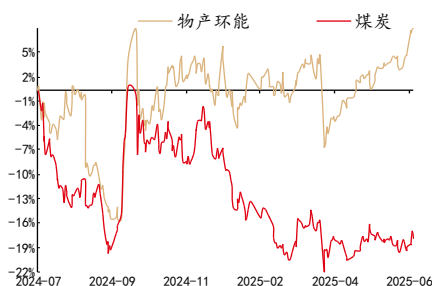


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.77
总股本/流通股本(亿股)	5.58 / 5.58
总市值/流通市值(亿元)	71 / 71
52周内最高/最低价	13.37 / 10.49
资产负债率(%)	44.0%
市盈率	9.67
第一大股东	物产中大集团股份有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

物产环能(603071)

热电联产价值外延，新能源持续布局熔盐储能技术

● 投资要点

物产环能是浙江省属国企，从煤炭流通到环保能源综合服务商。公司最早可追溯于1950年成立的中国煤建公司杭州办事处；1985年，浙江省燃料公司成立；2021年上交所主板上市；2022年布局进入新能源产业。

煤炭流通：公司煤炭流通业务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，公司通过运用规模化采购优势、专业化流通经验及信息化技术保障为供应商和客户提供一体化的煤炭流通服务。

热电联产具有区域垄断性，浙江地区需求相对稳定。公司目前共有6家热电厂，总装机407MW，年供热能力1962.90万t、发电31.76亿KWh、压缩空气45.22亿m³，覆盖热网主管道511km，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。**协调拓展，进一步提升热电联产机组的效益**。在固废处置领域，公司深入研究废旧橡胶、退役光伏组件以及热电联产固废协同处置相关技术。

新能源：在新型储能领域，公司聚焦熔盐储能技术，基于混合储能的多能耦合智慧低碳供能示范项目稳步推进，并获得节能降碳专项2024年第一批中央预算内投资补助。终端能量的使用形式为热、冷和电，熔盐储能技术可以更有效利用热能，是火电机组灵活性改造的有效形式，根据智研咨询预计，2030年国内熔盐储能装机容量有望超过16GW，总投资规模有望达到2000亿元。

● 盈利预测与评级

我们预测公司2025-2027年营业收入分别为452.7/458.2/463.6亿元，归母净利润分别为7.9/8.5/9.1亿元，三年归母净利润CAGR为7.5%，以当前总股本5.58亿股计算的摊薄EPS为1.42/1.52/1.64元。公司2025年7月3日股价对2025-2027年预测EPS的PE倍数分别为9/8/8倍。参考可比公司估值，考虑到热电联产资产有望进一步拓展价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

能源行情波动风险；新业务开拓及市场竞争加剧的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	44709	45272	45824	46364
增长率(%)	0.86	1.26	1.22	1.18
EBITDA（百万元）	1453.17	1751.07	1867.75	2006.56
归属母公司净利润（百万元）	738.62	789.75	845.92	912.97
增长率(%)	-30.25	6.92	7.11	7.93
EPS(元/股)	1.32	1.42	1.52	1.64
市盈率（P/E）	9.65	9.02	8.42	7.80
市净率（P/B）	1.29	1.20	1.11	1.03
EV/EBITDA	5.67	3.68	3.03	2.32

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	浙江省属国企——环保能源综合服务商.....	5
1.1	以煤炭流通为基，积极拓展热电联产，持续布局新能源产业.....	5
1.2	业绩稳健，盈利能力回升明显.....	6
2	传统能源稳健发展+积极拓展新能源.....	9
2.1	煤炭流通业务：平稳发展.....	9
2.2	热电联产业务：价值持续外延——“热电+固废”.....	11
2.3	新能源业务：持续布局，积极培育第二增长曲线.....	12
3	盈利预测与投资评级.....	13
3.1	核心假设.....	13
3.2	主要财务数据预测.....	14
3.3	估值与评级.....	14
4	风险因素.....	15

图表目录

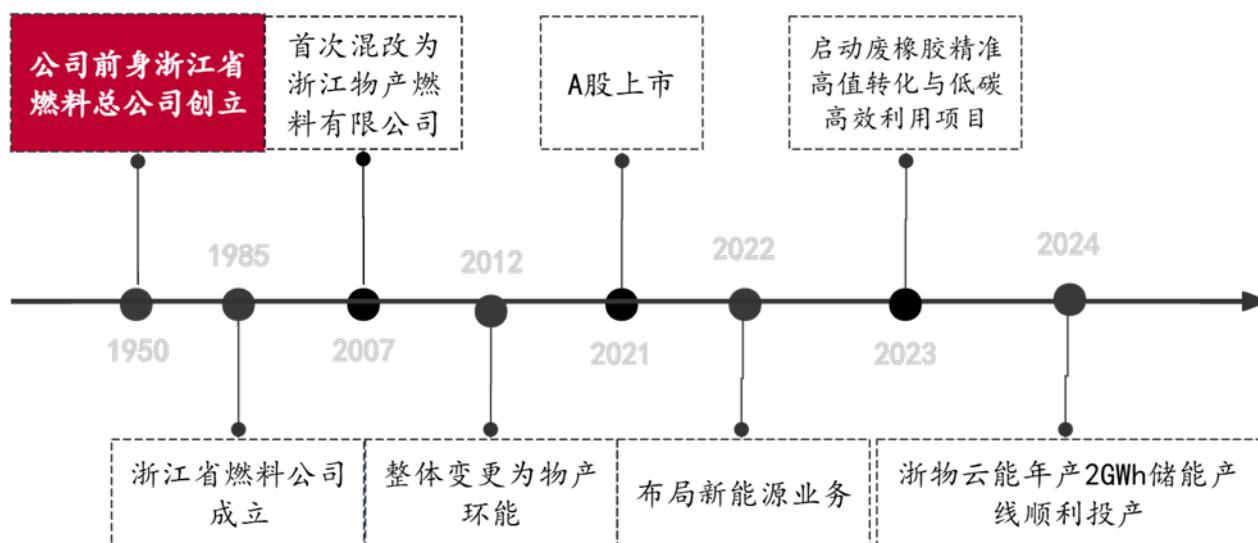
图表 1: 公司发展历程: 筚路蓝缕	5
图表 2: 公司发展规划	6
图表 3: 公司股权结构 (截止 2025Q1)	6
图表 4: 公司营收及增速	7
图表 5: 公司归母净利润及增速	7
图表 6: 公司期间费用率 (%)	7
图表 7: 公司盈利能力 (%)	7
图表 8: 公司分业务营收占比 (%)	8
图表 9: 公司分业务历年毛利 (百万元)	8
图表 10: 公司分业务毛利占比 (%)	8
图表 11: 公司分业务毛利率 (%)	8
图表 12: 公司存货周转率	8
图表 13: 公司应收账款周转率	8
图表 14: 公司负债率	9
图表 15: 公司经营活动现金净流量	9
图表 16: 公司历年分红	9
图表 17: 公司分红比例和每股股利	9
图表 18: 公司煤炭流通业务流程	10
图表 19: 公司历年煤炭销售量 (万 t)	10
图表 20: 动力煤价格 (元/t)	10
图表 21: 2021-2025 年北方九港合计库存	11
图表 22: 公司热电厂资产	11
图表 23: 公司历年蒸汽 (左轴) 和电力 (右轴) 销售量	12
图表 24: 公司历年压缩空气 (左轴) 和污泥处置 (右轴) 销售量	12
图表 25: 公司历年蒸汽 (左轴) 和电力 (右轴) 销售单价	12
图表 26: 公司历年压缩空气 (左轴) 和污泥处置 (右轴) 销售单价	12
图表 27: 公司的新能源业务	13
图表 28: 火电耦合熔盐储能技术路线	13
图表 29: 分业务假设 (百万元)	14
图表 30: 估值与评级 (收盘价和 EPS 单位: 元/股)	15

1 浙江省属国企——环保能源综合服务商

1.1 以煤炭流通为基，积极拓展热电联产，持续布局新能源产业

物产环能是浙江省属国企，从煤炭流通到环保能源综合服务商。公司最早可追溯于 1950 年成立的中国煤建公司杭州办事处；1985 年，浙江省燃料公司成立；2021 年上交所主板上市；2022 年布局进入新能源产业。

图表1：公司发展历程：筚路蓝缕



资料来源：招股说明书，公司 2021-2024 年年报，公司官网，中邮证券研究所

公司持续优化“能源贸易+能源实业”双轮驱动模式，目前的主要业务有 3 类，分别为（1）**煤炭流通**（2）**热电联产**（3）**新能源业务**，其中煤炭流通领域，推动大宗商品贸易从单纯交易向综合服务升级；热电联产领域，推动“热电+固废”耦合模式，同时拓展外部市场，共同开发热电项目或实施技术输出；新能源领域，聚焦熔盐储能、废旧轮胎裂解、新能源业务等方向。

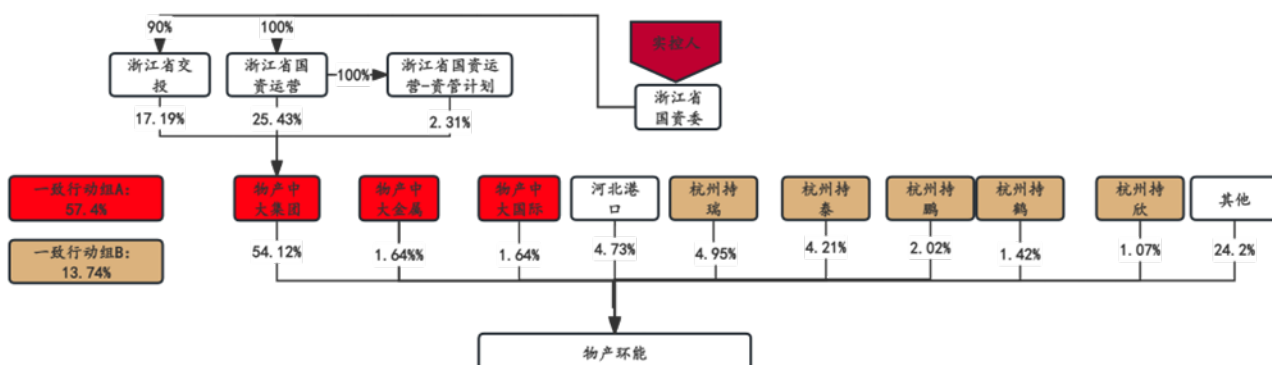
图表2：公司发展规划



资料来源：公司 2024 年年报，中邮证券研究所

股权结构稳定：截至 2025Q1，公司控股股东为物产中大集团，其与其他一致行动人合计持股 57.4%，实际控制人为浙江省国资委。

图表3：公司股权结构（截止 2025Q1）

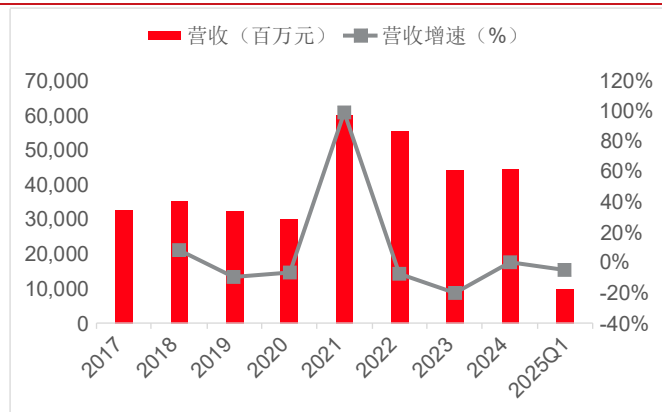


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 业绩稳健，盈利能力回升明显

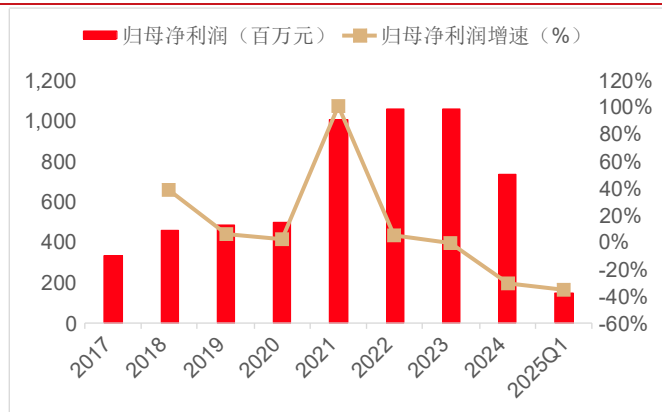
业绩短期有所下滑，波动主要受煤炭价格影响。2024 年公司营收和归母净利润分别为 447.1、7.4 亿元，同比分别+0.9%、-30.2%；2025Q1 公司营收 99.5 亿元，同环比分别为-4.9%/-27.7%，归母净利润 1.6 亿元，同环比分别-35.4%/-24.8%，主要系外部行情变动，煤炭流通业务利润减少所致。

图表4：公司营收及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：公司归母净利润及增速

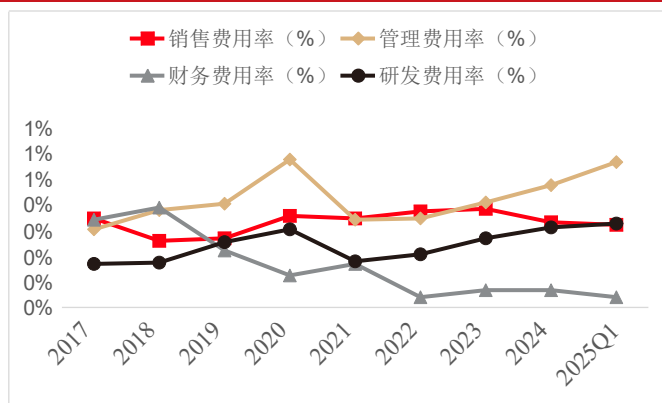


资料来源：iFind，中邮证券研究所

期间费用率稳定。2025Q1 公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.3%、0.6%、0%、0.3%，同比分别+0.02、+0.08、-0.03、0pct。

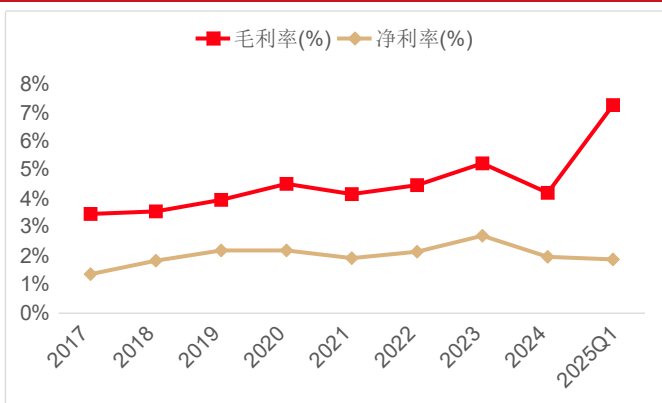
盈利能力相对稳定。2025Q1 公司毛利率和净利率分别为 7.2%和 1.9%，同比分别+0.3、-0.6pct。

图表6：公司期间费用率 (%)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：公司盈利能力 (%)

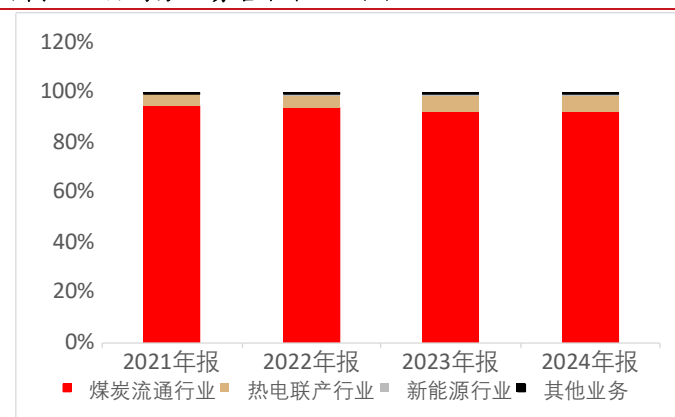


资料来源：iFind，中邮证券研究所

产品营收端：煤炭流通是公司的营收主力，2024 年煤炭流通的营收占比为 92.8%。

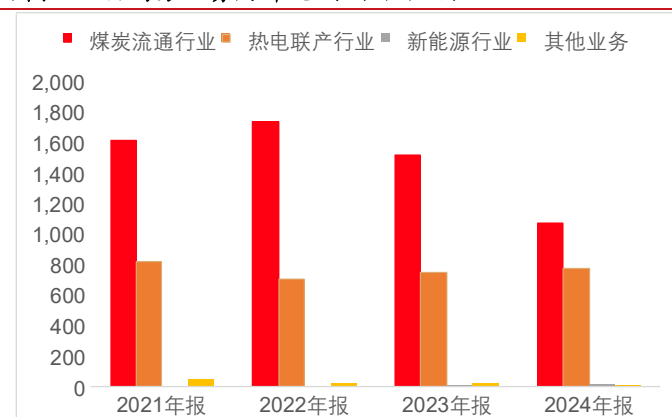
产品盈利端：煤炭流通和热电联产是利润贡献的主体，其毛利率也相对稳定，2024 年煤炭流通和热电联产的毛利占比分别为 57.2%、47.2%，2024 年煤炭流通、热电联产和新能源的毛利率分别为 2.6%、24.7%、31.1%。

图表8：公司分业务营收占比（%）



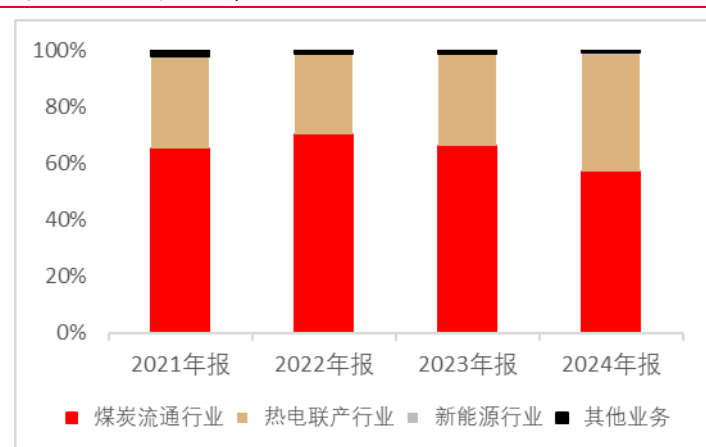
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：公司分业务历年毛利（百万元）



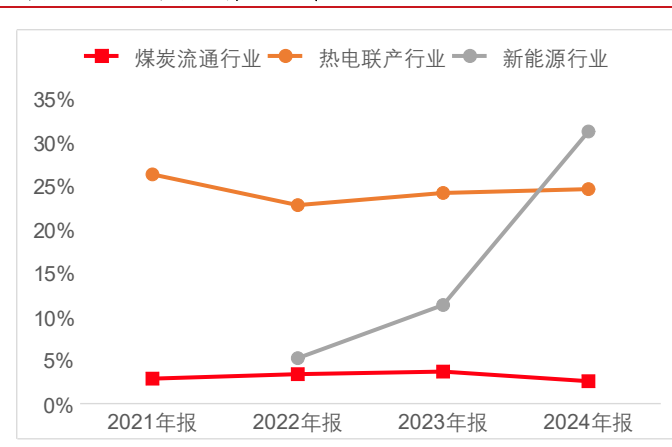
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：公司分业务毛利占比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

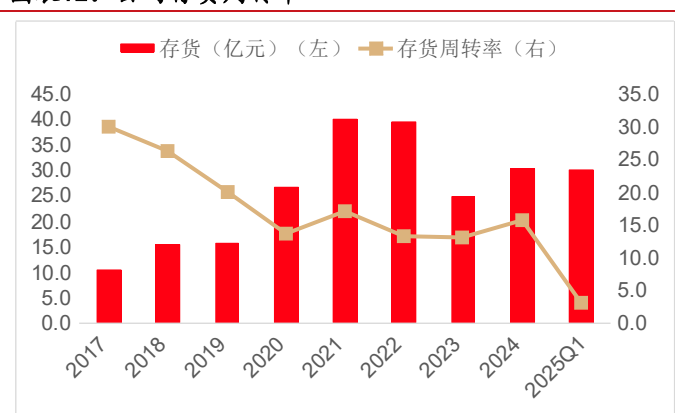
图表11：公司分业务毛利率（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

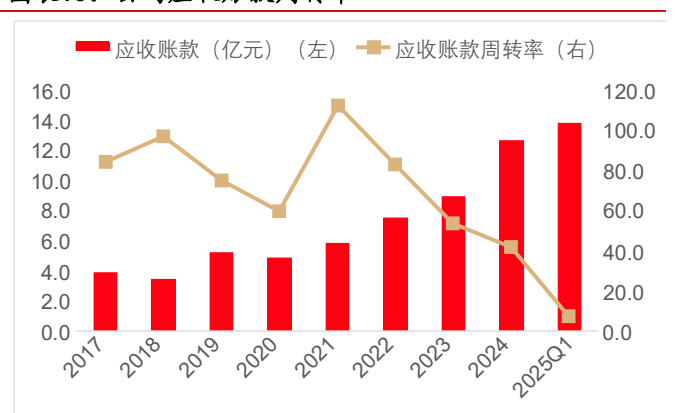
存货周转率与应收账款周转整体变慢。存货方面，2025Q1 公司存货规模为 30.2 亿，同比增长 12.2%；应收账款方面，2024 年公司应收账款 13.8 亿，同比增长 17.8%。

图表12：公司存货周转率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表13：公司应收账款周转率

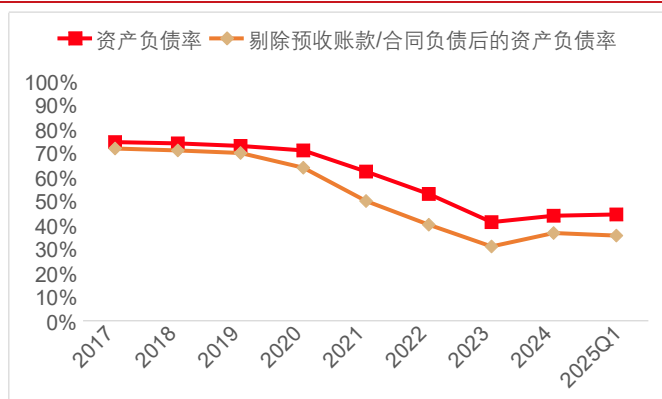


资料来源：iFind，中邮证券研究所

低资产负债率有助于公司长期稳健经营。截至 2025Q1，公司资产负债率为 44.3%，剔除预收账款/合同负债后的资产负债率为 35.5%，整体财务风险处于较低水平。

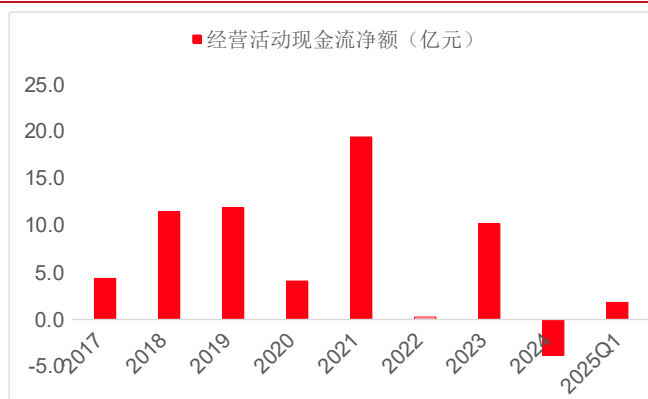
2025Q1，公司经营活动现金净流量为 1.83 亿元，去年同期为-9.96 亿元，公司回款情况改善较好。

图表14：公司负债率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

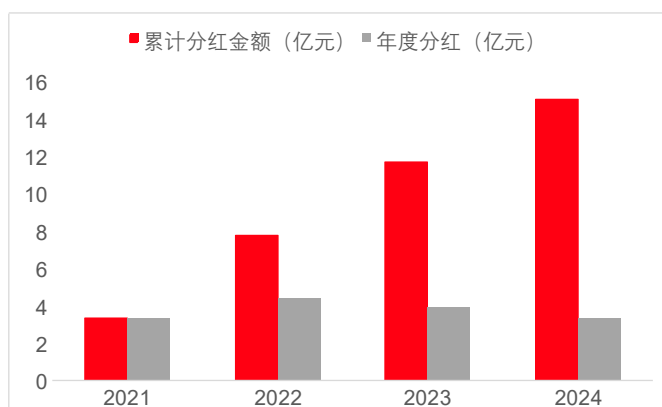
图表15：公司经营活动现金净流量



资料来源：iFind，中邮证券研究所

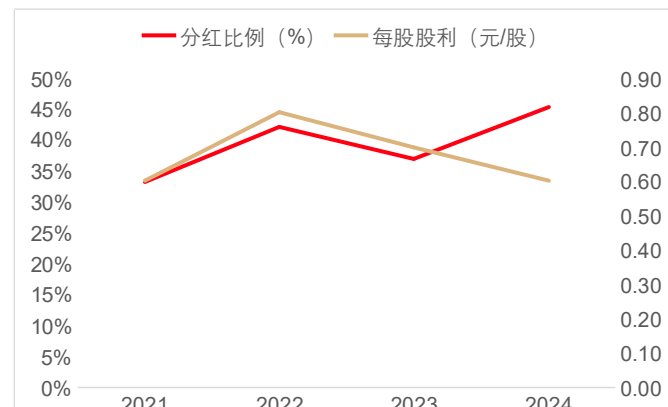
截至 2024 年，公司累计分红 15.1 亿元；2024 年，公司的分红比例和每股股利分别为 45%、0.6 元/股，公司的分红承诺，2024—2026 年，每年拟分配的现金分红总额不低于扣非归母净利润的 40%。

图表16：公司历年分红



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表17：公司分红比例和每股股利



资料来源：iFind，中邮证券研究所

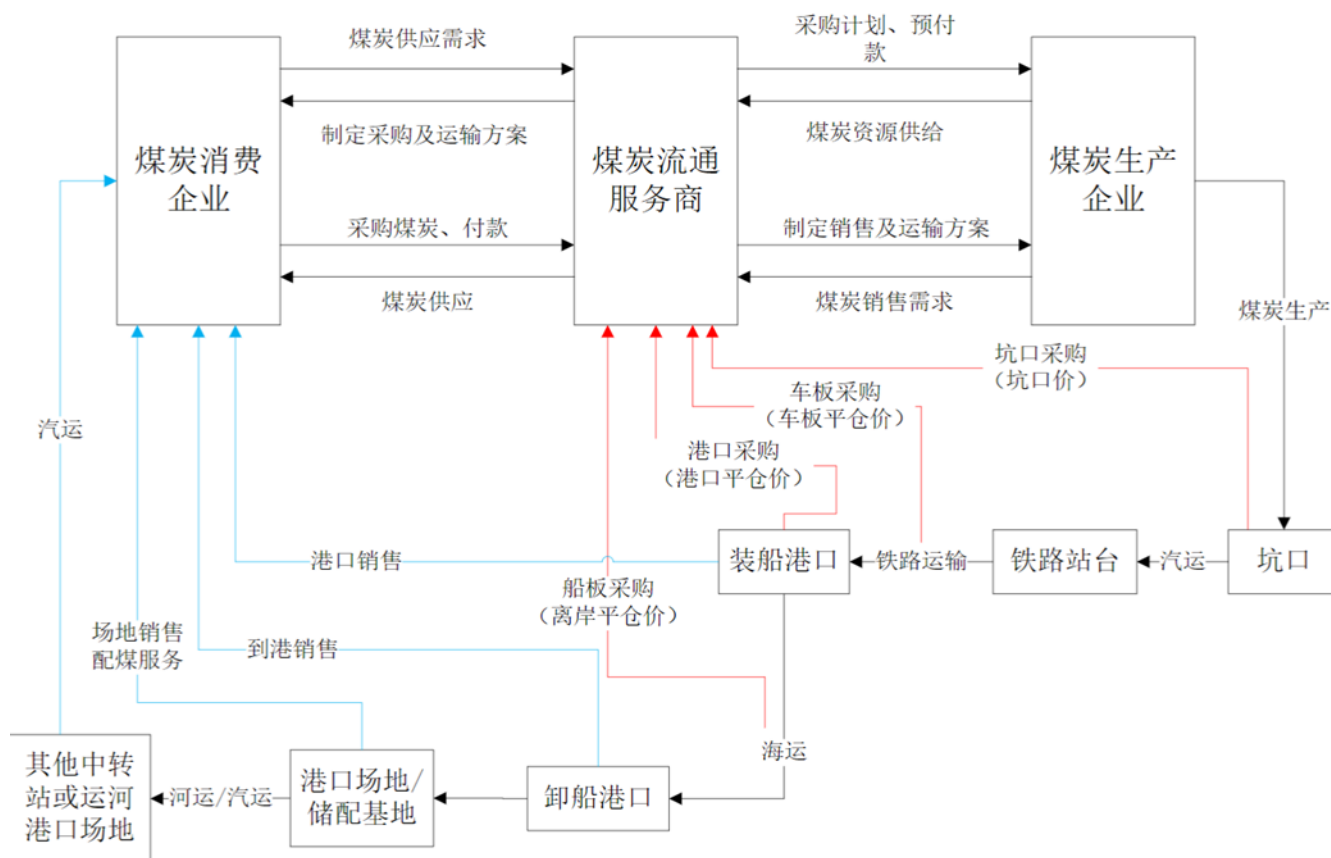
2 传统能源稳健发展+积极拓展新能源

2.1 煤炭流通业务：平稳发展

煤炭流通行业属于低毛利高周转行业。煤炭流通企业通常以同热值煤炭市场价格为基础，综合考虑运输成本、人工成本、筛煤配煤成本等进行销售定价，行业毛利率水平总体较低，同时，若煤炭价格上涨，能提高煤炭流通行业的销售溢价，反之亦然。

公司煤炭流通业务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，公司通过运用规模化采购优势、专业化流通经验及信息化技术保障为供应商和客户提供一体化的煤炭流通服务。

图表18：公司煤炭流通业务流程

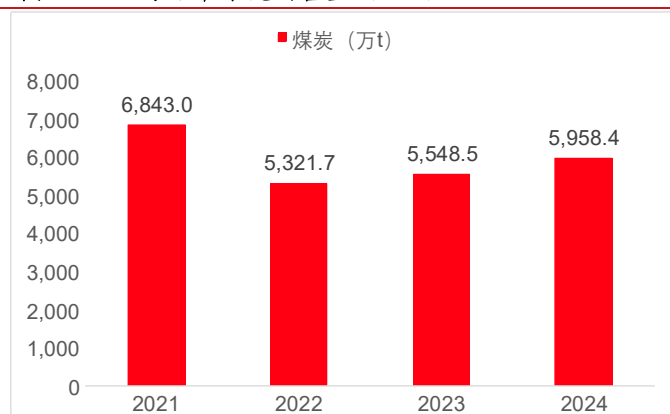


资料来源：公司 2023 年年报，中邮证券研究所

积极开拓西北和海外。国内方面，公司以疆煤外运为战略支点，积极开拓疆煤采购与销售市场，锁定优质煤矿资源，构建覆盖西北五省、川渝经济圈及蒙西能源走廊的购销网络；海外方面，公司凭借在新加坡、印尼等地的前瞻性布局，成功与多家海外矿产企业达成战略合作。

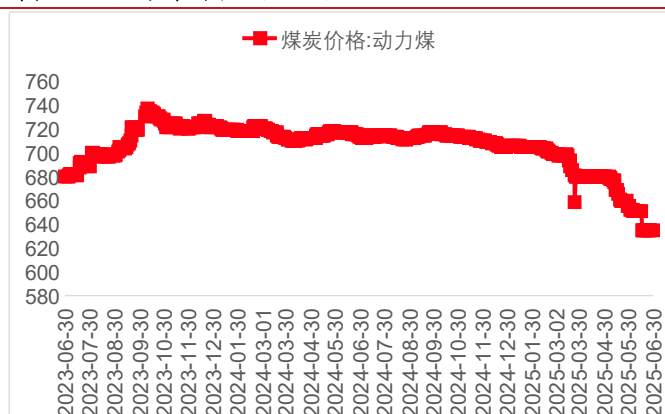
公司煤炭销售逐步回升，煤炭库存有所建设，价格有望回升。公司 2024 年销售煤炭 5958.4 万 t，同比+7.4%。北方港煤炭库存持续去化。截至 6 月 27 日，北方港库存 2818 万吨，较 5 月 11 日 3316 万吨的历史高位减少了 498 万吨，随着库存的逐步去化，叠加夏季用电需求提升，煤炭价格有望止跌回升。

图表19：公司历年煤炭销售量（万 t）



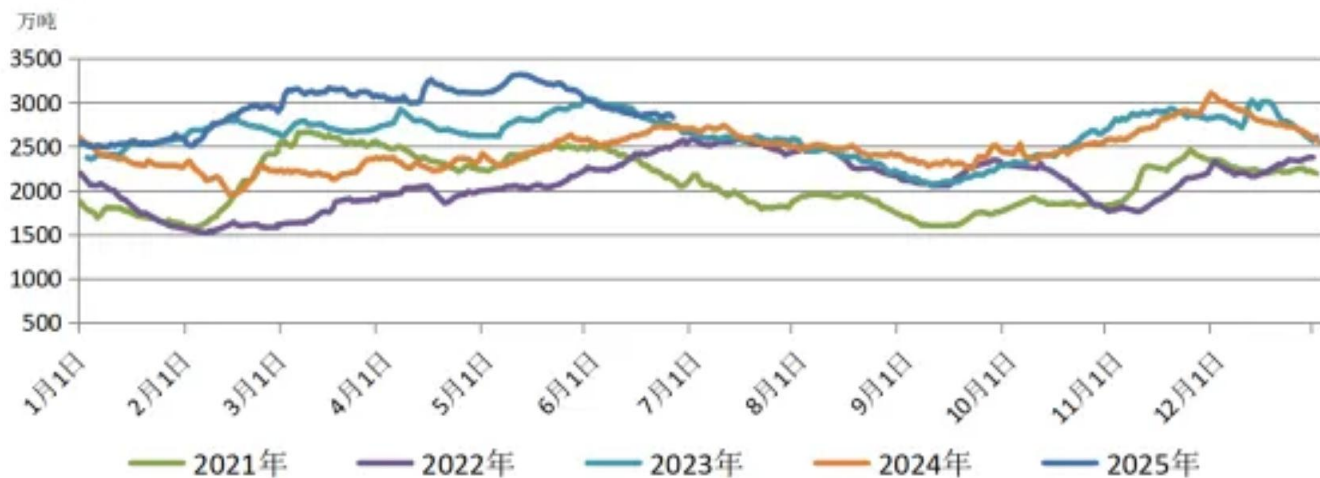
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表20：动力煤价格（元/t）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表21：2021-2025 年北方九港合计库存



资料来源：中能传媒研究院，中邮证券研究所

2.2 热电联产业务：价值持续外延——“热电+固废”

热电联产具有区域垄断性，浙江地区需求相对稳定。公司目前共有 6 家热电厂，总装机 407MW，年供热能力 1962.90 万 t、发电 31.76 亿 kWh、压缩空气 45.22 亿 m³，覆盖热网主干道 511km，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。

图表22：公司热电厂资产

热电厂名称	装机容量 (MW)	产能	具体装机	公司持股
新嘉爱斯	162	发电约 10 亿 kwh，年供热约 400 万吨，年供压缩空气约 20 亿立方米，年处理污泥约 80 万吨，年耗生物质料约 20 万吨	1*50MW+1*25MW 背压式汽轮发电机组；1*50MM 和 1*25MW 抽凝式汽轮发电机组；1*12MW 高背压式汽轮发电机组	70%
桐乡泰爱斯	70	年可供蒸汽 300 万吨，供压缩空气 15 亿 Nm ³ ，发电 4.5 亿度	2*30MW 抽背式汽轮发电机组	66%
浦江热电	30	年总发电能力 1.8 亿 kWh，年供热能力 126 万吨，年供压缩空气能力 4.5 亿 Nm ³ ，年一般固废污泥处置能力 10 万吨	2*15MW 抽背式汽轮发电机组	56%
秀舟热电	36	年发电能力 3.1 亿千瓦时，年供热能力 320 万吨	2*15MW+1*6MW 高温高压背压式汽轮机	70%
物产山鹰	60	年供热 477.36 万吉焦以上，年发电量 3.0 亿千瓦时以上，供电量 2.4 亿千瓦时以上	2*30MW 高温超高压抽背式汽轮发电机组	51%
物产金义	55	全年发电量约 2 亿度，供热量约 85 万吨	1*20MW 抽汽背压式汽轮发电机组和 1*35MW 抽凝式汽轮发电机组	51%

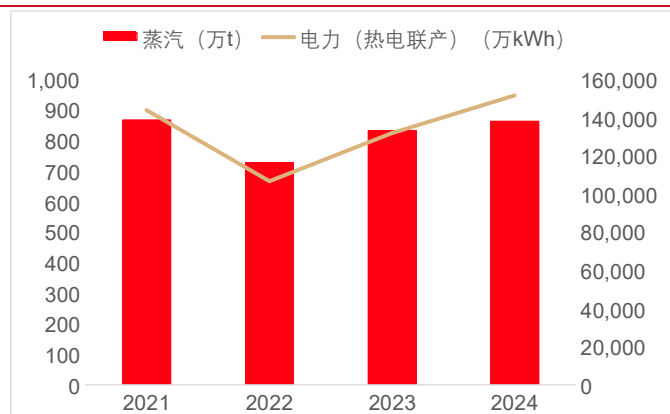
资料来源：招股说明书，公司官网，中邮证券研究所

随着机组逐步投产，公司的热电联产的产品销量逐步提升。2024 年公司销售蒸汽、电力（热电联产）、压缩空气、污泥处置分别为 863.4 万 t、151934.1 万 kWh、294636.0 万 m³、77.4 万 t，分别同比+3.4%、+15.1%、+6.0%、+3.3%。

公司的蒸汽和电力销售单价保持稳定。2024 年蒸汽和电力单价分别为 235.5 元/t、0.5 元/kWh。

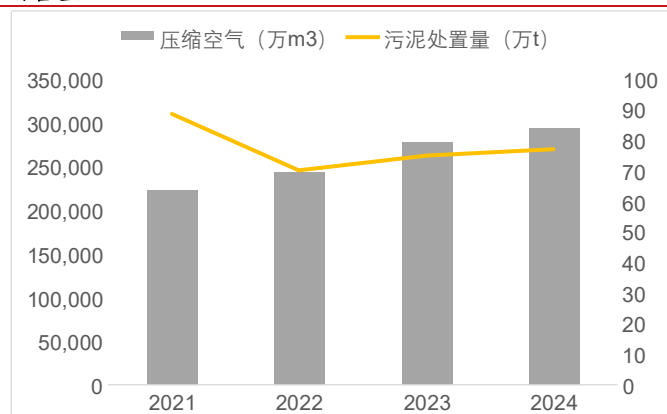
协调拓展，进一步提升热电联产机组的效益。在固废处置领域，公司深入研究废旧橡胶、退役光伏组件以及热电联产固废协同处置相关技术。公司牵头的省重点研发计划项目《大宗固体废物绿色处置技术、装备研发—基于大宗有机固废绿色处置的高效热电气联产联供关键技术研究及产业化》于 2024 年 11 月 8 日通过专家评审并完成验收。

图表23：公司历年蒸汽（左轴）和电力（右轴）销售量



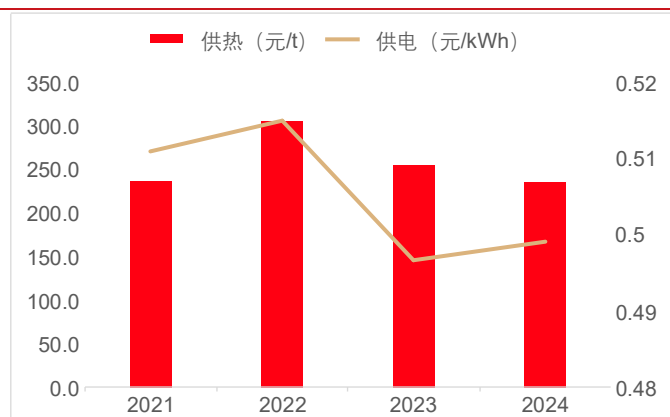
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表24：公司历年压缩空气（左轴）和污泥处置（右轴）销售量



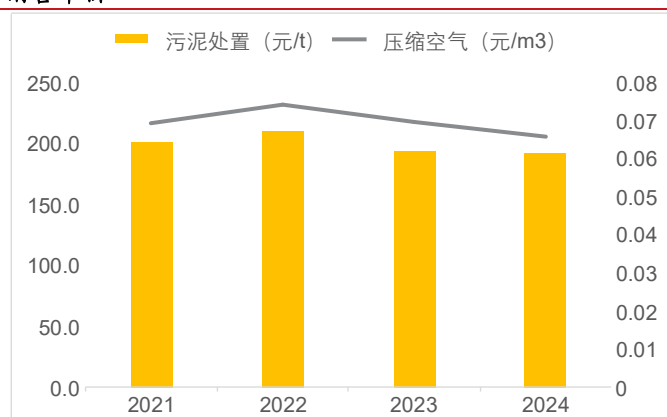
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表25：公司历年蒸汽（左轴）和电力（右轴）销售单价



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表26：公司历年压缩空气（左轴）和污泥处置（右轴）销售单价



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 新能源业务：持续布局，积极培育第二增长曲线

在新型储能领域，公司聚焦熔盐储能技术，基于混合储能的多能耦合智慧低碳供能示范项目稳步推进，并获得节能降碳专项 2024 年第一批中央预算内投资补助。

终端能量的使用形式为热、冷和电，熔盐储能技术可以更有效利用热能，是火电机组灵活性改造的有效形式，根据智研咨询预计，2030 年国内熔盐储能装机容量有望超过 16GW，总投资规模有望达到 2000 亿元。

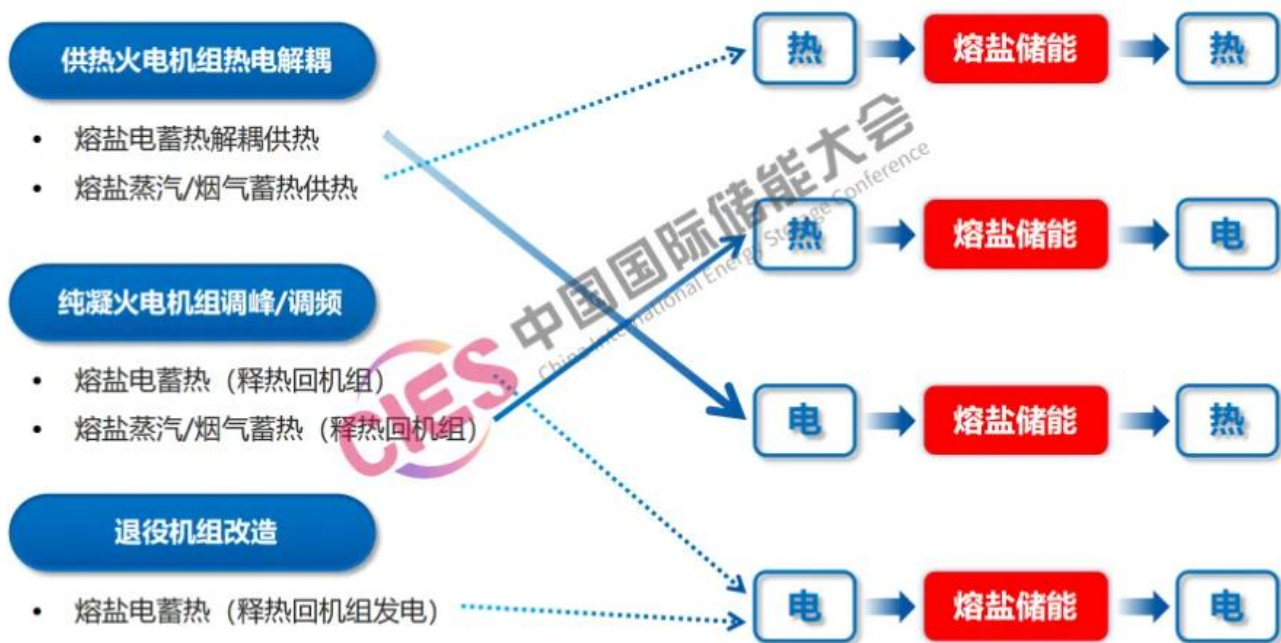
图表27：公司的新能源业务

序号	产品种类	介绍以及用途
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	风光储电站投资运营一体化服务、工程 EPC 一站式服务、新能源设备供应链服务、分布式储能核心设备研发制造、虚拟电厂、绿色用能综合服务

资料来源：2024 年年报，中邮证券研究所

熔盐储能机组可以有效提升火电机组的灵活性，助力构建新型电力系统。国家发改委和国家能源局在 2025 年 3 月 26 日发布《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》，推动煤电在新型电力系统中更好发挥兜底保障和支撑调节作用，其中，根据机组类型、煤质特性、供热类型等区别，现役机组最小发电出力达到 25%—40%额定负荷。

图表28：火电耦合熔盐储能技术路线



资料来源：西安热工研究院，中邮证券研究所

3 盈利预测与投资评级

3.1 核心假设

假设煤炭和热电联产相应价格维持稳定。

2025-2027 年营收假设：（1）煤炭销量分别为 6018、6078、6139 万 t；（2）热电联产的蒸汽销量分别为 898、929、957 万 t，电力销量分别为 16.1、16.9、17.6 亿 kWh；（3）新能源营收增速分别为 30%、20%、15%。

2025-2027 年 3 块业务毛利率假设：(1) 煤炭流通：分别为 2.6%、2.6%、2.7%；(2) 热电联产：分别为 24.9%、25.1%、25.3%；(3) 新能源：分别为 35%、37%、40%。

费用率假设：随着公司热电资产逐步提升利用率，同时进一步提升储能技术投入，预计销售、管理费用率将有所降低，研发费用率预计有所提升，预计 2025-2027 年公司销售、管理、研发费用率分别为 0.33%、0.32%、0.30%；0.44%、0.42%、0.40%；0.32%、0.34%、0.35%。

图表29：分业务假设（百万元）

年份	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤炭流通						
收入	52,044	41,098	41,487	41902	42321	42744
YOY		-21.03%	0.95%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	50305	39578	40412	40804	41203	41590
YOY		-21.32%	2.11%	0.97%	0.98%	0.94%
毛利	1,739	1,521	1,075	1098	1117	1154
毛利率(%)	3.34%	3.70%	2.59%	2.62%	2.64%	2.70%
热电联产						
收入	3,102	3,125	3,135	3265	3383	3487
YOY		0.77%	0.29%	4.17%	3.62%	3.06%
成本	2,395	2,371	2,361	2,452	2,534	2,605
YOY		-0.99%	-0.43%	3.86%	3.34%	2.78%
毛利	707	754	773	813	849	882
毛利率(%)	22.80%	24.10%	24.70%	24.90%	25.10%	25.30%
新能源						
收入	6	61	56	73.33	88.00	101.20
YOY		870.04%	-7.30%	30.00%	20.00%	15.00%
成本	6	54	39	48	55	61
YOY		807.23%	-28.01%	22.70%	16.31%	9.52%
毛利	0	7	18	26	33	40
毛利率(%)	5.18%	11.32%	31.13%	35.00%	37.00%	40.00%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 主要财务数据预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 452.7/458.2/463.6 亿元，归母净利润分别为 7.9/8.5/9.1 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 7.5%，以当前总股本 5.58 亿股计算的摊薄 EPS 为 1.42/1.52/1.64 元。

3.3 估值与评级

公司 2025 年 7 月 3 日股价对 2025-2027 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 9/8/8 倍。我们选择山煤国际、华光环能、协鑫能科作为参考。参考可比公司估值，考虑到热电联产资产有望进一步拓展价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表30：估值与评级（收盘价和 EPS 单位：元/股）

公司代码	公司名称	收盘价	EPS				净利润	PEG	PE				市值
		2025/7/3	24A	25E	26E	27E	CAGR		24A	25E	26E	27E	亿元
600546.SH	山煤国际	8.81	1.14	0.75	0.84	0.93	11.34%	1.04	8	12	10	10	175
600475.SH	华光环能	11.43	0.74	0.81	0.92	1.04	6.62%	2.13	15	14	12	11	109
002015.SZ	协鑫能科	12.87	0.30	0.55	0.62	0.68	10.58%	2.20	43	23	21	19	209
	平均值	11.04	0.73	0.70	0.79	0.88	9.51%	1.79	22	16	15	13	164
603071.SH	物产环能	12.77	1.32	1.42	1.52	1.64	7.52%	1.20	10	9	8	8	71

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：协鑫能科盈利预测取自发表报告，其余可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

4 风险因素

1、能源行情波动风险：公司煤炭流通和热电联产业务经营状况受到宏观经济影响较大，电力、热力市场需求受宏观经济形势、下游行业波动等因素影响较大，可能出现市场需求不足、价格波动等情况，影响企业收益。

2、新业务开拓及市场竞争加剧的风险：新能源是公司积极转型的领域，行业竞争激烈，若无法有效应对，则可能对公司的盈利产生影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	44709	45272	45824	46364	营业收入	0.9%	1.3%	1.2%	1.2%
营业成本	42831	43323	43813	44275	营业利润	-29.2%	5.9%	7.5%	8.1%
税金及附加	59	62	63	63	归属于母公司净利润	-30.2%	6.9%	7.1%	7.9%
销售费用	150	149	147	139	获利能力				
管理费用	214	199	192	185	毛利率	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%
研发费用	140	145	156	162	净利率	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%
财务费用	30	63	46	38	ROE	13.4%	13.3%	13.2%	13.2%
资产减值损失	-381	-300	-300	-300	ROIC	9.7%	9.5%	9.1%	9.1%
营业利润	1080	1143	1229	1329	偿债能力				
营业外收入	42	29	32	32	资产负债率	44.0%	49.0%	48.6%	47.3%
营业外支出	13	12	13	12	流动比率	1.54	1.60	1.72	1.84
利润总额	1110	1160	1248	1349	营运能力				
所得税	228	245	262	283	应收账款周转率	41.50	39.53	43.62	43.04
净利润	882	915	986	1066	存货周转率	15.58	15.35	17.67	19.95
归母净利润	739	790	846	913	总资产周转率	4.05	3.53	3.16	3.00
每股收益(元)	1.32	1.42	1.52	1.64	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.32	1.42	1.52	1.64
货币资金	557	3684	4965	6164	每股净资产	9.88	10.65	11.48	12.37
交易性金融资产	17	17	17	17	估值比率				
应收票据及应收账款	1264	1026	1075	1080	PE	9.65	9.02	8.42	7.80
预付款项	993	700	764	796	PB	1.29	1.20	1.11	1.03
存货	3023	2621	2338	2100	现金流量表				
流动资产合计	7163	9275	10409	11418	净利润	882	915	986	1066
固定资产	3353	3393	3305	3181	折旧和摊销	456	528	573	619
在建工程	88	233	260	276	营运资本变动	-2026	975	-215	-92
无形资产	283	272	260	248	其他	305	310	331	336
非流动资产合计	4550	4673	4600	4481	经营活动现金流净额	-382	2728	1675	1930
资产总计	11713	13948	15009	15899	资本开支	-315	-678	-476	-475
短期借款	1255	2105	2405	2505	其他	250	108	67	72
应付票据及应付账款	1244	1366	1346	1360	投资活动现金流净额	-66	-571	-409	-404
其他流动负债	2165	2324	2301	2326	股权融资	25	0	0	0
流动负债合计	4664	5795	6053	6190	债务融资	1031	1400	500	200
其他	485	1034	1234	1334	其他	-533	-426	-485	-527
非流动负债合计	485	1034	1234	1334	筹资活动现金流净额	523	975	15	-327
负债合计	5149	6829	7287	7525	现金及现金等价物净增加额	74	3126	1281	1200
股本	558	558	558	558					
资本公积金	1419	1419	1419	1419					
未分配利润	3161	3468	3804	4166					
少数股东权益	1051	1177	1317	1470					
其他	375	497	624	761					
所有者权益合计	6564	7119	7722	8374					
负债和所有者权益总计	11713	13948	15009	15899					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048