

2025 年 08 月 23 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超

doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 20 日

收盘价（元）	13.63
一年内最高/最低（元）	14.40/10.35
总市值（百万元）	7,604.92
流通市值（百万元）	7,604.92
总股本（百万股）	557.95
资产负债率（%）	46.12
每股净资产（元/股）	9.83

资料来源：聚源数据

物产环能 (603071.SH)

—— 热电联产毛利稳增，期待煤炭贸易释放向上弹性

投资要点：

- **事件：公司发布中报：**2025 上半年，公司实现营收 184.22 亿元，同比下滑 7.56%；实现净利润 3.85 亿元，同比下降 8.59%；实现归母净利润 3.02 亿元，同比下降 15.96%。分板块看，煤炭贸易板块、热电联产板块、新能源板块分别实现净利润 1.46 亿元、2.47 亿元、-0.08 亿元。
- **热电联产毛利规模稳增，毛利率同比提升 5.48 pct，我们认为主要受益于热电联产与煤炭贸易、压缩空气销售、固废处置等多业务间的协同效应。**2025H1，公司热电联产板块实现营收 14.47 亿元，同比下降 6.71%；实现毛利 4.31 亿元，同比增长 14.32%，毛利率 29.77%，同比增加 5.48 pct。业务数据方面，蒸汽销量 425.95 万吨，同比+0.24%；总供电量 7.04 亿千瓦时，同比-3.60%；销售压缩空气 15.7 亿 m³，同比+11.57%；处置污泥 42.43 万吨，同比+9.69%。
- **煤炭贸易业绩承压，销售量逆势增长；近期煤价有所回升，期待板块释放向上弹性。**2025H1，公司煤炭贸易板块实现营收 169.28 亿元，同比下降 25.52%；实现毛利 6.03 亿元，同比下降 11.24%。报告期内实现煤炭销售量 3190 万吨，同比+14.13%；对应单吨毛利约 18.9 元/吨，较去年同期约 24.3 元/吨下降 5.4 元/吨。我们认为，在 2025H1 煤炭市场需求疲软形势下，公司煤炭销量逆市增长反映了公司供应链具备较强韧性。展望后市，若煤价延续近期回升态势，公司煤炭贸易业绩或具备一定弹性。
- **南太湖科技热电资产收购成功推进，热电联产板块净利润规模有望扩大。**公司于 2025 年 7 月公告拟收购南太湖科技（主业为热电联产），其 2024 年实现净利润 1.3 亿元。收购完成后，公司热电联产板块净利润有望扩大。
- **新能源：聚焦开拓储能、光伏、风电等新能源业务，重点攻克熔盐储能示范应用、退役光伏资源回收、绿色甲醇制备及掺烧等工程技术瓶颈。**其中，在新型储能方面，公司依托熔盐储能技术，稳步推进“基于混合储能的多能耦合智慧低碳供能示范项目”，项目建成后每年预计可消纳低谷绿电 2.362 亿度、供应高品质蒸汽 25.4 万吨。
- **分红规划明确，看好公司配置价值。**根据公司《未来三年(2024-2026 年)现金分红回报规划》，在符合公告约定的前提条件下，2024-2026 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%。2024 年公司现金分红比例达到 45.32%。随着公司热电资产规模的提升，公司现金创造能力及分红金额有望进一步提升。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.1/8.6/9.5 亿元，同比增速分别为-3.57%/20.68%/9.96%，当前股价对应的 PE 分别为 11/9/8 倍。假设分红率维持 45%，当前股价对应 2025-2027 年股息率分别为 4.24%/5.12%/5.63%，维持“买入”评级。
- **风险提示：收购进度不及预期，煤价下行风险，供热价格及电价风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	44,327	44,709	41,616	43,643	44,563
同比增长率 (%)	-19.70%	0.86%	-6.92%	4.87%	2.11%
归母净利润 (百万元)	1,059	739	712	860	945
同比增长率 (%)	-0.31%	-30.25%	-3.57%	20.68%	9.96%
每股收益 (元/股)	1.90	1.32	1.28	1.54	1.69
ROE (%)	20.52%	13.40%	12.07%	13.49%	13.72%
市盈率 (P/E)	7.18	10.30	10.68	8.85	8.05

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	557	416	704	446	营业收入	44,709	41,616	43,643	44,563
应收票据及账款	1,631	2,052	2,152	2,198	营业成本	42,831	39,729	41,522	42,288
预付账款	993	925	970	990	税金及附加	59	56	59	60
其他应收款	120	114	120	122	销售费用	150	158	166	174
存货	3,023	2,707	2,830	2,882	管理费用	214	225	236	248
其他流动资产	839	782	819	836	研发费用	140	130	136	139
流动资产总计	7,163	6,997	7,594	7,474	财务费用	30	48	48	31
长期股权投资	165	173	181	189	资产减值损失	-381	-368	-347	-365
固定资产	3,353	3,869	3,521	3,259	信用减值损失	-20	-10	-15	-12
在建工程	88	44	150	150	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	283	319	354	387	投资收益	96	96	96	96
长期待摊费用	8	4	0	0	公允价值变动损益	14	0	0	0
其他非流动资产	651	651	651	651	资产处置收益	3	0	0	0
非流动资产合计	4,550	5,061	4,857	4,635	其他收益	82	82	82	82
资产总计	11,713	12,058	12,452	12,109	营业利润	1,080	1,070	1,293	1,423
短期借款	1,255	1,512	1,245	259	营业外收入	42	22	22	22
应付票据及账款	1,244	998	929	831	营业外支出	13	11	11	11
其他流动负债	2,165	1,971	2,064	2,106	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	4,664	4,481	4,239	3,196	利润总额	1,110	1,081	1,305	1,435
长期借款	322	322	322	322	所得税	228	231	279	306
其他非流动负债	164	164	164	164	净利润	882	850	1,026	1,128
非流动负债合计	485	485	485	485	少数股东损益	143	138	166	183
负债合计	5,149	4,966	4,724	3,681	归属母公司股东净利润	739	712	860	945
股本	558	558	558	558	EPS(元)	1.32	1.28	1.54	1.69
资本公积	1,419	1,419	1,419	1,419	主要财务比率				
留存收益	3,536	3,925	4,395	4,912	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	5,513	5,902	6,372	6,889	成长能力				
少数股东权益	1,051	1,189	1,356	1,539	营收增长率	0.86%	-6.92%	4.87%	2.11%
股东权益合计	6,564	7,091	7,728	8,428	营业利润增长率	-29.17%	-0.96%	20.90%	10.05%
负债和股东权益合计	11,713	12,058	12,452	12,109	归母净利润增长率	-30.25%	-3.57%	20.68%	9.96%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-137.61%	355.02%	32.80%	15.05%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	882	701	877	979	毛利率	4.20%	4.53%	4.86%	5.11%
折旧与摊销	456	547	562	580	净利率	1.97%	2.04%	2.35%	2.53%
财务费用	30	48	48	31	ROE	13.40%	12.07%	13.49%	13.72%
投资损失	-96	-96	-96	-96	ROA	6.31%	5.91%	6.90%	7.81%
营运资金变动	-2,030	-415	-285	-194	估值倍数				
其他经营现金流	375	189	189	189	P/E	10.30	10.68	8.85	8.05
经营性现金净流量	-382	975	1,295	1,489	P/S	0.17	0.18	0.17	0.17
投资性现金净流量	-66	-1,002	-302	-302	P/B	1.38	1.29	1.19	1.10
筹资性现金净流量	523	-114	-705	-1,445	股息率	4.40%	4.24%	5.12%	5.63%
现金流量净额	74	-141	288	-258	EV/EBITDA	6	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。