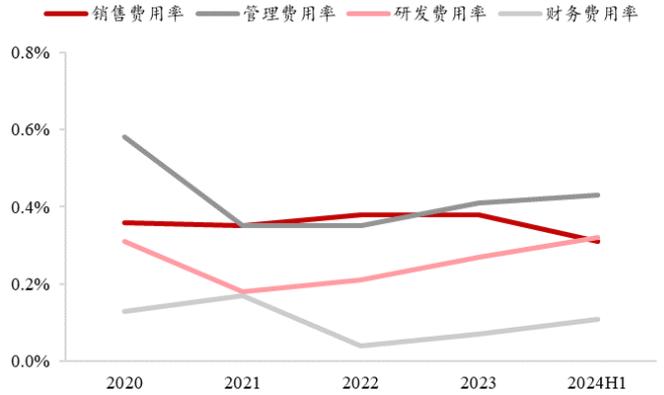
公司毛利率稳步提升，研发费用不断增长。从盈利能力上看，2020-2023年，公司主营的煤炭贸易和热电联产板块毛利率稳中有升；2024年H1，尽管公司煤炭贸易业务受煤价下滑影响毛利率有所下降，但由于毛利率较高的热电联产板块收入占比持续提升，因而拉动公司整体毛利率有所增长。2020-2024年H1，公司从费用率上看，公司自2022年起显著加大研发费用投入力度，对应研发费用率由2021年的0.18%提升至2024年H1的0.32%，此外，受管理费用等支出增长影响，公司净利率水平在2024年H1略有下滑。

图6：2020-2024年H1公司毛利率和净利率变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

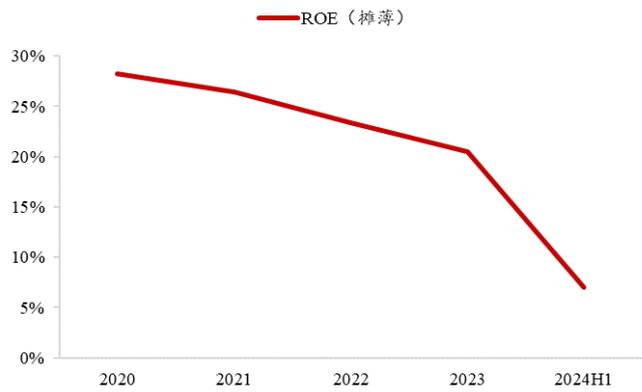
图7：2020-2024年H1公司期间费用率变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

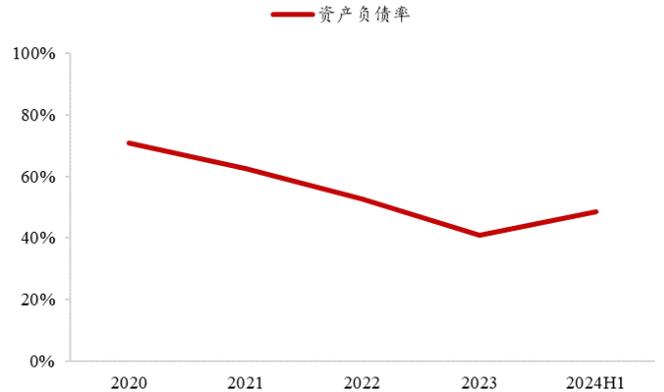
公司净资产收益率略有下滑，资产负债率稳中有降。公司净资产收益率（ROE 摊薄）近年来略有下滑，由2020年的28.25%下滑到了2023年的20.52%，2024年H1，公司净资产收益率为7.01%，较上一年同期下滑4.57个pct。资产负债率方面，公司近年来整体呈现稳中有降的趋势，由2020年的70.88%下滑到了2023年的40.84%，2024年H1，公司资产负债率为48.69%，较上一年同期下滑1.43个pct。

图8：2020-2024年H1公司ROE（摊薄）变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2020-2024年H1公司资产负债率变化



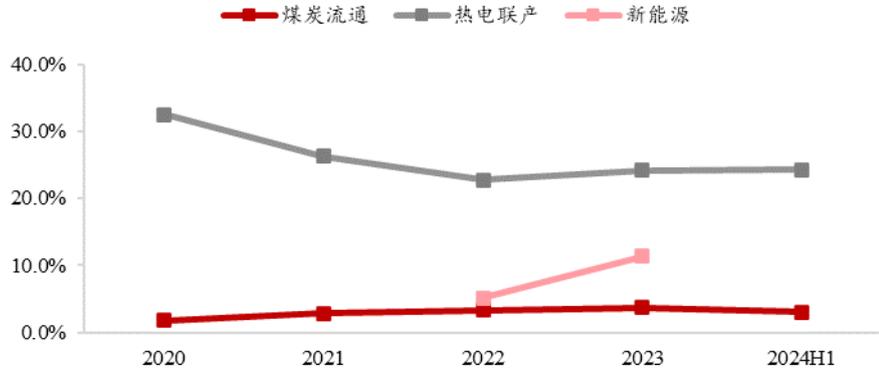
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 煤炭流通+热电联产协同发展，双主业构建经营护城河

煤炭流通+热电联产双主业协同发展，有助于平抑煤价波动影响。从业务布局上看，公司煤炭流通业务受煤价波动的影响较大，而公司通过大力发展热电联产第二业务，能够有效平抑煤价波动为公司带来的影响。当煤价向上波动时，煤炭流通业务通过提前布局采购，享受煤价上涨红利；当煤价向下波动时，热电联产业务营业成本降低，盈利能力增强，

可有效对冲煤价下跌对煤炭流通业务的影响，从而保障公司稳健经营。此外，热电联产业务可根据煤炭市场行情变化情况，通过煤炭流通业务板块消化煤炭库存，亦可通过集中采购，降低用煤成本，从而提升综合效益。未来随着热电联产营业规模的持续扩大，预计其对于平抑煤价波动的影响将进一步体现，公司业绩表现也有望进一步趋稳。

图10：2020-2024年H1公司主营业务毛利率变化



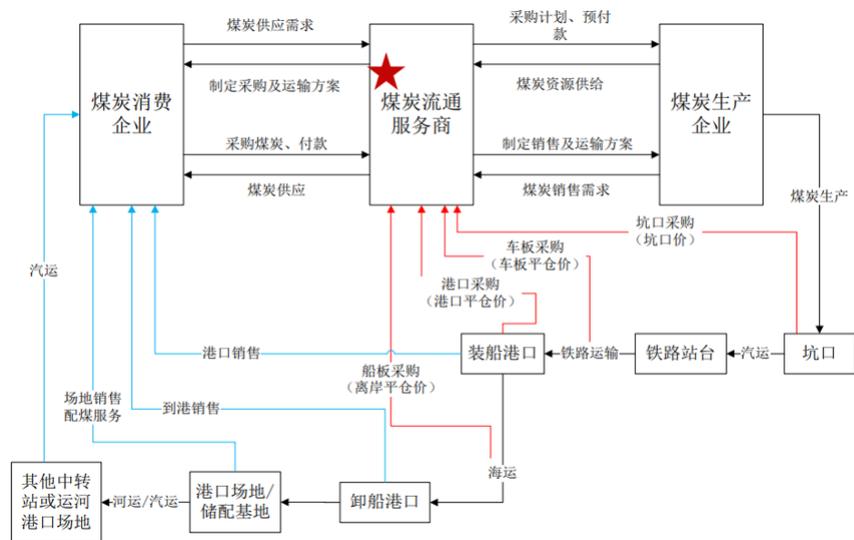
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 煤炭流通：资金占用率低，持续强化优质资源布局

2.1 进销对接降低存货风险，资金占用率低效益较好

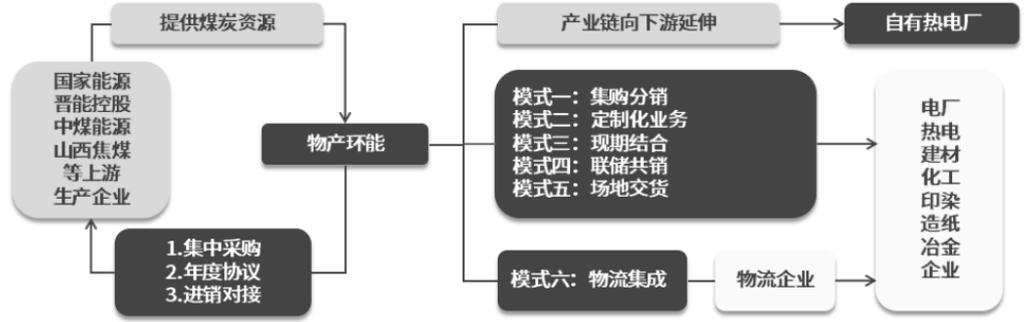
公司处于煤炭流通产业链中端，“进销对接”模式有效降低存货风险。公司经营的煤炭流通业务处于煤炭产业链中端，起到服务上游煤炭生产企业和下游煤炭消费企业的作用。公司通过从上游大型煤炭生产企业或煤炭贸易企业规模化采购煤炭，再运用专业化流通经验和信息化技术为下游电力、建材、造纸等消费企业提供一体化煤炭流通服务。由于煤炭有自燃风险且质量受天气变化影响，相比于其他大宗商品可存放周期相对较短，同时存放期间煤炭价格也可能产生波动，因此公司煤炭采购实行“进销对接”原则，在采购前会同步落实销售合同或销售意向，从而加快存货周转，降低存货风险。

图11：煤炭流通业务整体流程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12： 公司煤炭流通业务主要模式

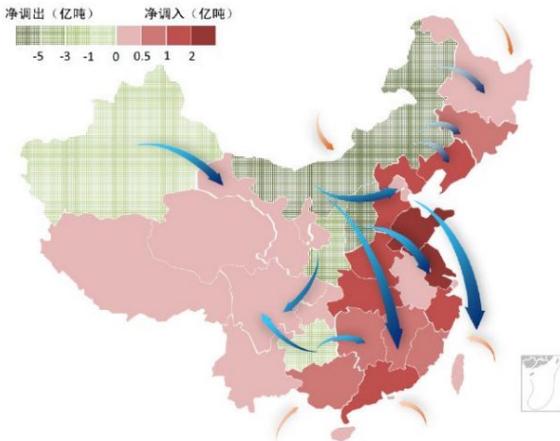


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.2 大力开展国内外渠道建设，保障煤炭资源

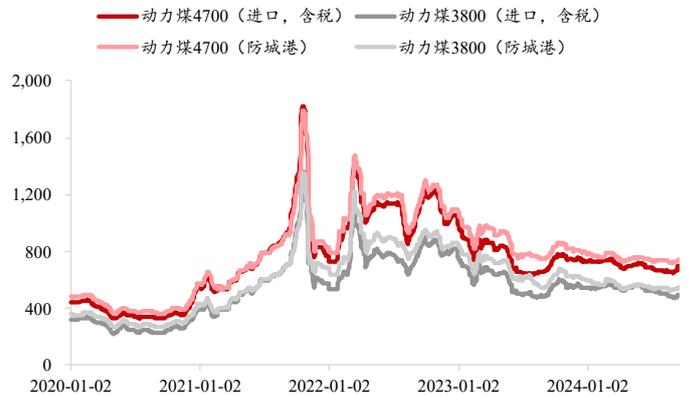
渠道建设持续完善，优化煤炭资源分配。公司主要销售的煤炭产品为动力煤和焦煤，根据中国煤炭工业协会发布的《2023 年煤炭行业发展年度报告》，我国煤炭资源主要分布在山西、蒙西、蒙东、陕北和新疆等地，而我国晋陕蒙三省（区）煤炭产量占全国的比重超过 70%，煤炭生产也愈发向晋陕蒙地区集中。在此背景下，公司积极开拓西北区域市场，于 2024 年 4 月成立西北办并负责西北地区的市场开拓与煤炭采购和销售工作，同时还积极拓展新疆煤市场，紧抓“疆煤外运”，不断完善优质煤炭资源开发渠道。海外资源方面，公司积极开拓进口能源渠道，于 2024 年 H1 与海外矿方直接签订了一系列印尼、澳洲、哥伦比亚等进口煤长协，提前锁定优质进口煤货源，保障了煤炭来源的多元性和稳定性。

图13： 全国煤炭调运情况（预计）



资料来源：国家发改委，国家能源局，公司公告，浙商证券研究所

图14： 国内动力煤价格与进口动力煤价格对比（元/吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 热电联产：集中供热规划出台，公司区位优势明显

3.1 热电联产区域壁垒较强，公司区位优势明显

旗下共 7 家热电联产子公司，装机合计 425MW。公司热电联产业务主要系通过多能互补多能联供等技术，为客户提供电力、蒸汽和压缩产品等产品，并提供污泥、生物质等一般固废处置服务。截至 2024 年 6 月 30 日，公司旗下共设有新嘉爱斯、桐乡泰爱斯、浦江热电等七家主营业务为热电联产的子公司，其装机容量预计合计达 425MW。近年来公司持

续拓宽热电联产业务市场，2024年H1，公司拓展新增用热客户25家，蒸汽、电力、压缩空气供应量与生物质和污泥处置量均同比实现增长。

热电联产区域壁垒较强，公司区位优势明显。根据国家能源局2016年发布的《热电联产管理办法》，以蒸汽为供热介质的热电联产机组，供热半径一般按10公里考虑，供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源点。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，上述地区均出台了集中供热规划，确定公司下属热电企业为该区域的集中供热热源点，业务布局形成了有效的区域壁垒，使得公司具有较强的区位优势。

表2：公司热电联产子公司情况

公司名称	装机容量 (MW)	具体业务	持股比例	取得方式
新嘉爱斯	162	蒸汽、电力、压缩空气、污泥处置	70%	非同控
桐乡泰爱斯	70	蒸汽、电力、压缩空气	66%	投资设立
浦江热电	30	蒸汽、电力、压缩空气、污泥处置	56%	投资设立
秀舟热电	30	蒸汽、电力	70%	非同控
富欣热电	18	蒸汽、电力	70%	非同控
山鹰热电	60	蒸汽、电力	51%	投资设立
金义热电	55	蒸汽、电力	51%	投资设立

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 业务多元协同保障盈利能力，营收规模稳健增长

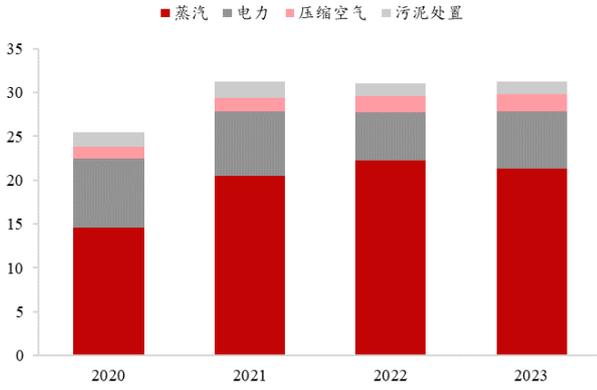
积极探索热电联产新模式，提升园区能源供应能力。公司积极探索“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联产新模式，持续提升园区能源供应能力，旨在持续稳定为客户提供安全高效的能源。与此同时，公司还持续开拓多元固废协同处置业务，针对生物质、泥污提供一系列处置服务。从业务布局上看，公司除了提供热电联产传统的热与电两种产品，还能够提供压缩空气、污泥生物质处置等其他服务，从而形成了多品类能源产品联供经营模式，进而在提升公司盈利能力和用户粘度的同时降低经营风险。从盈利能力上看，公司热电联产原材料价格和销售价格的联动机制能够在一定程度上平滑上游原材料价格波动对板块盈利能力的影响，因此公司热电联产业务毛利率总体稳定。2020-2023年，公司热电联产业务营收从25.39亿元增长至31.25亿元，毛利率则稳定在20%以上，为公司提供了稳定的营收和利润来源。

表3：公司热电联产主要产品与用途

序号	产品种类	介绍和用途
1	蒸汽	热电厂生产的蒸汽及压缩空气直接向工业园区内的工业用户供应，供用户开展生产经营活动
2	压缩空气	
3	电	热电厂生产电力大部分直接出售给国家电网公司，由当地国网公司供应给终端电力用户；少部分经营主体（富欣热电、秀舟热电）电力直接供给周边相应企业
4	污泥处置	污泥处置的客户主要为城市污水处理厂和企业污水处理站，因环保要求这些企业污泥必须定点处置，同时公司稳定规范为其提供污泥处置服务，与其形成良好的长期合作关系

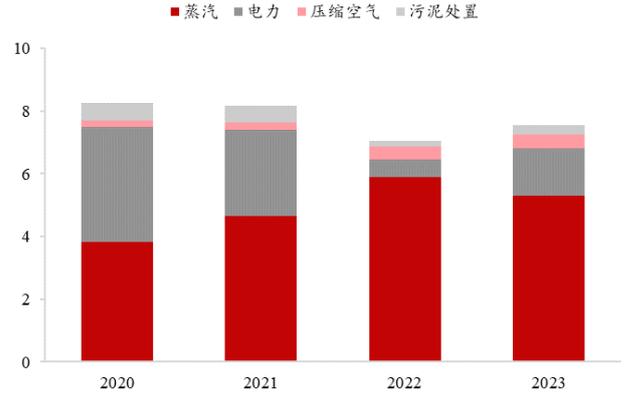
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图15：2020-2024年H1公司热电联产营收变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16：2020-2024年H1公司热电联产毛利变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 新能源：业务多元协同推进，受益电改想象空间打开

市场开拓与项目投资双向发力，构建新能源产业阵型。近年来公司积极开展新能源业务，通过构建新能源“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。公司一方面持续推动新型储能产品布局，年产2GWh新型储能产品智能生产线已于2024年1月竣工运行，有望为公司打造全球领先核电机安全分布式储能与智能电网系统方案与核心设备供应商奠定坚实基础，另一方面公司积极推进光伏组件、储能电芯等供应链贸易，从而能够将公司此前积累的供应链业务、运营和风控优势复制至新能源组件品类。

表4：公司新能源板块主要产品与用途

序号	产品种类	介绍和用途
1	新型储能业务	熔盐储能技术研发及市场推广
2	分布式能源业务	储能光伏市场业务开拓、项目投资及EPC项目建设；电化学储能成套设备研发、生产制造；光伏、锂电等相关设备材料的供应链业务
3	绿色物流业务	换电站投资、建设和运营

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

光储、绿电交易、物流多条线稳步推进，收益电改想象空间可期。公司在多个新能源细分领域均有代表性项目推进并取得阶段性进展，**1）光伏领域**，公司物产中大（德清）新能源科技有限公司在德清投资建设的“浙江物产中大线缆有限公司19.132MWp分布式光伏项目”于2024年5月全容量并网发电；**2）储能领域**，公司旗下许昌浙物云能研发制造了PACK电池包、分布式储能柜、集装箱储能柜以及欧标工商业光储一体机、模块化储能变流器和储能型充电桩等产品，以助力工商业企业低碳转型；**3）绿电交易领域**，公司具备电力市场交易资质牌照和电力交易服务资质，截至2024年6月30日，公司下属新嘉爱斯的生物质发电项目核发绿证累计33.18万个、污泥焚烧发电项目核发绿证累计51.27万个，金义热电生物质发电项目核发绿证累计25.47万个，公司碳排放配额成交量10.82万吨，累计成交额1011.59万元。未来，公司新能源业务有望协同热电联产业务积累的海量园区客户资源，受益于虚拟电厂与微电网建设。

5 盈利预测与估值

核心假设：参考公司各细分业务过往增速、公司发展战略以及行业趋势，我们对公司主要的煤炭流通、热电联产和新能源业务的增速和毛利假设如下：

煤炭流通业务：公司深耕煤炭流通领域，规模化采购优势明显，2024年H1受煤价下降影响公司该业务营收承压；但考虑到当前煤价已处低较低区间，未来进一步下探空间有限，且公司大力开拓我国西北区域市场以及进口能源渠道，夯实未来优质煤资源，我们假设未来公司煤炭流通业务营收有望止跌回升。假设2024-2026年公司煤炭流通业务营收增速分别为-10.92%/+8.15%/+5.58%；伴随着煤价企稳，假设公司毛利率逐渐修复，2024-2026年分别为3.40%/3.45%/3.50%。

热电联产业务：公司热电联产业务主要包括供热、供电、供应压缩空气和固废处置等，近年来公司不断拓宽热电联产业务市场，积极提升园区能源供应能力，并协同开展生物质、泥污等固废处置业务。考虑到浙江省经济增长有望带动公司热电联产业务需求提升，假设2024-2026年公司热电联产业务营收增速分别为+2.83%/+4.30%/5.82%；此外随着公司探索“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联产新模式，假设公司盈利能力稳中有进，2024-2026年毛利率分别为24.51%/24.98%/25.66%。

新能源业务：公司近年来积极培育新能源业务发展平台，聚焦开拓园区储能、分布式光伏等新能源业务，考虑到该业务当前体量较小但增长空间较大，假设2024-2026年公司新能源业务营收增速分别为+222.77%/+115.82%/+42.05%；此外随着公司新能源业务规模快速放量，假设公司盈利能力持续修复，2024-2026年毛利率分别为12.51%/13.07%/13.42%。

表5：公司主要业务营收拆分预测

	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭流通业务						
营业收入	百万元	52043.63	41098.22	36610.30	39594.04	41801.40
YOY	%	-8.21%	-21.03%	-10.92%	8.15%	5.58%
销量	万吨	5321.66	5548.48	5814.81	5989.25	6138.98
平均单价	元/吨	977.96	740.71	629.60	661.08	680.92
毛利率	%	3.34%	3.70%	3.40%	3.45%	3.50%
热电联产业务						
营业收入	百万元	3101.52	3125.36	3213.72	3352.05	3547.28
YOY	%	-0.54%	0.77%	2.83%	4.30%	5.82%
毛利率	%	22.78%	24.13%	24.51%	24.98%	25.66%
供热-蒸汽销量	万吨	727.58	834.88	883.33	943.01	1015.72
供热-蒸汽单价	元/吨	305.69	255.35	247.68	242.73	240.30
供电-电力销量	百万千瓦时	10.67	13.20	13.56	13.93	14.31
供电-电力单价	元/千瓦时	0.51	0.50	0.49	0.49	0.48
压缩空气-销量	万m ³	24.44	27.80	31.13	35.49	41.17
压缩空气-单价	元/m ³	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06
泥污处置-销量	万吨	70.35	74.97	79.52	83.95	88.20
泥污处置-单价	元/吨	209.53	193.02	187.23	181.61	176.16
新能源业务						
营业收入	百万元	6.27	60.85	196.40	423.88	602.11
YOY	%	/	870.04%	222.77%	115.82%	42.05%
毛利率	%	5.18%	11.32%	12.51%	13.07%	13.42%
其他业务						
营业收入	百万元	48.40	42.53	42.53	42.53	42.53
YOY	%	-25.17%	-12.14%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	%	56.22%	60.35%	60.35%	60.35%	60.35%
营业总收入	百万元	55199.82	44326.96	40020.42	43369.96	45950.79
YOY	%	-7.82%	-19.70%	-9.72%	8.37%	5.95%
毛利率	%	4.48%	5.21%	5.14%	5.21%	5.34%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所预测

相对估值方面，我们选取了包括煤炭贸易、热电联产业务的华光环能、联美控股和广州发展作为可比公司。三家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 11.41、10.06、9.13 倍，显著高于公司当前估值水平。公司主业煤炭流通基本盘稳健扎实，煤价企稳业绩可期，此外公司热电联产业务区位优势明显，业务体量持续增长，叠加公司新能源等业务协同推进，持续成长有保障，我们认为公司估值仍有提升空间。

表6: 公司与可比公司对比情况

股票代码	简称	股价	PE				ROE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600475	华光环能	8.66	11.36	10.62	9.25	8.39	8.75%	8.85%	9.30%	9.43%
600167	联美控股	5.26	16.22	13.71	12.21	11.08	6.73%	7.67%	8.22%	8.62%
600098	广州发展	6.02	12.65	9.89	8.73	7.91	6.59%	8.09%	8.76%	9.21%
			13.41	11.41	10.06	9.13	7.36%	8.20%	8.76%	9.09%
603071	物产环能	11.10	5.85	7.80	7.28	6.76	18.31%	12.31%	12.03%	11.84%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

注: 可比公司股价取自 2024 年 9 月 25 日, 采用 Wind 一致盈利预测

预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 400.20/433.70/459.51 亿元, 分别同比-9.72%/+8.37%/+5.95%; 归母净利润分别为 7.94/8.50/9.16 亿元, 分别同比-25.05%/+7.12%/+7.69%, 对应 PE 分别为 7.8/7.3/6.8 倍。股息率方面, 考虑到公司近年来分红比例持续在 37%左右, 假设公司 2024-2026 年分红比例均为 37%, 则对应 2024 年 9 月 25 日收盘价, 股息率分别为 4.73%、5.06%、5.45%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

煤炭价格大幅波动: 公司煤炭流通主业主要系与煤炭产业上下游企业开展多元业务合作, 煤炭价格大幅波动对于整体煤炭行业的经济效益影响较大, 进而会对公司的业务规模以及盈利能力产生明显影响。

下游需求不及预期: 公司煤炭流通业务和热电联产业务受宏观经济影响较为明显, 若宏观经济增速放缓, 则可能导致下游需求不及预期。

新业务开拓进展不及预期: 公司在煤炭流通主业和热电联产业务的基础上, 还大力发展储能、分布式光伏等新能源业务, 而该板块业务近年来收入增速相对较高, 若未来该板块业务开拓进展不及预期, 则会对公司业绩长期增长产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5618	6154	7234	7871
现金	523	748	823	923
交易性金融资产	3	5	7	9
应收账款	890	1069	1275	1409
其它应收款	60	86	106	122
预付账款	411	447	566	686
存货	2475	2692	3299	3549
其他	1256	1108	1158	1174
非流动资产	4769	5372	5698	6164
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	150	141	146	145
固定资产	3442	4012	4383	4878
无形资产	294	287	277	269
在建工程	260	250	242	235
其他	623	682	651	636
资产总计	10386	11526	12933	14035
流动负债	4098	4630	5389	5804
短期借款	563	531	1035	1059
应付款项	1330	1567	1531	1597
预收账款	0	0	0	0
其他	2204	2532	2823	3147
非流动负债	145	149	155	155
长期借款	0	3	6	9
其他	145	146	149	146
负债合计	4242	4779	5544	5960
少数股东权益	984	1090	1203	1326
归属母公司股东权	5161	5658	6186	6750
负债和股东权益	10386	11526	12933	14035

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1016	1301	458	1153
净利润	1200	900	964	1038
折旧摊销	413	175	196	215
财务费用	31	28	32	36
投资损失	(13)	(11)	(9)	(7)
营运资金变动	(2135)	155	(466)	(246)
其它	1521	54	(258)	118
投资活动现金流	(516)	(733)	(531)	(693)
资本支出	(155)	(715)	(538)	(684)
长期投资	(3)	(4)	4	(1)
其他	(358)	(13)	4	(8)
筹资活动现金流	(439)	(343)	148	(360)
短期借款	65	(32)	504	24
长期借款	(0)	3	3	3
其他	(503)	(314)	(360)	(388)
现金净增加额	61	225	75	100

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	44327	40020	43370	45951
营业成本	42019	37963	41111	43497
营业税金及附加	67	73	79	84
营业费用	171	202	241	278
管理费用	183	213	253	291
研发费用	121	150	158	163
财务费用	31	28	32	36
资产减值损失	292	310	334	351
公允价值变动损益	5	3	(0)	3
投资净收益	13	11	9	7
其他经营收益	63	46	51	56
营业利润	1525	1141	1223	1317
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	1530	1147	1229	1323
所得税	330	247	265	285
净利润	1200	900	964	1038
少数股东损益	141	106	114	122
归属母公司净利润	1059	794	850	916
EBITDA	1944	1324	1429	1547
EPS (最新摊薄)	1.90	1.42	1.52	1.64

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-19.70%	-9.72%	8.37%	5.95%
营业利润	0.83%	-25.15%	7.16%	7.73%
归属母公司净利润	-0.31%	-25.05%	7.12%	7.69%
获利能力				
毛利率	5.21%	5.14%	5.21%	5.34%
净利率	2.71%	2.25%	2.22%	2.26%
ROE	18.31%	12.31%	12.03%	11.84%
ROIC	20.97%	14.51%	13.36%	13.34%
偿债能力				
资产负债率	40.84%	41.46%	42.87%	42.46%
净负债比率	13.27%	11.37%	18.84%	18.00%
流动比率	137.09%	132.92%	134.24%	135.61%
速动比率	76.69%	74.78%	73.01%	74.47%
营运能力				
总资产周转率	4.06	3.65	3.55	3.41
应收账款周转率	53.99	35.50	26.48	21.35
应付账款周转率	28.40	28.95	31.35	31.69
每股指标(元)				
每股收益	1.90	1.42	1.52	1.64
每股经营现金	1.82	2.33	0.82	2.07
每股净资产	9.25	10.14	11.09	12.10
估值比率				
P/E	5.85	7.80	7.28	6.76
P/B	1.20	1.09	1.00	0.92
EV/EBITDA	4.89	5.35	5.33	4.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>