

物产环能（603071.SH）

区域垄断筑城河，双轮驱动求稳进

投资要点：

浙江省属国企，贸易+实业双轮发力

公司以煤炭流通业务为基本盘，发展热电联产和新能源业务。2024 年煤炭流通、热电联产、新能源营收分别占比 93%/7%/0.1%，毛利润占比分别为 57%/41%/0.9%。

煤炭流通业务：贡献规模，盈利稳定

公司深耕煤炭流通业务 75 年，销售产品以动力煤为主，历年煤炭销售规模均超 5000 万吨，具备长期稳定的煤炭购销关系和完善的信用政策。上游采购以国家能源集团等大型煤炭生产商为主，下游大力开拓终端直接用户，拥有发达的营销网络和强有力的营销团队。

公司会根据煤价情况调整销售规模，确保规模优势和业绩贡献，在煤价下跌时期表现优于同行业水平。2025H1 煤炭销售量 3190 万吨，同比+14.1%；实现营收 169.3 亿元，同比-7.7%；实现毛利润 6.1 亿元，同比-9.7%，毛利率上升至 3.6%。

热电联产业务：区域垄断优势，收购贡献增量

根据《热电联产管理办法》规定，供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源点，使得热电企业具备区域垄断优势。公司拥有 6 家热电厂，均位于浙江省内，年供热能力 1962.9 万吨、发电 31.76 亿千瓦时、压缩空气 45.22 亿立方米，覆盖热网主管道 511 千米。

2024 年底投产的山鹰热电和 2025 年拟收购的南太湖科技将在未来贡献业绩增量。南太湖科技 2024 年实现归母净利润 1.3 亿元，25M1-5 归母净利润 0.5 亿元。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为 -16.9%、+1.4%、+0.2%，归母净利润增速分别为 -2.4%、+13.1%、+4.7%，对应 EPS 分别为 1.29 元、1.46 元、1.53 元。

我们认为物产环能凭借规模优势和稳定的购销关系，煤炭流通业务具备较强的业绩稳定性，对比普通煤炭贸易企业，煤热一体化优势可以一定程度平抑煤价波动影响；热电联产业务具备区域垄断优势，奠定业绩基础，随着地方经济增长和拟新并购的南太湖科技在未来贡献增量，热电联产业绩贡献增量可期。我们给予公司 25 年 16 倍 PE，对应目标价 20.67 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

政策变动、宏观经济波动、新业务开拓不及预期

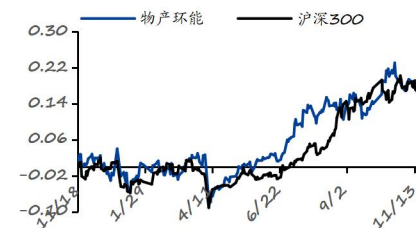
买入（首次评级）

目标价格：20.67 元

基本数据

日期	2025-11-17
收盘价:	14.03 元
总股本/流通股本(百万股)	557.95/557.95
流通 A 股市值(百万元)	7,828.10
每股净资产(元)	10.11
资产负债率(%)	42.12
一年内最高/最低价(元)	14.79/11.13

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn
研究助理：杨心怡(S0210123060032)
YXY30035@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	44,327	44,709	37,151	37,672	37,741
增长率	-20%	1%	-17%	1%	0%
净利润（百万元）	1,059	739	721	815	854
增长率	0%	-30%	-2%	13%	5%
EPS（元/股）	1.90	1.32	1.29	1.46	1.53
市盈率（P/E）	7.4	10.6	10.9	9.6	9.2
市净率（P/B）	1.5	1.4	1.4	1.2	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 浙江省属国企，贸易+实业双轮发力	4
1.1 一体化大型国有上市企业	4
1.2 煤炭流通和热电联产为主业	5
2 煤炭流通业务：贡献规模，盈利稳定	7
2.1 业务模式：动力煤为主，坚持进销对接，严控风险	7
2.2 竞争优势：煤炭流通领先企业	8
2.3 业绩分析：业绩稳定性较强，抵抗周期性波动风险	10
3 热电联产业务：区域垄断优势，收购贡献增量	11
3.1 行业特点：区域垄断，具备较高进入壁垒	11
3.2 六大热电厂区域垄断，优质资产注入	12
3.3 业绩表现：煤热价格联动机制平抑波动风险	15
4 新能源业务：综合能碳一体化服务平台，打造“第二增长曲线”	18
5 上市以来坚持高分红政策	19
6 盈利预测与投资建议	20
6.1 盈利预测	20
6.2 投资建议	22
7 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构（截至 2025Q3）	5
图表 3: 营业收入（亿元）、YOY	5
图表 4: 归母净利润（亿元）、YOY	5
图表 5: 各板块营业收入（亿元）	6
图表 6: 各板块毛利润（亿元）	6
图表 7: 各板块毛利率	6
图表 8: 期间费用率	6
图表 9: 公司煤炭流通业务整体流程	7
图表 10: 华东六省煤炭产量和消耗量占比	8
图表 11: 晋陕蒙疆煤炭产量和消耗量占比	8
图表 12: 可比公司应收账款周转率	1
图表 13: 可比公司应收账款占收入比	9
图表 14: 可比公司煤炭贸易量对比（万吨）	9
图表 15: 煤炭销售量（万吨）、YOY	10
图表 16: 煤炭流通业务营收（亿元）、YOY	10
图表 17: 煤炭流通业务毛利润（亿元）、毛利率	11
图表 18: 可比公司煤炭流通业务毛利润 YOY	11
图表 19: 热电联产发电原理	12
图表 20: 公司热电联产业务模式	13
图表 21: 公司热电厂基本情况	13
图表 22: 公司热电厂产能	13
图表 23: 浙江与全国 GDP 增速对比	14
图表 24: 浙江与全国用电量增速对比	14
图表 25: 南太湖科技营业收入（万元）、YOY	14
图表 26: 南太湖科技归母净利润（万元）、YOY	14
图表 27: 热电联产业务营收（亿元）、YOY	15
图表 28: 热电联产业务毛利润（亿元）、毛利率	15
图表 29: 热电联产分业务营收（亿元）	16
图表 30: 热电联产分业务毛利率	16
图表 31: 蒸汽产销量（万吨）、YOY	16

图表 32:	电力产销量 (亿千瓦时)、YOY	16
图表 33:	压缩空气销售量 (亿 m ³)、污泥处置量 (万吨)、YOY.....	16
图表 34:	公司热电联产业务定价机制	17
图表 35:	供热、供电、压缩空气、污泥处理单位售价	17
图表 36:	公司新能源业务情况 (截至 2024 年)	19
图表 37:	公司上市以来分红水平	19
图表 38:	煤炭流通业务业绩预测	20
图表 39:	热电联产业务业绩预测	21
图表 40:	盈利预测	21
图表 41:	可比公司估值表 (截至 2025 年 11 月 17 日)	22
图表 42:	财务预测摘要	23

1 浙江省属国企，贸易+实业双轮发力

1.1 一体化大型国有上市企业

物产环能（603071.SH，以下简称公司）为浙江省属“能源贸易”+“能源实业”为一体的大型国有上市公司。

公司前身为浙江省燃料总公司，始创于1950年；2000年6月浙江省燃料公司整体变更为浙江物产燃料有限公司，物产集团国有法人持股74%；2012年7月完成股份制改造，整体变更设立浙江物产环保能源股份有限公司，物产集团持股76%；2021年上交所主板上市。

图表 1：公司发展历程

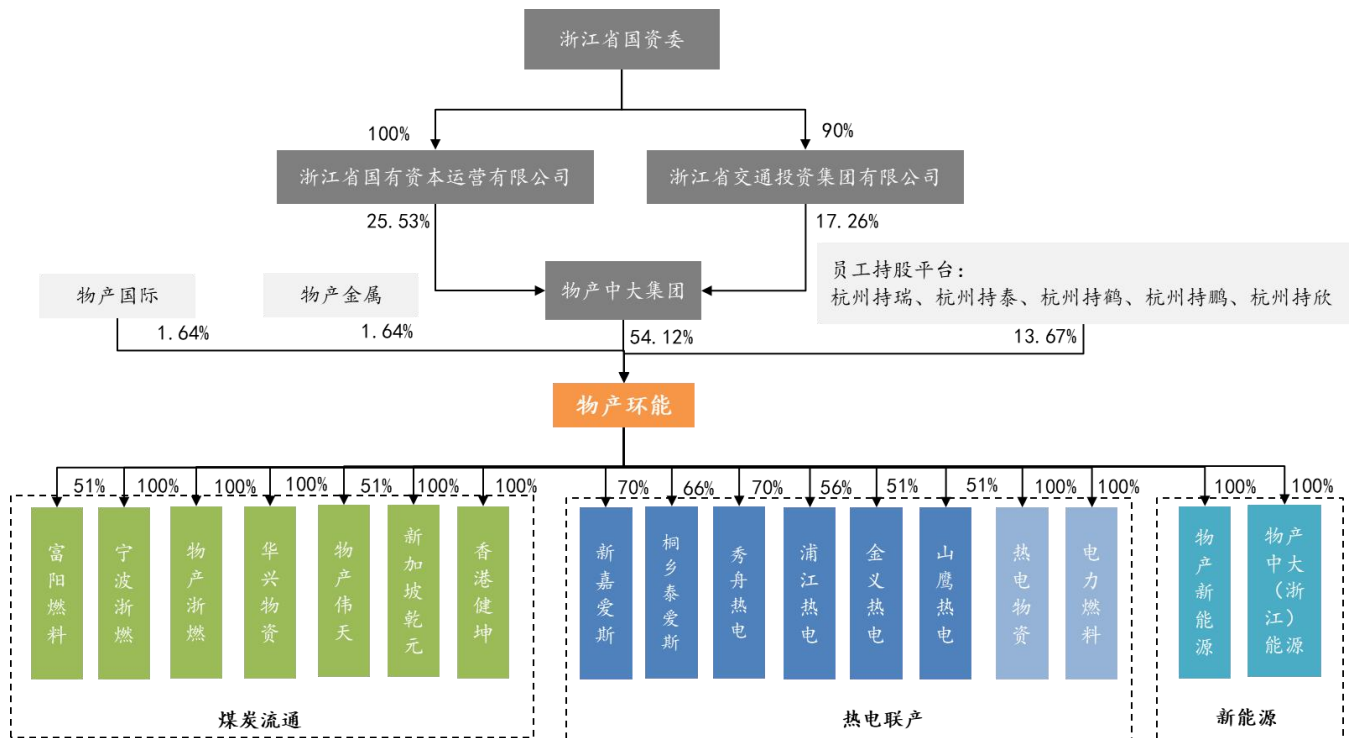
日期	事件
1950年5月	中国煤建公司杭州办事处成立。
1985年	分别成立了中国石化销售公司浙江省石油公司和浙江省燃料公司。
2000年6月	浙江省燃料公司整体变更为浙江物产燃料有限公司。省物产集团公司国有法人持股74%，职工持股会持股20%，秦皇岛港务局社会法人持股6%。
2012年7月	完成股份制改造，物产燃料整体变更设立浙江物产环保能源股份有限公司，物产集团持股76%，河北港口集团持股5.77%。
2017年7月	部分自然人股东将其直接持有股权变更至新设员工持股平台杭州持泰与杭州持瑞名下，转为间接持有。
2020年4月	物产中大将其持有的公司6.01%股权转让给员工持股平台宁波持鹤、宁波持欣及宁波持鹏
2020年9月	物产中大将其持有的公司2.00%的股权转让至物产国际，将其持有的公司2.00%的股权转让至物产金属
2021年12月16日	上交所主板上市。

数据来源：公司官网、公司公告，华福证券研究所

浙江省国资委为实际控制人，物产中大集团为控股股东。浙江省国资委通过浙江省国有资本运营有限公司和浙江省交通投资集团有限公司，间接控制物产中大集团，截至2025Q3，物产中大集团直接持有物产环能54.12%的股份。物产中大为物产国际、物产金属的控股股东，三方为一致行动人，25Q3合计持有57.4%股权；杭州持瑞、杭州持泰、杭州持鹤、杭州持鹏和杭州持欣为员工持股平台，合计持有13.67%股权。

公司主营业务是煤炭流通、热电联产和新能源业务。1) **煤炭流通业务：**处于煤炭开采与煤炭消费之间的服务业务，煤炭流通企业采购上游煤炭生产企业或贸易商的煤炭，经过配煤、仓储、运输等多个环节将煤炭销售给下游电厂、建材、造纸、冶金、化工等终端企业或其他煤炭贸易商等客户。2) **热电联产业务：**使用煤、天然气和生物质等能源产生热量和电力的高效能源利用方式。同时，热电联产设施还可提供污泥处置、工业固废处置等资源综合利用服务。3) **新能源业务：**聚焦开拓储能、光伏、风电等新能源业务，依托核心技术大力开展熔盐储能的推广和应用，围绕新能源产业链布局上游集成制造、中游投资建设运营以及下游回收拆解等业务，配套提供新能源供应链、EPC工程服务，持续增强产业转型内生动力。

图表 2：公司股权结构（截至 2025Q3）



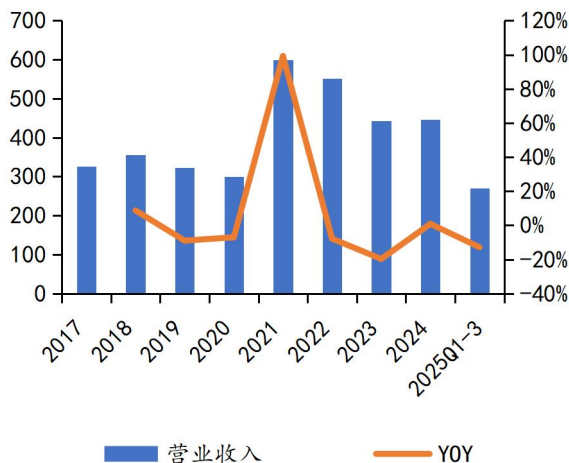
数据来源：Ifind、公司公告，华福证券研究所

1.2 煤炭流通和热电联产为主业

2024 年公司实现营收 447.1 亿元，同比+0.9%；毛利润 18.8 亿元，同比-18.6%，毛利率 4.2%，同比-1.0pct；归母净利润 7.4 亿元，同比-30.2%，归母净利率 1.7%，同比-0.7pct。

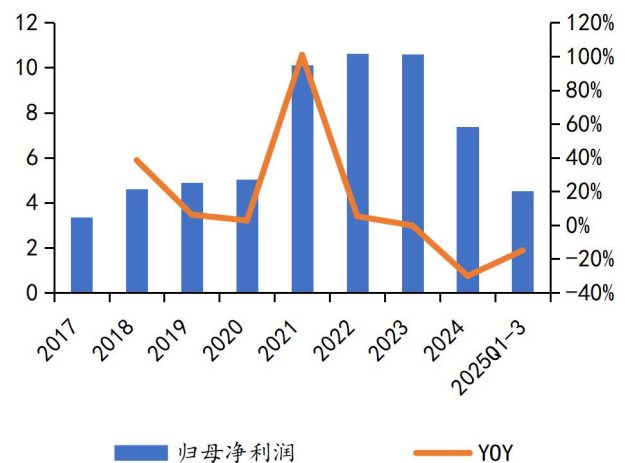
2025Q1-3 公司实现营收 269.8 亿元，同比-12.8%；毛利润 13.5 亿元，同比-4.8%，毛利率 5.0%，同比+0.4pct；归母净利润 4.5 亿元，同比-15.1%，归母净利率 1.7%，同比持平。

图表 3：营业收入（亿元）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 4：归母净利润（亿元）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

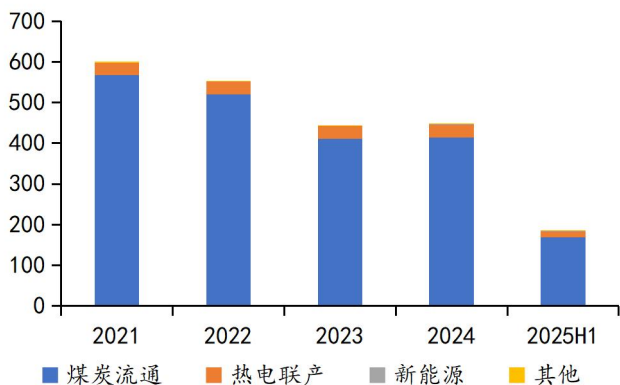


分业务板块看，煤炭流通和热电联产为公司两大主业，新能源业务发展中。2024

年煤炭流通、热电联产、新能源收入分别为 414.9/31.3/0.6 亿元，同比分别 +0.9%/+0.3%/-7.3%，占比分别为 93%/7%/0.1%；毛利润分别为 10.7/7.7/0.2 亿元，同比分别 -29.3%/+2.6%/+155%，占比分别为 57%/41%/0.9%。其中煤炭贸易报告分部实现净利润 4.38 亿元，热电联产报告分部实现净利润 4.47 亿元。

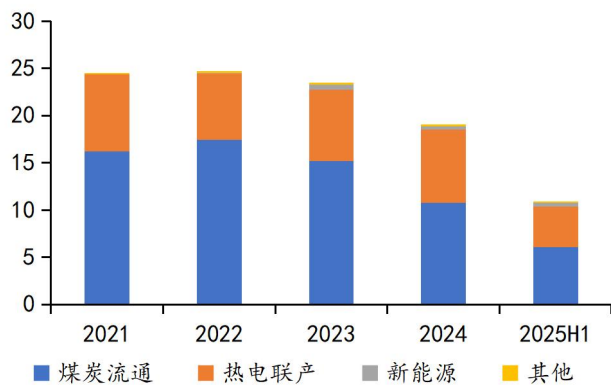
2025H1 煤炭流通、热电联产、新能源收入分别为 169.3/14.4/0.4 亿元，同比分别 -7.7%/-6.6%/+104.7%，占比分别为 92%/8%/0.2%；毛利润分别为 6.1/4.3/0.04 亿元，同比分别 -9.7%/+15.6%/-26.7%，占比分别为 58%/41%/0.4%。其中煤炭贸易报告分部实现净利润 1.46 亿元，热电联产报告分部实现净利润 2.47 亿元。

图表 5: 各板块营业收入 (亿元)



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 各板块毛利润 (亿元)

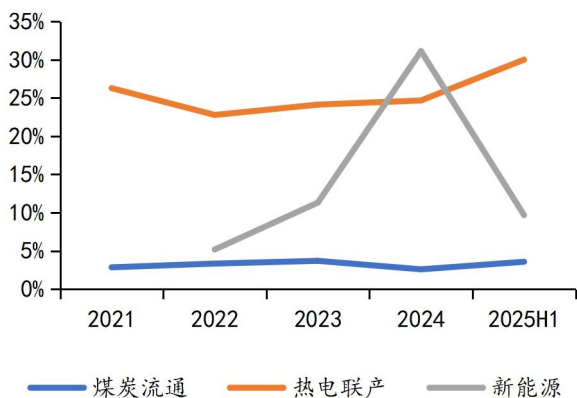


数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

煤炭流通业务为规模贡献业务，所以毛利率相对较低，2021 年以来稳定在 2.6%-3.7%；热电联产业务毛利率呈上升趋势，25H1 毛利率 30.0%，同比+5.8pct；新能源业务尚在发展中，毛利率波动较大。

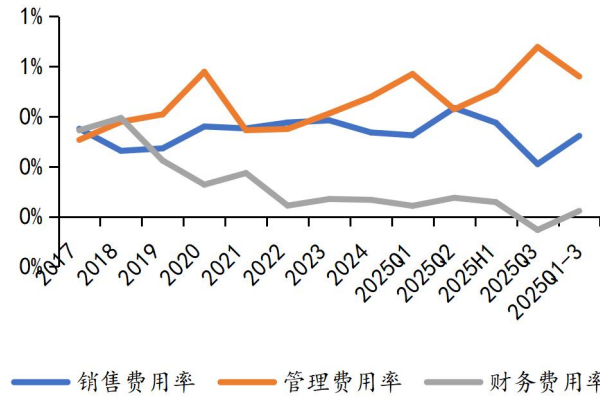
期间费用管控良好，销售费用率、管理费用率近年相对稳定、财务费用率呈下降态势。2024 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.3%/0.5%/0.1%，同比分别 -0.05pct/+0.1pct/持平；2025Q1-3 分别为 0.3%/0.6%/0.02%，同比持平/+0.1pct/持平。

图表 7: 各板块毛利率



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 期间费用率



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所



2 煤炭流通业务：贡献规模，盈利稳定

2.1 业务模式：动力煤为主，坚持进销对接，严控风险

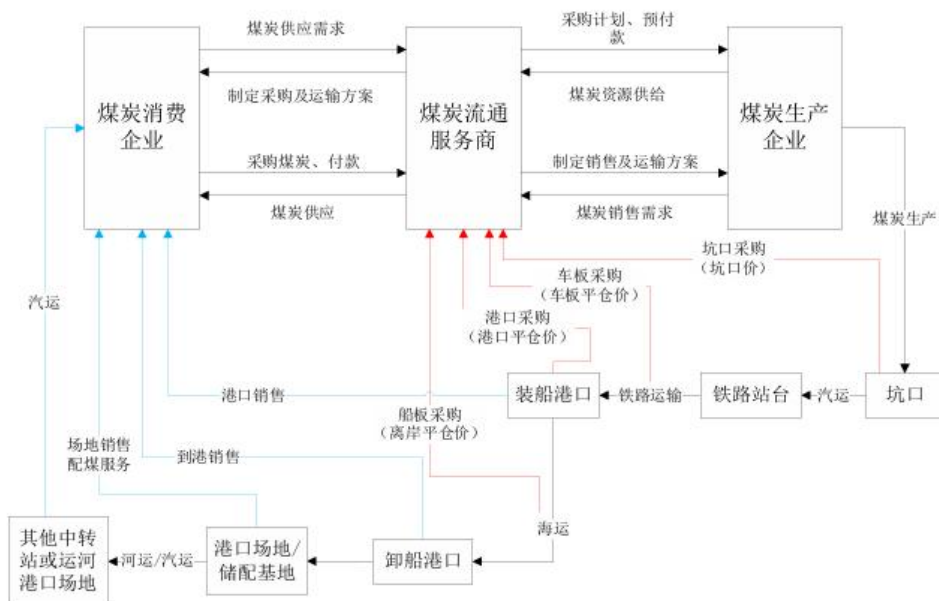
公司煤炭流通业务销售产品以动力煤为主、焦煤为辅，下游终端客户主要为电力、建材、造纸、冶金、化工等行业。

1) 采购模式：公司会与上游供应商签署战略合作框架合同确定合作意向，之后按批次下订单具体实施采购，采购定价依据实现确定的定价机制。信用政策：对煤炭生产企业及大型贸易商类供应商，一般采取先款后货，预付货款后，对煤炭进行提货；对小型贸易商类供应商，一般采取先货后款，与供应商完成交货后，再支付货款。

2) 销售模式：公司制定年度预算及月度销售计划，巩固老客户+开发新客户并行，同时引入客户分析指标体系，对无效益和信用不良等的客户予以淘汰。信用政策：对终端用户及优质贸易商，给予一定的信用期；对小型贸易商客户，一般采取先款后货，预收取一定货款，然后再完成交货，不允许赊销。

3) 业务类型：①平仓交易：上游供应商将煤炭运输至北方港口或其他指定港口，货权转移至公司，客户前往相应港口对该批煤炭进行自提。公司不承担运费，一般在成本基础上进行一定幅度的加成销售给下游客户，平仓客户大多采取先收现款后发货模式，风险较低、交割周期较快。**②终端配送：**上游供应商将煤炭运输至北方港口或其他指定港口，货权转移至公司，公司利用自身物流管理机制根据客户需求进行配送。终端配送客户需求更稳定，库存存储溢价能力更高，交货周期相对较长。

图表 9：公司煤炭流通业务整体流程

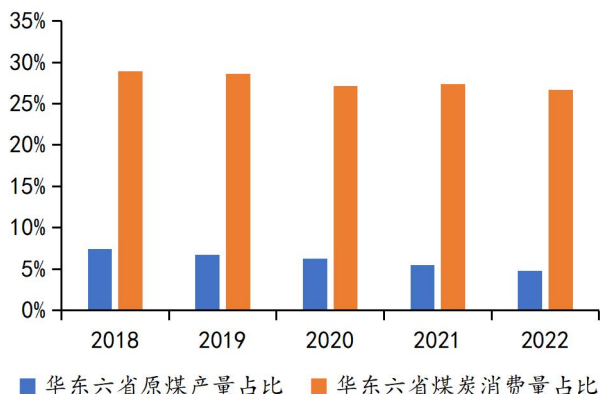


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 竞争优势：煤炭流通领先企业

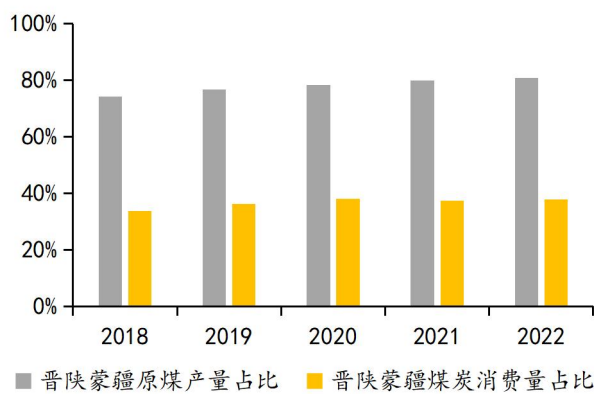
我国煤炭产需存在逆向分布、运输成本高的特点，2022 年华东六省原煤产量占全国比为 4.8%、煤炭消费量占全国比却高达 26.7%；晋陕蒙疆原煤产量占全国比 81.0%，煤炭消费量占全国比却只有 37.8%。煤炭主产区距离消费区较远，导致我国煤炭运输的基本格局为“北煤南运”和“西煤东送”。因此，煤炭流通是连接煤炭生产端和需求端的重要环节，在煤炭行业中有着重要作用，具备长期需求属性。

图表 10：华东六省煤炭产量和消耗量占比



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 11：晋陕蒙疆煤炭产量和消耗量占比



数据来源：Wind，华福证券研究所

煤炭流通业务经营核心是为煤炭终端用户高效配置煤炭资源，具体措施包括煤源寻找及组织、煤种调配、物流管理、信息咨询等，提高煤炭资源的使用效率，实现资源优化配置。行业领先的煤炭流通企业在长期经营中积累了稳定、丰富的上下游资源，与国内大型煤矿集团及下游行业保持良好的合作关系，拥有稳定高质的煤炭来源和客户群体。

作为煤炭流通行业龙头企业之一，公司具备以下竞争优势：



1) 市场经验: 专业从事煤炭流通业务达 75 年, 在资源采购、物流仓储、分销渠道、数字化运营等多方面积累了丰富的经验。

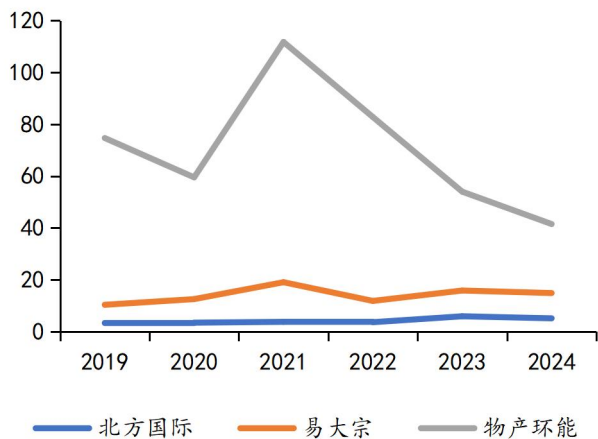
2) 规模优势: 历年煤炭销售规模均超 5000 万吨, 处于行业领先水平。规模优势使得公司可以通过配煤、筛煤等方式降低经营成本; 积累了丰富的港口、航运、陆运管理经验, 并在采购物流服务时有较强的谈判能力。

3) 长期稳定的煤炭购销关系: 大型客户为保障生产经营的有序开展, 市场采购往往倾向于选择行业领先的煤炭流通企业。公司上游采购以国家能源集团、大同煤矿集团、中煤能源集团等大型煤炭生产商为主, 通过集成下游订单并在上游集中采购; 下游大力开拓终端直接用户, 通过配煤加工、物流、信息、配煤等增值服务, 将上游资源与下游众多中小用户需求进行链接, 拥有发达的营销网络和强有力的营销团队, 在华东、华南、华中、西南等区域拥有销售网点, 在秦皇岛等北方五港, 太和、江阴等沿江港口, 宁波、温州等华东港口, 广州、防城等华南港口设有办事处。

4) 协同业务: 旗下 6 家热电厂内部消化, 平抑价格波动。2018-2020 年内部采购量 180-200 万吨左右, 电厂耗煤量大部分为内部采购。

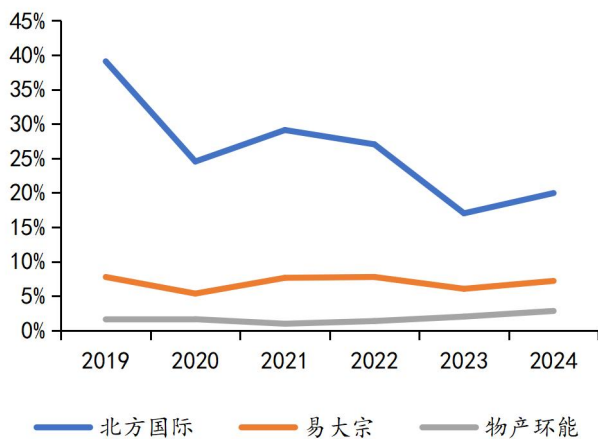
5) 完善的风控体系: 严格管控客户准入、信用账期。2025H1 应收账款周转率 14.5, 高于可比公司水平, 应收账款占收入比 6.9%, 远低于可比公司水平。

图表 12: 可比公司应收账款周转率



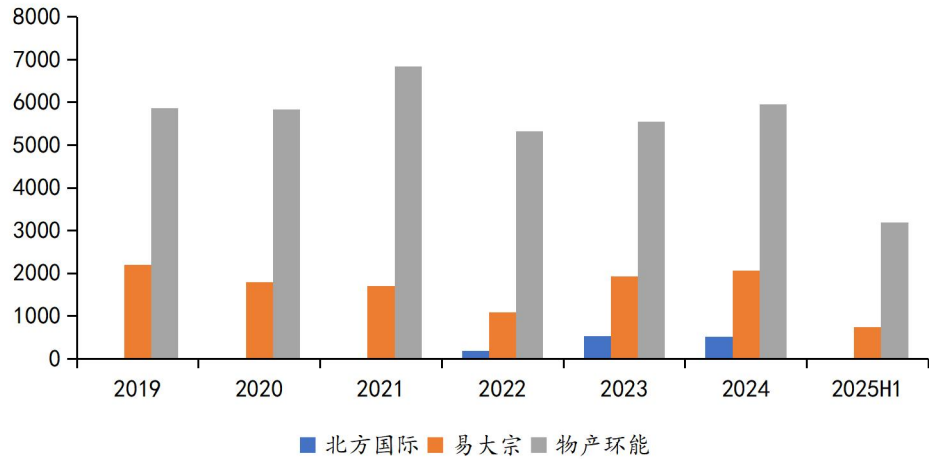
数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 可比公司应收账款占收入比



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 可比公司煤炭贸易量对比 (万吨)



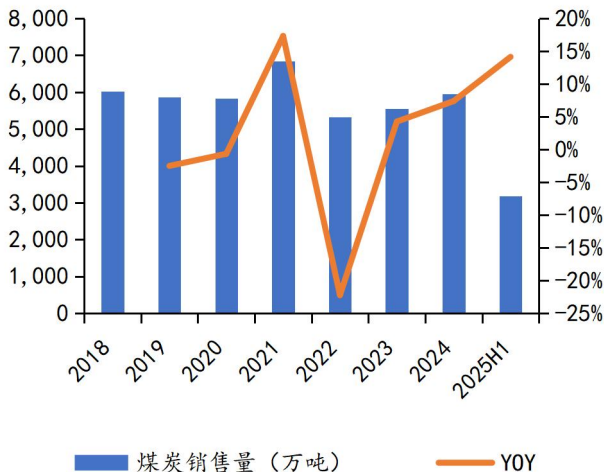
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 业绩分析：业绩稳定性较强，抵抗周期性波动风险

2018-2025H1 公司煤炭销售量分别为 6022/5871/5833/6843/5322/5548/5958/3190 万吨，同比分别-/-2.5%/-0.7%/+17.3%/-22.2%/+4.3%/+7.4%/+14.1%。业务规模整体在 5000-7000 万吨之间波动，销售量调整主要取决于市场形势及煤价变化情况。

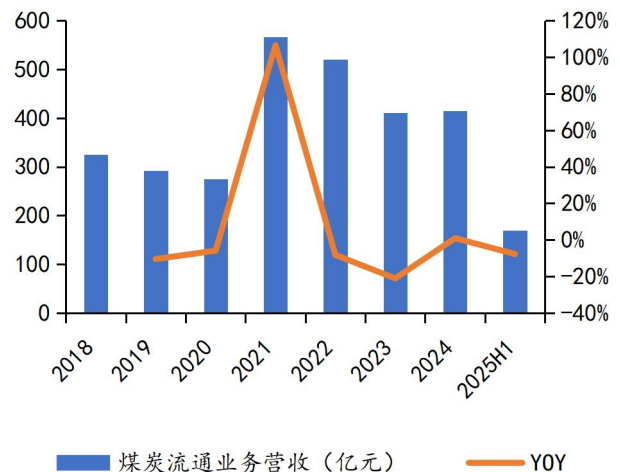
2018-2025H1 公司煤炭流通业务营收分别为 326/292/275/567/520/411/415/169 亿元，同比分别-/-10.5%/-5.9%/+106.5%/-8.2%/-21.0%/+0.9%/-7.7%。2021 年营收大幅增长 106.5%至 567 亿元，主要系煤价上涨+客户需求旺盛带来的销售量上涨；2024 年营收 414.9 亿元，同比+0.9%，主要系在煤价下跌环节下适当扩大销售规模，营收规模维持稳定；2025H1 营收 169.3 亿元，同比-7.7%，主要系煤炭价格下滑。

图表 15：煤炭销售量（万吨）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 16：煤炭流通业务营收（亿元）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

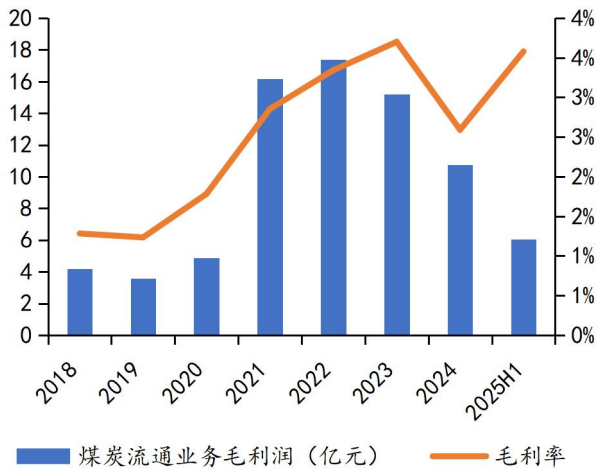
煤炭流通企业通常以同热值煤炭市场价格为基础，综合考虑运输成本、人工成本、筛煤配煤成本等进行销售定价，行业毛利率水平总体较低。受煤炭价格影响，行业利润水平会产生一定的波动：当煤炭价格上升时，下游客户需求旺盛，煤炭流通企业会利用集中采购的成本优势，在销售端产生一定的溢价，提升毛利率水平；当煤炭价格下降时，下游客户需求减弱，煤炭流通企业会在采购后下调销售价格，



尽早实现销售，因而毛利率水平会有所降低。

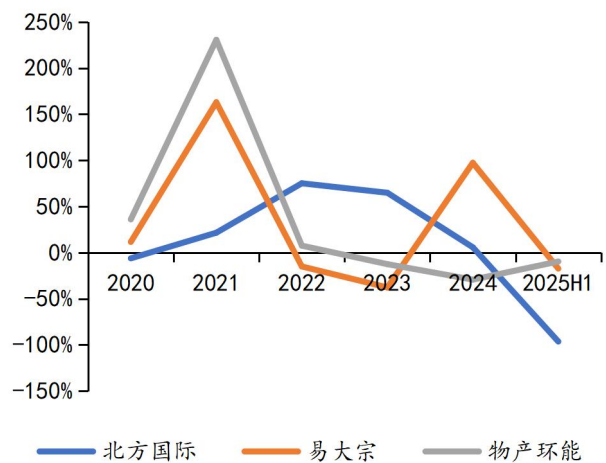
得益于深耕行业的竞争优势，公司具备抵抗周期性波动风险的能力，在煤价下跌期盈利水平相对稳定。2019-2023 年煤价上涨具备盈利空间时，煤炭及制品批发企业数量大幅增长，从 2019 年的 5431 家增长至 2023 年的 11700 家。在竞争激烈的情况下，公司 2021-2023 年仍然实现了毛利率从 2.9% 提升至 3.7%；2024 年至今煤价下行期也维持了相对稳定的盈利表现，2024-2025H1 公司煤炭流通业务毛利率分别为 2.6%、3.6%。对比可比公司，公司 2023-2025H1 毛利润波动显著较低。

图表 17：煤炭流通业务毛利润（亿元）、毛利率



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 18：可比公司煤炭流通业务毛利润 YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

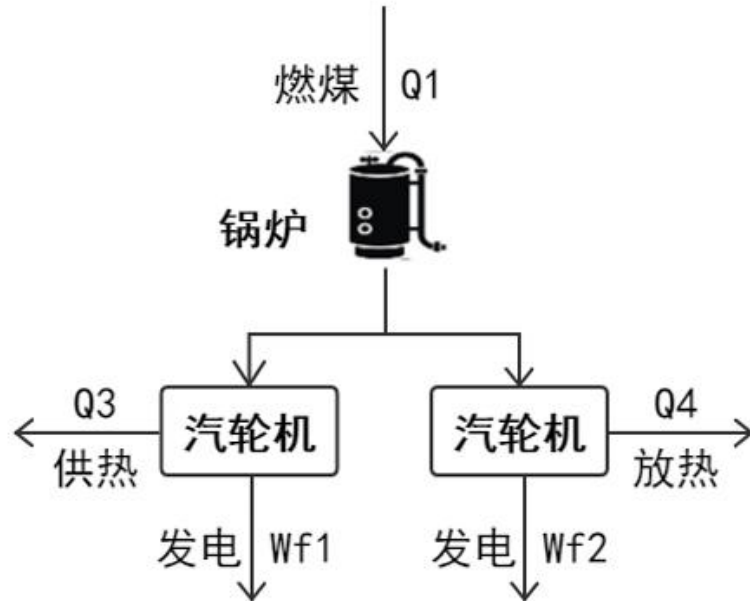
3 热电联产业务：区域垄断优势，收购贡献增量

3.1 行业特点：区域垄断，具备较高进入壁垒

目前我国供热模式主要有两种，分别为集中供热和分户供热。其中，集中供热通过建设集中热源向周边地区用户提供热能，具有节约燃料以及用地、供热质量高、大气和噪音污染程度低等优势。

作为集中供热的主要方式之一，“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，具体分为燃煤热电、燃气热电、生物质热电等；同时，热电联产设施还可提供污泥处置、工业固废处置等服务。

图表 19：热电联产发电原理



数据来源：公司公告，华福证券研究所

热电联产行业的特点：

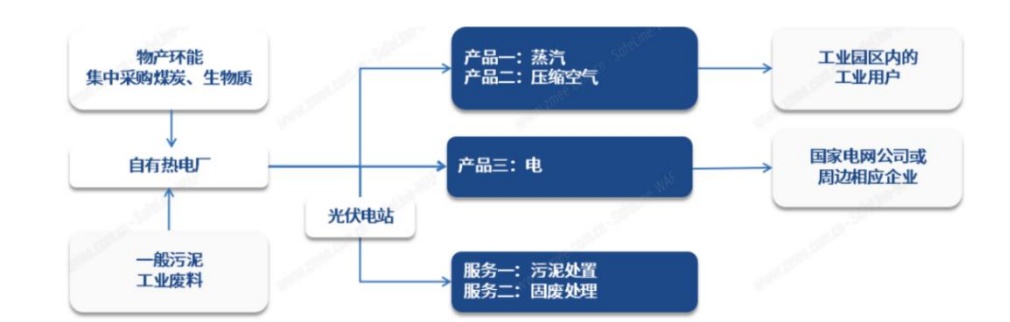
- 1) 经济效益显著：**燃烧一样数量和质量的煤炭，热电联产机组较普通发电工作效率和经济效益更高；产生蒸汽的锅炉容量大、烟囱高、除尘效率高、利于脱硫脱硝，与分散的小锅炉相比，具备社会和环境效益。
- 2) 较强的区域垄断性：**热力的输送必须通过固定管网进行，长距离热力传输不经济，所以在规划建设热电厂时以集中供热为前提。根据《热电联产管理办法》规定，以热水为供热介质的热电联产机组，供热半径一般按 20 公里考虑，供热范围内原则上不再另行规划建设抽凝热电联产机组；以蒸汽为供热介质的热电联产机组，供热半径一般按 10 公里考虑，供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源点。受行业供热半径限制，行业内大都为中小规模企业，企业数量众多，行业集中度较低。
- 3) 行业进入壁垒高：**
 - ①政策壁垒：热电联产项目的开展需遵照当地政府的统一规划，经对应监管层级的发改部门、住建部门、环保部门等部门审批；新建热电项目需取得一定的用能指标。
 - ②资金和技术壁垒：建设发电机组资金成本和技术要求较高，建设周期和回收期均较长。

3.2 六大热电厂区域垄断，优质资产注入

热电联产业务为公司主营业务，包括电力、蒸汽及压缩空气的生产，并为客户提供污泥处置服务。

- 1) 电力：通过输电线路，由电厂直接输入国家电网或其他用户。
- 2) 蒸汽、压缩空气：通过管直接输送至用户。
- 3) 污泥处置：委托方自行负责委托专职的运输单位及专用运输车辆将污泥运至电厂污泥库房，公司进行干化、焚烧后超低排放处理。

图表 20：公司热电联产业务模式



数据来源：公司官网，华福证券研究所

目前，公司旗下拥有新嘉爱斯、桐乡泰爱斯、浦江热电、秀舟热电、山鹰热电、金义热电共 6 家热电厂，年供热能力 1962.9 万吨、发电 31.76 亿千瓦时、压缩空气 45.22 亿立方米，覆盖热网主管道 511 千米。

图表 21：公司热电厂基本情况

热电厂名称	持股比例	取得方式	地理位置	业务	服务范围
新嘉爱斯	70%	收购	嘉兴市	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，主要包括王江泾工业区、油车港工业区、嘉兴经济开发区北部的热用户。
桐乡泰爱斯	66%	与当地政府接洽，协商后投建，2017 年底投产	桐乡市	蒸汽、电力、压缩空气	梧桐一高桥区块公共热源点。供热范围：经济开发区、原凤鸣街道、高桥镇、梧桐街道（除协鑫热电供热范围外）、屠甸镇。
浦江热电	56%	与当地政府接洽，协商后投建，2017 年底投产	金华市	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、浦南街道和黄宅镇。
秀舟热电（富欣热电）	70%	收购	嘉兴市	蒸汽、电力	南部集中供热片区
山鹰热电	51%	与当地政府接洽，协商后投建，2024 年 12 月投产	嘉兴市	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。
金义热电	51%	招投标获得，2020 年 12 月开工，2022 年 5 月建成投产	金华市	蒸汽、电力	金东供热分区，包括傅村镇、孝顺镇、曹宅镇、鞋塘办事处、塘雅镇、澧浦镇。
南太湖科技	100%	2025 年拟收购	湖州市	燃煤热电联产耦合生物质、固废处置	湖州市下属孚镇、菱湖镇、石淙镇、千金镇、双林镇五大乡镇。

数据来源：公司公告、公司官网，华福证券研究所（注：南太湖科技尚未并表）

图表 22：公司热电厂产能

热电厂名称	装机容量	年发电量	蒸汽供应能力	年供热能力	年供压缩空气	年固废污泥处置
	(MW)	(亿千瓦时)	(吨/小时)	(万吨)	(亿立方米)	(万吨)
新嘉爱斯	162	10	1450	400	20	80
桐乡泰爱斯	70	3.5	880	300	15	
浦江热电	30	1.8	390	126	4.5	10
秀舟热电（富欣热电）	36	3.1	390	320		
山鹰热电	60	3	660	477.36 万吉焦	/	

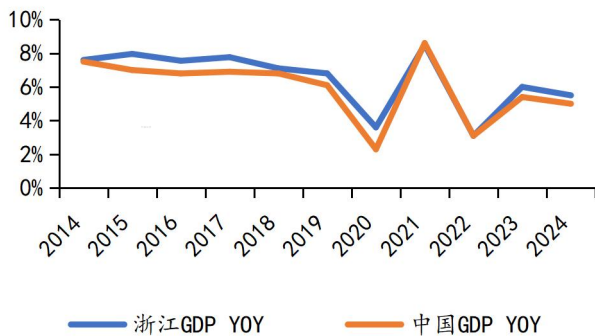
金义热电	55	2	340	85		
南太湖科技	48		480			

数据来源：公司公告、公司官网，华福证券研究所（注：南太湖科技尚未并表）

多品类能源产品服务，产业链一体化。公司突破了传统热电联产行业仅有的热和电两种产品，能够提供多参数的压缩空气产品、污泥处置等服务，形成了多品类能源产品联供经营模式，提升盈利能力和用户粘度。公司下属热电厂采购煤炭大部分为向内部煤炭事业部采购，内部短期供应不足或煤炭热量不符合热电业务经营要求时会向外部供应商进行少量采购，降低煤炭采购成本。

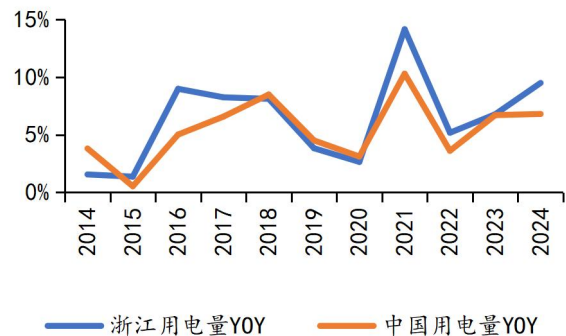
区域优势显著。1) **经济强省先发优势：**公司旗下热电厂均处于浙江省，覆盖嘉兴、桐乡、金华、湖州地区，作为中国经济强省，2024 年浙江省 GDP 为 90131 亿元，按不变价格计算同比+5.5%，高于全国平均水平。公司供热用户主要为园区内工业用热企业，热负荷受下游客户开工率的影响，季节性波动较北方地区居民用热相对较小。2) **区域垄断保障盈利：**根据国家规定以及嘉兴、桐乡、金华当地供热规划，蒸汽热电联产机组供热半径 10 公里范围内原则上不再另行规划建设其他热源点。

图表 23：浙江与全国 GDP 增速对比



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 24：浙江与全国用电量增速对比



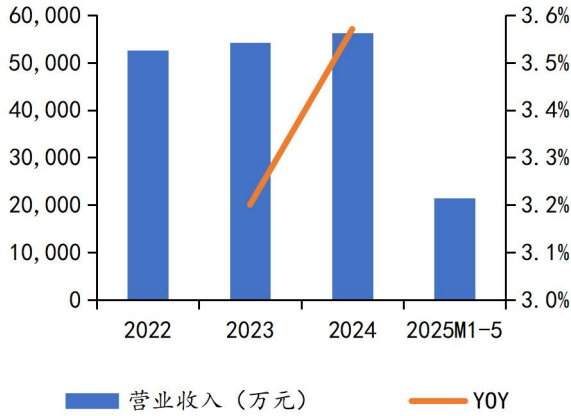
数据来源：Wind，华福证券研究所

优质热电联产项目持续增长。1) **金义热电、山鹰热电：**为公司上市后投产热电厂项目，为募集资金的主要使用项目，分别于 2022 年 5 月、2024 年 12 月投产。2) **南太湖科技：**2025 年，公司拟以自筹资金 14.57 亿元收购欣旺能源持有的南太湖科技 100%持股，交易完成后南太湖科技将作为公司的全资子公司，截至 25H1 尚未完成并表。南太湖科技位于浙江省湖州市南浔区，以燃煤热电联产耦合生物质、固废处置为主营业务，承担工业园区内的集中供热服务，现有锅炉总容量 480t/h，发电机组装机容量 48MW，蒸汽管网约 110 公里，服务范围覆盖湖州市下属五大乡镇。

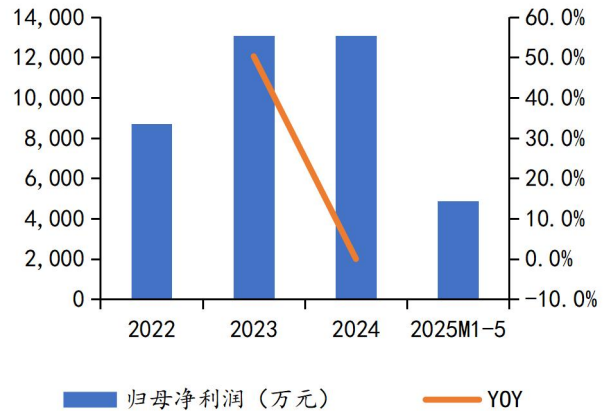
南太湖科技区域内经营竞争压力小，下游客户所处行业系纺织印染、化工材料、建材木业行业等，用热负荷平稳。2024 年实现营收 5.6 亿元，同比+3.6%，归母净利润 1.3 亿元，同比持平；25M1-5 实现营收 2.1 亿元，归母净利润 0.5 亿元。收购完成后，南太湖科技将提升公司市场占有率、并实现经营效能与规模体量的协同跃升。

图表 25：南太湖科技营业收入（万元）、YOY

图表 26：南太湖科技归母净利润（万元）、YOY



数据来源：公司公告，华福证券研究所



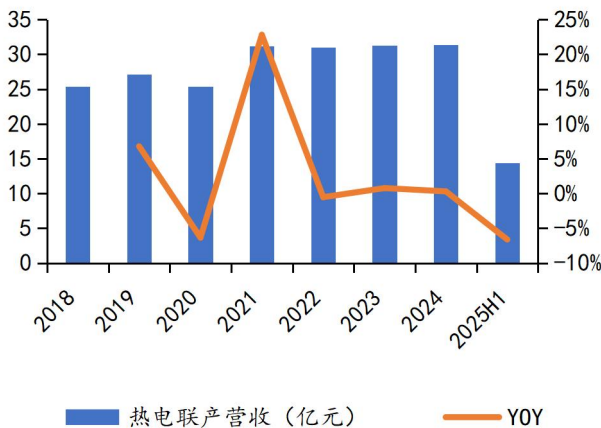
数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 业绩表现：煤热价格联动机制平抑波动风险

2018-2025H1 公司热电联产业务营收分别为 25.4/27.1/25.4/31.2/31.0/31.3/31.3/14.4 亿元，同比分别-/+6.8%/-6.3%/+22.8%/-0.5%/+0.8%/+0.3%/-6.6%。2020 年及 2022 年营收下滑主要系疫情影响下游客户开工率，2025H1 营收下滑主要系电力销售下滑，更多的蒸汽用于生产压缩空气和处置污泥。

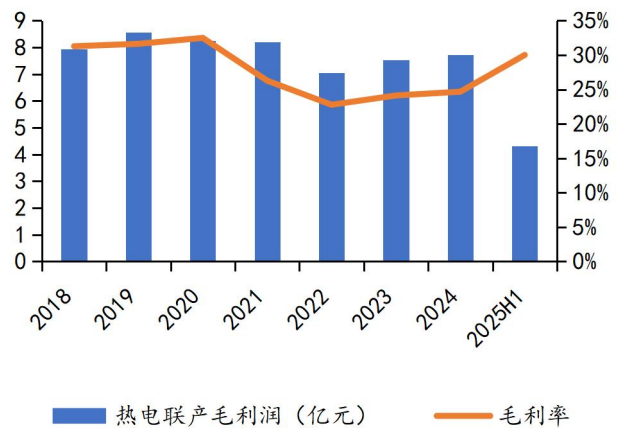
2018-2025H1 毛利润分别为 7.9/8.6/8.3/8.2/7.1/7.5/7.7/4.3 亿元，同比分别-/+8.0%/-3.8%/-0.7%/-13.8%/+6.7%/+2.6%/+15.6%，毛利率分别为 31%/32%/32%/26%/23%/24%/25%/30%。毛利变化主要受成本影响，热电联产企业是以煤炭作为主要原材料，占经营成本的比重较大，煤炭价格变动将直接影响热电联产企业的经营成本，2025 年煤价下滑幅度较大，直接带动 25H1 毛利润增长 15.6%、毛利率提升至 30%。

图表 27：热电联产业务营收（亿元）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 28：热电联产业务毛利润（亿元）、毛利率

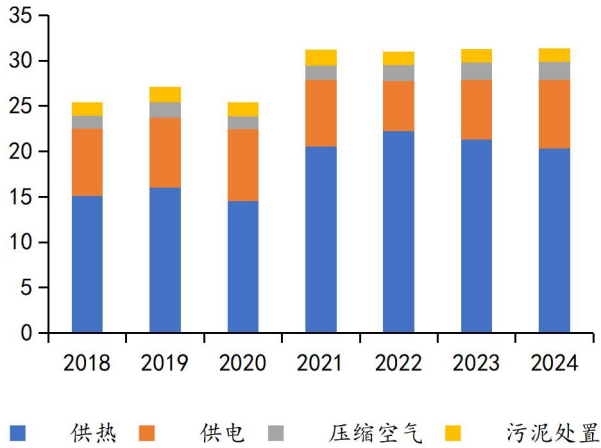


数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

分业务看：供热为主，供电、压缩空气、污泥处置为辅。2024 年供热营收 20.3 亿元，同比-4.6%，占热电联产收入比 65%；供电营收 7.6 亿元，同比+15.7%，占热电联产收入比 24%；压缩空气营收 1.9 亿元，同比+0.1%，占热电联产收入比 6%；污泥处置营收 1.5 亿元，同比+3.0%，占热电联产收入比 5%。

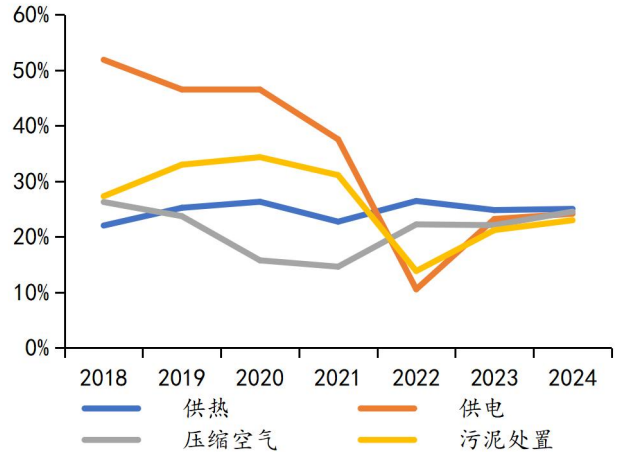
供热业务盈利稳定性较高，压缩空气、污泥处置毛利率呈上升趋势。2024 年供热、供电、压缩空气、污泥处置毛利润分别为 5.1/1.8/0.5/0.3 亿元，同比分别 -3.8%/+20.4%/+11.1%/+11.6%，毛利率分别为 25.0%/24.1%/24.5%/23.0%。

图表 29：热电联产分业务营收（亿元）



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

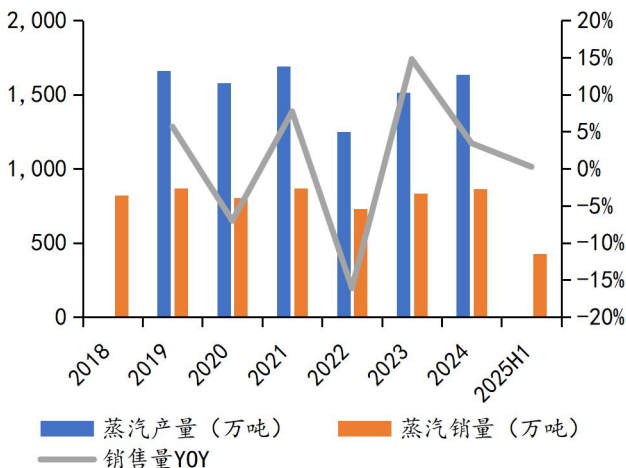
图表 30：热电联产分业务毛利率



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

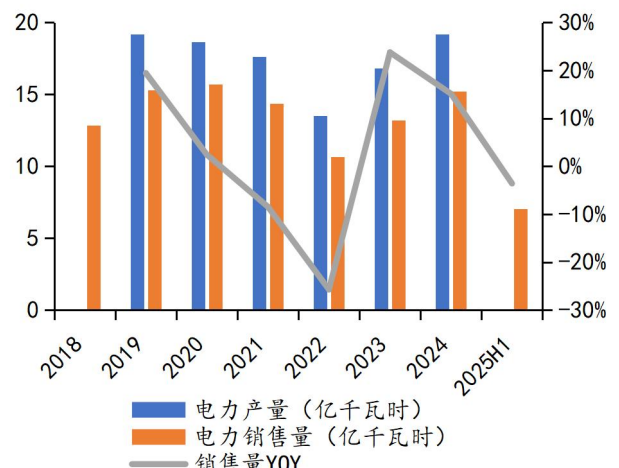
压缩空气和污泥处置量显著增长。1) 供热：2024 年公司蒸汽产量 1632 万吨，同比+7.7%；蒸汽销量 863 万吨，同比+3.4%。2025H1 公司蒸汽销量 426 万吨，同比+0.2%。产销量差异较大主要系热电厂部分自用。2) 供电：2024 年公司发电量 19.2 亿千瓦时，同比+14.0%；供电量 15.2 亿千瓦时，同比+15.1%。2025H1 公司供电量 7.0 亿千瓦时，同比-3.6%。3) 压缩空气：尽产尽销。2024 年公司压缩空气产销量 29.5 亿 m³，同比+6.0%；2025H1 产销量 15.7 亿 m³，同比+11.6%。4) 污泥处置：2024 年公司污泥处置量 77.4 万吨，同比+3.3%；2025H1 处置量 42.4 万吨，同比+9.7%。

图表 31：蒸汽产销量（万吨）、YOY



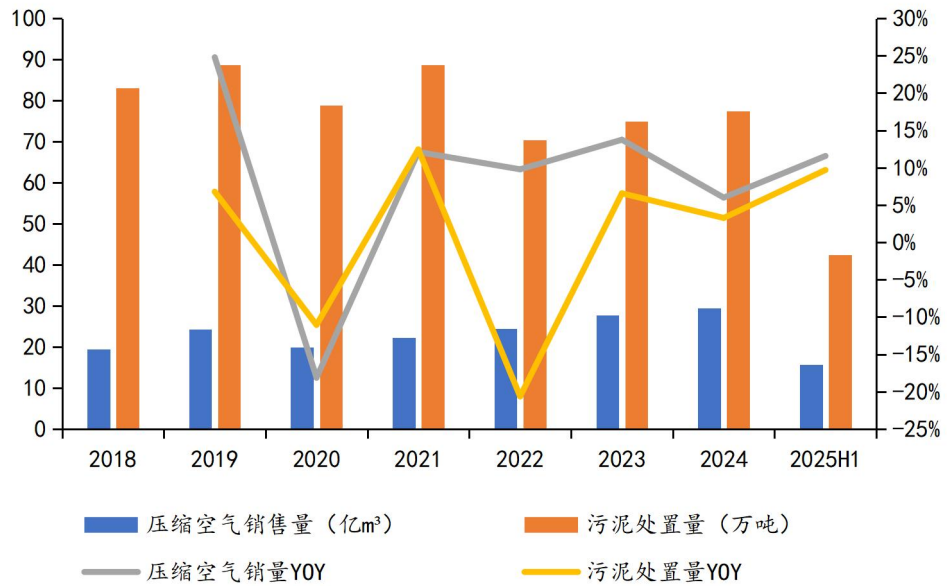
数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 32：电力产销量（亿千瓦时）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

图表 33：压缩空气销售量（亿 m³）、污泥处置量（万吨）、YOY



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

热电联产定价机制：

1）供电：下游为国家电网公司和各地供电公司，上网电价管理由国家发改委和物价部门调控，一般不与煤炭价格联动，市场化程度较低。

2）供热：下游主要为工业企业、商贸服务企业等，定价相对市场化。公司以政府部门指导价作为依据，各热电厂和当地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，大部分地区为每月或每季度调整一次，热力价格随着煤炭价格变动而变动，**一定程度对冲风险**。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。

3）压缩空气及污泥处置服务：公司与当地客户商议确定。

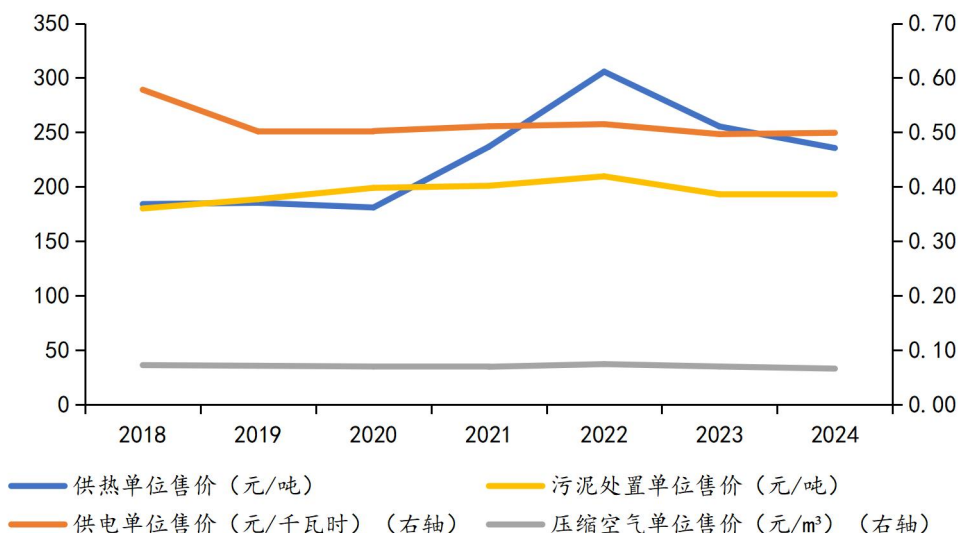
图表 34：公司热电联产业务定价机制

	定价机制
电力	
直接接入国家电网网络的燃煤机组	0.5058 元/千瓦时
新嘉爱斯的生物质发电机组	0.75 元/千瓦时
新嘉爱斯的污泥焚烧发电机组	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	0.6 元/千瓦时
蒸汽	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。
压缩空气	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。
污泥处理	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。

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

2024 年公司供热、供电、压缩空气、污泥处理单位售价分别为 235.5 元/吨、0.499 元/千瓦时、0.066 元/m³、192.5 元/吨，同比分别-7.8%、+0.5%、-5.6%、-0.2%。

图表 35：供热、供电、压缩空气、污泥处理单位售价



数据来源: Wind、公司公告, 华福证券研究所

4 新能源业务: 综合能碳一体化服务平台, 打造“第二增长曲线”

新能源业务聚焦开拓储能、光伏、风电等新能源业务, 依托核心技术大力开展熔盐储能的推广和应用, 围绕新能源产业链布局上游集成制造、中游投资建设运营以及下游回收拆解等业务, 配套提供新能源供应链、EPC 工程服务, 持续增强产业转型内生动力。

2022 年, 公司完成新型储能和分布式能源平台搭建和业务布局, 新设物产新能源、聚能羲和、聚能启创、聚能启源、聚能启泰子公司, 开启新能源业务发展步伐。2023 年至今加快投资布局, 聚焦开拓园区储能、分布式光伏等新能源业务, 涵盖综合能源服务项目的投资与运营、供应链贸易、分布式电站 EPC 工程、储能 PACK 及系统的生产制造、绿色电力交易等多元化业务, 全方位打造公司新能源业务矩阵。2024 年公司下属企业分别取得三体系认证证书、电力工程施工总承包二级资质、安全生产许可证等资质。

1) 熔盐储能: 公司重点推进熔盐储能技术服务, 并提供新型储能投资及 EPC 总承包服务。其中, 多能耦合智慧低碳供能示范项目 2023 年 6 月开工, 已成功入选浙江省科技厅 2023 年度尖兵研发攻关计划项目和浙江省“十四五”新型储能示范项目。“基于混合储能的多能耦合智慧低碳供能示范项目”预计于 2025 年建成投产。

2) 轮胎热解: 公司建成的“基于燃煤机组耦合的废轮胎橡胶精准高值转化与低碳高效利用”项目年处理规模 5,250 吨废轮胎(胶粒), 该项目依托核心自主知识产权, 并与浙江大学深度合作持续迭代创新, 将废轮胎等“黑色污染物”转化为油品、炭黑等高附加值再生资源, 本项目的实施可助力全球轮胎企业达成供应链减排、降碳需求。

在熔盐储能、废轮胎热解、热电技术推广等领域, 公司已牵头参与熔盐储能、

废轮胎热解及炭黑提质等多项行业标准制定，初步构建一体化交付体系，并积极推进海外废轮胎热解业务拓展。

3) 光储充一体化: 公司积极开发分布式储能、分布式光伏项目，投建电池 PACK 模组产线。旗下浙物云能年产 2GWh 储能产线顺利投产，打造全球领先的核电级安全分布式储能与智能电网系统方案提供商与核心设备供应商 pack 及储能柜等产品成功投入市场；首个示范园区“德清线缆光储充一体化低碳园区示范项目”实现全容量并网发电。

图表 36: 公司新能源业务情况（截至 2024 年）

产品种类	介绍以及用途
新型储能业务	熔盐储能技术研发及市场推广
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

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司新能源业务 2024 年实现营收 5641 万元，同比-7.3%；毛利润 1756 万元，同比+155.0%。2025H1 实现营收 4398 万元，同比+104.7%；毛利润 426 万元，同比-26.7%。新能源业务尚在发展初期，业绩波动性较大。

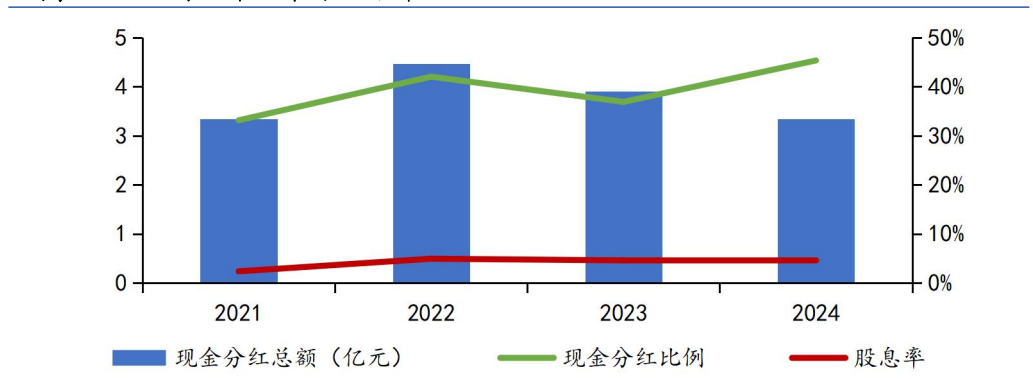
5 上市以来坚持高分红政策

2021-2024 年分红金额分别为 3.3/4.5/3.9/3.3 亿元，每股分红分别为 0.6/0.8/0.7/0.6 元，分红比例分别为 33%/42%/37%/45%，分红稳定较高水平。2021-2024 年累计现金分红 15.06 亿元，接近募集资金总额（15.5 亿元）。

2025 年 1 月 7 日，公司发布《2024-2026 年度现金分红回报规划》，2024-2026 年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%。

考虑到公司经营稳健和最低 40% 的最新分红水平，我们预期 2025 年公司或将维持 2024 年分红比例，参考 2024 年底收盘价，股息率 4.5%。

图表 37: 公司上市以来分红水平



数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

(1) 煤炭流通业务：

1) 销售量：煤炭流通业务为公司的规模贡献业务。2025 年因煤价下滑，盈利空间压缩，公司适当增长了销售量规模。随着煤价回升，我们预期公司销售规模将逐步回归至 6000 万吨左右的理想规模。2025-2027 年销售量预期同比分别+7.0%、-2.0%、-2.0%。

2) 单吨营收：随市场煤价波动，2025-2027 年预期同比分别-23.0%、+2.0%、+2.0%。

3) 毛利率：因终端客户拓展，2025H1 毛利率提升至 3.6%，公司煤炭流通业务毛利率相对稳定，我们预期 2025-2027 年维持 3.6%的盈利水平。

图表 38：煤炭流通业务业绩预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤炭流通营业收入（亿元）	411.0	414.9	341.8	341.7	341.5
YOY	-21.0%	0.9%	-17.6%	0.0%	0.0%
销量（万吨）	5,548	5,958	6,375	6,248	6,123
YOY	4.3%	7.4%	7.0%	-2.0%	-2.0%
单吨营收（元/吨）	741	696	536	547	558
YOY	-24.3%	-6.0%	-23.0%	2.0%	2.0%
煤炭流通营业成本（亿元）	395.8	404.1	329.6	329.4	329.3
YOY	-21.3%	2.1%	-18.4%	0.0%	0.0%
单吨成本（元/吨）	713	678	517	527	538
YOY	-24.5%	-4.9%	-23.8%	2.0%	2.0%
煤炭流通毛利润（亿元）	15.2	10.7	12.2	12.2	12.2
YOY	-12.6%	-29.3%	13.8%	0.0%	0.0%
毛利率	3.7%	2.6%	3.6%	3.6%	3.6%
单吨毛利（元/吨）	27.4	18.0	7.3	8.7	9.1
YOY	-16.1%	-34.2%	6.4%	2.0%	2.0%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

(2) 热电联产业务

1) 供热：2024 年底投产的山鹰热电预期持续爬坡，2025 年收购的南太湖科技预期在 2026 年并表，2025-2027 年蒸汽销售量预期同比分别+1.0%、+22.6%、+1.6%。参考煤热价格联动机制，2025-2026 年单位售价预期同比分别-13.0%、+1.2%、+1.2%。

2) 供电：参考 2025Q1-3 电力销售量数据，2025 年电力销售预期有所下滑 5.0%，2026 年随南太湖并表预期+9.7%，2027 年预期持平。2025 年浙江省电价略有下滑，电价波动性相对较低，预期 2026-2027 年单位售价持平。

3) 压缩空气、污泥处置：2025H1 公司更多的蒸汽用于压缩空气生产和污泥处

理，2025-2027 年压缩空气销售量预期同比分别+13.0%、+5.0%、+5.0%；污泥处置量预期同比分别+6.0%、+5.0%、+5.0%。

4) 成本：热电联产成本直接受煤价影响，同时南太湖科技并表也会增加热电联产业务营业成本。2025-2027 年营业成本预期同比分别-10.0%、+20.0%、+2.0%。

图表 39：热电联产业务业绩预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
热电联产营业收入（亿元）	31.3	31.3	28.6	33.8	34.5
YOY	0.8%	0.3%	-8.9%	18.4%	2.2%
供热	21.3	20.3	17.9	22.2	22.8
YOY	-4.2%	-4.6%	-12.1%	24.1%	2.8%
蒸汽销售量（万吨）	835	863	872	1,069	1,086
YOY	14.7%	3.4%	1.0%	22.6%	1.6%
单位售价（元/吨）	255	236	205	207	210
YOY	-16.5%	-7.8%	-13.0%	1.2%	1.2%
供电	6.6	7.6	7.1	7.7	7.7
YOY	19.3%	15.7%	-6.9%	9.7%	0.0%
电力销售量（亿千瓦时）	13.2	15.2	14.4	15.8	15.8
YOY	23.8%	15.1%	-5.0%	9.7%	0.0%
单位售价（元/千瓦时）	0.497	0.499	0.489	0.489	0.489
YOY	-3.6%	729.5%	872.9%	911.8%	0.0%
压缩空气	1.9	1.9	2.1	2.3	2.3
YOY	7.0%	0.1%	7.3%	8.8%	2.9%
污泥处置	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
YOY	-1.8%	3.0%	3.9%	5.3%	2.9%
热电联产营业成本（亿元）	23.7	23.6	21.2	25.5	26.0
YOY	-1.0%	-0.4%	-10.0%	20.0%	2.0%
热电联产毛利润（亿元）	7.5	7.7	7.3	8.3	8.5
YOY	6.7%	2.6%	-5.5%	13.7%	2.8%
毛利率	24.1%	24.7%	25.6%	24.6%	24.7%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为-16.9%、+1.4%、+0.2%，归母净利润增速分别为-2.4%、+13.1%、+4.7%。

图表 40：盈利预测

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	443.3	447.1	371.5	376.7	377.4
YOY	-19.7%	0.9%	-16.9%	1.4%	0.2%
煤炭流通	411.0	414.9	341.8	341.7	341.5
YOY	-21.0%	0.9%	-17.6%	0.0%	0.0%
热电联产	31.3	31.3	28.6	33.8	34.5
YOY	0.8%	0.3%	-8.9%	18.4%	2.2%
新能源	0.6	0.6	0.9	1.0	1.1
YOY	870.0%	-7.3%	55.9%	10.0%	10.0%
毛利润	23.1	18.8	19.6	20.6	20.9

YOY	-6.7%	-18.6%	4.5%	5.1%	1.1%
毛利率	5.2%	4.2%	5.3%	5.5%	5.5%
煤炭流通毛利率	3.7%	2.6%	3.6%	3.6%	3.6%
热电联产毛利率	24.1%	24.7%	25.6%	24.6%	24.7%
归母净利润	10.6	7.4	7.2	8.2	8.5
YOY	-0.3%	-30.2%	-2.4%	13.1%	4.7%
归母净利率	2.4%	1.7%	1.9%	2.2%	2.3%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

6.2 投资建议

我们认为物产环能凭借规模优势和稳定的购销关系，煤炭流通业务具备较强的业绩稳定性，对比普通煤炭贸易企业，煤热一体化优势可以一定程度平抑煤价波动影响；热电联产业务具备区域垄断优势，奠定业绩基础，随着地方经济增长和新并购的南太湖科技在未来贡献增量，热电联产业绩贡献增量可期。

参考可比公司 2025 年平均 PE 为 15.8，我们给予公司 25 年 16 倍 PE，对应目标价 20.67 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值表（截至 2025 年 11 月 17 日）

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS				PE			
		2025 年 11 月 17 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000065.SZ	北方国际	11.6	1.05	0.86	1.06	1.20	10.0	13.4	10.9	9.7
600546.SH	山煤国际	11.5	1.14	0.78	0.93	1.04	9.9	14.7	12.3	11.0
600755.SH	厦门国贸	6.9	0.04	0.45	0.61	0.73	18.9	15.3	11.3	9.5
002015.SZ	协鑫能科	10.8	0.30	0.55	0.65	0.75	21.4	19.7	16.6	14.4
平均值							15.0	15.8	12.8	11.2
603071.SH	物产环能	14.0	1.32	1.29	1.46	1.53	10.6	10.9	9.6	9.2

数据来源：Wind，华福证券研究所（注：物产环能数据来自华福证券研究所，其余数据均参考 Wind 一致预期）

7 风险提示

1) 政策变动：煤炭、电力、热力、新能源政策变动，如：电力市场化政策出台显著提升上网电价；能源结构调整影响需求；煤热联动机制发生变化影响公司供热单位售价等。

2) 宏观经济波动：经济波动会影响煤炭供需，亦会直接影响热电企业下游客户开工率水平。

3) 新业务开拓不及预期：南太湖科技并表仍在进行中，收购盈利表现尚未明确。同时，公司正在开拓新能源业务，业务管理、市场竞争加剧等都会影响业务表现。

图表 42：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	557	956	1,884	2,759
应收票据及账款	1,264	1,256	1,030	939
预付账款	993	816	826	827
存货	3,023	2,421	2,443	2,390
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,325	1,191	1,207	1,209
流动资产合计	7,163	6,640	7,390	8,125
长期股权投资	165	165	165	165
固定资产	3,353	3,322	3,295	3,271
在建工程	88	188	238	288
无形资产	283	262	244	225
商誉	170	170	170	170
其他非流动资产	490	493	495	496
非流动资产合计	4,550	4,601	4,608	4,617
资产合计	11,713	11,241	11,998	12,742
短期借款	1,255	1,100	1,200	1,300
应付票据及账款	1,244	1,197	1,140	1,103
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,367	669	678	679
其他应付款	160	160	160	160
其他流动负债	638	604	609	610
流动负债合计	4,664	3,729	3,788	3,853
长期借款	322	372	422	472
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	164	164	164	164
非流动负债合计	485	535	585	635
负债合计	5,149	4,265	4,373	4,488
归属母公司所有者权益	5,513	5,785	6,277	6,740
少数股东权益	1,051	1,191	1,349	1,514
所有者权益合计	6,564	6,976	7,625	8,254
负债和股东权益	11,713	11,241	11,998	12,742

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-382	1,383	1,550	1,548
现金收益	1,368	1,368	1,464	1,491
存货影响	-547	601	-22	52
经营性应收影响	-576	545	589	440
经营性应付影响	-96	-46	-57	-37
其他影响	-531	-1,085	-424	-399
投资活动现金流	-66	-497	-412	-410
资本支出	-186	-508	-460	-457
股权投资	-16	0	0	0
其他长期资产变化	136	11	48	47
融资活动现金流	523	-487	-210	-263
借款增加	1,031	-105	150	150
股利及利息支付	-533	-430	-511	-582
股东融资	25	0	0	0
其他影响	-1	48	150	168

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	44,709	37,151	37,672	37,741
营业成本	42,831	35,189	35,608	35,655
税金及附加	59	45	50	51
销售费用	150	111	113	113
管理费用	214	223	226	226
研发费用	140	149	151	151
财务费用	30	47	37	23
信用减值损失	-20	-12	-12	-12
资产减值损失	-381	-359	-373	-351
公允价值变动收益	14	-14	-1	1
投资收益	96	28	51	47
其他收益	82	42	59	59
营业利润	1,080	1,073	1,212	1,267
营业外收入	42	12	20	24
营业外支出	13	3	9	10
利润总额	1,110	1,082	1,223	1,281
所得税	228	221	250	262
净利润	882	861	973	1,019
少数股东损益	143	140	158	165
归属母公司净利润	739	721	815	854
EPS（按最新股本摊薄）	1.32	1.29	1.46	1.53

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	0.9%	-16.9%	1.4%	0.2%
EBIT 增长率	-27.0%	-1.0%	11.6%	3.5%
归母公司净利润增长率	-30.2%	-2.4%	13.1%	4.7%
获利能力				
毛利率	4.2%	5.3%	5.5%	5.5%
净利率	2.0%	2.3%	2.6%	2.7%
ROE	11.3%	10.3%	10.7%	10.3%
ROIC	14.8%	14.3%	14.5%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	37.9%	36.4%	35.2%
流动比率	1.5	1.8	2.0	2.1
速动比率	0.9	1.1	1.3	1.5
营运能力				
总资产周转率	3.8	3.3	3.1	3.0
应收账款周转天数	9	12	11	9
存货周转天数	23	28	25	24
每股指标（元）				
每股收益	1.32	1.29	1.46	1.53
每股经营现金流	-0.69	2.48	2.78	2.77
每股净资产	9.88	10.37	11.25	12.08
估值比率				
P/E	11	11	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA				

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn