

大股东高溢价、大比例受让股权，安全边际凸显

——联美控股 (600167.SH) 公司动态点评

公司点评

邱懿峰 (分析师)	黄红卫 (联系人)	赵腾辉 (联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

● 事件:

联美控股公告，公司控股股东（联众新能源）协议受让北信瑞丰基金管理有限公司、周泽亮持有的股份 8,805.8676 万股（股本占比 5%）。

● 股权集中度提高，进一步强化对联美控股的控制:

联众新能源本次分别协议受让北信瑞丰基金、及周泽亮持有联美控股的 4.54%、0.46% 股权。转让前，联众新能源及联美集团合计持有联美控股 65.52% 股本。协议转让后，联众新能源及联美集团合计持股比例将达 70.52%，实际控制人股权集中度提高，进一步强化对联美控股的控制。

● 大股东高溢价、大比例受让股权，安全边际凸显:

联众新能源本次受让 5% 股权的价格均为 9.55 元/股（不低于 10 月 8 日的大宗交易受让价下限）。以 10 月 9 日联美控股收盘价 7.73 元/股计算，溢价比例高达 23.54%。大股东高溢价、大比例受让股权，股价安全边际凸显。

● 定增解禁对公司股价的冲击缓解，有望迎来估值修复行情:

北信瑞丰基金所持 4.54% 股权，来自定向增发机构配售股份，于 2018 年 5 月 14 日解禁。5 月 14 日定增限售股解禁比例达 22.71%，此前限售股解禁对公司二级市场股价造成压力。结合 2018 年中报的股东结构，当前时点而言，定增解禁的机构所持股票对二级市场冲击较小，有望迎来估值修复行情。

● 未来业绩高增速可期，维持“推荐评级”:

暂不考虑兆讯传媒并表，预计公司 2018-2020 年实现净利润分别为 12.02、13.83、15.82 亿元，EPS 分别为 0.68、0.79 和 0.90 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 11.5、10.0 和 8.7 倍。与传统供暖公司不同，根据沈阳市规划，联美控股所在供暖区域的供暖面积在 2015-2020 年存在翻倍空间，考虑到公司业绩增速较快，我们认为公司合理 PE 在 25 倍左右，维持“推荐”评级。

● 风险提示: 供暖面积增速不及预期风险; 兆讯传媒业绩增速不及预期风险。

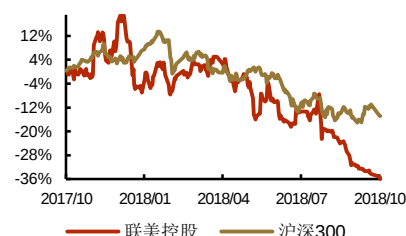
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2044	2,376	2,897	3,421	3,947
增长率(%)	169.8	16.2	21.9	18.1	15.4
净利润(百万元)	698.9	922	1,202	1,383	1,582
增长率(%)	295.8	31.9	30.3	15.1	14.3
毛利率(%)	46.6	50.0	49.5	49.0	48.7
净利率(%)	34.2	38.8	41.5	40.4	40.1
ROE(%)	28.5	13.2	14.9	14.8	14.7
EPS(摊薄/元)	0.40	0.52	0.68	0.79	0.90
P/E(倍)	19.72	14.9	11.5	10.0	8.7
P/B(倍)	5.56	1.9	1.7	1.5	1.3

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.10.09
收盘价(元):	7.73
一年最低/最高(元):	7.6/29.67
总股本(亿股):	17.6
总市值(亿元):	136.06
流通股本(亿股):	8.22
流通市值(亿元):	63.52
近 3 月换手率:	20.85%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.08	-22.72	-21.37
绝对	-6.67	-24.93	-35.59

相关报告

《2018 年 H1 业绩持续快速增长，符合市场预期》2018-08-28

《联美控股 23 亿元收购兆讯传媒 100% 股权，增厚公司业绩》2018-07-29

《安卓首款“FaceID”手机采用 MV 3D 技术，更多项目落地可期》2018-06-01

《2018Q1 业绩增长较快，符合市场预期》2018-05-02

《“供暖、工程”驱动业绩高速增长，超出市场预期》2018-04-12

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2647	6510	7700	8560	10355
现金	1274	5424	5311	7088	7577
应收账款	195	176	276	258	358
其他应收款	1019	117	1268	367	1519
预付账款	32	50	49	68	67
存货	86	68	121	105	158
其他流动资产	42	675	675	675	675
非流动资产	3841	4626	5120	5531	5877
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产	2702	2729	3254	3660	3977
无形资产	303	295	337	387	443
其他非流动资产	836	1601	1529	1484	1456
资产总计	6489	11136	12820	14091	16232
流动负债	1597	1589	2302	2302	2999
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	463	517	689	750	922
其他流动负债	1134	1072	1613	1553	2077
非流动负债	2381	2388	2375	2360	2345
长期借款	95	89	76	61	46
其他非流动负债	2286	2299	2299	2299	2299
负债合计	3979	3977	4676	4663	5343
少数股东权益	29	54	65	81	103
股本	680	880	1760	1760	1760
资本公积	76	3719	2839	2839	2839
留存收益	1723	2505	3597	4837	6240
归属母公司股东权益	2481	7105	8078	9347	10786
负债和股东权益	6489	11136	12820	14091	16232

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1026	1123	616	2363	1060
净利润	716	944	1213	1399	1603
折旧摊销	306	314	281	350	415
财务费用	9	-150	-158	-184	-218
投资损失	-81	-3	-110	-120	-130
营运资金变动	50	-119	-611	918	-611
其他经营现金流	26	137	0	0	0
投资活动现金流	-463	-666	-664	-642	-631
资本支出	520	345	493	412	346
长期投资	-70	-620	0	0	0
其他投资现金流	-12	-941	-171	-230	-285
筹资活动现金流	-307	3692	-65	56	61
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	95	-6	-13	-14	(16)
普通股增加	469	200	880	0	0
资本公积增加	-171	3643	-880	0	0
其他筹资现金流	-701	-144	-52	70	76
现金净增加额	256	4149	-114	1777	489

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2044	2376	2897	3421	3947
营业成本	1091	1188	1462	1744	2026
营业税金及附加	19	19	23	28	32
营业费用	3	7	6	9	9
管理费用	107	117	127	151	174
财务费用	9	-150	-158	-184	-218
资产减值损失	6	1	1	2	2
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0
投资净收益	81	3	110	120	130
营业利润	890	1212	1545	1792	2052
营业外收入	36	7	21	14	18
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	924	1218	1565	1805	2069
所得税	208	274	352	406	466
净利润	716	944	1213	1399	1603
少数股东损益	17	22	11	16	22
归属母公司净利润	699	922	1202	1383	1582
EBITDA	1198	1375	1688	1971	2266
EPS(元)	0.40	0.52	0.68	0.79	0.90

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	169.8	16.2	21.9	18.1	15.4
营业利润(%)	244.0	36.3	27.4	16.0	14.5
归属于母公司净利润(%)	295.8	31.9	30.3	15.1	14.3
获利能力					
毛利率(%)	46.6	50.0	49.5	49.0	48.7
净利率(%)	34.2	38.8	41.5	40.4	40.1
ROE(%)	28.5	13.2	14.9	14.8	14.7
ROIC(%)	14.2	8.7	10.4	10.7	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	35.7	36.5	33.1	32.9
净负债比率(%)	-47.0	(74.5)	(64.1)	(74.3)	-69.0
流动比率	1.7	4.1	3.3	3.7	3.5
速动比率	1.6	4.1	3.3	3.7	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	19.7	12.8	12.8	12.8	12.8
应付账款周转率	3.1	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.52	0.68	0.79	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.80	0.35	1.34	0.60
每股净资产(最新摊薄)	1.41	4.04	4.59	5.31	6.13
估值比率					
P/E	19.72	14.95	11.47	9.96	8.71
P/B	5.56	1.94	1.71	1.47	1.28
EV/EBITDA	12.46	7.8	6.5	4.6	3.8

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>