

# 联美控股 (600167.SH)

## 高股息的优质供热龙头，加速布局氢能源

### 核心观点：

- **延续高分红政策，在手现金达到 71 亿元。** 公司是我国清洁供暖的领军者，2021 年平均供暖、联网面积达 7046、9200 万 m<sup>2</sup>，实现营业收入 34.68 亿元、归母净利润 10.46 亿元（同比-38%），经营现金流达 17 亿元。依赖供暖、联网面积持续增长，过去 10 年业绩复合增长达 29%。公司自 2017 年起持续加大分红比例（2021 年为 52%，包括现金分红和股份回购）；2022Q1 末公司在手现金 71 亿元，占到总资产 47%，且扣除递延收益、合同负债后资产负债率仅 18%。
- **业绩回升在即，供暖面积增长前景依然广阔。** 2021 年业绩较大幅度下滑主要受制于煤价大幅上涨，加之疫情、投资收益等因素影响。分季度来看，煤价大涨等导致 21 年 Q4 利润下滑至 3.16 亿元，同比下降 40%（同减 2.1 亿元）；而受益于煤炭保供稳价 2022Q1 公司归母净利润 6.7 亿元（同比-4.4%），若扣除公允价值变动-0.8 亿元，则 Q1 业绩已回升至 7.5 亿元。再考虑疫情缓解、房地产放松等因素，业绩大概率回归稳健增长。公司区域供暖面积增长仍有较大空间，再参考沈阳市清洁供暖 2025 规划，公司将尽享拆小上大等区域改造+新增清洁供热等市场。
- **高分红的优质公用资产，加快布局氢能等新兴能源。** 供热主业类似水电，是长期稳定的优质公用资产，且公司固定资产投资高峰已过、在手现金充裕，连续 5 年分红提升，DCF 方法下公司合理价值为 12.80 元/股（WACC7.71%，永续增长率 0%）。发展战略上，公司已拆分兆讯传媒创业板上市，通过股权并购等方式加速布局氢能等新兴能源领域。
- **盈利预测及投资建议：** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.66/0.76/0.85 元/股，最新收盘价对应 PE 估值分别为 10.26/8.89/7.93X。供暖业务盈利快速恢复，在手现金充裕积极布局氢能等新兴能源，股息率有望持续提升。参考 DCF 测算得到合理价值 12.8 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 煤价大幅上涨；新业务扩张不及预期；权益资产股价变动。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,598	3,468	4,039	4,507	4,917
增长率（%）	5.9	-3.6	16.5	11.6	9.1
EBITDA（百万元）	2,019	1,736	2,380	2,722	3,064
归母净利润（百万元）	1,685	1,046	1,510	1,742	1,953
增长率（%）	5.9	-37.9	44.3	15.3	12.1
EPS（元/股）	0.74	0.46	0.66	0.76	0.85
市盈率（P/E）	15.41	19.70	10.26	8.89	7.93
ROE（%）	19.2	12.0	14.8	14.5	14.0
EV/EBITDA	10.64	9.71	4.43	3.37	2.50

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

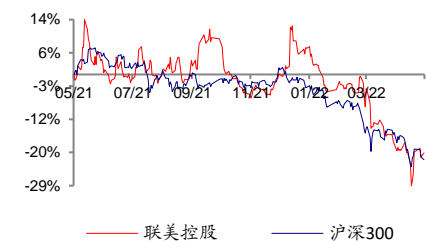
### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	6.77 元
合理价值	12.80 元
前次评级	买入
报告日期	2022-05-09

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2288/2288
总市值/流通市值（亿元）	155/155
一年内最高/最低（元）	10.18/6.04
月日均成交量/成交额（百万）	5.49/36.42
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-18.5/-16.0

### 相对市场表现



### 分析师：



郭鹏

SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师：



许洁

SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

### 相关研究：

联美控股 (600167.SH)：	2021-08-31
“双碳”清洁能源运营商，加码布局新兴赛道	
联美控股 (600167.SH)：分拆上市进度加快，聚焦清洁供热异地扩张	2021-05-21

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、高分红延续，期待业绩增长恢复 .....	5
（一）2022Q1 业绩已逐步回升，2022 年分红潜力依旧突出 .....	5
（二）在手现金已达 71 亿元，获得丰厚利息收益并具备资本开支潜力 .....	6
（三）商业模式决定高预收款、递延收益，调整后资产负债率仅 18% .....	8
二、供暖面积稳步扩张，沈阳清洁供暖空间广阔 .....	10
（一）供暖、接网面积持续稳健增长，期待煤价企稳后盈利恢复 .....	10
（二）全国清洁供暖空间广阔，沈阳为重要主战场之一 .....	11
（三）从沈阳逐步辐射全国，“自建+收购+运营管理”拓宽成长性 .....	13
三、氢能产能布局先行者，传媒业务拆分上市聚焦主业 .....	15
（一）氢能产业布局的先行者，多重优势打造未来成长新引擎 .....	15
（二）传媒业务拆分上市聚焦主业，高成长属性增厚公司业绩 .....	16
四、盈利预测与投资建议 .....	18
五、风险提示 .....	20

## 图表索引

图 1: 2021 年公司营业收入同比下降 3.61% .....	5
图 2: 2021 年公司归母净利润同比下降 37.93% .....	5
图 3: 近年来公司毛利率、归母净利率情况 .....	5
图 4: 2021 年公司 ROE (加权) 下滑至 12.10% .....	5
图 5: 公司 2022Q1 归母净利润已恢复至 6.7 亿元 (同比-4.4%) .....	6
图 6: 2021 年公司经营性现金流净流入 17 亿元 .....	7
图 7: 公司经营、投资及筹资现金流净额情况 .....	7
图 8: 公司截至 2022Q1 在手货币资金已达 71 亿元 .....	7
图 9: 公司近年期间费用金额情况 .....	7
图 10: 公司 2021 年期间费用率上升至 3.69% .....	7
图 11: 公司 2021 年实现利息收入 1.86 亿元 .....	8
图 12: 截至 2022Q1 公司递延收益可达 8.47 亿元 .....	9
图 13: 截至 2021 年年底公司合同负债为 11.52 亿元 .....	9
图 14: 公司资产结构以货币资金和固定资产为主 .....	9
图 15: 公司负债以合同负债、递延收益为主 .....	9
图 16: 2022 年 Q1 末公司调整后资产负债率水平仅 18% .....	9
图 17: 公司收入以供暖及蒸汽业务为主 .....	10
图 18: 2021 年公司分业务营业收入占比情况 .....	10
图 19: 2021 年公司分业务毛利率水平 .....	10
图 20: 公司 2021 年供暖面积同比增长 3.4% .....	11
图 21: 公司 2021 年联网面积同比增长 3.5% .....	11
图 22: 供暖面积为公司收入增长重要驱动要素 .....	11
图 23: 2020 年全国集中供暖面积已达 117 亿 m <sup>2</sup> .....	12
图 24: 2020 年全国集中供热固定资产投资完成额达 524 亿元 .....	12
图 25: 2020 年沈阳集中供热面积达 3.54 亿 m <sup>2</sup> , 占全国城市的 3.6% .....	12
图 26: 公司 2020 年供热面积为沈阳供热面积的 19.26% .....	13
图 27: 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 .....	13
图 28: 供热业务由沈阳地区逐步向全国覆盖 .....	14
表 1: 预期 2022 仍将延续 50% 以上高分红比例 .....	6
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: 沈阳市苏家屯区热源项目情况 .....	14
表 5: 收购标的公司上海华电福新能源盈利情况 .....	15
表 6: 上海能源会展中心情况 .....	15
表 7: 爱德曼氢能装备有限公司四大竞争优势 .....	15

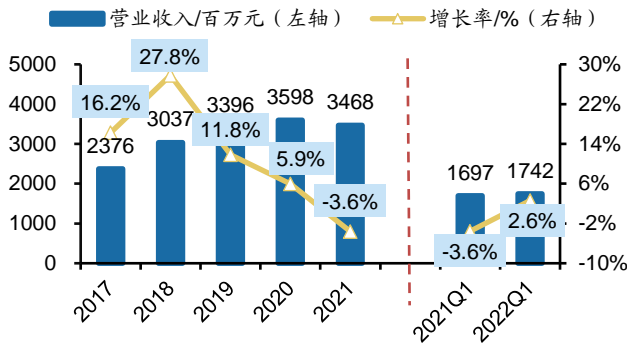
表 8: 兆讯传媒在技术、业态、模式及新旧产业融合方面均有所突破 .....	16
表 9: 兆讯传媒发行基本情况 .....	16
表 10: 兆讯传媒 2021 年度经营业绩 (单位: 万元) .....	17
表 11: 兆讯传媒五大核心技术专利 .....	17
表 12: 公司收入拆分及预测 .....	18
表 13: DCF 模型测算下公司每股价值可达 12.80 元/股 .....	20

## 一、高分红延续，期待业绩增长恢复

### （一）2022Q1 业绩已逐步回升，2022 年分红潜力依旧突出

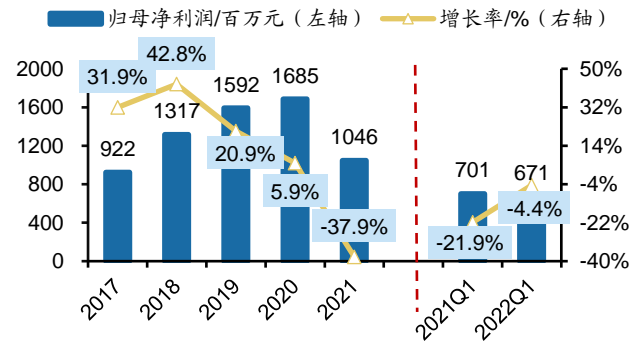
煤价等短期因素扰动公司业绩，2021年业绩同比下降37.9%，但依旧维持高利润分红比例。公司2021年营业收入34.68亿元（同比-3.6%）、归母净利润10.46亿元（同比-37.9%），业绩下滑系：（1）煤价大涨等因素导致供暖业务毛利率下滑10.33个百分点；（2）持有的奇安信股票下跌30%，影响0.96亿元；（3）2020年1.6亿元清欠收入增厚当期收入；（4）疫情等因素影响接网工程。2021年经营现金净额达17亿元（同比+83.3%）、2022Q1末在手现金71亿元，占到总资产47%。且年报延续50%的高利润分红比率。

图 1：2021年公司营业收入同比下降3.61%



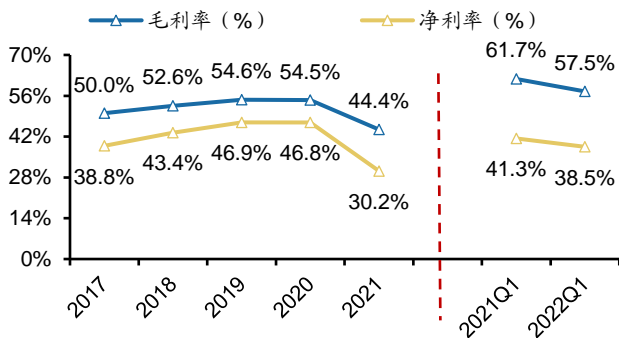
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2021年公司归母净利润同比下降37.93%



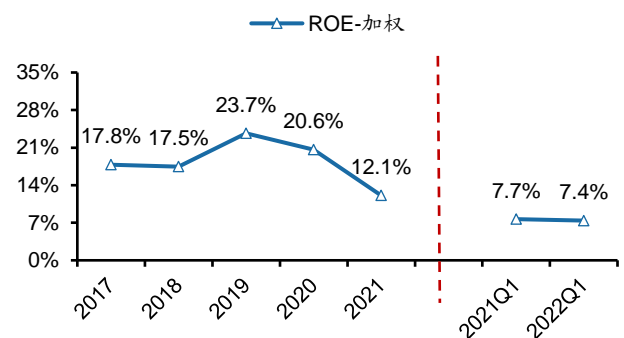
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 3：近年来公司毛利率、归母净利率情况



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

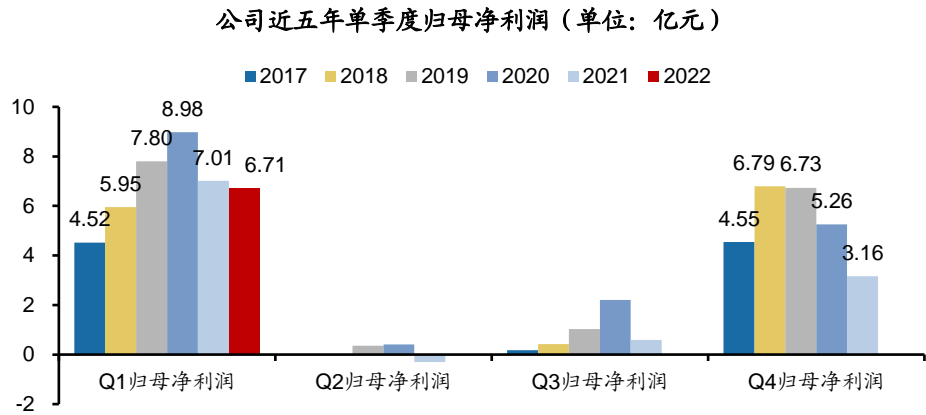
图 4：2021年公司ROE（加权）下滑至12.10%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

2022Q1归母净利润已恢复至6.7亿元，期待煤价、疫情缓解后盈利持续恢复。分季度来看，煤价大涨等导致21年Q4利润下滑至3.16亿元，同比下降40%（同减2.1亿元）；受益于煤炭保供稳价2022Q1公司归母利润6.7亿元（同比-4.4%），若扣除公允价值变动-0.8亿元，则Q1业绩已恢复至7.5亿元。伴随后续煤炭持续保供控价、疫情得到控制后，我们预期公司盈利亦将持续恢复，重点关注2022Q4业绩反转情况。

图 5: 公司2022Q1归母净利润已恢复至6.7亿元 (同比-4.4%)



数据来源: 定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

**2022年仍将延续50%以上高分红比例, 后续分红潜力依旧突出。**2021年4月30日公司发布《关于提高公司2020-2022年度现金分红比例的公告》, 明确“连续三年内, 公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于母公司股东净利润的50%”, 2020年及2021年均已完成对应承诺。而参考广发环保团队预计**2022年公司盈利有望恢复至15.10亿元, 按照50%分红及当前153亿市值(收盘日2022/5/6)**估计下, 公司后续股息潜力突出。

表 1: 预期 2022 仍将延续 50%以上高分红比例

	2020	2021	2022E
归母净利润 (亿元)	16.85	10.46	15.10
现金分红及回购金额 (亿元)	9.15	5.44	--
分配比例 (%)	54%	52%	50%以上

数据来源: 公司历年利润分配方案公告, Wind, 广发证券发展研究中心

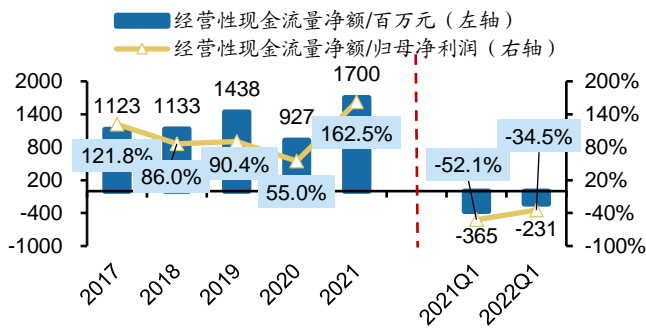
备注: 2022 年公司归母净利润来自广发证券发展研究中心预测结果

分配比例为现金分红+回购股份比例

## (二) 在手现金已达 71 亿元, 获得丰厚利息收益并具备资本开支潜力

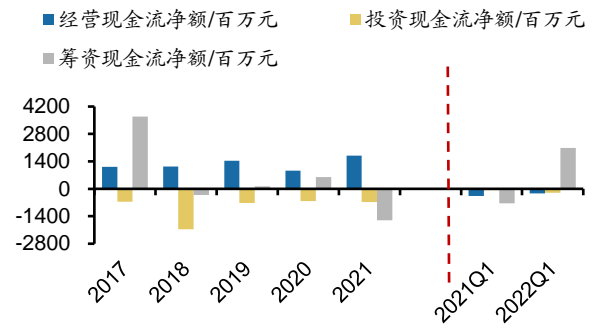
**2021年经营性现金流净额同比增长163%, 彰显出色造血能力。**2021年公司加大现金流管理力度、各类应收经营类款项减少、合同负债增加, 并加大了对以往年度的一些欠款回收, 全年实现经营性现金流净额17.00亿元 (同比+83.31%), 净现比 (经营性现金流净额/归母净利润) 为1.63, 彰显出众的造血能力。2021年投资性现金流净额和筹资性现金流净额分别为-6.72和-16.05亿元。

图 6: 2021年公司经营性现金流净流入17亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

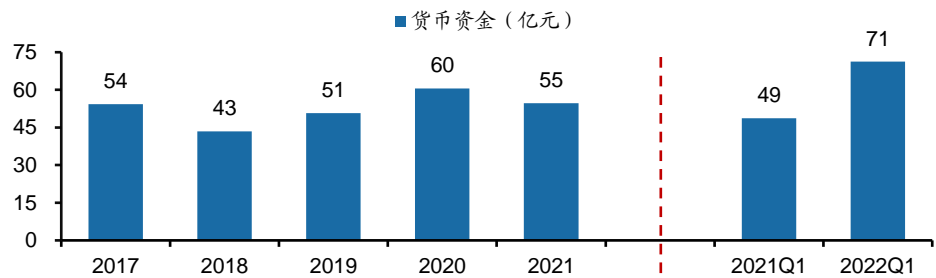
图 7: 公司经营、投资及筹资现金流净额情况



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

截至2022Q1在手现金已达71亿元, 获得丰厚利息收益并具备资本开支潜力。依靠供暖业务出色的造血能力, 公司在手资金规模保持高位。2022Q1, 受益于子公司兆讯传媒公开发行人股票募集资金到账所致, 公司在手货币资金达71亿元 (同比+30.37%), 相当于公司当前市值的46%。而充裕的在手资金一方面保障公司获得高额利息收益, 另一方面也给后续公司做氢能等新兴业务布局提供充裕资金支撑。

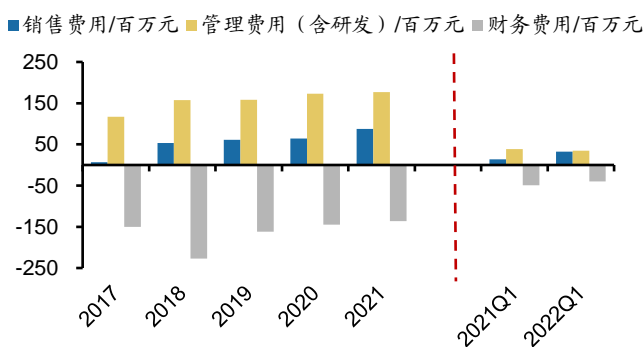
图 8: 公司截至2022Q1在手货币资金已达71亿元



数据来源: 定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

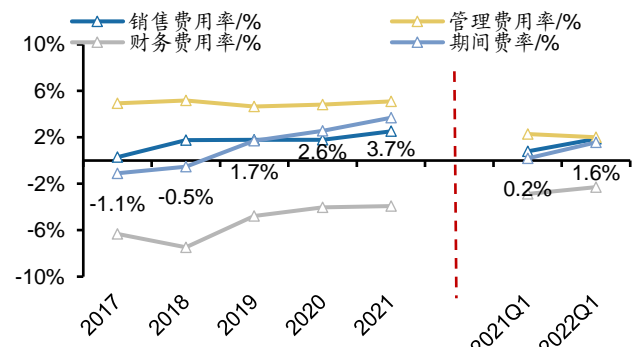
充裕现金实现每年近2亿利息收入, 2021年期间费用率仅3.69%。2017-2021年, 公司期间费率始终控制在4%以下, 主要系利息收入弥补了相对较高的管理费用。2021年公司期间费用率3.69%, 同比上升1.12个pct, 主要系销售费用大幅上升 (同比+35.62%)。2021年公司财务费用为-1.36亿元, 充裕的货币资金提供较高的利息收入, 2017至2021年间利息收入规模维持在1.50~2.0亿之间。

图 9: 公司近年期间费用金额情况



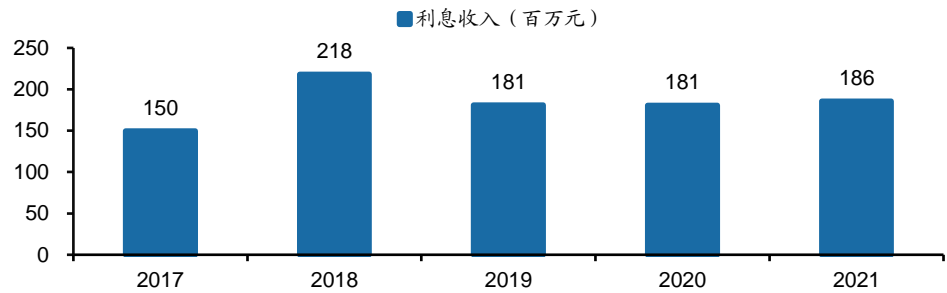
数据来源: 定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

图 10: 公司2021年期间费用率上升至3.69%



数据来源: 定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

图 11: 公司2021年实现利息收入1.86亿元



数据来源: 定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

### (三) 商业模式决定高预收款、递延收益, 调整后资产负债率仅 18%

公司的主营业务供暖、接网、工程运营模式:

(1) 供暖: 收入集中确认在一、四季度, 且为预付费模式, 现金回款良好。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2021年报相关披露, 燃煤在成本中占比为43.43%, 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	均价 28-30 元/平米 (测算值)	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 2021 年年度报告, 广发证券发展研究中心

(2) 接网: 一次性收款但按10年摊销确认, 未确认部分将计入“递延收益”。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。

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	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 2021 年年度报告, 广发证券发展研究中心

(3) 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。2021年公司工程业务同比-38.54%, 主要系疫情影响相关业务开工所致。

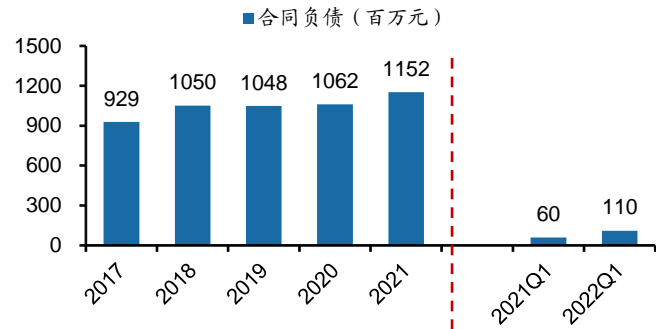
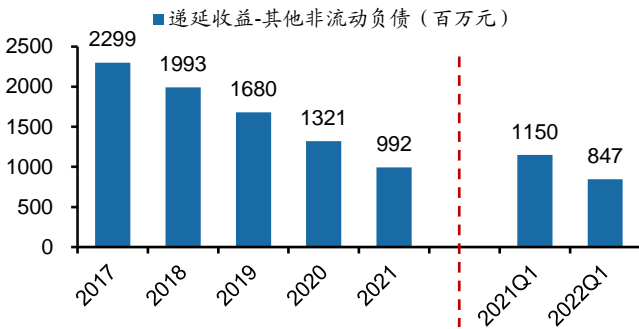
上述业务特征反映在资产负债表上, 应关注预收账款和非流动负债的递延收益项:

(1) 递延收益: 公司接网费采取10年递延确认的模式, 截至2022年Q1递延收益(大部分为未确认的递延接网费收入)为8.47亿元。

合同负债（此前为预收款项）：截至2021年末，公司合同负债金额达11.52亿元，其中预收取暖费达10.48亿元，占合同负债金额的91%。

图 12: 截至2022Q1公司递延收益可达8.47亿元

图 13: 截至2021年年底公司合同负债为11.52亿元



数据来源：定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

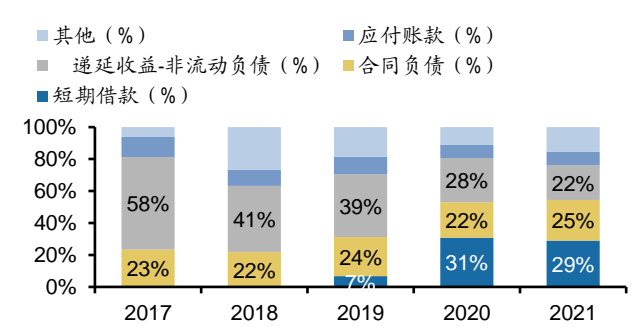
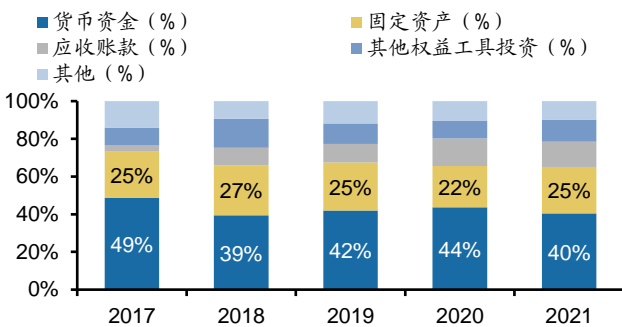
数据来源：定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

备注：2017至2019年为预收款项

扣除掉合同负债及递延收益-非流动负债后，公司2022年Q1负债率仅18%。公司资产负债结构良好，截至2021年末货币资金、固定资产分别占总资产的40%和25%，合同负债和递延收益分别占总负债的25%和22%，对应资产负债率为34%。考虑到合同负债及递延收益并非为公司的实际融资负债类科目，扣除此两项后公司2022年Q1末负债率水平仅18%。

图 14: 公司资产结构以货币资金和固定资产为主

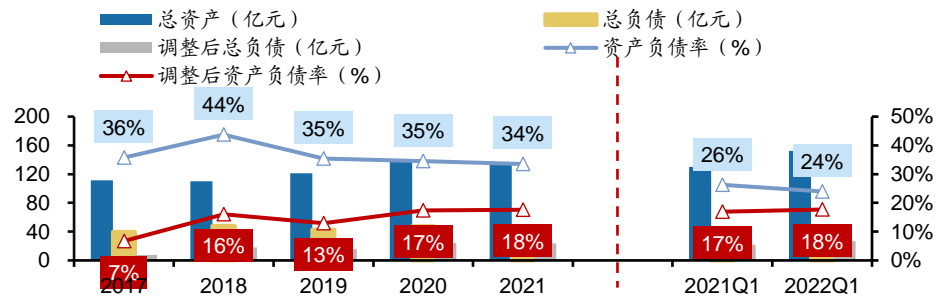
图 15: 公司负债以合同负债、递延收益为主



数据来源：定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

图 16: 2022年Q1末公司调整后资产负债率水平仅18%



数据来源：定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

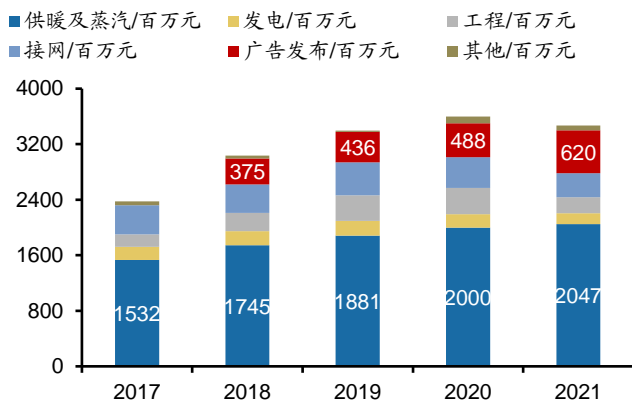
备注：调整后总负债=总负债-合同负债-递延收益

## 二、供暖面积稳步扩张，沈阳清洁供暖空间广阔

### （一）供暖、接网面积持续稳健增长，期待煤价企稳后盈利恢复

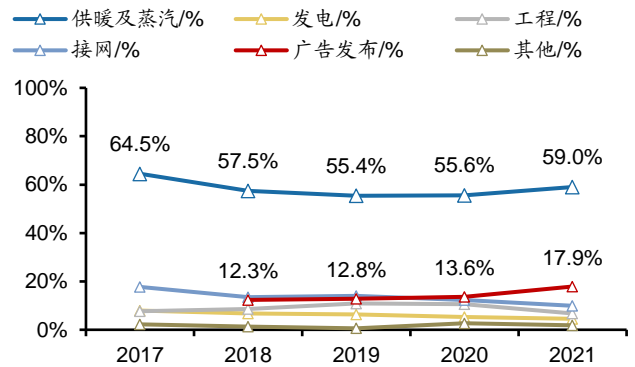
供热为核心驱动业务，2021年受制于煤价上涨供热毛利率下滑10.3个pct，期待后续盈利恢复。2021年公司城市集中供暖业务实现营业收入20.47亿元，占总收入比重为59.03%，是公司的核心业务。此外受制于煤价大涨导致供暖业务毛利率下滑10.33个pct，供热业务实现毛利润6.06亿元（同比-24%），期待后续煤价、疫情等因素缓解带动业绩恢复。

图 17：公司收入以供暖及蒸汽业务为主



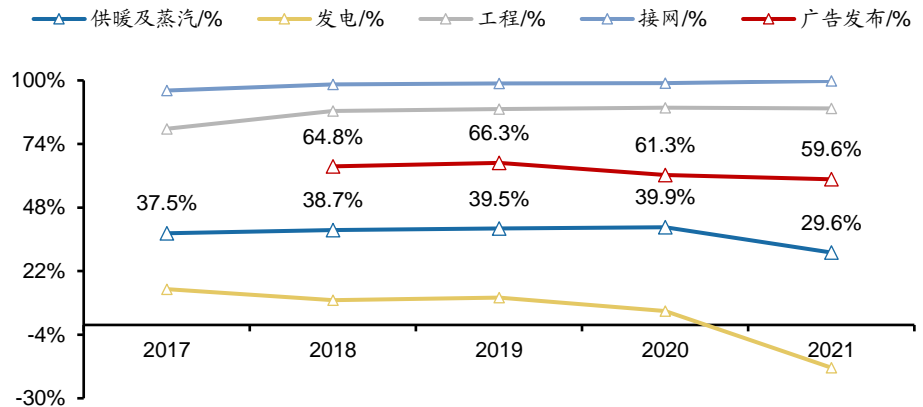
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 18：2021年公司分业务营业收入占比情况



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

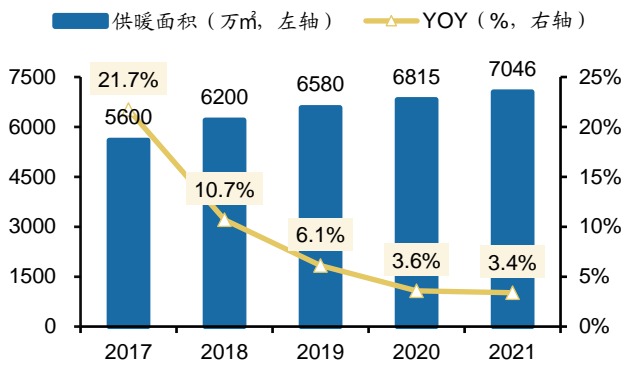
图 19：2021年公司分业务毛利率水平



数据来源：定期报告、Wind、广发证券发展研究中心

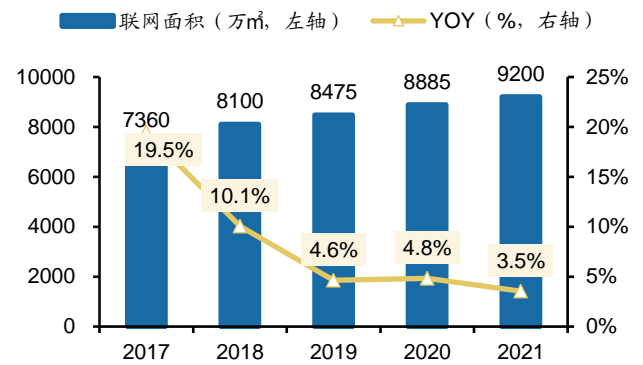
公司供暖、联网面积稳步增长，五年复合增速分别达8.9%和8.4%。2021年公司平均供暖面积达7046万m<sup>2</sup>（同比+3.4%）、联网面积9200万m<sup>2</sup>（同比+3.5%），疫情影响下全年供暖、联网面积增速略低于历史水平。期待后续疫情缓解后公司供暖、联网面积有望进一步提升。

图 20: 公司 2021 年供暖面积同比增长 3.4%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

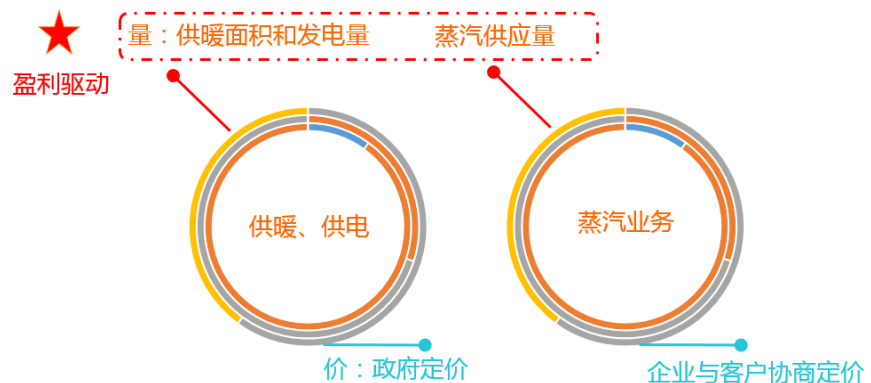
图 21: 公司 2021 年联网面积同比增长 3.5%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 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断提升, 业绩有望持续快速成长。

图 22: 供暖面积为公司收入增长重要驱动要素

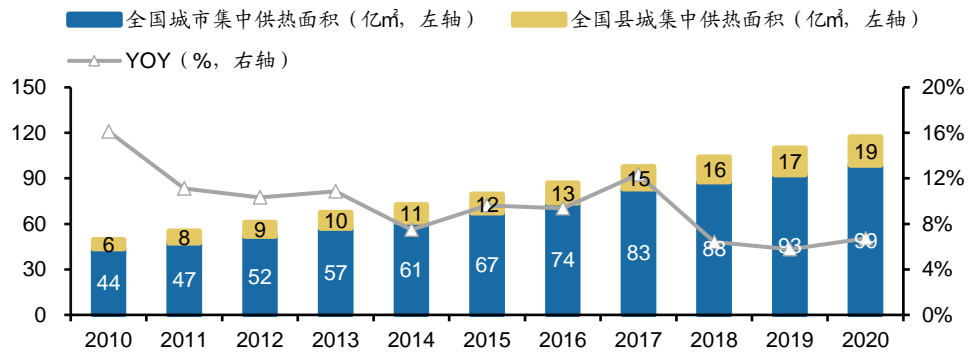


数据来源: 广发证券发展研究中心

## (二) 全国清洁供暖空间广阔, 沈阳为重要主战场之一

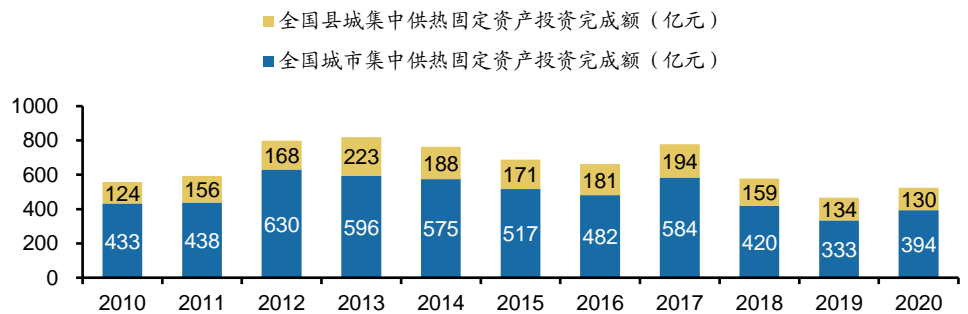
全国城市集中供暖面积已近 100 亿  $m^2$ , 北方地区加速绿色、清洁供暖转型。根据《城乡建设统计年鉴》统计, 2020 年全国集中供暖面积已达 117 亿  $m^2$ , 其中城市集中供暖面积近 99 亿  $m^2$  (同比 +6.8%), 对应全国固定资产投资完成额达 524 亿元。北方作为供热的主要区域, 结合《北方地区冬季清洁取暖规划 (2017-2020 年)》要求, 在完成上述政策的 70% 清洁取暖率目标的背景下, “十四五”继续推动清洁供热产业转型依旧将是供暖行业的重要抓手之一。

图 23: 2020年全国集中供暖面积已达117亿m<sup>2</sup>



数据来源: 城乡建设统计年鉴、Wind、广发证券发展研究中心

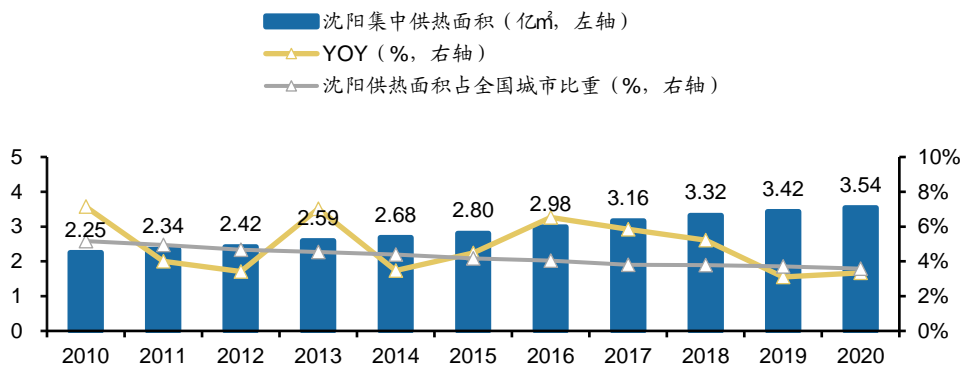
图 24: 2020年全国集中供热固定资产投资完成额达524亿元



数据来源: 城乡建设统计年鉴、Wind、广发证券发展研究中心

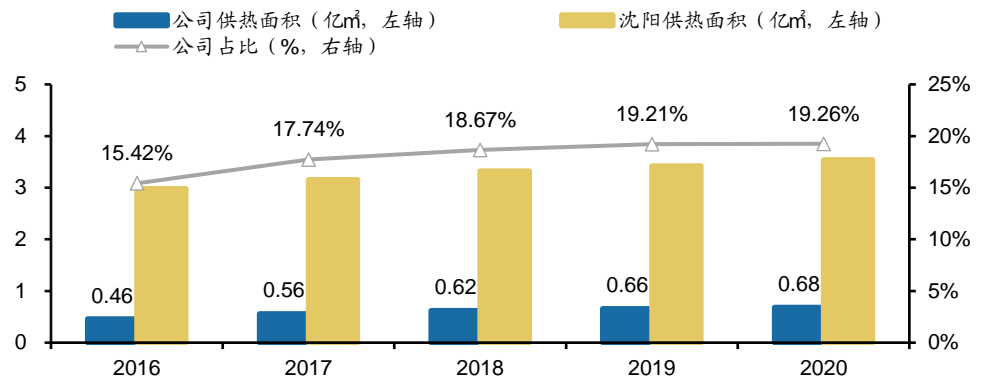
沈阳地区占全国城市供热面积的3.6%，亦是清洁供热转型的主战场之一。从公司的供热业务主要城市沈阳来看，2020年沈阳集中供热面积达3.54亿平方米，占全国城市供热面积的3.6%，亦是后续清洁供暖转型的重点城市之一。而公司2020年供热面积达0.68亿平方米，占沈阳供热面积的19.26%，是沈阳清洁供热的龙头企业，有望充分受益于沈阳地区清洁供热需求的释放。

图 25: 2020年沈阳集中供热面积达3.54亿m<sup>2</sup>，占全国城市的3.6%



数据来源: 城乡建设统计年鉴、Wind、广发证券发展研究中心

图 26: 公司2020年供热面积为沈阳供热面积的19.26%

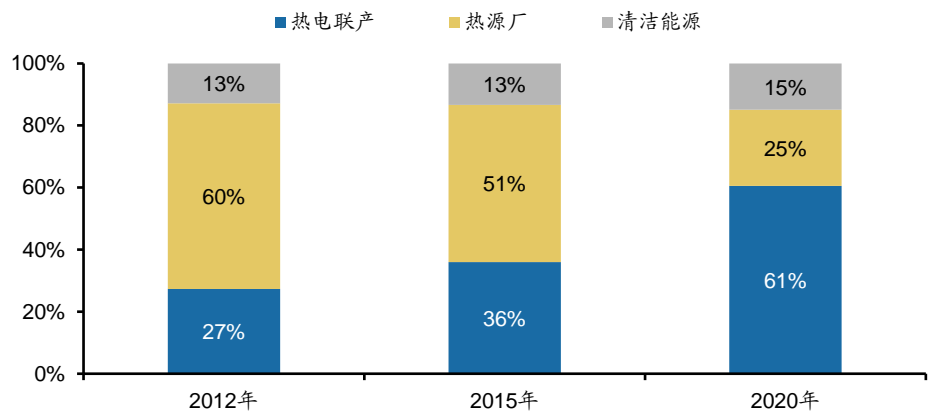


数据来源: 公司定期报告、城乡建设统计年鉴、Wind、广发证券发展研究中心

沈阳远期规划明确清洁能源供热面积目标，城市清洁化转型潜力依旧突出。根据公司年报披露，按照《沈阳市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中关于新建扩建热电联产项目，淘汰落后煤电机组和小型燃煤锅炉房的发展要求，结合“双碳”目标和清洁取暖工作要求，逐步拆除具备条件的燃煤锅炉，并在二环外新建超低排放标准的大型燃煤热源对供热能力进行补充，实现减量替代。

沈阳市目前既有清洁能源供热面积2100万平方米，占比4.2%；力争到2025年，新增8900万平方米，总量达到11000万平方米，占比达到20%；力争到2030年，再新增7500万平方米，清洁能源总量达到18500万平方米，占比达到32%。

图 27: 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

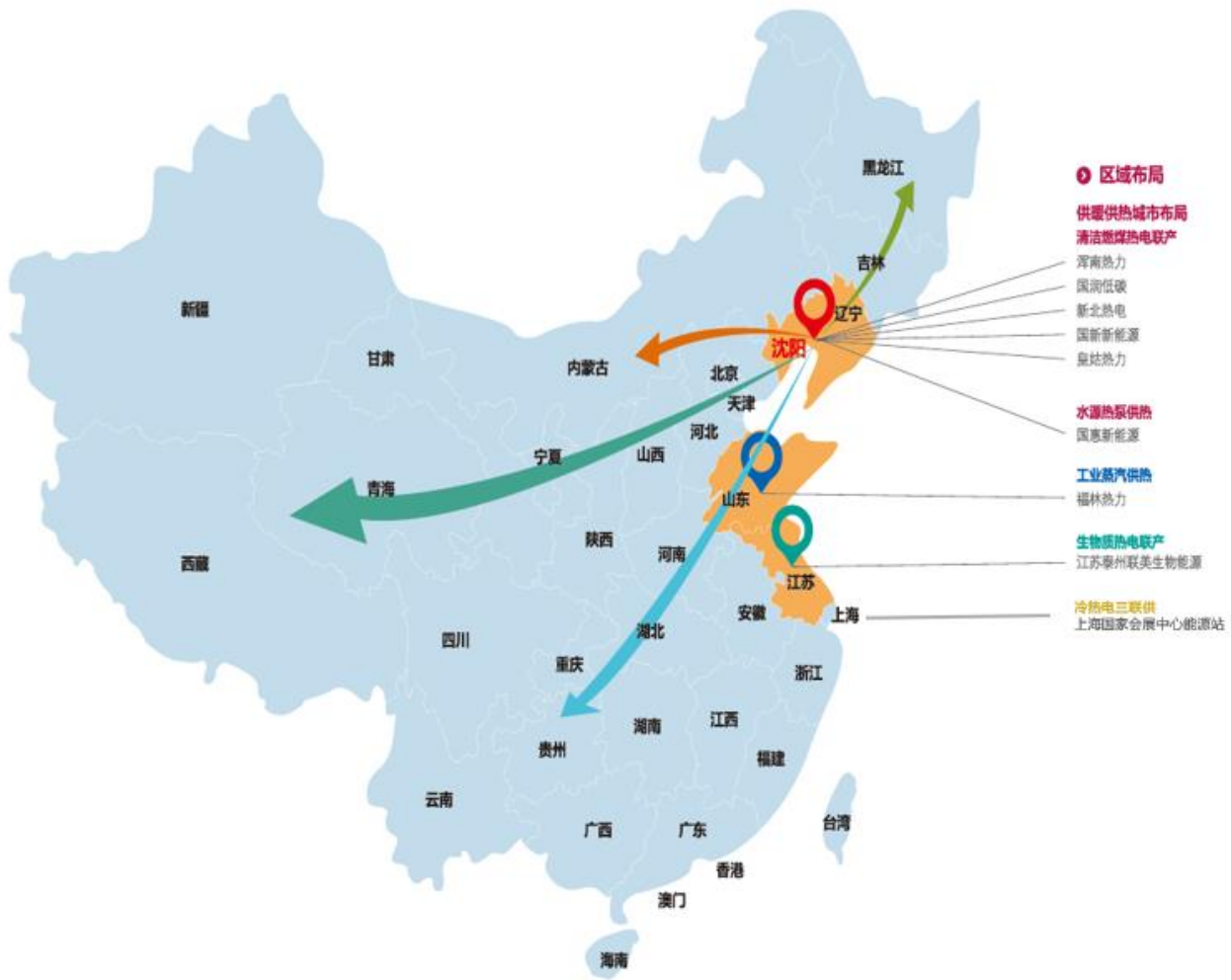


数据来源: 《沈阳市城市供热规划(2013~2020年)》，广发证券发展研究中心

### (三) 从沈阳逐步辐射全国，“自建+收购+运营管理”拓宽成长性

沈阳区域为基，“自建+收购+运营管理”模式逐步向全国化迈进。结合目前供热市场需求已从前期单一的新建供热需求，逐步衍生为旧城改造与新建集中供热并存、热源的改进和更替、以及新兴的南方非传统供暖区域需求的不断增长的趋势，公司正基于沈阳项目积攒的丰厚资金和经验优势，加速布局南方市场。目前公司已经通过“自建+收购+运营管理”的三重模式在全国进行业务布局，在辽宁沈阳、江苏泰州、山东菏泽、上海等地建设和运营了多个项目，正式向全国化趋势迈进。

图 28: 供热业务由沈阳地区逐步向全国覆盖



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司以沈阳为切入点拓展全省，凭借长期运营经验不断在全省及异地拓展供热版图：2020年4月初公司公告收购上海国家会展中心冷热电联产项目的部分股权，该项目为“冷、热、电”三联供天然气分布式能源系统，将为公司全面进入南方市场夯实基础。此外，沈阳苏家屯区等区域协议书的签订，进一步验证公司的持续拓展能力。

表 4: 沈阳市苏家屯区热源项目情况

项目	内容
投资总额 (亿元)	21
固定资产投资 (亿元)	15
预计开工时间	2021/4
总建设周期	15 个月
建设内容	一期: 2x180t/h 蒸汽锅炉+2x35MW 背压式供热机组 二期: 装机容量为 80MW(或 2x40MW)的背压式供热机组及相应配套的锅炉
资金来源	公司自有资金及自筹资金

总占地面积 (亩)	219
建筑面积 (万平方米)	15

数据来源：联美控股关于签署《项目协议书》的公告，广发证券发展研究中心

**表 5: 收购标的公司上海华电福新能源盈利情况**

项目	2020	2021
营业总收入/百万元	89.79	108.49
利润总额/百万元	1.03	12.08

数据来源：公司《关于变更部分募集资金投资项目的公告》，广发证券发展研究中心

**表 6: 上海能源会展中心情况**

项目	内容
项目面积	总用地面积 12185 平方米，总建筑面积约 9980 平方米，建筑主体结构为地上 2 层
设备情况	实际发电总装机容量为 26.4MW
建设期	约 2 年 4 个月
开始运营日期	2016/8/5
实际总投资 (亿元)	5.60
设计年冷热负荷量(万 GJ)	86
运营情况	2016 年全年供热 (冷) 量 11.72 万 GJ，达到项目设计年冷热负荷量 86 万 GJ 的 13.63% 2017 年全年供热 (冷) 量 29.66 万 GJ，达到项目设计年冷热负荷量 86 万 GJ 的 34.49% 2018 年全年供热 (冷) 量 31.31 万 GJ，达到项目设计年冷热负荷量 86 万 GJ 的 36.41%

数据来源：公司《变更部分募集资金投资项目并新设投资项目的核查意见》，广发证券发展研究中心

### 三、氢能产能布局先行者，传媒业务拆分上市聚焦主业

#### (一) 氢能产业布局的先行者，多重优势打造未来成长新引擎

加大产业资本及科研院合作，加大氢能潜力市场开拓。近年来，公司大力推广燃料清洁化，着力发展高效热泵、余热回收、智慧供热等技术，获得清洁供热服务5A认证，其中重点布局了氢能领域：公司在2021年成立了专门的氢能事业部开拓氢能业务，在2021年完成与上海长三角氢能科技研究院战略合作协议签署，发起上海氢能促进会理事申报，推动国际氢能委员会入驻首位办公。2021年12月，公司出资人民币1亿元，收购爱德曼氢能源装备有限公司3.40%的股权。

**表 7: 爱德曼氢能源装备有限公司四大竞争优势**

项目	内容
技术优势	双极板设计研发
	掌握金属表面涂层技术
	高性能催化剂浆料配方
	MEA 指标 2000mA@0.66V

装备优势	金属双极板自动化产线制造体系 膜电极自动化产线制造体系 燃料电池自动化产线制造体系
产能优势	国内规模最大 5个生产基地 10000台/年产能
成本优势	自主创新零部件、电堆、系统、工艺装备 专用设备的设计与制造 成本优势明显

数据来源：爱德曼氢能装备有限公司官网、广发证券发展研究中心

## （二）传媒业务拆分上市聚焦主业，高成长属性增厚公司业绩

兆讯传媒成功登陆创业板，融资渠道拓宽助力公司发展。2018年11月公司以23亿元完成对兆讯传媒100%股份的收购。兆讯传媒主营国内铁路客运站自主建设的数字媒体，在全国范围内其业务覆盖28个省，500+车站，高铁站点占比90%以上，目前已发展成为国内铁路数字视频媒体行业中拥有媒体资源数量最多的企业。凭借在技术、业态、模式及新旧产业融合方面建立的创新优势，兆讯传媒已与众多知名公司建立了良好的战略合作关系，已合作包括阿里巴巴、腾讯视频、京东商城、一汽大众、携程旅行网等众多知名品牌。

**表 8：兆讯传媒在技术、业态、模式及新旧产业融合方面均有所突破**

项目	内容
科技创新	采用安全高效的网络传输技术，通过拥有自主知识产权的计算机信息处理技术，构建了高效的信息系统平台，实现了自主安装的媒体设备全国联网和数字化远程控制
模式创新	在签约的高铁站自主安装数字媒体设备，建成全国铁路客运站信息服务联播网；借助高铁的流动性和高铁网的深度纵横，加快区域渗透并实现规模化和精准化的传播落地效果
新旧产业融合	高度重视信息化建设与高铁媒体的融合，通过持续的更新换代和研发投入，积累了丰富的信息化建设基础和经验

数据来源：兆讯传媒首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书、广发证券发展研究中心

分拆上市提供新的资金募集平台与增长点，2021年业绩亮眼。2022年3月26日，公司发布《关于公司所属子公司兆讯传媒广告股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市获中国证监会注册的公告》，本次发行共募集资金19.94亿元，主要用于运营站点数字媒体建设、营销中心建设、运营总部及技术中心建设项目和补充流动资金。近年来，兆讯传媒迅速发展，其中2021年实现营收6.19亿元，同比增长26.84%，净利润2.41亿元，同比增长15.59%。

**表 9：兆讯传媒发行基本情况**

项目	内容
发行股数	5,000.00 万股

每股发行价格	39.88 元
募集资金总额	199,400.00 万元
募集资金投资项目	运营站点数字媒体建设项目 (79,539.77 万元) 营销中心建设项目 (8,825.62 万元) 运营总部及技术中心建设项目 (29,771.00 万元) 补充流动资金项目 (12,000.00 万元)

数据来源：兆讯传媒首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书、广发证券发展研究中心

**表 10：兆讯传媒 2021 年度经营业绩（单位：万元）**

项目	2021 年度	2020 年度	变动比例
营业收入	61,908.07	48,806.36	26.84%
营业利润	26,012.65	22,356.61	16.35%
利润总额	26,554.19	22,937.74	15.77%
净利润	24,064.14	20,818.50	15.59%
归属于母公司股东的净利润	24,064.14	20,818.50	15.59%
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	23,563.45	20,277.65	16.20%

数据来源：兆讯传媒首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书、广发证券发展研究中心

**五大专利助力公司获取竞争优势，聚焦“百城千屏”+“元宇宙”布局潜力。**截至2021年末，兆讯传媒基于对高铁数字媒体的运营、广告发布业务特点、媒体设备的功能、广告客户的需求、媒体资源分配等的综合考量定制了多套相关服务系统。此外，2018-2021年，公司的研发投入占比均维持在3%左右，稳定的研发支出不仅有助于提升企业的自主创新能力，同时也能够有效保障未来3-5年内的业绩增长。此外公司将充分利用现有场景资源、客户资源、运营管理经验和技術能力，对“百城千屏”超高清裸眼3D的营销场景以及元宇宙在广告行业中的落地应用进行积极探索。

**表 11：兆讯传媒五大核心技术专利**

技术名称	成果	主要功能
兆讯媒介信息智能收集发布管理系统	软件著作权	通过系统自动收集运营人员发来的信息，直观的统计和分析出现问题的车站及媒体
兆讯媒体播放内容智能编排系统	软件著作权	应用于公司播放广告的媒体智能编排管理，自动按车站生成对应的串播单，提交给最终的播放站点
兆讯传媒播放器内容播出管理系统	软件著作权	应用于数字媒体播放设备进行远程内容的编辑、发布，终端的监控管理和系统管理
兆讯传媒播放器设备运行监控系统	软件著作权	应用于数字媒体播放设备的远程监控和管理。可以监控播放设备的网络连接、运行状态、传输流量等基本信息，并能在设备出现异常情况时自动发送故障邮件给运营维护人员
媒体机柜温控及防护系统	-	采用环境温度测控系统自行调节媒体机柜散热设备的工作功率，达到智能、节能控制媒体机柜温度的效果；实现媒体机柜内设备的真正自动断电关机、通电开机，有效节约了能源，延长了设备使用寿命；采用独特的结构设计，使机柜在不同墙面地面材料上安装

数据来源：兆讯传媒首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书、广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与投资建议

我们将公司收入分为了供暖及蒸汽、发电、接网费、工程施工、广告业务及其他业务，分别进行测算：

**(1) 供暖及蒸汽业务：**我们预期2022至2024年新增供暖面积分别为400、300、200万平方米，对应期末供暖面积为7446、7746和7946万平方米；销售均价为30.50、30.50和30.50元/平方米；实现收入22.71、23.63、24.24亿元；考虑到煤炭保供政策的推进以及Q1季度公司盈利的反转，我们预期2022至2024年公司供热业务毛利率将提升至36%、36%和36%，对应实现毛利润8.18、8.51和8.72亿元。

**(2) 接网费业务：**2020年至2021年由于疫情因素公司接网费收入出现明显下滑，我们预期2022至2024年伴随疫情情况缓解，对应的接网费收入增速有望略有恢复，2022至2024年收入增速为15%、10%和5%，对应毛利率水平维持在99%。

**(3) 发电业务：**我们将发电资产分为新北、国新和江苏联美三大板块，对应2022至2024年的装机容量分别保持在49、35和30MW，利用小时数中生物质项目（江苏联美）有望实现一个底部回升趋势，预期为6100、6500和6800小时。测算下发电业务收入为1.98、2.08和2.16亿元，对应毛利率保持在5%。

**(4) 工程施工：**预计2022至2024年营收增速达10%、10%和10%，对应实现营业收入2.58、2.83和3.12亿元；预期毛利率水平为88%、88%和88%，对应实现毛利润2.27、2.49和2.74亿元。

**(5) 广告业务：**预计2022至2024年营收增速达35%、35%和25%，对应实现营业收入8.37、11.30和14.12亿元；预期毛利率水平为60%、60%和60%，对应实现毛利润5.02、6.78和8.47亿元。

表 12：公司收入拆分及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计					
收入/百万元	3598.01	3467.96	4039.02	4506.76	4917.45
收入增速/%	5.94%	-3.61%	16.47%	11.58%	9.11%
成本/百万元	1636.57	1928.18	2046.36	2241.12	2411.16
毛利/百万元	1961.44	1539.78	1992.66	2265.64	2506.29
毛利率/%	54.51%	44.40%	49.34%	50.27%	50.97%
供暖及蒸汽					
收入/百万元	2000.24	2047.08	2271.03	2362.53	2423.53
收入增速/%	6.33%	2.34%	10.94%	4.03%	2.58%
成本/百万元	1201.18	1440.81	1453.46	1512.02	1551.06

毛利/百万元	799.06	606.27	817.57	850.51	872.47
毛利率/%	39.95%	29.62%	36.00%	36.00%	36.00%
<b>发电</b>					
收入/百万元	190.72	157.15	198.33	208.42	216.04
收入增速/%	-10.87%	-17.60%	26.20%	5.09%	3.66%
成本/百万元	179.98	184.61	188.41	198.00	205.24
毛利/百万元	10.74	-27.46	9.92	10.42	10.80
毛利率/%	5.63%	-17.47%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>接网费</b>					
收入/百万元	440.88	343.77	395.34	434.87	456.61
收入增速/%	-7.12%	-22.03%	15.00%	10.00%	5.00%
成本/百万元	4.61	0.76	3.95	4.35	4.57
毛利/百万元	436.27	343.01	391.38	430.52	452.05
毛利率/%	98.96%	99.78%	99.00%	99.00%	99.00%
<b>工程施工</b>					
收入/百万元	381.14	234.25	257.68	283.44	311.79
收入增速/%	3.04%	-38.54%	10.00%	10.00%	10.00%
成本/百万元	42.50	26.90	30.92	34.01	37.41
毛利/百万元	338.64	207.35	226.75	249.43	274.37
毛利率/%	88.85%	88.52%	88.00%	88.00%	88.00%
<b>广告业务</b>					
收入/百万元	488.06	619.84	836.78	1129.66	1412.07
收入增速/%	11.93%	27.00%	35.00%	35.00%	25.00%
成本/百万元	188.88	250.63	334.71	451.86	564.83
毛利/百万元	299.18	369.21	502.07	677.80	847.24
毛利率/%	61.30%	59.57%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>物业、多种经营</b>					
收入/百万元	25.52	31.89	39.86	47.84	57.40
收入增速/%	17.05%	24.98%	25.00%	20.00%	20.00%
成本/百万元	18.99	24.07	29.90	35.88	43.05
毛利/百万元	6.52	7.82	9.97	11.96	14.35
毛利率/%	25.56%	24.52%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>类金融收入净额</b>					
收入/百万元	70.61	27.41	30.00	30.00	30.00
<b>其他</b>					
收入/百万元	0.84	6.57	10.00	10.00	10.00
成本/百万元	0.43	0.40	5.00	5.00	5.00
毛利/百万元	0.41	6.17	5.00	5.00	5.00
毛利率/%	48.96%	93.91%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**DCF测算:** 我们预期2025以后EBIT维持在2024年水平, 永续增长率为0%。并结合  $FCFF = EBIT * (1 - \text{所得税率}) + \text{折旧与摊销} - \text{营运资金的增加} - \text{资本性投资}$  测算出企业自

由现金流，并基于WACC（WACC根据10年期国债收益率、10年沪深指数平均收益测算的得出为7.71%）测算出历年PV和永续期合计PV之后加总得出企业值（公司评估总价值），并减去债务与少数股东权益后测得公司股票价值（公司内在评估价值）为292.96亿元。而公司每股价值=公司股票价值/总股数为12.80元/股。

**盈利预测及投资建议：**预计2022-2024年EPS分别为0.66/0.76/0.85元/股，最新收盘价对应PE估值分别为10.26/8.89/7.93X。供暖业务盈利快速恢复，在手现金充裕积极布局氢能等新兴能源，股息率有望持续提升。参考DCF测算得到合理价值12.8元/股，维持“买入”评级。

**表 13：DCF 模型测算下公司每股价值可达 12.80 元/股**

	2022E	2023E	2024E	2025E	.....	2031E	永续期 TV
EBIT (百万元)	1,645.30	1,905.09	2,152.23	2,152.23	.....	2,152.23	-
所得税税率 (%)	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	.....	17.00%	-
息前税后利润(百万元)	1,365.60	1,581.23	1,786.35	1,786.35	.....	1,786.35	-
加：折旧与摊销	734.61	816.53	911.38	920.28	.....	1,085.63	-
减：营运资金的增加	102.59	100.93	118.39	30.00	.....	30.00	-
减：资本性投资	705.00	855.00	1,005.00	1,005.00	.....	1,005.00	-
<b>公司自由现金流量 FCFF</b>	<b>1,292.62</b>	<b>1,441.83</b>	<b>1,574.34</b>	<b>1,671.63</b>	.....	<b>1,836.98</b>	<b>23,825.96</b>
<b>PV</b>	<b>1,200.09</b>	<b>1,242.80</b>	<b>1,259.89</b>	<b>1,241.98</b>	.....	<b>8,74.07</b>	<b>11,336.79</b>

公司股票价值=292.96 亿元

每股价值=公司股票价值/总股数=12.80 元/股 (WACC7.71%; 永续增长率 0.0%)

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

**煤价上涨的风险：**根据公司2021年报相关披露，燃煤在成本中占比为43.43%，其次为折旧、维护费用。2021年公司城市集中供暖业务实现营业收入20.47亿元，占总收入比重为59.03%，是公司的核心业务。此外受制于煤价大涨导致供暖业务毛利率下滑10.33个pct，供热业务实现毛利润6.06亿元（同比-24%）。我们认为后续随着煤炭保供，煤价有望回归合理水平，但倘若煤价依旧维持高位，公司盈利将会受到直接影响。

**新业务扩张不及预期：**目前公司已经通过“自建+收购+运营管理”的三重模式在全国进行业务布局，在辽宁沈阳、江苏泰州、山东菏泽、上海等地建设和运营了多个项目，正式向全国化趋势迈进。其中公司重点布局氢能领域，1亿元投资爱德曼氢能，并与上海长三角氢能科技研究院深入合作，并参股运营国家会展中心（上海）天然气分布式能源站项目。倘若氢能等新兴业务布局进展不及预期，将影响公司后续的成长潜力。

**权益资产股价变动：**公司2021年公允价值变动净收益为-1.02亿元（2020年同期为2.23亿元），是公司2021年业绩增速下滑的重要原因之一。而且2022Q1季度奇安信股价进一步下滑，2022Q1公司确认公允价值变动净收益-0.80亿元。目前截至2022Q1公司在手的其他非流动金融资产仅剩1.63亿元，我们认为进一步减值的可能

性及规模相对较小，但是倘若奇安信股价进一步下跌，将对公司当期盈利造成显著影响。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>8,094</b>	<b>7,226</b>	<b>7,731</b>	<b>9,504</b>	<b>11,308</b>	
货币资金	6,048	5,462	5,729	7,229	8,768	
应收及预付	1,004	870	1,030	1,208	1,383	
存货	306	293	314	356	396	
其他流动资产	735	601	659	711	761	
<b>非流动资产</b>	<b>5,764</b>	<b>6,266</b>	<b>6,516</b>	<b>6,835</b>	<b>7,213</b>	
长期股权投资	89	95	125	150	175	
固定资产	3,038	3,316	3,323	3,364	3,441	
在建工程	345	171	163	188	233	
无形资产	302	298	300	302	304	
其他长期资产	1,989	2,386	2,606	2,831	3,061	
<b>资产总计</b>	<b>13,858</b>	<b>13,492</b>	<b>14,247</b>	<b>16,338</b>	<b>18,521</b>	
<b>流动负债</b>	<b>3,311</b>	<b>3,261</b>	<b>2,408</b>	<b>2,652</b>	<b>2,772</b>	
短期借款	1,476	1,310	321	394	367	
应付及预收	406	381	404	430	449	
其他流动负债	1,430	1,570	1,683	1,828	1,956	
<b>非流动负债</b>	<b>1,478</b>	<b>1,264</b>	<b>1,324</b>	<b>1,384</b>	<b>1,444</b>	
长期借款	85	71	81	91	101	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	1,393	1,194	1,244	1,294	1,344	
<b>负债合计</b>	<b>4,789</b>	<b>4,526</b>	<b>3,732</b>	<b>4,037</b>	<b>4,216</b>	
股本	2,288	2,288	2,288	2,288	2,288	
资本公积	697	744	744	744	744	
留存收益	5,646	5,785	7,295	9,037	10,990	
归属母公司股东权益	8,776	8,723	10,233	11,975	13,927	
少数股东权益	293	244	282	327	377	
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,858</b>	<b>13,492</b>	<b>14,247</b>	<b>16,338</b>	<b>18,521</b>	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>3,598</b>	<b>3,468</b>	<b>4,039</b>	<b>4,507</b>	<b>4,917</b>	
营业成本	1,637	1,928	2,046	2,241	2,411	
营业税金及附加	23	26	30	34	37	
销售费用	64	87	109	99	98	
管理费用	150	154	182	198	187	
研发费用	23	23	26	29	32	
财务费用	-145	-136	-142	-160	-161	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	223	-102	0	0	0	
投资净收益	27	29	32	36	44	
<b>营业利润</b>	<b>2,117</b>	<b>1,296</b>	<b>1,860</b>	<b>2,146</b>	<b>2,407</b>	
营业外收支	8	8	6	6	6	
<b>利润总额</b>	<b>2,125</b>	<b>1,303</b>	<b>1,866</b>	<b>2,152</b>	<b>2,413</b>	
所得税	397	229	317	366	410	
<b>净利润</b>	<b>1,728</b>	<b>1,074</b>	<b>1,549</b>	<b>1,786</b>	<b>2,003</b>	
少数股东损益	43	28	39	45	50	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,685</b>	<b>1,046</b>	<b>1,510</b>	<b>1,742</b>	<b>1,953</b>	
EBITDA	2,019	1,736	2,380	2,722	3,064	
EPS (元)	0.74	0.46	0.66	0.76	0.85	

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>927</b>	<b>1,700</b>	<b>2,226</b>	<b>2,524</b>	<b>2,814</b>	
净利润	1,728	1,074	1,549	1,786	2,003	
折旧摊销	297	504	735	817	911	
营运资金变动	-917	-9	-73	-71	-88	
其它	-181	130	15	-8	-12	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-618</b>	<b>-672</b>	<b>-977</b>	<b>-1,123</b>	<b>-1,270</b>	
资本支出	-356	-330	-749	-899	-1,049	
投资变动	-281	-457	-260	-260	-265	
其他	19	115	32	36	44	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>602</b>	<b>-1,605</b>	<b>-983</b>	<b>99</b>	<b>-6</b>	
银行借款	2,402	1,674	-979	83	-17	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-1,800	-3,279	-4	16	11	
<b>现金净增加额</b>	<b>912</b>	<b>-576</b>	<b>267</b>	<b>1,500</b>	<b>1,539</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>5,059</b>	<b>5,971</b>	<b>5,462</b>	<b>5,729</b>	<b>7,229</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>5,971</b>	<b>5,394</b>	<b>5,729</b>	<b>7,229</b>	<b>8,768</b>	

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	5.9%	-3.6%	16.5%	11.6%	9.1%
营业利润增长	1.9%	-38.8%	43.6%	15.4%	12.1%
归母净利润增长	5.9%	-37.9%	44.3%	15.3%	12.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.5%	44.4%	49.3%	50.3%	51.0%
净利率	48.0%	31.0%	38.3%	39.6%	40.7%
ROE	19.2%	12.0%	14.8%	14.5%	14.0%
ROIC	13.2%	9.5%	12.1%	12.0%	11.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.6%	33.5%	26.2%	24.7%	22.8%
净负债比率	52.8%	50.5%	35.5%	32.8%	29.5%
流动比率	2.44	2.22	3.21	3.58	4.08
速动比率	2.24	2.02	2.93	3.30	3.79
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.28	0.27
应收账款周转率	4.07	4.71	4.56	4.29	4.06
存货周转率	11.75	11.83	12.86	12.66	12.41
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.74	0.46	0.66	0.76	0.85
每股经营现金流	0	1	1	1	1
每股净资产	3.84	3.81	4.47	5.23	6.09
<b>估值比率</b>					
P/E	15.41	19.70	10.26	8.89	7.93
P/B	2.96	2.36	1.51	1.29	1.11
EV/EBITDA	10.64	9.71	4.43	3.37	2.50

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，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。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 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	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

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。