

公用事业

2019年06月14日

联美控股 (600167)

——大股东低息发行可交债 国企认购看好发展潜力

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

事件：

- 公司控股股东联众新能源完成发行 2019 年非公开发行可交换公司债券（第一期）。

投资要点：

- **大股东低息、高溢价转股价发行可交债，国企资金认购看好公司长期发展。** 公司控股股东联众新能源完成非公开发行可交债。本期债券发行规模为 5 亿元，第一年利率 0.5%，第二年 1%，第三年 1.5%。初始转股价为 10.64 元/股，与发行公告日（6 月 6 日）上市公司收盘价 9.37 元/股相比，溢价率达 13.55%。本期债券由上汽欣臻、中海信托及华能贵诚信托认购。其中，上汽欣臻为上汽投资全资子公司，认购本期 3.2 亿元可交债，同时也是剩余 1.8 亿元可交债认购产品的投资顾问。上汽投资官网信息显示为上汽集团的国内专业投资管理平台和第三方资产管理平台，系上汽集团的全资子公司。在其成立 8 年间，资产管理规模已达 340 亿元。大型国企的国有资本认购，彰显对联众新能源、上市公司的经营情况、管理水平，以及未来发展的认可。
- **工业蒸汽业务首次实现异地扩张，供暖供热主业长期稳定发展。** 公司主营业务为沈阳市部分地区集中供暖以及江苏泰州工业蒸汽供应。5 月公司公告拟以 1.03 亿元的对价收购天津凯森持有的山东菏泽福林热力科技有限公司 66% 的股权。此次收购系公司在工业供热领域的首次异地扩张。菏泽福林热力在菏泽曹县庄寨工业园内拥有特许经营权，保证对园区里桐木加工企业供应蒸汽的唯一性和垄断性。项目建设规划 1*170t/h+2*130t/h 燃煤锅炉，满产后年供应蒸汽能力达 309.6 万吨。天津凯森承诺目标公司今年 7 月起一年内，销售工业蒸汽不低于 100 万吨，如未完成承诺上将选择股权或者现金的方式进行补偿。根据公司预测，菏泽福林项目达产后年均销售收入约 2.99 亿元，内部收益率（税后）为 39.78%。
- **供暖+高铁传媒兼具扩张潜力。** 公司作为清洁供热民营龙头，其技术及发展方向符合我国煤炭清洁化利用的能源发展方向。2 月国资委主任提出，供热应以温度而不是区域来划分。未来南方非传统供暖区域需求潜力巨大。公司在手现金资产约 38.5 亿元，具备良好的区外扩张能力，未来成长可期。兆讯传媒注入后承诺 18~20 年三年业绩合计数不低于 5.72 亿元，有望提升公司整体业绩规模。兆讯传媒 2018 年即实现净利润 1.59 亿元，超额完成业绩承诺的 1.5 亿元。截至 2018 年末兆讯传媒覆盖全国 317 个高铁站点，随着客户资源逐年丰富、高铁网络建设的不断推进，兆讯传媒业务有望保持量价齐升态势。
- **盈利预测与估值：** 暂不考虑收购菏泽热力项目带来的利润增厚，我们维持预测 19~21 年归母净利润分别为 15.99、20.02 亿元和 23.89 亿元，最新股本下 EPS 分别为 0.70、0.88 和 1.04 元/股，当前股价对应 PE 分别为 14、11 和 9 倍。双主业协同发展保障公司未来 3 年业绩复合增速 20% 以上，且在手资金充沛，区外扩张带来新的利润增长点，维持“买入”评级。

市场数据：2019年06月13日

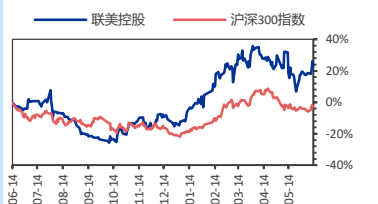
收盘价(元)	9.72
一年内最高/最低(元)	14.5/7.15
市净率	2.5
息率(分红/股价)	1.54
流通 A 股市值(百万元)	22241
上证指数/深证成指	2910.74/8951.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	3.9
资产负债率%	34.14
总股本/流通 A 股(百万)	2288/2288
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,037	1,407	3,817	4,505	5,003
同比增长率(%)	11.9	9.6	25.7	18.0	11.0
净利润(百万元)	1,317	780	1,599	2,002	2,389
同比增长率(%)	25.7	25.3	21.4	25.2	19.3
每股收益(元/股)	0.75	0.44	0.70	0.88	1.04
毛利率(%)	52.6	61.8	53.6	55.6	56.0
ROE(%)	21.6	11.4	21.5	21.2	20.2
市盈率	13		14	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,044	2,376	3,037	3,817	4,505	5,003
营业收入同比增长率 (yoy)	169.81%	16.24%	27.80%	25.70%	18.00%	11.00%
减: 营业成本	1,091	1,188	1,441	1,772	2,001	2,199
毛利率 (%)	46.62%	50.00%	52.56%	53.60%	55.60%	56.00%
减: 税金及附加	19	19	23	31	36	40
主营业务利润	934	1,169	1,573	2,014	2,468	2,764
主营业务利润率 (%)	45.68%	49.19%	51.79%	52.76%	54.78%	55.25%
减: 销售费用	3	7	54	69	74	88
减: 管理费用	107	117	133	167	194	228
减: 财务费用	9	-150	-227	-177	-209	-263
经营性利润	815	1,195	1,613	1,955	2,409	2,711
经营性利润同比增长率 (yoy)	213.39%	46.68%	35.00%	21.16%	23.22%	12.54%
经营性利润率 (%)	39.85%	50.29%	53.12%	51.22%	53.47%	54.19%
减: 资产减值损失	6	1	6	0	0	0
加: 投资收益及其他	81	3	41	85	140	300
营业利润	890	1,212	1,693	2,058	2,568	3,029
加: 营业外净收入	34	6	13	13	13	13
利润总额	924	1,218	1,706	2,071	2,581	3,042
减: 所得税	208	274	357	432	531	597
净利润	716	944	1,349	1,639	2,050	2,445
少数股东损益	17	22	32	40	48	57
归属于母公司所有者的净利润	699	922	1,317	1,599	2,002	2,389
净利润同比增长率 (yoy)	295.76%	31.93%	42.80%	21.40%	25.20%	19.30%
全面摊薄总股本	680	880	1,760	2,288	2,288	2,288
每股收益 (元)	1.03	1.16	0.75	0.70	0.88	1.04
归属母公司所有者净利润率 (%)	34.19%	38.80%	43.36%	-	-	-
ROE	28.17%	12.98%	21.56%	21.50%	21.20%	20.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

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	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.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，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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人作出邀请。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。