

煤炭

2025 年 03 月 25 日

物产环能 (603071)

——加大能源产业升级 重视股东分红回报

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

- 省国企领导下的稳健+高效能源企业，业务双轮驱动。**公司始创于 1950 年，前身是浙江省燃料公司，现为集“能源贸易+能源实业”为一体的大型国有上市企业。2000 年首次混改为浙江物产燃料有限公司。2012 年完成股份制改造。2021 年成为 A 股市场首家“主板拆主板”企业，在上海证券交易所挂牌上市，是国家发改委认定的第一批电煤重点保供贸易企业。截至 2023 年底，公司的控股股东为物产中大集团股份有限公司，实际控制人为浙江省国资委。物产中大作为第一大股东直接与间接持有物产环能 55.55% 的股份，股权结构稳定。公司主营业务为两大板块，分别为煤炭流通和热电联产业务，并且公司从 2022 年开始拓展新能源业务，形成凭借扎实基本盘推动新业务发展的格局。
- 公司是煤炭行业领先的能源贸易集成服务商，盈利能力稳定。**公司多年来与国内上游各煤炭头部企业建立了长期稳固的合作伙伴关系，在国内外拥有发达的营销网络和强有力的营销团队，在秦皇岛、京唐港、曹妃甸、天津港等主要中转港及印尼、新加坡等海外资源点设有办事处，为上下游企业提供供应链集成服务。长期以来，公司煤炭流通业务占整体收入 90% 以上，并且盈利能力稳定。
- 公司将凭借热电联产业务稳健+增长的特性，助力新能源业务的布局。**公司能源实业板块：聚焦热电联产、一般工业固废处置、生物质综合利用、光伏发电、储能、电力交易等综合能源服务，支付区域节能减排和经济绿色发展。其中，热电联产业务从 2019 年以来成为公司利润的主要贡献板块，毛利率一直在 22% 到 33% 之间，也成为公司未来拓展新能源业务的主要基本盘之一。未来公司将持续凭借自身在浙江省内的资源禀赋继续落地新的热电联产项目。
- 公司连续三年高分红，未来有望持续。**公司已经连续三年分红达 11.72 亿元，平均股利支付率达 37.35%。2024 年 5 月 29 日，公司实施每股股利 0.9 元，每股收益达 1.9 元，股利支付率达 36.88%。2025 年 1 月 26 日，公司发布《物产环能：关于 2024-2026 年度现金分红回报规划的公告》，该公告规划在 2024-2026 年期间，每年度现金分红总额不低于归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润的 40%。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.11、8.97、9.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.61、1.67 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 9、8、8 倍。公司的煤炭流通和热电联产业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，传统能源与新能源业务双轮驱动，并且，2025 年行业平均水平为 9 倍 PE，对应目标价 14.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**原材料煤价波动风险、周边工业园区企业产线开工不及预期、新能源市场需求疲软。

市场数据： 2025 年 03 月 24 日

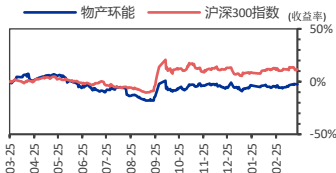
收盘价 (元)	12.85
一年内最高/最低 (元)	15.16/10.35
市净率	1.3
股息率 (分红/股价)	5.45
流通 A 股市值 (百万元)	7,170
上证指数/深证成指	3,370.03/10,695.49

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	9.52
资产负债率%	51.42
总股本/流通 A 股 (百万)	558/558
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

傅浩玮 A0230522010001
fuhw@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

研究支持

傅浩玮 A0230522010001
fuhw@swsresearch.com

联系人

傅浩玮
(8621)23297818x
fuhw@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	44,327	30,954	42,918	44,855	45,183
同比增长率 (%)	-19.7	-5.5	-3.2	4.5	0.7
归母净利润 (百万元)	1,059	533	811	897	933
同比增长率 (%)	-0.3	-35.7	-23.5	10.6	4.0
每股收益 (元/股)	1.90	0.96	1.45	1.61	1.67
毛利率 (%)	5.2	4.6	4.3	4.4	4.4
ROE (%)	20.5	10.0	14.5	14.6	13.9
市盈率	7		9	8	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.11、8.97、9.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.61、1.67 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 9、8、8 倍。公司的煤炭流通和热电联产业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，传统能源与新能源业务双轮驱动，并且，2025 年行业平均水平为 9 倍 PE，对应目标价 14.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

1) 根据在未来中国在碳中和目标引领的趋势下，随着减碳降排的政策实施，更多绿色能源将被应用，但目前为了确保中国能源供应充足，煤炭将被视为重要过度能源载体之一，因此预计公司的煤炭流通业务在未来三年将会保持现有稳定的情况下呈现小幅增长，但销售价格也会随着成本价格小幅下降，由此我们假设 2024-2026 年煤炭销量分别为 6200/6600/6700 万吨，销售毛利率分别为 2.34%/2.38%/2.40%。2) 在热电联产业务方面，由于公司背靠省国资委，具备良好的省级资源禀赋，因此公司在未来三年热电联产业务将会稳健发展，预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 0.11%/0.76%/0.52%，毛利率分别为 27.95%/29.67%/30.43%。3) 新能源板块作为近年来新增业务，预计 2024 年业务体量将在 2023 年的业务体量上稳步增长（2023 年新能源业务板块收入为 6085 万元，预计在此基础上 2024 年新能源业务收入将同比增长约 12.86%左右，虽然 2024 年上半年公司新能源业务收入为 2148.87 万元，但考虑到新能源行业的新装机量一般都会安排在每年都第三和第四季度抢装完成，叠加公司将利用自身在省内的资源禀赋来帮助其新能源业务拓展，因此预计 2024 年全年新能源业务收入将同比增长约 12.86%左右），2025 年和 2026 年预计公司新能源业务收入将得到稳定增长，同比增速约 20%左右，出于保守考虑，2024-2026 年收入增速分别为 12.86%、20.11%、20.14%。4) 公司其他板块业务因为体量较少，且公司未来并不会作为重点发展方向，只是作为一种提前布局，因此预计未来三年公司其他板块业务将平稳过渡，2025 年到 2026 年收入预计同比增长-5.95%/0.00%/0.00%。

有别于大众的认识

我们认为公司煤炭流通和热电联产是长期稳健的基本盘，将助力公司新能源业务发展。市场普遍认为公司的煤炭物流业务毛利率低下，同时认为热电联产业务缺乏规模效应，但我们认为公司经过几十年的发展，目前在煤炭流通业务已经有了国际化的优势，通过煤炭流通国际化+规模化等效应足以产生稳定的现金流+利润贡献，以及在热电联产业务上已经有了省级区域性优势，未来公司可以将原有的热电联产项目运营经验运用到新项目上，以此扩大规模、扩大利润贡献。并且，公司在这两块业务方面经营稳健，每年都会产生稳定的利润和现金流，足以支撑公司长期开拓新能源业务。以此同时，公司可以凭借自身在省级区域内的资源禀赋+充裕现金流来获取更多新能源顶单，从而实现公司从传统能源到绿色能源的转型。

股价表现的催化剂

中期公司将凭借煤炭流通+热电联产的稳健经营来夯实自身的基本盘。随着降碳减排的政策持续落实，热电联产业务需求将逐步显现并释放。

核心假设风险

原材料煤价波动风险、周边工业园区企业产线开工不及预期、新能源市场需求疲软。

目录

1.省国企领导下的稳健+高效能源企业	5
1.1 能源贸易+能源实业双轮驱动	5
1.2 股权结构稳定 未来有望持续高分红	5
1.3 业务布局明确 基本盘稳健为新业务发展提供动力	7
1.4 公司经营稳健不断发展，盈利能力持续增强	8
2.基本盘夯实发展 推动绿色能源业务可持续发展	11
2.1 煤炭运输业务高效整合，供应链优化赋能发展	11
2.2 政策引领趋势，热电联供加速发展	12
2.3 热电联产业务升级，综合能源项目落地	12
2.4 子公司协同发力，热电联供能力提升	13
2.5 产业发展多元协同，热电联产业务释放潜能	14
2.6 持续推动技术创新，热电联产业务稳健发展	14
2.7 顶层设计长远规划，新能源业务加速布局	15
2.8 新能源业务实现爆发式增长，擦亮绿色发展底色	17
3. 盈利预测与估值	17
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：截至 2023 年底，公司股权结构概况	6
图 3：公司主营业务：煤炭流通行业	7
图 4：2019-2023 公司营业收入(亿元人民币)及增速.....	8
图 5：公司归母净利润（亿元人民币）及同比增长(%).....	8
图 6：2019-2023 公司毛利率和净利率.....	8
图 7：2019-2023 年公司营业收入结构.....	9
图 8：2019-2023 年公司各板块毛利率.....	9
图 9：2019-2023 年公司期间费用率变化	9
图 10：公司研发费用（亿元人民币）及增速.....	9
图 11：2019-2023 年公司流动比率及速动比率	10
图 12：2019-2023 年公司资产负债率	10
图 13：2019-2023 年公司净资产收益率.....	10
图 14：2019-2024H1 煤炭销量图（单位：万吨）	11
图 15：废橡胶精准高值转化与低碳高效利用项目示意图.....	14
图 16： 2022-2024H1 新能源业务增长情况	17
表 1：公司分红情况概要.....	6
表 2：公司主营业务：热电联产及新能源行业.....	7
表 3：2017-2024 年国家热电联供的相关政策	12
表 4：公司热电联产联供业务介绍	12
表 5：公司旗下热电联供子公司情况	13
表 6：公司技术创新.....	15
表 7：公司“十四五”规划纲要	15
表 8：公司主营构成预测.....	18
表 9：可比公司估值表	19

1. 省国企领导下的稳健+高效能源企业

1.1 能源贸易+能源实业双轮驱动

公司始创于 1950 年，多年来稳步发展。公司前身是浙江省燃料公司，现为集“能源贸易+能源实业”为一体的大型国有上市企业。2000 年首次混改为浙江物产燃料有限公司。2012 年完成股份制改造。2021 年成为 A 股市场首家“主板拆主板”企业，在上海证券交易所挂牌上市，是国家发改委认定的第一批电煤重点保供贸易企业。

能源贸易板块：煤炭行业领先的能源贸易集成服务商。多年来与国内上游各煤炭头部企业建立了长期稳固的合作伙伴关系，在国内外拥有发达的营销网络和强有力的营销团队，在秦皇岛、京唐港、曹妃甸、天津港等主要中转港及印尼、新加坡等海外资源点设有办事处，为上下游企业提供供应链集成服务。目前，公司年销售煤炭近 6000 万吨左右，其中进口煤炭超 1000 万吨、进出口总额超 10 亿美元。

能源实业板块：聚焦热电联产、一般工业固废处置、生物质综合利用、光伏发电、储能、电力交易等综合能源服务，支付区域节能减排和经济绿色发展。目前，公司在浙江省内已形成六家热电企业规模，在 2023 年供热 834.88 万吨、供电 13.20 亿千瓦时、空气压缩 27.80 亿立方米，覆盖热网主管道 511 公里；另有三家新能源平台公司，明确了新型储能、光伏储能和绿色物流三大产业链发展方向，其中桐乡 343MWh 熔盐储能示范项目入选 2023 年省“尖兵”研发计划，许昌年产 2GWh 电化学储能全自动产线已实现量产，德清 19MW 光充储一体项目已全容量并网发电。

图 1：公司历史沿革



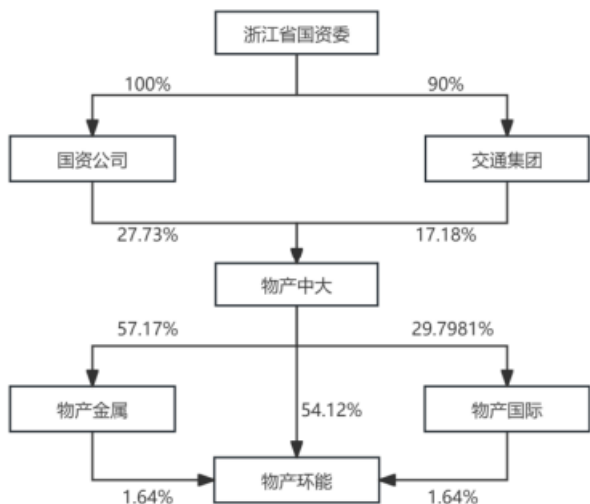
资料来源：川仪股份官网，申万宏源研究

1.2 股权结构稳定 未来有望持续高分红

公司股权结构呈现出国有控股为主，大股东持股比例高，股权较为集中的特点。物产环能的控股股东为物产中大集团股份有限公司，实际控制人为浙江省国资委。截至

年底，物产中大作为第一大股东直接与间接持有物产环能 55.55% 的股份，形成了稳定的控股地位。这使得物产中大在公司的重大决策、战略规划等方面具有较强的话语权，有利于公司保持战略的稳定性和一致性。

图 2：截至 2023 年底，公司股权结构概况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

管理团队背景丰富，结构设置合理。公司管理团队主要由董事长、2 名副董事长、4 名董事、4 位独立董事若干监事、职工监事、总经理构成。公司董事长为陈明晖，历任物产中大金属集团有限公司（及前身）员工、财务部经理助理、副经理、所属宾馆总经理、炉料部副经理、运营管理部总监，浙江省物产集团有限公司担任流通部部长等职务，具有丰富的行政管理和企业管理经验。公司副董事长兼总经理黎曦曾任物产金属投资管理部副经理、人力资源部总监，物产中大人力资源部部长，元通汽车党委副书记、副董事长，具有丰富的管理和行业经验。

公司连续三年高分红。公司已经连续三年分红达 11.72 亿元，平均股利支付率达 37.35%。2024 年 5 月 29 日，公司实施每股股利 0.9 元，每股收益达 1.9 元，股利支付率达 36.88%。因公司的煤炭流通和热电联产两大业务经营稳健，并且每年能够提供充足的现金流，从而使得公司具备在未来持续实施高分红计划。

公司发布分红承诺，未来高分红有望持续。2025 年 1 月 26 日，公司发布《物产环能：关于 2024-2026 年度现金分红回报规划的公告》，该公告规划在 2024-2026 年期间，每年度现金分红总额不低于归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润的 40%。

表 1：公司分红情况概要

派息日	税前每股股利	每股收益	股利支付率 (%)	分红总额 (百万元)
2023/5/24	0.8	1.9	42.02	446.36

2024/5/29

0.9

1.9

36.88

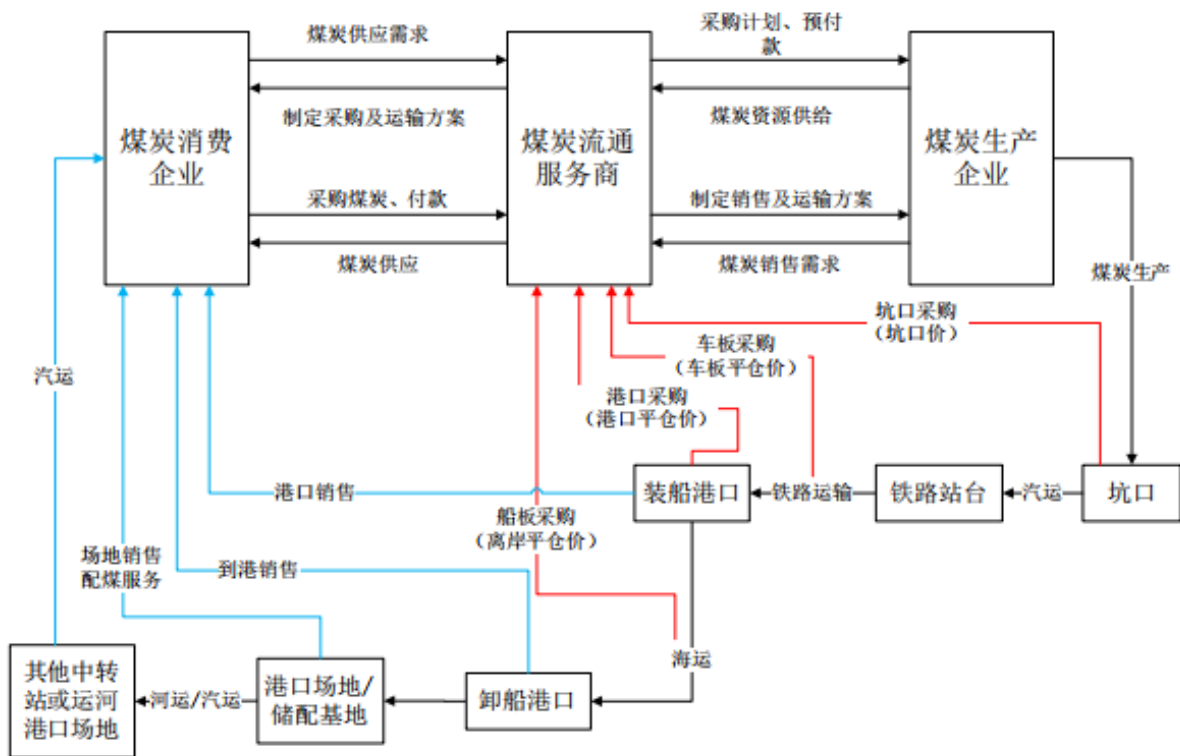
390.57

资料来源：万得，申万宏源研究 注：税前每股股利与每股收益单位为人民币元

1.3 业务布局明确 基本盘稳健为新业务发展提供动力

煤炭流通业务贡献收入为主，热电联产业务贡献利润为主，新能源业务为新增业务。公司煤炭流通业务主要经营品类是动力煤和原料煤，上游是煤炭生产企业或其他煤炭贸易企业，下游是电力、建材、造纸、冶金、化工等煤炭消费企业，公司经营的煤炭流通业务处于煤炭产业链中端。热电联产业务方面，公司主要生产蒸汽、压缩空气、电以及污泥处理装置，产品的专业性突出，市场认可度高。新能源业务方面，公司正处于起步阶段，增长潜力向好。

图 3：公司主营业务：煤炭流通行业



资料来源：公司报告，申万宏源研究

表 2：公司主营业务：热电联产及新能源行业

业务	序号	产品种类	介绍以及用途
热电联产行业	1	蒸汽、压缩空气	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	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；少部分为自备发电厂（富欣热电、秀舟热电）电力直接供给周边相应企业

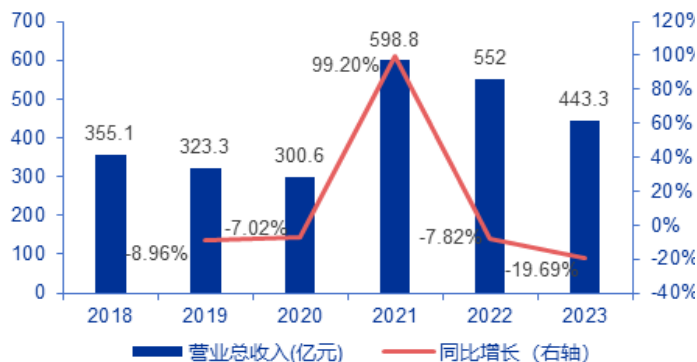
新能源行业	3	污泥处置	污泥处置的客户主要为城市污水处理厂和企业污水处理站，因环保要求这些企业污泥必须定点处置，同时公司稳定规范为其提供污泥处置服务，与其形成良好的长期合作关系
	4	新型储能业务	熔盐储能技术研发及市场推广
	5	分布式能源业务	储能光伏市场业务开拓、项目投资及 EPC 项目建设；电化学储能成套设备研发、生产制造；光伏、锂电等相关设备材料的供应链业务
	6	绿色物流业务	换电站投资、建设和运营

资料来源：公司报告，申万宏源研究

1.4 公司经营稳健不断发展，盈利能力持续增强

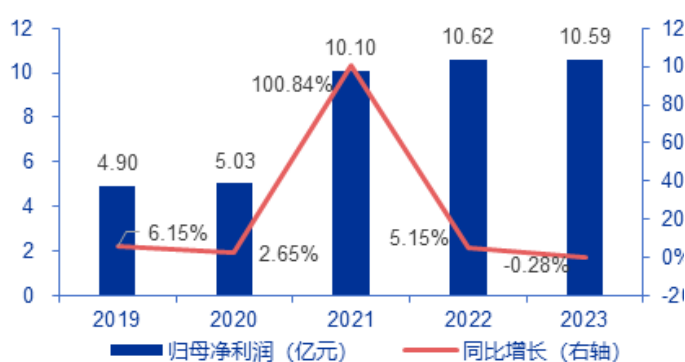
公司的营业收入业绩略有下滑，经营状况整体上较为稳健。2018 年至 2023 年，公司营业收入由 355.1 亿元人民币增长到 443.3 亿元人民币，复合增长率为 4.54%。同时，公司的归母净利润从 2019 年的 4.90 亿元人民币增长至 2023 年的 10.59 亿元人民币，复合增速高达 21.25%。虽然从 2021 年开始，公司营业收入有所下滑，但归母净利润却保持一定的正增长，主要是热电联产和新能源业务带来的收入提升。尽管 2023 年公司的归母净利润受到煤价下跌和煤炭流通过业绩下滑的影响略有下降，整体上看仍较为稳健。

图 4：2019-2023 公司营业收入(亿元人民币)及增速



资料来源：公司年报，申万宏源研究

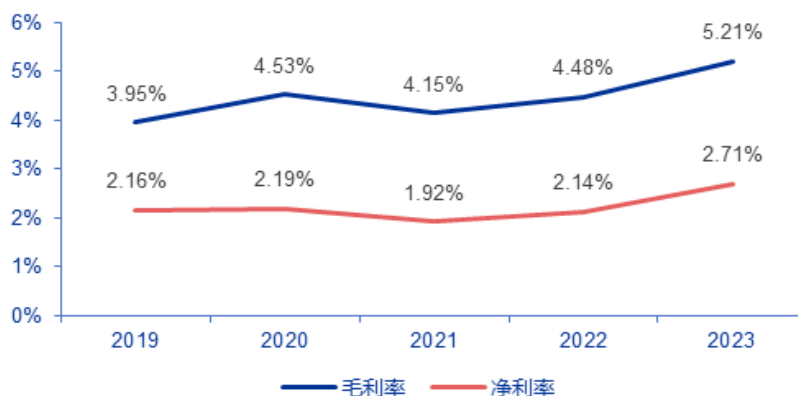
图 5：公司归母净利润（亿元人民币）及同比增长(%)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司的毛利率和净利率持续上升，盈利能力较强。尽管在 2021 年由于煤炭价格上升等因素导致毛利率和净利率有所下降，但公司在 2021 年后，通过优化成本结构、发展热电联产和新能源业务，实现了毛利率和净利率的回升。公司的毛利率从 2021 年的 4.15% 增长至 2023 年的 5.21%，总体提升 1.06 个百分点；净利率从 2021 年的 1.92% 增长至 2023 年的 2.71%，总体提升 0.79 个百分点。表明公司在市场波动和行业挑战下，保持了较强的盈利能力。

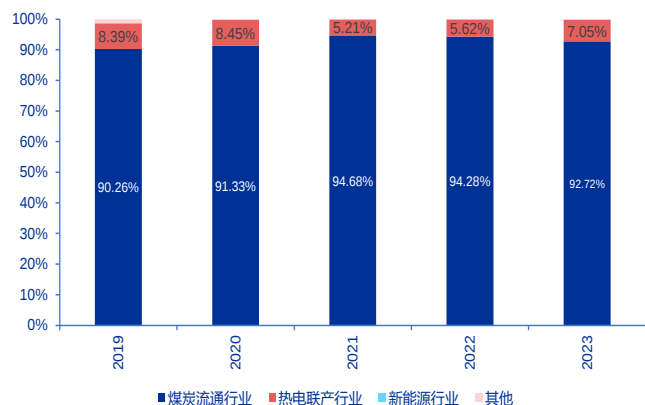
图 6：2019-2023 公司毛利率和净利率



资料来源：公司年报，申万宏源研究

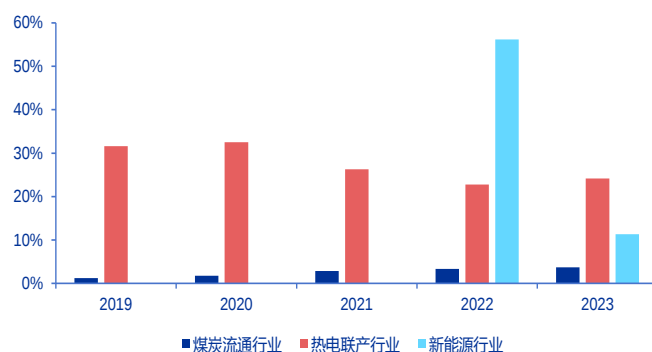
公司营收以煤炭流通行业为主，热电联产以贡献利润为主，逐步探索新能源领域的发展。从营业收入上看，公司具有 70 余年煤炭流通业务历史，煤炭流通行业在营业收入中的占比长期保持在 90%以上。截至 2023 年底，公司煤炭流通业务营收达到 411 亿元人民币，占比高达 92.72%。从盈利能力上看，公司的热电联产业务一直是毛利率关键来源之一，2019-2023 年期间的毛利率占比均在 22%以上。目前，公司的新能源业务营收占比较低，但有望成为公司未来新的利润增长点。

图 7：2019-2023 年公司营业收入结构



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 8：2019-2023 年公司各板块毛利率

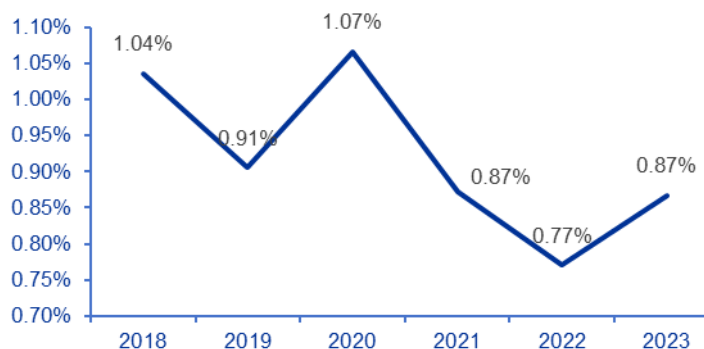


资料来源：公司年报，申万宏源研究

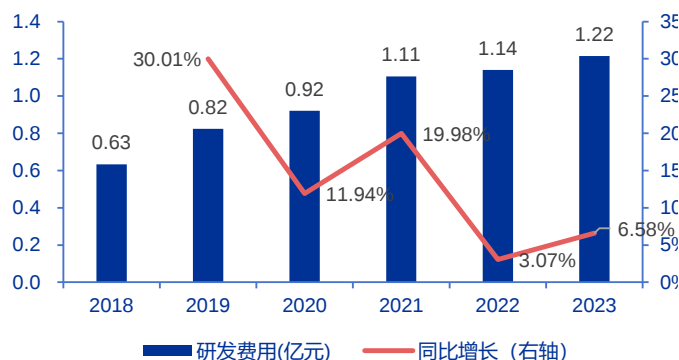
公司期间费用控制良好，持续增加研发投入。整体来看，物产环能的期间费用率较低，均保持在 1%左右。2018 年，公司的期间费用率为 1.04%，2023 年降低至 0.87%，虽然 2023 年的销售费用率和管理费用率较 2018 年有所提升，但整体期间费用率控制良好。同时，公司在研发方面持续投入，研发费用从 2018 年的 0.63 亿元人民币增长至 2023 年的 1.22 亿元人民币，复合增长率为 13.91%，为公司的技术创新和业务拓展提供了有力支撑，助于提升公司的市场竞争力。

图 9：2018-2023 年公司期间费用率变化

图 10：公司研发费用（亿元人民币）及增速



资料来源：公司年报，申万宏源研究



资料来源：公司年报，申万宏源研究

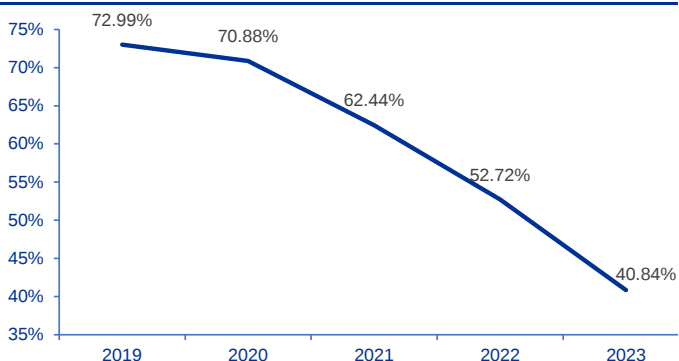
物产环能公司的短期偿债能力和长期偿债能力均不断提升。公司的流动比率从 2019 年的 0.78 逐年上升至 2023 年的 1.37，在此期间，速动比率也 0.49 提升至 0.77。整体来看，物产环能在过去几年中通过有效的资产管理和负债控制，显著提升了短期偿债能力，为公司的稳健运营和可持续发展奠定了良好的财务基础。同时，公司资产负债率不断下降，从 2019 年的 72.99% 逐年下降至 2023 年的 40.84%，长期偿债能力显著提升。

图 11：2019-2023 年公司流动比率及速动比率

图 12：2019-2023 年公司资产负债率



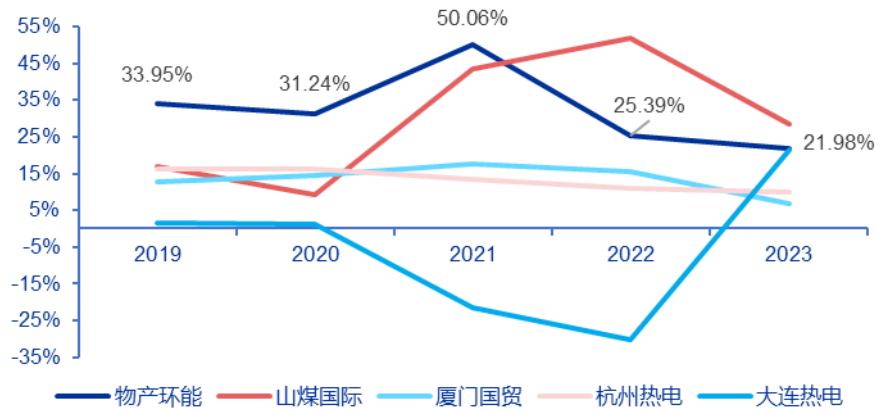
资料来源：公司年报，申万宏源研究



资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司净资产收益率处于同行前列。与同行业相比，2019 年至 2023 年，物产环能的净资产收益率远高于同样具有煤炭流通业务的厦门国贸，以及具有热电业务的杭州热电和大连热电。2019 年至 2023 年期间，公司的净资产收益率均保持在 21.98% 以上。2023 年，物产环能公司的净资产收益率下降至 21.98%，仍处于行业较高水平。表明公司在市场中具有明显的竞争优势，能够在激烈竞争中脱颖而出，保持较高的盈利水平。

图 13：2019-2023 年公司净资产收益率



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2. 基本盘夯实发展 推动绿色能源业务可持续发展

2.1 煤炭运输业务高效整合，供应链优化赋能发展

物产环能煤炭运输业务聚焦高效供应链整合与物流优化，保障煤炭流转稳定高效。从2019年至2024年上半年，公司煤炭总销售量达到32212.36万吨，平均年销售量为5856.79万吨，按线性外推计算，预计2024年全年总销量约为5590万吨，整体销售量保持平稳。此外，公司通过“进销对接”模式有效降低存货风险，同时与境内外优质供应商建立长期合作关系，确保煤炭资源的稳定供应。在运输环节，公司整合港口、航运及陆运资源，优化供应链效率，为客户提供定制化解决方案，公司还通过精细化管理严控煤炭质量，保障运输过程中的货物安全与品质。凭借以上优势，公司在煤炭流通领域形成稳固行业地位，多次获评“优质煤炭供应链服务商”等荣誉称号。

图 14：2019-2024H1 煤炭销量图（单位：万吨）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.2 政策引领趋势，热电联供加速发展

国家层面持续出台政策，推动热电联供行业的绿色低碳转型。2017 年以来，国务院、国家发改委、生态环境部等部门多次强调热电联产在能源高效利用中的重要性，鼓励发展多能耦合的低碳供能模式。这些政策不仅为热电联供项目提供了明确的发展方向，还通过补贴、示范项目等方式加速了相关技术的落地与推广。在政策支持下，热电联产项目加速落地，为行业高质量发展提供了坚实的政策保障，助力实现“双碳”目标。

表 3：2017-2024 年国家热电联供的相关政策

年份	部门	政策名称	主要内容
2017 年	国家发改委等十四部委	《循环发展引领行动》	推动生产系统和生活系统能源共享，积极发展热电联产、热电冷三联供，推动钢铁、化工等企业余热用于城市集中供暖。
2019 年	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	鼓励采用背压（抽背）型热电联产、热电冷多联产、30 万千瓦及以上（超）临界热电联产机组。
2020 年	国务院	《关于清理规范城镇供水供电供气供暖行业收费促进行业高质量发展的意见》	明确城镇集中供暖价格纳入地方定价目录，实行政府定价或指导价，推进计量收费改革，热电联产供热企业应合理分摊成本。
2021 年	国家能源局	《关于因地制宜做好可再生能源供暖工作的通知》	有序发展生物质热电联产，加快生物质发电向热电联产转型升级，为县城及农村提供民用供暖和中小工业园区供热。
2023 年	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	提高热电联产比例和效率，扩大生物质能源应用，组织实施节能降碳技术改造项目。
2023 年	国家发展改革委等部门	《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	推动系统用能优化，鼓励企业开展蒸汽、电互供合作，实现热电资源互补和共享。
2023 年	国务院	《空气质量持续改善行动计划》	充分发挥 30 万千瓦及以上热电联产电厂的供热能力，对其供热半径 30 公里范围内的燃煤锅炉和落后燃煤小热电机组进行关停或整合。
2024 年	国务院办公厅	《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》	因地制宜推进热电联产集中供暖，支持建筑领域地热能、生物质能、太阳能供热应用，开展火电、工业、核电等余热利用。
2024 年	国家发展改革委等部门	《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》	因地制宜推进“煤改气”“煤改电”，鼓励采用工业余热、热电联产等方式及地热、光热等清洁能源替代散煤使用。
2024 年	国家发展改革委等部门	《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》	推进热电联产机组供热范围内燃煤锅炉关停整合，因地制宜推进耦合生物质燃烧技术改造。

资料来源：国家发改委、国务院、国家能源局、工信部、商务部官网、申万宏源研究

2.3 热电联产业务升级，综合能源项目落地

热电联产业务不断向绿色化、智能化方向转型升级，积极探索“煤电+储能+固废”耦合联供新模式。公司通过技术创新与市场拓展，深挖潜能，提质增效，综合盈利能力稳中有进。同时，公司在固废协同处置领域取得显著进展，逐步打造成为园区绿色低碳发展的多能联供综合能源中心与资源综合利用中心，为实现“双碳”目标贡献重要力量。

表公司热电联产联供业务介绍

业务名称	主要内容
新型储能开发投资	公司以科技创新为支撑，通过与浙江大学院士团队合作，投资建设基于混合储能的多能耦合智慧低碳供能示范项目，该项目入选浙江省“十四五”新型储能示范项目。此外，公司设立物产储能科技公司，致力于突破储热新材料和新工艺，提升储能设备的安全性及经济性。同时，公司布局年产 2GWh 新型储能产品智能生产线，打造全球领先的分布式储能与智能电网系统方案提供商。
分布式能源业务拓展	物产环能构建“投、产、运、供、研”五位一体的新能源产业阵型，全面介入光伏电站投资建设、储能电站开发、储能设备制造、工程 EPC 及绿电交易等业务。通过延伸产业链，布局实体制造业务，公司积极推进光伏组件和储能电芯的供应链贸易，将传统供应链优势复制到新能源领域，助力分布式能源的高效利用与市场拓展。
绿色物流产业链布局	公司以绿色物流为重要发展方向，通过设立浙物聚能绿电科技公司，聚焦重卡换电与智能物流平台建设，推动绿色智慧物流产业链发展。通过整合新能源技术与物流运输场景，公司致力于打造低碳、高效的物流解决方案，助力绿色物流产业链的落地与推广。

资料来源：公司年报、申万宏源研究

2.4 子公司协同发力，热电联供能力提升

物产环能旗下热电联供子公司协同发力，不断提升能源供应能力与运营效率，满足区域供热需求。其中子公司总装机容量达 397MW，平均装机容量 66.17MW；总蒸汽供应能力 1340 万吨，平均蒸汽供应能力 223.33 万吨。多元化的业务布局与技术升级，推动资源综合利用，为公司在热电联供领域筑牢竞争优势，助力区域绿色低碳发展。其中，嘉兴新嘉爱斯热电有限公司作为典型代表，装机容量 162MW，蒸汽供应能力 450 万吨，表现尤为突出。其经营范围涵盖供汽、电力生产、污泥焚烧处理处置、压缩空气销售、煤灰及石膏销售、能源投资以及节能环保技术开发与服务。通过技术创新，该子公司实现了污泥焚烧与生物质综合利用的协同发展，进一步提升能源利用效率与环保水平。

表 5：公司旗下热电联供子公司情况

公司名称	装机容量	蒸汽供应能力	经营范围
嘉兴新嘉爱斯热电有限公司	162MW	450 万吨	供汽；电力生产；污泥焚烧处理处置；空气[压缩的]的销售[不带储存经营]；煤灰、石膏的销售；能源投资；节能环保技术开发和技术服务
桐乡泰爱斯环保能源有限公司	60MW	300 万吨	热力生产和供应；陆地管道运输；石灰和石膏销售；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；资源再生利用技术研发；生物质能技术服务；新兴能源技术研发；建筑材料销售；固体废物治理；石油制品制造（不含危险化学品）；石油制品销售（不含危险化学品）；专用化学产品销售（不含危险化学品）；专用化学产品制造（不含危险化学品）；
浙江物产环能浦江热电有限公司	30MW	126 万吨	热力生产和供应；陆地管道运输；石灰和石膏销售；建筑材料销售；固体废物治理；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广
浙江秀舟热电有限公司	30MW	220 万吨	电能、热能的生产、销售；发电废渣回收再利用的技术开发；石膏、粉煤灰销售；污泥焚烧处理处置
浙江物产山鹰热电有限公司	60MW	159 万吨	发电、输电、供电业务。一般项目：热力生产和供应；建筑材料销售；石灰和石膏销售；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广

浙江物产金义生物质
热电有限公司

55MW

85 万吨

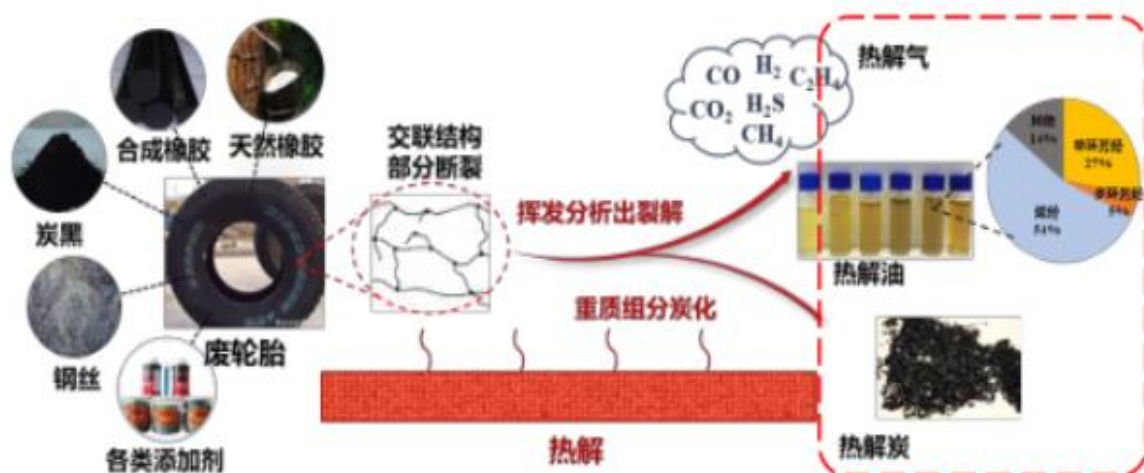
发电、输电、供电业务。一般项目：热力生产和供应；农林牧渔业废弃物综合利用；石灰和石膏制造；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广

资料来源：公司官网、申万宏源研究

2.5 产业发展多元协同，热电联产业务释放潜能

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。公司探索出“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联产新模式，该模式是一种综合能源利用系统，旨在通过整合煤炭能源、储能技术和固废资源，实现热、电、冷三种能源的高效联产联供。该模式结合了传统能源与新兴技术，以提高能源利用效率、降低污染排放，并推动资源循环利用。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。其中废橡胶精准高值转化与低碳高效利用项目结合公司现有的 CFB 锅炉悬浮段燃烧技术与烟气处理超低排放技术，将废轮胎热解与燃煤锅炉进行热解产物耦合利用，实现废轮胎高效转化为热解炭、热解油和富氢热解气。

图 15：废橡胶精准高值转化与低碳高效利用项目示意图



资料来源：《废旧橡胶精准高值转化与地碳高效利用技术与装备研究》浙江大学 黄群星，申万宏源研究

2.6 持续推动技术创新，热电联产业务稳健发展

热电联产是使用煤、天然气和生物质等一次能源产生热量和电力的高效能源利用方式。物产环能在热电联产联供领域通过技术创新与产业协同，形成了多项具有行业领先水平的核心技术，并在实际应用中取得了显著成效。截至 2023 年底，公司拥有有效专利 234 项（发明专利 25 项），通过技术创新推动热电联产向绿色化、低碳化、智能化转型，构建了“多能互补+资源循环+智慧管理”的综合能源服务体系。

其中熔岩储能与多能耦合技术是一种新兴的能源存储与利用方式，具有以下优势：1）高能量密度。熔岩材料储能密度高，能够在较小体积内存储大量热能，适合大规模储能需求。）长时储能。熔岩储能系统能够长时间保持热能，适合应对可再生能源的间歇性问

题，如风能和太阳能的波动。3) 多能耦合。该技术可与风能、太阳能等多种能源结合，提升能源系统的灵活性和稳定性，实现多种能源的协同利用。4) 高效转换。熔岩储能系统能够高效地将热能转换为电能或其他形式能源，减少能量损失，提升整体效率。总体而言，熔岩储能与多能耦合技术在提升能源利用效率、增强系统稳定性和推动可再生能源发展方面具有显著优势。

表 6：公司技术创新

技术分类	技术名称	技术介绍
燃煤机组超低排放与能源梯级利用技术	超低排放改造技术	优化燃煤机组技术，实现烟气超低排放，并结合背压机组的高效运行，实现能源梯级利用。例如，将发电后的余热转化为蒸汽和压缩空气供应，提升能源利用效率至 80%以上。
	余热回收技术	采用烟气余热回收和乏汽余热回收技术，显著降低煤炭消耗量。例如，通过余热回收系统每年节约标煤数万吨，同时减少碳排放。
生物质与污泥协同处置技术	生物质焚烧发电技术	利用生物质燃料替代部分燃煤，降低碳排放
	污泥资源化利用技术	通过自主研发的污泥焚烧技术，将污泥与煤炭协同焚烧，既解决污泥处置难题，又降低发电成本。
熔盐储能与多能耦合技术	熔盐储能系统	物产环能联合浙江大学等机构研发熔盐储热技术，应用于桐乡泰爱斯多能联供示范项目。该项目利用熔盐储能实现热能的高效存储与调峰，新增蒸汽供应能力 25.4 万吨/年，年减排 CO ₂ 3.3 万吨，入选浙江省“十四五”新型储能示范项目。
	多能联供模式	提出“煤电+储能+固废”耦合模式，将传统热电联产扩展为热、电、气、冷多能联供。例如，通过整合太阳能、生物质能和储能技术，为工业园区提供综合智慧能源解决方案，提升能源供应稳定性。
固废高值化利用技术	废旧轮胎资源化技术	开发废旧轮胎热解技术，将其分解为可燃气、再生油、炭黑等资源，并与燃煤机组耦合利用，实现污染物超低排放。

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.7 顶层设计长远规划，新能源业务加速布局

公司依托“十四五”规划纲要，加快在新能源行业的投资布局，聚焦开拓园区储能、分布式光伏绿色物流等新能源业务。“十四五”规划期间，公司新能源业务布局主要聚焦于三个方面：1) 新型储能业务。聚焦于熔盐储能技术研发及市场推广。2) 分布式能源业务。聚焦于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。聚焦于换电站投资、建设和运营。物产环能通过强化在项目开发、生产体系、供应链条、运维平台和技术开发等方面的投入力度，全方位打造公司新能源产业矩阵，产业转型内生动力持续增强。

表 7：公司“十四五”规划纲要

规划方向	规划纲要	规划细则
业务发展规划	提升煤炭贸易发展质量	加强数字化建设,为煤炭供应链各环节供应商客户提供多样化、系统化的服务,提升煤炭贸易整体业务质量。
	探索热电联产业务转型	改变运营模式、增加用户量和用汽量,提高设备利用率,扩大产能。做好循环经济产业开发,继续开拓污泥、生物质综合利用项目加快热电

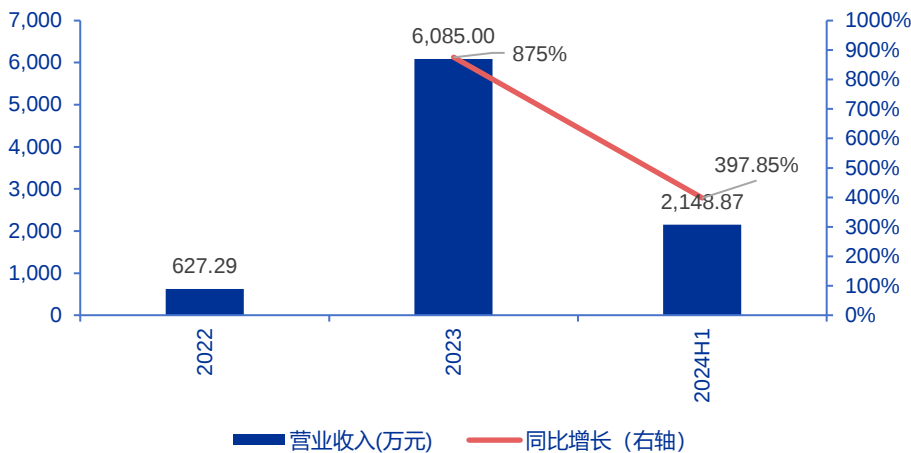
	联产业务转型。
构建新能源产业矩阵	聚焦开拓园区储能、分布式光伏业务，并尝试探索绿色物流、“虚拟电厂”等新能源业务，夯实公司新能源业务发展主线。
坚持创新驱动，增强实业发展内生动力	1.建设高能级创新平台。在“十四五”规划期间对建立各类创新平台统筹规划和系统布局，对于新建热电企业实现技术研发中心的全覆盖。 2.加大企业科技研发投入。积极争取申报和承担省级重大科研项目、国家重点研发项目、“科技创新 2030 重大项目”和重大基础研究项目。推进科技成果转化吸收，增强企业创新活力。
布局新能源产业，践行绿色低碳发展理念	1.打造“投、产、运、供、研”五位一体平台 优化项目渠道拓宽投资路径、配置制造产线补齐生产体系、布局上下游业务延伸供应链条、完善运维平台构建管理中枢，加大研发力度搭建技术平台，五位一体协同打造公司 新能源业务产业矩阵。 2.推动拓宽新型储能项目应用场景方向、打造分布式能源及电化学储能系统解决方案、开辟绿色智慧物流综合能源服务业务这“三条产业链”扎实落地。
重点发展举措	1.实现数据可视化、模型化和智能化。深入挖掘数据价值，智能分析客户需求、潜在风险等功能，数据赋能智慧决策。 2.实现智慧运行和智慧检修。建立神经网络模型，并结合管理人员的运行经验，实现模型的进一步深入学习，从而达到智慧检修的目的。 3.实现智慧环保和智慧安全。积极推动安全管理数字赋能，打造安全生产管理数字化管控平台，接入安全教育培训云平台、视觉 AI 系统数据，实现安全生产管理工作信息的集中处理。
推进数字化转型，引领企业高质量发展	
推动资本赋能，发挥上市公司平台优势	1.充分发挥资本市场优势，实现资本市场对实体经济赋能，依托资本市场加快新能源产业布局 2.品牌效应集聚创新资源。发挥作为上市公司的品牌效应，依托资金要素、管理经验广泛吸纳人才和技术资源，为新能源产业上下游中小企业提供孵化支持，推进创新成果市场化，进一步深化公司新能源业务布局，为新能源业务发展提供持续动能。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.8 新能源业务实现爆发式增长，擦亮绿色发展底色

公司于 2022 年开始拓展新能源业务，三年来新能源业务持续高速增长。公司的新能源业务营收 2022 年为 627.29 万元，2023 年达到 6085 万元，同比增长 875%。2024 年上半年报告期内，公司新能源业务实现营收 2,148.87 万元，较去年同期增长 397.85%。物产环能的新能源业务在过去三年中实现了爆发式增长，从 2023 年的高速增长到 2024 年上半年的持续发力，显示出公司在新能源领域的强大发展潜力。

图 16： 2022-2024H1 新能源业务增长情况



资料来源：公司报告，申万宏源研究

3. 盈利预测与估值

公司业务分为煤炭流通、热电联产和新能源三大板块，其中煤炭流通业务为主要的业务，2023 年煤炭流通收入占比达 92.72%。同时，公司的热电联产业务产生的毛利率远高于煤炭流通业务，因此对公司的净利润贡献也比较大。公司未来三年业务构成不会有太大变化，仍然是以煤炭流通与热电联产为基本盘的情况下开拓新能源业务。新能源业务的发展需要时间去沉淀。

1) 煤炭流通业务：根据在未来中国在碳中和目标引领的趋势下，随着减碳降排的政策实施，更多绿色能源将被应用，但目前为了确保中国能源供应充足，煤炭将被视为重要过度能源载体之一，因此预计公司的煤炭流通业务在未来三年将会保持现有稳定的情况下呈现小幅增长，但销售价格也会随着成本价格小幅下降，由此我们假设 2024-2026 年煤炭销量分别为 6200/6600/6700 万吨，销售毛利率分别为 2.34%/2.38%/2.40%。

2) 在热电联产业务方面，由于公司背靠省国资委，具备良好的省级资源禀赋，因此公司在未来三年热电联产业务将会稳健发展，预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 0.11%/0.76%/0.52%，毛利率分别为 27.95%/29.67%/30.43%。

3) **新能源板块作为近年来新增业务**，预计 2024 年业务体量将在 2023 年的业务体量上稳步增长（2023 年新能源业务板块收入为 6085 万元，预计在此基础上 2024 年新能源业务收入将同比增长约 12.86%左右，虽然 2024 年上半年公司新能源业务收入为 2148.87 万元，但考虑到新能源行业的新装机量一般都会安排在每年都第三和第四季度抢装完成，叠加公司将利用自身在省内的资源禀赋来帮助其新能源业务拓展，因此预计 2024 年全年新能源业务收入将同比增长约 12.86%左右），2025 年和 2026 年预计公司新能源业务收入将得到稳定增长，同比增速约 20%左右，出于保守考虑，2024-2026 年收入增速分别为 12.86%、20.11%、20.14%。

4) **公司其他板块业务**，因为体量较少，且公司未来并不会作为重点发展方向，只是作为一种提前布局，因此预计未来三年公司其他板块业务将平稳过渡，2025 年到 2026 年收入预计同比增长-5.95%/0.00%/0.00%。

综合以上情况，预计公司主营业务收入与毛利构成如下：

表 8：公司主营构成预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	32325.01	30064.15	59881.31	55199.82	44326.96	42917.57	44855.20	45183.28
热电联产	2711.45	2539.45	3118.26	3101.52	3125.36	3128.89	3152.71	3169.18
电力			733.69	549.16	655.39	655.39	663.72	668.22
热力			2052.64	2224.14	2131.83	2135.35	2150.84	2162.81
污泥处理			178.02	147.4	144.71	144.71	144.71	144.71
压缩空气			153.91	180.82	193.44	193.44	193.44	193.44
煤炭流通	29177.59	27458.74	56698.37	52043.63	41098.22	39680.00	41580.00	41875.00
新能源				6.27	60.85	68.68	82.49	99.10
新能源发电					0.14	0.25	0.38	0.57
光伏组件设备				6.27	44.28	48.71	58.45	70.14
电化学储能设备					16.43	19.72	23.66	28.39
其他	435.96	65.97	64.68	48.4	42.53	40.00	40.00	40.00
营业成本	31048.22	28701.89	57394.52	52726.61	42019.47	41082.28	42897.46	43179.71
热电联产	1853.7	1714.3	2298.66	2394.93	2371.14	2254.26	2217.18	2204.72
电力			458.22	491.28	503.35	476.08	468.58	465.84
热力			1586.35	1635.98	1603.05	1513.44	1483.86	1474.14
污泥处理			122.66	127.03	114.03	114.03	114.03	114.03
压缩空气			131.43	140.63	150.71	150.71	150.71	150.71
煤炭流通	28817.73	26969.38	55080.42	50304.53	39577.51	38750.00	40590.00	40870.00
新能源				5.95	53.96	61.02	73.28	87.99
新能源发电					0.05	0.1	0.18	0.27
光伏组件设备				5.95	37.75	41.53	49.83	59.796
电化学储能设备					16.16	19.39	23.27	27.92
其他	376.8	18.21	15.44	21.19	16.86	17.00	17.00	17.00
毛利	1276.79	1362.26	2486.79	2473.21	2307.49	1835.29	1957.73	2003.57
热电联产	857.75	825.15	819.6	706.59	754.22	874.63	935.53	964.46
电力			275.47	57.88	152.04	179.31	195.14	202.37
热力								

污泥处理			55.36	20.37	30.68	30.68	30.68	30.68
压缩空气			22.48	40.19	42.73	42.73	42.73	42.73
煤炭流通	359.86	489.36	1617.95	1739.1	1520.71	930.00	990.00	1005.00
新能源	0	0	0	0.32	6.89	7.66	9.21	11.11
新能源发电					0.09	0.15	0.20	0.30
光伏组件设备				0.32	6.53	7.18	8.62	10.34
电化学储能设备					0.27	0.32	0.39	0.47
其他	59.16	47.76	49.24	27.21	25.67	23.00	23.00	23.00
毛利率(%)	3.95%	4.53%	4.15%	4.48%	5.21%	4.28%	4.36%	4.43%
热电联产	31.63%	32.49%	26.28%	22.78%	24.13%	27.95%	29.67%	30.43%
电力			37.55%	10.54%	23.20%	27.36%	29.40%	30.29%
热力			22.72%	26.44%	24.80%	29.12%	31.01%	31.84%
污泥处理			31.10%	13.82%	21.20%	21.20%	21.20%	21.20%
压缩空气			14.61%	22.23%	22.09%	22.09%	22.09%	22.09%
煤炭流通	1.23%	1.78%	2.85%	3.34%	3.70%	2.34%	2.38%	2.40%
新能源				5.10%	11.32%	11.15%	11.16%	11.21%
新能源发电					64.29%	60.32%	52.38%	52.38%
光伏组件设备				5.10%	14.75%	14.75%	14.75%	14.75%
电化学储能设备					1.64%	1.64%	1.64%	1.64%
其他	13.57%	72.40%	76.13%	56.22%	60.36%	57.50%	57.50%	57.50%

资料来源：万得，申万宏源研究

上市公司参与煤炭流通和热电联产业等业务，因此我们选取湖北能源（电力发电+煤炭销售业务）、山煤国际（煤炭贸易业务）和厦门国贸（供应链管理业务）等具备与物产环能业务相似的公司来作为可比公司。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.11、8.97、9.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.61、1.67 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 9、8、8 倍。公司的煤炭流通和热电联产业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，传统能源与新能源业务双轮驱动，并且，2025 年行业平均水平为 9 倍 PE，对应目标价 14.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	市值(亿元)	EPS				PE			
		2025/3/24		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000883.SZ	湖北能源	4.84	315	0.27	0.40	0.43	0.48	18	12	11	10
600546.SH	山煤国际	11.01	218	2.15	1.46	1.63	1.73	5	8	7	6
600755.SH	厦门国贸	6.47	140	0.87	0.58	0.78	0.94	7	11	8	7
	行业平均							10	10	9	8
603071.SH	物产环能	12.85	72	1.90	1.45	1.61	1.67	7	9	8	8

资料来源：万得，申万宏源研究 注：可比公司盈利预测为万得一致预期，物产环能 2024 年到 2026 年数据来自于报告模型测算

4. 风险提示

- 1) **原材料煤价波动风险**；煤价下降会导致煤炭运输贸易业务毛利率下降。以及在煤价上升趋势中，会导致公司热电联产成本上升，从而使得公司毛利率下降。
- 2) **周边工业园区企业产线开工不及预期**；受到大环境影响，使得公司热电联产企业所在的工业园区的产能开工下滑，这将影响公司的供热供电需求下滑。
- 3) **新能源市场需求疲软**；在特朗特新政下，全球新能源需求可能随着关税壁垒而下滑，从而导致公司在新能源业务拓展上有所阻碍。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。