

公司研究/动态点评

2017年07月27日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 23.00  
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

**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

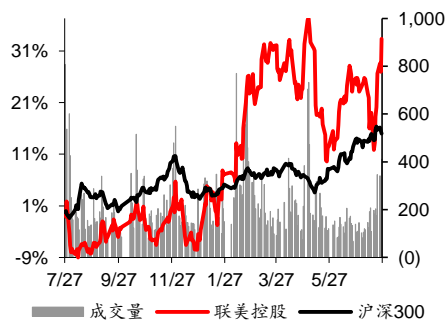
**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

**丁宁** 010-56793941  
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《**联美控股(600167,买入): 17Q1 维持高增长, 净利同比增 42%**》2017.04
- 2 《**联美控股(600167,买入): 区域供热龙头, 开启新篇章**》2017.03
- 3 《**联美控股(600167): 预收接网费增长超预期, 业绩持续高增长无忧**》2013.07

股价走势图



资料来源: Wind

## 外延战略启动, 加快公司成长步伐

### 联美控股(600167)

#### 公司获沈阳皇姑区供暖特许经营权, 轻资产扩张取得成效

公司以总价约 2.41 亿元获得沈阳市皇姑区供暖公司特许经营权, 其中供暖面积约为 530 万平方米, 特许经营期限为 15 年截至 2032 年 6 月。前期, 公司提出了计划以自身在供暖行业技术与人才的优势, 通过托管模式轻资产扩张供热面积的发展战略。此次, 获得皇姑区建成供热项目特许经营权验证了公司新发展战略的可行性。

#### 供热面积扩容, 增厚公司供热业务利润

2016 年底公司自有供热面积已经达到 4600 万 m<sup>2</sup>, 当年供热收入约为 12.73 亿元, 毛利率约为 33.82%。此次, 公司获取的约 530 万 m<sup>2</sup> 供热面积特许经营权约占公司原有面积的 11.52%。考虑到公司主要热源点均处于沈阳区域, 新供热面积并入后, 可与已有热源点之间形成良好的供需关系。我们预计此次新并入的皇姑区供热面积可增厚公司利润约 4000-5000 万元, 如新区域范围内仍有已批复未接网面积, 未来仍有望为公司贡献额外收入与利润。

#### 内生增长动力同样充足, 受益供热企业“拆小上大”政策推进

加上此次托管的供热面积, 公司累计接网面积已不低于 6690 万 m<sup>2</sup>, 预计超出公司供热面积的 30% 左右。同时, 按照公司公告测算, 公司仍有已获批复未接网面积约 7000 万 m<sup>2</sup> 在手, 为公司供热业务的可持续发展提供了充足的空间。在市政规划方面, 为进一步降低区域内由工业锅炉导致的污染物排放, 沈阳市计划加快推进对于中小型锅炉的“拆小上大”。预计在 2020 年前可释放出约 7000 万平米存量供热面积。目前, 公司所建热源点均为大型锅炉或热电联产机组, 将直接受益于区域内市政规划的中远期布局。

#### 发展清洁与传统能源协同供暖, 创建最优供热体系

除稳步拓展供热面积外, 公司希望通过组合热电联产、热源调峰以及分布式微热源等形式, 最终形成主、次、微三级协同供热技术, 可为园区、城区提供热电直供服务。与传统方式相比, 主、次、微热源组网可获得较高的能源利用率和较低的污染物排放水平, 并且供热安全性大为提高。

#### 维持“买入”评级, 小幅上调盈利预测

考虑到此次公司新获得的 530 万 m<sup>2</sup> 特许经营权, 我们上调公司 2017-2019 年净利润预测至 9.0 亿元(3.7%)、11.02 亿元(4.3%)和 13.16 亿元(3.7%), 按公司最新股本计算每股盈利分别为 1.02 元、1.25 元和 1.50 元, 对应市盈率水平分别为 23 倍、18 倍和 15 倍。考虑到目前同类公司 17 年平均 PE 约为 27 倍, 我们维持公司“买入”评级, 目标价为 26.70~29.37 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)	880.05
流通 A 股 (百万股)	111.90
52 周内股价区间 (元)	15.70-23.68
总市值 (百万元)	20,241
总资产 (百万元)	6,108
每股净资产 (元)	3.33

资料来源: 公司公告

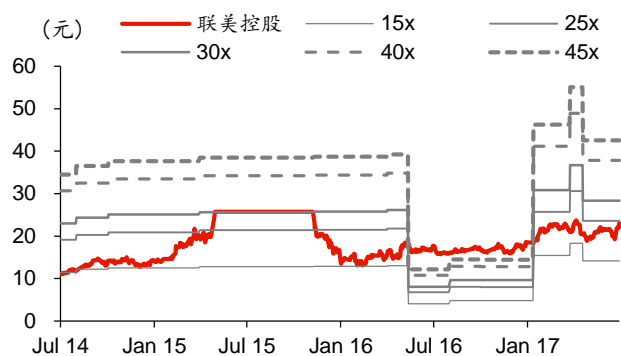
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,763	2,044	2,631	3,231	3,953
+/-%	166.56	15.95	28.68	22.81	22.36
归属母公司净利润 (百万元)	459.21	698.92	899.63	1,102	1,316
+/-%	182.09	52.20	28.72	22.45	19.48
EPS (元, 最新摊薄)	0.52	0.79	1.02	1.25	1.50
PE (倍)	44.08	28.96	22.50	18.37	15.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

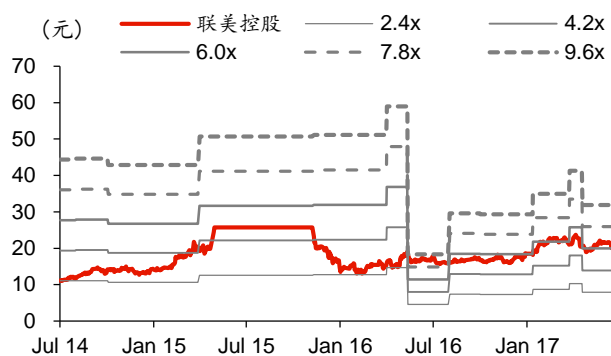
**PE/PB - Bands**

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	8,647	10,985	13,659
现金	1,023	1,274	4,533	6,498	7,606
应收账款	113.11	194.74	1,832	2,379	2,682
其他应收账款	924.23	1,019	1,111	1,505	1,806
预付账款	16.44	31.58	38.62	168.10	179.06
存货	85.24	85.81	867.57	272.08	1,087
其他流动资产	41.73	42.21	266.08	163.04	298.24
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	11,685	13,772	16,191
流动负债	1,843	1,597	2,369	2,826	3,604
短期借款	30.00	0.00	300.00	350.00	550.00
应付账款	522.60	462.82	650.98	766.40	993.92
其他流动负债	1,291	1,134	1,418	1,709	2,060
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	4,412	5,372	6,444
少数股东权益	14.22	29.22	50.10	75.61	106.10
股本	211.00	680.15	880.05	880.05	880.05
资本公积	545.00	75.92	3,719	3,719	3,719
留存公积	1,024	1,723	2,624	3,726	5,042
归属母公司股	1,788	2,481	7,223	8,325	9,641
负债和股东权益	5,955	6,489	11,685	13,772	16,191

### 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	(1,644)	1,558	471.89
净利润	470.68	715.84	920.52	1,127	1,347
折旧摊销	259.69	305.87	245.50	251.33	254.31
财务费用	40.27	8.64	(28.40)	(45.76)	(46.20)
投资损失	(0.00)	(80.77)	(30.00)	(60.00)	(90.00)
营运资金变动	223.79	49.99	(2,542)	110.25	(1,072)
其他经营现金	51.99	26.26	(209.65)	174.96	79.22
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)	4,320	345.76	546.20
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	199.90	0.00	0.00
资本公积增加	297.98	(469.08)	3,643	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,769)	(133.13)	27.20	45.76	46.20
现金净增加额	(606.19)	255.85	3,259	1,965	1,108

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,763	2,044	2,631	3,231	3,953
营业成本	947.92	1,091	1,335	1,681	2,107
营业税金及附加	34.05	19.38	38.07	43.98	52.23
营业费用	3.12	3.01	4.21	5.12	6.21
管理费用	118.02	107.42	142.06	174.46	211.50
财务费用	40.27	8.64	(28.40)	(45.76)	(46.20)
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	1,167	1,428	1,709
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	1,193	1,458	1,742
所得税	136.18	207.77	272.87	330.44	395.59
净利润	470.68	715.84	920.52	1,127	1,347
少数股东损益	11.47	16.92	20.88	25.51	30.49
归属母公司净利润	459.21	698.92	899.63	1,102	1,316
EBITDA	915.02	1,204	1,384	1,634	1,917
EPS (元)	0.52	0.79	1.02	1.25	1.50

### 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	28.68	22.81	22.36
营业利润	202.10	44.63	31.14	22.42	19.66
归属母公司净利润	182.09	52.20	28.72	22.45	19.48
获利能力 (%)					
毛利率	46.24	46.62	49.26	47.97	46.71
净利率	26.04	34.19	34.20	34.10	33.29
ROE	25.68	28.17	12.45	13.23	13.65
ROIC	19.94	23.33	17.55	22.65	23.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.73	61.32	37.75	39.00	39.80
净负债比率 (%)	9.39	2.40	12.36	15.74	20.88
流动比率	1.20	1.66	3.65	3.89	3.79
速动比率	1.15	1.60	3.28	3.79	3.49
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.33	0.29	0.25	0.26
应收账款周转率	27.20	12.47	2.27	1.38	1.42
应付账款周转率	2.62	2.21	2.40	2.37	2.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.79	1.02	1.25	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.17	(1.87)	1.77	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.82	8.21	9.46	10.96
估值比率					
PE (倍)	44.08	28.96	22.50	18.37	15.38
PB (倍)	11.32	8.16	2.80	2.43	2.10
EV_EBITDA (倍)	20.21	15.36	13.37	11.32	9.65

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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