

联美控股（600167.SH）/公用事业

证券研究报告/研究简报

2022年6月29日

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：7.41

分析师：汪磊

执业证书编号：S0740521070002

电话：021-20315185

Email: wanglei01@r.qizq.com.cn

联系人：郑汉林

Email: zhenghl@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,598	3,468	3,932	4,391	4,877
增长率 yoy%	6%	-4%	13.38%	11.67%	11.07%
净利润（百万元）	1,685	1,046	1,380	1,635	1,874
增长率 yoy%	6%	-38%	31.87%	18.49%	14.61%
每股收益（元）	0.74	0.46	0.60	0.71	0.82
每股现金流量	0.41	0.74	0.67	0.72	0.90
净资产收益率	19%	12%	14%	14%	14%
P/E	10.1	16.2	12.29	10.37	9.05
P/B	1.9	1.9	1.8	1.5	1.3

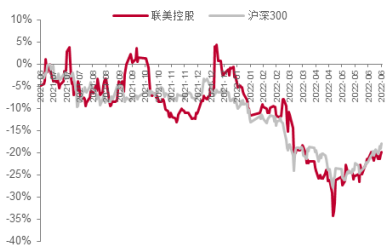
备注：股价取自 2022 年 6 月 28 日数据。

投资要点

- 能源+广告业务齐头并进，业绩有望发展稳健。**目前，联美控股形成综合能源业务+数字媒体广告业务的双主业格局。受煤价上涨及投资收益公允价值变动影响，2021 年公司实现营业收入 34.68 亿元，同比下降 3.61%，归母净利润 10.46 亿元，同比下降 37.93%。预计未来随着煤价调控和煤炭保供工作有序推进，煤价下行回落，公司业绩有望回升。
- 供暖业务稳健增长，积极开拓综合能源业务。**公司深耕于清洁供热市场，目前在沈阳建有集中供热和热电联产厂共 8 座，规划供热面积 1.5 亿平方米。2021 年，公司平均供暖面积达 7046 万平方米，同比增长 3.39%，未来公司在沈阳有将近 8000 万平方米的增长空间。综合能源业务方面，通过“自建+收购+运营管理”的三重模式进行全国布局，在辽宁沈阳、江苏泰州、山东菏泽、上海等地建设和运营了多个综合能源项目，在清洁燃煤集中供热与热电联产、再生水源热泵供热、生物质热电联产、天然气分布式冷热电三联供等多能利用、多能供给和智能管控等方面形成了独特的发展优势。
- 氢能发展空间广阔，公司加速布局相关产业。**2022 年 3 月 23 日，国家发改委、国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，提出到 2025 年，燃料电池车辆保有量约 5 万辆，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，实现二氧化碳减排 100-200 万吨/年。公司积极发展氢能业务，2021 年成立氢能事业部开拓氢能业务，并与上海长三角氢能科技研究院签署战略合作协议。2021 年 12 月，公司投资爱德曼氢能能源装备有限公司 1 亿元，获取 3.40% 的股权，未来双方将共同探索氢能热电联产，助力公司供热清洁化发展。
- 子公司兆讯传媒上市成功，成长与盈利兼具助力公司业绩发展。**2022 年 3 月，兆讯传媒于创业板成功上市。高铁传媒行业成长性向好，而兆讯传媒运营网络覆盖全国，且客户资源优质，市场竞争优势较为突出。随着兆讯传媒在创业板上市，资本实力进一步增强，将有助于其增强服务能力、营销覆盖能力，推动“护城河”宽度进一步增加和市场占有率提升，进而实现业绩持续快速发展。
- 投资建议：**公司深耕热电联产行业，未来供热业务仍有增长空间。同时，公司不断拓展综合能源业务领域，提供冷、热、电、汽四大产品，并参股优质氢能公司，打开成长空间，未来业绩有望稳健增长。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 39.32、43.91、48.77 亿元，分别同比增长 13.38%、11.67%、11.07%，归母净利润分别为 13.80、16.35、18.74 亿元，分别同比增长 31.87%、18.49%、14.61%；对应 EPS 分别为 0.60、0.71、0.82，PE 分别为 12.29、10.37、9.05 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**燃料价格上涨风险；综合能源业务拓展不及预期；媒体广告业务增长不及

基本状况

总股本(百万股)	2288
流通股本(百万股)	2288
市价(元)	7.41
市值(百万元)	16955
流通市值(百万元)	16955

股价与行业-市场走势对比

相关报告

预期；权益资产价格下跌风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

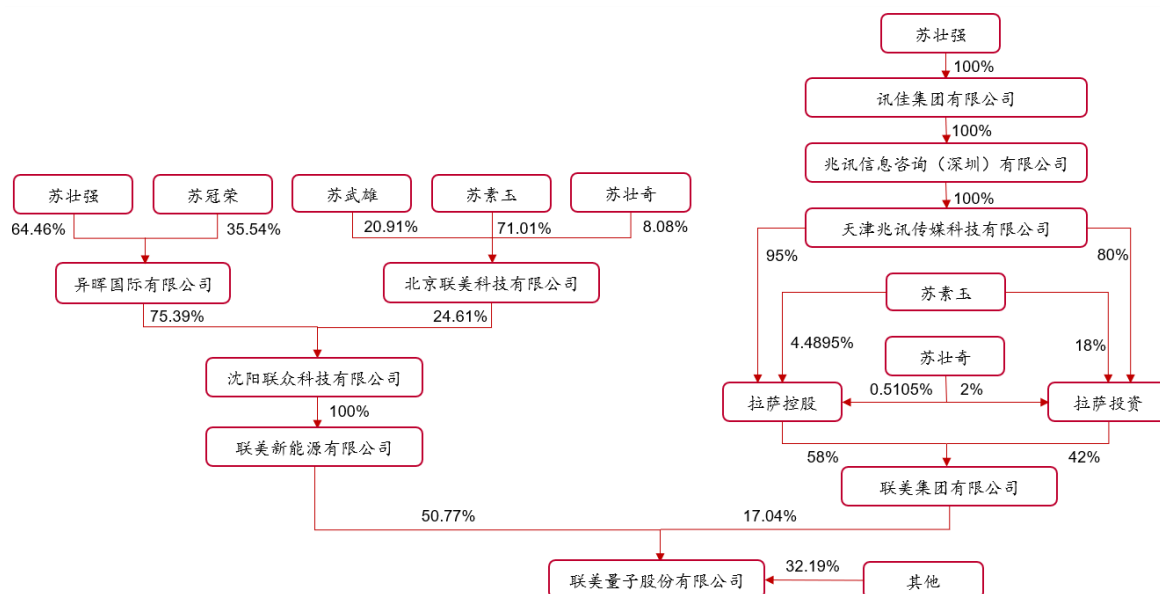
内容目录

1.能源+广告业务齐头并进，业务发展稳健.....	- 4 -
2.供暖业务稳健增长，积极开拓综合性能源业务.....	- 7 -
3.氢能发展空间广阔，公司加速布局相关产业.....	- 10 -
4.子公司兆讯传媒成功上市，助力公司业绩增长.....	- 12 -
5.投资建议：给予“买入”评级.....	- 15 -
风险提示.....	- 17 -

1. 能源+广告业务齐头并进，业务发展稳健

- 联美控股前身沈阳黎明服装股份有限公司成立于 1999 年，并于同年在沪市主板上市；2001 年，公司完成重大资产重组，主营业务由服装加工变更为土地整理开发、热力供暖等；2002 年，公司更名为沈阳新开；2008 年，联美集团入主沈阳新开，上市公司易主，公司更名为联美控股股份有限公司，证券简称变更为联美控股；2016 年，公司完成重大资产重组，增加了清洁燃煤、生物质热电联产等业务；同年，公司更名为联美量子股份有限公司。目前，公司主要经营业务为清洁供热为主的综合能源服务和高铁数字媒体广告经营业务。
- 公司实控人为苏素玉、苏武雄夫妻及苏冠荣、苏壮强、苏壮奇家族五人，截至 2022 年第一季度，合计持有公司 67.81% 的股份。

图表 1：公司股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所注：截至 2022 年一季度。

- 公司核心业务聚焦于综合能源服务和广告业务。综合能源服务方面，公司 2001 年起开始从事供暖业务，立足辽宁沈阳，通过“自建+收购+运营管理”的三重模式进行全国布局，在辽宁沈阳、江苏泰州、山东菏泽、上海等地建设和运营了多个综合能源项目，在清洁燃煤集中供热与热电联产、再生水源热泵供热、生物质热电联产、天然气分布式冷热电三联供等多能利用、多能供给和智能管控等方面形成了独特的发展优势。广告经营业务方面，公司于 2018 年收购控股股东资产——国内最具规模的高铁数字媒体运营商兆讯传媒。2022 年 3 月，兆讯传媒在创业板实现分拆挂牌上市，成为“中国高铁传媒第一股”，主要运营全国铁路客运站数字媒体广告，收取客户广告费。

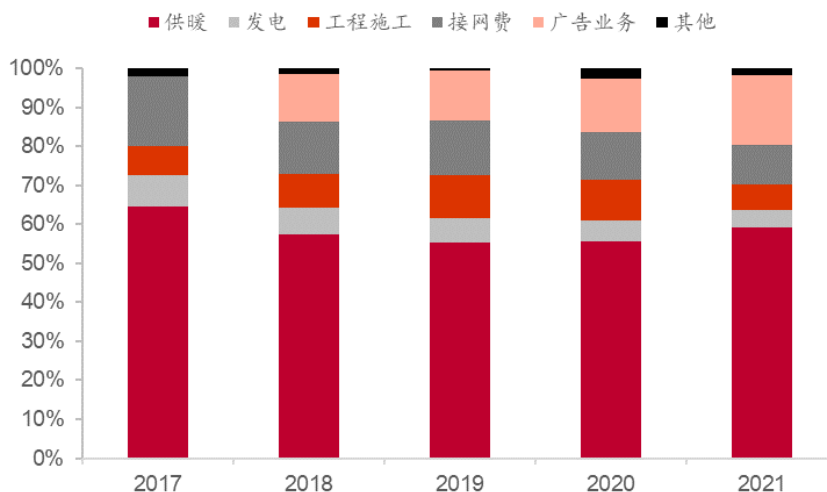
图表 2：公司综合能源业务分布



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司收入主要来自供暖、广告业务。2021 年，公司供暖、接网、发电、工程施工、广告业务收入分别为 20.47、3.44、1.57、2.34、6.20 亿元，占营业收入比例分别为 59.03%、9.92%、4.53%、6.75%、17.88%。

图表 3：2017-2021 年公司营业收入结构



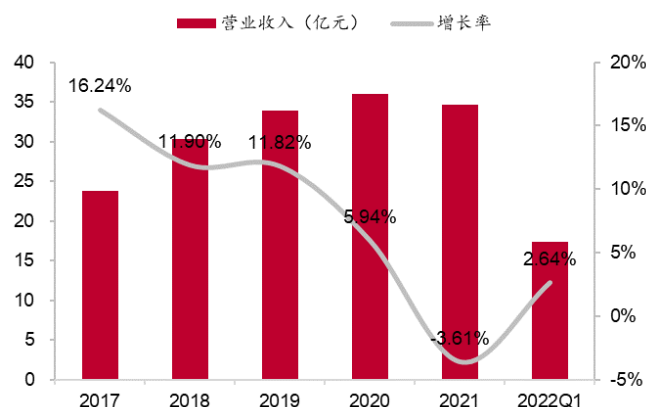
来源：Wind，中泰证券研究所

- 煤价上涨叠加非经常性损益影响公司业绩。2021 年，公司实现营业收入 34.68 亿元，同比下降 3.61%；归母净利润 10.46 亿元，同比下降 37.93%；扣非归母净利润 10.95 亿元，同比下降 24.49%。公司 2021

年业绩波动主要原因如下：首先，2020年疫情背景下，各地政府为支持企业对历史欠款进行支付，因此2020年收入基数比较高；其次，公司虽然采用长协煤价，能够相对有效控制成本，但煤价全年高位运行，公司所用燃煤采购价格相比2020年上涨了5%（包括铁路运费），在一定程度上影响营业成本；最后，公司间接持有的奇安信股票股价回落，使得2021年公允价值变动产生的损失较大。

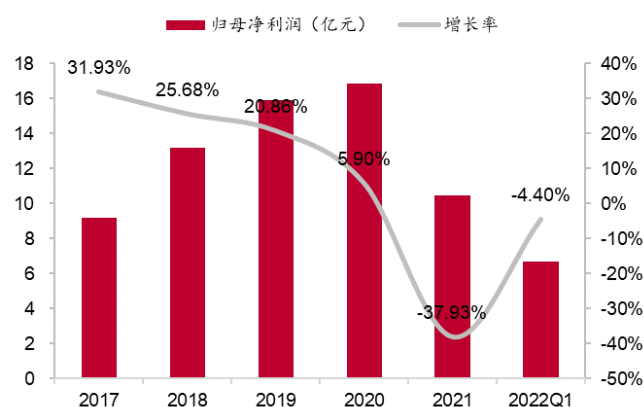
- **2022年预计业绩将恢复增长。**2022年2月，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，提出引导煤炭价格在合理区间运行，预计未来褐煤采购价格有望下行。影响公司2021年业绩的不利因素逐步消除。2022年一季度，公司实现营业收入17.42亿元，同比增长2.64%；归母净利润6.71亿元，同比下降4.40%，业绩呈改善趋势。
- **公司盈利水平较好。**尽管2021年业绩有所下降，但公司2017-2021年毛利率保持在40%以上，净利率保持在30%以上，ROE保持在10%以上，ROA与ROIC除2021年外前四年也保持在10%以上，整体盈利能力较强。

图表 4：2017-2022Q1 年公司营业收入情况



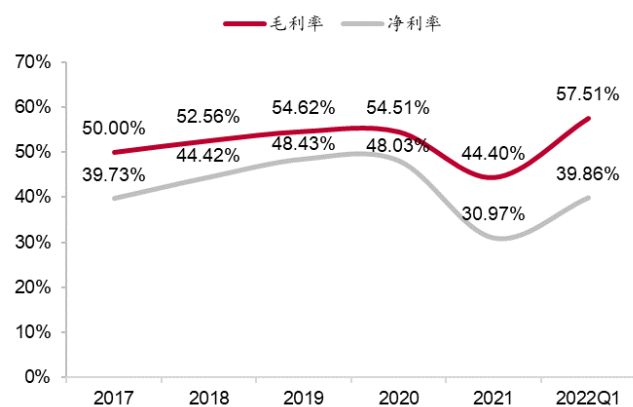
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：2017-2022Q1 年公司归母净利润情况



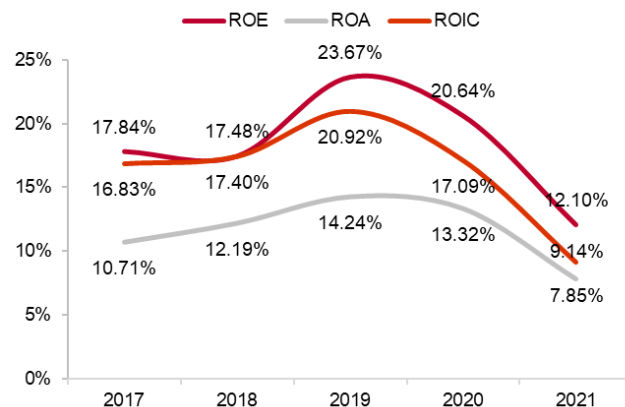
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：2017-2022Q1 年公司毛利率及净利率



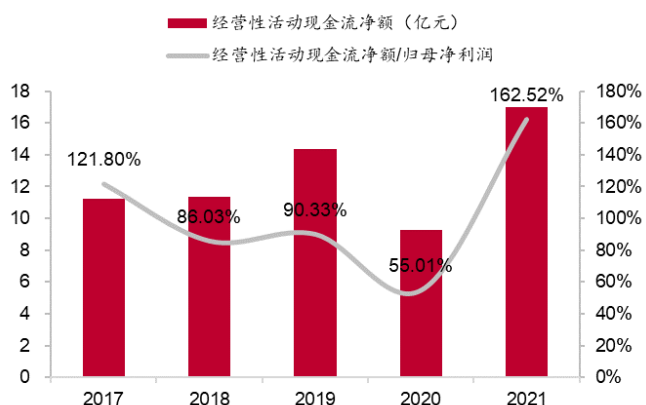
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：2017-2021 年公司 ROE、ROA 及 ROIC

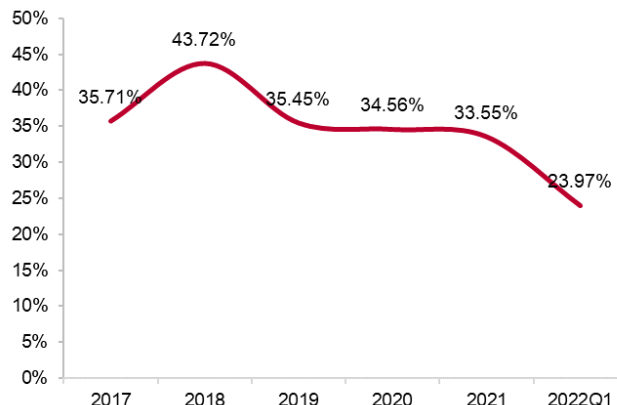


来源：Wind，中泰证券研究所

- **保持 50%以上高分红，后续股息潜力大。**公司于 2021 年 4 月发布《关于提高公司 2020-2022 年度现金分红比例的公告》，宣布三年内公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归母净利润的 50%。2020 年，公司归母净利润 16.85 亿元，现金分红+回购金额 9.15 亿元，分配比例达到 54.30%；2021 年，公司归母净利润 10.46 亿元，现金分红+回购金额 5.54 亿元，分配比例达到 52.02%。2022 年，预计公司仍有较大的分红潜力。
- **经营性现金流净额大幅增长，资产负债率较低。**2021 年，公司经营性现金流净额 17.00 亿元，同比增长 83.31%，主要原因有三点：第一，各项业务回款情况同比有较大改善；第二，下属的商业保理公司保理融资放款净支出同比减少；第三，根据新租赁准则，公司将与租赁相关的付款归类为筹资活动产生的现金流量。同时，公司资产负债率不断走低，在手货币资金充足。2021 年年末公司资产负债率 33.55%，货币资金 54.62 亿元，2022 年一季度资产负债率 23.97%，货币资金 71.21 亿元。

图表 8：2017-2021 年公司经营性现金流净额情况


来源：Wind，中泰证券研究所

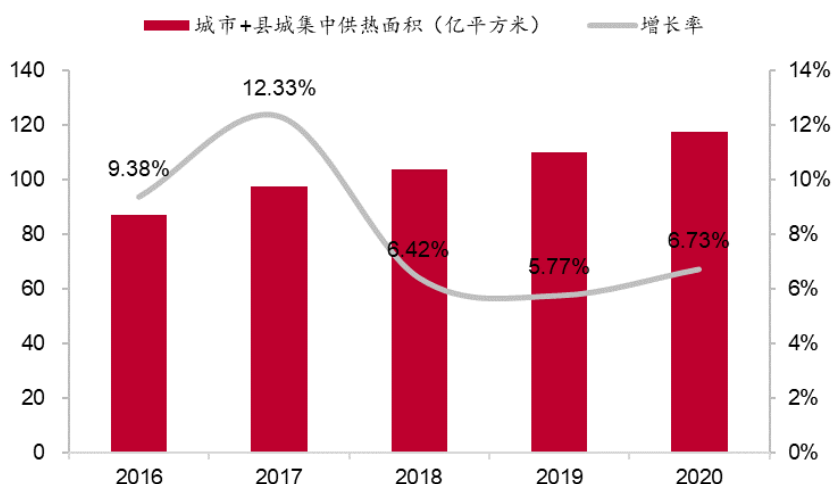
图表 9：2017-2022Q1 年公司资产负债率


来源：Wind，中泰证券研究所

2. 供暖业务稳健增长，积极开拓综合性能源业务

- **集中供暖持续增长，国家政策支持清洁供热。**根据住房和城乡建设部发布的《2020 年城乡建设统计年鉴》，截至 2020 年底，全国集中供热面积约 122.66 亿平方米，较 2019 年增长约 7.8 亿平方米，增长率约 6.8%。其中，城市集中供热面积达 98.82 亿平方米，县城集中供热面积达 18.57 亿平方米，建制镇、乡、镇乡级特殊区域共约 5.27 亿平方米。2021 年 10 月 26 日，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》。《方案》明确，深化可再生能源建筑应用，积极推动严寒、寒冷地区清洁取暖，推进热电联产集中供暖，加快工业余热供暖规模化应用，积极稳妥开展核能供热示范，因地制宜推行热泵、生物质能、地热能、太阳能等清洁低碳供暖。引导夏热冬冷地区科学取暖，因地制宜采用清洁高效取暖方式。

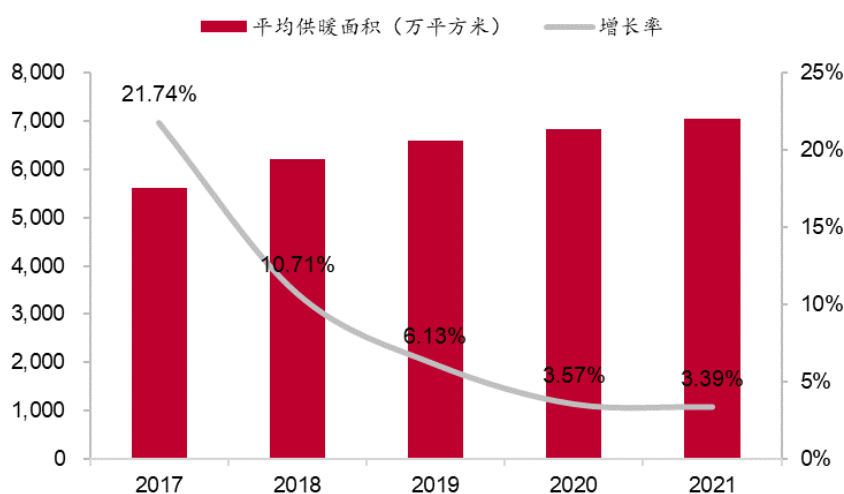
图表 10: 2016-2020 年我国城市+县城集中供热面积情况



来源：住建部，中泰证券研究所

- **供暖市场不利因素正在消除。** 2021 年，房地产市场走势低迷，受限购令、地产融资政策调整及疫情反复等多因素影响，供热市场新增面积增速放缓。随着房地产市场逐步趋稳，以及我国控制疫情能力增强，供暖市场不利因素正在消除。
- **公司深耕沈阳供暖市场，未来仍有增长空间。** 公司深耕集中清洁供热市场，目前在沈阳建有集中供热和热电联产厂共 8 座，供热区域覆盖了沈阳浑南区、皇姑区、于洪区、沈河区、大东区等七个行政区，与金地、恒大、碧桂园、万达、龙湖、首创、保利、华润等知名地产品牌在沈阳的近 600 个住宅项目达成热网接入合作，为 70 多万户提供供热服务。根据公司年报，2021 年，公司平均供暖面积达到 7046 万平方米，同比增长 3.39%。

图表 11: 2017-2021 年公司平均供暖面积情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 沈阳供暖市场绿色转型提供新机遇。**我国特有的能源资源禀赋和北方供热行业的整体用能特性决定了我国北方地区清洁供热在一定时间内仍要立足于煤炭高效清洁利用，并充分挖掘余热利用潜力。随着能源结构转型，我国供热产业中清洁能源占比也将不断提升，这一过程也将为供热市场提供更大的增长空间。根据《沈阳市“十四五”城市民用供热规划》，沈阳市 2020 年全域供热面积 4.98 亿平方米。其中，清洁能源供热面积 0.21 亿平方米，占比 4.2%；热电联产供热面积 1.63 亿平方米，占比 32.8%。按照规划，沈阳计划 2025 年增加清洁能源供热至 1.1 亿平方米，相较 2020 年增长 423.81%，增加热电联产供热至 1.98 亿平方米，相较 2020 年增长 21.47%；2030 年增加清洁能源供热至 1.85 亿平方米，相较 2020 年增长 780.95%，减少热电联产供热至 1.56 亿平方米，相较 2020 年减少 4.29%。因而，热电联产在短期内仍有增长空间，而包括水源热泵、空气源热泵、生物质能等在内的清洁能源供热为公司带来发展机遇。

图表 12：沈阳市各类供热方式规划占比

类型	2025 年		2030 年	
	面积 (万 m ²)	占比	面积 (万 m ²)	占比
清洁能源	11000	20.4%	18500	32.0%
热电联产	19848	36.9%	15648	27.1%
锅炉房	17422	32.4%	15092	26.1%
远距离长输供热	5530	10.3%	8560	14.8%
合计	53800	100.0%	57800	100.0%

来源：《沈阳市“十四五”城市民用供热规划》，中泰证券研究所

- 综合能源业务不断发力，公司因地制宜探索多元方案。**在综合能源业务领域，不同区域所富有的资源不同，公司根据不同情况与需求开展业务。在南方“冬暖夏凉”服务和工业园区的综合能源服务领域，以可再生清洁能源为优先，因地制宜地选用天然气、地（水）源热泵、空气源热泵、生物质热电等可再生能源新技术，拓展多能互补的综合能源服务业务。在华北地区，围绕着丰富的地热资源，探索以中深层地热为代表的可再生清洁供热项目；在华南地区，制冷是客户的主要需求，且存在着大量的低谷电，以冰蓄冷为切入点，进军南方广阔的制冷市场。这些业务的开展，将有力推动公司未来业绩增长。

图表 13：空气源热泵、水源热泵、地源热泵技术对比

热泵类型	原理图示	原理简述
空气源热泵		<p>空气源热泵主要由压缩机、膨胀阀、翅片换热器、套管换热器这四大部件组成的，通过电能的输入驱动压缩机、电机做功，让翅片换热器实现吸热，套管换热器放热的过程。</p>
水源热泵		<p>夏天将建筑物中的热量转移到水源中；在冬季，则从相对恒定温度的水源中提取能量，利用热泵原理通过空气或水作为载冷剂提升温度后送到建筑物中，水源直接参与全程换热。</p>
地源热泵		<p>地源热泵则是利用水与地能(地下水、土壤或地表水)进行冷热交换来作为地源热泵的冷热源，冬季把地能中的热量“取”出来，供给室内采暖，此时地能为“热源”；夏季把室内热量取出来，释放到地下水、土壤或地表水中，此时地能为“冷源”，地表水只作为介质传热到系统水源里，系统水源不直接参与换热。</p>

来源：公开资料，中泰证券研究所

图表 14：公司部分综合能源业务项目

项目名称	具体情况
国家会展中心(上海)能源站项目	公司联合华电福新能源公司共同投资运营的国家会展中心(上海)能源站为场馆提供冷、热、电综合能源及生活热水服务，服务面积147万平米。本项目为“冷、热、电”三联供天然气分布式能源系统，服务面积147万平米，实际发电总装机容量为26.4MW。项目设计年冷热负荷量86万GJ。
泰州医药高新区生物质热电联产项目	该项目位于江苏省国家级泰州医药高新技术产业开发区，采用具有自主知识产权的高效燃烧技术，利用农林废弃物等生物质燃料进行发电并供热，为泰州经济开发区、医药产业园区及其周边楼宇，以及雀巢健康科学、阿斯利康、石药集团等40余家知名企业提供蒸汽集中供热、供电等配套服务。
菏泽曹县庄寨工业园热电联产项目	该项目位于山东省菏泽市曹县庄寨工业区——中国最大桐木生产基地。项目为庄寨镇和工业园区集中供热，供应板材加工用蒸汽，提供热电保障。

来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

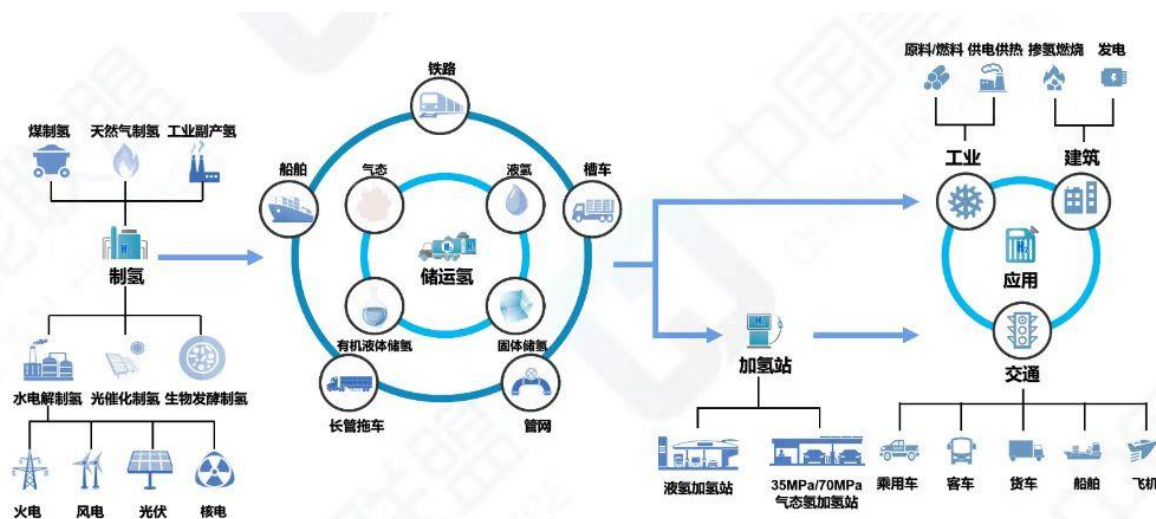
3. 氢能发展空间广阔，公司加速布局相关产业

- 顶层设计支持氢能发展。**要实现碳中和的终极目标，我国的整个能源体系将发生深刻变革，氢能或将成为实现碳中和目标的最终解决方案。当前我国氢能产业尚未形成体系，中央及地方支持政策相继出台，推动相关产业快速发展。2022年3月23日，国家发改委、国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划(2021-2035年)》，提出了氢能产业发展各阶段目标：到2025年，基本掌握核心技术和制造工艺，燃料电池车辆保有量约5万辆，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到10-20万吨/年，实现二氧化碳减排100-200万吨/年。到2030年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，有力支撑碳达峰

峰目标实现。到 2035 年，形成氢能多元应用生态，可再生能源制氢在终端能源消费中的比例明显提升。

- **氢能产业链包括“氢气制取、氢气储运、氢气使用”三个环节。**制氢方面，按照制取过程中的碳排放强度，氢气被分为灰氢（化石燃料制氢）、蓝氢（工业副产氢、加装 CCUS 的化石燃料制氢）和绿氢（可再生能源制氢）。储运方面，储氢分为物理储氢和化学储氢，运氢分为长管拖车、液氢槽车/船、氢气管网，国内多采用高压气态长管拖车。氢气下游应用方面，氢能燃料电池汽车是主要应用场景。此外，氢可以驱动热电联供系统，为建筑物等供电供热等。

图表 15：氢能产业链



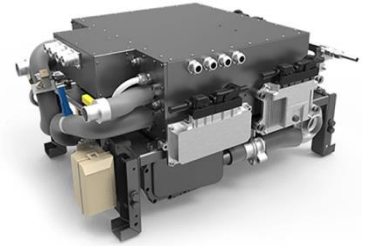
来源：中国氢能联盟，中泰证券研究所

- **积极拓展氢能领域，开始探索应用场景。**公司积极投入到氢能的产业发展中，2021 年成立氢能事业部开拓氢能业务，并与上海长三角氢能科技研究院签署战略合作协议，将依托上海青浦等长三角氢能产业优势地区先行实践，积极探索和实践氢燃料热电联产场景应用，并逐步投资技术研发及装备制造等相关产业。
- **参股爱德曼，推动氢能布局进一步落地。**2021 年 12 月，公司投资爱德曼氢能装备有限公司 1 亿元，获取 3.40% 的股权。爱德曼氢能成立于 2016 年 6 月，是国内少数同时具备燃料电池金属双极板、膜电极量产能力的公司，同时具备燃料电池系统和整体装备生产线制造能力。目前，爱德曼氢能已在浙江嘉善、广东佛山、山东淄博、上海青浦、北京大兴等地建立了生产基地。成立 5 年以来，爱德曼氢能完成 8 次产品迭代和多次的工艺和生产线的进化，目前已成功开发并量产了 30KW-150KW 电堆系列产品，主力产品 128KW 和 150KW 电堆产品已得到市场的广泛认可。

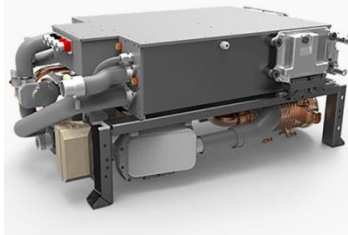
图表 16：爱德曼燃料电池电堆产品示意图

128kW电池系统

系统额定功率	100 kW
电堆额定功率	128 kW
系统工作温度范围	-20~82 °C
电堆功率密度	3.0 kW/L
电堆模块尺寸(长*宽*高)	660 X510 X170 mm
电堆模块质量	70 kg
电堆质量功率密度	1830 W/kg



100kW电池系统



系统额定功率	82 kW
电堆额定功率	101 kW
系统工作温度范围	-20~80 °C
电堆功率密度	2.8 kW/L
电堆模块尺寸(长*宽*高)	520 X510 X170 mm
电堆模块质量	60 kg
电堆质量功率密度	1680 W/kg

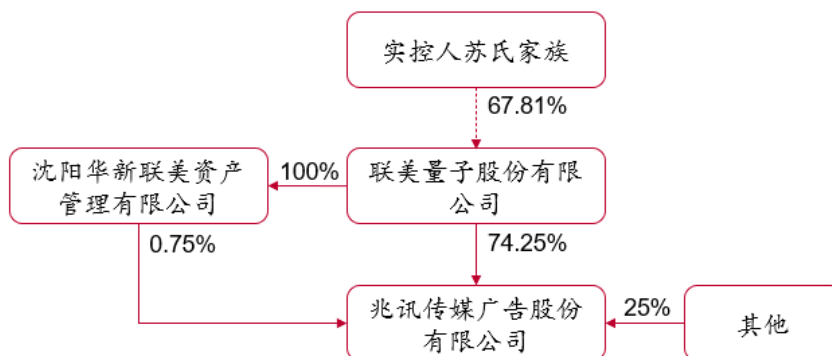
来源：爱德曼氢能官网，中泰证券研究所

- 公司联合爱德曼布局氢能热电联产。**在氢能热电联产领域，公司从上游产氢、中游输氢、下游应用等多个环节着力布局。爱德曼氢能已经开始探索氢燃料电池在固定式发电、热电联产等领域的应用，双方将通过深入合作逐步建立起氢热电联产的技术标准与体系，共同推动和引领相关技术和商业模式走向成熟。未来公司将继续加大氢能业务投资布局力度，推动氢能在能源领域落地和实施。

4. 子公司兆讯传媒成功上市，助力公司业绩增长

- 高铁媒体第一股，长协锁定优质资源。**2018年，公司收购国内最大规模的高铁数字媒体运营商兆讯传媒。2022年3月，兆讯传媒于创业板成功上市，成为高铁媒体中首家上市公司。兆讯传媒上市后，联美控股直接持有其74.25%股份，通过联美资管间接持有其0.75%股份，合计持有兆讯传媒75%的股份。实控人苏氏家族通过间接持股合计持有兆讯传媒约50.86%的股份。兆讯传媒主营业务为从事高铁数字媒体资源的开发、运营和广告发布业务。兆讯传媒在铁路媒体领域深耕多年，通过中长期协议锁定客流最密集的候车区域，自主安装数字媒体设备，建成了一张覆盖全国多层次、多区域的自有高铁数字媒体网络，并不断进行升级和优化，为客户提供专业的数字媒体广告发布服务实现盈利。

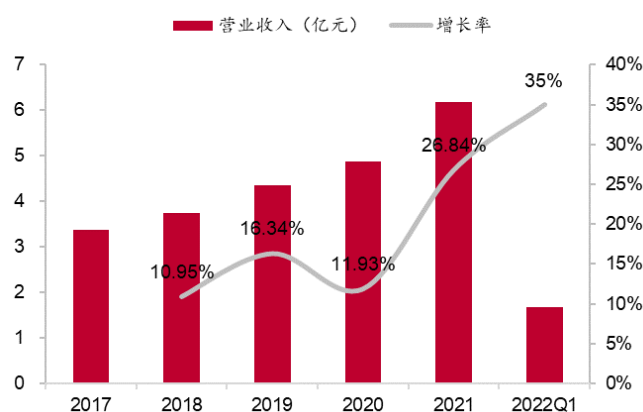
图表 17：兆讯传媒股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所 注：截至 2022 年一季度。虚线部分代表实际控制人苏氏家族通过间接持股合计持有联美量子股份有限公司 67.81% 的股份。

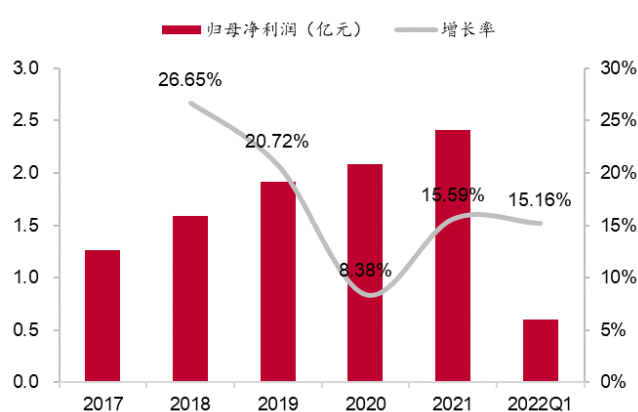
- **广告业务不断扩张，营收业绩持续增长。**2021 年，兆讯传媒全年实现营业收入 6.19 亿元，同比增长 26.84%；归母净利润 2.41 亿元，同比增长 15.59%。2017-2021 年，兆讯传媒业务持续扩张，营业收入与归母净利润保持连续增长。2022 年一季度，公司实现营业收入 1.68 亿元，同比增长 35.00%，归母净利润 0.60 亿元，同比增长 15.16%。

图表 18：2017-2022Q1 兆讯传媒营业收入情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 19：2017-2022Q1 兆讯传媒归母净利润情况

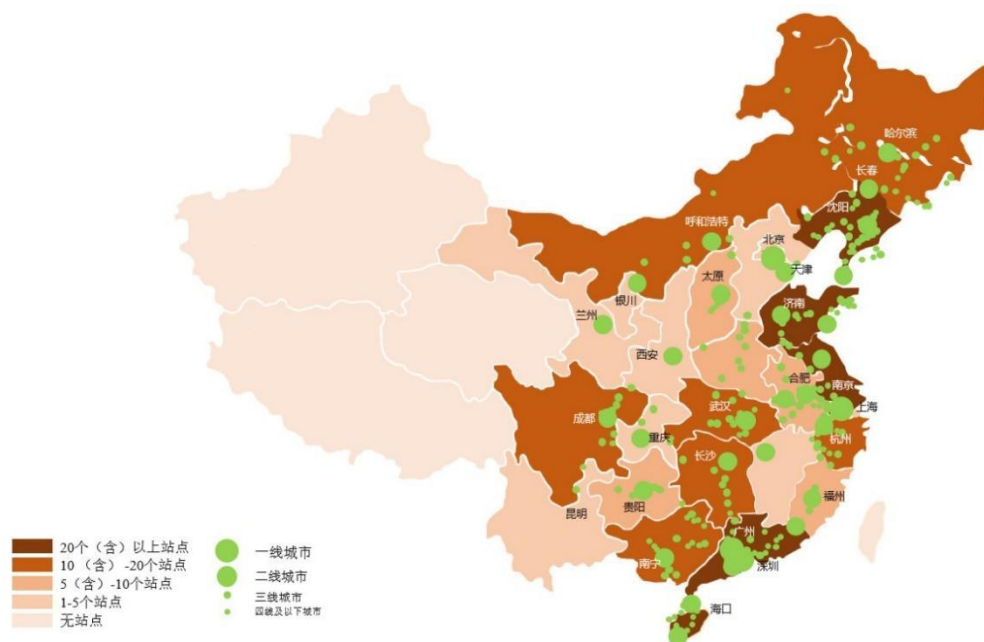


来源：Wind，中泰证券研究所

- **高铁数字媒体行业成长性好。**根据 CODC 数据，2021 年全国户外广告投放刊例花费约为 1781 亿元，刊例花费同比增长 20%。受益于铁路客流恢复，2021 年全年火车/高铁站媒体户外广告投放刊例花费约为 139.79 亿元，刊例花费同比增长 46%。随着互联网行业红利见顶，投放成本上升，线下场景流量依然具有很大价值。对于高铁场景这一具有海量真实客流的媒体场景而言，媒体价值十分显著。凭借覆盖人数广、触达率高、定位清晰和网络化等特质，酒类、娱乐休闲、建材、家居用品、家电等行业对高铁媒体有稳定的投放偏好。
- **运营网络覆盖全国，竞争优势明显。**兆讯传媒专注于铁路客运站数字媒体网络建设并提供营销发布服务，已与国内 18 家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的 17 家铁路局集团签署了媒体资源使用协议。截至 2021 年，已建成覆盖全国 29 个省级行政区、年触达客流量超过 10 亿人次的

自有高铁数字媒体网络。资源区域覆盖了长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域，形成了以高铁动车站点为核心，布局全国铁路网的数字媒体网络。根据兆讯传媒 2021 年报，其已签约铁路客运站 558 个，开通运营铁路客运站 432 个，其中 90% 以上属于高铁站（含动车），运营 5607 块数字媒体屏幕。兆讯传媒高铁数字媒体网络核心优势体现在其覆盖的广度和深度，新进入者难以在短时间内复制或者颠覆其已建成的高铁数字媒体网络。

图表 20：兆讯传媒媒体资源网络



来源：兆讯传媒招股说明书，中泰证券研究所

- **单屏销售收入提高，优质客户不断增加。**根据兆讯传媒招股说明书，2018 年至 2020 年折合成单块屏幕媒体资源销售收入分别为 6.29、8.07、8.92 万元，反映兆讯传媒营销能力优秀，客户认可度不断提高。目前，兆讯传媒已与众多知名公司建立了良好的战略合作关系，客户群体涉及汽车、房地产、酒类、消费品、互联网、食品饮料等诸多行业，主要服务的大型知名企业有一汽大众、舍得酒业、阿里巴巴、中洲集团、娃哈哈、五粮液等。
- **募投项目有利于提高兆讯传媒综合实力。**本次兆讯传媒上市，募集资金投资项目的建设是围绕其主营业务展开，着眼于提升服务能力、营销覆盖能力和技术研发实力。
- **(1) 运营站点数字媒体建设项目：**新建运营站点 121 个，优化运营站点 112 个，共计新增大尺寸、高清晰的数字媒体设备 2255 个，有利于扩大业务范围，提高数字媒体广告播放效果。
- **(2) 营销中心建设项目：**本项目将在北京设立营销总部中心，并在上海、广州、深圳等 14 座城市扩建和新建合计 14 个营销运营中心，进一步提升兆讯传媒在全国主要区域的营销团队覆盖率，提升客户获取能力和服务能力。

- (3) 运营总部及技术中心建设项目：运营总部旨在整合兆讯传媒运营资源，提升运营能力；技术中心旨在对现有 IT 系统进行带宽升级、数据库扩容建设，同时针对大数据分析技术进行开发研究，优化精准投放广告的精细化管理能力，加强对广告主提供优质广告投放方案的服务能力。

图表 21：兆讯传媒上市募集资金投资项目

序号	项目名称	项目实施主体	总投资额 (万元)	使用募集资金投入金额 (万元)	备案号
1	运营站点数字媒体建设项目	兆讯传媒	79539.77	79539.77	津保自贸投[2020]97号
2	营销中心建设项目	兆讯新媒体	8825.62	8825.62	2020年度14号
3	运营总部及技术中心建设项目	兆讯传媒	29771.00	29771.00	津保自贸投[2020]80号
4	补充流动资金项目	兆讯新媒体	12000.00	12000.00	-
	合计	-	130136.39	130136.39	-

来源：兆讯传媒招股说明书，中泰证券研究所

- “百城千屏”项目开辟第二成长曲线。2022年1月，工信部等六部门引发《“百城千屏”活动实施指南》，提出到2023年6月，通过新建或引导改造国内大屏为4K/8K超高清大屏，加速推动超高清视音频在多方面的融合创新发展。随着政策的落地，裸眼3D将成替代品，成为市场主流LED屏。公司拟投资4.21亿元，在省会及以上城市通过自建和代理方式取得15块户外裸眼3D高清大屏，通过加强这些重点城市的媒体布局将进一步巩固公司的区域资源优势，提高对消费力较高人群的覆盖能力，充分满足客户在重点城市的广告投放需求。根据公司公告，预计项目建设周期3年，经营期9年；结合各点位的刊例价、播放量、客户量、折扣情况、上刊率、客户比类占比情况，预计建成后年平均利润7478.54万元，年平均利润率32.71%。

5. 投资建议：给予“买入”评级

- **核心假设：**基于公司各项业务过往收入状况及公司未来发展战略方向，结合行业发展趋势和行业市场现状格局，我们对公司主要业务的收入及毛利率情况做出以下假设：
- **供暖及蒸汽业务：**公司占有相对稳定的供热市场。沈阳市目前既有清洁能源供热面积2100万平方米，占比4.2%；根据规划，力争到2025年新增8900万平方米，占比达到20%，公司依然有较大的发展空间。2020-2021年，受疫情影响，用大型燃煤锅炉替代小型燃煤锅炉的进程有所停滞，公司集中供热面积增速放缓。随着我国疫情控制能力的增强，在没有大规模外延并购的基础上，预计公司2022-2024年供暖面积增长速度为每年新增500万平方米。根据公司2019-2021年供暖及蒸汽业务收入及平均供暖面积，测算出三年供暖业务平均单价分别为28.59、29.35、29.05元/平方米。假设公司2022-2024年供暖业务平均单价略微增长，保持在29.50元。预计2022-2024收入增长率分别为8.75%、6.63%、6.21%，毛利率分别为32%、35%、35%。

- **发电业务：**公司目前总装机容量 114 兆瓦。其中沈阳新北（不含联美生物能源）装机容量 49 兆瓦，国新环保装机容量 35 兆瓦，联美生物能源装机容量 30 兆瓦，连续多年未发生变动。预计 2022-2024 年公司装机容量不会发生改变，火电利用小时数继续保持上升趋势，生物质发电小时数有所上升。公司连续三年电价基本保持稳定，由于近期煤电市场化交易电价上浮，预计火电售价有所上升，生物质发电售价保持稳定。预计 2022-2024 年发电业务收入增长率分别为 16.56%、4.37%、4.19%，毛利率分别为 5%、10%、10%。
- **工程施工：**公司主要从事与供暖客户及供暖业务相关的工程。2021 年受疫情影响，此业务增速为负，随着疫情有所好转，预计 2022-2024 年工程施工能够逐渐恢复正常增长。预计 2022-2024 年工程施工收入增长率分别为 5%、5%、5%，毛利率稳定为 88%。
- **接网业务：**公司将用户内部供暖管网接入公司供暖管网，按照用户园区建筑面积收取相应接网费。随着疫情影响减少，预计此业务能够恢复增长。预计 2022-2024 年接网业务收入增长率分别为 12%、10%、10%，毛利率稳定为 99%。
- **广告业务：**子公司兆讯传媒主要运营全国铁路客运站数字媒体广告，收取客户广告费。2021 年，公司新增 65 个媒体站点资源，同时进行了 30 个站点的媒体优化，布局广度深度持续提升。预计 2022-2024 年广告业务收入增长率分别为 30%、30%、25%，毛利率稳定为 60%。
- **物业、多种经营收入：**预计 2022-2024 年物业、多种经营收入增长率稳定在 25%，毛利率稳定为 24%。

图表 22：联美控股收入拆分及预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
供暖及蒸汽业务	18.81	20.00	20.47	22.26	23.74	25.21
增长率 yoy	7.79%	6.33%	2.34%	8.75%	6.63%	6.21%
毛利率	39.49%	39.95%	29.62%	30%	35%	35%
发电业务	2.14	1.91	1.57	1.83	1.91	1.99
增长率 yoy	4.53%	-10.88%	-17.60%	16.56%	4.37%	4.19%
毛利率	11.16%	5.63%	-17.48%	5%	10%	10%
工程施工	3.70	3.81	2.34	2.46	2.58	2.71
增长率 yoy	41.07%	3.04%	-38.54%	5%	5%	5%
毛利率	88.33%	88.85%	88.51%	88%	88%	88%
接网业务	4.75	4.41	3.44	3.96	4.35	4.79
增长率 yoy	15.85%	-7.12%	-22.03%	15%	10%	10%
毛利率	98.81%	98.96%	99.78%	99%	99%	99%
广告业务	4.36	4.88	6.19	8.05	10.46	13.08
增长率 yoy	16.34%	11.93%	26.84%	30%	30%	25%
毛利率	66.28%	61.30%	59.57%	60%	60%	60%
物业、多种经营业务	0.22	0.26	0.32	0.40	0.50	0.63
增长率 yoy	-0.71%	17.03%	24.99%	25%	25%	25%
毛利率	22.54%	25.56%	24.52%	24%	24%	24%
类金融收入净额	-0.02	0.71	0.27	0.30	0.30	0.30
增长率 yoy	—	—	—	—	—	—
毛利率	—	—	—	—	—	—

其他业务	0.01	0.01	0.07	0.07	0.07	0.07
增长率 yoy	-94.94%	5.18%	676.70%	0%	0%	0%
毛利率	96.34%	48.66%	94.05%	90%	90%	90%
营业收入	33.96	35.98	34.68	39.32	43.91	48.77
增长率 yoy	11.82%	5.94%	-3.61%	13.38%	11.67%	11.07%
毛利率	54.62%	54.51%	44.40%	46.12%	49.73%	50.25%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 供热业务方面，选择以节能高效发电设备、热电运营服务等为主要业务的华光环能、以冷热电气在内的综合节能服务为主要业务的南网能源以及从事热电联产业务的协鑫能科作为可比公司；广告业务方面，选择以生活圈媒体网络运营为主要业务的分众传媒和从事整合营销服务的综合型广告传媒企业三人行作为可比公司。公司供热业务可比公司 2022-2024 年 PE 平均估值分别为 22.64、18.01、14.22 倍；公司广告业务可比公司 2022-2024 年 PE 平均估值分别为 16.65、12.56、10.42 倍。相较于可比公司，联美控股估值偏低，未来公司“综合能源+数字媒体广告”双轮驱动，业绩持续稳步增长可期，预计公司估值仍有提升空间。

图表 23：联美控股公司可比公司情况

业务类别	公司简称	股价 (元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
供热业务	华光环能	8.11	1.04	0.98	1.17	1.35	7.80	8.28	6.93	6.01
	南网能源	6.58	0.13	0.17	0.21	0.26	50.62	38.71	31.33	25.31
	协鑫能科	16.55	0.74	0.79	1.05	1.46	22.36	20.95	15.76	11.34
	平均						26.93	22.64	18.01	14.22
广告业务	分众传媒	6.60	0.42	0.36	0.46	0.53	15.71	18.33	14.35	12.45
	三人行	108.63	7.25	7.26	10.08	12.96	14.98	14.96	10.78	8.38
	平均						15.35	16.65	12.56	10.42
联美控股		7.41	0.46	0.60	0.71	0.82	16.21	12.29	10.37	9.05

来源：Wind，中泰证券研究所 注：股价数据取自 2022 年 6 月 28 日，盈利数据取自 Wind 一致预期。

- 公司深耕热电联产行业，未来供热业务仍有增长空间。同时，公司不断拓展综合能源业务领域，提供冷、热、电、汽四大产品，并参股优质氢能公司，打开成长空间，未来业绩有望稳健增长。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 39.32、43.91、48.77 亿元，分别同比增长 13.38%、11.67%、11.07%，归母净利润分别为 13.80、16.35、18.74 亿元，分别同比增长 31.87%、18.49%、14.61%；对应 EPS 分别为 0.60、0.71、0.82，PE 分别为 12.29、10.37、9.05 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **燃料价格上涨风险**：2021 年，公司燃料及购热成本占供暖及蒸汽业务成本的 43.43%，相较 2020 年金额同比增长 25.15%，对供暖及蒸汽业务毛利率下降 10.33%起到较大影响。后续若煤价持续高位，公司盈利能

力依然会受到不利影响。

- **综合能源业务拓展不及预期:** 公司以综合能源业务拓展为新的主要增长点。若是后续市场竞争加剧, 相关项目进度不及预期, 公司成长空间将受到不利影响。
- **媒体广告业务增长不及预期:** 过去五年公司广告业务保持营收业绩双增长。若未来行业竞争导致主要客户的广告投放量减少或主要客户流失, 而公司又未能开发足够的新客户, 公司营业收入可能下降从而影响公司业绩。
- **权益资产价格下跌风险:** 2021年, 公司业绩下滑的一大原因为间接持有的奇安信股票股价持续下跌。虽然 2022Q1 奇安信业绩有所好转, 但若后续奇安信股票未能获得市场认可, 公司业绩将继续受到不利影响。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险:** 报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理, 可能存在信息滞后或更新不及时的情况, 难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 24: 联美控股财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,462	6,508	7,777	9,282	营业收入	3,468	3,932	4,391	4,877
应收票据	3	3	3	4	营业成本	1,928	2,119	2,207	2,426
应收账款	736	795	966	1,031	税金及附加	26	28	31	34
预付账款	131	139	152	164	销售费用	87	77	89	88
存货	293	358	374	397	管理费用	154	166	184	195
合同资产	0	0	0	0	研发费用	23	26	29	32
其他流动资产	601	784	829	889	财务费用	-136	-101	-131	-119
流动资产合计	7,226	8,587	10,101	11,767	信用减值损失	-39	-14	-17	-10
其他长期投资	90	90	90	90	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	95	95	95	95	公允价值变动收益	-102	90	51	110
固定资产	3,316	3,345	3,372	3,395	投资收益	29	23	26	26
在建工程	148	198	248	298	其他收益	21	26	26	24
无形资产	298	280	257	238	营业利润	1,296	1,742	2,068	2,372
其他非流动资产	2,318	2,319	2,320	2,322	营业外收入	11	13	11	11
非流动资产合计	6,266	6,327	6,382	6,439	营业外支出	4	2	2	2
资产合计	13,492	14,915	16,484	18,207	利润总额	1,303	1,753	2,077	2,381
短期借款	1,310	1,026	1,271	1,202	所得税	229	337	399	457
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,074	1,416	1,678	1,924
应付账款	381	532	513	551	少数股东损益	28	37	44	50
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,046	1,379	1,634	1,874
合同负债	1,152	1,306	1,459	1,620	NOPLAT	962	1,335	1,572	1,827
其他应付款	104	209	153	155	EPS (按最新股本摊薄)	0.46	0.60	0.71	0.82
一年内到期的非流动负债	188	188	188	188					
其他流动负债	126	210	187	175	主要财务比率				
流动负债合计	3,261	3,472	3,770	3,891	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	71	64	55	45	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-3.6%	13.4%	11.7%	11.1%
其他非流动负债	1,194	1,442	1,341	1,325	EBIT增长率	-41.1%	41.5%	17.8%	16.2%
非流动负债合计	1,264	1,506	1,396	1,371	归母公司净利润增长率	-37.9%	31.9%	18.5%	14.6%
负债合计	4,526	4,978	5,166	5,262	获利能力				
归属母公司所有者权益	8,723	9,657	10,994	12,570	毛利率	44.4%	46.1%	49.7%	50.3%
少数股东权益	244	280	324	374	净利率	31.0%	36.0%	38.2%	39.4%
所有者权益合计	8,966	9,937	11,318	12,944	ROE	11.7%	13.9%	14.4%	14.5%
负债和股东权益	13,492	14,915	16,484	18,207	ROIC	12.7%	16.2%	16.7%	17.2%
					偿债能力				
					资产负债率	33.5%	33.4%	31.3%	28.9%
					债务权益比	30.8%	27.4%	25.2%	21.3%
					流动比率	2.2	2.5	2.7	3.0
					速动比率	2.1	2.4	2.6	2.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	84	70	72	74
					应付账款周转天数	73	78	85	79
					存货周转天数	56	55	60	57
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.46	0.60	0.71	0.82
					每股经营现金流	0.74	0.67	0.72	0.90
					每股净资产	3.81	4.22	4.80	5.49
					估值比率				
					P/E	16	12	10	9
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	35	26	22	20

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,700	1,537	1,642	2,065
现金收益	1,257	1,669	1,901	2,160
存货影响	13	-65	-16	-23
经营性应收影响	134	-67	-185	-77
经营性应付影响	-67	256	-75	40
其他影响	363	-255	16	-35
投资活动现金流	-672	-252	-342	-287
资本支出	-418	-414	-408	-410
股权投资	-6	0	0	0
其他长期资产变化	-248	162	66	123
融资活动现金流	-1,605	-239	-31	-272
借款增加	9	-291	236	-78
股利及利息支付	-951	-637	-635	-786
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-663	689	368	592

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。