

## 加大淡季囤煤力度，业绩值得期待

### --联美控股 2023 年三季报点评

#### 核心观点：

- 事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 21.84 亿元，同比减少 5.01%；实现归母净利 6.53 亿元（扣非 6.28 亿元），同比增长 3.43%（扣非同比减少 14.70%）。23Q3 单季度实现营收 3.31 亿元，同比减少 7.07%；实现归母净利润 0.59 亿元（扣非 0.13 亿元），同比减少增加 96.17%（扣非同比减少 79.08%）。
- 燃煤补贴对冲工程收入下降；加大淡季囤煤力度，业绩值得期待。**2023Q3 单季度公司归母净利和扣非数据差异较大，主要是因为三季度为供暖淡季，基数较低；工程及接网收入受房地产低迷影响收入有所下降，同时 Q3 公司收到燃煤补贴推动净利润显著增长。虽然煤价上涨推高供热行业整体成本，但公司盈利能力保持了相对稳定。报告期公司毛利率、净利率分别为 38.96%、32.04%，同比-4.38pct、+2.79pct；期间费用率 2.45%，同比-0.19pct，ROE(加权)6.08%，同比-0.43pct。报告期公司资产负债率 30.14%，同比+4.75pct，维持在较低水平。报告期末公司在手货币资金 71.23 亿，充沛的在手资金使得公司财务费用常年为负，未来外延拓展资金保障充分。
- 报告期公司存货 5.41 亿元，同比、环比分别增加 12.94%、41.25%，主要系公司为更好提供供暖服务降低燃煤成本，加大淡季囤煤力度增加燃煤库存所致。**三季度市场煤价创出阶段性低点，公司加大淡季囤煤力度将有助于提升公司供暖业务盈利能力。
- 清洁供热龙头积极布局氢能，积极转型综合清洁能源服务商。**公司是清洁供热龙头，目前在沈阳建有集中供热和热电联产厂 8 座，规划供热面积 1.5 亿平方米。2022 年公司平均供暖面积 7226 万平方米，联网面积 9879 万平方米，未来仍有较大的增长空间。公司也围绕冷、热、电、汽等核心产品，从沈阳走向全国，已在辽宁沈阳、江苏泰州、山东菏泽、上海等地建设和运营了多个综合清洁能源项目。公司亦大力拓展氢能业务，继战略入股爱德曼氢能（3.4%权益）后，公司 2022 年与北燃平谷公司签订协议，将在分布式综合能源服务、加氢站、制氢及氢能热电联产等方面开展深入合作。未来公司将继续加大氢能、热泵等领域布局，积极向综合清洁能源服务商转型。
- 兆讯传媒打造户外大屏新增长点：**独立上市的兆讯传媒已发展为全国高铁站点布局广度、数字媒体资源数量排名前列的高铁数字媒体运营商。公司中报披露兆讯签约铁路客运站 574 个，开通运营 470 个，运营 5418 块数字媒体屏幕。兆讯 2022 年开始开拓商圈数字户外媒体业务，打造第二增长曲线，目前已在广州、太原、贵阳、成都、重庆等地的重要商圈持续推进。未来随着高铁出行需求增长以及户外大屏的放量，兆讯有望成为公司重要的业绩增长点。
- 估值分析与评级说明：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.22 亿元、12.08 亿元、14.24 亿元，对应 PE 分别为 13.2 倍、11.1 倍、9.4 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**煤价超预期上涨的风险，新业务开拓不及预期的风险等。

**联美控股(600167)**
**推荐 (维持)**

#### 分析师

**陶贻功**

☎: 010-80927673

☐: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

**严明**

☎: 010-80927667

☐: yanming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

**梁悠南**

☎: 010-80927656

☐: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

**市场数据**

2023-10-27

股票代码	600167
A 股收盘价(元)	5.9
上证指数	3,017.78
总股本万股	228,812
实际流通 A 股万股	228,812
流通 A 股市值(亿元)	135

**相对沪深 300 表现图**


资料来源: 中国银河证券研究院

**相关研究**

【银河环保公用】点评报告\_公用事业\_联美控股(600167): 财报整体持续稳健，业绩反转可期

表1：主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3450.35	3752.21	4050.04	4473.67
收入增长率%	-0.51	8.75	7.94	10.46
归母净利润(百万元)	943.98	1021.65	1207.78	1423.50
利润增速%	-9.77	8.23	18.22	17.86
毛利率%	38.95	40.16	42.65	44.59
摊薄EPS(元)	0.42	0.45	0.53	0.62
PE	15.15	13.15	11.12	9.44
PB	1.37	1.26	1.23	1.20
PS	0.06	0.08	0.09	0.10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 附录：

### (一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>9605.72</b>	<b>7911.53</b>	<b>7941.02</b>	<b>8062.07</b>	营业收入	3450.35	3752.21	4050.04	4473.67
现金	7903.47	6077.31	6024.33	5995.23	营业成本	2106.31	2245.37	2322.67	2479.02
应收账款	834.14	851.67	949.19	1031.95	营业税金及附加	27.11	26.27	28.35	31.32
其它应收款	103.19	146.06	139.39	164.06	营业费用	37.91	120.07	121.50	111.84
预付账款	80.01	119.16	105.75	122.21	管理费用	150.02	157.59	162.00	170.00
存货	296.36	328.58	333.35	359.28	财务费用	-217.16	-68.27	-81.59	-85.39
其他	388.55	388.74	389.00	389.33	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>7129.29</b>	<b>7441.57</b>	<b>7763.74</b>	<b>8187.04</b>	公允价值变动收益	-71.69	0.00	0.00	0.00
长期投资	99.82	105.10	110.10	115.24	投资净收益	9.76	30.02	32.40	35.79
固定资产	3596.55	3789.49	4042.92	4351.85	营业利润	1195.41	1303.82	1532.34	1805.81
无形资产	599.26	798.86	998.40	1214.95	营业外收入	12.81	12.00	15.00	18.00
其他	2833.67	2748.12	2612.32	2505.00	营业外支出	0.48	4.00	5.00	6.00
<b>资产总计</b>	<b>16735.01</b>	<b>15353.10</b>	<b>15704.76</b>	<b>16249.11</b>	利润总额	1207.73	1311.82	1542.34	1817.81
<b>流动负债</b>	<b>3809.78</b>	<b>2246.52</b>	<b>2326.83</b>	<b>2472.76</b>	所得税	208.59	230.49	270.99	319.39
短期借款	1684.08	0.00	0.00	0.00	净利润	999.14	1081.34	1271.35	1498.42
应付账款	360.88	414.23	413.22	449.18	少数股东损益	55.16	59.69	63.57	74.92
其他	1764.82	1832.30	1913.61	2023.58	归属母公司净利润	943.98	1021.65	1207.78	1423.50
<b>非流动负债</b>	<b>1362.11</b>	<b>1362.11</b>	<b>1362.11</b>	<b>1362.11</b>	EBITDA	1599.30	1915.97	2202.57	2490.62
长期借款	63.44	63.44	63.44	63.44	EPS(元)	0.42	0.45	0.53	0.62
其他	1298.67	1298.67	1298.67	1298.67					
<b>负债合计</b>	<b>5171.89</b>	<b>3608.63</b>	<b>3688.94</b>	<b>3834.87</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	993.20	1052.89	1116.46	1191.38	营业收入	-0.51%	8.75%	7.94%	10.46%
归属母公司股东权益	10569.93	10691.57	10899.35	11222.85	营业利润	-7.73%	9.07%	17.53%	17.85%
<b>负债和股东权益</b>	<b>16735.01</b>	<b>15353.10</b>	<b>15704.76</b>	<b>16249.11</b>	归属母公司净利润	-9.77%	8.23%	18.22%	17.86%
					毛利率	38.95%	40.16%	42.65%	44.59%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净利率	27.36%	27.23%	29.82%	31.82%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1444.15</b>	<b>1809.93</b>	<b>2059.34</b>	<b>2303.72</b>	ROE	8.93%	9.56%	11.08%	12.68%
净利润	999.14	1081.34	1271.35	1498.42	ROIC	6.17%	7.81%	9.01%	10.39%
折旧摊销	560.30	737.45	813.38	838.21	资产负债率	30.90%	23.50%	23.49%	23.60%
财务费用	65.56	41.04	19.99	19.99	净负债比率	44.73%	30.73%	30.70%	30.89%
投资损失	-9.76	-30.02	-32.40	-35.79	流动比率	2.52	3.52	3.41	3.26
营运资金变动	-232.71	-11.13	-2.17	-4.22	速动比率	2.36	3.21	3.12	2.96
其它	61.62	-8.75	-10.81	-12.89	总资产周转率	0.21	0.24	0.26	0.28
<b>投资活动现金流</b>	<b>-599.61</b>	<b>-1010.96</b>	<b>-1092.33</b>	<b>-1212.82</b>	应收账款周转率	4.14	4.41	4.27	4.34
资本支出	-310.49	-1038.19	-1122.24	-1245.97	应付帐款周转率	9.56	9.06	9.80	9.96
长期投资	-497.99	-2.78	-2.50	-2.64	每股收益	0.42	0.45	0.53	0.62
其他	208.88	30.02	32.40	35.79	每股经营现金	0.63	0.79	0.90	1.01
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1563.15</b>	<b>-2625.12</b>	<b>-1019.99</b>	<b>-1119.99</b>	每股净资产	4.62	4.67	4.76	4.90
短期借款	373.92	-1684.08	0.00	0.00	P/E	15.15	13.15	11.12	9.44
长期借款	-7.31	0.00	0.00	0.00	P/B	1.37	1.26	1.23	1.20
其他	1196.53	-941.04	-1019.99	-1119.99	EV/EBITDA	5.59	4.20	3.68	3.26
<b>现金净增加额</b>	<b>2407.70</b>	<b>-1826.16</b>	<b>-52.99</b>	<b>-29.09</b>	P/S	3.89	3.58	3.32	3.00

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**陶贻功**，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

**严明**，环保行业分析师，北京化工大学材料科学与工程专业硕士。于 2018 年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

**梁悠南**，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当目的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系人

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区： 程 曜 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区： 陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区： 田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。