长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021 年 05 月 10 日

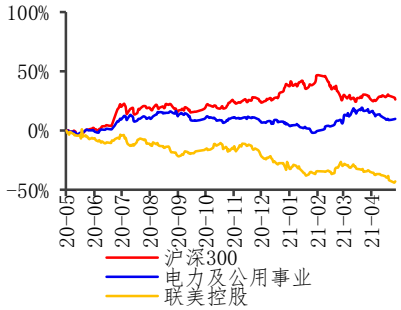
市场数据

目前股价	8.91
总市值（亿元）	203.87
流通市值（亿元）	203.87
总股本（万股）	228,812
流通股本（万股）	228,812
12 个月最高/最低	15.78/8.74

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003
☎ 010-88366060-8831
✉ yuximeng@cgws.com
联系人（研究助理）：黄楷 S1070120070062
☎ 0755-83667984
✉ huangkai@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<双轮驱动、稳健成长的清洁供热龙头>>
2020-09-14

双轮驱动业绩稳健增长，高分红比例加大股东回报

——联美控股（600167）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3396	3598	3925	4286	4685
(+/-%)	11.8%	5.9%	9.1%	9.2%	9.3%
归母净利润（百万元）	1592	1685	1827	2038	2254
(+/-%)	20.9%	5.9%	8.4%	11.5%	10.6%
摊薄 EPS（元/股）	0.70	0.74	0.80	0.89	0.99
PE	13	12	11	10	9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司发布 2020 年报，2020 年公司实现营业收入 35.98 亿元，同比增长 5.94%；实现归母净利润 16.85 亿元，同比增长 5.90%；基本每股收益 0.7366 元，同比增长 5.90%。根据公司 2020 年度利润分配方案，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。

  公司发布 2021 年一季报，2021Q1 公司实现营业收入 16.97 亿元，同比减少 3.55%，实现归母净利润 7.01 亿元，同比减少 21.86%。一季度业绩下滑主要因为去年同期有清欠款确认收入，加上公司持有的奇安信股价下跌，金融资产公允价值减少所致。

- **清洁供热业务稳健增长，较规划仍有超一倍增长空间。**公司在清洁供热业务重点精耕、全国布局。2020 年公司清洁能源业务稳步增长，实现营业收入 30.14 亿元，同比增加 2.50%，毛利率为 52.60%，同比下降 0.57%。公司采取内生增长与外延投资相结合的发展方式，利用公司在环保供热、清洁能源、能源管理方面的成功经验，通过“自建+收购+能源管理”三重模式加速全国范围内的业务拓展步伐。公司规划的总供暖面积为 1.5 亿平方米，2020 年公司平均供暖面积为 6,815 万平方米，同比增加 235 万平方米，联网面积为 8,885 万平方米，同比增加 410 万平方米。同时，公司参股国家会展中心（上海）能源站项目，为开拓南方供暖市场走出了第一步。

- **疫情下高铁数字传媒业务保持两位数增长，分拆上市计划顺利进行。**2020 年新冠疫情影响下，公司高铁数字传媒业务凭借强劲的运营及媒体资源价值优势，营业收入规模仍保持了稳定增长，2020 年公司全资子公司兆讯传媒实现营业收入 4.88 亿元，同比增长 11.93%，净利润 2.08 亿元，同比增长 8.38%。同时，兆讯传媒分拆上市正在顺利进行。

- **计划提高现金分红比例，加大股东回报。**2020 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），占合并报表中归属于母公司所有者净利润的 54.30%。同时，公司于 4 月 30 日发布公告，2020-2022 年各会计年度

以现金形式分配的利润应不低于公司该年度实现的合并报表归属于母公司股东净利润的 50%，公司现金充沛，提高分红比例将加大股东回报。

- **保理业务回款增加，2021Q1 经营性现金流量边际改善。**2021Q1，公司经营活动产生的现金流出为 3.65 亿，流出额较上年同期减少 39.53%。经营性现金流有所改善，主要因为一季度下属商业保理公司的保理融资放款到期收回较上年同期较多所致。

- **盈利预测及投资建议：**我们调整公司 2021-2023 年营业收入分别为 39.25/42.86/46.85 亿元，同比增长 9.1%/9.2%/9.3%，归母净利润分别为 18.27/20.38/22.54 亿元，同比增长 8.4%/11.5%/10.6%，对应 EPS 为 0.80/0.89/0.99 元，对应 PE 为 11X、10X、9X，维持“增持”评级。

- **风险提示：**兆讯传媒分拆上市进度不及预期，供暖业务开拓和业绩增长不及预期，高铁数字传媒业务增长不及预期。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3396.1	3598.01	3924.58	4285.65	4685.33
营业成本	1541.1	1636.57	1761.72	1885.07	2025.23
销售费用	61.08	64.35	70.64	77.14	84.34
管理费用	134.51	149.72	160.91	175.71	192.10
研发费用	23.80	23.25	23.55	25.71	28.11
财务费用	-161.81	-144.94	-185.72	-199.22	-250.60
其他收益	270.19	30.49	122.94	141.20	98.21
投资净收益	12.66	26.78	26.97	22.13	25.29
营业利润	2077.9	2117.11	2296.85	2566.00	2836.23
营业外收支	16.63	8.10	12.66	12.46	11.07
利润总额	2094.5	2125.21	2309.51	2578.46	2847.30
所得税	449.81	396.94	431.36	481.59	531.80
少数股东损益	53.20	42.80	50.72	58.79	61.60
归母净利润	1591.5	1685.48	1827.43	2038.08	2253.90
资产负债表					（百万）
流动资产	6689.4	8093.75	9614.18	10253.9	12391.7
货币资金	5070.0	6048.40	7239.40	7746.03	9637.08
应收票据及应收账款合计	505.86	883.91	1078.63	1177.25	1289.01
其他应收款	388.48	370.54	455.69	465.96	541.64
存货	259.24	306.25	334.38	351.10	385.34
非流动资产	5412.0	5764.05	5912.26	5900.56	5815.12
固定资产	3082.4	3037.83	3094.44	3033.62	2884.99
资产总计	12101.	13857.80	15526.4	16154.4	18206.8
流动负债	2473.9	3311.03	4032.69	3498.55	4171.54
短期借款	293.00	1475.53	1475.53	1475.53	1475.53
应付款项	473.55	405.85	1187.06	517.38	1313.79
非流动负债	1815.6	1477.69	1461.75	1442.31	1421.45
长期借款	90.14	84.84	68.90	49.46	28.60
负债合计	4289.5	4788.71	5494.44	4940.86	5592.99
股东权益	7812.0	9069.09	10032.0	11213.6	12613.8
股本	2288.1	2288.12	2288.12	2288.12	2288.12
留存收益	4440.9	5645.90	6584.97	7633.41	8791.16
少数股东权益	249.85	292.65	343.37	402.16	463.76
负债和权益总计	12101.	13857.80	15526.4	16154.4	18206.8
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	1438.	927.38	2248.1	1414.1	2662.5
其中营运资本减少	-903.	-767.0	375.02	-667.2	426.22
投资活动现金流	-721.	-617.7	-328.9	-172.0	-86.03
其中资本支出	344.1	356.25	56.88	-103.8	-178.7
融资活动现金流	132.3	602.42	-728.2	-735.4	-685.5
净现金总变化	849.3	912.09	1191.0	506.63	1891.0

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长	11.8%	5.9%	9.1%	9.2%	9.3%
营业成本增长	7.0%	6.2%	7.6%	7.0%	7.4%
营业利润增长	22.8%	1.9%	8.5%	11.7%	10.5%
利润总额增长	22.8%	1.5%	8.7%	11.6%	10.4%
归母净利润增长	20.9%	5.9%	8.4%	11.5%	10.6%
盈利能力					
毛利率	54.6%	54.5%	55.1%	56.0%	56.8%
销售净利率	48.4%	48.0%	47.9%	48.9%	49.4%
ROE	21.1%	19.1%	18.7%	18.7%	18.4%
ROIC	54.3%	46.3%	55.7%	53.5%	71.3%
营运效率					
销售费用/营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用/营业收入	4.0%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用/营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
财务费用/营业收入	-4.8%	-4.0%	-4.7%	-4.6%	-5.3%
投资收益/营业利润	0.6%	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%
所得税/利润总额	21.5%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
应收账款周转率	7.46	5.18	4.00	3.80	3.80
存货周转率	7.22	5.79	5.50	5.50	5.50
流动资产周转率	0.55	0.49	0.44	0.43	0.41
总资产周转率	0.29	0.28	0.27	0.27	0.27
偿债能力					
资产负债率	35.4%	34.6%	35.4%	30.6%	30.7%
流动比率	2.70	2.44	2.38	2.93	2.97
速动比率	2.42	2.22	2.18	2.69	2.76
每股指标（元）					
EPS	0.70	0.74	0.80	0.89	0.99
每股净资产	3.30	3.84	4.23	4.73	5.31
每股经营现金流	0.40	0.39	0.98	0.62	1.16
每股经营现金/EPS	0.58	0.52	1.23	0.69	1.18

估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PE	13.07	12.34	11.38	10.21	9.23
PEG	0.41	0.55	0.98	1.21	0.90
PB	2.75	2.37	2.15	1.92	1.71
EV/EBITDA	7.86	7.66	6.72	5.90	4.79
EV/SALES	5.30	4.97	4.27	3.80	3.08
EV/IC	1.87	1.53	1.33	1.19	0.96
ROIC/WACC	5.81	4.95	5.96	5.65	7.46
REP	0.32	0.31	0.22	0.21	0.13

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES