

公用事业

2025 年 05 月 08 日

联美控股 (600167)

——供热稳健增长 持续高比例分红

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年公司实现营业总收入 35.09 亿元,同比增长 2.87%;实现归母净利润 6.59 亿元,同比减少 23.29%,低于我们的预期,主要系计提福林热力长期资产减值损失、兆讯传媒广告媒体资源成本增加。2025 年一季度,公司实现营业总收入 16.98 亿元,同比减少 1.06%;实现归母净利润 6.18 亿元,同比增长 9.56%,基本符合我们的预期。
- **供热面积稳步增长,清洁供暖业务盈利能力持续回升。**2024 年公司供暖及蒸汽业务营业收入 22.75 亿元,同比增长 4.05%,毛利额 5.56 亿元,同比增加 10.96%。发电业务营业收入 1.31 亿元,同比微降 1.47%。供热领域,公司以“智慧运营”与“科技创新”为双翼,采用中水源热泵等高新技术并引入智能化运营管控平台。2024 年公司平均供暖面积约 7704 万平方米,联网面积约 10791 万平方米,同比分别增长 264 万、328 万平方米。公司长期坚持长协锁价、淡季储煤策略,1Q25 气温偏高叠加 2024 年煤价同比显著下滑,公司业绩在去年低基数背景下有所回升。考虑到目前动力煤价处于下行通道,褐煤价格亦有所下降,成本下降有利于公司主营供热业务盈利持续改善。
- **传媒业务短期承压,第二成长曲线长期稳步成长。**在高铁数字传媒业务方面,公司子公司兆讯传媒 2024 年实现营业收入 6.70 亿元,同比增长 12.26%,但受大屏投放后媒体资源成本增加影响,兆讯传媒全年营业利润 0.72 亿元,同比下降 47.35%。兆讯传媒已建成年触达客流量超过 20 亿人次的自有高铁数字媒体网络。截至 2024 年 12 月,公司签约的铁路客运站 529 个,开通运营铁路客运站 495 个,运营 4957 块数字媒体屏幕。此外,公司积极开拓商圈数字户外媒体业务,在全国多个知名商圈打造户外裸眼 3D 大屏,吸引众多知名品牌投放广告。随着大屏利用率逐步提升,广告发布业务有望持续增厚公司整体利润。
- **在手现金储量充足,奠定回购及高分红基础。**截至 2025 年 3 月底,公司在手现金高达 73.93 亿元,占公司总资产 43%,现金流高度充沛。2024 年及 1Q25 公司财务费用分别为-1.21 和-0.17 亿元。充足的现金以及极低的资产负债率可以为公司寻找新的增长点提供充分保障。同时公司采用多种方式提升投资者回报。分红方面,公司 2024 年拟分派现金分红 0.2 元/股,占归母净利润的 67.5%,叠加 2024 年特别分红 0.12 元/股,合计派发现金红利 7.12 亿元。以 5 月 7 日收盘价计算,公司股息率达 5.36%。回购方面,公司 2024 年度累计回购股份 374.49 万股,交易总金额 1.95 亿元。多措并举,保障公司投资者长期投资回报稳步提升。
- **盈利预测与估值:**结合 2024 年年报和 2025 年一季报业绩,考虑到广告传媒业务成本有所提升,我们下调预测公司 2025-2026 年盈利预测为 8.41、8.86 (原值为 10.80、11.76 亿元),新增 2027 年归母净利润 9.29 亿元。当前股价对应 PE 分别为 16、15 和 15 倍。考虑到公司双主业所在行业具有较大差异,我们对公司清洁能源业务及广告业务进行分部测算。清洁能源业务企稳回升,2025 年业绩预计达 7.75 亿元,参考可比公司估值保守估计给予 17 倍 PE,合理估值为 132 亿元。广告业务保持稳定增长,2025 年归母业绩预计达 0.66 亿元,参考子公司兆讯传媒估值水平给予 50 倍 PE,合理估值为 33 亿元。因此公司合理市值为 165 亿元,对应当前市值上涨空间为 22%。维持“买入”评级。
- **风险提示:**煤炭价格波动,广告收入增长不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,509	1,698	3,632	3,731	3,831
同比增长率 (%)	2.9	-1.1	3.5	2.7	2.7
归母净利润 (百万元)	659	618	841	886	929
同比增长率 (%)	-23.3	9.6	27.6	5.3	4.9
每股收益 (元/股)	0.29	0.28	0.37	0.39	0.41
毛利率 (%)	33.4	49.3	34.7	35.4	36.4
ROE (%)	6.1	5.4	7.7	7.9	8.0
市盈率	20		16	15	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 05 月 07 日

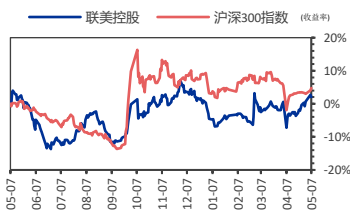
收盘价 (元)	5.97
一年内最高/最低 (元)	6.59/4.95
市净率	1.2
股息率% (分红/股价)	5.36
流通 A 股市值 (百万元)	13,509
上证指数/深证成指	3,342.67/10,104.13

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	5.04
资产负债率%	27.98
总股本/流通 A 股 (百万)	2,263/2,263
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,412	3,509	3,632	3,731	3,831
其中: 营业收入	3,412	3,509	3,632	3,731	3,831
减: 营业成本	2,230	2,339	2,372	2,411	2,438
减: 税金及附加	22	26	27	27	28
主营业务利润	1,160	1,144	1,233	1,293	1,365
减: 销售费用	124	126	130	134	137
减: 管理费用	149	136	141	145	149
减: 研发费用	23	23	24	24	25
减: 财务费用	-176	-121	-109	-130	-148
经营性利润	1,040	980	1,047	1,120	1,202
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-20	-67	-30	-30	-30
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-111	0	0	0
加: 投资收益及其他	116	41	45	50	55
营业利润	1,065	798	1,071	1,148	1,234
加: 营业外净收入	23	13	0	0	0
利润总额	1,088	811	1,071	1,148	1,234
减: 所得税	179	163	195	226	266
净利润	909	648	876	923	968
少数股东损益	50	-11	35	37	39
归属于母公司所有者的净利润	859	659	841	886	929

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。