

煤炭

2025 年 03 月 25 日

## 物产环能 (603071)

——加大能源产业升级 重视股东分红回报

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

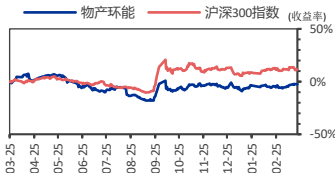
- 省国企领导下的稳健+高效能源企业，业务双轮驱动。**公司始创于 1950 年，前身是浙江省燃料公司，现为集“能源贸易+能源实业”为一体的大型国有上市企业。2000 年首次混改为浙江物产燃料有限公司。2012 年完成股份制改造。2021 年成为 A 股市场首家“主板拆主板”企业，在上海证券交易所挂牌上市，是国家发改委认定的第一批电煤重点保供贸易企业。截至 2023 年底，公司的控股股东为物产中大集团股份有限公司，实际控制人为浙江省国资委。物产中大作为第一大股东直接与间接持有物产环能 55.55% 的股份，股权结构稳定。公司主营业务为两大板块，分别为煤炭流通和热电联产业务，并且公司从 2022 年开始拓展新能源业务，形成凭借扎实基本盘推动新业务发展的格局。
- 公司是煤炭行业领先的能源贸易集成服务商，盈利能力稳定。**公司多年来与国内上游各煤炭头部企业建立了长期稳固的合作伙伴关系，在国内外拥有发达的营销网络和强有力的营销团队，在秦皇岛、京唐港、曹妃甸、天津港等主要中转港及印尼、新加坡等海外资源点设有办事处，为上下游企业提供供应链集成服务。长期以来，公司煤炭流通业务占整体收入 90% 以上，并且盈利能力稳定。
- 公司将凭借热电联产业务稳健+增长的特性，助力新能源业务的布局。**公司能源实业板块：聚焦热电联产、一般工业固废处置、生物质综合利用、光伏发电、储能、电力交易等综合能源服务，支付区域节能减排和经济绿色发展。其中，热电联产业务从 2019 年以来成为公司利润的主要贡献板块，毛利率一直在 22% 到 33% 之间，也成为公司未来拓展新能源业务的主要基本盘之一。未来公司将持续凭借自身在浙江省内的资源禀赋继续落地新的热电联产项目。
- 公司连续三年高分红，未来有望持续。**公司已经连续三年分红达 11.72 亿元，平均股利支付率达 37.35%。2024 年 5 月 29 日，公司实施每股股利 0.9 元，每股收益达 1.9 元，股利支付率达 36.88%。2025 年 1 月 26 日，公司发布《物产环能：关于 2024-2026 年度现金分红回报规划的公告》，该公告规划在 2024-2026 年期间，每年度现金分红总额不低于归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润的 40%。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.11、8.97、9.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.61、1.67 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 9、8、8 倍。公司的煤炭流通和热电联产业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，传统能源与新能源业务双轮驱动，并且，2025 年行业平均水平为 9 倍 PE，对应目标价 14.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**原材料煤价波动风险、周边工业园区企业产线开工不及预期、新能源市场需求疲软。

**市场数据：** 2025 年 03 月 24 日  
收盘价 (元) 12.85  
一年内最高/最低 (元) 15.16/10.35  
市净率 1.3  
股息率 (分红/股价) 5.45  
流通 A 股市值 (百万元) 7,170  
上证指数/深证成指 3,370.03/10,695.49

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2024 年 09 月 30 日  
每股净资产 (元) 9.52  
资产负债率% 51.42  
总股本/流通 A 股 (百万) 558/558  
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

傅浩玮 A0230522010001  
fuhw@swsresearch.com  
王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com  
朱赫 A0230524070002  
zhuhe@swsresearch.com

研究支持

傅浩玮 A0230522010001  
fuhw@swsresearch.com

联系人

傅浩玮  
(8621)23297818x  
fuhw@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

|             | 2023   | 2024Q1-3 | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 44,327 | 30,954   | 42,918 | 44,855 | 45,183 |
| 同比增长率 (%)   | -19.7  | -5.5     | -3.2   | 4.5    | 0.7    |
| 归母净利润 (百万元) | 1,059  | 533      | 811    | 897    | 933    |
| 同比增长率 (%)   | -0.3   | -35.7    | -23.5  | 10.6   | 4.0    |
| 每股收益 (元/股)  | 1.90   | 0.96     | 1.45   | 1.61   | 1.67   |
| 毛利率 (%)     | 5.2    | 4.6      | 4.3    | 4.4    | 4.4    |
| ROE (%)     | 20.5   | 10.0     | 14.5   | 14.6   | 13.9   |
| 市盈率         | 7      |          | 9      | 8      | 8      |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.11、8.97、9.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.61、1.67 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 9、8、8 倍。公司的煤炭流通和热电联产业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，传统能源与新能源业务双轮驱动，并且，2025 年行业平均水平为 9 倍 PE，对应目标价 14.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设点

1) 根据在未来中国在碳中和目标引领的趋势下，随着减碳降排的政策实施，更多绿色能源将被应用，但目前为了确保中国能源供应充足，煤炭将被视为重要过度能源载体之一，因此预计公司的煤炭流通业务在未来三年将会保持现有稳定的情况下呈现小幅增长，但销售价格也会随着成本价格小幅下降，由此我们假设 2024-2026 年煤炭销量分别为 6200/6600/6700 万吨，销售毛利率分别为 2.34%/2.38%/2.40%。2) 在热电联产业务方面，由于公司背靠省国资委，具备良好的省级资源禀赋，因此公司在未来三年热电联产业务将会稳健发展，预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 0.11%/0.76%/0.52%，毛利率分别为 27.95%/29.67%/30.43%。3) 新能源板块作为近年来新增业务，预计 2024 年业务体量将在 2023 年的业务体量上稳步增长（2023 年新能源业务板块收入为 6085 万元，预计在此基础上 2024 年新能源业务收入将同比增长约 12.86%左右，虽然 2024 年上半年公司新能源业务收入为 2148.87 万元，但考虑到新能源行业的新装机量一般都会安排在每年都第三和第四季度抢装完成，叠加公司将利用自身在省内的资源禀赋来帮助其新能源业务拓展，因此预计 2024 年全年新能源业务收入将同比增长约 12.86%左右），2025 年和 2026 年预计公司新能源业务收入将得到稳定增长，同比增速约 20%左右，出于保守考虑，2024-2026 年收入增速分别为 12.86%、20.11%、20.14%。4) 公司其他板块业务因为体量较少，且公司未来并不会作为重点发展方向，只是作为一种提前布局，因此预计未来三年公司其他板块业务将平稳过渡，2025 年到 2026 年收入预计同比增长-5.95%/0.00%/0.00%。

### 有别于大众的认识

**我们认为公司煤炭流通和热电联产是长期稳健的基本盘，将助力公司新能源业务发展。**市场普遍认为公司的煤炭物流业务毛利率低下，同时认为热电联产业务缺乏规模效应，但我们认为公司经过几十年的发展，目前在煤炭流通业务已经有了国际化的优势，通过煤炭流通国际化+规模化等效应足以产生稳定的现金流+利润贡献，以及在热电联产业务上已经有了省级区域性优势，未来公司可以将原有的热电联产项目运营经验运用到新项目上，以此扩大规模、扩大利润贡献。并且，公司在这两块业务方面经营稳健，每年都会产生稳定的利润和现金流，足以支撑公司长期开拓新能源业务。以此同时，公司可以凭借自身在省级区域内的资源禀赋+充裕现金流来获取更多新能源订单，从而实现公司从传统能源到绿色能源的转型。

### 股价表现的催化剂

中期公司将凭借煤炭流通+热电联产的稳健经营来夯实自身的基本盘。随着降碳减排的政策持续落实，热电联产业务需求将逐步显现并释放。

### 核心假设风险

原材料煤价波动风险、周边工业园区企业产线开工不及预期、新能源市场需求疲软。

## 目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1.省国企领导下的稳健+高效能源企业 .....</b>     | <b>5</b>  |
| 1.1 能源贸易+能源实业双轮驱动 .....             | 5         |
| 1.2 股权结构稳定 未来有望持续高分红 .....          | 5         |
| 1.3 业务布局明确 基本盘稳健为新业务发展提供动力 .....    | 7         |
| 1.4 公司经营稳健不断发展，盈利能力持续增强 .....       | 8         |
| <b>2.基本盘夯实发展 推动绿色能源业务可持续发展.....</b> | <b>11</b> |
| 2.1 煤炭运输业务高效整合，供应链优化赋能发展 .....      | 11        |
| 2.2 政策引领趋势，热电联供加速发展 .....           | 12        |
| 2.3 热电联产业务升级，综合能源项目落地 .....         | 12        |
| 2.4 子公司协同发力，热电联供能力提升 .....          | 13        |
| 2.5 产业发展多元协同，热电联产业务释放潜能 .....       | 14        |
| 2.6 持续推动技术创新，热电联产业务稳健发展 .....       | 14        |
| 2.7 顶层设计长远规划，新能源业务加速布局 .....        | 15        |
| 2.8 新能源业务实现爆发式增长，擦亮绿色发展底色 .....     | 17        |
| <b>3. 盈利预测与估值 .....</b>             | <b>17</b> |
| <b>4. 风险提示 .....</b>                | <b>20</b> |

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/128131062124007045>