

联美控股 (600167.SH)

区域清洁供热龙头内生增长持续，期待外延发展

核心观点:

● 区域清洁供热龙头，业绩持续增长可期

公司主营业务为沈阳城市供热及接网服务，2016年5月完成大股东旗下沈阳新北、国惠新能源100%股权收购，供热区域由浑南新区拓展至沈阳北部商贸金融开发区、沈水湾等五大区域，2016年公司平均供暖面积约为4600万 m^2 ，接网面积约6160万 m^2 。2016年收购标的完成扣非归母净利润3.42亿，超出业绩承诺20%。预计在北方雾霾加剧背景下，锅炉“拆小上大”将加速，公司集中供暖面积有望进一步提升，收购标的完成业绩承诺无忧。

● 大力推进清洁供暖，供暖及接网面积增长空间依然广阔

北方地区清洁供热被作为雾霾治理重点工程，沈阳市亦正在着力打造以建设大型热电联产、背压机组和大型集中热源为主，以清洁能源供热为辅的供热格局。2015年沈阳供热面积为2.8亿平方米，其中公司15年末供热面积为0.4亿平方米，占比14%。由于热源点建设具有排他性，根据沈阳市各地区的规划供暖建筑面积，公司远期规划供热面积总额将达1.35亿平方米，16年末公司供热面积为0.46亿平方米。公司大力推广热电联产模式为主，水源热泵、生物质等为辅的清洁供热模式，未来有望不断扩展供热区域。

● 有息负债率较低，关注38.7亿元配套融资进程

公司主营供热、接网业务均为预收现金模式，特别是接网费收入为10年递延确认。2016年公司总负债39.8亿元，其中预收账款为9.9亿元、非流动负债中递延收益（未确认接网收入）达到22.8亿元。有息负债中，公司仅有长期借款0.95亿元，无短期借款，有息负债率较低。公司配套融资38.7亿元，底价13.09元，批文有效期至17年5月，增发后现金充裕。

● 内生增长持续，期待外延发展，给予“买入”评级

暂不考虑配套增发，预计公司17-19年EPS分别为1.27、1.54、1.77元/股，对应PE分别为17.5、14.4和12.6倍；考虑配套融资摊薄，预计公司17-19年EPS分别为1.03、1.27、1.46元/股，对应PE分别为21.7、17.5和15.3倍。公司未来供热面积持续增长空间仍广阔，且尚有38.7亿元增发待完成，增发完成后现金充裕。集团董事长接任上市公司董事长，预期外延扩张加速，给予“买入”评级，建议关注配套融资进程。

风险提示 煤价波动导致利润波动；区域接网面积增长不及预期。

盈利预测:

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 757.73 | 2,044.44 | 2,768.65 | 3,276.80 | 3,695.08 |
| 增长率(%) | 14.55% | 169.81% | 35.42% | 18.35% | 12.77% |
| EBITDA(百万元) | 355.43 | 1,129.28 | 1,539.45 | 1,992.56 | 2,409.93 |
| 净利润(百万元) | 176.60 | 698.92 | 865.00 | 1,053.63 | 1,200.79 |
| 增长率(%) | 8.48% | 295.76% | 23.76% | 21.81% | 13.97% |
| EPS(元/股) | 0.837 | 1.028 | 1.272 | 1.549 | 1.765 |
| 市盈率(P/E) | 24.03 | 16.17 | 17.50 | 14.36 | 12.60 |
| 市净率(P/B) | 3.64 | 4.56 | 4.53 | 3.44 | 2.70 |
| EV/EBITDA | 9.98 | 8.97 | 8.86 | 6.97 | 5.79 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

22.25元

前次评级

买入

报告日期

2017-03-16

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 680/112 |
| 流通A股市值(百万元) | 15,133 |
| 每股净资产(元) | 3.65 |
| 资产负债率(%) | 61.32 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.82/13.46 |

相对市场表现



分析师: 郭鹏 S0260514030003

021-60750631

guopeng@gf.com.cn

分析师: 陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

相关研究:

联美控股(600167.SH): 业绩预增50-55%超市场预期, 2017-01-24

资金充裕期待外延发展

资金充裕期待外延发展

联系人: 许洁

xujie@gf.com.cn

目录索引

| | |
|---------------------------------|----|
| 区域清洁供热龙头，有息负债率较低 | 4 |
| 2016 大股东资产注入完成增添持续成长动力 | 4 |
| 有息负债率较低，收入季节性显著 | 8 |
| 城镇化+环保推动，供热业务持续增长可期 | 11 |
| 集中供暖等获大力推广，公司供热面积增长仍有较大空间 | 11 |
| 供热面积驱动，业绩持续快速成长可期 | 15 |
| 供暖业务持续增长，外延扩张预期加速 | 16 |
| 盈利预测 | 16 |
| 内生增长持续，期待外延发展，给予“买入”评级 | 17 |
| 风险提示 | 19 |

图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司供热范围遍布沈阳约 4600 万平方米..... | 4 |
| 图 2: 2011-2016 年营收增速超 16% (百万元) | 5 |
| 图 3: 资产注入后净利润增速企稳上升 (百万元) | 5 |
| 图 4: 公司供暖&接网面积变化 (2011-2016) | 5 |
| 图 5: 公司净利率水平稳步上升 | 5 |
| 图 6: 16 年主营新增发电和工程业务 (百万元) | 6 |
| 图 7: 公司供暖毛利略高于接网毛利 (百万元) | 6 |
| 图 8: 接网和新增工程业务毛利较高 | 6 |
| 图 9: 标的公司业绩承诺及增速 | 7 |
| 图 10: 公司本部和并购标的净利率对比 | 7 |
| 图 11: 并购后利润和收入规模增长 2 倍 | 7 |
| 图 12: 并购后管理费用显著增长, 财务费用由负转正 | 7 |
| 图 13: 并购后整体费用率下降 | 7 |
| 图 14: 公司收购后股权结构 | 8 |
| 图 15: 预收+递延收益逐年增长 | 9 |
| 图 16: 2016 年预收接网费下降近 50% (百万元) | 9 |
| 图 17: 2016 年公司总负债中长短期借款占比仅为 2.4% | 9 |
| 图 18: 预收取暖费和第二年上半年供暖收入呈高相关 | 10 |
| 图 19: 营业收入主要在供暖季即 1、4 季度 (百万元) | 10 |
| 图 20: 2009-2015 年全国城市集中供热建设投资额 | 11 |
| 图 21: 2009 年至 2015 年全国城市集中供热面积 | 11 |
| 图 22: 2009-2015 年沈阳市城市供热面积 | 11 |
| 图 23: 热电联产、热源厂、清洁能源在沈阳市中心区集中供热中占比 | 12 |
| 图 24: 2015 年末公司供热面积为沈阳供热面积的 14.28% | 12 |
| 图 25: 水源热泵技术及梯级利用技术示意图 | 13 |
| 图 26: 生物质热电联产模式示意图 | 14 |
| 图 27: 泰州国家医药高新技术产业开发区 | 14 |
| 图 28: 国润低碳所处地区供暖面积增加有望加速 | 15 |
| 图 29: 供暖面积为公司收入增长重要驱动要素 | 16 |
| | |
| 表 1: 交易完成后公司的控股子公司情况一览 (2015 年末数据) | 4 |
| 表 2: 供暖业务的主要模式及收费 | 8 |
| 表 3: 接网业务的主要模式及收费 | 8 |
| 表 4: 公司此次募投项目情况一览 | 10 |
| 表 5: 公司供暖的三类生产模式 | 13 |
| 表 6: 公司供暖远期规划面积与公司 2015 年末供热面积对比 | 15 |
| 表 7: 联美控股 (收购后) 盈利预测 | 17 |
| 表 8: 供热公司估值情况对比 (2017.03) | 18 |

区域清洁供热龙头，有息负债率较低

2016 大股东资产注入完成增添持续成长动力

公司主营业务为沈阳市城市供热及接网服务，2016年5月完成大股东旗下沈阳新北、国惠新能源100%股权收购，供热区域由浑南新区拓展至沈阳北部商贸金融开发区、沈水湾地区等五大区域，2016年度公司平均供暖面积达到约4600万平方米，接网面积达到约6160万平方米。

图1：公司供热范围遍布沈阳约4600万平米



数据来源：沈阳地图，广发证券发展研究中心

表注：沈阳市共分为9区，公司主要在浑南区、于洪区、和平区、沈河区等。

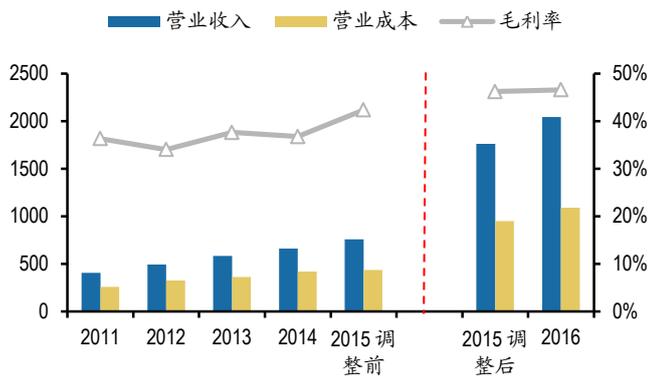
表 1：交易完成后公司的控股子公司情况一览（2015 年末数据）

| 子公司/分公司 | 业务模式 | 现有供热面积 (万 m ²) | 远期规划面积 (万 m ²) | 供热区域 | 发展现状及趋势 |
|---------|-------------|-------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|---|
| 浑南新区 | 集中供热 | 1980 | 3300 | 浑南新区 | 供热面积仍有提升空间，浑南热力 3 号热源厂建设项目尚需 1-2 年完全竣工。 |
| 沈阳新北 | 热电联产 | 786 | 960 | 北区商贸金融开发区，金廊中心及金廊北部区域、首府新区、三台子经济区 | 供电：2.4 亿度/年 供汽：17.52 万蒸吨/年 |
| 国新新能源 | 热电联产 | 33 | 2612.86 | 商贸金融开发区；金廊中心及金廊北区、首府新区、三台子经济区 | 已经签署合同的供暖面积达 314.08 万平方米 |
| 国惠新能源 | 水源热泵及梯级加热技术 | 529 | 1 期 1200 总规划 2000 | 于洪新城 | 发挥地理环境优势，兴建以再生水源热泵供热技术为主导的新型环保热源厂。 |
| 沈水湾 | 供热 | 157 | | 沈水湾地区 | |
| 国润低碳 | 主次微区域组合热源供热 | 504 | 4660 | 浑南新城 | 浑南新城，是沈阳市未来的行政中心、科技中心、文化中心。 |
| 联美生物能源 | 生物质热电联产 | | - | - | 发电全部供应给江苏省电力公司，蒸汽主要是供应给泰州新源电工器材有限公司 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心 表注：上述公司除三六六持股80%，其他均为100%控股。

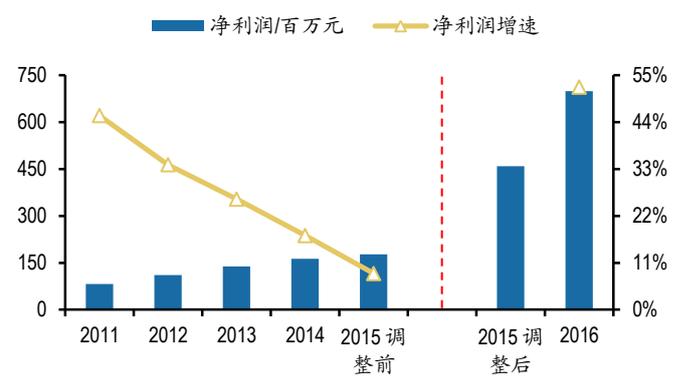
在整合联众新能源和联美集团旗下供热资产（2016年5月）前，公司本部专营沈阳市南部浑南新区的供暖和接网业务，受益所覆盖区域房地产业务蓬勃发展，公司2011-2015年（调整前）年复合收入增长率超过16%。由于此次并购属于同一控制下企业合并，需对以前年度报表进行追溯调整，调整后2015年公司营收和归母净利润分别为17.63亿元（调整前为7.58亿）和4.59亿元（调整前为1.77亿）。

图2：2011-2016年营收增速超16%（百万元）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

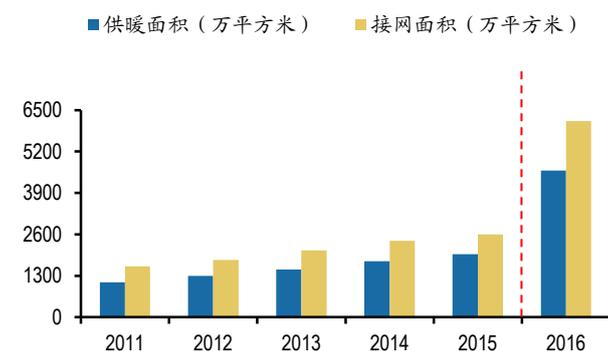
图3：资产注入后净利润增速企稳上升（百万元）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

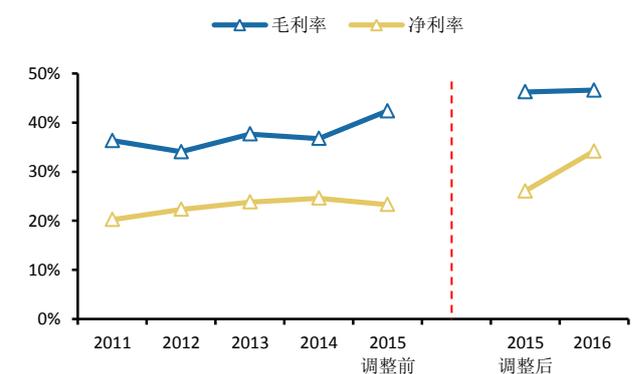
公司2016年营业收入20.44亿元（+15.59%），净利润6.99亿元（+52.2%），毛利率则高达46.62%。2016年9月公司公告以1.7亿元向金沪投资出售所持有的上海澜盛100%股权，增加合并财务报表投资收益8299万元，公司2016年扣非后净利润分别为4.51亿元。

图4：公司供暖&接网面积变化（2011-2016）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图5：公司净利率水平稳步上升

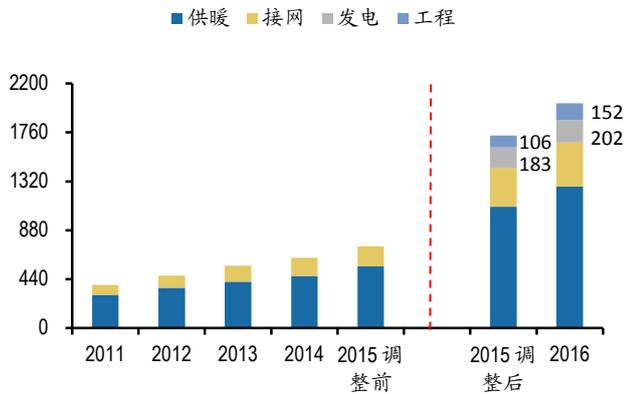


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

并购后公司新增了发电业务收入和工程收入。目前发电总装机容量达79MW，分别是新北热电49MW火电机组和联美生物能源30MW；工程主要为供热配套管网工程，公司从15年开始披露相应的数据。目前公司主营业务仍以接网和供暖为主，两者总收入和毛利润占比分别为82.5%、83.6%。接网、工程毛利率较高在70%以上，接网

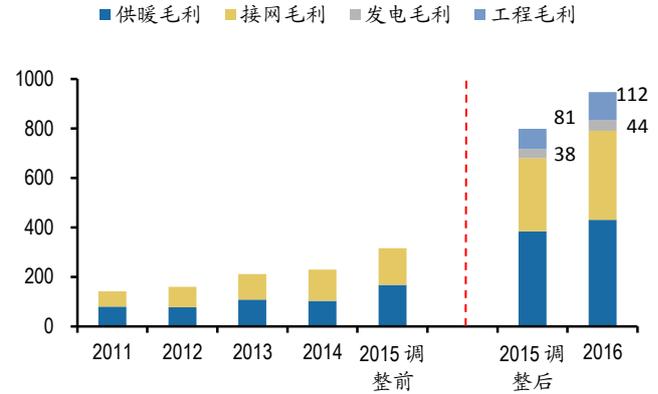
毛利率16年更是高达91.0%，而供暖、发电的毛利率相对较低，一般在20-30%之间。

图6：16年主营新增发电和工程业务（百万元）



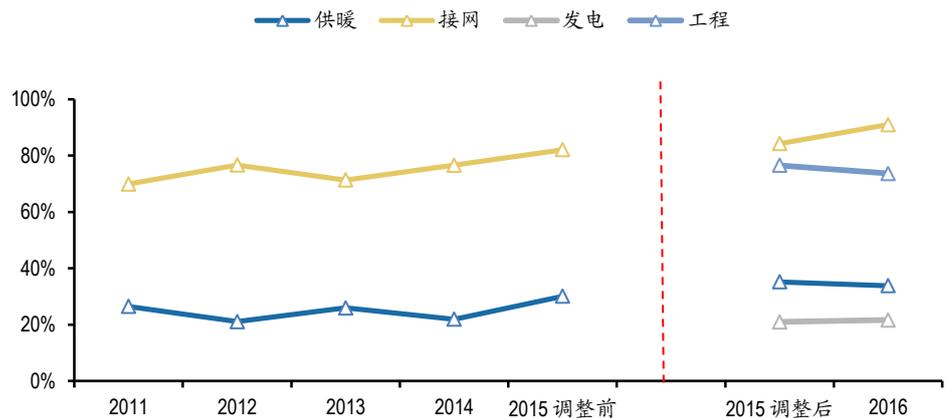
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图7：公司供暖毛利略高于接网毛利（百万元）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图8：接网和新增工程业务毛利较高

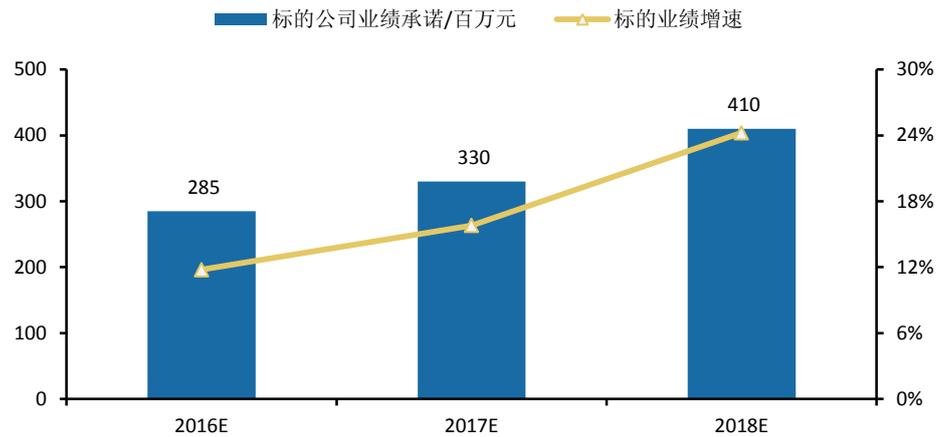


数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

2016年5月公司向联美集团发行股份购买其持有的沈阳新北18.24%股权，向联众新能源发行股份购买其持有的沈阳新北81.76%股权及国惠新能源100%股权，共发行46914万股，发行价为10.13元/股；同时募集配套资金38.7亿元尚未完成，底价13.09元、竞价发行，批文有效期至2017年5月。

根据增发方案，上述标的公司业绩承诺为2015、2016、2017、2018年分别不低于2.55、2.85、3.3、4.15亿元。2016年沈阳新北、国惠新能源合计实现调整后扣非净利润为3.42亿元，16年超出业绩承诺20%。我们预计在北方雾霾加剧的背景下，锅炉“拆小上大”仍将加速，公司集中供暖面积有望进一步提升，收购标的完成业绩承诺无忧。

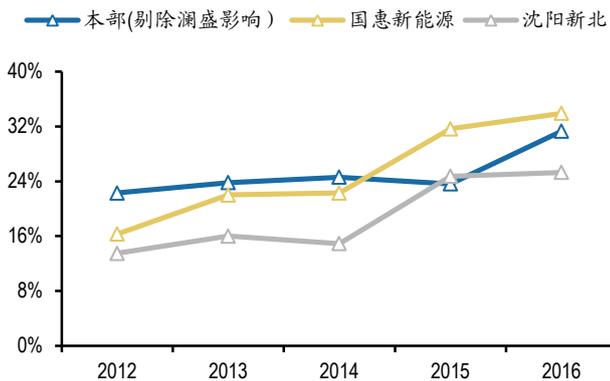
图9: 标的公司业绩承诺及增速



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

并购后公司净利率提升显著, 三费占比稳中有降。国惠新能源和沈阳新北2016年净利率分别为33.9%和25.3%, 而公司本部净利率水平也提升至30%以上(剔除上海澜盛收购受益影响), 公司16年净利率为34%, 扣除澜盛影响后为30%, 同比提升4%。

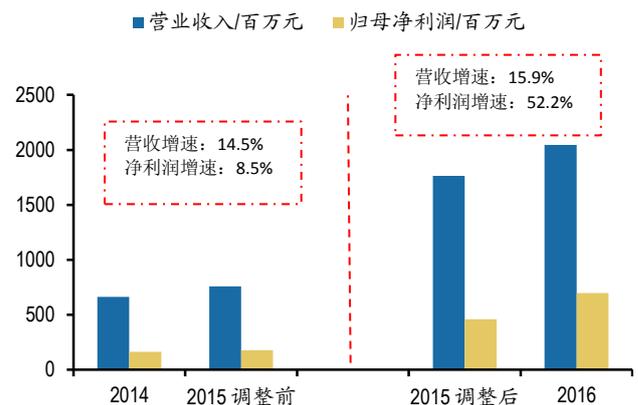
图10: 公司本部和并购标的净利率对比



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

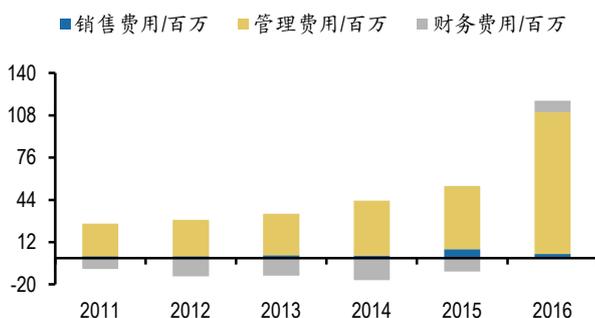
图注: 公司出售上海澜盛实业发展有限公司 100%股权, 产生投资收益8299万。

图11: 并购后利润和收入规模增长2倍



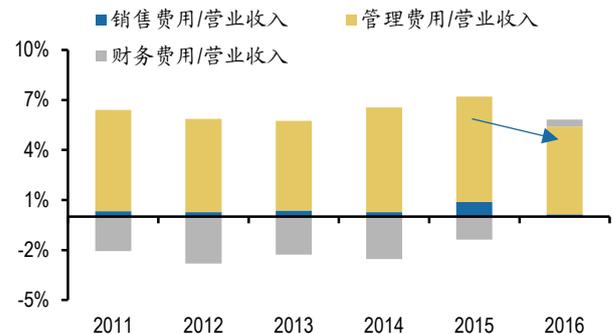
数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

图12: 并购后管理费用显著增长, 财务费用由负转正



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

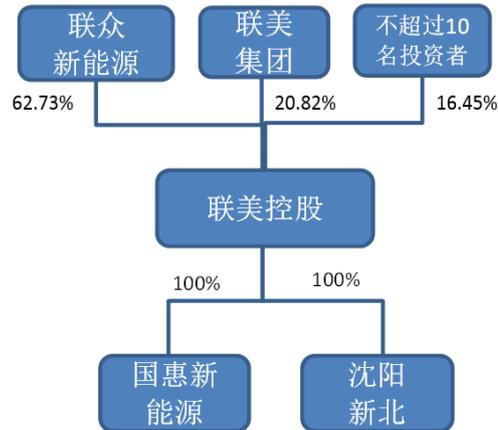
图13: 并购后整体费用率下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本次重组完成后，联美控股的控股股东为联众新能源，实际控制人为苏素玉及其相关方，持股比例达83.52%。

图14：公司收购后股权结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

有息负债率较低，收入季节性显著

公司的主营业务供暖、接网、工程运营模式：

- **供暖：**下游客户主要包括居民和商业客户。供热业务成本主要由燃煤成本、机组折旧、维护费用等因素决定。根据公司16年报相关披露，燃煤在成本中占比为41.2%，其次为折旧、维护费用。

表 2：供暖业务的主要模式及收费

| 供暖客户 | 供热价格 | 供暖时间 | 收费方式 |
|-------------|---------------------------------|----------------------------|-------------------|
| 区域内的居民、商业客户 | 居民：26.00 元/平米； 商业：28.32 元/平米 | 每年 11 月 1 日至次年 3 月 31 日 | 每年 7、8 月份开始预收当年费用 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

- **接网：**接网业务主要指覆盖区域供热用户的热网接入工程收入，一次性收款，会计上则采取10年平均递延确认。接网费的成本一部分在资本性支出（一次管网、设备和基建等）中体现，一部分为供热工程成本（二次网接入成本），根据历史情况测算，公司供热工程成本一般平均为每平米15元。

表 3：接网业务的主要模式及收费

| 接网客户 | 接网价格 | 确认方式 | 收费方式 |
|-------------|---------------------------------------|--------------------------|--------------------|
| 区域内的居民、商业客户 | 90-110 元/平米(测算值)；根据楼盘接入距离、楼盘条件不同而略有差异 | 分 10 年递延确认；未确认部分计入“递延收益” | 由房地产商在楼盘开发过程中预付给公司 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

➤ **工程：**公司以工程项目实际完工进度确认供暖工程相关收入。公司报告期内工程业务同比增长43%，主要系为减少热用户自行建设的管网和供热设施因质量问题造成的热损失，降低供热成本，公司加强了供热配套工程的承揽所致。

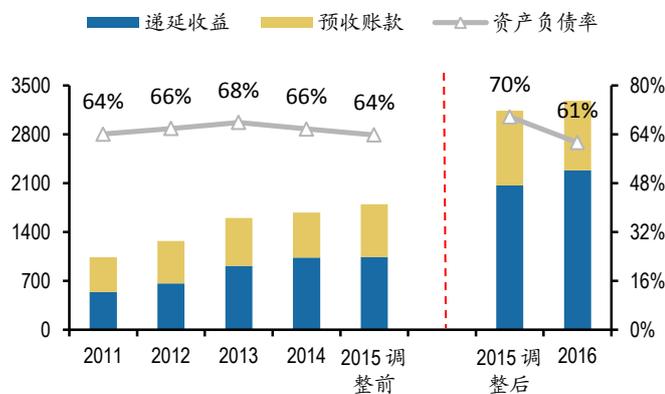
上述业务特征反映在资产负债表上，应关注预收账款和非流动负债的递延收益项：

递延收益：公司接网费采取10年递延确认的模式，2016年底递延收益（大部分为未确认的递延接网费收入）为23亿元。

预收账款：预收取暖费、预收接网费、预收工程款三项占比99%以上。2016年底预收款总额为9.93亿元。

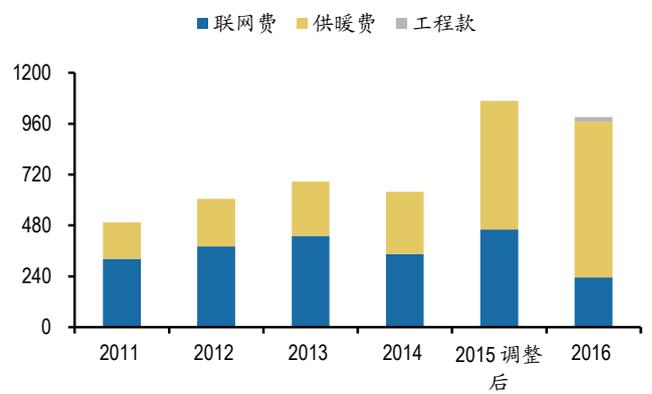
公司负债分为有息和无息负债，2016年公司总负债39.8亿元，其中有息负债仅有长期借款0.95亿元，无短期借款，有息负债率较低。

图15：预收+递延收益逐年增长



数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

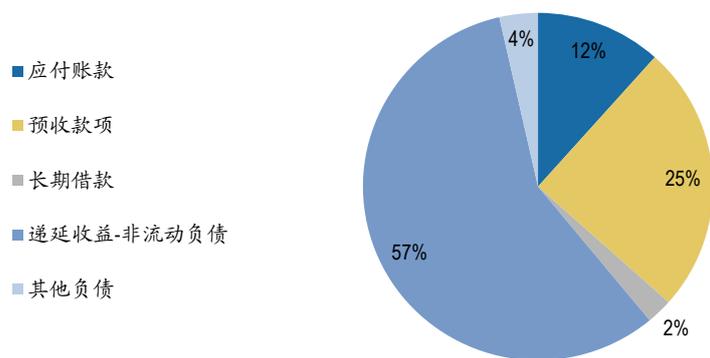
图16：2016年预收接网费下降近50%（百万元）



数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

注：该数据2015年年报未披露

图17：2016年公司总负债中中长期借款占比仅为2.4%



数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

38.7亿元融资尚待发行，进一步提升资金实力。公司此次定增募集配套资金总金额（含发行费用）38.7亿元，拟投资公司供热能力、管网工程等项目的建设，增发底价13.09元/股、竞价发行（批文有效期至17年5月）。

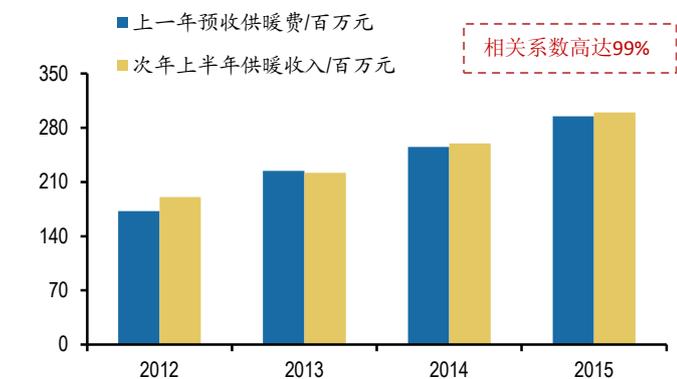
表 4: 公司此次募投项目情况一览

| 募投项目 | 实施主体 | 投资总额 (万元) | 募集资金投资额 (万元) | 募投项目进展/必要性 |
|----------------------------|--------|-----------|--------------|---|
| 文官屯热电厂热网工程项目 | 国新新能源 | 74196 | 20000 | 2016 年 5 月开工至 2019 年 10 月底 |
| 浑南新城南部热源热电联产区域能源升级改造热网工程项目 | 国润低碳 | 209166 | 45000 | 拟于 2016 年开工建设, 建设期 5 年 |
| 热网改造升级及环保设备改造工程 | 浑南热力 | 247128 | 247000 | 拟于 2016 年建设, 建设期 3 年 |
| 浑南热力 3 号热源厂建设项目 | 浑南热力 | 24875 | 15000 | 一期工程: 安装 2 台 85MW 热水锅炉已完成, 将续建 3 台 85MW 热水锅炉和 1 台 90t/h 蒸汽锅炉, 16 年开工, 工期约 2 年 |
| 清洁能源工程项目 | 浑南热力 | 32998 | 32000 | 拟于 2017 年 10 月开工建设, 将 1 号热源厂的 3 台燃煤锅炉改为 3 台 70MW 燃气锅炉。 |
| 生物质发电项目 | 联美生物能源 | 33200 | 7000 | 计划施工时间 1 年半, 75t/h 循环固定床秸秆锅炉+C12 抽凝发电机组 |
| 能源移动互联网多元服务项目 | 沈阳三六六 | 73150 | 21000 | 为热电联产服务供热企业及用户建立大数据统一运营平台 |
| 合计 | | 772829 | 387000 | |

数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

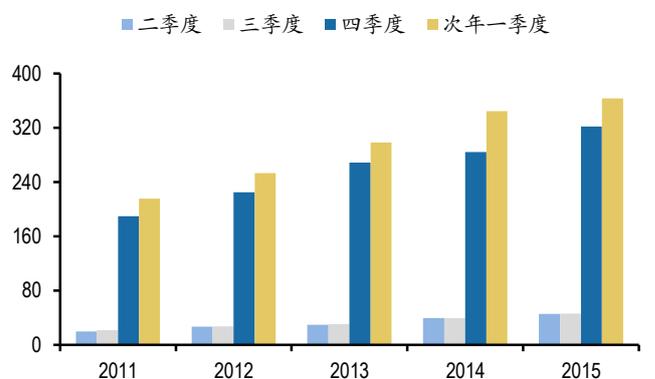
沈阳地区供热季为每年的11月1日至次年3月31日, 因而公司的供热收入亦集中于1、4季度。一般来说公司从每年7、8月开始收取下一个供暖期供暖费, 因此一般年底账面上会形成较多预收供暖费, 从收入确认方式来看, 供暖收入按受益期在第一年的11月份至第二年的3月份分五个月转收入。因此公司年底的预收账款和之后一年的收入呈现很高的相关性——年底预收的取暖费几乎和第二年上半年的取暖费收入持平。

图 18: 预收取暖费和第二年上半年供暖收入呈高相关



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心
表注: 2015年调整前的预收取暖费并未披露。

图 19: 营业收入主要在供暖季即1、4季度 (百万元)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心
注: 2015年为调整前数据

城镇化+环保推动，供热业务持续增长可期

集中供暖等获大力推广，公司供热面积增长仍有较大空间

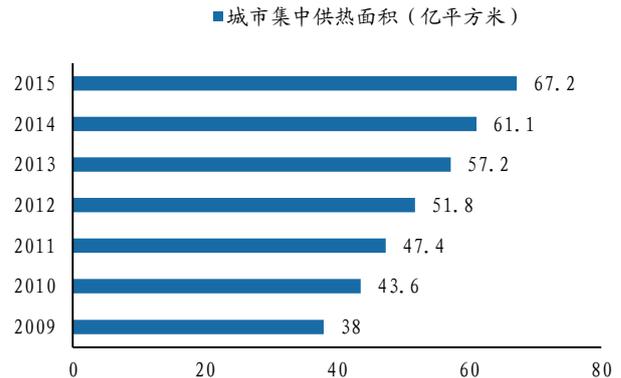
2015年，全国城市集中供热面积累计已达67.20亿平方米，同比增长9.98%；城市集中供热投资规模达到641.12亿元，较前三年有所缩减，但仍处于相对高位，其中城市集中供热投资486.13亿元，县城集中供热投资154.99亿元。

图20: 2009-2015年全国城市集中供热建设投资额



数据来源：国家统计局，住建部，广发证券发展研究中心

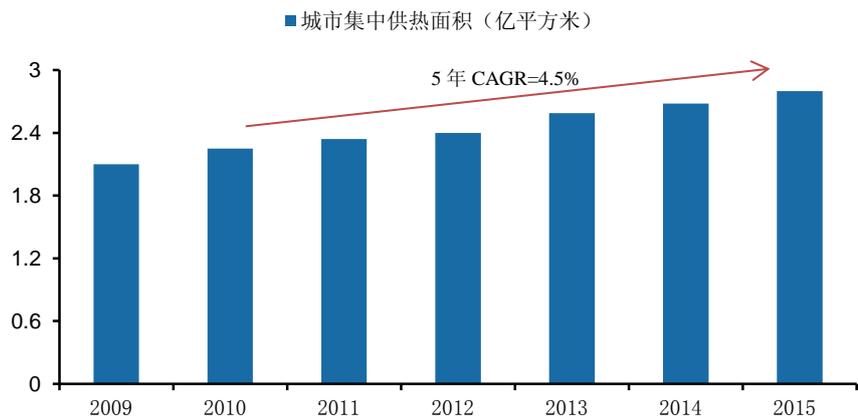
图21: 2009年至2015年全国城市集中供热面积



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

近年来沈阳市城市供热面积稳步增加，近5年复合增速为4.5%，**2015年沈阳市供热面积达到2.8亿平方米，全市供热管网总长度9840公里。**与此同时，2015年全年沈阳市共拆除供热锅炉270台。在不断加强锅炉脱硫、脱硝、除尘改造、“拆小并大”、清洁能源替代的背景下，沈阳市正在形成以建设大型热电联产、背压机组和大型集中热源为主，以清洁能源供热为辅的供热格局。

图22: 2009-2015年沈阳市城市供热面积



数据来源：沈阳市国民经济和社会发展统计公报，广发证券发展研究中心

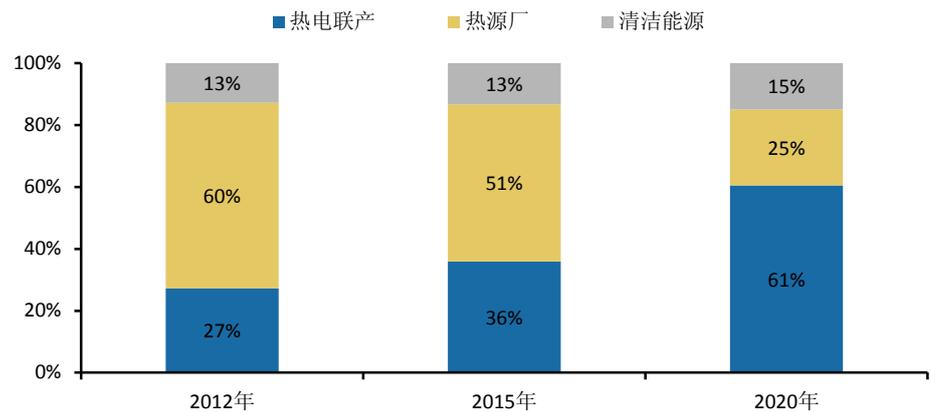
未来5年沈阳供暖行业的增量来自于供热面积的自身增长和拆除锅炉后的替代:

➢ 根据沈阳市政府远期供热规划，到2020年沈阳市中心城区供热面积将达3.57亿

平方米，即未来5年CAGR达5%。其中采暖热负荷16581MW，蒸汽负荷 3870t/h。

- 2016年发改委、能源局等5部委印发的《热电联产管理办法》中明确指出要力争实现北方大中型以上城市热电联产集中供热率达到60%以上。根据沈阳市中心区集中供热比例规划，到2020年热电联产占比达61%，同时提出到2017年拆除或改造全部单台容量 20t/h（14MW）以下的燃煤供热锅炉房373座，到2020年逐步拆除或改造单台容量 40t/h（29MW）以下的燃煤供热锅炉房65座，截至2015年底热电联产在占比仅为36%，公司新收购的沈阳新北就是采取热电联产模式，年发电量约为2.4亿度，未来有望受益行业增长。

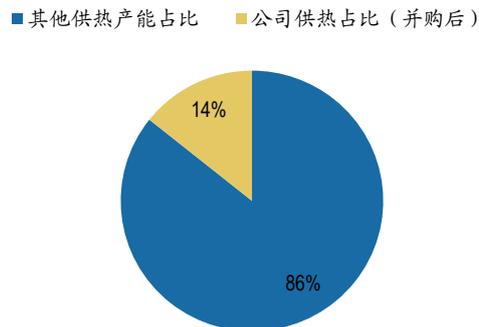
图23：热电联产、热源厂、清洁能源在沈阳市中心区集中供热中占比



数据来源：《沈阳市城市供热规划（2013-2020年）》，广发证券发展研究中心

热源点的建设具有排他性，公司供热面积扩张仍有较大潜在空间。《热电联产管理办法》规定热电联产机组以热水为供热介质的供热半径一般按20公里考虑，以蒸汽为供热介质的一般按10公里考虑，范围内原则上不再另行规划建设其他热源点。2015年沈阳供热面积为2.8亿平方米，公司供热面积为0.4亿平方米，占比14.28%。

图24：2015年末公司供热面积为沈阳供热面积的14.28%



数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

沈阳清洁能源、可再生能源供热亦存在潜在发展空间。12月21日，习近平主席主持中央财经领导小组第十四次会议，会议主题包括“十三五”纲要的165项重大工程+解决人民普遍关心的“突出问题”，即会议主题是十三五重大工程+民生突出问题！十三五期间重大工程，无疑关系着未来5年的投资重点；所谓“普遍关心”的“突出问题”，更是亟待解决的重点问题。其中清洁供热被列为6项议题之一。

除推锅炉热电联产和集中供热外，沈阳积极鼓励地源热泵、污水源热泵、太阳能等清洁能源在三产和民用采暖领域的应用。对于非采暖用燃煤锅炉房或不具备接网条件的锅炉房，全部改造为上述清洁能源项目。2012年沈阳市中心城区清洁能源供热面积3100万平方米，主要有地源热泵、燃气、燃油、电、太阳能等几种供热方式，其中地源热泵、污水源热泵占比最大，有效改善城区环境。根据《沈阳市城市供热规划（2013~2020年）》到2020年清洁能源、可再生能源供热面积将达到5300万平方米，潜在发展空间较为广阔。

并购后公司供暖方式向清洁供热延伸。联众新能源入主公司后，使得公司在城市供热服务主业实力得到显著提升的同时，在清洁供热方面也有外延扩展。新增的联美生物能源是以生物质为原料的清洁能源热电联产、国惠新能源及其子公司沈水湾则通过热动式中水源热泵对废热资源进行回收利用，上述两种供热方式均属于节能环保供热。按生产模式分，并购后公司共有燃煤锅炉集中供热、热电联产和水源热泵与集中供热联合三类。其中国惠新能源及其子公司沈水湾采用上述第三类供热方法。

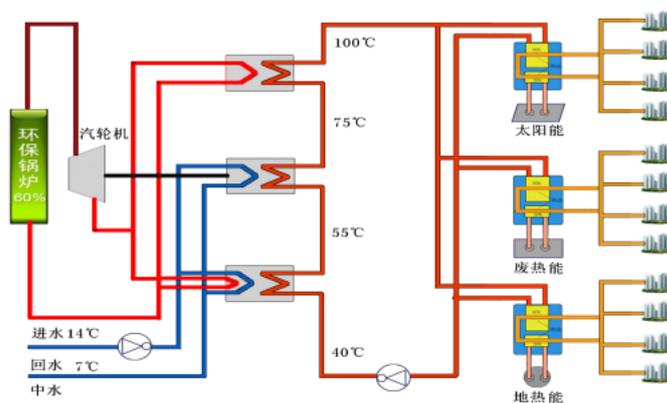
表5: 公司供暖的三类生产模式

| 公司名称 | 供热生产模式 |
|-------|-------------|
| 浑南热力 | 集中供热 |
| 沈阳新北 | 热电联产 |
| 国新新能源 | 热电联产 |
| 国惠新能源 | 水源热泵与集中供热联合 |
| 沈水湾 | 水源热泵与集中供热联合 |
| 国润低碳 | 集中供热 |

数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

国惠新能源及沈水湾的热源生产以热泵技术及梯级利用技术为核心，利用毗邻的污水处理厂产出的40万吨/天、水温14~16℃的中水，采用水源热泵及梯级加热技术，将低品位热能提升温度后用来加热一次网供热循环水，最大限度的提高热源厂效能。该技术的成本主要来自于水电费，通过采用水源热泵与集中供热联合供热技术净利率能达到30%左右的水平。截至2015年7月，国惠新能源及其子公司沈水湾利用水源热泵技术节省煤炭消耗量占其实际煤炭消耗量的26.14%，能源节约显著。

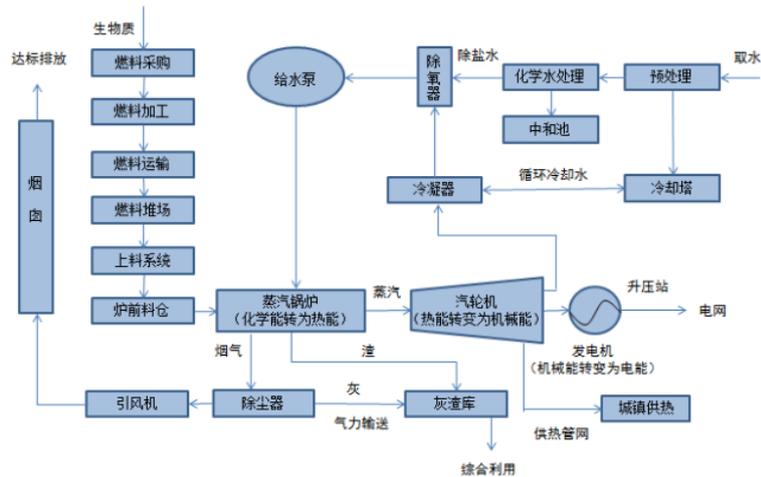
图25: 水源热泵技术及梯级利用技术示意图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

国惠新能源水源热泵集中供热项目被列入沈阳市大气治理项目，获得了沈阳市大气治理项目剩余20亿日元低息建设贷款，有效地降低了建设期财务费用；同时由于大规模采用水源热泵供热，国惠新能源被评为高新技术企业，享受高新技术企业的税收优惠。目前国惠新能源按照15%的税率征收企业所得税。未来国惠新能源及沈水湾利用水源热泵技术及其他清洁能源技术的发展进度，取决于两个因素：一是可利用的清洁能源热能总量特别是可利用的中水总量；另外一是考虑到经济性最优原则，从而确定清洁能源替代比例方案。

图26：生物质热电联产模式示意图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

生物质项目建设及运营经验成熟，异地复制可期。联美生物能源生产经营的主要原材料为农业废弃物秸秆，按照其现有产能30MW发电机和2*75t/h蒸汽锅炉，每年能够处理24-30万吨左右的生物质，综合厂用电率在9.5%左右，2016年售电量约为1.92亿千瓦时，含税上网电价0.75元/千瓦时，可再生能源接网费0.01元/千瓦时。联美生物能源位于中国唯一的国家级医药高新区——泰州国家医药高新技术产业开发区，园区总体规划面积25平方公里，项目规划发电产能2.7亿度/年，年生产蒸汽117万吨。泰州市为传统农业大市，区域内农作物秸秆等燃料资源丰富。公司通过该项目积累了生物质热电联产的成熟经验，近期公告与抚顺就生物质发电项目，异地复制可期。

图27：泰州国家医药高新技术产业开发区



数据来源：百度百科，广发证券发展研究中心

三六六科技助力公司打造“互联网+”智慧能源服务平台，公司主营为移动互联网应用、信息化管理、互连网远程控制、节能技术研发，目前已基于其独立操作平台及智能监控技术为客户提供社区服务、供热缴费、换热站多维监控系统委托运维等服务。

供热面积驱动，业绩持续快速成长可期

由于热源点的建设具有排他性，根据沈阳市各地区的规划供暖建筑面积，公司远期规划供热面积总额将达1.35亿平方米，16年末公司供暖面积合计为0.46亿平方米。

表6: 公司供暖远期规划面积与公司2015年末供热面积对比

| | 2015年供热面积/万㎡ | 远期规划供热建筑面积/万㎡ |
|-------|--------------|---------------|
| 浑南热力 | 1980 | 3300 |
| 沈阳新北 | 786 | 960 |
| 国新新能源 | 33 | 2613 |
| 国惠新能源 | 529 | 2000 |
| 沈水湾 | 157 | - (国惠已包含) |
| 国润低碳 | 504 | 4660 |
| 合计 | 3989 | 13533 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心 表注：2016年暂无分部供热面积数据。

国润低碳受益沈阳市委、市政府迁入，供热面积有望快速增长。该项目位于浑南新城，是沈阳市未来的行政、科技、文化中心。自2012年底全运村项目低温试供暖后，2013年1月起供热资产陆续投入使用。目前供暖面积达到600万平方米左右。公司供暖区域内有多所大学、展览馆、火车站等公建建筑，由于沈阳区域内公建供暖每平方米高出居民供暖2元以上，因此公建供暖面积占比的增加有助于提升该项目毛利率。根据沈阳市热力工程设计研究院调研，19年该地区供热面积将发展到2100万平方米。

图28: 国润低碳所处地区供暖面积增加有望加速

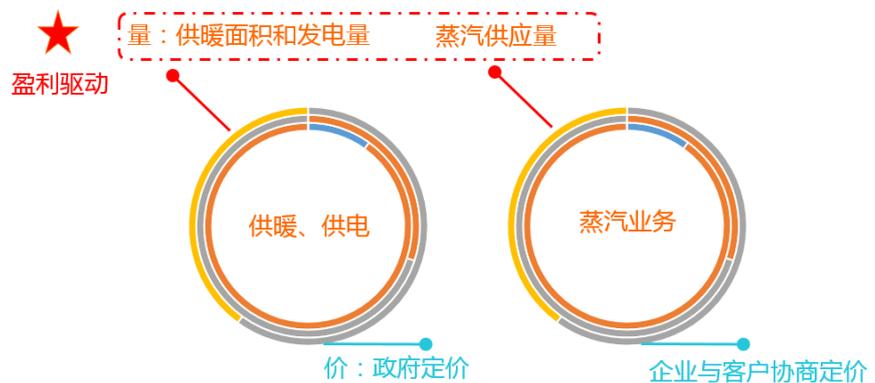


数据来源：百度地图，广发证券发展研究中心

由于供暖收费、上网电价属于政府定价，因此供暖面积的稳定增长和发电量的平稳提升将成为提高供暖、供电业务收入的第一驱动要素，再加之热电联产企业普遍采用以热定电的模式，因此供暖面积为公司收入增长的第一驱动要素。对于蒸汽业务，价格主要由企业和客户协商确定，蒸汽供应量为盈利能力的主要因素。因此随着公

司供暖面积的不不断提升，业绩有望持续快速成长。

图29：供暖面积为公司收入增长重要驱动要素



数据来源：广发证券发展研究中心

供暖业务持续增长，外延扩张预期加速

盈利预测

重要假设：

1、联美控股原本部：

- 接网面积：2017-19年分别增长220、220、220万平米；
 - 供暖面积：2017-10年分别增长220、220、220万平米；
- 燃煤价格保持低位；供暖价格均价27-28元/立方米；

2、沈阳新北：

沈阳新北的装机容量为49千千瓦，年发电小时数为5000小时左右，综合厂用电率在12%左右，年售电量约为2.1亿千瓦时，确定售电价格为0.3797元/千瓦时（不含税）。蒸汽销售价格195元/吨（含税）计算，供热面积假设2018年增长至960万平方米。国新新能源2016年及以后所在区域的规划预测总量和目标公司的市场份额预计到2022年增长到1150万平方米。

江苏联美的装机容量为30千千瓦，年发电小时数为7000小时左右，综合厂用电率在9.5%左右，年售电量约为1.92亿千瓦时，含税上网电价0.75元/千瓦时，可再生能源接网费0.01元/千瓦时。预期随着下游客户的拓展，公司蒸汽量有较大增长空间。

3、国惠新能源：

根据《沈阳市城市热电发展总体规划》（2006—2020年），2006-2010年规划建设沈阳于洪新城热源厂，规划建筑面积为1200万平方米，预计国惠新能源将在2022年达到1000万平方米的供暖面积。沈水湾将在2022年达到260万平方米的供暖面积。

国润低碳2016年以后浑南新城供热专项规划集中供热面积为4660万平方米。根据沈阳市热力工程设计研究院的调研，2019年该地区的供热面积将发展到2100万平方米。2015年11月市政府已经搬迁，预期带动该区域房地产等配套设施加速发展。

根据以上假设，对公司2017-2019年营业收入、营业成本及净利润作出如下预测：

表7：联美控股（收购后）盈利预测

| 浑南热力+本部业务 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|----------|----------|
| 供热收入/百万 | 676 | 737 | 799 |
| 增速 (%) | 10.0% | 9.1% | 8.4% |
| 供热面积/万 m2 | 2410 | 2630 | 2850 |
| 新增/万 m2) | 220 | 220 | 220 |
| 均价/元/m3 | 28.03 | 28.03 | 28.03 |
| 接网收入/百万 | 191 | 207 | 227 |
| 接网费 | 169 | 185 | 205 |
| 增速 | 6.8% | 9.3% | 11.0% |
| 接网面积/万 m2 | 2810 | 3030 | 3250 |
| 新增/万 m2 | 210 | 220 | 220 |
| 主营业务收入 | 902.1 | 984.1 | 1035.9 |
| 主营业务成本 | 541.23 | 590.47 | 621.54 |
| 标的公司 | | | |
| 沈阳新北 | | | |
| 营业收入/百万 | 852.06 | 981.10 | 1,068.66 |
| 营业成本/百万 | 526.10 | 598.04 | 674.65 |
| 国惠新能源 | | | |
| 营业收入/百万 | 809.96 | 1,055.85 | 1,296.42 |
| 营业成本/百万 | 418.77 | 519.25 | 613.65 |
| 工程业务 | | | |
| 总体收入 | 204.59 | 255.74 | 294.10 |
| 总体成本 | 56.83 | 72.89 | 83.82 |
| 合并报表 | | | |
| 营业收入/百万 | 2768.65 | 3276.80 | 3695.08 |
| 营业成本/百万 | 1542.94 | 1780.65 | 1993.66 |

数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

表注：合并报表量与上述分部差值为其他收入，占比较小。

内生增长持续，期待外延发展，给予“买入”评级

新一届董事长由苏壮强担任。2016年11月23日公司原董事长朱昌一请辞，并继续担任公司董事、总经理职务；苏壮强被选举成为新一任董事长，股东大会已经通过。新一届董事长苏壮强同时担任联美投资董事长、沈阳新北董事长、国惠新能源董事长、联众新能源有限公司执行董事。公司换帅之后预期资本运作和外延扩张有望加速。2016年11月7日，董事会通过公司全称由“联美控股股份有限公司”变更为“联美量子股份有限公司”。目前已完成工商变更登记手续，公司证监会简称尚未改变。

暂不考虑配套增发，预计公司17-19年EPS分别为1.27、1.54、1.77元/股，对应PE分别为17.5、14.4和12.6倍；考虑配套融资摊薄，预计公司17-19年EPS分别为1.03、1.27、1.46元/股，对应PE分别为21.7、17.5和15.3倍。公司未来供暖面积持续增长空间仍广阔，且尚有38.7亿元增发待完成，增发完成后现金充裕。集团董事长接任上市公司董事长，预期外延扩张加速，给予“买入”评级，建议关注配套融资进程。

表 8：供热公司估值情况对比（2017.03）

| 名称 | 市值 (亿元) | 收盘价 (元) | eps 元/股 | | | PE | | | 公司布局 |
|------|------------|------------|---------|---------|-------|-------|---------|-------|-------------------------------------|
| | | | 2015A | 2016A/E | 2017E | 2015 | 2016A/E | 2017E | |
| 富春环保 | 102.6 | 12.89 | 0.23 | 0.31 | 0.52 | 56.0 | 41.6 | 24.8 | 受益下游景气上行+工业入园，热力业务量价齐升，外延步伐加快 |
| 长青集团 | 90.5 | 24.31 | 0.31 | 0.44 | 0.68 | 78.4 | 55.3 | 35.8 | 集中供热多单投运，生物质热电联产外延拓展加速，燃气具市场稳定发展 |
| 迪森股份 | 65.1 | 18.00 | 0.12 | 0.36 | 0.51 | 150.0 | 50.0 | 35.3 | 雾霾治理带动煤改气需求爆发，公司现有工业锅炉、壁挂炉、分布式等业务增长 |
| 联美控股 | 151.3 | 22.25 | 0.84 | 1.03 | 1.27 | 26.5 | 21.6 | 17.5 | 资产注入完成，受益雾霾治理，集中供热比例快速提升、水源热泵供暖比例增长 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 表注：上述对比暂不考虑联美募集配套资金。

风险提示

地源热泵、电采暖等其他供暖方式的替代风险；

煤价波动导致利润波动；区域接网面积增长不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------|-------|-------|------|------|-------|
| 流动资产 | 1649 | 2647 | 2980 | 2994 | 3119 |
| 货币资金 | 697 | 1274 | 1595 | 1343 | 1287 |
| 应收及预付 | 909 | 1245 | 1178 | 1420 | 1556 |
| 存货 | 43 | 86 | 136 | 172 | 219 |
| 其他流动资产 | 0 | 42 | 70 | 60 | 57 |
| 非流动资产 | 1581 | 3841 | 4537 | 5728 | 6995 |
| 长期股权投资 | 98 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 895 | 2714 | 3269 | 4074 | 4844 |
| 在建工程 | 0 | 181 | 281 | 681 | 1181 |
| 无形资产 | 61 | 307 | 302 | 302 | 302 |
| 其他长期资产 | 527 | 639 | 684 | 670 | 667 |
| 资产总计 | 3230 | 6489 | 7516 | 8722 | 10115 |
| 流动负债 | 1018 | 1597 | 2233 | 2563 | 2830 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 1018 | 1597 | 2233 | 2563 | 2830 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 1044 | 2381 | 1895 | 1695 | 1595 |
| 长期借款 | 0 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 1044 | 2286 | 1800 | 1600 | 1500 |
| 负债合计 | 2063 | 3979 | 4128 | 4258 | 4426 |
| 股本 | 211 | 680 | 680 | 680 | 680 |
| 资本公积 | 247 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| 留存收益 | 707 | 1723 | 2588 | 3642 | 4843 |
| 归属母公司股东权 | 1166 | 2479 | 3344 | 4398 | 5599 |
| 少数股东权益 | 2 | 29 | 42 | 64 | 88 |
| 负债和股东权益 | 3230 | 6489 | 7516 | 8722 | 10115 |

现金流量表

单位: 百万元

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 459 | 1026 | 1938 | 1776 | 2175 |
| 净利润 | 177 | 716 | 878 | 1075 | 1225 |
| 折旧摊销 | 106 | 306 | 478 | 690 | 927 |
| 营运资金变动 | 149 | 50 | 625 | 64 | 86 |
| 其它 | 27 | -46 | -44 | -52 | -63 |
| 投资活动现金流 | -1101 | -463 | -1126 | -1825 | -2127 |
| 资本支出 | -138 | -520 | -1126 | -1825 | -2127 |
| 投资变动 | -103 | 95 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -861 | -38 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -2 | -307 | -491 | -204 | -104 |
| 银行借款 | 180 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债券融资 | -180 | -304 | -486 | -200 | -100 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -2 | -3 | -5 | -4 | -4 |
| 现金净增加额 | -644 | 256 | 321 | -252 | -56 |
| 期初现金余额 | 1341 | 697 | 1274 | 1595 | 1343 |
| 期末现金余额 | 697 | 953 | 1595 | 1343 | 1287 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 14.5 | 169.8 | 35.4 | 18.4 | 12.8 |
| 营业利润增长 | 27.0 | 244.0 | 22.1 | 22.3 | 13.4 |
| 归属母公司净利润增长 | 8.5 | 295.8 | 23.8 | 21.8 | 14.0 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 42.4 | 46.6 | 44.3 | 45.7 | 46.0 |
| 净利率 | 23.3 | 35.0 | 31.7 | 32.8 | 33.2 |
| ROE | 15.2 | 28.2 | 25.9 | 24.0 | 21.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 63.9 | 61.3 | 54.9 | 48.8 | 43.8 |
| 净负债比率 | -0.6 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.2 |
| 流动比率 | 1.62 | 1.66 | 1.33 | 1.17 | 1.10 |
| 速动比率 | 1.57 | 1.58 | 1.26 | 1.05 | 0.97 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.25 | 0.42 | 0.40 | 0.40 | 0.39 |
| 应收账款周转率 | 69.65 | 19.72 | 36.77 | 47.55 | 46.49 |
| 存货周转率 | 13.92 | 16.95 | 11.41 | 10.43 | 9.13 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.84 | 1.03 | 1.27 | 1.55 | 1.77 |
| 每股经营现金流 | 2.18 | 1.51 | 2.85 | 2.61 | 3.20 |
| 每股净资产 | 5.52 | 3.65 | 4.92 | 6.47 | 8.23 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 24.0 | 16.2 | 17.5 | 14.4 | 12.6 |
| P/B | 3.6 | 4.6 | 4.5 | 3.4 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 10.0 | 9.0 | 8.9 | 7.0 | 5.8 |

利润表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 758 | 2044 | 2769 | 3277 | 3695 |
| 营业成本 | 437 | 1091 | 1543 | 1781 | 1994 |
| 营业税金及附加 | 17 | 19 | 28 | 33 | 37 |
| 销售费用 | 7 | 3 | 4 | 3 | 4 |
| 管理费用 | 48 | 107 | 133 | 157 | 177 |
| 财务费用 | -10 | 9 | -25 | -26 | -22 |
| 资产减值损失 | 1 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -1 | 81 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 259 | 890 | 1086 | 1328 | 1506 |
| 营业外收入 | 4 | 36 | 40 | 50 | 65 |
| 营业外支出 | 29 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 233 | 924 | 1126 | 1378 | 1571 |
| 所得税 | 57 | 208 | 248 | 303 | 346 |
| 净利润 | 177 | 716 | 878 | 1075 | 1225 |
| 少数股东损益 | 0 | 17 | 13 | 22 | 25 |
| 归属母公司净利润 | 177 | 699 | 865 | 1054 | 1201 |
| EBITDA | 355 | 1129 | 1539 | 1993 | 2410 |
| EPS(元) | 0.84 | 1.03 | 1.27 | 1.55 | 1.77 |

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4年中国再生金属分会工作经历，2015年、2016年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|
| 地址 | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。