

联美控股 (600167.SH)

外延拓展再下一程，大额现金在手、持续并购值得期待

核心观点：

- 中标皇姑区供暖项目，供热面积增加 10%以上

公司全资子公司沈阳新北下属公司国新新能源中标沈阳皇姑区供暖公司特许经营权租赁项目，投标总价 2.41 亿元，预计新增供暖面积 530 万平，特许经营期 2017 年 7 月到 2032 年 6 月底共计 15 年。2016 年末公司供暖面积为 4600 万平，此次中标后公司将新增皇姑区特许经营范围，供热面积增加 10%以上，再考虑接网等业务弹性，该项目或将增厚公司业绩 10%以上。

- 大气考核压力大，严格督察推动清洁供暖需求释放

2017 年政府工作报告首次提出清洁供热改造，推进北方地区冬季清洁取暖，全部淘汰地级以上城市建成区燃煤小锅炉。从 2017 年上半年空气污染监测数据来看京津冀地区雾霾治理压力较大，辽宁省 PM_{2.5} 指标同比增长 8%，目前沈阳市正着力拆除污染的小锅炉，建设大型热电联产的集中热源。在锅炉“拆小上大”加速的背景下，公司作为主力热网，集中供暖面积及接网面积快速提升可期。

- 增发落地加速管网等项目建设进度，在手资金充裕外延拓展值得期待

公司于 2017 年 5 月完成非公开发行，募集资金净额 38.4 亿元（发行价 19.36 元/股）募集资金用于投资供热产能、管网工程等项目的建设。2017Q1 公司在手现金超 18 亿元。2017 年以来公司先后签订 3.3 亿元框架协议投资抚顺生物质发电、2.4 亿元签约皇姑区供热项目，后续异地扩张值得期待。

- 内生增长持续，资金充裕外延拓展可期，维持“买入”评级

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.19、1.51、1.86 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 19、15 和 12 倍。公司未来供热面积持续增长空间仍广阔，38.7 亿元增发完成后现金充裕。集团董事长接任上市公司董事长，存在外延扩张预期，维持“买入”评级。

- 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	3,113.17	3,672.04	4,770.23
增长率(%)	14.55%	169.81%	52.27%	17.95%	29.91%
EBITDA(百万元)	355.43	1,129.28	1,647.84	2,172.75	2,957.65
净利润(百万元)	176.60	698.92	1,047.85	1,329.42	1,637.68
增长率(%)	8.48%	295.76%	49.92%	26.87%	23.19%
EPS(元/股)	0.837	1.028	1.191	1.511	1.861
市盈率(P/E)	27.5	22.4	19.32	15.23	12.36
市净率(P/B)	4.23	6.30	2.74	2.32	1.95
EV/EBITDA	9.98	8.97	8.84	6.90	5.25

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	23.00 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-27

相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究：

联美控股 (600167.SH)：	2017-05-16
38.7 亿增发落地，资金充裕助推业绩高增长	
联美控股 (600167.SH)：	2017-04-13
一季度业绩预增 42%，内生增长迅速外延可期	
联美控股 (600167.SH)：	2017-03-16
区域清洁供热龙头内生增长持续，期待外延发展	

联系人：许洁

xujie@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1649	2647	7226	7086	7065
货币资金	697	1274	5676	5243	4708
应收及预付	909	1245	1326	1591	2013
存货	43	86	154	192	287
其他流动资产	0	42	70	60	57
非流动资产	1581	3841	4537	6189	8581
长期股权投资	98	0	0	0	0
固定资产	895	2714	3269	4535	6430
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	11763	13276	15646
流动负债	1018	1597	2519	2875	3674
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1018	1597	2519	2875	3674
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1044	2381	1800	1600	1500
长期借款	0	95	0	0	0
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	4319	4475	5174
股本	211	680	880	880	880
资本公积	247	76	3746	3746	3746
留存收益	707	1723	2771	4101	5738
归属母公司股东权益	1166	2479	7397	8727	10364
少数股东权益	2	29	45	72	106
负债和股东权益	3230	6489	11763	13276	15646

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	758	2044	3113	3672	4770
营业成本	437	1091	1752	2002	2622
营业税金及附加	17	19	31	37	48
销售费用	7	3	5	6	7
管理费用	48	107	156	184	239
财务费用	-10	9	-154	-245	-222
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	1324	1689	2077
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	1364	1739	2142
所得税	57	208	300	383	471
净利润	177	716	1064	1357	1671
少数股东损益	0	17	16	27	33
归属母公司净利润	177	699	1048	1329	1638
EBITDA	355	1129	1648	2173	2958
EPS (元)	0.84	1.03	1.19	1.51	1.86

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	459	1026	2243	2092	2992
净利润	177	716	1064	1357	1671
折旧摊销	106	306	478	728	1103
营运资金变动	149	50	747	63	285
其它	27	-46	-46	-56	-67
投资活动现金流	-1101	-463	-1126	-2325	-3427
资本支出	-138	-520	-1126	-2325	-3427
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	3285	-200	-100
银行借款	180	0	-95	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	3870	0	0
其他	-2	-3	-3	0	0
现金净增加额	-644	256	4403	-433	-535
期初现金余额	1341	697	1274	5676	5243
期末现金余额	697	953	5676	5243	4708

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	52.3	18.0	29.9
营业利润增长	27.0	244.0	48.8	27.6	23.0
归属母公司净利润增长	8.5	295.8	49.9	26.9	23.2
获利能力(%)					
毛利率	42.4	46.6	44.0	42.4	46.6
净利率	23.3	35.0	34.2	36.9	35.0
ROE	15.2	28.2	14.2	15.2	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	63.9	61.3	36.7	33.7	33.1
净负债比率	-0.6	-0.5	-0.8	-0.6	-0.4
流动比率	1.62	1.66	2.87	2.46	1.92
速动比率	1.57	1.58	2.79	2.34	1.79
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.42	0.34	0.29	0.33
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	1.19	1.51	1.86
每股经营现金流	2.18	1.51	2.55	2.38	3.40
每股净资产	5.52	3.65	8.41	9.92	11.78
估值比率					
P/E	27.5	22.4	19.3	15.2	12.4
P/B	4.2	6.3	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.0	9.0	8.8	6.9	5.3

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层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。