

供热龙头双轮驱动，清洁供热助力成长

联美控股(600167)

推荐 (维持)

核心观点:

- 清洁供热和广告发布业务双轮驱动的现金奶牛。**联美控股本质上是一家控股型公司，主要通过下属子公司分别从事清洁供暖和广告发布业务，其中广告发布业务经营主体兆讯传媒已于2022年在深交所挂牌上市。得益于优秀的成本费用管控能力，公司盈利水平领先同行，同时居民供热业务的预收款性质使得公司的现金回收情况良好，在手资金充裕，2023年末货币资金达到80亿元，大幅领先可比公司。充足的在手资金助力公司连续7年进行现金分红，以2024年6月6日收盘价计算的2023年股息率达3.61%，性价比突出。
- 煤价下行带来短期盈利改善，增量+存量替代需求助力长期成长。**供热价格相对稳定使得供热企业的成本传导能力有限，在煤价高位运行背景下盈利承压，代表性企业2023年毛利率相比2020年的降幅在5%~35%不等。因此，短期来看，随煤炭供需格局优化，供热企业将受益于煤价中枢的进一步下移，盈利能力有望改善。而长期来看，城镇化率持续提升和工业园区的庞大基数奠定了城市集中供热的增量需求，而双碳政策导向下，以燃煤供热为主的供热结构优化也将释放可观的存量替代需求。具体到联美控股核心经营区域沈阳市，其在“十四五”、“十五五”期间将分别新增供热面积4000、4000万平方米，同时供热结构优化将产生8900、7500万平方米清洁能源供热需求，行业扩容助力相关企业打开长期成长空间。
- 沈阳地区供热龙头，成本优势奠定核心竞争壁垒。**在供热价格较为稳定的情况下，供热企业的收入弹性主要来自供热面积的增加，而成本管控能力则成为与同行拉开盈利差距的胜负手。从供热面积来看，作为沈阳地区供热龙头企业之一，公司2022年市占率接近23%，因此将充分受益于沈阳市供热面积新增需求。与此同时，公司也积极布局生物质热电联产、再生水源热泵等清洁能源供热技术，有望乘借沈阳市大力发展清洁能源供热的东风。从盈利能力来看，公司通过长协锁价+关联方采购+淡季储煤+精细化管理策略打造全方位成本优势，盈利水平持续领先同行。
- 高铁媒体业务阴霾褪去，商圈数字户外媒体业务静待花开。**公司子公司兆讯传媒为国内高铁传媒第一股，已形成布局全国铁路网的数字媒体网络，数字媒体资源数量排名全国前列。短期来看，出行恢复带来短期高铁广告花费边际改善，兆讯传媒业绩有望迎来拐点。长期来看，预计到2035年，我国高速铁路将达到7万公里，相比2023年末的4.5万公里仍有较大增长空间，促使高铁广告价值进一步凸显，公司高铁媒体业务大有可为。与此同时，兆讯传媒于2022年进军商圈数字户外媒体领域，该业务目前仍处在前期投入阶段，预计进入经营期后，每年将为其贡献0.75亿元净利润，相对2023年的弹性达到56%，有望成为兆讯传媒的第二增长极。
- 投资建议：**预计2024-2026年公司归母净利润分别为9.12、9.72、10.42亿元，对应PE分别为13.89x、13.03x、12.16x。公司是区域供热龙头，管理、财务质量优异，清洁供热潜力大，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**煤炭价格超预期上涨的风险，高铁站点资源流失的风险，户外裸眼3D高清大屏业务进展不及预期的风险等。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

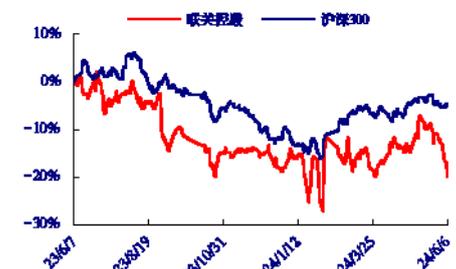
分析师登记编码: s0130523070002

市场数据

2024-06-06

股票代码	600167
A股收盘价(元)	5.54
上证指数	3,048.79
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)	127

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】公司点评_联美控股(600167): 加大淡季囤煤力度, 业绩值得期待

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3411.56	3604.88	3798.76	3918.43
收入增长率%	-1.12	5.67	5.38	3.15
归母净利润(百万元)	859.05	912.37	972.49	1042.08
利润增速%	-9.14	6.21	6.59	7.16
毛利率%	34.63	35.56	35.93	36.78
摊薄 EPS(元)	0.38	0.40	0.43	0.46
PE	14.76	13.89	13.03	12.16
PB	1.15	1.10	1.06	1.01
PS	3.72	3.52	3.34	3.24

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目 录

一、清洁供热和广告发布业务双轮驱动 的现金奶牛	4
(一) 涉足清洁供热和广告发布两大领域的控股型公司	4
(二) 盈利能力领先，在手资金充裕	5
二、清洁供暖业务稳健增长，奠定公司基本盘	7
(一) 增量+存量替代需求助力行业扩容，煤价中枢下移带动盈利改善	7
1. 量：城镇化率提升和工业园区庞大基数奠定增量需求，清洁取暖趋势贡献存量替代需求	8
2. 价格：生活用热价格稳定性较强，生产用热价格与燃料成本联动	11
3. 成本：随煤价中枢下行，成本压力有望缓解	12
(二) 沈阳地区供热龙头，成本优势奠定核心竞争壁垒	13
1. 收入端：沈阳市供热龙头，充分受益于新增及存量替代需求	13
2. 成本端：长协锁价+关联方采购+淡季储煤+精细化管理构筑成本优势	15
三、高铁媒体业务阴霾褪去，商圈数字户外媒体业务静待花开	16
(一) 户外广告市场增速回暖，高铁数字媒体发展潜力大	16
(二) 资源优势为高铁媒体业务保驾护航，商圈媒体业务开启第二成长曲线	19
1. 媒体资源强大，经营壁垒牢固	19
2. 客户资源优质、多元且黏性较强	20
3. 积极开拓商圈数字户外媒体业务，打造第二增长极	21
四、盈利预测与估值分析	22
(一) 盈利预测	22
(二) 相对估值：估值仍有提升空间	23
(三) 绝对估值：合理市值区间 156-181 亿元	25
五、风险提示	26
附录：	29
(一) 公司财务预测表	29

一、清洁供热和广告发布业务双轮驱动元现金奶牛

(一) 涉足清洁供热和广告发布两大领域的控股型公司

通过收购形成清洁供热+广告发布双主业格局。联美控股本质上是一家控股型公司，未实际经营业务，主要通过下属子公司分别从事清洁供暖业务和广告发布业务。公司的清洁供暖业务始于2005年联美集团入主沈阳新开成为第一大股东，2008年，沈阳新开正式更名为联美控股。随后通过一系列对外收购，公司形成了当下以辽宁沈阳为主，以江苏泰州、山东菏泽、上海等地为辅的清洁供暖业务布局。而公司的广告发布业务源于2018年收购兆讯传媒100%股权，2022年兆讯传媒已成功在深交所挂牌上市，成为中国高铁传媒第一股。

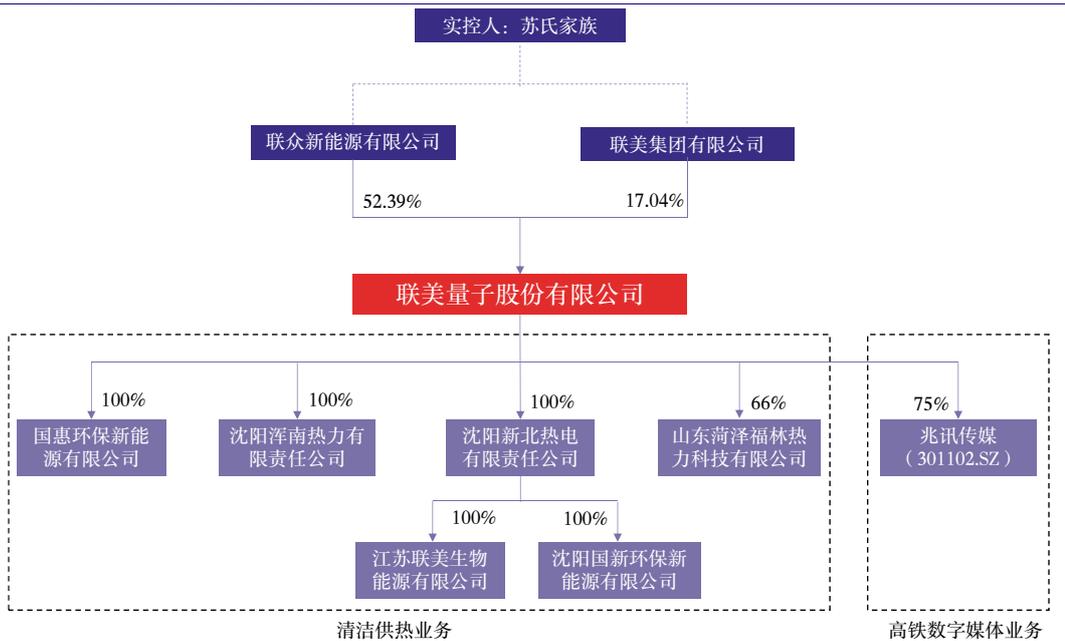
图1：联美控股发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司实控人为苏氏家族。截至2024年3月31日，公司持股5%以上的股东有联众新能源和联美集团两家，持股比例分别为52.39%和17.04%，两家公司的实控人均均为苏氏家族，具体涉及苏素玉、苏武雄、苏冠荣、苏壮强、苏壮奇五人，其中苏素玉和苏武雄系夫妻关系，苏冠荣、苏壮强、苏壮奇系苏氏夫妻之子。

图2：联美控股股权结构及重要子公司



资料来源：iFind，天眼查，中国银河证券研究院

（二）盈利能力领先，在手资金充裕

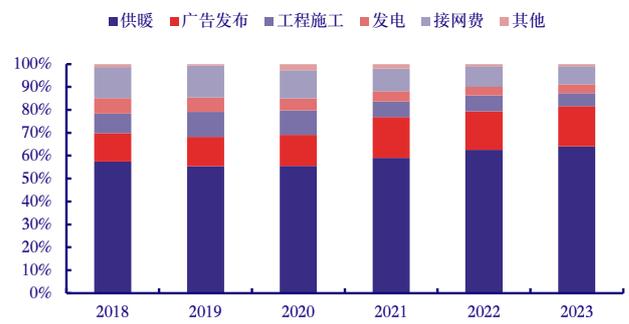
营收恢复增长，归母净利润增速短期承压。2023年，公司实现营业收入34.1亿元，同比减少1.1%，主要原因为地产市场波动导致工程施工业务和接网业务收入同比分别下滑20%和14%。2023年，公司实现归母净利润8.6亿元，同比减少9.0%。归母净利润同比下滑幅度超过营收，主要受两方面因素影响，一是公司主要供暖区域沈阳市在2023-2024年供暖季气候寒冷，导致公司供暖煤耗上升，加大了对现货煤的采购，由此造成2023年供暖业务毛利率下滑1.76pcts；二是媒体资源使用费增加造成公司广告发布业务毛利率同比下滑10.08pcts。2024Q1，公司实现营收17.2亿元，同比增长3.7%，扭转此前下滑态势。其中，供暖相关业务实现收入15.4亿元，同比增长2.3%；广告发布业务实现收入1.8亿元，高铁出行恢复背景下同比增长17.2%。2024Q1公司实现归母净利润5.6亿元，同比减少18.1%，主要系供暖业务增加现货煤采购和户外裸眼3D高清大屏媒体业务仍处于前期投入阶段所致。

图3：公司营收和归母净利润情况



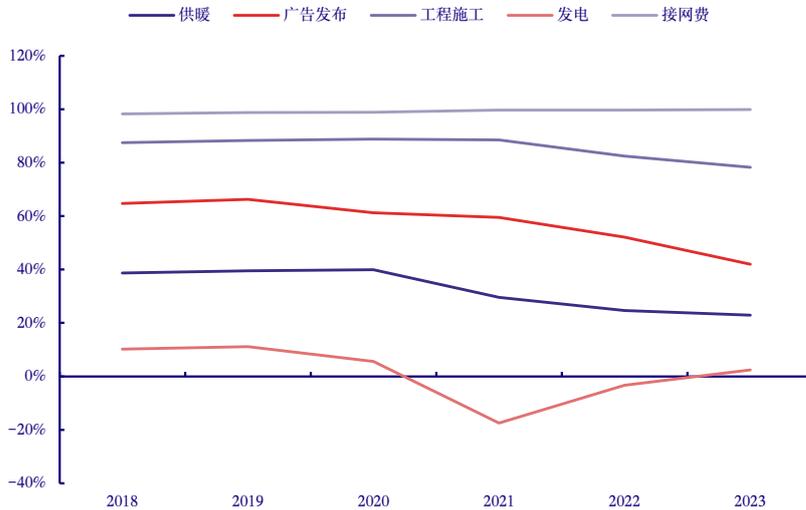
资料来源：Choice，中国银河证券研究院

图4：公司收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

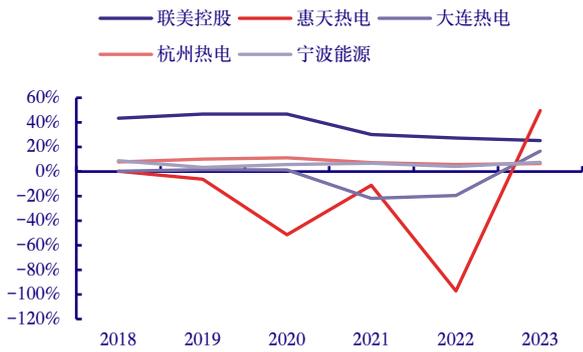
图5：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

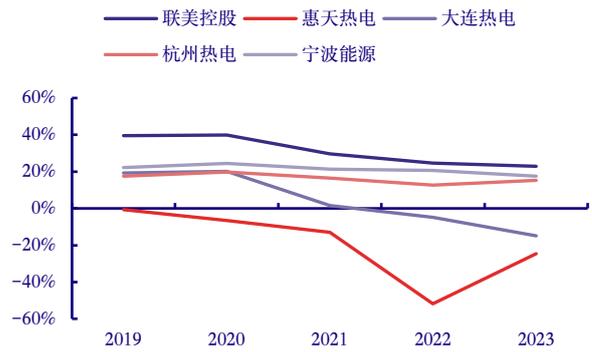
盈利能力领先同行，成本费用管控能力优秀。公司盈利能力不仅大幅领先于同为东北地区供热公司的惠天热电和大连热电，也领先于杭州热电和宁波能源。这一方面源于公司通过长协锁价、淡季储煤、精细化管理构筑的成本优势，使得毛利率领先同行；另一方面也得益于公司较强的费用管控能力，期间费用率处于可比公司低位，尤其是财务费用率，常年维持负值。

图6：公司及可比公司净利润率



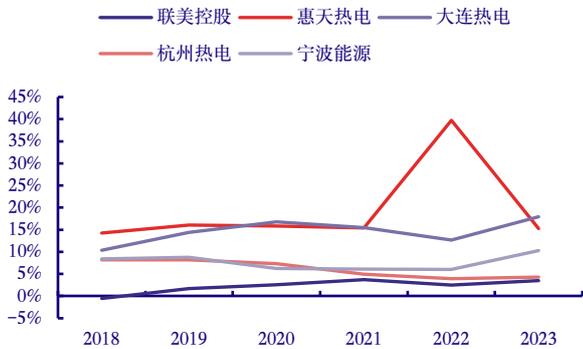
资料来源：Choice，中国银河证券研究院
注：惠天热电 2023 年净利润率大幅上升主要系收到 13 亿元政府补贴款；大连热电 2023 年净利润率大幅上升主要系东海热电厂搬迁实现 3.4 亿元补偿收益。

图7：公司及可比公司毛利率



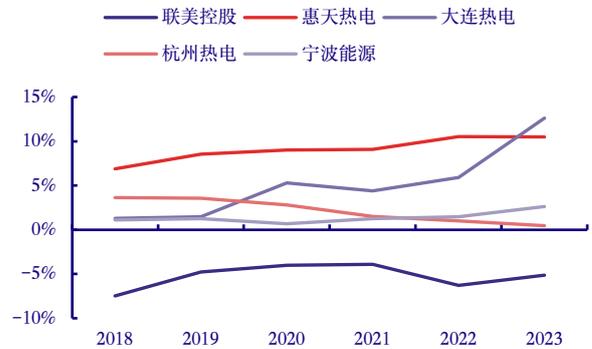
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
注：联美控股取供暖业务毛利率，杭州热电和宁波能源取蒸汽业务毛利率。

图8：公司及可比公司期间费用率



资料来源：Choice，中国银河证券研究院

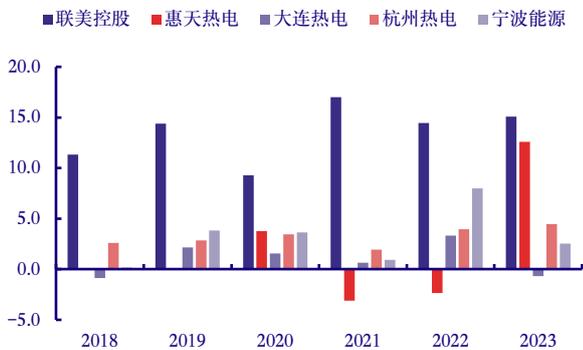
图9：公司及可比公司财务费用率



资料来源：Choice，中国银河证券研究院

现金回收情况良好，在手资金充裕，财务结构稳健。公司供热业务以面向居民为主，呈现预收款特征，即在每年供暖季开始前预收费，在整个供暖期间逐步确认收入。此外，公司在收费端实行精细化管理策略，以实现应收尽收。以上两方面因素使得公司现金流情况较好，在手资金充裕。截至 2023 年末，公司货币资金达到 80 亿元，大幅领先可比公司。充裕的在手资金一方面使得公司获取丰厚的利息收入，财务费用率常年为负；另一方面也使得公司对外部融资的依赖度较低，财务结构稳健。

图10：公司及可比公司经营性净现金流（单位：亿元）



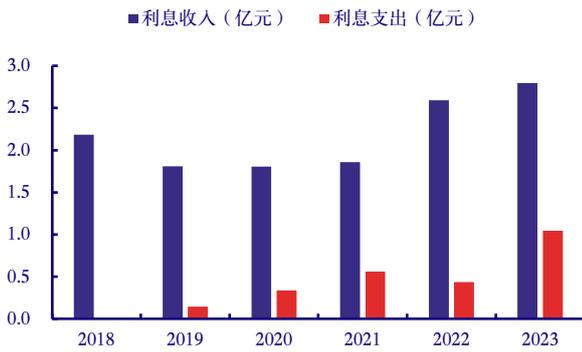
资料来源：Choice，中国银河证券研究院

图11：公司及可比公司货币资金（单位：亿元）



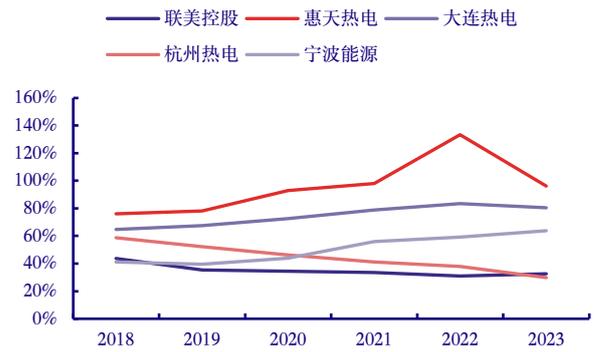
资料来源：Choice，中国银河证券研究院

图12: 公司利息收入与利息支出



资料来源: Choice, 中国银河证券研究院

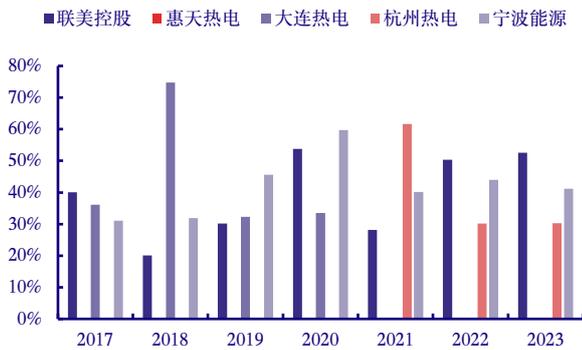
图13: 公司及可比公司资产负债率



资料来源: Choice, 中国银河证券研究院

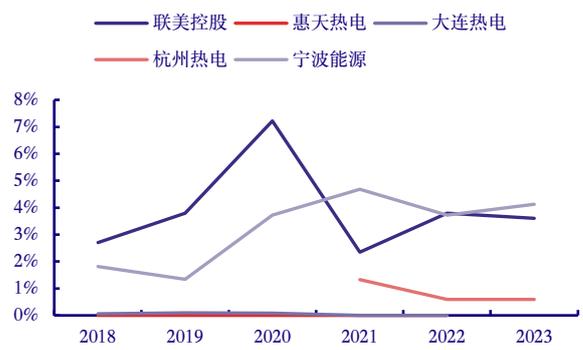
多年持续现金分红，股息率处于较高水平。自2017年以来，公司已连续7年进行现金分红。2023年，公司拟每10股派发现金红利2.0元（含税），占2023年度归属于母公司股东净利润的52.60%，较2022年小幅提升。而从股息率来看，公司股息率在可比公司中同样处于较高水平，性价比突出。

图14: 公司及可比公司现金分红比例



资料来源: Choice, 中国银河证券研究院

图15: 公司及可比公司股息率（以2024/6/6收盘价计算）



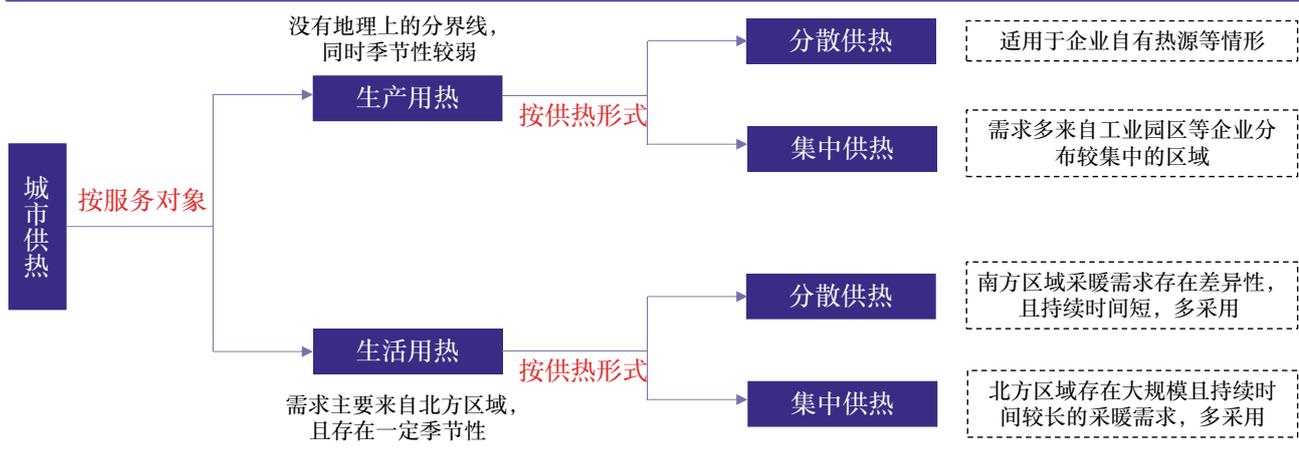
资料来源: Choice, 中国银河证券研究院
注: 杭州热电于2021年6月30日上市。

二、清洁供暖业务稳健增长，奠定公司基本盘

（一）增量+存量替代需求助力行业扩容，煤价中枢下移带动盈利改善

城市供热按服务对象不同可分为生活用热和生产用热，其中，生活用热主要来自北方区域居民冬季取暖需求，存在一定的季节性；生产用热则不存在地理上的分界线，季节性波动也相对较小。此外，城市供热按供热形式的不同又可分为集中供热和分散供热。对于生活用热，由于北方区域冬季气候寒冷，且持续时间较长，因此以集中式供热为主，而南方区域出于性价比考虑，以分散式供热为主。对于生产用热，工业园区等企业分布相对集中的区域以集中供热为主，分散供热则多适用于本身拥有热源的企业。

图16：城市供暖分类

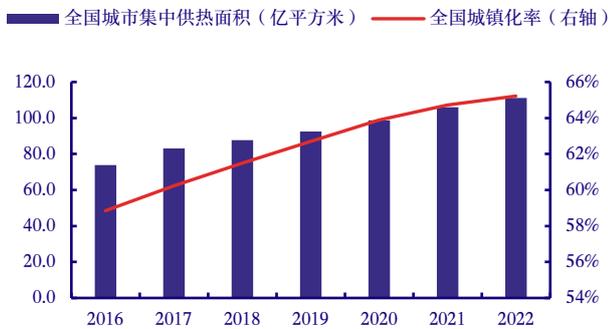


资料来源：中国银河证券研究院

1. 量：城镇化率提升和工业园区庞大基数奠定增量需求，清洁取暖趋势贡献存量替代需求

随城镇化率提升，生活用热呈现稳定增长态势。生活用热主要来自住宅，根据城乡建设统计年鉴的数据，截至2022年末，我国城市集中供热面积为111.25亿平方米，其中住宅为84.62亿平方米，公共建筑为25.21亿平方米。因此，随着城镇化率提升，我国城市集中供热面积持续增长，2016-2022年年均新增6.29亿平方米。具体到联美控股的核心经营区域辽宁省沈阳市，截至2022年末，其集中供热面积为4.35亿平方米，占全国的3.9%；2016-2022年年均新增0.22亿平方米，占全国的3.5%，同样呈现出稳健增长趋势。

图17：全国城市集中供暖面积&城镇化率



资料来源：iFind, 住建部, 中国银河证券研究院

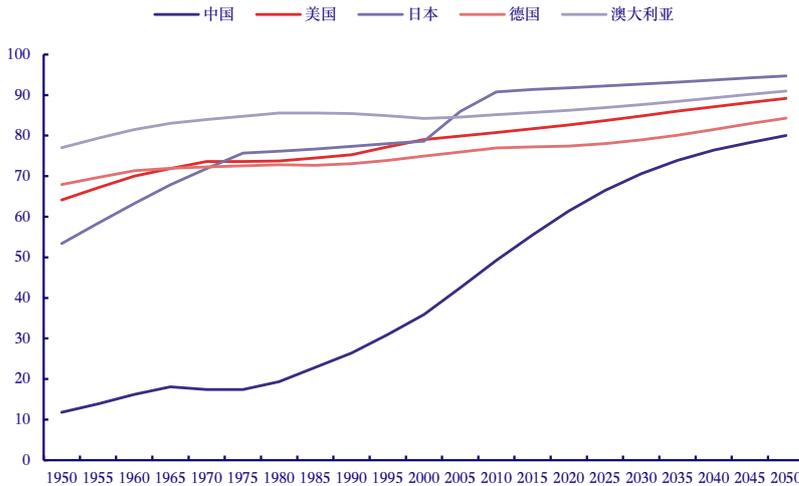
图18：沈阳市集中供暖面积&城镇化率



资料来源：沈阳市统计年鉴, 中国银河证券研究院

中国城镇化率相比发达国家存在较大提升空间，生活用热需求仍具备增长潜力。根据联合国的数据，2020年我国城市人口比例为61.43%，预计2050年将提升至80.03%。如果按照2016-2022年的历史数据做简单计算，我国城镇化率平均每提升1%，全国城市集中供热面积对应增加5.58亿平方米，因此，城镇化率潜在的提升空间预示着我国生活用热需求仍具备增长潜力。

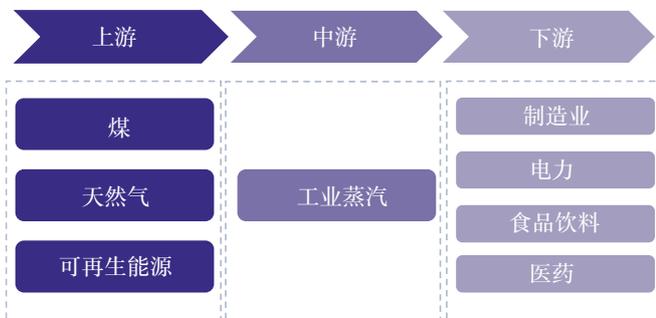
图19：部分国家居住在城市的人口比例（%）



资料来源：联合国，中国银河证券研究院

生产用热的应用场景十分广泛，我国蒸汽供应能力和供热总量呈现波动向上趋势。生产用热主要体现为蒸汽消耗。在工业生产中，蒸汽被广泛用于加热、驱动机械设备、进行化学反应、以及清洗、消毒、灭菌等工艺过程，化工、冶金、造纸、印染、食品、医药等多个行业均有蒸汽需求。2016-2022年，我国蒸汽供应能力从 7.83 万吨/小时提升至 12.55 万吨/小时，复合增速 8.2%；蒸汽供热总量从 4.15 亿吉焦增加至 6.71 亿吉焦，复合增速 8.3%；总体呈现上升趋势，但 2020 年以来，受疫情扰动影响有所波动。

图20：工业蒸汽产业链



资料来源：中国银河证券研究院

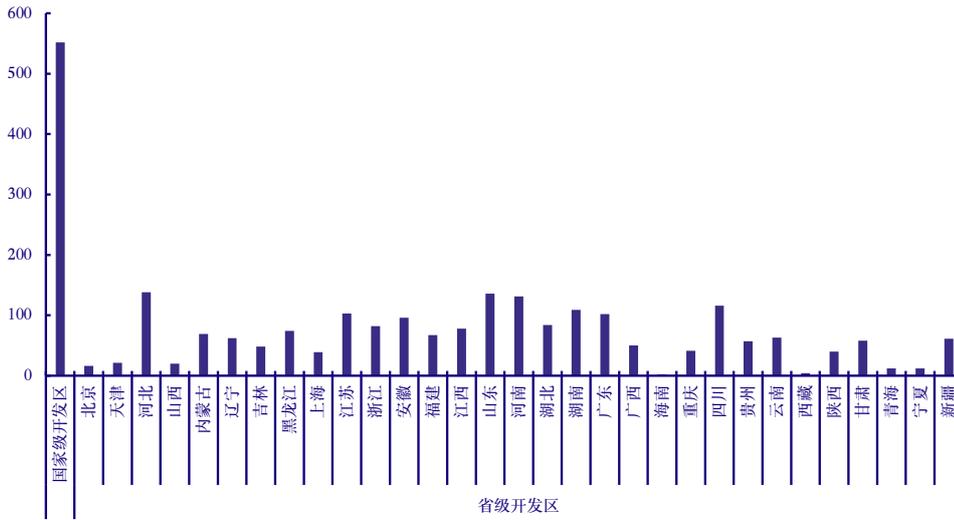
图21：我国蒸汽供应能力和供热总量及同比增速情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

工业园区的庞大基数为集中供热带来新的增长契机。从我国改革开放之初 1979 年设立蛇口工业区起，工业园区作为我国改革开放的前沿和经济发展的“发动机”，已经成为中国工业发展的重要形式和主要力量。而工业园区集中供热，相对于蒸汽热用户企业自建锅炉的分散式供热，具有节约能源、降低供热投资和运营费用、供热效率高、充分利用土地空间、减少大气污染等多种优势，因此，工业园区集中供热现已成为现代化工业园区的重要基础配套设施之一。根据国家发改委等六部门发布的《中国开发区审核公告目录》(2018 年版)，我国国家级开发区 552 家，省级开发区 1991 家，省级以下的市县级开发区、园区基数则更加庞大，有望为集中供热带来新的增长点。

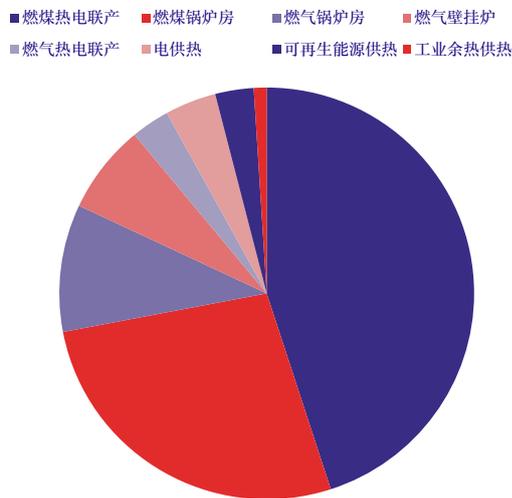
图22：中国开发区数量



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

而从结构来看，目前燃煤供热仍占据绝对比例，双碳政策导向下亟待优化。在我国北方城镇供热面积中，目前约有 72% 为燃煤供热，其中燃煤热电联产占 45%，燃煤锅炉房占 27%。高比例的燃煤供热使得北方城镇供暖成为碳排放的主要来源之一。据清华大学建筑节能中心测算，我国建筑运行碳排放约占全社会排放总量的 20%，而北方城镇供暖的碳排放量占到建筑运行碳排放的 26%。因此，在双碳政策目标下，“宜气则气，宜电则电，尽可能利用清洁能源，加快提高清洁供热比重”为我国供热行业指明了发展方向。

图23：北方城镇供热结构



资料来源：沈阳市人民政府网站，中国银河证券研究院

所谓“清洁供热”有两方面含义，一是指达到超低排放标准（燃烧排放的粉尘、二氧化硫、氮氧化物分别不高于 10 毫克/立方米、35 毫克/立方米、50 毫克/立方米）的燃煤热源，二是指采用天然气、电、以及可再生能源等清洁能源供热，于是相应地，供热结构的优化也存在两种路径：

优化路径 1：对存量燃煤热源进行整合和改造。由于我国燃煤热源存量规模较大，所以对其进行整合和改造是短期内较为有效的措施，在减少大气污染的同时，能够充分利用现有供热方式，在经济效益、供热效率和运行稳定性方面具有一定优势。其中，整合主要针对无法实施改造的小吨位燃煤锅炉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。

炉，采用拆小并大方式减量合并；而改造主要针对规划期内计划保留的大吨位燃煤锅炉，通过超低排放改造降低其污染物排放浓度。

优化路径 2：发展清洁能源供热。具体包括天然气、电蓄热锅炉、空气源热泵、地（水）源热泵、污水源热泵、生物质能等多种形式。

供热结构优化释放出可观的存量替代需求，以沈阳市为例，预计“十四五”、“十五五”期间将分别新增 8900、7500 万平方米清洁能源供热需求。根据沈阳市城市民用供热发展规划，其 2020 年燃煤热源占比约 95%，其中热电联产占 33%，锅炉房占 62%。“十四五”期间，沈阳市将大规模替代拆除小吨位燃煤锅炉，同时大力发展天然气、电蓄热锅炉、地（水）源热泵等供热方式，预计到 2025 年末，燃煤热源占比降低至 69%；在此基础上，随着“十五五”期间进一步减少燃煤锅炉、存量热电联产机组退役、同时积极布局清洁能源供热，预计到 2030 年末，燃煤热源占比降低至 53%；对应沈阳市“十四五”、“十五五”期间分别生成 8900、7500 万平方米的清洁能源供热需求。

表1：沈阳市城市民用供热发展规划（单位：万平方米）

供热类型		2020A	2025E	2030E	“十四五”新增	“十五五”新增
清洁能源供热	天然气	365	3775	5575	3410	1800
	电蓄热锅炉	160	2960	4560	2800	1600
	空气源热泵	0	70	770	70	700
	地（水）源热泵	1045	2635	4235	1590	1600
	污水源热泵	490	890	1390	400	500
	可再生能源供热					
	生物质	40	670	870	630	200
	垃圾焚烧热电联产	0	0	400	0	400
	其他	0	0	700	0	700
	清洁能源供热合计	2100	11000	18500	8900	7500
超低排放标准大型						
热电联产	16348	19848	15648	3500	-4200	
燃煤热源	30852	17422	15092	-13430	-2330	
远距离长输供热	500	5530	8560	5030	3030	
合计	49800	53800	57800	4000	4000	

资料来源：沈阳市人民政府网站，中国银河证券研究院

2. 价格：生活用热价格稳定性较强，生产用热价格与燃料成本联动

生活用热价格纳入政府管制，稳定性较强。以沈阳市为例，其当前执行的居民供热收费政策，按照沈价发〔2015〕25号《关于调整居民供热价格的通知》的文件执行，非居民供热收费政策，按照沈价发〔2008〕92号《关于调整供热价格的通知》的文件执行，均已多年未进行调整。

表2：沈阳市居民供热收费政策

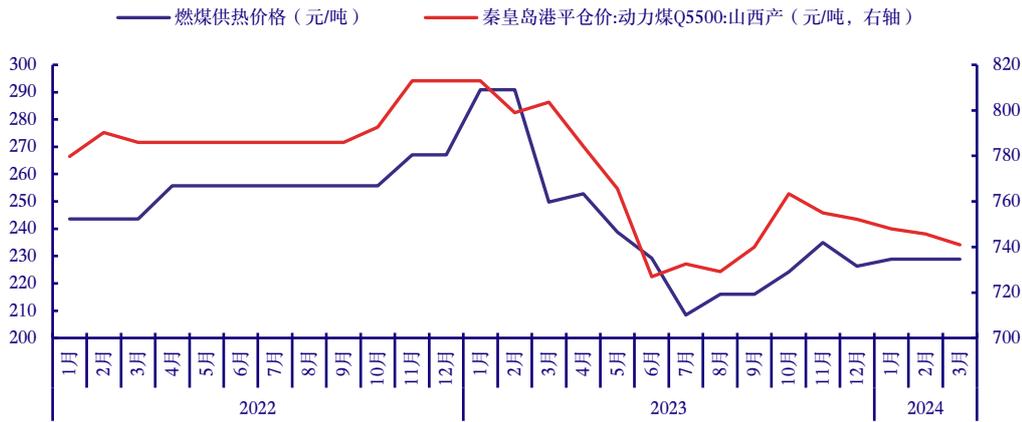
类型	收费标准(元/平方米)	备注
居民	26	
幼儿园、福利院、敬老院和居民社区办公用房等	26	执行居民供热价格
非居民	32	建筑物层高超过 3.5 米，每超高 0.3 米以内（含 0.3 米）加价 10%；层高超过 6 米的，由供用热双方根据热负荷情况协商议定加价幅度
车库、地下停车场	16	按照非居民价格 50%执行

资料来源：沈阳市人民政府网站，中国银河证券研究院

生产用热价格遵循政府定价或市场调节定价，不同地区存在差异。政府指导价下，由政府价格主管部门根据供热经营者供热的合理成本费用支出及合理利润来作为制定供热价格的依据。市场调节定价下，供热价格由供热企业和热用户根据经营成本和市场供求状况等因素协商确定。目前江苏省等的工业供热价格由市、县人民政府确定，而江西省、贵州省、湖北省等的工业供热价格由市场决定。在政府定价模式下，供热价格和原材料价格保持一定的联动，可以帮助供热企业部分传导原材料成本上涨的压力。以联美控股工业园区能源供应项目所在的江苏省泰州医药高新区为例，其煤热价格联动参考中国煤炭资源网发布的秦皇岛港动力煤 5500 大卡混煤港口平仓价格，按 1 吨 7000 大卡标煤生产 8.15 吨蒸汽，且热用户分摊 80%的煤价变动计算，确定联动系数为 1: 0.098，即标煤均价每上涨或下降 1 元，热力价格相应上涨或下降 0.098 元。

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。

图24：泰州医药高新区热力价格随煤价变动情况

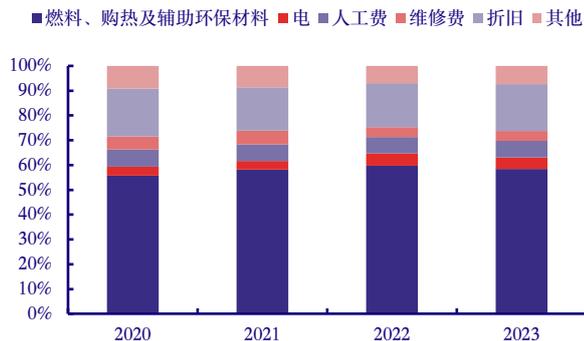


资料来源：泰州医药高新区发展和改革委员会，Choice，中国银河证券研究院

3. 成本：随煤价中枢下行，成本压力有望缓解

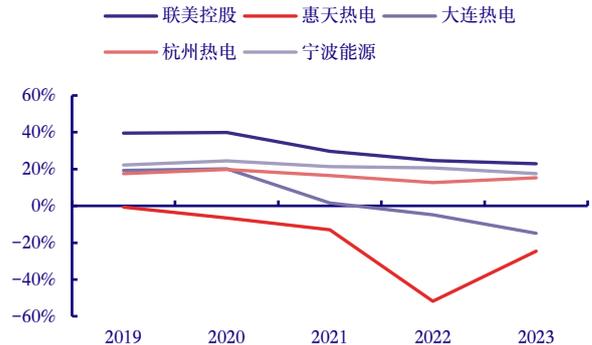
在成本上涨压力无法传导或仅能部分传导的情况下，2021年以来供热公司盈利承压。燃料成本占供暖业务成本的近六成，所以2021年以来的煤炭价格上涨挤压了供热公司的盈利空间，代表性企业2023年的毛利率相比2020年的降幅在5~35pcts不等。

图25：联美控股供暖业务成本结构



资料来源：联美控股公告，中国银河证券研究院

图26：代表性供热公司毛利率变动趋势



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

注：联美控股取供暖业务毛利率，杭州热电和宁波能源取蒸汽业务毛利率。

随供需关系改善，煤价中枢有望持续下行，供热企业盈利仍待修复。供给端来看，2024年3月由国家能源局印发的《2024年能源工作指导意见》明确煤炭稳产增产的同时通过运输通道及储备能力建设提升供给弹性。需求端来看，在电厂库存处于高位、以及水电和新能源挤压煤电出力的背景下，我们预计市场煤价仍有下行空间。2024年初至6月6日，京唐港煤炭均价为881.75元/吨，相比去年同期的1,061.31元/吨降幅达到17%，预计供热企业盈利仍有修复空间。

图27：煤炭价格走势（元/吨）



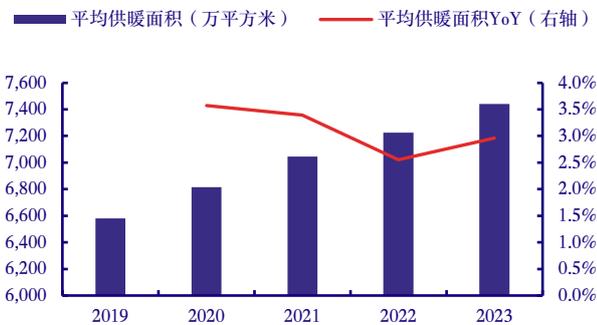
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）沈阳地区供热龙头，成本优势奠定核心竞争壁垒

1. 收入端：沈阳市供热龙头，充分受益于新增及存量替代需求

公司的供热业务收入弹性主要来自供暖面积的增加。2019年-2023年，公司供热业务收入从18.81亿元增长至21.87亿元，增幅16%；其中平均供暖面积从6580万平方米扩大至7440万平方米，增幅13%；供热价格从28.6元/平方米上涨至29.4元/平方米，增幅3%；可见供暖面积的增加是公司收入增长的主要驱动力。

图28：公司供暖面积



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图29：公司供热业务收入及单价



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司为沈阳地区供热龙头之一，将充分受益于沈阳市新增供热需求。目前，公司在沈阳建有集中供热和热电联产厂共8座，供热区域覆盖了沈阳浑南区、皇姑区、于洪区、沈河区、大东区等七个行政区，服务了包括沈阳市委市政府新行政中心、全运村、奥体中心、浑南大学城、东软软件产业园、沈阳物联网产业园等公建和商建项目；与金地、恒大、碧桂园、万达、龙湖、首创、保利、华润等知名地产品牌在沈阳的近600个住宅项目达成热网接入合作，为70多万户提供供热服务。截至2022年末，公司联网面积9879万平方米，依此计算市场份额接近23%，属于沈阳市供热龙头企业之一。根据沈阳市城市民用供热发展规划，保守预计“十四五”和“十五五”期间，沈阳市集中供热面积将分别新增4000、4000万平方米，公司作为龙头企业，凭借雄厚的资金实力、丰富的项目建设和运营经验以及强大的客户基础，有望充分受益。

图30：公司供热业务在沈阳的布局



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图31：公司供热业务在沈阳市的市占率



资料来源：公司公告，沈阳市统计年鉴，中国银河证券研究院

依托多元技术储备和项目经验，有望乘借沈阳市大力发展清洁能源供热的东风。除新增供热需求外，由供热结构优化催生的存量替代需求有望成为未来的一大看点。根据沈阳市城市民用供热发展规划，“十四五”和“十五五”期间预计分别新增 8900、7500 万平方米清洁能源供热需求。目前，公司在生物质热电联产新能源利用技术、天然气冷热电联供技术、再生水源热泵供热技术等方面均有布局，相关技术水平已达到行业领先水平，且已具备相关项目的建设和运营经验，为未来大力发展清洁能源供热奠定坚实基础。

表3：公司清洁能源供热技术储备

技术类型	技术水平	对应项目
生物质热电联产 新能源利用技术	采用联合炉排技术，使得生物质燃料适应性更广泛；同时采用 6000 转高转速机组，机组效率提高了 5%，机组汽耗、燃料单耗优于同行业平均水平，从而实现烟气超低排放。	泰州医药高新区生物质热电联产项目
天然气冷热电联供技术	以天然气为主要燃料，利用燃料燃烧释放的热量带动燃气内燃发电机设备运行发电。发电过程中所排出的高温烟气和余热，用作驱动余热利用设备进行制冷/供热的驱动热源，以这种方式提供空气调节、供冷、供热。自发电能满足供站内设备之用，多余的电力还可以回馈并网运行作能源互补，实现了冷、热、电多联供的终端能源供给。梯级优质能量得到更合理的综合利用，能效达到最大化，综合能耗和环境评价达到行业先进水平。	联合华电福新能源公司共同投资运营国家会展中心（上海）能源站，为场馆提供冷、热、电综合能源及生活热水服务
再生水源热泵供热技术	以热动离心式水源热泵技术为核心，通过提取污水厂处理后的中水的热量，对一次网供热循环水进行初级加热，再用驱动水源热泵的汽轮机产生的乏汽再次加热，从而使供热循环水系统总热利用率大于 100%。该技术与蒸汽余热联合供热可有效替代化石能源，属国内首创的供热方式，节煤效果显著，运行可靠，余热利用率高，无排放污染，具有良好的社会、环境和经济效益。	沈阳沈水湾清洁能源项目

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

积极进行异地扩张，向全国化发展，打开成长天花板。公司在立足沈阳的基础上，通过自建和收购项目的方式积极进行异地扩张，目前已经进入山东、江苏、上海市场，开始从地方性企业向全国性企业转变，有望进一步打开成长天花板。

图32：公司业务版图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

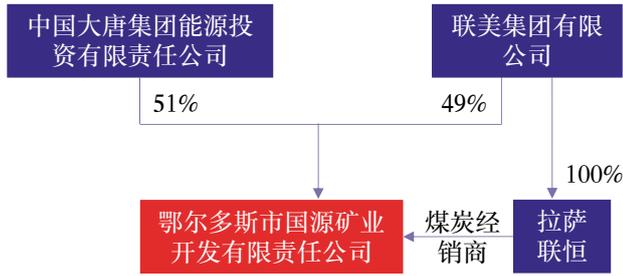
2. 成本端：长协锁价+关联方采购+淡季储煤+精细化管理构筑成本优势

公司供热业务毛利率明显领先于可比公司，我们认为主要有两方面原因，即更低的燃料成本和更低的损耗成本。

更低的燃料成本实现路径 1：长协锁价。公司的煤炭主要就近采购自电投能源，其拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，煤炭核准产能 4800 万吨，是蒙东及东北地区最大的煤炭企业。以 2021 年数据为例，公司与电投能源的煤炭交易金额为 6.9 亿元，占公司当期燃料成本的 72%。在本轮煤价上涨周期中，国家积极推进煤炭中长期合同签订履约工作，鼓励所有发电、供热用煤企业签订煤炭中长期合同，而根据电投能源披露的数据，其长协煤占比达到 90%。考虑到煤炭中长期合同执行“基准价+浮动价”的价格机制，价格水平相比现货存在明显优惠，较高的长协煤占比助力公司实现更低的燃料成本。

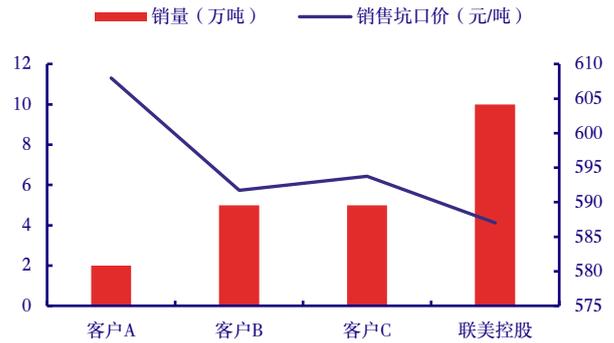
更低的燃料成本实现路径 2：关联方采购。在原有煤炭供应结构基础之上，公司于 2023 年开拓了国源矿业作为新的煤炭供应商，2023 年拟向其采购总金额不超过 4.3 亿元的煤炭，定价原则为不高于曹妃甸港口同期同煤种市场价格。由于公司股东联美集团持有国源矿业 49% 的股权，所以国源矿业与公司存在关联关系。国源矿业的煤炭销售采取港口和坑口销售模式，包括自主销售和经销商销售两种模式，公司股东联美集团子公司拉萨联恒在 2022 年下半年转型为专业煤炭销售公司，并成为国源矿业的煤炭经销商。从拉萨联恒的销售数据来看，其对联美控股的销售规模更大，销售价格也相对优惠，从而有利于公司在加强煤炭保供的同时进行成本管控。

图33：国源矿业、拉萨联恒与联美控股的关联关系



资料来源：天眼查，中国银河证券研究院

图34：2023年拉萨联恒部分煤炭销售情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

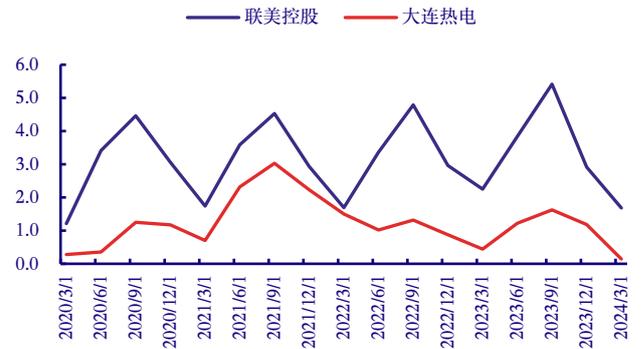
更低的燃料成本实现路径 3：淡季储煤策略。煤炭的消费存在一定季节性，一般而言，“迎峰度冬”和“迎峰度夏”是煤炭行业典型的旺季，二季度则是煤炭销售的淡季，价格处在相对低位。公司近年来坚持淡季储煤策略，二、三季度存货水平明显上升，从而有利于把握煤价阶段性低点机会。

图35：京唐港动力末煤(Q5500,山西产)平仓价月度变化情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均
1月	368	605	739	590	561	889	943	1206	737
2月	378	597	734	602	574	639	1065	1089	710
3月	386	673	643	630	553	642	1488	1116	766
4月	388	665	583	625	487	767	1186	1020	715
5月	389	581	633	614	509	895	1219	943	723
6月	401	577	692	598	564	/	1223	799	693
7月	426	630	660	601	585	998	1224	862	748
8月	479	629	619	584	556	998	1174	829	733
9月	564	683	634	586	584	998	1424	930	800
10月	630	721	660	575	609	998	1588	1010	849
11月	707	679	638	548	619	998	1439	941	821
12月	639	699	603	549	709	951	1301	942	799

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：公司及可比公司存货规模变动情况（亿元）



资料来源：Choice，中国银河证券研究院

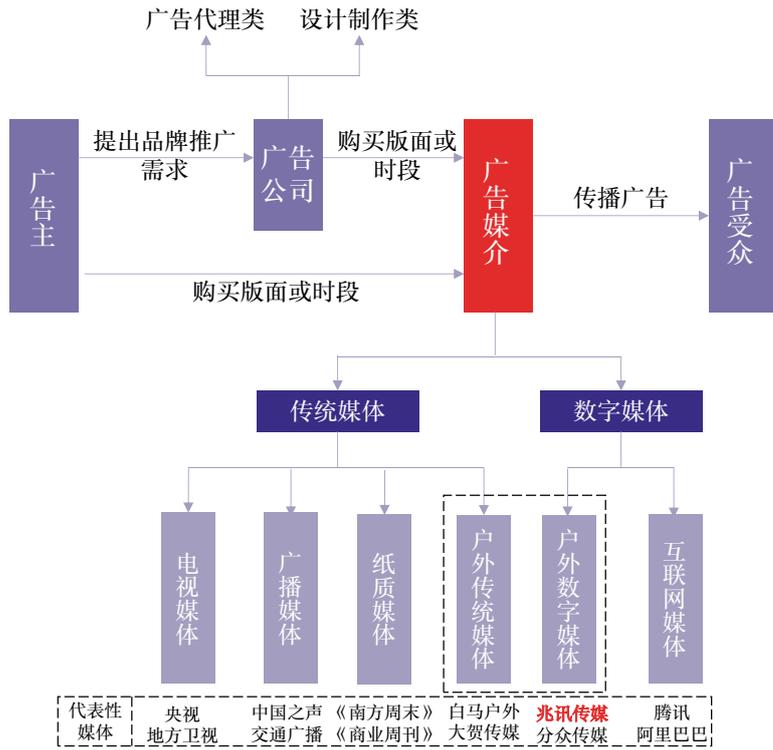
精细化管理带来全方位成本节省。除了燃料成本的优化，公司也十分注重精细化管理，如在热源端，公司针对霍林河褐煤热值低的特性，与哈工大等高校一起研发设计了适合该煤种的往复炉排热水锅炉，炉型和燃煤的高匹配度使得热效率较高；在输送端，公司采用保温性能良好的管网以及热网平衡技术，降低热损耗；在客户端，由于公司的供暖区域主要集中于沈阳市浑南、于洪、沈河区，服务客户多为新建建筑，其节能等级和保温效果较好，也在一定程度上降低了公司的热损耗成本。

三、高铁媒体业务阴霾褪去，商圈数字户外媒体业务静待花开

（一）户外广告市场增速回暖，高铁数字媒体发展潜力大

广告行业包括广告主、广告公司、广告媒介、广告受众等市场主体，即广告主基于品牌推广需求，直接或经由广告公司间接向广告媒介购买版面或时段，再由广告媒介发布广告，来触达消费者，从而完成品牌推广。根据媒介形式的不同，广告媒介可以分为传统媒体和数字媒体。传统媒体包括电视、广播、报纸、传统户外等，数字媒体则是指在计算机信息处理技术基础之上出现的媒体形态，包括数字户外、互联网媒体等。

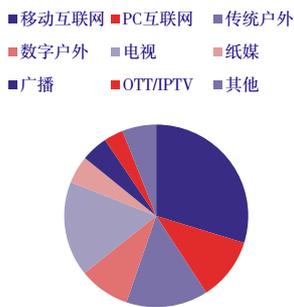
图37：广告行业产业链构成



资料来源：兆讯传媒招股书，中国银河证券研究院

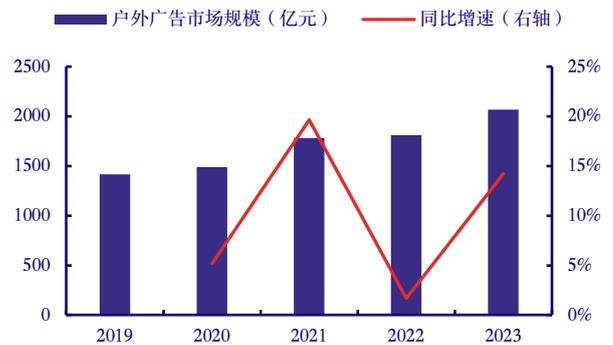
2023年户外广告市场规模达到2068亿元，增速有所回暖。具体到兆讯传媒聚焦的户外广告领域，其市场规模占整体广告市场规模的23.4%。2023年，户外广告投放刊例花费达到2068亿元，同比增长14%，疫情影响消退后增速明显回升。

图38：广告主计划在各媒介营销费用的分配比例（2019年）



资料来源：兆讯传媒招股书，中国银河证券研究院

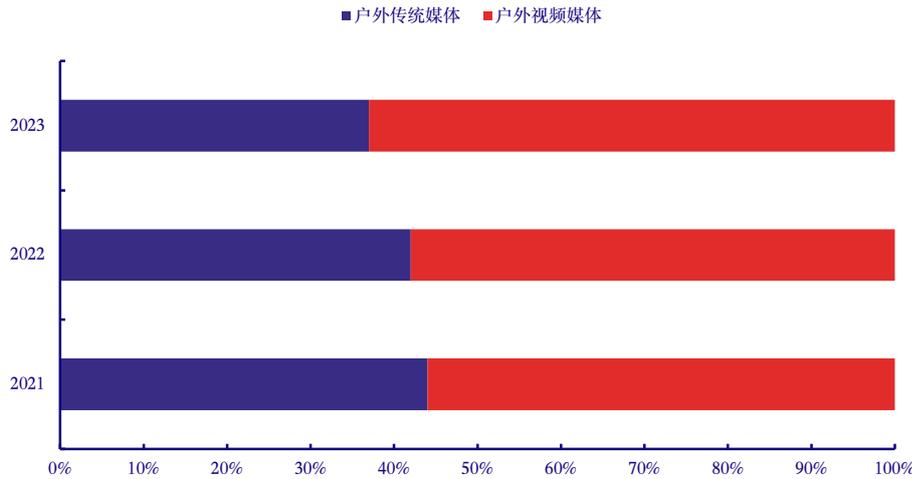
图39：户外广告市场规模及同比增速



资料来源：CODC，中国银河证券研究院

从形式来看，数字户外依托更好的广告显示效果，近年来市场份额持续提升。传统户外广告主要以海报、吊旗、灯箱等形式呈现，相对于数码刷屏机、电视视频机、LED大屏等数字户外而言，从广告受众角度出发，广告画面静止或者缺乏亮度，导致广告效果不够生动；从广告媒介角度出发，静态画面使得一段时间内广告画面无法更换，从而不能对多个广告主进行销售，此外，换刊需要人工进行操作，人力成本也较高。基于此，2021-2023年，数字户外广告投放刊例花费占全部户外广告刊例花费的比例从56%增加至63%，未来有望继续提升。

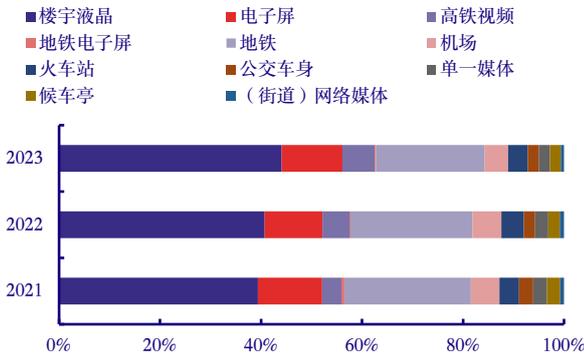
图40：数字户外广告 vs 传统户外广告投放刊例花费占比



资料来源：CODC，中国银河证券研究院

从场景来看，楼宇类户外广告占据绝对份额，但高铁类广告发展潜力较大。户外广告一般以楼宇、交通、街道设施等为载体，其中，楼宇类广告市场份额常年位居 Top1，但随着国内高铁里程、客运量不断增加，其乘客商务化、年轻化的趋势使得高铁广告的传播效果日趋向好。2021-2023 年，即使在疫情扰动，高铁广告的市场份额仍从 3.9% 提升至 6.5%。

图41：全国户外媒体类型占比



资料来源：CODC，中国银河证券研究院

图42：高铁营业里程持续增加



资料来源：Choice，中国银河证券研究院

出行恢复带来短期高铁广告花费边际改善，潜在线路规划奠定长期增长空间。在疫情影响基本消退的 2023 年，国内铁路客运量达到 38.5 亿人次，已超过 2019 年的 36.6 亿人次，受此影响，2023 年火车/高铁站广告花费同比增速也由负转正，达到 7.0%。展望 2024 年，考虑到清明假期期间铁路客运量 4968.2 万人次，日均 1656.1 万人次，相比 2023 年同期日均增长 75.1%，我们预计 2024 年火车/高铁站广告花费同比有望继续改善。而长期来看，根据中长期铁路网规划（2035 年）修编初步成果，预计到 2025/2030/2035 年，我国铁路网规模分别达到 16.5/18.5/20 万公里，其中高速铁路达到 5/6/7 万公里，相比 2023 年末仍具备较大成长空间，有望促使高铁广告价值进一步凸显。

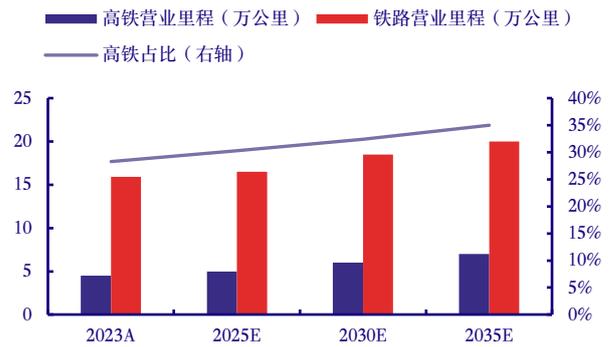
图43：随铁路客运量恢复，火车/高铁站广告花费同比增速转正



资料来源：Choice, CTR, 中国银河证券研究院

注：圆圈内数字表示对应年份火车/高铁站广告花费同比变化。

图44：铁路网发展规划



资料来源：中铁一院, 中国银河证券研究院

(二) 资源优势为高铁媒体业务保驾护航，商圈媒体业务开启第二成长曲线

1. 媒体资源强大，经营壁垒牢固

已形成布局全国铁路网的数字媒体网络，数字媒体资源数量排名全国前列。兆讯传媒作为高铁数字媒体运营商，首先需要与各铁路局集团签署媒体资源使用协议，取得在高铁站候车区域安装媒体设备并运营的权利。目前，公司已与国内 18 家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的 17 家签署了媒体资源使用协议。资源区域囊括了京沪、京港、沿江、陆桥、沪昆等“八纵八横”高铁主动脉，覆盖了长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域，从而形成了以高铁动车站点为核心，布局全国铁路网的数字媒体网络。截至 2023 末，公司签约的铁路客运站为 561 个，开通运营铁路客运站 482 个（其中高铁站点 466 个、普通车站点 16 个），运营 5346 块数字媒体屏幕（其中数码刷屏机 4807 块，电视视频机 470 块，LED 大屏 69 块），排名全国前列。

表4：兆讯传媒及其可比公司媒体资源情况

企业名称	屏幕数量	地区分布/高铁站数量
兆讯传媒	5418 块（以数码刷屏机为主）	签约的铁路客运站为 574 个，媒体网络覆盖全国
南京永达	800 块（以 LED 大屏、灯箱为主）	签约站点约 500 个，媒体网络覆盖全国
华铁传媒	以静态灯箱为主，部分优势车站拥有数字媒体	签约高铁站 63 个，媒体资源覆盖全国，包括北京南站、上海虹桥、南京南站、杭州东站、徐州东站、广州南站、珠海站、福州站、哈尔滨站、西安北站、重庆北站、重庆西站、武汉站、沈阳北站等高铁站
上海城铁	未披露	签约高铁站 6 个，以长三角为核心。高铁站点主要包括宁波站、苏州站、合肥南站、南京南站、杭州东站、上海虹桥站等上海局集团所属站点
北京畅达	平面媒体为主，数字媒体数量较少，未披露	拥有北京南站全部平面媒体独家经营权，及北京西站、北京站等京津冀鲁等省份的 44 个高铁站，及北京局集团、济南局集团近 500 列高铁动车、200 列普速列车内平面媒体的独家经营权

资料来源：兆讯传媒招股书, 中国银河证券研究院

与各铁路局集团合作关系稳固，经营壁垒牢固。由于兆讯传媒主要通过投标方式与铁路局集团下属的广告传媒公司、各车站等合同主体洽谈并签署媒体资源使用协议，以取得具体站点在协议期限内的数字媒体经营权，所以市场对其经营壁垒存在一定担忧，即在站点到期后，可能因为竞标失败失去站点资源。但我们认为，公司与各铁路局集团的合作关系均已持续十年及以上（除青藏集团），合作关系较为稳固，且公司各个站点的到期时间不集中，其他竞争对手要进入该领域，只可能暂时取得部分站点，考虑到布局媒体网络的时间成本和资金成本巨大，新进入者难以在短时间内颠覆公司已建成的全国性高铁数字媒体网络。

表5：兆讯传媒与各铁路局合作情况

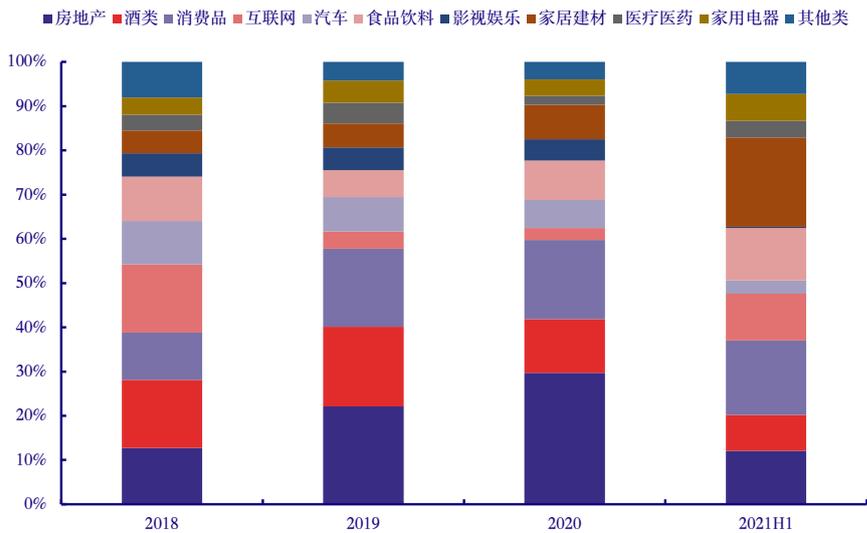
铁路局名称	首次合作时间	目前是否仍然合作	铁路局名称	首次合作时间	目前是否仍然合作
上海局集团	2008年1月	是	呼和浩特局集团	2008年1月	是
广州局集团	2008年1月	是	武汉局集团	2008年6月	是
沈阳局集团	2010年1月	是	郑州局集团	2008年8月	是
南昌局集团	2011年12月	是	昆明局集团	2008年1月	是
济南局集团	2014年6月	是	太原局集团	2008年10月	是
北京局集团	2007年11月	是	兰州局集团	2008年1月	是
哈尔滨局集团	2008年1月	是	南宁局集团	2010年1月	是
成都局集团	2010年7月	是	乌鲁木齐局集团	2008年1月	否
西安局集团	2010年1月	是	青藏集团	2020年12月	是

资料来源：兆讯传媒招股书，中国银河证券研究院

2. 客户资源优质、多元且黏性较强

客户资源优质且遍布各行各业，有助于增强公司的风险抵御能力。兆讯传媒作为广告媒介，收入与广告主的经营状况息息相关，因此，多元化的客户结构有利于对冲不同行业的特有风险，平滑收入波动。目前，兆讯传媒已与众多知名公司建立了良好的战略合作关系，客户群体涉及汽车、房地产、酒类、消费品、互联网、食品饮料等诸多行业，主要服务的大型知名企业有京东、柒牌、茅台、滴滴出行、比亚迪、梦金园等。

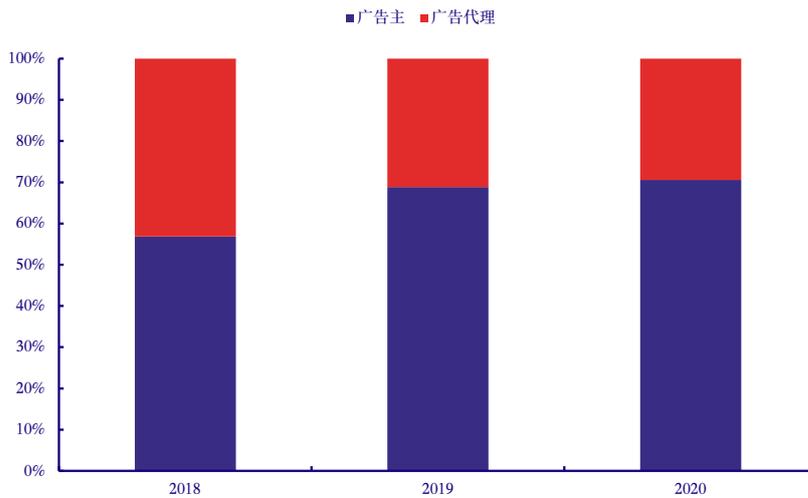
图45：兆讯传媒客户分布



资料来源：兆讯传媒招股书，中国银河证券研究院

广告主客户占比较高，客户黏性强。在品牌推广的过程中，广告主可以直接和广告媒介对接，也可以通过广告公司进行对接。对广告媒介而言，直面广告主能更加精准地把握客户需求，更好地服务客户，也便于洞察客户的潜在需求，有利于维持长期合作关系，从而增强客户黏性。近年来，兆讯传媒逐渐加大对广告主客户的直接拓展，2018-2020年，来自广告主的收入占比已从57%增加至71%。

图46：兆讯传媒来自广告主的收入占比持续提升



资料来源：兆讯传媒招股书，中国银河证券研究院

3. 积极开拓商圈数字户外媒体业务，打造第二增长极

打造户外裸眼 3D 高清大屏，巩固重点城市资源优势，充分满足客户在重点城市的广告投放需求。2022 年 5 月，兆讯传媒发布公告称拟使用 4.2 亿元在省会及以上城市通过自建和代理方式取得 15 块户外裸眼 3D 高清大屏，项目建设周期预计为 3 年。截至目前，公司的户外裸眼 3D 高清大屏已在北京王府井百货、广州天河路商圈、太原亲贤街商圈、贵阳喷水池商圈、成都春熙路商圈、重庆观音桥商圈成功亮相。

图47：兆讯传媒北京王府井百货裸眼 3D 大屏



资料来源：兆讯传媒微信公众号，中国银河证券研究院

图48：兆讯传媒成都百盛购物中心裸眼 3D 大屏



资料来源：兆讯传媒微信公众号，中国银河证券研究院

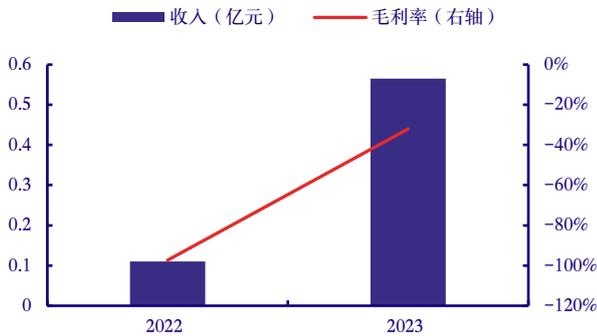
户外裸眼 3D 项目媒体目标客户与公司已有客户具有协同性，现已迎来众多知名客户广告投放。

户外裸眼 3D 项目的目标客户为汽车、酒类、3C、互联网、奢侈品、消费品、家居建材、化妆品、服装等，与兆讯传媒原有的高铁数字媒体客户具有高度协同性，因此，稳定优质的客户资源为其进入商圈数字户外媒体领域提供保障。而随着北京、广州等 6 地屏幕陆续投放，兆讯传媒户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务已迎来了包括迪奥、蒂芙尼、百事可乐、极星汽车、伊利、中国人保在内的众多知名客户。

户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务仍处前期投入阶段，静待业绩释放。2023 年，兆讯传媒户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务实现营业收入 0.57 亿元，同比增长 402%，毛利率-32.1%，同比虽有改善，但仍未扭亏，户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务较大的前期资金投入对公司短期业绩形成一定拖累。但根据兆

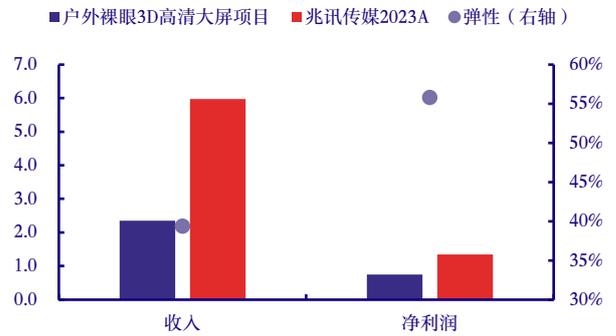
讯传媒测算，该业务进入经营期后，预计每年将为其贡献 2.35 亿元营收和 0.75 亿元净利润，相对 2023 年的弹性分别为 39%和 56%，有望成为公司的第二增长极。

图49：兆讯传媒户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务收入及毛利率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图50：兆讯传媒户外裸眼 3D 高清大屏项目盈利测算（亿元）



资料来源：兆讯传媒公告，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测

（1）供暖及蒸汽业务：综合考虑沈阳市城市民用供热发展规划及公司市场份额，预计 2024-2026 年公司新增供暖面积分别为 220、210、200 万平方米；随着煤炭价格中枢下行，预计供暖价格小幅下降，2024-2026 年分别为 29.3、29.2、29 元/平方米；煤价下行叠加公司长协锁价、淡季储煤等策略加持，预计 2024-2026 年毛利率分别为 23.5%、24.0%、24.0%。

（2）发电业务：预计 2024-2026 年公司装机容量稳定在 114MW；利用小时数稳定在 3300h；上网电价随煤炭价格中枢下移有所下降，分别为 0.455、0.450、0.450 元/kWh；毛利率处于修复通道，分别为 5.5%、7.0%、9.0%。

（3）工程业务：考虑到近期房地产基本面预期有所改善，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、0%，毛利率维持 80%。

（4）接网业务：考虑到近期房地产基本面预期有所改善，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、0%，毛利率维持 2023 年水平。

（5）广告发布业务

a.高铁媒体业务：2022-2023 年，公司逐步关停客流量较少的普通车站，导致电视视频机数量减少。截止 2023 年末，公司开通运营铁路客运站 482 个，其中高铁站点 466 个，普通车站点 16 个，普通车站点已减少至较低水平，未来下降空间有限，对运营屏幕数量的不利影响弱化。而随着出行逐步恢复，高铁广告价值凸显，公司将进一步加强对高铁站点的布局，预计 2024-2026 年，公司运营的屏幕数量分别为 5310、5350、5360 块；单块屏幕价格上升至 10.8 万元/块；毛利率稳中有升，分别为 53%、53%、54%。

b.户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务：随着已投运屏幕运营渐入佳境，预计收入将呈现快速增长态势，从而有望摊薄前期固定费用，带动毛利率上涨。预计 2024-2026 年收入增速分别为 150%、80%、30%，毛利率分别为-5%、10%、25%。

表6：联美控股收入拆分预测

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
供暖及蒸汽业务	平均供暖面积（万平方米）	7,226	7,440	7,660	7,870	8,070
	供暖价格（元/平方米）	29.9	29.4	29.3	29.2	29.0
	收入（百万元）	2,159	2,187	2,244	2,298	2,340
	YoY	5%	1%	3%	2%	2%
	毛利率	24.7%	22.9%	23.5%	24.0%	24.0%
发电业务	装机量（MW）	114	114	114	114	114
	利用小时数（h）	3124	3270	3300	3300	3300
	发电量（亿 kWh）	3.56	3.73	3.76	3.76	3.76
	厂用电率	27%	25%	25%	25%	25%
	平均电价/不含税（元/kWh）	0.495	0.473	0.455	0.450	0.450
	收入（百万元）	130	133	129	128	128
	YoY	-18%	3%	-3%	-1%	0%
	毛利率	-3.3%	2.4%	5.5%	7.0%	9.0%
工程业务	收入（百万元）	239	191	201	211	211
	YoY	2%	-20%	5%	5%	0%
	毛利率	82.5%	78.3%	80.0%	80.0%	80.0%
接网业务	收入（百万元）	313	270	284	298	298
	YoY	-9%	-14%	5%	5%	0%
	毛利率	99.7%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
高铁媒体业务	运营屏幕数量（块）	5531	5346	5310	5350	5360
	单块屏幕价格（万元/块）	10.2	10.1	10.8	10.8	10.8
	收入（百万元）	565	541	573	578	579
	YoY	-9%	-4%	6%	1%	0%
	毛利率	55.0%	49.7%	53.0%	53.0%	54.0%
户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务	收入（百万元）	11	57	141	254	331
	YoY		402%	150%	80%	30%
	毛利率	-97.4%	-32.1%	-5.0%	10.0%	25.0%
其他业务	收入（百万元）	32	32	32	32	32
	YoY	-52%	0%	0%	0%	0%
	毛利率	16.8%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
合计	收入（百万元）	3,450	3,411	3,605	3,799	3,918
	YoY	-1%	-1%	6%	5%	3%
	成本（百万元）	2,106	2,230	2,323	2,434	2,477
	毛利（百万元）	1,343	1,180	1,282	1,365	1,441
	综合毛利率	38.9%	34.6%	35.6%	35.9%	36.8%

资料来源：Choice，中国银河证券研究院预测

基于以上假设，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.12、9.72、10.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.43、0.46 元/股，对应 PE 分别为 13.89x、13.03x、12.16x。

（二）相对估值：估值仍有提升空间

鉴于供热业务与广告发布业务盈利性和成长性均存在较大差异，我们采取分部估值方法。

基于前述假设，预计 2024-2026 年兆讯传媒归母净利润分别为 1.77、1.95、2.35 亿元。截至 2024 年 3 月 31 日，联美控股直接持有兆讯传媒 74.25% 的股份，通过全资子公司沈阳华新联美资产管理有限公司间接持股 0.75%，合计持股比例 75%。因此，2024-2026 年广告发布业务对公司归母净利润的贡献分别为 1.33、1.46、1.76 亿元。选取主营业务同为数字户外广告的分众传媒，以及同属广告营销行业的易点天下、浙文互联作为可比公司，可比公司 2024 年 Choice 一致预期 PE 为 22.34x。考虑到兆讯传媒业绩增速快于可比公司，可享受一定的估值溢价。

表7：公司广告业务对应的可比公司估值（2024 年 6 月 6 日）

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301102.SZ	兆讯传媒	11.67	0.46	0.62	0.78	0.89	25.22	18.76	15.00	13.07
002027.SZ	分众传媒	6.54	0.33	0.38	0.42	0.46	19.57	17.36	15.63	14.31
301171.SZ	易点天下	14.50	0.46	0.61	0.75	0.92	31.53	23.77	19.25	15.70
600986.SH	浙文互联	4.14	0.13	0.16	0.19	0.21	32.04	25.88	22.23	19.48
	平均值						27.71	22.34	19.04	16.50

资料来源：Choice，中国银河证券研究院

公司传统的供热业务 2024-2026 年归母净利润预计为 7.80、8.26、8.66 亿元。选取主营业务为电力和热力经营的京能电力、天富能源、宁波能源、杭州热电、京能热力作为可比公司，可比公司 2024 年 Choice 一致预期 PE 为 14.95x，PB_LF 为 1.99x。

综上所述，我们认为公司 2024E 合理 PE 估值水平相比 2024 年 6 月 6 日收盘价对应的 13.89x 仍有提升空间，维持“推荐”评级。

表8：公司供热业务对应的可比公司估值（2024 年 6 月 6 日）

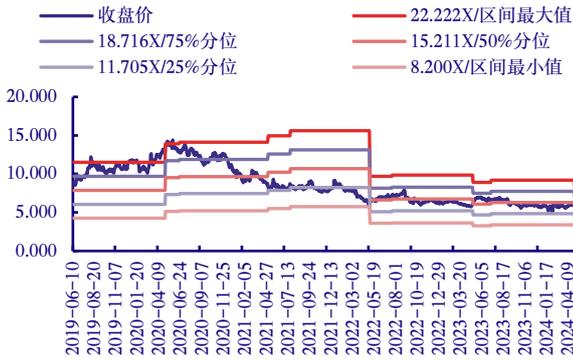
代码	简称	股价	EPS				PE				PB_LF
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600578.SH	京能电力	3.38	0.13	0.19	0.22	0.25	25.76	18.27	15.36	13.52	1.05
600509.SH	天富能源	5.58	0.31	0.48	0.62	0.82	17.86	11.63	9.00	6.80	1.02
600982.SH	宁波能源	3.63	0.36	-	-	-	9.96	-	-	-	1.00
605011.SH	杭州热电	27.05	0.53	-	-	-	51.21	-	-	-	5.00
002893.SZ	京能热力	9.40	0.20	-	-	-	47.33	-	-	-	1.90
	平均值						30.42	14.95	12.18	10.16	1.99

资料来源：Choice，中国银河证券研究院

注：宁波能源、杭州热电、京能热力没有 2024-2026 年的 Choice 一致盈利预测。

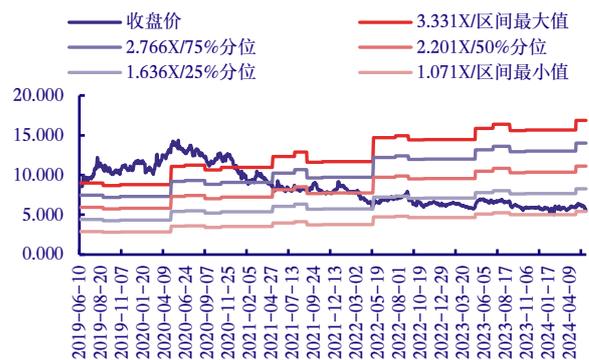
公司估值水平处于历史中等偏下位置。2024 年 6 月 6 日，公司 PE 为 14.76x，低于近五年平均水平 16.03x；公司 PB 为 1.09x，远低于近五年平均水平 2.47x。

图51: 公司 PE 走势图



资料来源: Choice, 中国银河证券研究院

图52: 公司 PB 走势图



资料来源: Choice, 中国银河证券研究院

(三) 绝对估值: 合理市值区间 156-181 亿元

我们采用两阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2024-2026 年, 核心假设见前文, 具体盈利预测参照附录。第二阶段为 2027 年及以后, 假设公司进入稳健增长阶段, 对应的永续增长率为 1%, 折现率为 10.47%, 由此得到公司的每股价值中枢为 7.32 元。通过对永续增长率和折现率进行敏感性分析, 在永续增长率正负波动 0.5%, 折现率正负波动 0.25% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 6.81-7.91 元, 对应市值区间 156-181 亿元。

表9: 基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	0
永续增长率	1%
贝塔值 (β)	1.05
无风险利率 R_f	2.28%
市场的预期收益率 R_m	10.08%
有效税率 T	17.04%
股权资本成本 K_e	10.47%

资料来源: 中国银河证券研究院预测

表10: FCFE 折现估值表

估值假设	
FCFE 预测期现值 (百万元)	2,889.61
FCFE 过渡期现值 (百万元)	0.00
FCFE 永续价值现值 (百万元)	13,850.78
股权价值 (百万元)	16,740.39
总股本 (百万股)	2,288.12
每股价值 (元)	7.32

资料来源: 中国银河证券研究院预测

表11: 绝对估值敏感性分析

目标价	折现率 r						
	9.72%	9.97%	10.22%	10.47%	10.72%	10.97%	11.22%

永续增长率 g	-0.50%	6.90	6.73	6.57	6.41	6.26	6.12	5.99
	0.00%	7.22	7.03	6.85	6.68	6.52	6.37	6.22
	0.50%	7.57	7.37	7.17	6.98	6.81	6.64	6.48
	1.00%	7.97	7.74	7.52	7.32	7.12	6.94	6.76
	1.50%	8.41	8.15	7.91	7.69	7.47	7.27	7.08
	2.00%	8.91	8.62	8.35	8.10	7.86	7.63	7.42
	2.50%	9.47	9.15	8.85	8.56	8.30	8.04	7.81

资料来源：中国银河证券研究院预测

五、风险提示

煤炭价格超预期上涨的风险，高铁站点资源流失的风险，户外裸眼 3D 高清大屏业务进展不及预期的风险等。

图表目录

图 1: 联美控股发展历程.....	4
图 2: 联美控股股权结构及重要子公司.....	4
图 3: 公司营收和归母净利润情况.....	5
图 4: 公司收入结构.....	5
图 5: 公司分业务毛利率.....	5
图 6: 公司及可比公司净利润率.....	6
图 7: 公司及可比公司毛利率.....	6
图 8: 公司及可比公司期间费用率.....	6
图 9: 公司及可比公司财务费用率.....	6
图 10: 公司及可比公司经营性净现金流.....	6
图 11: 公司及可比公司货币资金.....	6
图 12: 公司利息收入与利息支出.....	7
图 13: 公司及可比公司资产负债率.....	7
图 14: 公司及可比公司现金分红比例.....	7
图 15: 公司及可比公司股息率（以 2024/6/4 收盘价计算）.....	7
图 16: 城市供暖分类.....	8
图 17: 全国城市集中供暖面积&城镇化率.....	8
图 18: 沈阳市集中供热面积&城镇化率.....	8
图 19: 部分国家居住在城市的比例（%）.....	9
图 20: 工业蒸汽产业链.....	9
图 21: 我国蒸汽供应能力和供热总量及同比增速情况.....	9
图 22: 中国开发区数量.....	10
图 23: 北方城镇供热结构.....	10
图 24: 泰州医药高新区热力价格随煤价变动情况.....	12
图 25: 联美控股供暖业务成本结构.....	12
图 26: 代表性供热公司毛利率变动趋势.....	12
图 27: 煤炭价格走势（元/吨）.....	13
图 28: 公司供暖面积.....	13
图 29: 公司供热业务收入及单价.....	13
图 30: 公司供热业务在沈阳的布局.....	14
图 31: 公司供热业务在沈阳市的市占率.....	14
图 32: 公司业务版图.....	15
图 33: 国源矿业、拉萨联恒与联美控股的关联关系.....	16
图 34: 2023 年拉萨联恒部分煤炭销售情况.....	16
图 35: 京唐港动力末煤(Q5500,山西产)平仓价月度变化情况.....	16
图 36: 公司及可比公司存货规模变动情况（亿元）.....	16
图 37: 广告行业产业链构成.....	17
图 38: 广告主计划在各媒介营销费用的分配比例（2019 年）.....	17
图 39: 户外广告市场规模及同比增速.....	17
图 40: 数字户外广告 vs 传统户外广告投放刊例花费占比.....	18
图 41: 全国户外媒体类型占比.....	18
图 42: 高铁营业里程持续增加.....	18
图 43: 随铁路客运量恢复，火车/高铁站广告花费同比增速转正.....	19
图 44: 铁路网发展规划.....	19
图 45: 兆讯传媒客户分布.....	20

图 46: 兆讯传媒来自广告主的收入占比持续提升	21
图 47: 兆讯传媒北京王府井百货裸眼 3D 大屏	21
图 48: 兆讯传媒成都百盛购物中心裸眼 3D 大屏	21
图 49: 兆讯传媒户外裸眼 3D 高清大屏媒体业务收入及毛利率情况	22
图 50: 兆讯传媒户外裸眼 3D 高清大屏项目盈利测算 (亿元)	22
图 51: 公司 PE 走势图	25
图 52: 公司 PB 走势图	25

表格目录

表 1: 沈阳市城市民用供热发展规划 (单位: 万平方米)	11
表 2: 沈阳市居民供热收费政策	11
表 3: 公司清洁能源供热技术储备	14
表 4: 兆讯传媒及其可比公司媒体资源情况	19
表 5: 兆讯传媒与各铁路局合作情况	20
表 6: 联美控股收入拆分预测	23
表 7: 公司广告业务对应的可比公司估值 (2024 年 6 月 6 日)	24
表 8: 公司供热业务对应的可比公司估值 (2024 年 6 月 6 日)	24
表 9: 基本假设及关键参数	25
表 10: FCFE 折现估值表	25
表 11: 绝对估值敏感性分析	25

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9839.80	10268.32	11205.13	12400.98	营业收入	3411.56	3604.88	3798.76	3918.43
现金	7999.17	8413.95	9291.89	10447.75	营业成本	2230.29	2323.08	2434.01	2477.38
应收账款	867.21	828.87	888.89	900.80	营业税金及附加	21.53	21.63	22.79	23.51
其它应收款	133.59	142.72	141.41	156.18	营业费用	124.00	127.97	132.96	135.19
预付账款	116.06	122.49	115.82	125.81	管理费用	148.64	155.01	163.35	166.53
存货	291.41	327.82	334.66	337.97	财务费用	-175.64	-164.46	-168.20	-185.67
其他	432.36	432.47	432.47	432.47	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7805.98	7980.01	8007.48	7779.34	公允价值变动收益	-71.53	0.00	0.00	0.00
长期投资	110.59	120.59	130.59	140.59	投资净收益	12.78	11.54	12.16	12.54
固定资产	3572.58	3480.52	3289.01	2935.80	营业利润	1064.89	1137.93	1217.44	1301.38
无形资产	645.86	679.11	711.23	744.84	营业外收入	26.24	16.80	18.62	20.55
其他	3476.95	3699.78	3876.65	3958.11	营业外支出	3.11	2.45	2.01	2.52
资产总计	17645.78	18248.33	19212.61	20180.32	利润总额	1088.03	1152.28	1234.05	1319.41
流动负债	4033.21	3844.51	3860.37	3803.79	所得税	178.86	196.37	208.11	221.42
短期借款	1540.15	1390.15	1240.15	1090.15	净利润	909.17	955.92	1025.93	1097.99
应付账款	467.23	447.93	465.42	490.13	少数股东损益	50.12	43.55	53.44	55.91
其他	2025.83	2006.43	2154.80	2223.52	归属母公司净利润	859.05	912.37	972.49	1042.08
非流动负债	1719.38	2013.63	2422.37	2869.69	EBITDA	1616.22	1589.71	1676.72	1750.12
长期借款	57.58	48.49	41.07	33.62	EPS (元)	0.38	0.40	0.43	0.46
其他	1661.80	1965.14	2381.30	2836.08					
负债合计	5752.59	5858.13	6282.73	6673.48	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	857.86	901.41	954.85	1010.77	营业收入	-1.12%	5.67%	5.38%	3.15%
归属母公司股东权益	11035.32	11488.78	11975.02	12496.06	营业利润	-10.92%	6.86%	6.99%	6.89%
负债和股东权益	17645.78	18248.33	19212.61	20180.32	归属母公司净利润	-9.14%	6.21%	6.59%	7.16%
					毛利率	34.63%	35.56%	35.93%	36.78%
					净利率	25.18%	25.31%	25.60%	26.59%
					ROE	7.78%	7.94%	8.12%	8.34%
					ROIC	5.33%	5.26%	5.41%	5.47%
					资产负债率	32.60%	32.10%	32.70%	33.07%
					净负债比率	-42.30%	-42.08%	-45.11%	-49.54%
					流动比率	2.44	2.67	2.90	3.26
					速动比率	2.24	2.45	2.69	3.04
					总资产周转率	0.20	0.20	0.20	0.20
					应收账款周转率	4.01	4.25	4.42	4.38
					应付账款周转率	5.39	5.08	5.33	5.19
					每股收益	0.38	0.40	0.43	0.46
					每股经营现金	0.66	0.67	0.80	0.82
					每股净资产	4.82	5.02	5.23	5.46
					P/E	14.76	13.89	13.03	12.16
					P/B	1.15	1.10	1.06	1.01
					EV/EBITDA	4.91	4.69	4.08	3.42
					P/S	3.72	3.52	3.34	3.24

资料来源：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。

梁悠南，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，从事公用事业行业研究。

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日的判断，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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_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
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn