

# 联美控股 (600167.SH)

## 控股股东可交换债顺利发行, 公司业绩增长可期

### 核心观点:

- **控股股东完成 5 亿可交换债发行, 初始换股价格为 10.64 元/股**

近日公司控股股东联众新能源完成 2019 年非公开发行可交换公司债券第一期发行 (19 联众 EB)。本期债券发行规模 5 亿元, 期限 3 年, 年票面利率分别为 0.5%、1% 及 1.5%, 初始换股价格为 10.64 元/股。本期债券全部份额由上汽沃臻 4 个产品、中海信托及华能贵诚信托各 1 个产品认购。

- **公司斥资 1.03 亿元收购福林热力 66% 股权, 异地扩张供热主业**

公司拟斥资 1.03 亿元购买福林热力 66% 股权, 预计 2019 年下半年一期项目完工。福林热力投资 3.4 亿元, 年供应蒸汽能力达 309.6 万吨。福林热力地处山东菏泽, 项目区域内工业热用户 172 家, 年用蒸汽量 148.43 万吨, 天津凯森承诺公司今年 7 月起 1 年内, 销售工业蒸汽不低于 100 万吨。

- **积极打造二主业: 收购兆讯传媒布局高铁传媒领域**

兆讯传媒主营国内铁路客运站自主建设的数字媒体, 截至 2018 年末公司已实现覆盖全国 29 个省/自治区/直辖市, 超过 500 个签约站点, 6000 余台数字媒体资源的全国广告媒体网络。2018 年兆讯传媒实现净利润 1.59 亿元, 同比增长 26.9%。2019-2020 年业绩承诺分别为 1.88、2.34 亿元。

- **供暖面积内生增长空间尚存, 期待二主业发力, 维持“买入”评级**

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.69、0.81、0.96 元/股, 按最新收盘价对应 PE 分别为 13.88、11.78、10.01 倍。鉴于供热及传媒两块业务现金流均较为稳定, 故采用 DCF 计算得出合理价值为 11.29 元/股 (WACC 为 7.54%)。受益于清洁供暖推广、拆小上大供暖面积区域内生增长需求释放及供热业务外延扩张, 近三年公司主业有望保持稳健增长, 二主业布局传媒将提供新增长点, 可交债发行成功强化资金实力, 维持“买入”评级。

**风险提示** 其他供暖方式的替代风险; 煤价波动导致利润波动; 区域接网面积增长不及预期; 兆讯传媒数字媒体广告运营规模扩张不及预期。

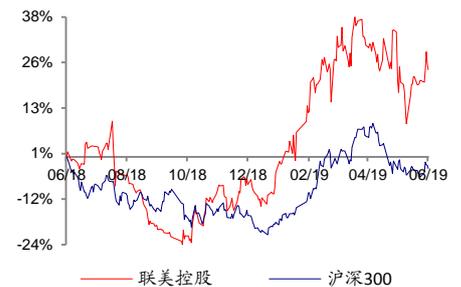
### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,714	3,037	3,865	4,530	5,157
增长率 (%)	32.8	11.9	27.2	17.2	13.8
EBITDA (百万元)	1,503	1,676	2,088	2,445	2,800
净利润 (百万元)	1,048	1,317	1,580	1,863	2,191
增长率 (%)	49.9	25.7	20.0	17.9	17.6
EPS (元/股)	1.19	0.75	0.69	0.81	0.96
市盈率 (P/E)	19.59	12.08	13.88	11.78	10.01
市净率 (P/B)	2.75	2.61	2.96	2.45	2.04
EV/EBITDA	10.02	6.96	8.95	6.92	5.36

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	9.59 元
合理价值	11.29 元
前次评级	买入
报告日期	2019-06-16

### 相对市场表现



分析师: 郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师: 许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

### 相关研究:

联美控股 (600167.SH): 斥 2019-05-27

资 1.03 亿元收购福林热力, 供热业务再添动力

联美控股 (600167.SH): 供 2019-03-13

暖+传媒双主业布局完成, 18 年业绩同比增长 25.7%

联美控股三季报点评: 业绩同 2018-10-30

比增长 36.4%, 大股东增持 彰显信心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>6,860</b>	<b>5,579</b>	<b>4,480</b>	<b>6,428</b>	<b>8,520</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,277</b>	<b>1,133</b>	<b>1,453</b>	<b>2,380</b>	<b>2,669</b>
货币资金	5,551	4,343	3,353	5,117	7,032	净利润	1,069	1,349	1,621	1,910	2,247
应收及预付	380	489	587	685	777	折旧摊销	328	314	325	340	358
存货	68	168	151	173	194	营运资金变动	-119	-490	-462	203	160
其他流动资产	861	580	389	453	517	其它	-1	-40	-31	-74	-96
<b>非流动资产</b>	<b>4,706</b>	<b>5,423</b>	<b>5,314</b>	<b>5,343</b>	<b>5,435</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-708</b>	<b>-2,057</b>	<b>-180</b>	<b>-292</b>	<b>-349</b>
长期股权投资	1	1	1	1	1	资本支出	-377	-517	-280	-352	-429
固定资产	2,801	2,916	2,799	2,716	2,665	投资变动	-624	-2,100	0	0	0
在建工程	250	333	433	553	703	其他	293	560	100	60	80
无形资产	295	288	280	273	265	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,582</b>	<b>-318</b>	<b>-2,263</b>	<b>-325</b>	<b>-405</b>
其他长期资产	1,360	1,885	1,801	1,801	1,801	银行借款	-9	-4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11,567</b>	<b>11,002</b>	<b>9,793</b>	<b>11,771</b>	<b>13,955</b>	股权融资	3,843	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,660</b>	<b>2,725</b>	<b>2,154</b>	<b>2,541</b>	<b>2,877</b>	其他	-252	-314	-2,263	-325	-405
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>4,151</b>	<b>-1,242</b>	<b>-990</b>	<b>1,764</b>	<b>1,915</b>
应付及预收	1,510	1,534	1,906	2,250	2,547	<b>期初现金余额</b>	<b>1,300</b>	<b>5,451</b>	<b>4,343</b>	<b>3,353</b>	<b>5,117</b>
其他流动负债	151	1,191	248	291	330	<b>期末现金余额</b>	<b>5,451</b>	<b>4,209</b>	<b>3,353</b>	<b>5,117</b>	<b>7,032</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2,388</b>	<b>2,084</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>						
长期借款	89	91	91	91	91						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,299	1,993	0	0	0						
<b>负债合计</b>	<b>4,049</b>	<b>4,810</b>	<b>2,245</b>	<b>2,632</b>	<b>2,968</b>						
股本	880	1,760	1,760	1,760	1,760						
资本公积	3,879	699	699	699	699						
留存收益	2,703	3,646	4,963	6,506	8,297						
归属母公司股东权益	7,464	6,107	7,422	8,965	10,756						
少数股东权益	54	86	127	174	231						
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,567</b>	<b>11,002</b>	<b>9,793</b>	<b>11,771</b>	<b>13,955</b>						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	<b>2,714</b>	<b>3,037</b>	<b>3,865</b>	<b>4,530</b>	<b>5,157</b>	<b>成长能力(%)</b>					
营业成本	1,320	1,441	1,835	2,109	2,357	营业收入增长	32.8	11.9	27.2	17.2	13.8
营业税金及附加	20	23	29	34	39	营业利润增长	51.6	25.6	20.0	18.0	17.7
销售费用	58	54	66	77	87	归母净利润增长	49.9	25.7	20.0	17.9	17.6
管理费用	117	133	151	177	201	<b>获利能力</b>					
研发费用	23	24	21	28	31	毛利率	51.4	52.6	52.5	53.5	54.3
财务费用	-153	-227	-188	-207	-269	净利率	39.4	44.4	41.9	42.2	43.6
资产减值损失	1.88	6.26	0.00	0.00	0.00	ROE	14.0	21.6	21.3	20.8	20.4
公允价值变动收益	-2.99	0.10	0.00	0.00	0.00	ROIC	94.8	462.6	54.1	69.2	82.6
投资净收益	5.49	41.46	50.00	60.00	80.00	<b>偿债能力(%)</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1,348</b>	<b>1,693</b>	<b>2,031</b>	<b>2,397</b>	<b>2,821</b>	资产负债率	35.0	43.7	22.9	22.4	21.3
营业外收支	8.44	13.24	19.00	18.50	20.70	净负债比率	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
<b>利润总额</b>	<b>1,356</b>	<b>1,706</b>	<b>2,050</b>	<b>2,416</b>	<b>2,842</b>	流动比率	4.13	2.05	2.08	2.53	2.96
所得税	286	357	429	505	594	速动比率	4.06	1.95	1.96	2.41	2.84
<b>净利润</b>	<b>1,069</b>	<b>1,349</b>	<b>1,621</b>	<b>1,910</b>	<b>2,247</b>	<b>营运能力</b>					
少数股东损益	22	32	41	48	56	总资产周转率	0.30	0.27	0.37	0.42	0.40
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,048</b>	<b>1,317</b>	<b>1,580</b>	<b>1,863</b>	<b>2,191</b>	应收账款周转率	10.47	8.34	8.11	8.11	8.11
EBITDA	1503	1676	2088	2445	2800	存货周转率	17.16	12.23	12.17	12.17	12.17
EPS (元)	1.19	0.75	0.69	0.81	0.96	<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	1.19	0.75	0.69	0.81	0.96
						每股经营现金流	1.45	0.64	0.83	1.35	1.52
						每股净资产	8.48	3.47	3.24	3.92	4.70
						<b>估值比率</b>					
						P/E	19.59	12.08	13.88	11.78	10.01
						P/B	2.75	2.61	2.96	2.45	2.04
						EV/EBITDA	10.02	6.96	8.95	6.92	5.36

## 广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。