

物产环能 (603071.SH)

买入 (维持评级)

煤炭流通规模稳健, 热电联产盈利修复

投资要点:

公司披露 2025 年及 2026Q1 业绩

2025 年公司实现营业收入 373.04 亿元, 同比-16.6%; 实现归母净利润 6.38 亿元, 同比-13.6%。2026Q1 实现营业收入 77.9 亿元, 同环比-21.7%/-25%; 实现归母净利润 1.7 亿元, 同环比+11.7%/-7%。

煤炭流通业务: 销量保持规模优势, 煤价下行压制收入

2025 年公司煤炭流通板块实现营业收入 341.82 亿元, 同比-17.6%; 实现毛利润 9.5 亿元, 同比-11.6%。全年煤炭销售量达 6,430 万吨, 同比+472 万吨, 同比增幅+7.9%。公司场地交货规模持续提升, 在曹妃甸港口煤炭中转规模稳居前三, 成为曹妃甸港区贸易商中的标杆企业。

热电联产业务: 煤价回落改善成本端, 南太湖并表贡献后续增量

2025 年公司热电联产业务实现营业收入 29.2 亿元, 同比-6.8%; 实现毛利润 8.8 亿元, 同比+13.2%。全年公司销售蒸汽 873 万吨, 同比+1.1%; 销售电力 14.4 亿千瓦时, 同比-5.1%; 销售压缩空气 33 亿 m³, 同比+12.3%; 处置污泥 83.2 万吨, 同比+7.5%。公司于 2026 年年初完成南太湖科技项目交割。公司旗下热电企业目前增至 7 家, 总装机容量达 451MW, 热电联产板块经营效能与规模体量整体跃升。

分红比例维持较高水平, 股东回报稳定

公司于 2025 年 1 月发布《2024-2026 年度现金分红回报规划》, 明确 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%。2025 年公司拟每 10 股派发现金红利 3.7 元, 以 2025 年 12 月 31 日总股本 557,954,442 股测算, 预计派发现金红利 2.06 亿元, 叠加 2025 年中期已分红 0.56 亿元, 2025 年度公司合计分红 2.62 亿元, 占 2025 年归母净利润比例为 41.08%。

盈利预测与投资建议

考虑到公司收购南太湖科技带来增量, 物产山鹰热电持续释放产能, 调整公司 26-27 年, 新增 28 年归母净利润预期分别为 8.31/8.83/9.24 亿元 (前值 2026-2027 为 8.15/8.54 亿元), 对应 EPS 为 1.49/1.58/1.66 元/股。考虑到公司的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; 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, 维持“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

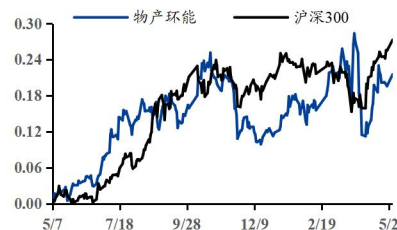
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	44,709	37,304	40,293	40,762	41,223
增长率	1%	-17%	8%	1%	1%
净利润 (百万元)	739	638	831	883	924
增长率	-30%	-14%	30%	6%	5%
EPS (元/股)	1.32	1.14	1.49	1.58	1.66
市盈率 (P/E)	10.8	12.5	9.6	9.0	8.6
市净率 (P/B)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2026-05-06
收盘价:	14.26 元
总股本/流通股本(百万股)	557.95/557.95
流通 A 股市值(百万元)	7,956.43
每股净资产(元)	10.67
资产负债率(%)	44.59
一年内最高/最低价(元)	15.46/12.03

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn

相关报告

1、区域垄断筑城河, 双轮驱动求稳进——2025.11.18

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,069	2,773	3,855	4,850
应收票据及账款	837	761	845	911
预付账款	1,039	1,118	1,131	1,143
存货	2,958	2,775	2,785	2,942
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,617	1,802	1,823	1,843
流动资产合计	8,521	9,230	10,439	11,690
长期股权投资	169	169	169	169
固定资产	3,027	2,827	2,753	2,789
在建工程	141	121	11	-189
无形资产	273	252	230	211
商誉	170	170	170	170
其他非流动资产	463	467	469	471
非流动资产合计	4,243	4,006	3,802	3,621
资产合计	12,764	13,236	14,241	15,311
短期借款	767	1,100	1,200	1,300
应付票据及账款	2,563	1,977	2,016	2,135
预收款项	0	0	0	0
合同负债	814	725	734	742
其他应付款	157	157	157	157
其他流动负债	586	610	614	617
流动负债合计	4,888	4,569	4,721	4,952
长期借款	377	427	477	527
应付债券	386	386	386	386
其他非流动负债	162	162	162	162
非流动负债合计	925	975	1,025	1,075
负债合计	5,813	5,545	5,746	6,027
归属母公司所有者权益	5,825	6,336	6,895	7,428
少数股东权益	1,126	1,356	1,600	1,856
所有者权益合计	6,951	7,691	8,495	9,284
负债和股东权益	12,764	13,236	14,241	15,311

现金流量表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,175	694	1,411	1,388
现金收益	1,265	1,504	1,531	1,555
存货影响	64	183	-10	-157
经营性应收影响	788	404	293	296
经营性应付影响	1,317	-586	39	119
其他影响	-1,259	-810	-443	-426
投资活动现金流	-350	-151	-152	-165
资本支出	-157	-188	-194	-205
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	-189	37	43	40
融资活动现金流	-353	161	-177	-228
借款增加	116	383	150	150
股利及利息支付	-468	-458	-551	-627
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1	237	224	249

利润表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	37,304	40,293	40,762	41,223
营业成本	35,440	38,137	38,551	38,971
税金及附加	66	59	62	62
销售费用	102	110	111	113
管理费用	195	211	213	215
研发费用	143	155	157	158
财务费用	9	15	4	-13
信用减值损失	21	-1	0	0
资产减值损失	-407	-407	-389	-375
公允价值变动收益	-20	1	-2	0
投资收益	17	40	47	43
其他收益	37	59	59	59
营业利润	996	1,300	1,381	1,443
营业外收入	15	18	20	23
营业外支出	5	8	9	10
利润总额	1,006	1,310	1,392	1,457
所得税	191	249	265	277
净利润	815	1,060	1,127	1,180
少数股东损益	177	230	244	256
归属母公司净利润	638	831	883	924
EPS (按最新股本摊薄)	1.14	1.49	1.58	1.66

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-16.6%	8.0%	1.2%	1.1%
EBIT 增长率	-10.9%	30.4%	5.3%	3.5%
归母公司净利润增长率	-13.6%	30.1%	6.3%	4.7%
获利能力				
毛利率	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%
净利率	2.2%	2.6%	2.8%	2.9%
ROE	9.2%	10.8%	10.4%	10.0%
ROIC	12.5%	14.4%	13.7%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	45.5%	41.9%	40.3%	39.4%
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.1	1.4	1.6	1.8
营运能力				
总资产周转率	2.9	3.0	2.9	2.7
应收账款周转天数	10	7	7	8
存货周转天数	30	27	26	26
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.49	1.58	1.66
每股经营现金流	3.90	1.24	2.53	2.49
每股净资产	10.44	11.36	12.36	13.31
估值比率				
P/E	12	10	9	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	349	290	283	277

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“华福证券股份有限公司”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：hfjys@hfzq.com.cn