

煤炭贸易为基，热电联产扶摇直上

2025 年 06 月 24 日

► **“煤炭贸易+热电联产”双轮驱动。**物产环能实际控制人为浙江省国资委，作为国家发改委首批电煤保供重点贸易企业，构建了涵盖煤炭供应链、热电联产与新能源开发的三大业务板块，与国内核心煤炭供应商建立了深度战略合作关系。2024 年公司实现收入 447.09 亿元，同比增加 0.86%；归母净利润 7.39 亿元，同比下降 30.25%；其中，煤炭流通业务实现营收 414.87 亿元，同比增长 0.95%，毛利率为 2.59%；热电联产业务实现营收 31.35 亿元，同比增长 0.29%，毛利率为 24.68%。

► **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。**国内煤炭产能继续向中、西部地区集中，呈现明显的产需错配，作为连接煤炭生产端与消费端的关键纽带，公司加强西北区域的资源渠道建设，于 2024 年 4 月成立西北办，负责西北地区的市场开拓及煤炭采购、销售工作；同时，积极拓展新疆煤市场，与重点疆煤资源方签订年度框架合同，接续煤炭能源保供，构筑更具韧性的煤炭供应链，2024 年公司实现煤炭销售 5958 万吨，同比增长 7.39%。煤炭贸易流向亚洲转移加速，深化国际合作。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，2024 年立足新加坡、印尼等海外办事平台，与矿方直接签订了一系列印尼、澳洲、哥伦比亚等进口煤长协，持续提升煤炭来源多元性与稳定性。

► **热电联产业务多元协同，区域性热源点形成垄断。**由于国家规定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，公司热电联产资产区位优势明显，目前已形成新嘉爱斯热电、桐乡泰爱斯、浦江热电、秀舟热电（富欣热电）、物产山鹰热电，金义生物质热电共六家热电的规模。

公司通过热电联产、污泥焚烧发电、生物质综合利用等生产蒸汽、电、压缩空气，实行超低排放节能减排，并积极探索“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联产新模式，2024 年实现供应蒸汽 863.38 万吨，同比增加 3.41%；供应电力 15.19 亿千瓦时，同比增加 15.11%；供应压缩空气 29.46 亿立方米，同比增加 6.00%；处置污泥 77.42 万吨，同比增长 3.27%。

► **投资建议：**公司以煤炭贸易为基本盘，通过并购不断扩大热电联产资产规模。公司热电联产资产位于下游供热需求较大的工业园区域，具备持续创造稳定利润及现金流能力，随着地方经济的增长和新项目的投产，热电联产业务市场需求有望进一步扩大，对公司整体业绩的贡献预计将逐步增加。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 7.48/8.18/9.22 亿，同比增长 1.3%/9.4%/12.7%。对应 6 月 23 日收盘价，25-27 年 PE 分为 9x/8x/7x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**煤炭价格波动风险；宏观经济波动导致下游需求不及预期；上网电价调整和电力收购政策变化风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	44,709	44,765	46,085	48,297
增长率（%）	0.9	0.1	2.9	4.8
归属母公司股东净利润（百万元）	739	748	818	922
增长率（%）	-30.2	1.3	9.4	12.7
每股收益（元）	1.32	1.34	1.47	1.65
PE	9	9	8	7
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 06 月 23 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

12.21 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 黎静

执业证书：S0100525030004

邮箱：lijing@mszq.com

目录

1 公司以煤炭流通为基，拓宽能源实业板块	3
1.1 公司背靠浙江省国资，持续扩大热电联产业务规模	3
1.2 财务分析：煤炭流通业绩稳定，热电联产利润逐步提升	5
2 煤炭流通稳定经营，热电联产持续扩大规模	7
2.1 煤炭流通：实现平稳发展，保持领先优势	7
2.2 热电联产：并购重组持续扩大规模，拓展能源实业板块	10
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测假设与业务拆分	14
3.2 估值分析	15
3.3 投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

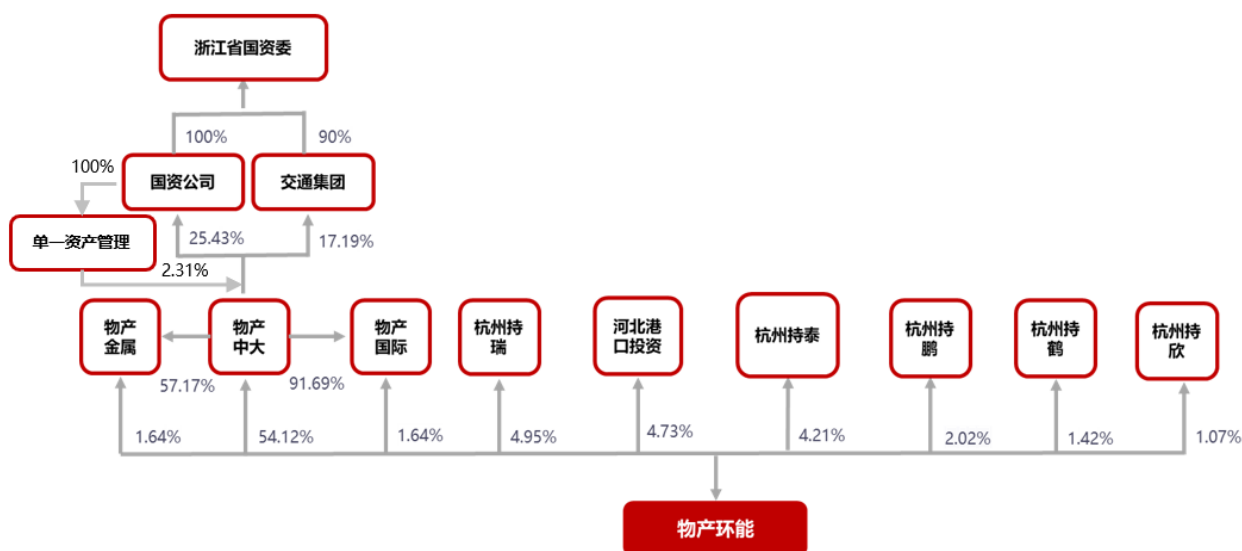
1 公司以煤炭流通为基，拓宽能源实业板块

1.1 公司背靠浙江省国资，持续扩大热电联产业务规模

煤炭流通业务稳中有进，热电联产资产规模持续扩大。物产环能始创于 1950 年，前身为浙江省燃料总公司，2012 年完成股份制改造变更为物产环能，并于 2021 年成为 A 股市场首家主板分拆上市企业。作为国家发改委首批电煤保供重点贸易企业，公司构建了涵盖煤炭供应链、热电联产与新能源开发的三大业务板块。煤炭流通业务方面，公司专业从事煤炭经营业务长达 70 余年，通过运用规模化采购优势、专业化流通经验及数字化技术手段为供应商和客户提供一体化服务。在热电联产业务方面，公司通过多能互补多能联供技术，梯级利用能量，为客户提供电力、蒸汽和压缩空气等产品，同时提供污泥、生物质等一般固废处置服务。新能源方面，公司聚焦熔盐储能、废旧轮胎裂解、新能源业务等方向，推进“投-产-运-供-研”五位一体平台建设，构建综合能碳一体化服务体系。

实际控制人为浙江省国资委，获得 3A 级主体信用评级。物产中大直接持有公司 54.12% 股权，通过物产金属和物产国际间接持有公司 2.44% 股权；浙江省国资委分别通过国资公司及交通集团合计持有物产中大 43.21% 的股权，为物产中大和公司实际控制人。

图1：股权结构（截至 2025 年一季报）

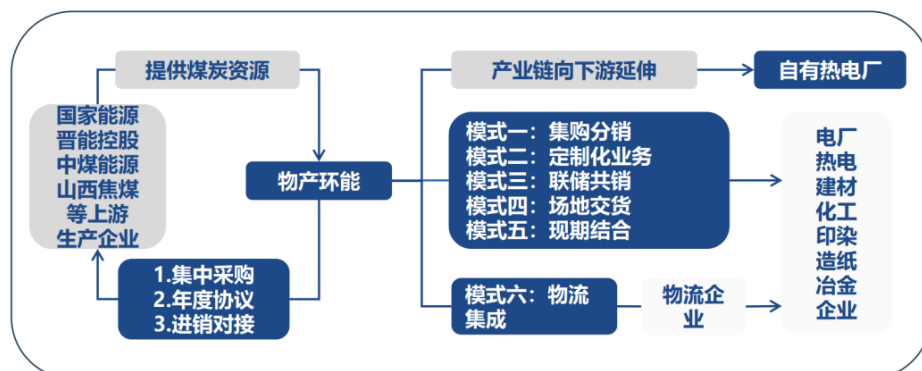


资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院

煤炭行业领先的能源贸易集成服务商。公司主营业务之一为煤炭流通，建立了全产业链服务模式，涵盖集购分销、定制化业务、联储共销、场地交货、现期结合及物流集成等多元化业务形态，持续提升运力统筹能力和供应链综合服务水平。公司与国家能源集团、晋能控股、中煤能源等国内大型煤炭供应商保持长期稳定的战

略合作,并依托国内外完善的营销网络 and 专业化团队,在秦皇岛、京唐港、曹妃甸、天津港等核心港口设立分支机构,为客户提供高效的物流集成解决方案。

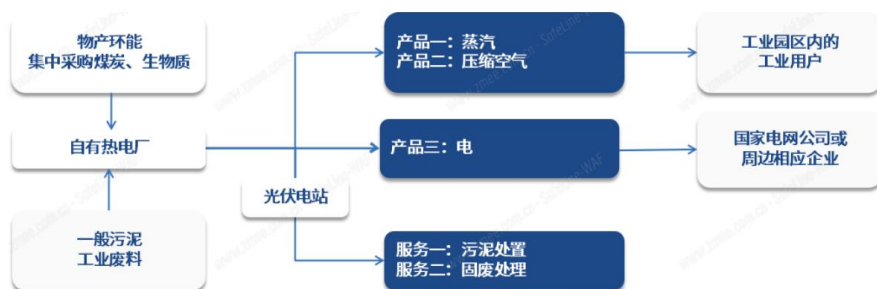
图2：能源贸易板块中的煤炭流通业务模式



资料来源：公司官网，民生证券研究院

能源实业板块聚焦热电联产、新能源等综合能源服务。能源实业板块构建了多元化的综合能源服务体系，通过资源高效整合与技术创新，持续优化综合能源服务能力。**热电联产：**依托新嘉爱斯、桐乡泰爱斯、浦江热电等六大热电企业，采用多能互补技术，提供电力、蒸汽、压缩空气等能源产品，并配套一般工业固废（如污泥、生物质）处置服务。**新能源业务：**公司聚焦熔盐储能、废旧轮胎裂解、新能源业务等方向，推进“投-产-运-供-研”五位一体平台建设，构建综合能碳一体化服务体系。

图3：能源实业板块业务模式

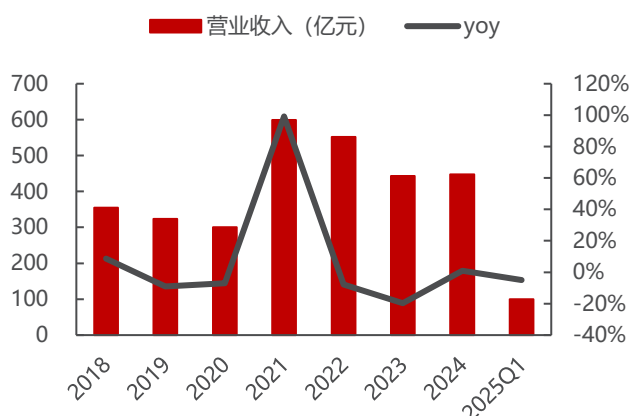


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 财务分析：煤炭流通业绩稳定，热电联产利润逐步提升

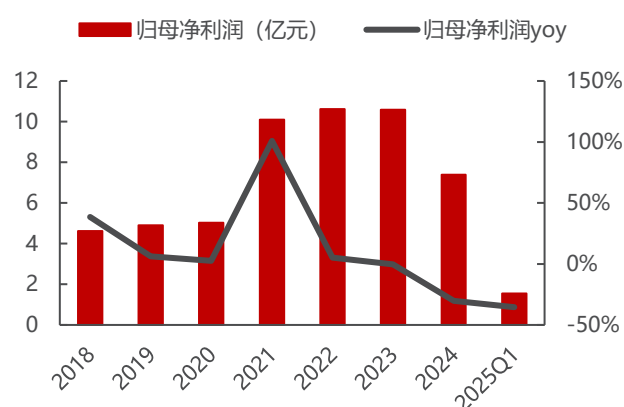
短期由于煤炭价格波动，业绩有所下滑。2024 年公司实现收入 447.09 亿元，同比增加 0.86%；归母净利润 7.39 亿元，同比下降 30.25%；扣非归母净利润 6.88 亿元，同比下降 32.1%。单季度来看，24Q4 公司收入 137.55 亿元，同比增加 18.94%；归母净利润 2.06 亿元，同比下降 10.51%；扣非归母净利润 2.13 亿元，同比下降 9.25%。2025Q1 实现收入 99.49 亿元，同比下降 4.91%；归母净利润 1.55 亿元，同比下降 35.44%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比下降 36.12%，业绩承压系煤炭流通业务利润减少所致。

图4：2018-2025Q1 营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

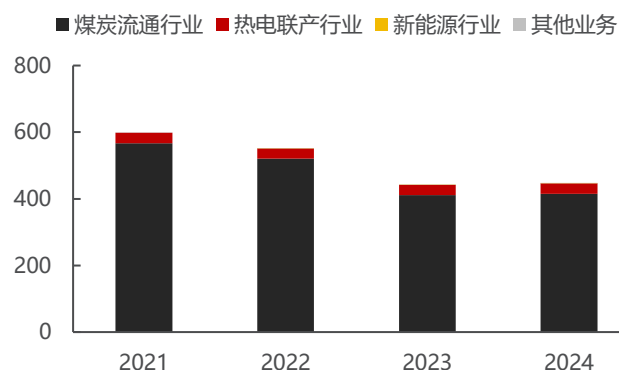
图5：2018-2025Q1 净利润（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

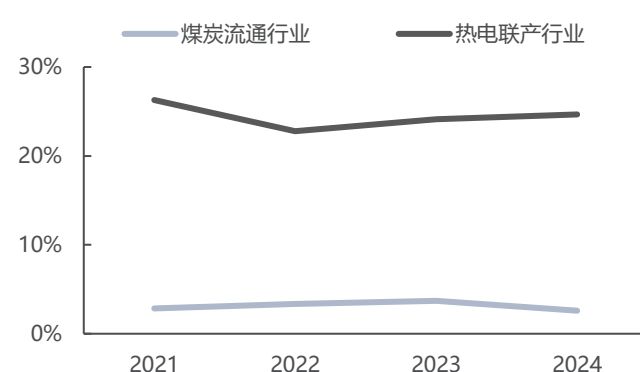
煤炭流通为主营业务，热电联产贡献稳定业绩。分业务来看，2024 年煤炭流通业务实现营收 414.87 亿元，同比增长 0.95%，总收入占比 92.79%，毛利率为 2.59%，同比减少 1.11pct；热电联产业务实现营收 31.35 亿元，同比增长 0.29%，总收入占比 7.01%，毛利率为 24.68%，同比增加 0.55pct。

图6：2018-2024 业务拆分（亿元）



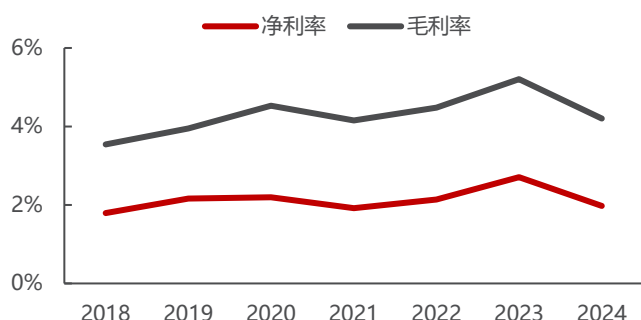
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：2018-2024 分业务毛利率（%）

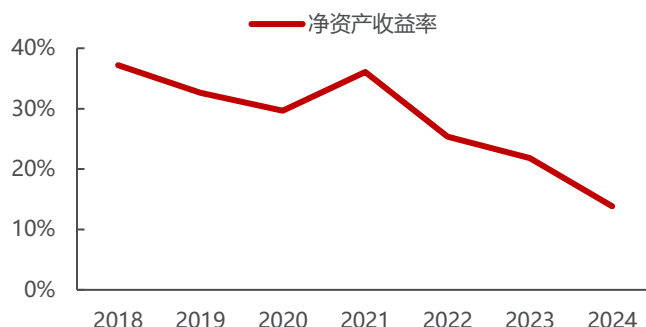


资料来源：iFinD，民生证券研究院

盈利能力方面，24 年毛利率为 4.2%，同比下降 1.01pct，净利率为 1.97%，同比下降 0.74pct，24 年净资产收益率为 13.93%，同比下降 8.05pct。

图8：2018-2024 销售毛利率与净利率 (%)


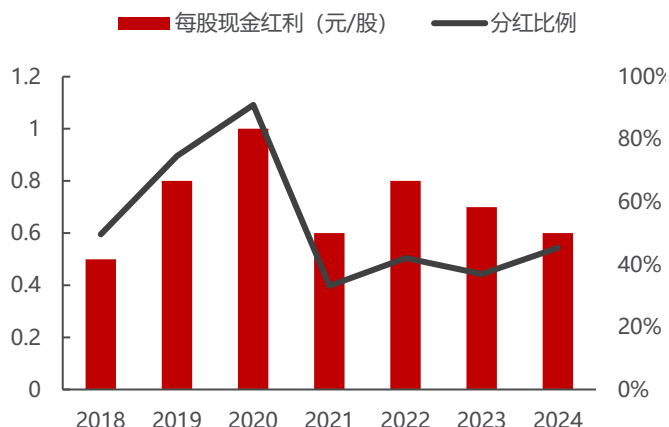
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：2018-2024 净资产收益率 (%)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

重视投资者回报，计划 2024-2026 年分红不低于扣非归母净利润的 40%。

长期来看,公司分红比例保持较高水平,上市后 2021-2024 年累计现金分红 15.06 亿元, 2024 年实现现金分红 3.35 亿。2025 年初, 公司发布 2024-2026 年度现金分红回报规划, 2024 - 2026 年度公司每年度拟分配的现金分红总额不低于扣非归母净利润的 40%, 保障对投资者的合理回报。

图10：2018-2024 分红情况


资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

2 煤炭流通稳定经营，热电联产持续扩大规模

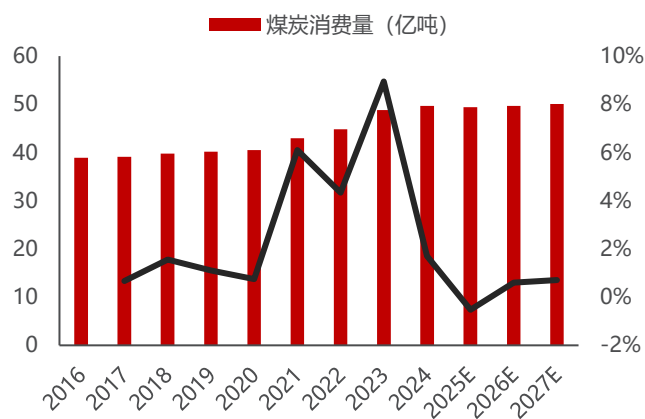
2.1 煤炭流通：实现平稳发展，保持领先优势

国际煤价整体下行，价格优势带动煤炭进口量上升。据海关总署数据，2024 年全国累计进口煤炭 5.4 亿吨，同比增加 6828 万吨，同比增长 14.4%，由于国际煤炭价格波动中不断下行，相较于国内同热值煤炭，进口动力煤到岸成本竞争力强，而且进口煤多为低热值煤，适合沿海电厂掺烧，国内终端采购积极性较高。

国内需求将保持增长。根据国家统计局的测算，2024 年煤炭消费量增长 1.7%，随着经济结构优化调整，考虑到水电及新能源出力等，中国煤炭行业协会预测 2025 年电煤消费将保持增长，2025 年煤电发电量增量在 1000 亿千瓦时左右，需求将保持小幅增长。根据 IEA 的测算，2024-2027 年中国电力需求增速年均均为 6%，将持续支撑动力煤消费保持 2% 的年均增长，2027 年达到 50 亿吨。

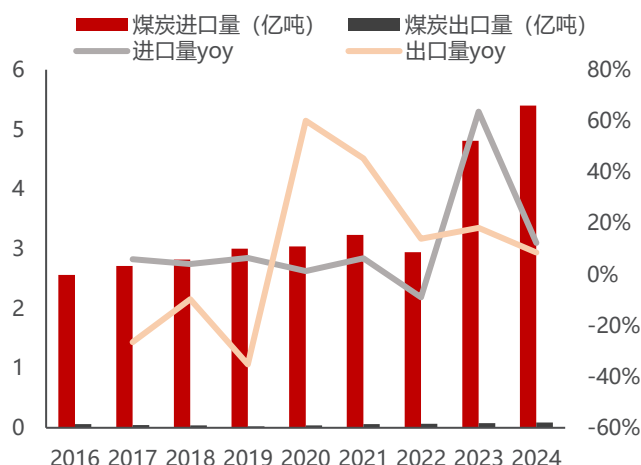
深化国际合作，开拓进口能源渠道。为了有效满足国内企业煤炭多元化采购需求，与境外供应商建立稳固合作模式，加强进口煤资源开拓，2024 年公司立足新加坡、印尼等海外办事平台，与矿方直接签订了一系列印尼、澳洲、哥伦比亚等进口煤长协，提前锁定优质进口煤货源，持续提升煤炭来源多元性与稳定性。

图11：2016-2027E 中国煤炭消费量



资料来源：同花顺 iFinD、IEA、《中国能源大数据报告（2024）》，民生证券研究院

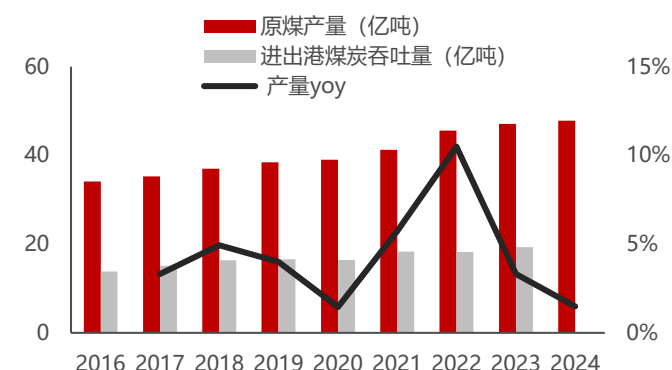
图12：2016-2024 年中国煤炭出口及进口量



资料来源：iFinD，民生证券研究院

煤炭产能继续向中、西部地区集中，呈现明显的产需错配。根据国家统计局数据，2024 年中国原煤产量 47.8 亿吨，同比增长 1.2%。全国累计出口煤炭 666 万吨，同比增长 49.1%。从地区来看，煤炭产能继续向中、西部地区集中。“十四五”以来，西部地区原煤产量由 23.2 亿吨增加到 30.4 亿吨，占全国的比重增加 4.2 个百分点；中部地区原煤产量由 13.1 亿吨增加到 15.0 亿吨；晋陕蒙新四省(区)原煤产量 39 亿吨，占全国的 81.6%，比 2020 年增加 8.5 亿吨、占比提升 3.4pct。根据中国煤炭行业协会的测算，我国煤炭生产保障能力较为充足，晋陕蒙新等省(区)先进产能将继续释放，预计 2025 年国内煤炭产量可保持稳中有增。

图13：中国原煤产量及进出港煤炭吞吐量

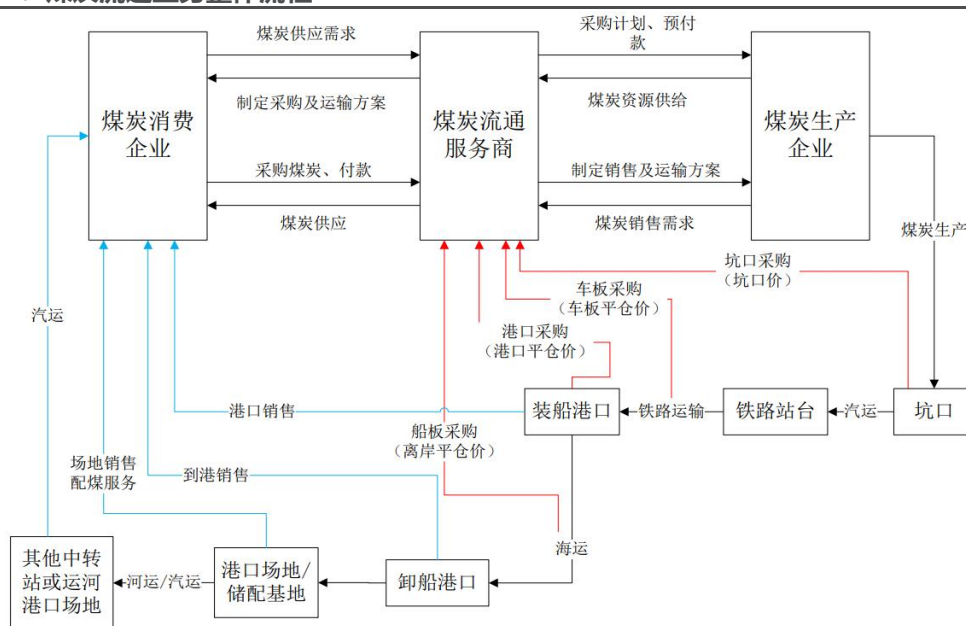


资料来源：iFinD，民生证券研究院

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。由于经济发展区域与煤炭资源富集区存在天然的地理错配，煤炭资源的优化配置需求长期存在。作为连接煤炭生产端与消费端的关键纽带，煤炭流通环节在产业链中发挥着不可替代的作用。

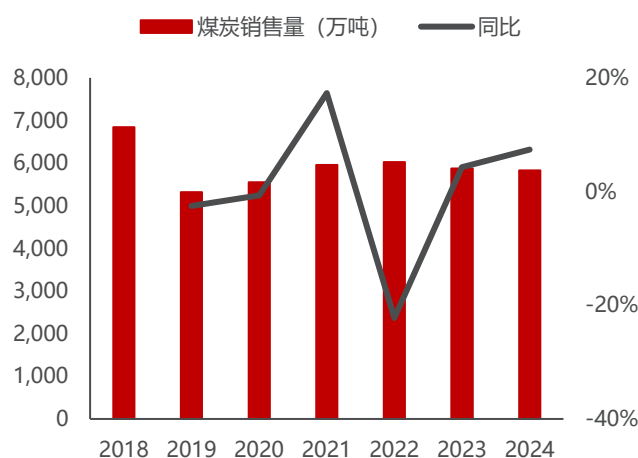
在供应链上游，煤炭流通企业主要对接大型煤炭生产企业及贸易商，上游企业普遍具备经营稳健、资金雄厚的特点，在行业内拥有显著的市场影响力、良好的品牌声誉和稳固的竞争地位，为流通企业提供了可靠的资源保障。在下游环节，煤炭消费客户主要分布在电力、建材、造纸、冶金、化工等行业，其采购行为通常呈现分散化特征。公司充分发挥规模化采购优势，依托成熟的流通管理经验和先进的信息化技术，通过科学的配煤方案、高效的仓储管理和优化的物流配送体系，为客户提供全方位的煤炭供应链服务。

图14：煤炭流通业务整体流程

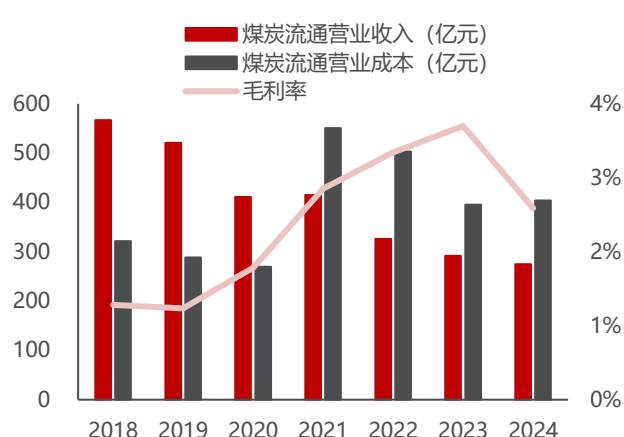


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

大力开拓西北区域, 夯实优质资源基础。公司不断优化业务策略和资源分配, 加强西北区域的资源渠道建设, 于 2024 年 4 月成立西北办, 负责西北地区的市场开拓及煤炭采购、销售工作; 同时, 积极拓展新疆煤市场, 与重点疆煤资源方签订年度框架合同, 接续煤炭能源保供, 构筑更具韧性的煤炭供应链, 注重“疆煤外运”产业链快速发展机遇, 首趟疆煤入渝班列已经成功开行, 成功与煤炭产业上下游企业开展多元业务合作, 煤炭销量保持高增。2024 年公司实现煤炭销售 5958 万吨, 同比增长 7.39%; 2024 年煤炭流通业务营业收入 414.87 亿元, 毛利率 2.59%。

图15: 2018-2024 煤炭销售量及同比


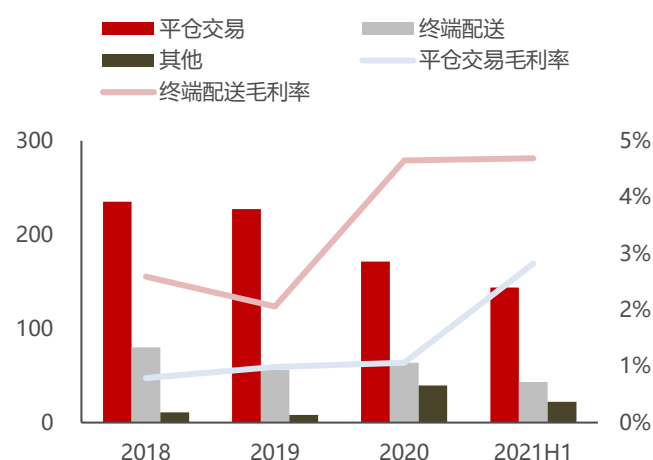
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 2018-2024 煤炭流通业务业绩及同比


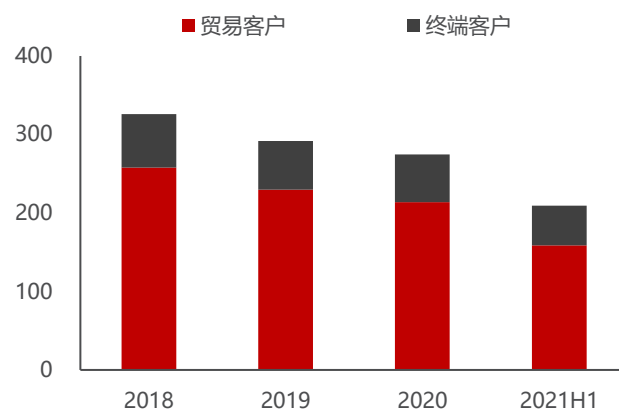
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

分业务类型来看, 平仓交易模式为公司向上游企业采购煤炭后, 上游供应商将煤炭运输至北方港口或其他指定港口, 客户前往相应港口对该批煤炭进行自提, 由于公司一般不承担北方港口至下游目的地运费, 周转率较高, 交割周期较快, 2021H1 实现营收 143.88 亿元, 总收入占比 68.74%, 毛利率为 2.82%。终端配送模式为公司采购煤炭获得货权后, 利用自身物流管理机制根据客户需求进行配送, 2021H1 实现营收 43.34 亿元, 总收入占比 20.71%, 毛利率为 4.69%, 终端配送模式周转率较其他模式更低, 交割周期视客户送货需求而定, 一般为 1-3 个月。

分下游客户来看, 公司煤炭流通业务下游客户可分为贸易客户以及终端客户, 公司大力开拓终端直接用户并提供配煤加工、物流、信息、配煤等增值服务, 各年终端客户的收入占比逐步提升, 2018 年-2021H1 公司终端客户占比由 20.93% 增加至 24.25%。2021H1 贸易客户实现收入 158.56 亿元, 总收入占比 75.75%, 终端客户实现收入 50.75 亿元, 总收入占比 24.25%。

图17：2018-2021H1 各业务类型收入（亿元）及毛利率（%）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图18：2018-2021H1 下游客户收入拆分（亿元）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.2 热电联产：并购重组持续扩大规模，拓展能源实业板块

热电联产区域性分布，地区热源点形成垄断。公司目前已形成新嘉爱斯热电、桐乡泰爱斯、浦江热电、秀舟热电（富欣热电）、物产山鹰热电，金义生物质热电共六家热电的规模，年供热能力已经超过 2000 万吨、发电 31.76 亿千瓦时、压缩空气 45.22 亿立方米。子公司的服务区域主要集中在浙江省嘉兴市和金华市等地，且已被当地发改委确定为相应区域的集中供热热源点。由于国家规定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，公司区位优势明显。

表1：公司热电联产业务主要资产

业务主体	装机容量 (MW)	年发电量 (亿 kW·h)	年供热能力 (万吨)	业务定位	服务区域
新嘉爱斯热电	162	10	450	蒸汽、电力、压缩空气、污泥处置	以该公用热源点为中心覆盖周边 15 千米范围，主要包括嘉兴经济开发区北部等
桐乡泰爱斯能源	60	4.5	300	蒸汽、电力、压缩空气	梧桐—高桥区块公共热源点。供热范围：经济开发区、原凤鸣街道等
浦江热电	30	1.8	122.4	蒸汽、电力、压缩空气、污泥处置	中南片区。规划供热范围为浦江经济开发区、仙华镇等
秀舟热电 (富欣热电)	36	2.6	320	蒸汽、电力	南部集中供热片区
物产山鹰热电	60	3	170	蒸汽、电力	东片（集中供热）：西塘桥街道，与嘉兴港区供热区域按行政区域边线分界
物产金义热电	55	2	85	蒸汽、电力	金东供热分区，包括傅村镇、孝顺镇等

资料来源：公司公告、公司官网，民生证券研究院整理

热电联产业务的各业务定价情况来看，直接接入国家电网的燃煤机组、生物质及污泥焚烧发电的上网电价主要是根据政府定价；秀舟热电的电力销售价格与兴舟纸业、富林化纤、富达化纤及富林光能约定为 0.6 元/千瓦时；蒸汽、压缩空气

及污泥处理定价主要参考成本及政府指导价，与客户协商沟通后确定。

表2：热电联产业务各服务定价情况

业务主体	业务类型	上网电价 (元/千瓦时)
直接接入的国家电网网络	燃煤机组	0.5058 元/千瓦时
新嘉爱斯热电	生物质发电机组	0.75 元/千瓦时
	污泥焚烧发电机组	低于 280 千瓦时/吨污泥的部分按照 0.65 元/千瓦时计算，高出部分按照 0.5058 元/千瓦时计算
秀舟热电	电力	与兴舟纸业约定的价格为 0.6 元/千瓦时
		与富林化纤、富达化纤及富林光能约定的价格为 0.6 元/千瓦时。
/	蒸汽	供热价格以政府部门指导价作为依据，公司和热用户依据生产经营成本和市场供求状况等因素具体协商确定，并按照煤热价格联动机制进行调整。
新嘉爱斯热电/浦江热电	压缩空气	定价主要参考煤炭、管道建设等成本因素，与客户协商沟通后确定，不存在政府定价。
新嘉爱斯热电	污泥处理	定价主要参考处理成本、客户区位、客户污泥热量和水分等因素，与客户协商沟通后确定，不存在政府定价。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院整理

表3：部分客户各类产品的平均单价情况

客户	品类	2018	2019	2020	2021H1
国家电网有限公司及其控制的企业	电力 (元/度)	0.59	0.5	0.5	0.5
	蒸汽 (元/吨)	205.65	225.21	218.75	235.08
卢福全及其控制的企业	电力 (元/度)	0.52	0.49	0.53	0.54
	污泥处置 (元/吨)	172.02	175.53	186.85	207.55
	蒸汽 (元/吨)	147.76	145.6	141.21	158.42
江苏盛虹投资发展有限公司及其控制的企业	污泥处置 (元/吨)	172.07	175.76	184.55	188.68
	压缩空气 (元/万立方米)	722.45	725.33	709.73	681.42
	蒸汽 (元/吨)	175.28	200.15	192.86	203.39
韩泰轮胎有限公司	污泥处置 (元/吨)	186.66	180.46	201.98	199.84
	蒸汽 (元/吨)	215.78	215.92	212.74	222.7
嘉兴市金乐染织有限公司	污泥处置 (元/吨)	173.09	175.87	186.21	188.68
	压缩空气 (元/万立方米)	722.13	725.24	709.42	681.42
	蒸汽 (元/吨)	191.23	175.82	174.12	191.47
浙江禾欣控股有限公司及其控制的企业	污泥处置 (元/吨)	189.18	196.13	199.79	207.55
	蒸汽 (元/吨)	192.64	192.3	189.98	199.04

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院整理

煤热联动机制，对冲原料价格波动。蒸汽价格以政府部门指导价作为依据，经公司和热用户具体协商确定，并按照煤热价格联动机制进行月度或季度调整。一般按照煤炭平均价格在基准价格上每上升 1 元，蒸汽价格在基准价格上调整增加 0.1-0.2 元，因此公司销售蒸汽价格按照煤热价格联动机制调整后，能在一定程度上对冲原材料价格波动影响。

表4：公司热电联产的煤热联动机制（以桐乡泰爱斯能源为例）

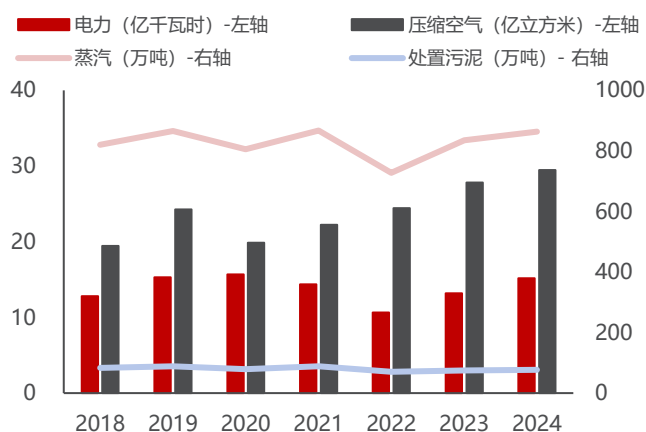
煤价 (元/吨)	煤价波动 (元/吨)	蒸汽价格变动 (元/吨)	调整后蒸汽价格 (元/吨)
705	+50	+8	203
680	+25	+4	199

655 (基准)	0	0	195 (基准)
630	-25	-4	191
605	-50	-8	187

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院整理

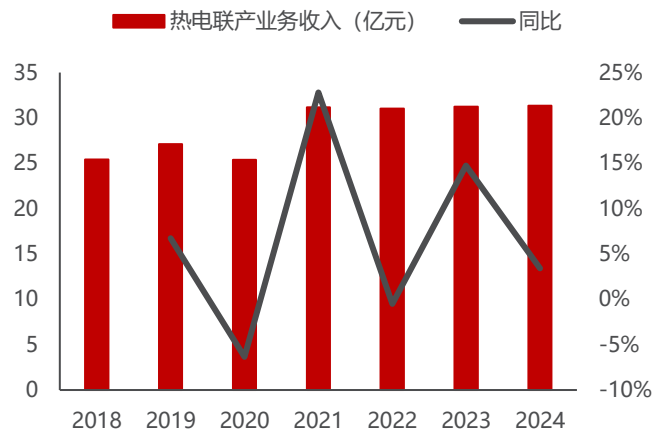
热电联产业务多元协同，综合盈利能力稳中有进。公司投建年产 5000 吨的“基于燃煤机组耦合的废旧橡胶精准高值转化与低碳高效利用项目”在 2024 上半年已实现稳定运行，通过热电联产、污泥焚烧发电、生物质综合利用等生产蒸汽、电、压缩空气，实行超低排放节能减排，并积极探索“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供的热电联产新模式。2024 年，公司供应蒸汽 863.38 万吨，同比增加 3.41%；供应电力 15.19 亿千瓦时，同比增加 15.11%；供应压缩空气 29.46 亿立方米，同比增加 6.00%；处置污泥 77.42 万吨，同比增长 3.27%。2024 公司热电联产业务共实现主营业务收入 31.35 亿元，同比增长 0.29%。

图19：2018-2024 公司热电联产业务产品销量



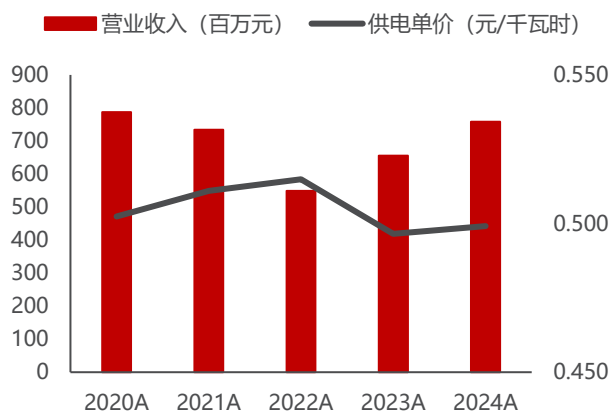
资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

图20：2018-2024 公司热电联产业务收入及同比



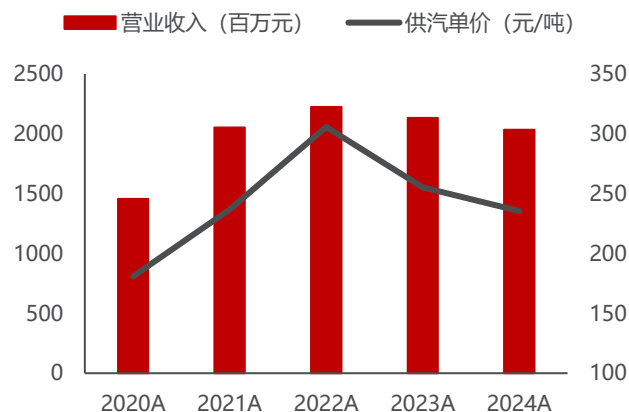
资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

图21：2020-2024 热电联产电力收入及供电单价



资料来源：公司公告，民生证券研究院

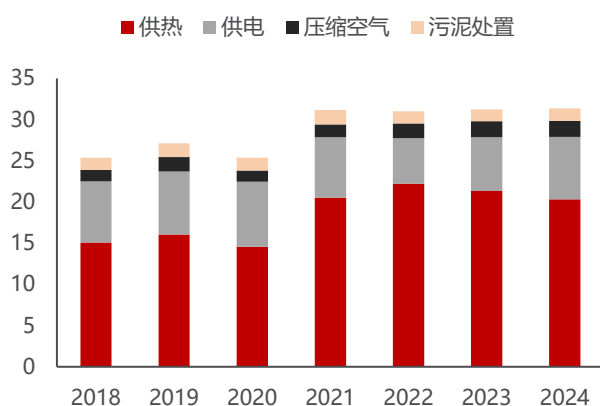
图22：2020-2024 热电联产蒸汽收入及供汽单价



资料来源：公司公告，民生证券研究院

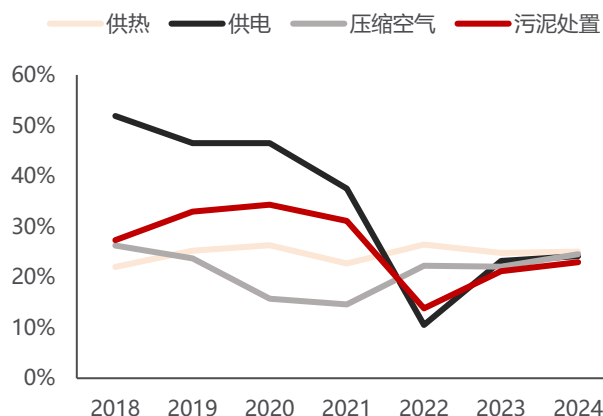
分业务来看,供热和电力是收入的主要来源,2024年供热收入为20.34亿元,占比65%;其次为电力业务,2024年实现收入7.58亿元,占比24%;2024年压缩空气和污泥处置收入分别为1.94/1.49亿元,占比6%/5%。从盈利水平来看,供热业务毛利率较高且长期保持稳定,2024年毛利率为25.02%,同比增长0.22pct;供电/压缩空气/污泥处置毛利率分别为24.14%/24.52%/22.97%,同比增长0.94pct/2.43pct/1.77pct。

图23: 2018-2024 热电联产业务收入拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

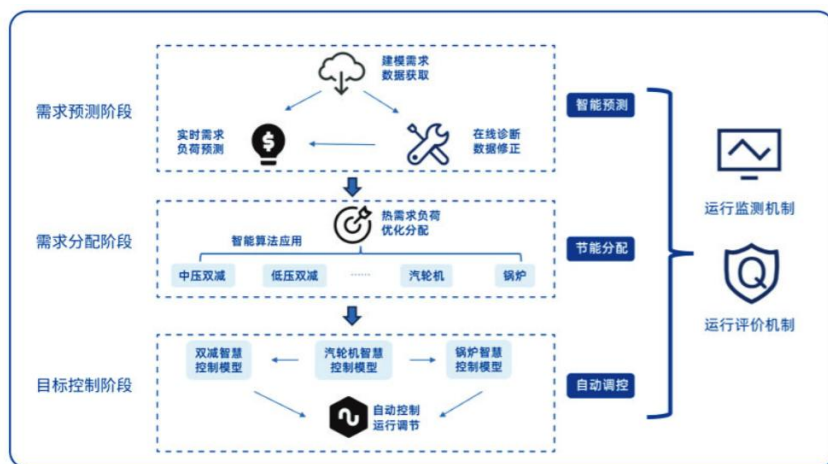
图24: 2018-2024 热电联产业务毛利率拆分 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

全面推进运行管理、安全生产、环保监测、设备检修等领域的智能化升级, 实现节能降本与减污降碳。为深入推进热电企业节能降本与减污降碳, 公司于2024年底启动绿色低碳智慧热电管控系统研发项目, 基于电厂现有测点与运行状态, 实时采集、分析及评估生产数据, 以经济效益最优为导向, 研究多工艺系统协同运行规律, 构建协同优化模型, 最终实现智能化运行调控, 助力热电生产提质增效与低碳转型。

图25: 热电企业生产全局协同优化模型



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

煤炭流通业务：煤炭作为我国能源安全的“压舱石”和“稳定器”，其地位依然稳固。公司 2024 年煤炭销售量达 5958 万吨，同比增长 7.39%，但由于 2025 年一季度煤电发电量有所下滑，叠加钢铁、建材等非电行业用煤需求较弱，煤炭市场需求整体偏弱，煤炭价格端也持续下行。随着 7-9 月用电旺季到来，煤电发电量同比降幅预期会有所收窄，煤价或已触及年内低谷，因此我们假设 2025 年公司该业务板块贡献营收保持不变，待煤价企稳后，明后年有望能够保持一定的同比增速，因此假设 2025-2027 年实现营收 414.87/427.31/448.68 亿元。当前煤炭市场处于“筑底区间”，在煤炭回归新一轮供需动态平衡下，假设 25-27 年毛利率逐年回升，分别为 2.5%/2.7%/2.9%，营业成本分别为 404.50/415.78/435.67 亿元。

电力及蒸汽销售业务：公司旗下有 6 家热电公司，不断提升现有 6 家电厂产能利用率，积极挖掘外延式发展可能性，进一步提升公司热电联产业务规模。我们假设各电厂年销售电量/理论年发电量比例逐年提升，同时提供蒸汽的产能利用率逐年有所上升，各热电厂 25-27 年销售电量合计为 15.8/16.2/16.7 亿 kwh，供应蒸汽量合计为 892.7/915.8/938.9 万吨。假设现有电价保持不变，热价受煤热联动政策略有下行，公司热电联产业务收入潜力持续释放，因此我们预测电力销售业务 2025-2027 年实现收入 8.00/8.22/8.43 亿元，该业务近几年毛利率相对稳定，假设 25-27 年毛利率为稳定在 24.0%，营业成本分别为 6.08/6.25/6.41 亿元；蒸汽销售业务 2025-2027 年实现收入 20.26/20.57/20.87 亿元，2025 年以来煤炭价格持续走低，热电联产业务成本端弹性有所释放，毛利率有所提升，假设 25-27 年毛利率分别为 26.0%/26.5%/27.0%，营业成本分别为 14.99/15.12/15.24 亿元。

公司主营业务主要包括煤炭流通及热电联产业务两大部分。公司历年费用率相对稳定，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 0.34%/0.48%/0.31%/0.07%，我们假设 2025 年各费用率分别为：销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 0.33%/0.53%/0.20%/0.11%。2026 年各费用率分别为：销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 0.35%/0.55%/0.20%/0.09%。2027 年各费用率分别为：销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 0.37%/0.58%/0.20%/0.07%。

表5：公司营收拆分

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	59881	55200	44327	44709	44765	46085	48297
YOY	\	-7.8%	-19.7%	0.9%	0.1%	2.9%	4.8%
毛利率	4.2%	4.5%	5.2%	4.2%	4.2%	4.4%	4.5%

总营业成本 (百万元)	57395	52727	42019	42831	42896	44070	46105
煤炭流通 (百万元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56698	52044	41098	41487	41487	42731	44868
YOY	\	-8.2%	-21.0%	0.9%	0.0%	3.0%	5.0%
毛利率	2.9%	3.3%	3.7%	2.6%	2.5%	2.7%	2.9%
营业成本	55082	50305	39578	40412	40450	41578	43567
电力 (百万元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	734	549	655	758	800	822	843
YOY	\	-25.2%	19.3%	15.7%	5.5%	2.7%	2.6%
毛利率	37.6%	10.5%	23.2%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
营业成本	458	491	503	575	608	625	641
蒸汽 (百万元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2053	2224	2132	2034	2026	2057	2087
YOY	\	8.4%	-4.2%	-4.6%	-0.4%	1.5%	1.5%
毛利率	22.7%	26.4%	24.8%	25.0%	26.0%	26.5%	27.0%
营业成本	1586	1636	1603	1525	1499	1512	1524
其他业务 (百万元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	397	383	442	431	452	475	499
毛利率	32.5%	23.2%	24.0%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
营业成本	267.6	293.9	335.4	319.3	339.3	356.2	374.1

资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院预测

表6：公司各费用率拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.38%	0.38%	0.34%	0.33%	0.35%	0.37%
管理费用率	0.35%	0.41%	0.48%	0.53%	0.55%	0.58%
研发费用率	0.21%	0.27%	0.31%	0.20%	0.20%	0.20%
财务费用率	0.04%	0.07%	0.07%	0.11%	0.09%	0.07%

资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院预测

3.2 估值分析

公司为全国领先的煤炭贸易集成服务商，煤炭销售量近 6000 万吨，我们选取同为煤炭贸易商【山煤国际】作为可比公司。公司热电联产业务营收占比不断提升，我们选取同为经营热电联产业务的公司【宁波能源】、【富春环保】作为可比公司，计算得到 2025-2027 年 PE 平均值为 12x/10x/9x，公司 2025-2027 年 PE 估值为 9/8/7 倍，相较于同行业平均值处于偏低水平。公司通过并购重组形式扩大热电联产规模，拓宽能源实业板块，未来估值也有望具备向上空间。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600982.SH	宁波能源*	4.39	0.28	0.32	0.38	16	14	12
002479.SZ	富春环保*	4.89	0.55	0.62	0.73	9	8	7
600546.SH	山煤国际*	8.61	0.78	0.95	1.10	11	9	8

	平均值					12	10	9
603071.SH	物产环能	12.21	1.34	1.47	1.65	9	8	7

资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院预测；注：可比公司数据采用同花顺 ifind 预测值，股价时间为 2025 年 6 月 23 日

3.3 投资建议

公司以煤炭贸易为基本盘，通过并购不断扩大热电联产资产规模。公司热电联产资产位于下游供热需求较大的工业园区域，具备持续创造稳定利润及现金流能力，随着地方经济的增长和新项目的投产，热电联产业务市场需求有望进一步扩大，对公司整体业绩的贡献预计将逐步增加。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 7.48/8.18/9.22 亿，同比增长 1.3%/9.4%/12.7%。对应 6 月 23 日收盘价，25-27 年 PE 分为 9x/8x/7x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：公司盈利预测

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	44,709	44,765	46,085	48,297
增长率（%）	0.9	0.1	2.9	4.8
归属母公司股东净利润（百万元）	739	748	818	922
增长率（%）	-30.2	1.3	9.4	12.7
每股收益（元）	1.32	1.34	1.47	1.65
PE	9	9	8	7
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院预测；（股价时间为 2025 年 6 月 23 日）

4 风险提示

1) 煤炭价格波动风险：作为煤炭流通企业，经营模式决定了企业需要保持适量的煤炭库存以保证对下游客户的稳定供应，另一方面从煤炭采购到配送给下游用户的过程中通常也会形成一定量的在途货物。若煤炭价格在短期内大幅下降，可能会导致企业的存货价值损失；若煤炭价格在短期内大幅度上升，会一定程度影响公司煤炭采购成本，从而对企业的经营业绩造成不利影响。

2) 宏观经济波动导致下游需求不及预期：热电联产下游工业用热规模等因素的变化与热电联产行业密切相关，而宏观经济的发展也影响着各地区工业增速，因此宏观经济也对公司经营业绩具有一定影响。

3) 上网电价调整和电力收购政策变化风险：售电业务是公司热电联产业务板块的重要收入来源，随着电力体制改革的不断深入，在基础电价市场化的背景下，如果生物质、污泥焚烧发电业务上网电价补贴和电力收购政策发生调整，则可能对公司的发电收入造成一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	44,709	44,765	46,085	48,297
营业成本	42,831	42,896	44,070	46,105
营业税金及附加	59	58	60	63
销售费用	150	148	161	179
管理费用	214	237	253	280
研发费用	140	90	92	97
EBIT	997	1,404	1,517	1,646
财务费用	30	48	42	36
资产减值损失	-381	-357	-352	-336
投资收益	96	90	92	97
营业利润	1,080	1,092	1,217	1,373
营业外收支	30	35	15	15
利润总额	1,110	1,127	1,232	1,388
所得税	228	225	246	278
净利润	882	901	986	1,111
归属于母公司净利润	739	748	818	922
EBITDA	1,453	1,865	1,980	2,111

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	557	1,073	1,637	2,232
应收账款及票据	1,264	1,470	1,513	1,586
预付款项	993	858	881	922
存货	3,023	2,621	2,708	2,866
其他流动资产	1,325	1,703	1,717	1,741
流动资产合计	7,163	7,725	8,458	9,347
长期股权投资	165	165	165	165
固定资产	3,353	3,383	3,403	3,416
无形资产	283	283	283	283
非流动资产合计	4,550	4,494	4,496	4,495
资产合计	11,713	12,220	12,954	13,842
短期借款	1,255	1,255	1,255	1,255
应付账款及票据	1,244	1,203	1,236	1,294
其他流动负债	2,165	2,142	2,197	2,288
流动负债合计	4,664	4,601	4,688	4,837
长期借款	322	322	322	322
其他长期负债	164	163	163	163
非流动负债合计	485	484	484	484
负债合计	5,149	5,085	5,173	5,321
股本	558	558	558	558
少数股东权益	1,051	1,204	1,372	1,561
股东权益合计	6,564	7,134	7,781	8,521
负债和股东权益合计	11,713	12,220	12,954	13,842

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.86	0.13	2.95	4.80
EBIT 增长率	-34.73	40.80	8.09	8.50
净利润增长率	-30.25	1.28	9.39	12.66
盈利能力 (%)				
毛利率	4.20	4.18	4.37	4.54
净利率	1.65	1.67	1.78	1.91
总资产收益率 ROA	6.31	6.12	6.32	6.66
净资产收益率 ROE	13.40	12.61	12.77	13.24
偿债能力				
流动比率	1.54	1.68	1.80	1.93
速动比率	0.42	0.64	0.76	0.87
现金比率	0.12	0.23	0.35	0.46
资产负债率 (%)	43.96	41.62	39.93	38.44
经营效率				
应收账款周转天数	8.68	10.99	11.65	11.55
存货周转天数	23.10	23.68	21.77	21.76
总资产周转率	4.05	3.74	3.66	3.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.32	1.34	1.47	1.65
每股净资产	9.88	10.63	11.49	12.47
每股经营现金流	-0.69	2.56	2.35	2.46
每股股利	0.60	0.61	0.66	0.75
估值分析				
PE	9	9	8	7
PB	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.46	4.25	4.00	3.76
股息收益率 (%)	4.91	4.98	5.44	6.13

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	882	901	986	1,111
折旧和摊销	456	462	463	465
营运资金变动	-2,026	-245	-456	-506
经营活动现金流	-382	1,427	1,313	1,371
资本开支	-315	-418	-447	-447
投资	-13	-241	0	0
投资活动现金流	-66	-525	-355	-350
股权募资	25	0	0	0
债务募资	1,031	0	0	0
筹资活动现金流	523	-386	-394	-426
现金净流量	74	516	565	595

插图目录

图 1: 股权结构 (截至 2025 年一季报)	3
图 2: 能源贸易板块中的煤炭流通业务模式	4
图 3: 能源实业板块业务模式	4
图 4: 2018-2025Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (%)	5
图 5: 2018-2025Q1 净利润 (亿元) 及增速	5
图 6: 2018-2024 业务拆分 (亿元)	5
图 7: 2018-2024 分业务毛利率 (%)	5
图 8: 2018-2024 销售毛利率与净利率 (%)	6
图 9: 2018-2024 净资产收益率 (%)	6
图 10: 2018-2024 分红情况	6
图 11: 2016-2027E 中国煤炭消费量	7
图 12: 2016-2024 年中国煤炭出口及进口量	7
图 13: 中国原煤产量及进出港煤炭吞吐量	8
图 14: 煤炭流通业务整体流程	8
图 15: 2018-2024 煤炭销售量及同比	9
图 16: 2018-2024 煤炭流通业务业绩及同比	9
图 17: 2018-2021H1 各业务类型收入 (亿元) 及毛利率 (%)	10
图 18: 2018-2021H1 下游客户收入拆分 (亿元)	10
图 19: 2018-2024 公司热电联产业务产品销量	12
图 20: 2018-2024 公司热电联产业务收入及同比	12
图 21: 2020-2024 热电联产电力收入及供电单价	12
图 22: 2020-2024 热电联产蒸汽收入及供汽单价	12
图 23: 2018-2024 热电联产业务收入拆分 (亿元)	13
图 24: 2018-2024 热电联产业务毛利率拆分 (%)	13
图 25: 热电企业生产全局协同优化模型	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司热电联产业务主要资产	10
表 2: 热电联产业务各服务定价情况	11
表 3: 部分客户各类产品的平均单价情况	11
表 4: 公司热电联产的煤热联动机制 (以桐乡泰爱斯能源为例)	11
表 5: 公司营收拆分	14
表 6: 公司各费用率拆分	15
表 7: 可比公司 PE 数据对比	15
表 8: 公司盈利预测	16
公司财务报表数据预测汇总	18

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048