

联美控股 (600167.SH)

公司快报

清洁供热布局加码，传媒业务持续突破

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2024年中报，2024H1实现营业收入19.50亿元，同比+5.20%，实现归母净利润4.77亿元，同比-19.67%，实现扣非后归母净利润4.99亿元，同比-18.90%。
- ◆ **24H1毛利短暂承压，Q2业绩符合预期。**公司是一家以科技创新为动力的综合能源服务商，通过下属子公司分别在清洁供热与高铁数字传媒主要业务领域形成了核心竞争力。在清洁燃煤热电联产、中水源热泵供热、生物质热电联产、天然气分布式冷热电三联供等多能利用、多能供给等方面形成了独特的发展优势，同时还在高铁数字媒体领域积极布局。分业务来看，供暖/广告业务/接网费/发电/工程施工分别实现收入13.87/3.21/1.08/0.75/0.46亿元，其中供暖领域子公司浑南热力/新北热电/国惠新能源分别实现营收6.56/5.00/5.50亿元，同比+4.10%/+5.46%/+0.00%，实现净利润1.50/0.88/2.39亿元，同比-25.46%/+9.93%/-16.77%，净利润整体承压。整体来看，2024H1公司毛利率/净利率分别为35.46%/25.15%，同比分别-8.52pct/-8.70pct，主要受煤炭价格持续高位运行以及地产周期等多因素影响。公司24Q2实现营收2.33亿元，同比+17.79%；实现归母净利润-0.87亿元，同比+8.25%，业绩发展呈现长期向好态势。
- ◆ **技术与区位优势明显，氢能布局持续加码。**公司全资子公司新北热电在热电联产生产领域积累的丰富技术和管理经验，各项指标在同行业中领先；公司全资子公司国惠新能源拥有授权专利69项（截止2024年6月30日），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；公司全资子公司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。此外，氢能业务拓展方面，继公司战略入股爱德曼氢能后，进行了深入的尝试和探索，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。同时公司结合目前正在推进的热源超低排放工程、中水源热泵供热、工业余热利用、智慧能源运营等，正在构建一套涵盖源、网、荷多个节点，实现多能互补、需供互动的新型综合能源服务体系。且公司的各大热源厂正处于沈阳市可发展和新城区的优越地理位置，用热需求增长迅速，具有较强的区位优势，具有较大发展潜力和空间。
- ◆ **户外裸眼3D业务持续突破，打造业绩新增长极。**高铁数字传媒业务方面，兆讯传媒实现营收3.21亿元，同比+25.84%，实现净利润0.41亿元，同比-40.60%。分产品来看，高铁媒体/户外裸眼3D高清大屏媒体分别实现营收2.81/0.40亿元，同比+13.98%/+378.49%，毛利率分别为37.73%/-22.99%，同比-12.02pct/+189.65pct。户外裸眼3D高清大屏媒体业务虽仍未扭亏，但在业务推进上已实现较大突破。截至本报告期末，国内18家铁路局集团已全部签署了媒体资源使用协议，签约564个铁路客运站，运营5310块数字媒体屏幕，自建了一张以点带面，线线相交，面面俱到的高铁数字媒体网络，并先后在各个核心城市顶级商圈打造“地标级”户外裸眼3D大屏媒体，积极拓宽数字户外媒体业务。24年6

电力及公用事业 | 火电III

 投资评级 **增持-A(首次)**

 股价(2024-09-03) **5.24元**

交易数据

| | |
|-----------|-----------|
| 总市值(百万元) | 11,989.75 |
| 流通市值(百万元) | 11,989.75 |
| 总股本(百万股) | 2,288.12 |
| 流通股本(百万股) | 2,288.12 |
| 12个月价格区间 | 6.30/5.14 |

一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -0.57 | 3.16 | 2.21 |
| 绝对收益 | -3.85 | -5.62 | -11.46 |

 分析师 **张文臣**

 SAC执业证书编号：S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

 分析师 **周涛**

 SAC执业证书编号：S0910523050001
 zhoutao@huajinsec.cn

 分析师 **申文雯**

 SAC执业证书编号：S0910523110001
 shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告



月，公司携手圣象推出全新裸眼 3D 品牌大片，赋能品牌户外传播，实现裸眼 3D 内容生产和制作技术对公司数字运营优势的进一步加码。

- ◆ **费用管控良好，在手现金充足。**报告期内，公司继续通过降本增效，精细化管理，较好地完成各项生产经营任务，保持了稳定的现金流及充沛的盈利能力。公司 2024H1 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，继续保持较低水平。截止 2024 年 6 月 30 日，公司在手货币资金 77.24 亿元，在手资金十分充裕，且以 2024 年 9 月 4 日收盘价计算的 2023 年股息率达 3.73%，投资性价比突出。
- ◆ **投资建议：**公司清洁供暖业务盈利能力整体保持稳定，供热面积稳步增长，构建多能互补新型综合能源服务体系，广告发布业务有望持续增厚公司利润。我们看好公司的未来发展前景，预测公司 2024-26 年归母净利润分别为 9.04、10.02 和 11.19 亿元，对应 EPS 为 0.4、0.44 和 0.49 元，PE 为 13、12、11 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**1、煤价回落不及预期或原材料价格大幅上涨。2、管网设备维护成本增加风险、3、新业务拓展不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,450 | 3,412 | 3,571 | 3,852 | 4,158 |
| YoY(%) | -0.5 | -1.1 | 4.7 | 7.9 | 7.9 |
| 归母净利润(百万元) | 944 | 859 | 904 | 1,002 | 1,119 |
| YoY(%) | -9.8 | -9.0 | 5.3 | 10.8 | 11.7 |
| 毛利率(%) | 39.0 | 34.6 | 35.9 | 36.1 | 36.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.41 | 0.38 | 0.40 | 0.44 | 0.49 |
| ROE(%) | 8.6 | 7.6 | 7.7 | 8.2 | 8.7 |
| P/E(倍) | 12.7 | 14.0 | 13.3 | 12.0 | 10.7 |
| P/B(倍) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 净利率(%) | 27.4 | 25.2 | 25.3 | 26.0 | 26.9 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 35.71/38.52/41.58 亿元，毛利率 35.90%/36.07%/36.93%。其中：

供暖：供暖业务是公司的核心业务，具有明显的技术与区位优势。随着公司相关技术的不断突破以及氢能业务布局的不断加码，有望实现稳定增长。预计 2024-26 年实现收入 22.96/25.26/27.78 亿元，增长率分别为 5.00%/10.00%/10.00%，毛利率为 24.00%/25.00%/27.00%。

广告发布：公司 2024H1 高铁媒体/户外裸眼 3D 高清大屏媒体分别实现营收 2.81/0.40 亿元，同比 +13.98%/+378.49%，毛利率分别为 37.73%/-22.99%，同比-12.02pct/+189.65pct。公司户外裸眼 3D 高清大屏在持续扩张中，24H1 虽未能扭亏但业务拓展较为顺利，营收与毛利同比也大幅增长。未来将因为资源规模的增加，进而促进公司的业绩改善。预计 2024-26 年广告发布实现收入 6.22/6.53/6.86 亿元，增长率分别为 4.00%/5.00%/5.00%，毛利率 45.00%/45.00%/45.00%。

接网费：近期房地产行业基本面有所改善，预计 2024-26 年实现收入 2.84/2.90/2.95 亿元，增长率分别为 5.00%/2.00%/2.00%，毛利率 99.90%/99.90%/99.90%。

工程施工：近期房地产行业基本面有所改善，预计 2024-26 年实现收入 1.97/2.03/2.09 亿元，增长率分别为 3.00%/3.00%/3.00%，毛利率分别为 80.00%/80.00%/80.00%。

发电：公司在热电联产生产领域积累了丰富的技术和管理经验，叠加煤价有望下行降低成本，发电业务有望实现平稳增长。预计 2024-26 年实现收入 1.38/1.45/1.52 亿元，增长率分别为 4.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 2.50%/4.00%/5.00%。

表 1：收入成本拆分表

| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|--------|---------|-------|--------|--------|
| 供暖 | 收入（亿元） | 21.87 | 22.96 | 25.26 | 27.78 |
| | YoY（%） | 1.30% | 5.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 毛利率（%） | 22.90 | 24.00 | 25.00 | 27.00 |
| 广告发布 | 收入（亿元） | 5.98 | 6.22 | 6.53 | 6.86 |
| | YoY（%） | 3.60% | 4.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率（%） | 42.03 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 接网费 | 收入（亿元） | 2.70 | 2.84 | 2.90 | 2.95 |
| | YoY（%） | -13.65% | 5.00% | 2.00% | 2.00% |
| | 毛利率（%） | 99.90 | 99.90 | 99.90 | 99.90 |
| 工程施工收入 | 收入（亿元） | 1.91 | 1.97 | 2.03 | 2.09 |
| | YoY（%） | -20.19% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| | 毛利率（%） | 78.31 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 发电 | 收入（亿元） | 1.33 | 1.38 | 1.45 | 1.52 |

| | | | | | |
|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| | YoY (%) | 2.60% | 4.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 (%) | 2.37 | 2.50 | 4.00 | 5.00 |
| 物业、多种经营 | 收入 (亿元) | 0.31 | 0.32 | 0.34 | 0.35 |
| | YoY (%) | 3.96% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 (%) | 15.55 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 其他 | 收入 (亿元) | 0.01 | 0.01 | 0.02 | 0.02 |
| | YoY (%) | -42.31% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 (%) | 98.46 | 95.00 | 95.00 | 95.00 |
| 合计 | 收入 (亿元) | 34.12 | 35.71 | 38.52 | 41.58 |
| | YoY (%) | -1.12% | 4.67% | 7.87% | 7.95% |
| | 毛利率 (%) | 34.63 | 35.90 | 36.07 | 36.93 |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值对比

基于公司业务范围,我们选取京能电力(首都燃煤火力发电和供热业务的排头兵)、协鑫能科(热电联产龙头企业之一)、分众传媒(电梯媒体广告领域龙头)作为可比公司。可比公司 2024-25 年平均 PE 估值为 13.9、12.0 倍,联美控股 24-25 年 PE 估值分别为 13.3、12.0 倍,考虑到公司业务的发展潜力,首次覆盖,给予“增持”评级。

表 2: 估值对比

| 证券代码 | 公司名称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|------------|-------------|------|-------|-------|------|-------|-------|
| | | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E |
| 600578.SH | 京能电力 | 3.32 | 222.26 | 0.13 | 0.19 | 0.23 | 25.3 | 17.5 | 14.7 |
| 002015.SZ | 协鑫能科 | 6.93 | 112.50 | 0.56 | 0.78 | 0.94 | 12.4 | 8.9 | 7.3 |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 5.68 | 820.32 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 17.0 | 15.3 | 14.0 |
| | 平均 | | | | | | 18.2 | 13.9 | 12.0 |
| 600167.SH | 联美控股 | 5.23 | 119.67 | 0.38 | 0.40 | 0.44 | 14.0 | 13.3 | 12.0 |

资料来源: Wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自 wind 一致预期,截至 2024 年 9 月 4 日)

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 9606 | 9840 | 10120 | 11499 | 12287 | 营业收入 | 3450 | 3412 | 3571 | 3852 | 4158 |
| 现金 | 7903 | 7999 | 8256 | 9437 | 10188 | 营业成本 | 2106 | 2230 | 2289 | 2463 | 2623 |
| 应收票据及应收账款 | 837 | 867 | 917 | 1008 | 1070 | 营业税金及附加 | 27 | 22 | 25 | 26 | 29 |
| 预付账款 | 80 | 116 | 89 | 132 | 107 | 营业费用 | 131 | 124 | 133 | 142 | 154 |
| 存货 | 296 | 291 | 312 | 337 | 354 | 管理费用 | 150 | 149 | 155 | 168 | 181 |
| 其他流动资产 | 489 | 566 | 547 | 585 | 568 | 研发费用 | 22 | 23 | 23 | 25 | 27 |
| 非流动资产 | 7129 | 7806 | 7598 | 7411 | 7236 | 财务费用 | -217 | -176 | -209 | -228 | -268 |
| 长期投资 | 100 | 111 | 130 | 150 | 170 | 资产减值损失 | -1 | -20 | -18 | -22 | -17 |
| 固定资产 | 3597 | 3573 | 3307 | 3047 | 2783 | 公允价值变动收益 | -72 | -72 | -72 | -72 | -72 |
| 无形资产 | 603 | 649 | 707 | 773 | 855 | 投资净收益 | 10 | 13 | 11 | 12 | 12 |
| 其他非流动资产 | 2830 | 3474 | 3454 | 3440 | 3427 | 营业利润 | 1195 | 1065 | 1140 | 1259 | 1409 |
| 资产总计 | 16735 | 17646 | 17718 | 18910 | 19522 | 营业外收入 | 13 | 26 | 15 | 16 | 18 |
| 流动负债 | 3810 | 4033 | 3624 | 4011 | 3900 | 营业外支出 | 0 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 短期借款 | 1684 | 1540 | 1540 | 1540 | 1540 | 利润总额 | 1208 | 1088 | 1153 | 1273 | 1425 |
| 应付票据及应付账款 | 361 | 467 | 383 | 532 | 442 | 所得税 | 209 | 179 | 196 | 213 | 240 |
| 其他流动负债 | 1765 | 2026 | 1702 | 1939 | 1918 | 税后利润 | 999 | 909 | 957 | 1060 | 1184 |
| 非流动负债 | 1362 | 1719 | 1701 | 1983 | 1966 | 少数股东损益 | 55 | 50 | 53 | 58 | 65 |
| 长期借款 | 63 | 58 | 39 | 22 | 4 | 归属母公司净利润 | 944 | 859 | 904 | 1002 | 1119 |
| 其他非流动负债 | 1299 | 1662 | 1662 | 1962 | 1962 | EBITDA | 1403 | 1303 | 1308 | 1403 | 1531 |
| 负债合计 | 5172 | 5753 | 5325 | 5995 | 5866 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 993 | 858 | 911 | 969 | 1034 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 2288 | 2288 | 2288 | 2288 | 2288 | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 资本公积 | 1941 | 2061 | 2061 | 2061 | 2061 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 6435 | 6821 | 7331 | 7915 | 8520 | 营业收入(%) | -0.5 | -1.1 | 4.7 | 7.9 | 7.9 |
| 归属母公司股东权益 | 10570 | 11035 | 11482 | 11946 | 12622 | 营业利润(%) | -7.7 | -10.9 | 7.1 | 10.5 | 11.9 |
| 负债和股东权益 | 16735 | 17646 | 17718 | 18910 | 19522 | 归属于母公司净利润(%) | -9.8 | -9.0 | 5.3 | 10.8 | 11.7 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 39.0 | 34.6 | 35.9 | 36.1 | 36.9 |
| | | | | | | 净利率(%) | 27.4 | 25.2 | 25.3 | 26.0 | 26.9 |
| | | | | | | ROE(%) | 8.6 | 7.6 | 7.7 | 8.2 | 8.7 |
| | | | | | | ROIC(%) | 6.4 | 5.3 | 5.6 | 5.9 | 6.3 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 30.9 | 32.6 | 30.1 | 31.7 | 30.0 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.5 | 2.4 | 2.8 | 2.9 | 3.2 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.3 | 2.2 | 2.6 | 2.7 | 2.9 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 4.4 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 5.7 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 12.7 | 14.0 | 13.3 | 12.0 | 10.7 |
| | | | | | | P/B | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 5.8 | 6.4 | 6.0 | 4.7 | 3.9 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 1444 | 1507 | 1017 | 1406 | 1161 |
| 净利润 | 999 | 909 | 957 | 1060 | 1184 |
| 折旧摊销 | 344 | 374 | 320 | 325 | 331 |
| 财务费用 | -217 | -176 | -209 | -228 | -268 |
| 投资损失 | -10 | -13 | -11 | -12 | -12 |
| 营运资金变动 | -239 | -237 | -112 | 189 | -147 |
| 其他经营现金流 | 567 | 649 | 72 | 72 | 72 |
| 投资活动现金流 | -600 | -317 | -173 | -198 | -216 |
| 筹资活动现金流 | 1563 | -1134 | -588 | -28 | -193 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.41 | 0.38 | 0.40 | 0.44 | 0.49 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.63 | 0.66 | 0.44 | 0.61 | 0.51 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.62 | 4.82 | 5.02 | 5.22 | 5.52 |

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn