

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

联美控股(600167.SH)

投资评级 ——

上次评级 ——

郭雪 环保公用联席首席分析师

执业编号: S1500525030002

邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号: S1500524100001

邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

工程及接网收入减少致公司收入略减, 业绩稳步增长

2025年09月1日

事件: 公司发布 2025 年半年报, 2025H1 公司实现总营业收入 18.98 亿元, 同比减少 2.65%; 实现归母净利润 5.25 亿元, 同比增长 9.87%; 实现扣非归母净利润 5 亿元, 同比增长 0.22%。

点评:

- **清洁供热业务毛利率逐步修复, 工程及接网收入减少致公司收入略减。** 2025H1 公司实现总营业收入 18.98 亿元, 同比减少 2.65%, 主要系工程及接网收入减少所致。分业务看, 2025H1 公司主营业务供暖/广告发布/发电/工程施工分别实现收入 14.16、2.93、0.68、0.22 亿元, 分别同比+2.08%、-8.81%、-9.18%、-52.33%; 毛利率分别为 38.99%、26.78%、12.01%、93.42%, 分别同比+7.63pct、-3.44pct、+2.88pct、-4.43pct。
- **开发多项热力供应领域相关的专利技术, 打造科技创新型综合能源服务商。** 公司全资子公司国惠新能源是供热行业中少有的高新技术企业, 已连续 4 次成功通过高新技术企业认证的复审。截至 2025H1, 公司拥有授权专利 77 项, 其中发明专利 18 项, 实用新型 52 项, 软件著作权 7 项, 在研项目达 9 项。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。其中, 国惠新能源自主研发的新技术——热动离心式水源热泵项目, 通过在处理后的中水中提取热量, 与锅炉联合循环, 实现了可再生能源与传统能源的有效结合, 既保证了供热的品质, 又大大降低了传统能源的污染问题。同时, 公司依托热源超低排放改造、中水源热泵供热、余热利用及智慧运营等技术矩阵, 构建“源-网-荷”协同的新型综合能源服务体系。通过多能互补与需供互动机制, 为用户提供绿色高效智慧化解决方案, 同步实现企业低碳发展与经济社会减碳目标, 进一步巩固科技创新型综合能源服务商的核心定位。
- **把握沈阳新兴区域, 未来增长可期。** 沈阳市作为东北第一大核心城市, 对周边区域人口有较强吸引力, 公司的主要热源厂处于沈阳市具有新兴发展潜力的新城区的优越地理位置, 同时具有服务区域相对封闭的优势, 具有较大发展潜力和空间。公司子公司浑南热力, 为浑南区、沈抚新区用户提供供暖服务, 浑南区和沈抚新区是新兴城区, 有较大的市场潜力。国润低碳位于浑南新城, 该区域是沈阳市行政中心、科技中心、文化中心。目前沈阳市政府以及多所大学已迁入, 沈阳高铁南站、沈阳桃仙机场、地铁与地面轻轨已建成; 浑南科技城、中国(辽宁)自贸试验区沈阳片区也位于该区域内, 用热需求增长迅速, 区域发展潜力大。新北热电及其子公司国新新能源位于沈阳北部, 供热区域包括沈阳商贸金融开发区、金廊中心及金廊北部区域、首府新区、三台子经济区等, 其中沈阳北站商贸金融区域是沈阳市政府批准的以大力发展商业、金融贸

易、信息及文化娱乐等多功能为一体的区域，也是沈阳的商业、金融中心和对外开放的重点区域，也同样具有较大的市场潜力。公司所在区域内的住宅小区大多较新，节能保温效果较好，国惠新能源和沈水湾供热服务区域正在向周边扩张，并相应扩大供热能力。联美生物能源是其所在江苏泰州医药开发区唯一的生物质工业蒸汽供应商，随着区域蒸汽需求的不断增长，市场潜力将逐渐释放。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 35.70 亿元、36.89 亿元、38.12 亿元，增速分别为 1.7%、3.3%、3.3%；归母净利润分别为 8.43、9.18、9.72 亿元，增速分别为 27.9%、8.9%、5.9%。
- **风险因素：**煤炭价格变动风险，维护老化管网设备带来成本增加风险，气候风险，广告行业景气度下降风险，行业竞争加剧风险，新业务拓展不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,412	3,509	3,570	3,689	3,812
增长率 YoY %	-1.1%	2.9%	1.7%	3.3%	3.3%
归属母公司净利润 (百万元)	859	659	843	918	972
增长率 YoY%	-9.1%	-23.3%	27.9%	8.9%	5.9%
毛利率%	34.6%	33.4%	33.2%	35.1%	36.5%
净资产收益率ROE%	7.8%	6.1%	7.7%	8.2%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.29	0.37	0.41	0.43
市盈率 P/E(倍)	14.94	35.30	18.23	16.74	15.81
市净率 P/B(倍)	1.16	1.20	1.41	1.37	1.32

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,840	9,725	9,713	10,057	10,580
货币资金	7,999	7,479	7,563	7,858	8,301
应收票据	0	1	1	1	1
应收账款	867	1,037	942	1,000	1,055
预付账款	116	72	96	74	82
存货	291	318	324	321	327
其他	566	818	787	803	813
非流动资产	7,806	7,494	7,316	7,152	7,036
长期股权投资	111	107	111	115	112
固定资产	3,573	3,267	3,089	2,928	2,821
无形资产	646	638	628	619	610
其他	3,477	3,481	3,487	3,490	3,493
资产总计	17,646	17,219	17,029	17,209	17,616
流动负债	4,033	4,158	3,848	3,648	3,651
短期借款	1,540	1,510	1,208	966	918
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	467	585	502	535	606
其他	2,026	2,062	2,138	2,147	2,127
非流动负债	1,719	1,437	1,437	1,437	1,437
长期借款	58	50	50	50	50
其他	1,662	1,387	1,387	1,387	1,387
负债合计	5,753	5,595	5,285	5,085	5,088
少数股东权益	858	837	864	886	899
归属母公司	11,035	10,787	10,880	11,237	11,629
负债和股东权益	17,646	17,219	17,029	17,209	17,616

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,412	3,509	3,570	3,689	3,812
同比	-1.1%	2.9%	1.7%	3.3%	3.3%
归属母公司净利润	859	659	843	918	972
同比	-9.1%	-23.3%	27.9%	8.9%	5.9%
毛利率(%)	34.6%	33.4%	33.2%	35.1%	36.5%
ROE%	7.8%	6.1%	7.7%	8.2%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.29	0.37	0.41	0.43
P/E	14.94	35.30	18.23	16.74	15.81
P/B	1.16	1.20	1.41	1.37	1.32
EV/EBITDA	4.91	5.35	8.28	7.17	6.38

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,412	3,509	3,570	3,689	3,812
营业成本	2,230	2,339	2,386	2,394	2,420
营业税金及	22	26	31	33	38
销售费用	124	126	131	134	138
管理费用	149	136	150	153	155
研发费用	23	23	24	26	26
财务费用	-176	-121	-171	-156	-150
减值损失合	0	-111	0	0	0
投资净收益	13	9	6	6	4
其他	12	-80	33	36	22
营业利润	1,065	798	1,059	1,148	1,210
营业外收支	23	13	0	0	0
利润总额	1,088	811	1,059	1,148	1,210
所得税	179	163	189	208	226
净利润	909	648	870	940	984
少数股东损	50	-11	27	22	13
归属母公司	859	659	843	918	972
EBITDA	1,616	1,591	1,253	1,372	1,466
EPS(当	0.38	0.29	0.37	0.41	0.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,507	1,299	1,443	1,417	1,450
净利润	909	648	870	940	984
折旧摊销	669	766	392	403	417
财务费用	102	106	99	87	81
投资损失	-13	-9	-6	-6	-4
营运资金变	-230	-417	88	-7	-29
其它	70	204	0	0	0
投资活动现	-317	-440	-208	-233	-297
资本支出	-256	-157	-210	-235	-305
长期投资	-63	-294	-4	-4	3
其他	2	10	6	6	4
筹资活动现	-1,134	-1,344	-1,151	-889	-709
吸收投资	0	0	-250	0	0
借款	-150	-38	-302	-242	-48
支付利息或	-583	-794	-599	-647	-661
现金流净增	56	-486	84	295	443
加额					

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产生产管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。