

高盈利供热龙头，高铁传媒交相辉映

■ 证券研究报告

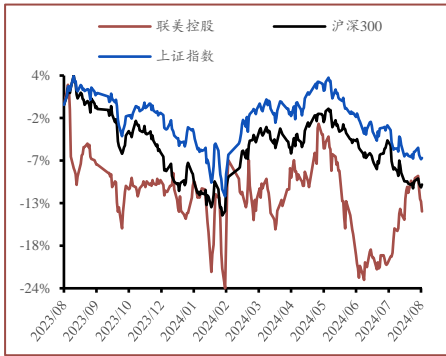
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-08-23

收盘价(元)	5.47
流通股本(亿股)	22.88
每股净资产(元)	5.06
总股本(亿股)	22.88

最近12月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002

zhangyc02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **A股供热龙头，双主业格局稳中向好：**公司立足辽宁沈阳，深耕供热领域二十余载，2018年收购兆讯传媒100%股权，形成“清洁供热+高铁数字媒体”双主业格局；公司清洁能源业务占比长期稳定在80%以上，但广告发布业务受疫后铁路出行回暖影响，有望成为公司未来业绩增长的助推剂；2021-2023年，公司分别实现归母净利润10.46/9.44/8.59亿元，分红比例分别为52.02%/50.34%/52.60%，未来分红潜力仍然显著。
- ❖ **城镇化推动供热增长，煤炭策略助力业绩提升：**根据国家统计局数据显示，2005-2022年间辽宁省城镇化率从58.71%增长至73.00%，同时沈阳市供热面积呈现稳步上升的趋势；公司的供热面积近五年来以年均325.2万m²的增量递增，已在沈城占有较为稳定的服务区域且特许经营权没有期限，未来公司有望借助龙头优势带动业绩增长；未来3-5年内，煤炭供需紧张的局面预计不会有显著改变，针对煤炭价格居高不下的风险，公司通过与煤矿企业建立长期友好的合作关系，坚持长协锁价，加大淡季采购份额，实行精细化管理实现生产效率优化。
- ❖ **高铁传媒促进业务增长，氢能业务成为新亮点：**国务院文件指出，到2025年，高铁营业里程由2020年的3.8万公里升至5万公里。兆讯传媒作为国内高铁传媒龙头企业之一，有望受益于疫后铁路出行回暖实现业绩回升；顶层政策指出氢能产业是未来产业重点发展方向，2021年公司战略投资入股爱德曼氢能装备有限公司，目前公司在清洁能源制氢、高压储氢及燃料电池等关键环节积极布局，打造氢能发展的核心竞争力。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司在2024-2026年分别实现营业收入35.89/41.09/44.84亿元，归母净利润8.18/9.75/11.63亿元，对应PE分别为14.86/12.46/10.45倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**股权质押风险；煤炭价格变动风险；管网设备老化导致维护更新成本增加风险；气候风险；综合能源业务拓展不及预期及广告媒体行业增速下降风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3450	3412	3589	4109	4484
收入增长率(%)	-0.51	-1.12	5.19	14.49	9.13
归母净利润(百万元)	945	859	818	975	1163
净利润增长率(%)	-9.64	-9.14	-4.79	19.21	19.23
EPS(元/股)	0.42	0.38	0.36	0.43	0.51
PE	15.13	14.94	14.86	12.46	10.45
ROE(%)	8.94	7.78	7.27	8.34	9.56
PB	1.37	1.18	1.08	1.04	1.00

数据来源：Wind，财通证券研究所（以2024年08月23日收盘价计算）

内容目录

1	清洁供热+高铁传媒模式稳中向好	4
1.1	深耕供热领域二十余载，核心业务大力拓展.....	4
1.2	清洁供热+高铁传媒业务稳健，高分红潜力显著	5
2	清洁供热面积持续扩张，供热业务稳步增长.....	7
2.1	全国清洁供热面积持续扩张，需求释放带动业绩增长.....	7
2.2	上游煤价稳中走低，煤炭策略控制成本.....	11
2.3	精细化管理优化生产效率，服务区域稳定竞争优势增强.....	12
3	高铁传媒稳定增长，氢能业务成为新亮点.....	13
3.1	研发与技术优势突出，综合性能源业务发力推动业绩提升.....	13
3.2	高铁传媒第一股，运营面积覆盖全国.....	15
3.3	氢能业务布局力度增强.....	17
4	盈利预测及估值对比.....	18
5	风险提示.....	21

图表目录

图 1.	公司深耕供热领域二十余载.....	4
图 2.	公司业务立足沈阳，布局全国.....	5
图 3.	2023 年供热业务占 65%（亿元）	5
图 4.	苏氏家族合计持有公司 69.43% 股权.....	5
图 5.	营业收入回暖.....	6
图 6.	归母净利润下滑，未来有望回升.....	6
图 7.	清洁能源业务占比稳定在 80% 左右.....	6
图 8.	受煤炭价格高位影响，清洁能源毛利率有所下行.....	6
图 9.	期间费用率常年稳定在 4% 以下.....	7
图 10.	近三年坚守 50% 高分红承诺.....	7
图 11.	货币资金储备充足.....	7
图 12.	公司深耕供热市场.....	8
图 13.	全国城市、县城集中供热面积稳步增长.....	9
图 14.	2012-2022 年沈阳市供热面积及公司占比	10

图 15. 公司在沈阳供热份额逐渐与惠天热电分庭抗礼.....	10
图 16. 公司供热业务营收体量逐渐超越惠天热电.....	10
图 17. 公司供热业务毛利率远超同城惠天热电.....	10
图 18. 2019-2023 公司平均供热面积稳步提升	11
图 19. 公司接网面积超 1 亿平方米.....	11
图 20. 中国能源结构中新能源发电占比逐渐提升.....	11
图 21. 近年来煤炭产量逐年提升.....	11
图 22. 自 2021 年以来煤炭长协价格已然开始缓慢降低.....	12
图 23. 公司主要布局中游供热.....	13
图 24. 兆讯传媒高铁站内媒体业务分布广	15
图 25. 疫后铁路出行回暖.....	16
图 26. 兆讯传媒业绩回升.....	16
图 27. 裸眼 3D 高清大屏上刊实景图-广州壬丰大厦.....	17
图 28. 裸眼 3D 巨型娃娃机.....	17
表 1. 环保政策助力绿色、清洁供热转型.....	9
表 2. 公司研发与技术优势突出.....	14
表 3. 公司因地制宜落地综合能源运营项目.....	14
表 4. 兆讯传媒核心竞争力突出.....	16
表 5. 顶层政策引领氢能发展.....	18
表 6. 爱德曼氢能主要产品布局产品全面.....	18
表 7. 公司分业务收入及毛利率.....	20
表 8. 同行业可比公司估值对比.....	21

1 清洁供热+高铁传媒模式稳中向好

1.1 深耕供热领域二十余载，核心业务大力拓展

公司深耕供热领域，内生增长及外延收购同步并举。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，公司更名为联美控股股份有限公司；随后通过对兆讯传媒等进行收购，公司形成“清洁供热+高铁数字媒体”双主业格局；2019-2021年，公司不断拓展能源业务，覆盖全国市场，先后收购了福林热力和上海华电福新，进军山东省及南方市场，布局天然气分布式冷热电三联供业务；2022年兆讯传媒成功在深交所挂牌上市，成为中国高铁传媒第一股。当下，公司已经发展成为东北地区供热龙头，且在高铁传媒领域扎实布局。

图1.公司深耕供热领域二十余载



数据来源：公司官网，财通证券研究所

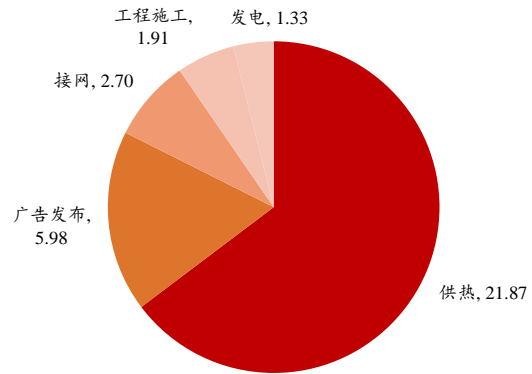
核心业务聚焦能源+广告业务，持续深化全国产业布局。从业务分布来看，公司清洁能源业务立足辽宁沈阳，通过“自建+收购+运营管理”的三重模式在全国进行业务布局。而广告发布业务则倚靠兆讯传媒在高铁媒体广告领域的广泛影响力，面向全国发展。从业务营收结构来看，公司收入主要来自供热、广告业务。2023年，公司供热业务实现21.87亿元收入，占比65%；广告发布实现营收5.98亿元，占比18%。

图2.公司业务立足沈阳，布局全国



数据来源：公司官网，财通证券研究所

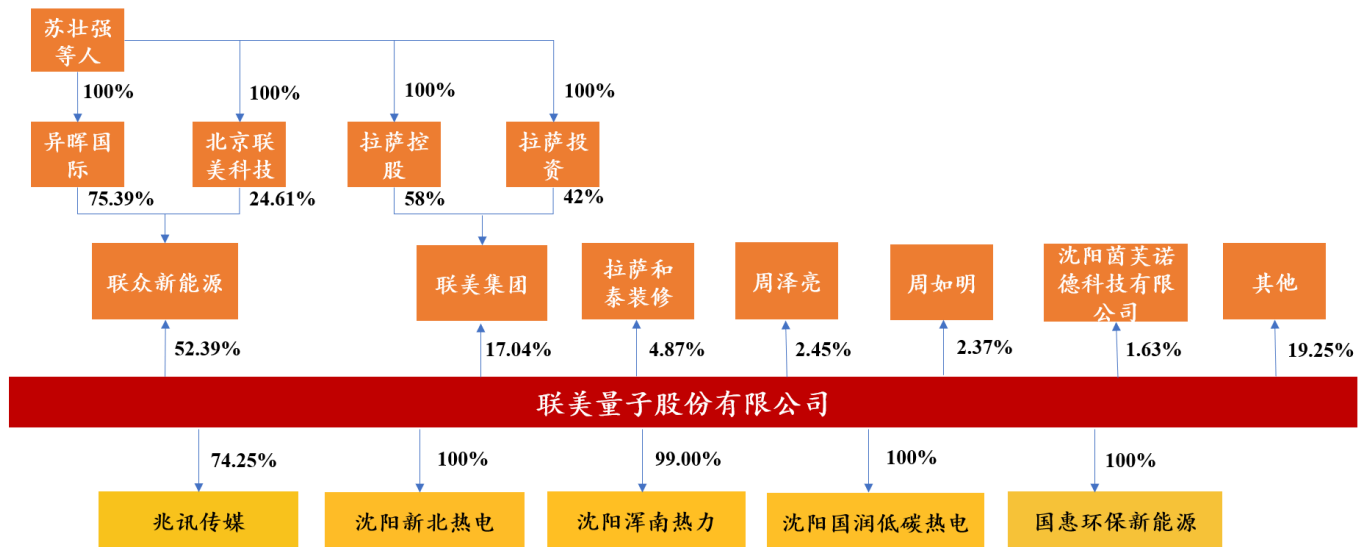
图3.2023 年供热业务占 65%（亿元）



数据来源：Choice，财通证券研究所

实控人持股比例高，股权结构相对稳定。公司的控股股东为联众新能源有限公司，持有 52.39% 的股份，实际控制人为苏素玉、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。五位实际控制人为一致行动人，通过联众新能源及联美集团合计持有公司共 69.43% 的股份，股权结构较为稳定。

图4.苏氏家族合计持有公司 69.43% 股权



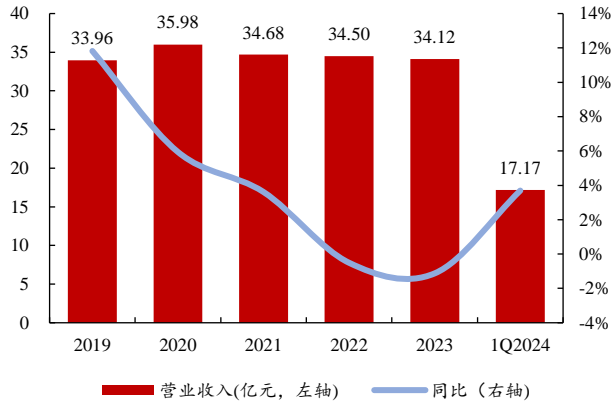
数据来源：公司公告，企查查，财通证券研究所 备注：2024 年 8 月 7 日

1.2 清洁供热+高铁传媒业务稳健，高分红潜力显著

煤价上涨叠加高铁出行下滑等因素干扰公司业绩，未来有望逐步回升。2021-2023 年，受到燃煤价格上涨、高铁出行下滑的不利影响，叠加宏观环境影响下公司缩减保理融资业务，公司业绩呈现出下滑的趋势，2023 年公司营收 34.12 亿元（同比-1.10%）、归母净利润 8.59 亿元（同比-9.00%）。2024 年第一季度营收稍有回升

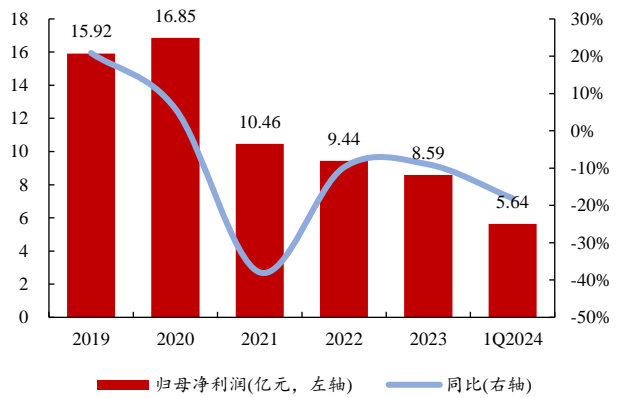
(同比+3.69%)、归母净利润较上年同期下降(同比-18.10%)。业绩受地产市场低迷、燃煤补贴增长和奇安信股价波动影响出现波动，但预期随着煤炭价格下降，公司业绩将逐步改善。

图5.营业收入回暖



数据来源: Choice, 财通证券研究所

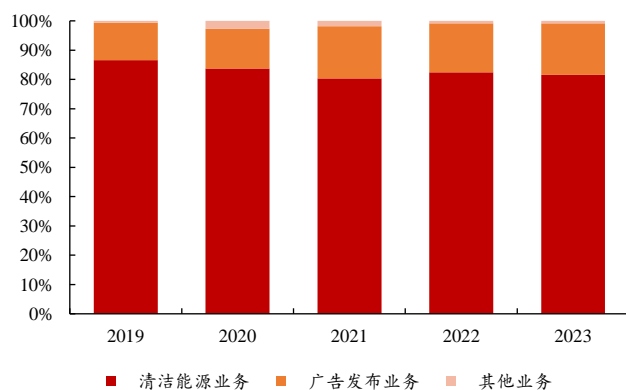
图6.归母净利润下滑, 未来有望回升



数据来源: Choice, 财通证券研究所

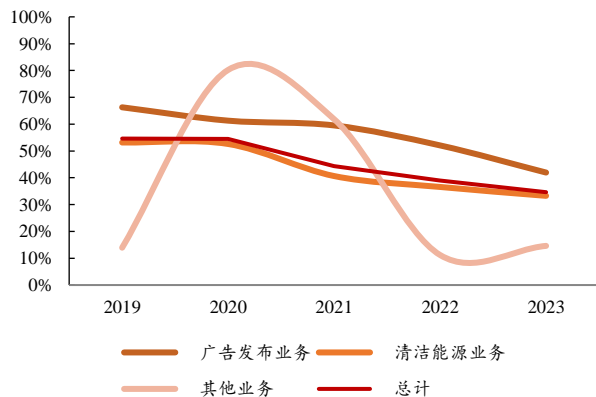
清洁能源业务占比稳定，广告发布业务有望成为公司未来业绩增长助推剂。清洁能源业务是公司的核心主业，营收占比长期保持在80%以上，毛利率变动趋势与公司总体变化较为相近，于2019年至2023年间由53.16%下降至33.27%，主要系上游能源价格上涨导致营业成本提升；广告发布业务2019-2023年营收占比从12.84%上升到17.51%，是公司上市子公司兆讯传媒的主营业务，毛利率水平在所有业务中最高，伴随着我国高铁行业及数字化的快速发展，兆讯传媒在该领域不断积累的核心竞争力将为该业务的外延式扩张提供源源不断的动力，有望成为公司未来业绩增长的助推剂。

图7.清洁能源业务占比稳定在80%左右



数据来源: Choice, 财通证券研究所

图8.受煤炭价格高位影响, 清洁能源毛利率有所下行

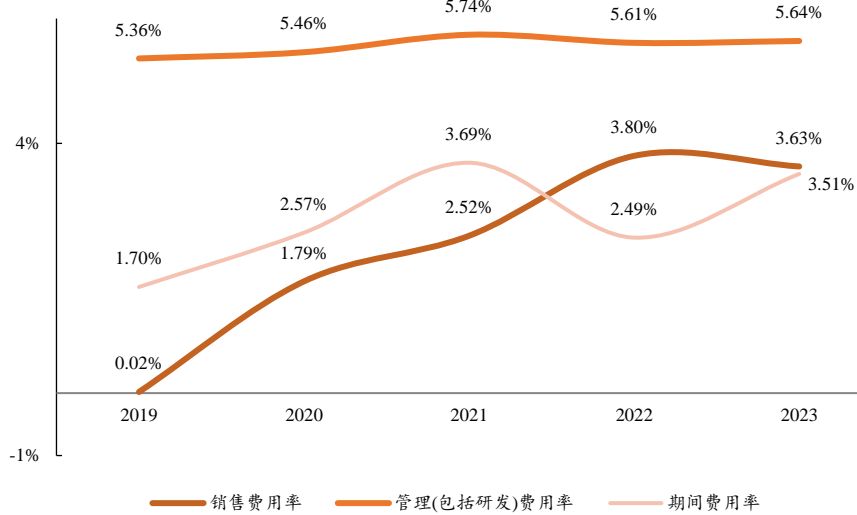


数据来源: Choice, 财通证券研究所

期间费用率管控良好。2019-2023年公司期间费用率管控良好，始终低于4%。2023年公司销售费用率由3.80%降至3.63%，管理费用率由5.61%提升至5.64%，期间

费用率由 2.49% 提升至 3.51%。其中销售费用率的下降主要系兆讯传媒广告宣传费减少，管理（包括研发）费用率的小幅上升主要系公司期间费用总体上升所致。

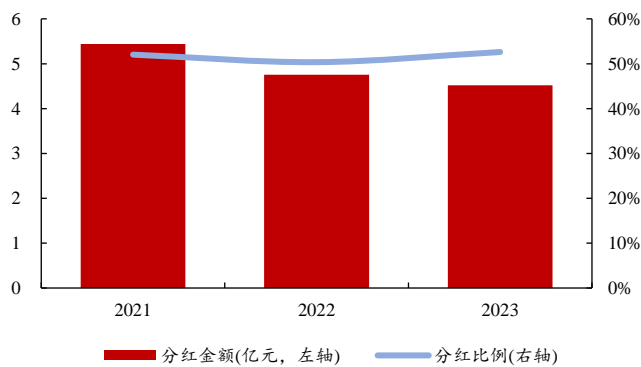
图9.期间费用率常年稳定在4%以下



数据来源: Choice, 财通证券研究所

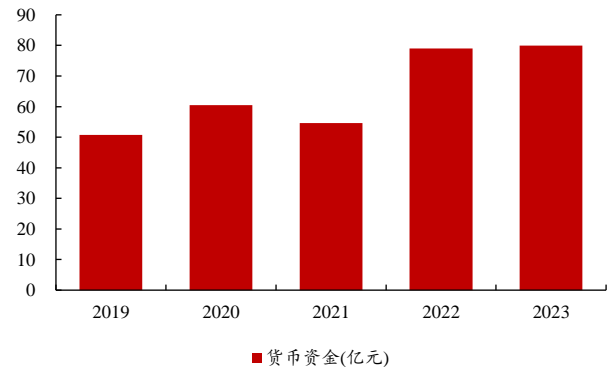
近三年坚守 50% 高分红承诺，未来分红潜力仍然显著。公司于 2021 年 4 月 30 日发布的《关于提高公司 2020-2022 年度现金分红比例的公告》承诺年内公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归母净利润的 50%。2021 年/2022 年/2023 年现金分红+回购金额分别为 5.44 亿元/4.75 亿元/4.52 亿元，分红比例分别为 52.02%/50.34%/52.60%。凭借供暖业务出色的造血能力，公司拥有的资金水平一直处于较高水平，2023 年末在手货币资金达 79.99 亿元，可为公司后续高分红提供强有力的资金支持。

图10.近三年坚守 50% 高分红承诺



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图11.货币资金储备充足



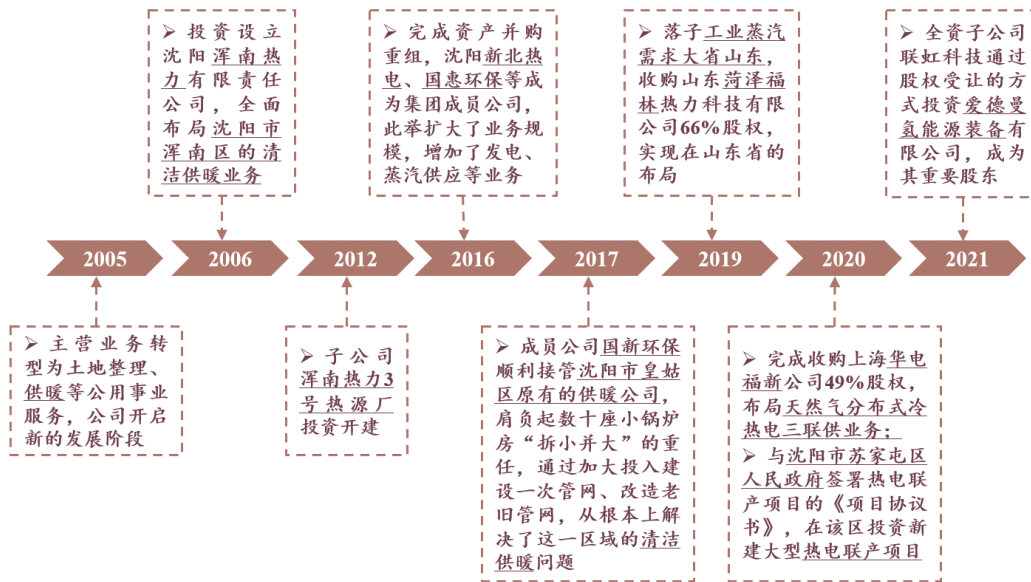
数据来源: Choice, 财通证券研究所

2 清洁供热面积持续扩张，供热业务稳步增长

2.1 全国清洁供热面积持续扩张，需求释放带动业绩增长

公司深耕沈阳供热市场，服务区域相对稳定且特许经营权没有期限。公司自 2005 年开始从事供暖公用事业服务；2006-2016 年，公司以沈阳浑南区为起点深耕集中供热市场，投资并购浑南热力、沈阳新北热电以及国惠环保等多家子公司；2017 年成员公司国新环保顺利接管沈阳市皇姑区原有的供暖公司，进一步扩大供暖范围。沈阳市供热管网的铺设和集中供热的热源建设由政府统一规划和审批，且特许经营权没有期限，因此一旦形成规划格局就基本相对稳定，目前公司在沈阳市建有集中供热和热电联产厂共 9 座，规划供热面积 1.5 亿 m²，供热区域覆盖了沈阳浑南区、皇姑区等七个行政区，与金地、恒大、碧桂园、万达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。

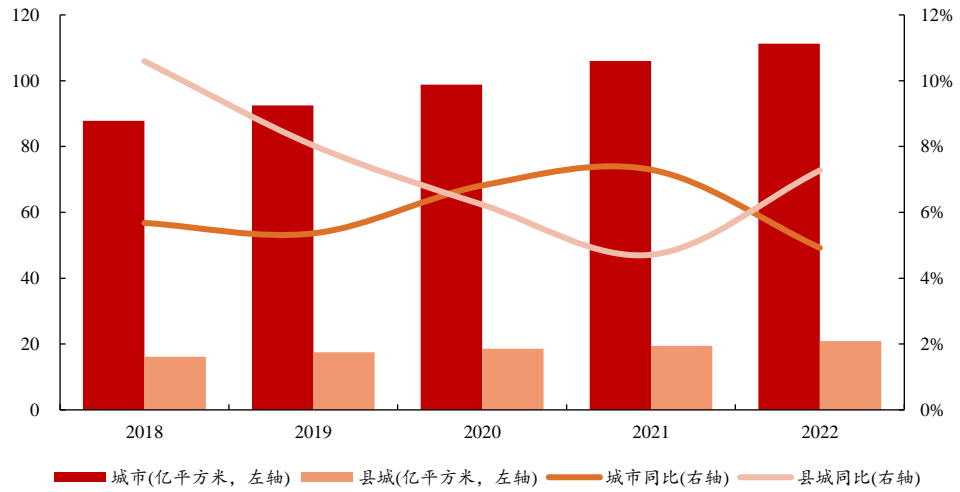
图12.公司深耕供热市场



数据来源：公司官网，财通证券研究所

全国集中供热面积持续增长，环保政策助力绿色、清洁供热转型。根据住房和城乡建设部发布的《2022 年城乡建设统计年鉴》统计，2018-2022 年间全国范围内的城市和县城集中供热面积呈现出稳健的增长态势，2022 年全国集中供热面积已达 132 亿 m²，其中城市集中供热面积近 111 亿 m²（同比+4.92%），县城集中供热面积近 21 亿 m²（同比+7.27%）。随着居民生活水平的提高，未来我国在城市和县城集中供热建设方面的投入还将继续加大，以满足日益增长的民生需求，与此同时国家也印发了相应环保政策推动绿色、清洁供暖转型。2017 年 12 月，国家发改委印发的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》指出到 2021 年，北方地区清洁取暖率达到 70%，替代散烧煤 1.5 亿吨；2021 年 2 月，国务院印发的《关于加快建立绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》提出我国 2025 年和 2035 年在能源体系绿色低碳转型需要达成的基本目标。

图13.全国城市、县城集中供热面积稳步增长



数据来源：住建部《2022年城乡建设统计年鉴》，财通证券研究所

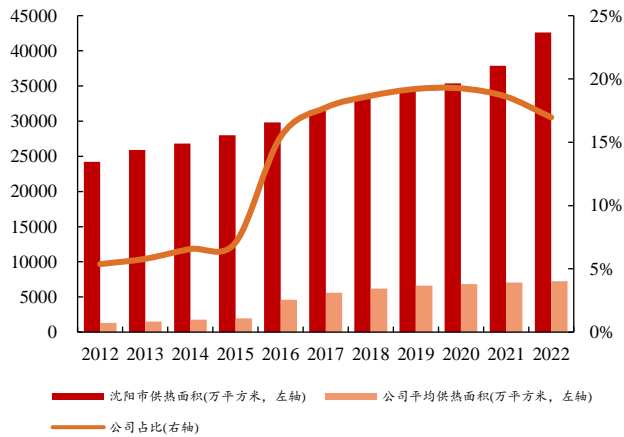
表1.环保政策助力绿色、清洁供热转型

发布时间	政策名称	相关内容
2022年3月	《2022年能源工作指导意见》	积极发展能源新业态新模式。加快“互联网+”充电设施建设，优化充电网络布局。组织实施《核能集中供热及综合利用试点方案》，推进核能综合利用。因地制宜开展可再生能源制氢示范，探索氢能技术发展路线和商业化应用路径。充分发挥可再生能源供暖作用，持续推进北方地区清洁取暖，做好清洁取暖专项监管。出台推进电能替代的指导意见，扩大电能替代的深度和广度。
2021年2月	《关于加快建立绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	到2025年，产业、能源、运输结构明显优化，绿色产业比重和基础设施绿色化水平不断提高，绿色转型成效显著，主要污染物排放总量持续减少，绿色低碳循环发展的生产体系、流通体系、消费体系初步形成。到2035年，绿色发展将成为内在动力，绿色产业规模扩大，能源效率达国际水平，形成绿色生活方式，碳排放稳中有降，生态环境根本改善，美丽中国目标基本实现。
2020年4月	《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》	优先开发当地分散式和分布式可再生能源资源，大力推进分布式可再生电力、热力、燃气等在用户侧直接就近利用，结合储能、氢能等新技术，提升可再生能源在区域能源供应中的比重。
2018年6月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	有效推进北方地区清洁取暖；新增天然气量优先用于城镇居民和大气污染严重地区的生活和冬季取暖散煤替代，重点支持京津冀及周边地区和汾渭平原，实现“增气减煤”；加快供热管网建设，充分释放和提高供热能力，淘汰管网覆盖范围内的燃煤锅炉和散煤；在具备资源条件的地方，鼓励发展县域生物质热电联产、生物质成型燃料锅炉及生物天然气。
2017年12月	《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》	到2019年，北方地区清洁取暖率达到50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400万吨。到2021年，北方地区清洁取暖率达到70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5亿吨。供热系统平均综合能耗降低至15千克标煤/m ² 以下。三家石油企业向六省市供气量达到1060亿立方米/年，通过推动供气主体多元化，引入其他供气主体，力争供气量达到1240亿立方米/年。

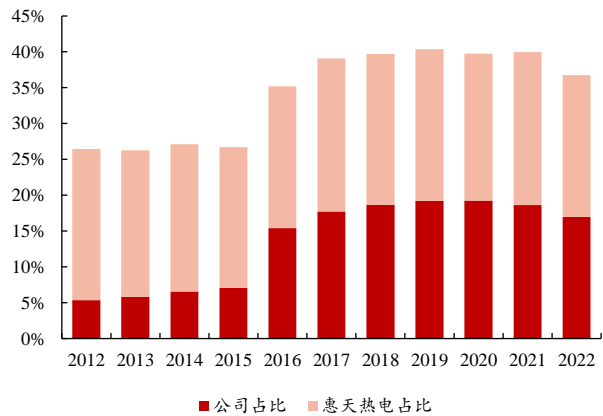
数据来源：国家发改委，国家能源局，国务院，财通证券研究所

沈阳地区供热需求持续增长，公司盈利能力远超同级别竞争对手惠天热电。沈阳市作为公司供热的主战场，在2018-2022年间供热面积呈现稳步上升的趋势。截至2022年末，沈阳市供热市场有共计167家供热公司，集中供热面积达42592万m²。公司作为沈阳地区规模最大的民营专业化供热公司，供热面积近五年以来以

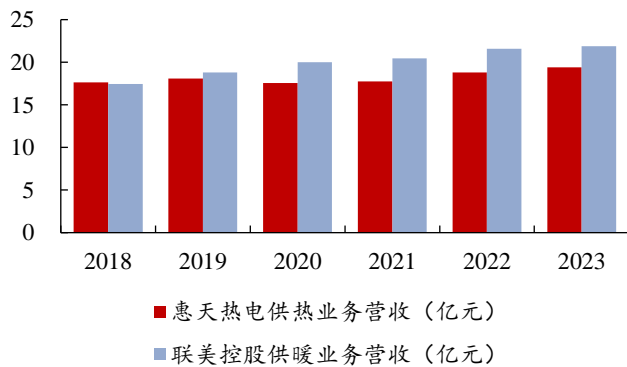
年均 325.2 万 m^2 的增量递增，截至 2022 年底公司供热面积已增至 7226 万 m^2 ，占沈阳市供热面积的 16.97%。作为公司在沈阳地区最强势的国有竞争对手，沈阳惠天热电在 2012-2022 年间占沈阳市总供热面积约 20%，近五年两家公司的总市场份额占沈阳市总供热面积约 35%，形成了沈阳市供热市场中的较为稳定的双寡头竞争格局。但是从盈利角度来看，公司供暖业务毛利率远超惠天热电，我们认为这与公司的成本控制能力有密切关系。未来，我们预计公司这一优势将持续。

图14.2012-2022 年沈阳市供热面积及公司占比


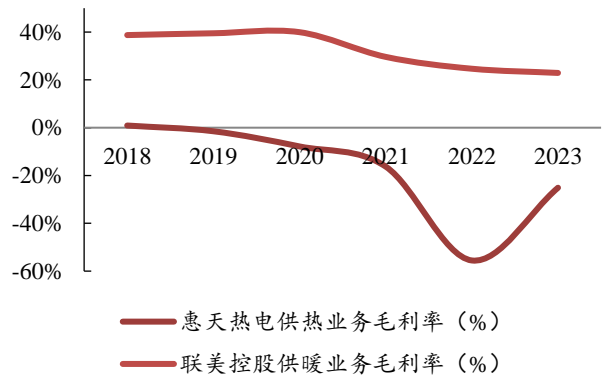
数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所

图15.公司在沈阳供热份额逐渐与惠天热电分庭抗礼


数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所

图16.公司供热业务营收体量逐渐超越惠天热电


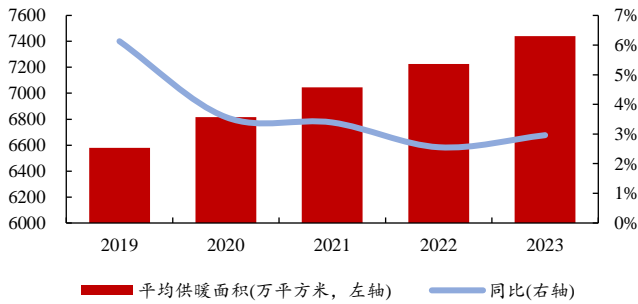
数据来源：Wind，财通证券研究所

图17.公司供热业务毛利率远超同城惠天热电


数据来源：Wind，财通证券研究所

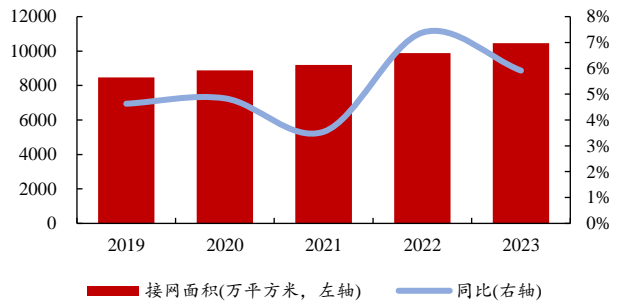
公司供暖、接网面积持续增长，带动公司业绩提升。2019-2023 年，公司供暖面积从 6580 万 m^2 增加至 7440 万 m^2 ，五年复合增长率为 3.12%；接网面积从 8475 万 m^2 增加至 10463 万 m^2 ，五年复合增长率为 5.41%。由于供暖费用和接网费用主要由政府指导定价，且短时间内不会有较大的提高，因此供热面积的稳步增长以及发电能力的稳步提高是供热、供电业务收入增长的首要推动力。随着供暖面积的持续提升，公司未来有望借助龙头优势进一步拓展业务规模，提高公司业绩水平。

图18.2019-2023 公司平均供热面积稳步提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图19.公司接网面积超1亿平方米



数据来源：公司公告，财通证券研究所

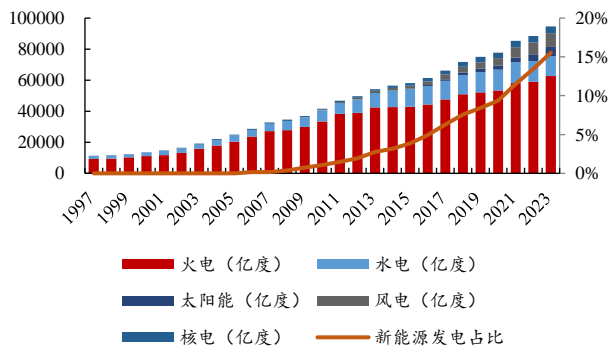
2.2 上游煤价稳中走低，煤炭策略控制成本

煤炭价格长期稳中走低，且公司自身长协锁价、淡季储煤降低成本。煤炭在经历2020-2021年的价格上涨之后，逐渐进入下行通道。2023年全年长协煤5500大卡均价714元/吨，较2022年均价721.67元/吨回落7.84元/吨。我们预计未来煤炭价格稳中走低，其因有二：

- 需求未来或许逐渐下降。煤电未来逐渐被替代是大势所趋，“双碳”战略之下新能源发电占比提升会逐渐挤压煤电，进而导致煤炭需求逐渐下降；
- 煤炭产量逐年提升。煤炭需求的下降趋势之下，煤炭产量近些年持续增长，逐渐出现供大于求，我们认为从长期角度来看，煤炭价格或慢慢回落。

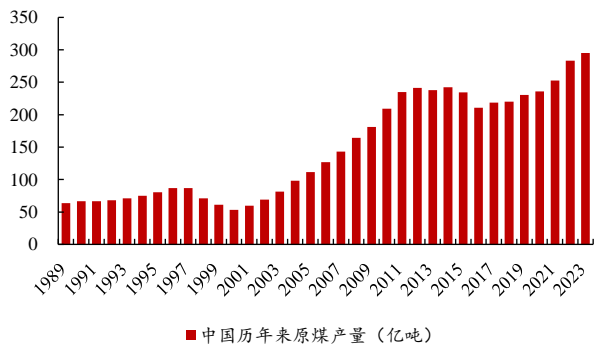
同时，针对煤炭价格对于成本影响较大，在采购环节，公司采取直接采购方式，通过与煤矿企业建立长期友好的合作关系，坚持长协锁价，加大淡季采购份额，减少煤炭价格上涨对公司生产经营的不利影响；在储运环节，远程依托铁路运输，近程汽运，控制运输环节成本；在生产环节，公司加强技术创新，提高锅炉运营水平，降低管网损耗，控制单位供暖面积的燃煤消耗。

图20.中国能源结构中新能源发电占比逐渐提升



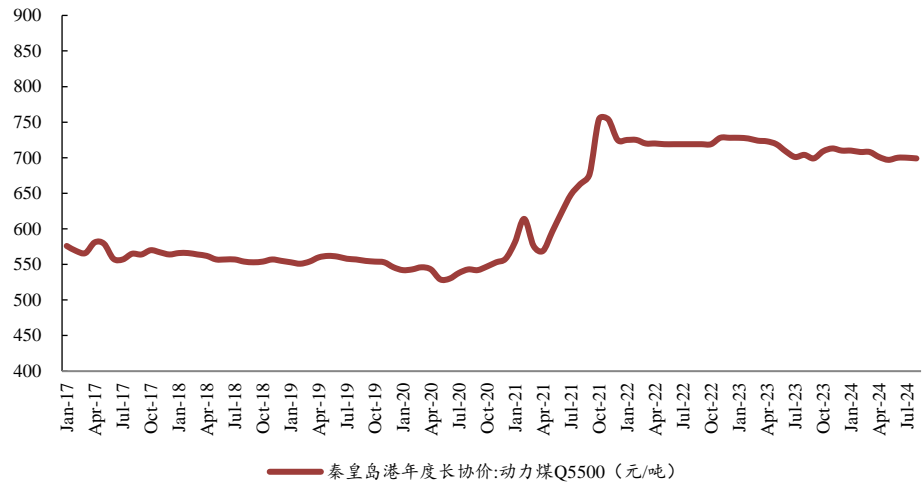
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图21.近年来煤炭产量逐年提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图22.自 2021 年以来煤炭长协价格已然开始缓慢降低

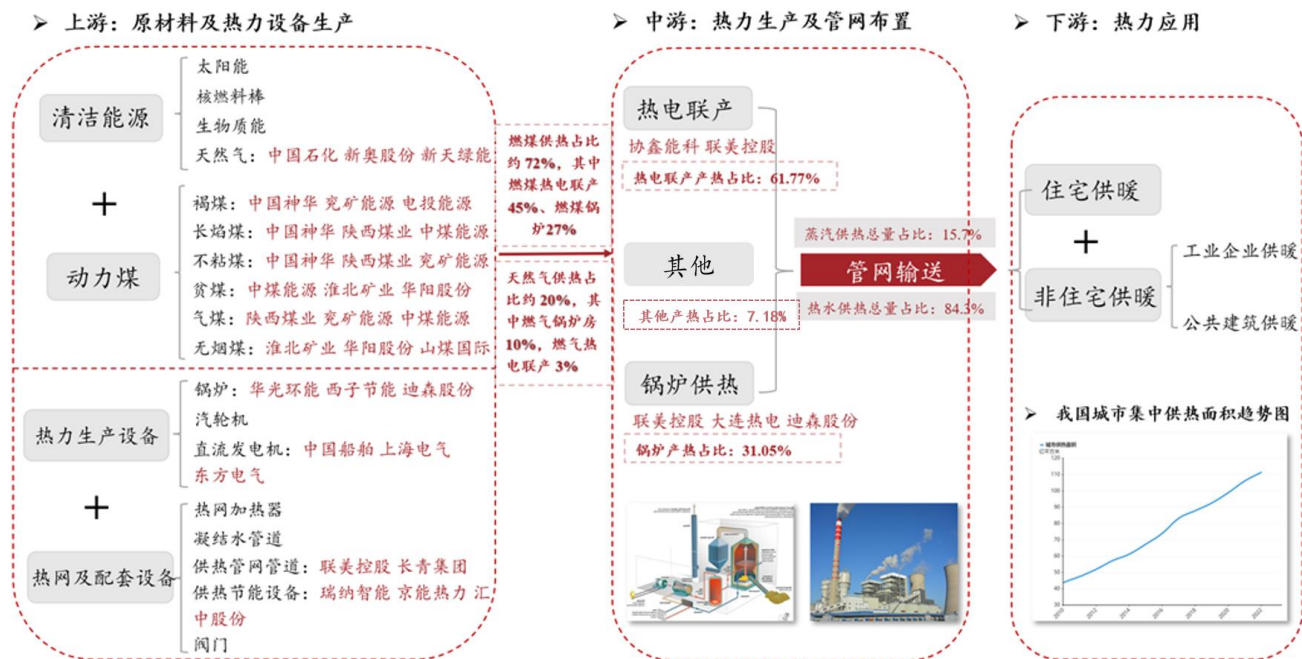


数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 精细化管理优化生产效率，服务区域稳定竞争优势增强

精细化管理实现生产效率优化，服务区域稳定夯实公司竞争优势。纵览供热产业链，公司处于中游端，即热力生产及管网布置。选取 A 股同类型可比上市公司，公司因成本约低 30%-40%，毛利率长期居于领先地位，得益于公司在生产经营中始终贯彻落实的精细化管理理念，具体竞争优势体现在以下几个方面：（1）上游端公司选用成本效益高的褐煤，通过长期合作和策略采购降低成本，技术优化提升燃煤效率；（2）中游端采用高效保温和自控技术减少损耗，自建管网和监测系统保障服务稳定，政府规划确保市场稳定；（3）下游端智能温控提升服务，分户收费提高效率，利用先进技术实现节能降耗。

图23.公司主要布局中游供热



数据来源：国家统计局，《沈阳市“十四五”城市民用供热规划》，财通证券研究所

3 高铁传媒稳定增长，氢能业务成为新亮点

3.1 研发与技术优势突出，综合性能能源业务发力推动业绩提升

研发与技术优势突出，擅用智慧运营技术提高生产效率。公司是供热行业中少有的高新技术企业，形成了持续的技术创新机制，已开发多项节能、低碳、环保相关的能源利用和能源管控的专利技术。截至2022年12月31日，公司拥有授权专利54项，其中发明专利12项，实用新型41项，软件著作权1项，在研项目8项，目前拥有固定床锅炉分相燃烧技术、多管水面自激波烟气处理技术、分布式清洁能源与集中供热联供技术、换热器自洁技术、智能型分户温控与统计装置等多项专利。同时，公司与哈尔滨工业大学、浙江大学等建立了战略合作关系，搭建起产学研一体化技术研发体系，注重科研课题与生产需求结合，助力科研成果的市场化转化和应用。此外，公司擅用智慧运营技术提高生产效率，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，且都处于国内领先水平。

表2.公司研发与技术优势突出

技术名称	具体情况
生物质热电联产技术	该技术以农林废弃物等生物质为燃料，具有低碳、高效、损耗低的特点，属行业领先。采用联合炉排技术，使得生产新能源利用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。
天然气冷热电联供技术	该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，可以满足不同场景下不同的用能需求。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。
再生水源热泵供热技术	该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%。该技术于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。
其他自主研发技术	在低碳、节能、环保方面，公司还拥有固定床锅炉分相燃烧技术、多管水面自激波烟气处理技术、烟气四合一回收节能环保技术、层燃锅炉低 NOX 排放技术、换热器自洁技术等多项专利。其中，“烟气四合一回收节能环保技术”，被中国可再生能源学会、辽宁省可再生能源学会在《科学技术成果评价报告》中给予了充分肯定。
智慧运营技术	在热网平衡、热网自控、用户端管控等方面也处于国内领先水平。目前公司已应用智能型分户温控与统计系统、智慧供热管控一体化系统等。公司智慧运营平台采用物联网、大数据和人工智能技术，针对“源、网、站、户”端到端全流程管控，实现物与物的互联互通，实现从“大脑”（人工智能）与“神经网络”（终端设备）的智慧化，极大提高系统运行管理效率，按需供能，按需定产，最大程度实现节能降耗的目标。具体技术运用包括：智慧供热系统、二次供热管网自动调节等等。

数据来源：公司官网，财通证券研究所

遵照“1+N”综合能源服务商理念，因地制宜落地综合能源运营项目。2022 年公司新成立了综合能源事业部，加快全国产业布局的步伐。在南方冬暖夏凉服务和工业园区的综合能源服务领域，以可再生清洁能源为优先，因地制宜地选用天然气、地（水）源热泵、空气源热泵等可再生能源新技术，拓展多能互补的综合能源服务业务。在华北地区，围绕着丰富的地热资源，探索以中深层地热为代表的可再生清洁供热项目；在华南地区，制冷是客户的主要需求，且存在着大量的低谷电，以冰蓄冷为切入点，进军南方广阔的制冷市场。未来公司将围绕冷、热、电、汽等核心产品，通过发展低碳技术节能减排、综合能源业务拓展、探索电储能市场和布局氢能产业四条路径同步推进，以公共建筑、公建类产业园、优质居民低碳供热项目为拓展目标，有力推动公司未来业绩增长。

表3.公司因地制宜落地综合能源运营项目

项目名称	具体情况
国家会展中心（上海）能源站项目	公司联合华电福新能源公司共同投资运营的国家会展中心（上海）能源站为场馆提供冷、热、电综合能源及生活热水服务，服务面积 147 万平米，实际发电总装机容量为 26.4MW，项目设计年冷热负荷量 86 万 GJ。其能源供给采用了先进的天然气分布式冷热电三联供技术。
泰州医药高新区生物质热电联产项目	该项目位于江苏省国家级泰州医药高新技术产业开发区，采用具有自主知识产权的高效燃烧技术，利用农林废弃物等生物质燃料进行发电并供热，为泰州经济开发区、医药产业园区及其周边楼宇，以及雀巢健康科学、阿斯利康、石药集团等 40 余家知名企业提供蒸汽集中供热、供电等配套服务。该项目于 2012 年 3 月投入运行，运行的各项技术、经济指标均处于行业领先水平，目前在生物质热电联产领域已经积累丰富的经验。
菏泽曹县庄寨工业园热电联产项目	该项目位于山东省菏泽市曹县庄寨工业区——中国最大桐木生产基地。项目为庄寨镇和工业园区集中供热，供应板材加工用蒸汽，提供热电保障。

数据来源：公司公告，公司官网，财通证券研究所

3.2 高铁传媒第一股，运营面积覆盖全国

高铁传媒第一股，数字媒体高铁站点布局广、资源多。公司子公司兆讯传媒成立于2007年，所在的高铁数字媒体广告行业是数字化媒体与高铁行业融合而成的新兴细分领域。得益于我国高铁行业及数字化的快速发展，其主营业务呈现连续增长态势。2018年，公司以23亿元收购了兆讯传媒100%股权，2022年3月，兆讯传媒在深交所成功上市，成为“中国高铁传媒第一股”。截至1Q2024，公司直接持有兆讯传媒74.25%股权。兆讯传媒作为高铁数字媒体领域的先行者，通过中长期协议锁定客流最密集的候车区域，自主安装数字媒体设备，已经发展成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。

图24.兆讯传媒高铁站内媒体业务分布广



数据来源：兆讯传媒公司官网，财通证券研究所

运营面积覆盖全国，核心竞争优势显著。截至1H23，兆讯传媒已与国内18家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的17家铁路局集团签署了媒体资源使用协议，已建成覆盖全国31个省级行政区、年触达客流量超过10亿人次的自有高铁数字媒体网络。公司资源区域覆盖了长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域，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。目前兆讯传媒签约的铁路客运站574个，开通运营铁路客运站470个（注：高铁站点452个、普通车站点18个），其中96%以上属于高铁站（含动车），运营5,418块数字媒体屏幕（数码刷屏机4,699块，电视视频机655块，LED大屏64块），为高铁数字媒体广告行业中媒体资源覆盖最广泛的数字媒体运营商之一。同时兆讯传媒凭借十余年的经营积累和优质的服务，积累了一定的客户资源优势 and 品牌优势，兆讯传媒已与众多知名公司建立了良好的战略合作关系，已合作包括京东、茅台集团、比亚迪、滴滴出行等众多知名企业。

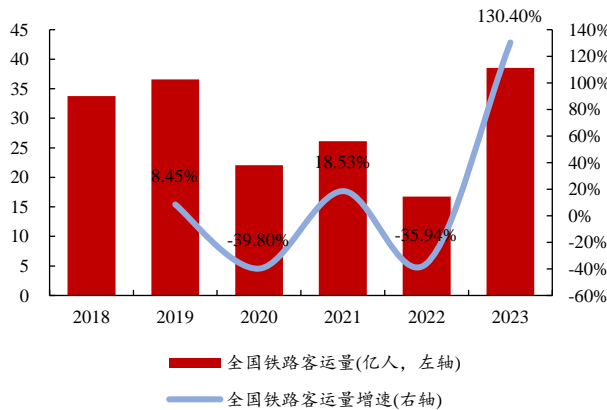
表4.兆讯传媒核心竞争力突出

核心竞争力	具体情况
高铁数字媒体网络优势	经过十多年的经营积累，公司已自建了一张覆盖全国31个省级行政区、年触达客流量超过10亿人次的高铁数字媒体网络。媒体资源区域囊括了“八纵八横”高铁主动脉，覆盖了经济发达城市群，下沉至三、四线城市和县城等站点。公司自建的高铁数字媒体网络核心优势体现在其覆盖的广度和深度，新进入者难以在短时间内复制或颠覆公司已建成的高铁数字媒体网络。
数字化运营优势	公司通过信息系统平台将数字媒体设备联网，进行数字化远程管控，可以做到一键换刊，不仅能保障高效安全刊播，还能满足客户精准化、差异化、灵活多样的广告发布需求。
客户资源优势	公司与众多知名企业建立良好合作关系，拥有遍布全国的媒介资源网络，全面触达主流消费群体，媒介资源价值愈发得到客户认可。目前，公司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、茅台集团等。新引进的客户有度小满、滴滴出行、比亚迪、梦金园等。
品牌优势	公司凭借十余年的经营积累和优质的服务，在行业下游具有较高的品牌知名度，并与各铁路局集团建立了稳固的战略合作关系，在行业上游获得了良好的口碑。

数据来源：兆讯传媒公司公告，兆讯传媒公司官网，财通证券研究所

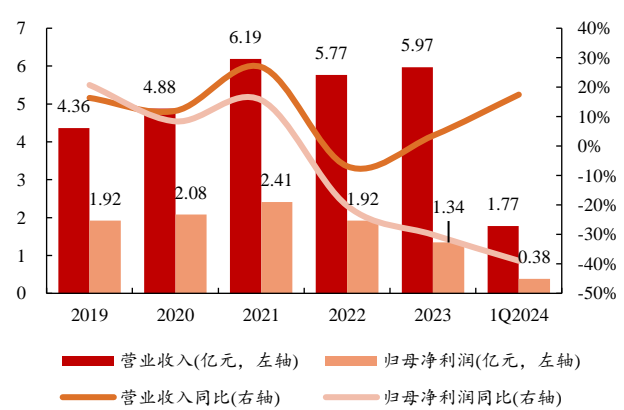
疫后铁路出行回暖，铁路覆盖面扩大趋势带动业绩回升。根据国家统计局数据显示，2020-2022 疫情期间全国铁路客运量呈现低迷的状态，疫后增长迅速，2023 年铁路客运量达到 38.5 亿人次，同比增长 130.40%。同时，2022 年 1 月国务院发布的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》等文件规划提出，到 2025 年，高铁营业里程由 2020 年的 3.8 万公里升至 5 万公里。2023 年全国铁路预计开通投产新线 3000 公里以上，其中高铁 2500 公里，多条铁路有望年内开通。中国交通网路的不断扩展，为高铁户外广告提供了良好发展环境。得益于铁路出行回暖，兆讯传媒 2023 年和 1Q2024 营收已然开始稳定正增长。

图25.疫后铁路出行回暖



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图26.兆讯传媒业绩回升



数据来源：Choice，财通证券研究所

募投项目围绕主业展开，提高兆讯传媒综合竞争力。2022 年 3 月，兆讯传媒在首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书中发布本次发行募集资金基本情况：共募集资金 19.94 亿元，募集投资项目主要围绕主业展开，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，剩余部分均用于补

充流动资金。投资项目建成后，将提高兆讯传媒数字媒体广告播放效果、客户获取、服务能力以及优化精准投放广告的精细化管理能力，对稳固兆讯传媒综合实力有着举足轻重的作用。

图27.裸眼 3D 高清大屏上刊实景图-广州壬丰大厦



数据来源：兆讯传媒公司官网，财通证券研究所

图28.裸眼 3D 巨型娃娃机



数据来源：兆讯传媒公司官网，财通证券研究所

“百城千屏”的政策引导，户外裸眼 3D 高清大屏成为兆讯传媒增长第二曲线。2022 年 1 月，工信部、中宣部等中央六部门发布《“百城千屏”活动实施指南》，高效推动超高清视频与各行各业的融合发展。公司紧跟市场变化和国家政策，在高铁数字媒体广告业务基础上向商圈数字户外媒体业务延伸。2022 年 5 月，由公司全资子公司拉萨兆讯数字科技有限公司作为实施主体，拟投资 42,106.62 万元用于户外高清大屏的建设布局，通过自建和代理方式在省会及以上城市取得 15 块户外裸眼 3D 高清大屏。自 2022 年 6 月以来，公司在广州、太原、贵阳等地先后打造的 1400 平方、550 平方以及 1536 平方裸眼 3D 大屏建成落地并进入试运营状态，逐渐形成兆讯传媒业务增长的第二曲线。

3.3 氢能业务布局力度增强

顶层政策引领氢能发展，氢能源模式为大势所趋。要实现“碳中和”的最终目标，我国的能源系统势必要进行一次深刻的转型，即从以碳为载体的能量循环模式向以氢为载体的能量循环模式迈进，氢能或将成为实现碳中和目标的最终解决方案。2022 年 3 月，国家发改委、国家能源局联合印发了《氢能产业发展中长期规划（2021—2035 年）》，提出氢能是未来国家能源体系的重要组成部分，氢能产业是战略性新兴产业和未来产业重点发展方向，文件并对 2025-2035 年的发展目标进行了规划。在顶层政策大力推行氢能的背景下，公司氢能业务有望乘行业东风实现快速发展。

表5.顶层政策引领氢能发展

发布时间	政策名称	相关内容
2014年6月	《关于印发能源发展战略行动计划（2014-2020年）的通知》	明确能源科技创新战略方向和重点，其中“氢能与燃料电池”是20个重点创新方向之一。
2016年5月	《国家创新驱动发展战略纲要》	在“发展引领产业变革的颠覆性技术，不断催生新产业、创造新就业”中提出“开发氢能、燃料电池等新一代能源技术”。
2019年11月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	“氢能、风电与光伏发电互补系统技术开发与应用”和“高效制氢、运氢及高密度储氢技术开发应用及设备制造，加氢站及车用清洁替代燃料加注站”等内容被列入第一类（鼓励类）的第五项新能源中。
2020年4月	《中华人民共和国能源法（征求意见稿）》	文件正式将氢能列入能源的范畴。
2022年3月	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》	到2025年，燃料电池车辆保有量约5万辆，部署建设一批加氢站。可再生能源制氢量达到10-20万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分，实现二氧化碳减排100-200万吨/年；到2030年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用，有力支撑碳达峰目标实现；到2035年，形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。可再生能源制氢在终端能源消费中的比重明显提升，对能源绿色转型发展起到重要支撑作用。
2023年7月	《氢能产业标准体系建设指南（2023版）》	国家层面首个氢能全产业链标准体系建设指南。明确了近三年国内国际氢能标准化重点工作任务，系统构建了氢能制、储、输、用全产业链标准体系。

数据来源：国家发改委，国家能源局，国务院等，财通证券研究所

积极投入氢能产业发展，增强氢能业务布局力度。公司计划通过直接投资、项目合作、示范项目推广、联合研发等模式增强氢能业务布局力度，推动国内氢能产业链的逐步完善。2021年，公司成立氢能事业部，战略投资入股爱德曼氢能装备有限公司；2022年12月，公司与北京燃气平谷有限公司签订战略合作协议，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。目前公司正在探索从氢热电联产和氢分布式发电业务方向形成突破，进行产业上下游核心技术和装备的整合，尤其是在清洁能源制氢、高压储氢及燃料电池等关键环节积极布局，打造公司氢能发展的核心竞争力。

表6.爱德曼氢能主要产品布局产品全面

产品名称	具体情况
氢燃料电池系统	爱德曼氢燃料电池系统，采用本公司自研自产的电堆、双极板及膜电极，其过程不涉及燃烧，无机械损耗，能量转换率高，产物仅为电、水和热，零污染，低噪音。目前已成功开发并量产了30KW-223KW电堆系列产品，主力产品128KW和150KW电堆产品已得到市场的广泛认可，新研发的223KW电堆产品具备优异的环境适应能力（-30℃低温启动），行业先进的氢耗水平，电堆功率密度可达5.18KW/L。
分布式发电系统	此系统通过对燃料电池电堆进行高密度整合，同时研发定制集中式空压设备、空气集中净化系统、中央控制系统，并配套洁净水收集系统、冷却热能综合管理系统实现氢能电站的模块化建设。模块利用氢气通过质子交换膜燃料电池（PEMFC）与空气中的氧气发生电化学反应产生电能（副产热能和纯水），实现发电。
电解水制氢系统	利用可再生能源电解水制氢是最成熟的绿色制氢技术，电解生成氢气和氧气，制氢过程中无含碳化合物排出，符合绿色可持续发展的理念。制得的氢气转换为电能并入电网或直接供给负荷，提高了能源系统的综合利用效率，有助于解决新能源消纳问题，保障电力系统的安全稳定运行。

数据来源：爱德曼氢能装备有限公司官网，财通证券研究所

4 盈利预测及估值对比

营收和毛利率主要假设：

- 1) **供暖：**公司是沈阳地区规模最大的民营专业化供热公司，在沈阳市占有稳定的供热市场，沈阳地区供热面积呈现上升趋势。公司供暖面积五年复合增长率为 3.12%，带动公司供暖业务持续扩张。同时公司收购投资子公司力度大，供热业务已向省外拓展，因此未来该业务将进一步发展。2024-2026 年预计收入分别为 22.16/25.48/28.03 亿元，同比增长 1.32%/15.00%/10.00%。1Q2024 煤炭采购超预期增加，预计导致 2024 年毛利率下降至 16.99%；但 2025 年煤炭价格或有所下降，同时叠加热力可能涨价的因素，我们预计 2025 年毛利率回升至 30.00%。考虑到未来煤炭价格或回归至 2019-2020 年的合理价位，我们预判 2026 年公司供暖业务毛利率继续修复。
- 2) **广告发布：**主要运营全国铁路客运站数字媒体广告，盈利模式主要为收取客户广告费。2020-2022 疫情期间全国铁路客运量呈现低迷的状态，但随着疫后铁路出行回暖，叠加兆讯传媒户外裸眼 3D 高清大屏打造第二曲线，后期有望成为业绩新增长点，因此我们预计 2024-2026 年增速分别为 2.00%/2.00%/2.00%；毛利率为 44%。
- 3) **接网：**考虑到地产影响，短期内公司接网业务毛利率有所下降，预计 2024-2026 年增速分别为-5.35%/-1.00%/4.00%，毛利率稳定在 99.90%。
- 4) **工程施工：**指的是与供暖客户及供暖业务相关的专业工程。考虑到公司后续每年缓慢并购其他小的供热企业，我们预计此项业务缓慢增长，预计 2024-2026 年增速分别为 3.00%/3.00%/3.00%；考虑到公司工程施工业务重视毛利率修复，预计 2024-2026 年毛利率分别为 80.20%/85.00%/85%。
- 5) **发电：**业绩基数较小。我们预计 2024-2026 年增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%；毛利率稳定在 2%左右。

费用与所得税率：

- 1) **费率：**公司近些年来费用率基本保持稳定，主要是因为公司未来无特别大的资本开支，且热力版块开拓新业务费用率也相对稳定，因此我们认为公司未来几年费用率也基本维持稳定；
- 2) **所得税率：**公司近年来所得税率较为稳定，主要是由于公司业务基本不再扩张新的地区，导致所得税率也较为稳定。

表7..公司分业务收入及毛利率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	34.50	34.12	35.89	41.09	44.84
YoY (%)	-0.51%	-1.12%	5.19%	14.49%	9.13%
毛利率 (%)	38.95%	34.63%	36.19%	37.61%	40.45%
销售费用率 (%)	3.80%	3.63%	3.64%	3.64%	3.64%
管理费用率 (%)	4.35%	4.36%	4.20%	4.20%	4.20%
研发费用率 (%)	0.63%	0.66%	0.65%	0.65%	0.65%
所得税率 (%)	17.11%	16.44%	17.00%	17.00%	17.00%
归母净利润 (亿元)	9.44	8.59	8.18	9.75	11.63
YoY (%)	-9.64%	-9.14%	-4.84%	19.38%	19.46%
供暖					
营业收入 (亿元)	21.59	21.87	22.16	25.48	28.03
YoY (%)	5.46%	1.30%	1.32%	15.00%	10.00%
毛利率	24.66%	22.90%	16.99%	30.00%	35.00%
广告发布					
营业收入 (亿元)	5.77	5.98	6.10	6.22	6.35
YoY (%)	-6.87%	3.60%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	52.11%	42.03%	44.00%	44.00%	44.00%
接网					
营业收入 (亿元)	3.13	2.70	2.56	2.53	2.64
YoY (%)	-8.88%	-13.65%	-5.35%	-1.00%	4.00%
毛利率	99.72%	99.90%	99.90%	99.90%	99.90%
工程施工					
营业收入 (亿元)	2.39	1.91	1.97	1.87	1.93
YoY (%)	2.23%	-20.19%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	82.49%	78.32%	80.20%	85.00%	85.00%
发电					
营业收入 (亿元)	1.30	1.33	1.40	1.47	1.54
YoY (%)	-17.53%	2.60%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-3.33%	2.38%	2.04%	2.00%	2.00%

数据来源: Choice, 财通证券研究所

盈利预测及估值:我们选取了公用事业类可比公司蓝天燃气(燃气板块龙头之一,且具备高股息概念)和协鑫能科(公司为热电联产龙头企业之一)以及与公司兆讯传媒可比的分众传媒(电梯广告领域独占鳌头)和浙文互联(品牌营销优质公司)作为可比公司。综合上述假设,我们预计公司在2024-2026年分别实现营业收入35.89/41.09/44.84亿元,归母净利润8.18/9.75/11.63亿元,对应PE分别为14.86/12.46/10.45倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

表8. 同行业可比公司估值对比

证券代码	股票简称	股价	市值	EPS					PE				
		元	亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
605368.SH	蓝天燃气	14.07	97.71	0.88	0.88	0.94	0.99	1.04	10.32	15.44	14.47	13.74	13.08
002015.SZ	协鑫能科	6.82	110.71	0.44	0.48	0.85	1.02	1.18	31.33	15.39	8.60	7.17	6.19
002027.SZ	分众传媒	5.61	810.21	0.19	0.35	0.37	0.41	0.44	34.58	16.77	15.97	14.41	13.43
600986.SH	浙文互联	4.09	60.83	0.06	0.13	0.16	0.19	0.21	81.66	30.69	24.94	21.00	19.00
	平均值								39.47	19.57	15.99	14.08	12.93
600167.SH	联美控股	5.57	127.45	0.42	0.32	0.36	0.43	0.51	15.32	17.73	14.86	12.46	10.45

数据来源：Wind，财通证券研究所 备注：2024年8月21日，预测数据来源于wind一致预期

5 风险提示

股权质押风险。一致行动人质押股票合计占总股本 28.75%，可能引发流动性风险、控制权风险、市场信心风险、法律和合规风险、再融资风险等一系列风险。

煤炭价格变动风险。公司供暖业务的主要消耗是燃煤，随着供暖面积的增加，燃煤的消耗将持续增加，燃煤的价格及消耗、采购和储运成本将直接影响公司效益。后续若煤价持续高位，公司成本端依旧会存在较大压力，盈利能力遭受不利影响。

管网设备老化导致维护更新成本增加风险。供暖管网及设备具有一定的使用周期，随着管网及设备的老化，维护和更新的成本压力不断增加。针对此项风险，公司将在新建及更新管网时力争采用优质新材料，对现有管网及设备加强维护及保养，提高设备及管网的使用寿命，控制管网及设备维护及更新成本。

气候风险。气温是影响供暖企业效益的重要因素，供暖期的气温高低将直接影响企业效益。当气温较为温和或偏高时，下游对供暖的需求会相对减少，公司的业务量和收入都可能出现下滑。

综合能源业务拓展不及预期风险。公司以综合能源业务拓展为新的主要增长点。若是后续市场竞争加剧，相关项目进度不及预期，公司成长空间将受到不利影响。

宏观经济增速降低导致广告媒体行业增速下降风险。当前互联网行业及部分消费品广告主的广告支出增长较快，并越来越青睐户外媒体广告，是公司业绩增长的动力之一；但若经济增速持续下行，互联网及消费行业景气度下降，导致广告主缩减营销开支，而公司未能及时调整客户结构，对公司经营可能造成不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3450.35	3411.56	3588.77	4108.93	4484.19	成长性					
减:营业成本	2106.31	2230.29	2289.96	2563.49	2670.52	营业收入增长率	-0.5%	-1.1%	5.2%	14.5%	9.1%
营业税费	27.11	21.53	21.53	24.65	26.91	营业利润增长率	-7.7%	-10.9%	-4.2%	19.7%	19.4%
销售费用	131.27	124.00	130.47	149.56	163.22	净利润增长率	-9.6%	-9.1%	-4.8%	19.2%	19.2%
管理费用	150.02	148.64	150.73	172.57	188.34	EBITDA 增长率	-7.9%	1.1%	1.6%	14.2%	13.2%
研发费用	21.66	22.67	23.33	26.71	29.15	EBIT 增长率	-15.6%	-8.8%	8.7%	20.1%	19.8%
财务费用	-217.16	-175.64	-12.81	-5.85	-0.42	NOPLAT 增长率	-15.2%	-8.1%	8.0%	20.1%	19.8%
资产减值损失	0.00	0.00	-0.60	-0.70	-0.80	投资资本增长率	30.7%	6.6%	3.2%	3.8%	4.9%
加:公允价值变动收益	-71.69	-71.53	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	29.0%	2.8%	2.2%	4.1%	4.2%
投资和汇兑收益	9.76	12.78	7.18	12.33	17.94	利润率					
营业利润	1195.41	1064.89	1019.77	1221.06	1458.14	毛利率	39.0%	34.6%	36.2%	37.6%	40.4%
加:营业外净收支	12.32	23.14	23.00	22.00	24.00	营业利润率	34.6%	31.2%	28.4%	29.7%	32.5%
利润总额	1207.73	1088.03	1042.77	1243.06	1482.14	净利率	29.0%	26.6%	24.1%	25.1%	27.4%
减:所得税	206.67	178.86	177.27	211.32	251.96	EBITDA/营业收入	46.4%	47.4%	45.8%	45.6%	47.3%
净利润	945.42	859.05	817.90	974.99	1162.52	EBIT/营业收入	30.1%	27.8%	28.7%	30.1%	33.0%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	7903.47	7999.17	7714.77	7628.57	7743.57	固定资产周转天数	361	378	364	324	298
交易性金融资产	56.04	50.28	40.28	30.28	20.28	流动营业资本周转天数	-32	-57	-62	-50	-42
应收账款	834.14	867.21	907.16	1040.93	1137.24	流动资产周转天数	878	1026	977	852	798
应收票据	2.80	0.00	1.00	1.14	1.25	应收账款周转天数	82	90	89	85	87
预付账款	80.01	116.06	114.50	128.17	133.53	存货周转天数	50	47	46	44	45
存货	296.36	291.41	292.61	327.56	341.23	总资产周转天数	1577	1814	1790	1616	1548
其他流动资产	78.72	127.46	177.46	227.46	277.46	投资资本周转天数	1284	1520	1514	1369	1309
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	8.9%	7.8%	7.3%	8.3%	9.6%
长期股权投资	99.82	110.59	120.59	130.59	140.59	ROA	5.6%	4.9%	4.5%	5.2%	5.9%
投资性房地产	87.81	85.31	82.81	80.31	77.81	ROIC	6.2%	5.3%	5.6%	6.5%	7.4%
固定资产	3596.55	3572.58	3678.11	3723.36	3702.75	费用率					
在建工程	75.73	80.13	54.08	37.05	25.89	销售费用率	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
无形资产	599.26	645.86	760.37	914.56	1019.66	管理费用率	4.3%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%
其他非流动资产	31.56	38.76	37.68	37.68	37.68	财务费用率	-6.3%	-5.1%	-0.4%	-0.1%	0.0%
资产总额	16736.00	17645.78	18049.14	18842.83	19718.13	三费/营业收入	1.9%	2.8%	7.5%	7.7%	7.8%
短期债务	1684.08	1540.15	1655.14	1640.67	1690.93	偿债能力					
应付账款	360.88	467.23	445.27	498.46	519.27	资产负债率	30.9%	32.6%	32.6%	32.8%	33.1%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	44.7%	48.4%	48.4%	48.9%	49.5%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.52	2.44	2.31	2.24	2.24
长期借款	63.44	57.58	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.34	2.24	2.11	2.03	2.01
其他非流动负债	0.00	0.00	52.54	52.54	52.54	利息保障倍数	23.90	9.06	11.30	13.10	15.00
负债总额	5170.29	5752.59	5888.52	6186.72	6529.36	分红指标					
少数股东权益	993.85	857.86	905.47	962.21	1029.87	DPS(元)	0.21	0.20	0.22	0.23	0.24
股本	2288.12	2288.12	2288.12	2288.12	2288.12	分红比率	0.31	0.55	0.60	0.55	0.60
留存收益	6436.86	6820.71	7147.00	7585.75	8050.75	股息收益率	3.3%	3.5%	4.1%	4.3%	4.5%
股东权益	11565.71	11893.19	12160.62	12656.11	13188.78	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.42	0.38	0.36	0.43	0.51
净利润	945.42	859.05	817.90	974.99	1162.52	BVPS(元)	4.62	4.82	4.92	5.11	5.31
加:折旧和摊销	560.30	668.87	611.98	638.11	640.39	PE(X)	15.1	14.9	14.9	12.5	10.5
资产减值准备	0.80	19.77	0.60	0.70	0.80	PB(X)	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
公允价值变动损失	71.69	71.53	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	65.56	102.11	91.18	94.44	98.75	P/S	4.2	3.8	3.4	3.0	2.7
投资收益	-9.76	-12.78	-7.18	-12.33	-17.94	EV/EBITDA	5.6	4.9	4.6	4.1	3.7
少数股东损益	55.64	50.12	47.60	56.75	67.66	CAGR(%)					
营运资金的变动	-232.71	-230.40	-119.74	-40.09	-87.67	PEG	—	—	—	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	1444.15	1506.69	1411.17	1689.74	1839.62	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-599.61	-317.02	-1166.07	-1230.78	-1178.63	REP					
融资活动产生现金流量	1563.15	-1133.97	-529.50	-545.15	-546.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 23 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。