

公司研究/动态点评

2017年04月14日

公用事业/电力 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 22.62
合理价格区间(元): 26.70~29.37

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

黄斌 010-63211166

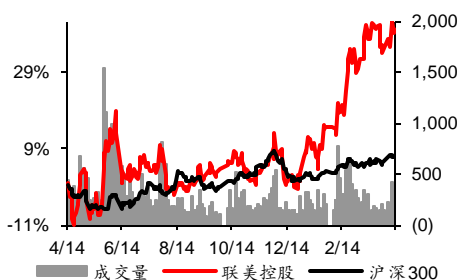
联系人 huangbin011446@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

1 《**联美控股(600167,买入): 区域供热龙头, 开启新篇章**》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

17Q1 维持高增长, 净利同比增 42%

联美控股(600167)

2017 年一季度公司净利润同比增 42%，维持高增长

公司发布 2017 年一季度业绩预告, 1-3 月公司共累计实现净利润约为 4.52 亿元, 同比增长 42%, 对应每股收益约为 0.66 元, 超出我们的预期。报告期内公司净利润维持高速增长主要受益于公司供热与接网面积的同步增长, 以及对于成本与费用管控力度的加强。

17 年开局实现高增长, 全年业绩可期

从公司历史经营数据来看, 由于每年居民供暖季为 11 月至次年 3 月, 每年 Q1、Q4 为公司收入与净利润确认的高峰时点, 两季度净利润合计占比可达全年 80-90% 的水平。此次, 公司在 17Q1 净利润保持了 42% 的快速增长为全年业绩打下基础。

资产整合为公司打开发展空间, 内生增长动力强

2016 年公司完成了上市公司供热资产与集团公司供热资产的全面整合, 一方面加强了沈阳市内供热业务的协同效应; 另一方面突破了原有的地域限制, 初步完成了上市公司跨区域发展的布局。截止 2016 年底公司供热与接网面积分别达到 4600 与 6160 万 m², 接网面积超出供热面积 33.91%, 为 2017 年供热面积稳步增长打下基础。同时, 公司仍有已获批未开发面积约 7000 万平米, 为公司已接网面积 1.14 倍。

致力于更加清洁的能源供应体系, 推进跨区域发展

考虑到东北地区居民供暖费用低于京津冀发达地区, 全面采用天然气或可再生能源供暖在一定程度上不能完全覆盖成本。公司正在积极推进主、次、微三级协同供热体系, 以热电联产机组为主、热源调峰为辅、再增加可再生分布式微热源, 以实现冬季居民供暖的节能、减排。同时, 可根据不同区域资源特性构建最优供热体系, 公司已与抚顺胜利经济开发区管委会签订生物质发电项目开发框架协议。

维持公司“买入”评级, 目标价 26.70 元-29.37 元

预计公司 17-18 年净利润水平分别为 8.69 亿元和 10.56 亿元, 如按公司配套募资金前股本计算, EPS 分别为 1.28、1.55 元, 对应 PE 分别为 18 倍和 15 倍。如按照公司配套募集资金完成后股本计算(以 13.09 元/股底价发行), 预计公司 17-18 年每股盈利分别为 0.89 元和 1.08 元, 对应市盈率分别为 25 倍和 21 倍。A 股同类公司 17-18 年平均 PE 分别为 33 倍和 28 倍。维持公司“买入”评级, 给予公司按底价增发摊薄后 2017 年 PE 区间 30-33 倍, 对应目标价应为 26.70 元-29.37 元。

风险提示: 煤炭价格大幅上涨导致公司供热成本增加; 公司新接网面积增速不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	680.15
流通 A 股(百万股)	111.90
52 周内股价区间(元)	14.39-22.97
总市值(百万元)	15,385
总资产(百万元)	6,489
每股净资产(元)	3.65

资料来源: 公司公告

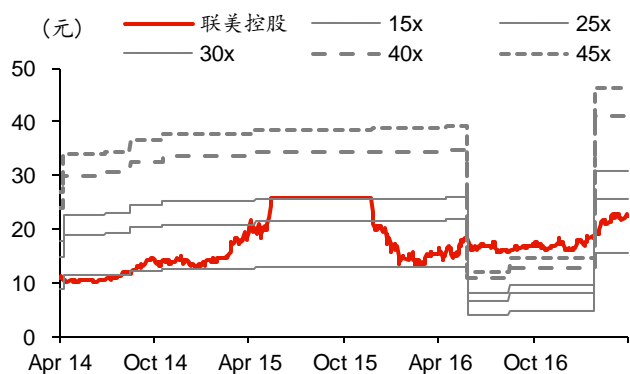
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,763	2,044	2,565	3,165	3,887
+/-%	166.56	15.95	25.44	23.40	22.83
净利润(百万元)	459.21	698.92	869.45	1,056	1,269
+/-%	182.09	52.20	24.40	21.43	20.15
EPS(元, 最新摊薄)	0.68	1.03	1.28	1.55	1.87
PE(倍)	33.50	22.01	17.70	14.57	12.13

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

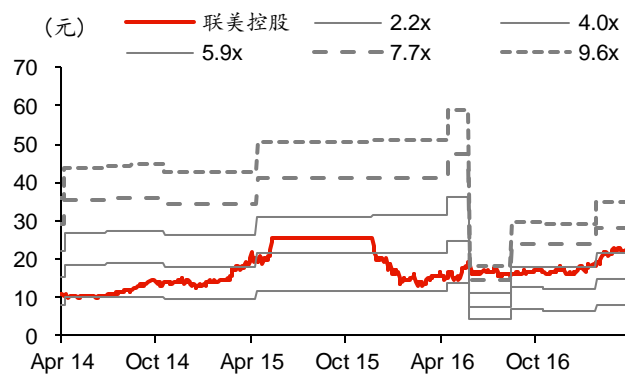
PE/PB - Bands

图表1: 联美控股历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 联美控股历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,204	2,647	4,720	7,013	9,637
现金	1,023	1,274	718.46	2,611	3,697
应收账款	113.11	194.74	1,785	2,330	2,637
其他应收账款	924.23	1,019	1,083	1,474	1,776
预付账款	16.44	31.58	37.39	163.83	175.45
存货	85.24	85.81	837.05	273.63	1,058
其他流动资产	41.73	42.21	259.45	159.73	293.28
非流动资产	3,751	3,841	3,038	2,787	2,533
长期投资	98.08	0.40	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	2,607	2,702	2,555	2,356	2,131
无形资产	308.82	301.88	294.61	287.41	280.18
其他非流动资产	737.20	836.96	188.58	144.07	121.12
资产总计	5,955	6,489	7,758	9,800	12,170
流动负债	1,843	1,597	2,316	2,774	3,552
短期借款	30.00	0.00	300.00	350.00	550.00
应付账款	522.60	462.82	630.14	746.92	973.89
其他流动负债	1,291	1,134	1,386	1,677	2,028
非流动负债	2,309	2,381	2,043	2,546	2,840
长期借款	239.77	95.43	245.43	495.43	795.43
其他非流动负债	2,069	2,286	1,797	2,051	2,045
负债合计	4,152	3,979	4,359	5,320	6,392
少数股东权益	14.22	29.22	49.40	73.85	103.24
股本	211.00	680.15	680.15	680.15	680.15
资本公积	545.00	75.92	75.92	75.92	75.92
留存公积	1,024	1,723	2,594	3,650	4,919
归属母公司股	1,788	2,481	3,350	4,406	5,675
负债和股东权益	5,955	6,489	7,758	9,800	12,170

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,046	1,026	(1,597)	1,522	486.80
净利润	470.68	715.84	889.64	1,080	1,298
折旧摊销	259.69	305.87	245.50	251.33	254.31
财务费用	40.27	8.64	(10.28)	(9.19)	(9.17)
投资损失	(0.00)	(80.77)	(30.00)	(60.00)	(90.00)
营运资金变动	223.79	49.99	(2,475)	81.82	(1,045)
其他经营现金	51.99	26.26	(217.18)	177.95	78.62
投资活动现金	(451.15)	(462.58)	582.56	61.50	89.75
资本支出	440.54	520.29	0.00	0.00	0.00
长期投资	(13.20)	(69.88)	(554.66)	0.00	0.00
其他投资现金	(23.81)	(12.17)	27.90	61.50	89.75
筹资活动现金	(1,201)	(307.40)	459.08	309.19	509.17
短期借款	30.00	(30.00)	300.00	50.00	200.00
长期借款	239.77	(144.34)	150.00	250.00	300.00
普通股增加	0.00	469.15	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	297.98	(469.08)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,769)	(133.13)	9.08	9.19	9.17
现金净增加额	(606.19)	255.85	(555.46)	1,893	1,086

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,763	2,044	2,565	3,165	3,887
营业成本	947.92	1,091	1,292	1,638	2,064
营业税金及附加	34.05	19.38	37.11	43.08	51.35
营业费用	3.12	3.01	4.58	5.31	6.53
管理费用	118.02	107.42	141.05	175.63	214.17
财务费用	40.27	8.64	(10.28)	(9.19)	(9.17)
资产减值损失	4.79	6.00	3.53	3.84	4.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	80.77	30.00	60.00	90.00
营业利润	615.06	889.54	1,127	1,368	1,646
营业外收入	21.44	35.88	38.00	41.00	45.00
营业外支出	29.63	1.81	11.15	11.59	11.67
利润总额	606.87	923.61	1,153	1,397	1,679
所得税	136.18	207.77	263.72	316.71	381.31
净利润	470.68	715.84	889.64	1,080	1,298
少数股东损益	11.47	16.92	20.18	24.45	29.39
归属母公司净利润	459.21	698.92	869.45	1,056	1,269
EBITDA	915.02	1,204	1,362	1,610	1,891
EPS(元)	0.68	1.03	1.28	1.55	1.87

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	166.56	15.95	25.44	23.40	22.83
营业利润	202.10	44.63	26.64	21.40	20.36
归属母公司净利润	182.09	52.20	24.40	21.43	20.15
获利能力(%)					
毛利率	46.24	46.62	49.62	48.23	46.90
净利率	26.04	34.19	33.90	33.36	32.64
ROE	25.68	28.17	25.95	23.96	22.36
ROIC	19.94	23.33	17.42	22.42	23.47
偿债能力					
资产负债率(%)	69.73	61.32	56.18	54.29	52.52
净负债比率(%)	9.39	2.40	12.51	15.89	21.05
流动比率	1.20	1.66	2.04	2.53	2.71
速动比率	1.15	1.60	1.68	2.43	2.42
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.33	0.36	0.36	0.35
应收账款周转率	27.20	12.47	2.27	1.38	1.43
应付账款周转率	2.62	2.21	2.36	2.38	2.40
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.03	1.28	1.55	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.51	(2.35)	2.24	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.63	3.65	4.93	6.48	8.34
估值比率					
PE(倍)	33.50	22.01	17.70	14.57	12.13
PB(倍)	8.60	6.20	4.59	3.49	2.71
EV_EBITDA(倍)	14.91	11.33	10.02	8.47	7.21

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com