

联美控股 (600167.SH)

业绩符合预期，现金流优异

事件：公司前三季度营收 **19.3 亿元**，同增 **10.6%**，归母净利 **9.2 亿元**，同增 **25%**；第三季度营收 **2.9 亿元**，同增 **15.7%**，归母净利 **1.0 亿元**，同增 **17.7%**。

燃煤供暖及高铁站传媒业务带动业绩高增长。公司前三季度营收 19.3 亿元，同增 10.6%，归母净利 9.2 亿元，同增 25%；第三季度营收 2.9 亿元，同增 15.7%，归母净利 1.0 亿元，同增 17.7%。利润增长主要来自①沈阳区域的接网费及供暖面积的提升；②高铁站传媒业务的增长（子公司兆讯传媒）。

毛利率提升，管理费率下降，现金流改善。2019 年前三季度公司毛利为 50.5%，同增 3.4PCT，或与高毛利的接网费占比提升有关。上半年公司销售费率/管理费率/财务费率分别为 2.2%/5.6%/-6.0%，同增 1.9/-0.8/4.9CT。销售费率提升可能是兆讯传媒销售团队扩充以及业务拓展费用上升导致；管理费率下降可能是沈阳区域管理效率提升，费率相应减少；财务费率提升，主要是短期借款较上年末增加 5.1 亿元。前三季度公司经营现金流-3.9 亿元，去年同期为-5.5 亿元，由于公司供暖业务收入主要在第四季度，可见公司现金流改善明显。

北方清洁取暖需求大，公司不断拓展工业供暖及其他城市供暖业务。北方供暖以燃煤为主，散煤燃烧占比高。根据《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》的目标：到 2019 年，北方地区清洁取暖率达到 50%，到 2021 年，清洁燃煤集中供暖面积达到 110 亿平方米，2017-2021 复合增速 26%。在北方清洁取暖高速建设下，公司有望拓展其他城市供暖业务。

高铁站是商旅人士的广告传媒的重要场景，兆讯传媒高成长。中国高铁时代已经到来，高铁站作为商旅人士的必经之地，广告价值凸显。子公司兆讯传媒已实现覆盖全国 29 个省/自治区/直辖市，超过 500 个签约站点，6000 余台数字媒体资源的全国广告媒体网络，渗透率高，站点优质。在“八纵八横”及客户优化的基础上，兆讯传媒将持续高成长。

盈利预测。公司作为沈阳供热龙头，在沈阳供暖面积持续增长的基础上，2019-2021 年供暖面积预计每年增加 700-800 万平方米，同时公司不断开拓工业及其他地区供暖业务，增厚利润。高铁传媒领域，受益于高铁流量的上行，兆讯传媒的广告价值也在持续提升。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 16.3/19.6/23.4 亿元，EPS 分别为 0.71/0.86/1.02 元/股，对应 PE 分别为 16.1X/13.4X/11.2X，维持“买入”评级。

风险提示：工业供热及其他城市供暖开拓不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,376	3,037	3,621	4,305	5,125
增长率 yoy (%)	16.2	27.8	19.2	18.9	19.1
归母净利润(百万元)	922	1,317	1,629	1,962	2,335
增长率 yoy (%)	31.9	42.8	23.7	20.5	19.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.40	0.58	0.71	0.86	1.02
净资产收益率(%)	13.2	21.8	20.5	20.5	20.2
P/E(倍)	28.4	19.9	16.1	13.4	11.2
P/B(倍)	3.7	4.3	3.3	2.7	2.3

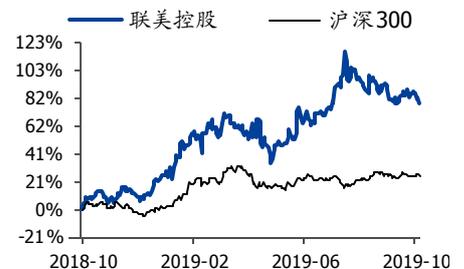
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
最新收盘价	11.23
总市值(百万元)	25,695.58
总股本(百万股)	2,288.12
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	1.62

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

研究助理 余骞

邮箱：sheqian@gszq.com

相关研究

- 1、《联美控股(600167.SH)：燃煤锅炉“拆小联大”，带动业绩高成长》2019-08-27
- 2、《联美控股(600167.SH)：供热为基，传媒为翼，现金流优异》2019-08-07



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,510	5,579	7,269	8,772	10,571
现金	5,424	4,343	5,758	7,238	8,702
应收账款	176	402	503	573	709
其他应收款	117	0	139	26	170
预付账款	50	85	96	119	137
存货	68	168	191	232	271
其他流动资产	675	583	581	583	581
非流动资产	4,626	5,423	5,910	6,431	7,041
长期投资	1	1	0	0	0
固定资产投资	2,729	2,916	3,379	3,861	4,409
无形资产	295	289	329	375	429
其他非流动资产	1,601	2,218	2,201	2,196	2,202
资产总计	11,136	11,002	13,178	15,203	17,612
流动负债	1,589	2,725	2,977	3,346	3,717
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	517	484	592	678	831
其他流动负债	1,072	2,242	2,385	2,667	2,885
非流动负债	2,388	2,084	2,076	2,066	2,055
长期借款	89	91	83	72	61
其他非流动负债	2,299	1,993	1,993	1,993	1,993
负债合计	3,977	4,810	5,053	5,411	5,771
少数股东权益	54	86	126	174	231
股本	880	1,760	2,288	2,288	2,288
资本公积	3,719	699	699	699	699
留存收益	2,505	3,646	4,981	6,589	8,503
归属母公司股东收益	7,105	6,107	7,999	9,618	11,610
负债和股东权益	11,136	11,002	13,178	15,203	17,612

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1,123	1,133	1,618	2,346	2,422
净利润	944	1,349	1,668	2,010	2,393
折旧摊销	314	314	321	400	492
财务费用	-150	-227	-275	-343	-416
投资损失	-3	-41	-54	-65	-80
营运资金变动	-119	-495	-43	343	33
其他经营现金流	137	233	1	1	1
投资活动净现金流	-666	-2,057	-755	-858	-1,023
资本支出	345	517	487	521	610
长期投资	-620	-804	0	0	0
其他投资现金流	-941	-2,343	-268	-336	-413
筹资活动净现金流	3,692	-318	552	-8	65
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-6	2	-8	-10	-11
普通股增加	200	880	528	0	0
资本公积增加	3,643	-3,020	0	0	0
其他筹资现金流	-144	1,820	32	2	76
现金净增加额	4,149	-1,242	1,415	1,480	1,464

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,376	3,037	3,621	4,305	5,125
营业成本	1,188	1,441	1,613	1,905	2,264
营业税金及附加	19	23	29	34	41
营业费用	7	54	28	32	46
管理费用	117	133	174	211	251
财务费用	-150	-227	-275	-343	-416
资产减值损失	1	6	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	-1	-1	-1
投资净收益	3	41	54	65	80
营业利润	1,212	1,693	2,105	2,529	3,018
营业外收入	7	14	15	18	14
营业外支出	1	1	8	3	3
利润总额	1,218	1,706	2,112	2,544	3,029
所得税	274	357	443	534	636
净利润	944	1,349	1,668	2,010	2,393
少数股东收益	22	32	40	48	57
归属母公司净利润	922	1,317	1,629	1,962	2,335
EBITDA	1,375	1,895	2,284	2,752	3,283
EPS (元/股)	0.40	0.58	0.71	0.86	1.02

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	16.2	27.8	19.2	18.9	19.1
营业利润 (%)	36.3	39.6	24.4	20.1	19.4
归属母公司净利润 (%)	31.9	42.8	23.7	20.5	19.0
盈利能力					
毛利率 (%)	50.0	52.6	55.4	55.7	55.8
净利率 (%)	38.8	43.4	45.0	45.6	45.6
ROE (%)	13.2	21.8	20.5	20.5	20.2
ROIC (%)	8.7	15.3	15.4	15.9	16.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.7	43.7	38.3	35.6	32.8
净负债比率 (%)	-74.5	-68.7	-69.6	-72.9	-72.8
流动比率	4.1	2.0	2.4	2.6	2.8
速动比率	4.1	2.0	2.4	2.6	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.30	0.30	0.31
应收账款周转率	12.8	10.5	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	2.4	2.9	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.58	0.71	0.86	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	1.04	0.71	1.03	1.06
每股净资产 (最新摊薄)	3.11	2.67	3.50	4.20	5.07
估值指标 (倍)					
P/E	28.4	19.9	16.1	13.4	11.2
P/B	3.7	4.3	3.3	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.9	12.7	9.9	7.7	6.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com