



## 增持(维持)

所属行业: 公用事业/电力  
当前价格(元): 5.94

### 证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

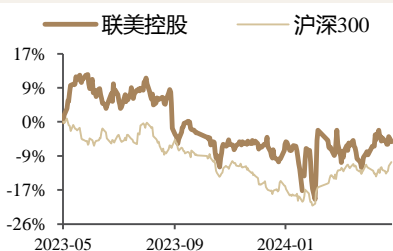
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

卢璇

邮箱: luxuan@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.39	0.51	2.41
相对涨幅(%)	1.95	-4.53	-9.26

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

1. 《联美控股(600167.SH): 稳健的高分红供热龙头, 氢能+高铁传媒打造第二增长曲线》, 2023.11.20

# 联美控股(600167.SH): 供暖面积稳定增长, 分红比例超52%

## 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年及2024年一季度业绩公告, 2023年公司实现营业收入34.12亿元, 同比下降1.12%; 实现归母净利润8.59亿元, 同比下降9.14%; 扣非后归母净利润8.41亿元, 同比下降13.19%。单Q4实现收入12.27亿元, 同比增长6.63%, 归母净利润2.06亿元, 同比下降34.41%。24Q1实现营业收入17.17亿元, 同比增加3.69%, 实现归母净利润5.64亿元, 同比减少18.1%。
- 收入端看, 公司供暖及蒸汽/发电/工程/接网/广告发布业务分别实现收入21.87/1.33/1.91/2.7/5.98亿元, 同比+1.3%、+2.6%、-20.19%、-13.65%、+3.6%; 毛利率分别为22.9%、2.37%、78.31%、99.9%、42.03%。其中供暖及蒸汽业务和广告发布两大业务毛利率同比下降1.76pct和10.1pct。收入和利润下降的主要原因为:(1) 地产市场影响工程和接网收入;(2) 广告发布业务媒体资源使用费增加。
- 供暖面积稳定增长, 公司清洁供暖业务兼具成本和技术优势。**2023年公司平均供暖面积7440万平方米, 联网面积10463万平方米, 较2022年增长214万/584万平方米。分子公司看, 浑南热力/新北热电/国惠新能源分别实现收入11.28/8.28/10.66亿元, 同比+3.65%、-2.76%、-3.63%。成本方面, 公司坚持“长协锁价, 淡季储煤”策略, 实现上游成本整体保持稳定, 供暖及蒸汽业务的成本构成中, 燃料、购热及辅助环保材料占总成本比重同比下降2.02pct。技术方面, 新北热电热电联产能耗指标同行业领先; 国惠新能源是供热行业中少有的高新技术企业, 在热网平衡、热网自控、低位热能利用等方面正在形成具有自主知识产权的专有技术; 国新新能源2022年投产的烟气余热回收利用项目在2023-2024供暖季中实现回收余热约43万吉焦, 节水约10万吨, 节约原煤约4万吨, 综合减排5.3万吨二氧化碳, 节能减排、降耗增效成果显著。
- 高分红的优质公用事业资产, 在手现金达80亿, 积极布局氢能+储能。**截至2024Q1, 公司在手现金达80亿, 占到总资产的45%。2023年公司计划分红4.52亿元, 占归母净利润的52.6%, 连续四年分红比例超50%, 股息率为3.37%(以4月29日收盘价计)。除深耕主业外, 公司进一步深化与爱德曼的战略合作, 致力于电解水制氢及氢热电联产的商业化应用, 并围绕着氢能产业链上的关键节点, 积极布局。储能领域, 公司积极探索分布式储电系统在大型公共建筑及产业园区的应用, 并快速推进冰蓄冷业务在南方市场的落地, 着眼长期发展。
- 投资建议与估值:** 根据公司2023年业绩情况, 我们调整此前盈利预测, 并新增2026年预测, 预计公司2024-2026年收入分别为35.87亿元、37.84亿元、39.57亿元, 增速分别为5.1%、5.5%、4.6%, 归母净利润分别为9.98亿元、11亿元、11.54亿元, 增速分别为16.1%、10.3%、4.9%。维持“增持”投资评级。
- 风险提示:** 原材料价格变动风险, 维护老化管网设备带来成本增加风险, 气候风险, 消费行业增速不及预期导致广告行业增速下降风险, 行业竞争加剧风险, 新业务拓展不及预期风险。

**股票数据**

总股本(百万股):	2,288.12
流通 A 股(百万股):	2,288.12
52 周内股价区间(元):	5.03-7.00
总市值(百万元):	13,591.43
总资产(百万元):	17,778.89
每股净资产(元):	5.06

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,450	3,412	3,587	3,784	3,957
(+/-)YOY(%)	-0.5%	-1.1%	5.1%	5.5%	4.6%
净利润(百万元)	945	859	998	1,100	1,154
(+/-)YOY(%)	-9.6%	-9.1%	16.1%	10.3%	4.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.38	0.44	0.48	0.50
毛利率(%)	39.0%	34.6%	40.0%	41.7%	42.0%
净资产收益率(%)	8.9%	7.8%	8.7%	9.1%	9.1%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.44	0.48	0.50
每股净资产	4.82	5.04	5.28	5.53
每股经营现金流	0.66	0.70	0.85	0.91
每股股利	0.20	0.22	0.24	0.25
价值评估(倍)				
P/E	35.30	13.62	12.35	11.78
P/B	1.18	1.18	1.13	1.07
P/S	3.98	3.79	3.59	3.43
EV/EBITDA	4.91	5.03	4.30	3.72
股息率%	3.5%	3.7%	4.1%	4.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.6%	40.0%	41.7%	42.0%
净利润率	25.2%	27.8%	29.1%	29.2%
净资产收益率	7.8%	8.7%	9.1%	9.1%
资产回报率	4.9%	5.8%	6.2%	6.3%
投资回报率	5.3%	5.9%	6.4%	6.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.1%	5.1%	5.5%	4.6%
EBIT 增长率	-8.8%	9.4%	10.6%	6.3%
净利润增长率	-9.1%	16.1%	10.3%	4.9%
偿债能力指标				
资产负债率	32.6%	28.0%	26.1%	25.7%
流动比率	2.4	3.0	3.3	3.4
速动比率	2.3	2.8	3.1	3.1
现金比率	2.0	2.4	2.6	2.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	92.8	86.2	89.1	89.3
存货周转天数	47.7	51.5	50.2	49.8
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	859	998	1,100	1,154
少数股东损益	50	48	60	62
非现金支出	689	629	688	749
非经营收益	139	84	64	57
营运资金变动	-230	-148	32	61
经营活动现金流	1,507	1,610	1,945	2,084
资产	-256	-834	-835	-855
投资	-63	-7	-8	-11
其他	2	11	7	7
投资活动现金流	-317	-831	-836	-859
债权募资	-147	-770	-308	-23
股权募资	0	0	0	0
其他	-987	-595	-631	-644
融资活动现金流	-1,134	-1,365	-939	-667
现金净流量	56	-585	171	558

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,412	3,587	3,784	3,957
营业成本	2,230	2,154	2,206	2,296
毛利率%	34.6%	40.0%	41.7%	42.0%
营业税金及附加	22	31	35	38
营业税金率%	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%
营业费用	124	179	188	188
营业费用率%	3.6%	5.0%	5.0%	4.8%
管理费用	149	157	165	173
管理费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	23	24	26	27
研发费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	947	1,036	1,146	1,218
财务费用	-176	-176	-190	-181
财务费用率%	-5.1%	-4.9%	-5.0%	-4.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	13	11	7	7
营业利润	1,065	1,260	1,396	1,461
营业外收支	23	0	0	0
利润总额	1,088	1,260	1,396	1,461
EBITDA	1,616	1,665	1,834	1,968
所得税	179	215	235	245
有效所得税率%	16.4%	17.0%	16.9%	16.8%
少数股东损益	50	48	60	62
归属母公司所有者净利润	859	998	1,100	1,154

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,999	7,414	7,585	8,143
应收账款及应收票据	867	849	925	970
存货	291	304	303	313
其它流动资产	682	686	647	690
流动资产合计	9,840	9,253	9,461	10,116
长期股权投资	111	118	125	136
固定资产	3,573	3,657	3,732	3,793
在建工程	80	86	89	92
无形资产	646	760	830	871
非流动资产合计	7,806	8,018	8,173	8,289
资产总计	17,646	17,271	17,633	18,405
短期借款	1,540	770	462	439
应付票据及应付账款	467	415	422	481
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,026	1,928	1,991	2,091
流动负债合计	4,033	3,113	2,875	3,011
长期借款	58	58	58	58
其它长期负债	1,662	1,662	1,662	1,662
非流动负债合计	1,719	1,719	1,719	1,719
负债总计	5,753	4,833	4,594	4,730
实收资本	2,288	2,288	2,288	2,288
普通股股东权益	11,035	11,533	12,073	12,647
少数股东权益	858	905	966	1,028
负债和所有者权益合计	17,646	17,271	17,633	18,405

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。