



增持（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：5.32

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

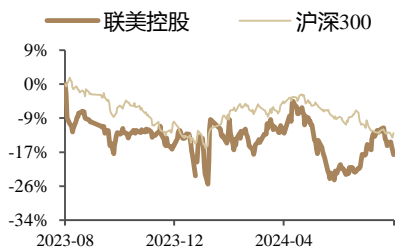
卢璇

资格编号：S0120524050004

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

联系人

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.19	6.12	-9.37
相对涨幅(%)	2.23	10.17	-1.28

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《联美控股(600167.SH)：供暖面积稳定增长，分红比例超52%》，2024.4.30
- 《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)：成本上行致业绩短期承压，不改长期稳健经营趋势

投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年度业绩公告，24H1公司实现营业收入19.5亿元，同比增长5.2%；实现归母净利润4.77亿元，同比下降19.67%；扣非后归母净利润4.99亿元，同比下降18.9%。单Q2实现收入2.33亿元，同比增长17.79%，归母净利润-0.87亿元，同比增长8.25%。
- 成本上行+受地产周期影响，公司毛利率承压。**收入端看，公司收入增长主要由于供暖和广告收入增加。分业务看，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13.87/0.75/0.46/1.08/3.21亿元；毛利率分别为31.36%、9.13%、97.85%、100%、30.22%。清洁供暖的重要子公司中，浑南热力/新北热电/国惠新能源分别实现收入6.56/5.0/5.5亿元，同比+4%、+5.46%、持平；净利润分别为1.51/0.88/2.39亿元，同比-25.46%、+9.93%、-16.77%。公司综合毛利率为35.46%，同比下降8.52pct，毛利率下行主要系煤价持续高位运行，市场持续“短煤缺煤”，给公司采购及成本端带来压力，叠加高铁媒体和户外裸眼3D大屏媒体资源成本有所增加所致；下游方面，受到地产周期等多因素影响，供热市场新增面积放缓。
- 期间费用率有所提升但仍保持低水平，在手现金充裕。**24H1公司实现期间费用率2.57%，同比+1.39pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为2.94%、3.14%、-3.82%、0.31%，同比+0.13/-0.46/+1.66/+0.06pct。截至24H1，公司在手现金77.24亿元，占总资产比重达44%。充足的货币资金带来良好财务收益，公司期间费用率一直保持较低水平。
- 技术优势领先，积极拓展布局氢能+储能。**公司在清洁供热方面具备技术优势：(1)新北热电热电联产能耗指标同行业领先；(2)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，截至24H1拥有授权专利69项；(3)国新新能源的烟气余热回收利用项目2022年正式投产，节能减排、降耗增效成果显著。氢能业务拓展方面，公司战略入股爱德曼氢能后，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。
- 投资建议与估值：**根据公司24H1经营情况，我们调整2024-2026年盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别为35.19亿元、37.13亿元、38.83亿元，增速分别为3.2%、5.5%、4.6%，归母净利润分别为9.32亿元、10.5亿元、11.01亿元，增速分别为8.4%、12.7%、4.8%。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):	4.84-6.47
总市值(百万元):	12,172.80
总资产(百万元):	17,549.03
每股净资产(元):	4.80

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	3,519	3,713	3,883
(+/-)YOY(%)	-0.5%	-1.1%	3.2%	5.5%	4.6%
净利润(百万元)	945	859	932	1,050	1,101
(+/-)YOY(%)	-9.6%	-9.1%	8.4%	12.7%	4.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.42	0.38	0.41	0.46	0.48
毛利率(%)	39.0%	34.6%	38.2%	40.6%	40.9%
净资产收益率(%)	8.9%	7.8%	8.1%	8.8%	8.8%

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	0.41	0.46	0.48
每股净资产	4.82	5.01	5.23	5.45
每股经营现金流	0.66	0.69	0.82	0.89
每股股利	0.20	0.22	0.24	0.25
价值评估(倍)				
P/E	35.30	13.07	11.59	11.06
P/B	1.18	1.06	1.02	0.98
P/S	3.57	3.46	3.28	3.14
EV/EBITDA	4.91	4.41	3.71	3.18
股息率%	3.5%	4.1%	4.6%	4.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.6%	38.2%	40.6%	40.9%
净利润率	25.2%	26.5%	28.3%	28.3%
净资产收益率	7.8%	8.1%	8.8%	8.8%
资产回报率	4.9%	5.4%	6.0%	6.0%
投资回报率	5.3%	5.4%	6.1%	6.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.1%	3.2%	5.5%	4.6%
EBIT 增长率	-8.8%	0.9%	13.5%	6.4%
净利润增长率	-9.1%	8.4%	12.7%	4.8%
偿债能力指标				
资产负债率	32.6%	28.2%	26.2%	25.9%
流动比率	2.4	2.9	3.3	3.3
速动比率	2.3	2.7	3.0	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	932	1,050	1,101
少数股东损益	50	44	58	59
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	-116	18	62
经营活动现金流	1,507	1,573	1,878	2,029
资产	-256	-834	-835	-855
投资	-63	-7	-8	-11
其他	2	10	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	-622	103	503

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 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	3,519	3,713	3,883
营业成本	2,230	2,176	2,206	2,296
毛利率%	34.6%	38.2%	40.6%	40.9%
营业税金及附加	22	30	34	37
营业税金率%	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%
营业费用	124	175	184	185
营业费用率%	3.6%	5.0%	5.0%	4.8%
管理费用	149	154	162	170
管理费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	23	24	26	26
研发费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	947	956	1,085	1,154
财务费用	-176	-176	-190	-181
财务费用率%	-5.1%	-5.0%	-5.1%	-4.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	13	10	7	7
营业利润	1,065	1,177	1,332	1,394
营业外收支	23	0	0	0
利润总额	1,088	1,177	1,332	1,394
EBITDA	1,616	1,585	1,773	1,903
所得税	179	201	225	234
有效所得税率%	16.4%	17.0%	16.9%	16.8%
少数股东损益	50	44	58	59
归属母公司所有者净利润	859	932	1,050	1,101

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,999	7,377	7,480	7,983
应收账款及应收票据	867	833	908	952
存货	291	307	303	313
其它流动资产	682	684	645	688
流动资产合计	9,840	9,201	9,336	9,935
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	17,219	17,509	18,224
短期借款	1,540	770	462	439
应付票据及应付账款	467	420	422	481
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,026	1,941	1,989	2,088
流动负债合计	4,033	3,131	2,872	3,008
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	4,850	4,592	4,728
实收资本	2,288	2,288	2,288	2,288
普通股股东权益	11,035	11,467	11,957	12,478
少数股东权益	858	902	960	1,019
负债和所有者权益合计	17,646	17,219	17,509	18,224

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。

卢璇，香港大学经济学硕士，2022年5月加入德邦证券研究所，主要覆盖天然气、科学仪器及再生资源板块。

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： 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；	类别	评级	说明
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。	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。
	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。