2020 年 07 月 20 日

证券研究报告•公司研究报告

联美控股（600167）公用事业

买入（首次）

当前价：13.62 元

目标价：16.80 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

供热龙头快速扩张，传媒助力估值提升

投资要点

- **供暖龙头，供热面积持续快速扩张。**公司是 A 股规模最大的清洁供热公司，也是沈阳地区规模最大、效益最好的能源企业之一，通过内生及外延增长，现已发展出以沈阳为主，江苏、山东、上海等地均有布局的格局。2019 年公司平均供暖面积约 6580 万平方米（+ 6.1%），联网面积约 8475 万平方米（+4.6%），公司目前在手供热总规划面积 15232 万平方米，仍有一倍以上面积增长空间。根据《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》的目标：燃煤集中供热 2017-2021 复合增速 26%。在北方清洁取暖的高速建设下公司有望持续受益。

- **业绩快速增长，现金流量优异。**公司 2017-2019 年营收分别为 23.8 亿元（+16.3%）、30.4 亿元（+27.8%）和 34 亿元（+11.8%），归母净利润分别为 9.2 亿元（+31.9%）、13.2 亿元（+42.8%）、15.9 亿元（+20.9%）。收入和归母净利润呈双位数上升，主要由公司供暖面积及接网面积稳步增长、兆讯传媒业绩的增长等拉动所致。2020Q1 营收和归母净利润分别为 17.6 和 9 亿元，同比增加 25%和 15.1%，主要由供暖面积相比上一供暖季的增长，公司结算清欠接网费，及账面现金带来的利息收入等因素驱动。最近十年主营业务快速发展，营业收入平均年化增速 33.7%，平均净资产收益率达到 16.7%，现金流优异，19 年底 50 亿的在手现金，财务费用率持续为负，现金流充沛。

- **低成本高利润率，下游需求稳健。**公司 2017-2019 年综合毛利率为 50%、52.6%和 54.6%，利润率水平高且持续有提升，公司盈利远高于同行上市公司主要系：1）生产端：锁定低成本的长协内蒙古霍林河褐煤，锅炉热效率高。2）输送端管网损耗低效率高。3）客户收费机制锁定，收费率高等。公司下游主要系市政供暖，需求固定且稳中有升，工业供暖和南方冬暖夏凉市场开拓有望发力。

- **高铁媒体高增长，分拆上市助力提升公司估值。**2018 年公司收购国内最具规模的高铁数字媒体运营商兆讯传媒，形成以供热+媒体的主营结构，兆讯传媒盈利能力强劲，2018-2019 年贡献净利润为 1.6 和 1.9 亿元，目前拟将其分拆至创业板上市，但仍拥有兆讯传媒控股权，分拆上市后有望拉动公司估值水平的提升。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.80 元、0.92 元、1.08 元，预计未来三年归母净利润超过 15%的复合增长率，给予公司 2020 年 21 倍估值，对应目标价 16.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**政策变动风险，价格变动风险，开拓供暖业务低于预期风险，子公司拆分上市进度不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3396.21	3978.10	4653.37	5342.20
增长率	11.82%	17.13%	16.97%	14.80%
归属母公司净利润（百万元）	1591.54	1841.60	2108.84	2474.94
增长率	20.86%	15.71%	14.51%	17.36%
每股收益 EPS（元）	0.70	0.80	0.92	1.08
净资产收益率 ROE	21.05%	20.49%	19.32%	18.64%
PE	20	17	15	13
PB	3.99	3.37	2.77	2.32

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

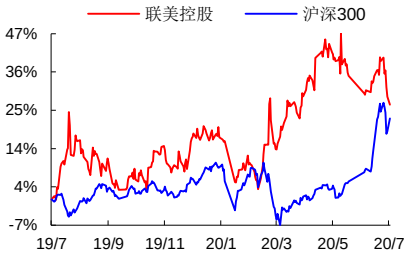
分析师：王颖婷

执业证号：S1250515090004

电话：023-67610701

邮箱：wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.88
流通 A 股(亿股)	22.88
52 周内股价区间(元)	10.89-16.02
总市值(亿元)	311.64
总资产(亿元)	117.57
每股净资产(元)	3.70

相关研究

目 录

1 公司概况 1
2 供热业务技术管理能力强+区位优势明显 6
3 兆讯传媒分拆上市，公司增长可期 10
4 盈利预测与估值 11
5 风险提示 12

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司营收情况（单位：亿元，%） 2
图 3：公司归母净利润情况（单位：亿元，%） 2
图 4：公司现金流情况（单位：亿元） 3
图 5：公司 ROE 处于行业中较高水平（单位：%） 3
图 6：公司营收分业务占比（单位：%） 3
图 7： 2019 年公司毛利构成及占比（单位：%） 3
图 8：公司各项业务毛利率情况（单位：%） 4
图 9：公司期间费用率情况（单位：%） 4
图 10：公司的研发费用及占比情况（单位：万元，%） 5
图 11：公司资产负债率情况（单位：万元，%） 5
图 12：公司 ROE 情况（单位：%） 5
图 13：公司供热服务产业链 6
图 14：公司供暖和接网面积（单位：万平方米） 7
图 15：北方地区清洁取暖占比规划 （单位：%） 7
图 16：公司供暖区域分布 7
图 17：公司清洁供热业务子公司净利润情况（单位：亿元） 9
图 18：公司清洁供热业务毛利占比情况（%） 9
图 19：公司发电和售电量情况（单位：万千瓦时，%） 9
图 20：公司发电业务收入和成本情况（单位：亿元） 9
图 21：2016-2019 铁路客运量情况（单位：亿人） 10
图 22：2016-2019 铁路线分布 10
图 23：公司合作铁路站点和线路 10
图 24：公司合作客户 10

表 目 录

表 1：公司前十大的股东（截止 2020 一季报） 2
表 2：公司与高校（科研院所）合作情况 5
表 3：公司主要供热项目工程（单位：百万元，截止 2019 年报） 8
表 4：公司主要工业清洁供热项目 9
表 5：兆讯传媒业绩承诺完成情况（单位：万元） 11
表 6：分业务收入及毛利率 11
表 7：可比公司估值（2020.7.20 收盘价） 12
附表：财务预测与估值 13

1 公司概况

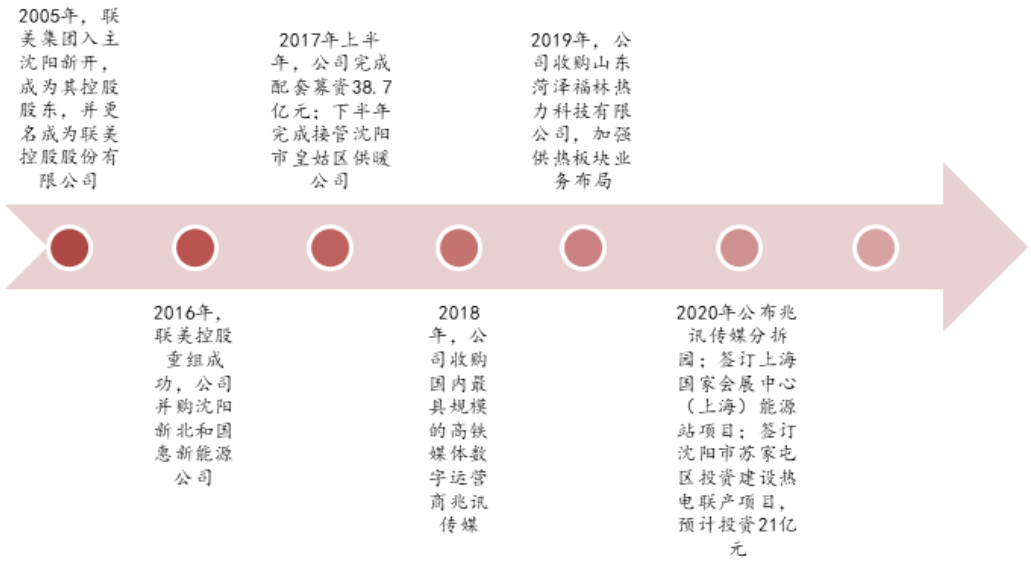
公司是 A 股规模最大的清洁供热上市公司，也是沈阳地区规模最大、效益最好的热源、能源企业之一，2005 年起专注于清洁供暖业务，通过内生增长及外延收购，现已发展出以沈阳为主，同时在江苏、山东、上海等地均有业务的布局，现有规划供暖面积超 1.5 亿平米。2016 年 6 月 6 日公司完成重大资产重组，优质环保资产注入后供热规模快速扩张，2018 年收购国内最具规模的高铁数字媒体运营商兆讯传媒，形成以供热+传媒的主营结构，公司最近十年主营业务快速发展，营业收入平均年化增速 33.7%，平均净资产收益率达到 16.7%，现金流优异，壁垒明显。

公司主要从事两大部分业务：

清洁供热业务：供热、供电、供汽、工程施工。公司全资子公司浑南热力、沈阳新北等主要以清洁燃煤手段为沈阳用户提供集中供暖、供应蒸汽及发电业务。国惠新能源及沈水湾拥有国内单体装机规模最大的水源热泵项目，对城市中水余热提取并梯次加热利用。联美生物能源则专注于生物质热电联产项目的开发与运营。未来伴随公司参股国家会展中心（上海）能源站项目，逐步开拓南方供暖市场，加大业务服务区域、城镇化及工业用电需求迅速增长，公司将匹配清洁能源的规模化利用，切实做到节约燃料的同时减少环境污染，做到经济效益与环保效益的同步提升。

广告发布业务：通过取得相应铁路客运站的长期数字媒体资源广告经营权，在对应站点的候车室、检票口、进出站及站内主要通道等旅客密集区域自主安装数字视频机和数字刷屏机等数字媒体。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

截止 2020 年一季度末，公司第一大股东为联众新能源有限公司，持股比例 50.77%，昇晖国际有限公司持有联众新能源有限公司 75.4%股权，目前，公司实际控制人为苏素玉、苏武雄、苏冠荣、苏壮强、苏壮奇五人。

表 1：公司前十大的股东（截止 2020 一季报）

股东名称	持股数量（股）	持股比例(%)
联众新能源有限公司	1137257176	50.77
联美集团有限公司	389960458	17.04
金鹰基金-浙商银行-云南国际信托-云信富春 5 号单一资金信托	105800651	4.62
拉萨和泰装修有限公司	103946279	4.54
联众新能-国泰君安-19 联众 EB 担保及信托财产专户	67976574	2.97
周泽亮	56128116	2.45
周如明	54340000	2.37
全国社保基金一零八组合	40400063	1.77
中国建设银行股份有限公司-博时主题行业混合型证券投资基金(LOF)	40000004	1.75
全国社保基金五零一组合	24134889	1.05
合计	2019944210	89.33

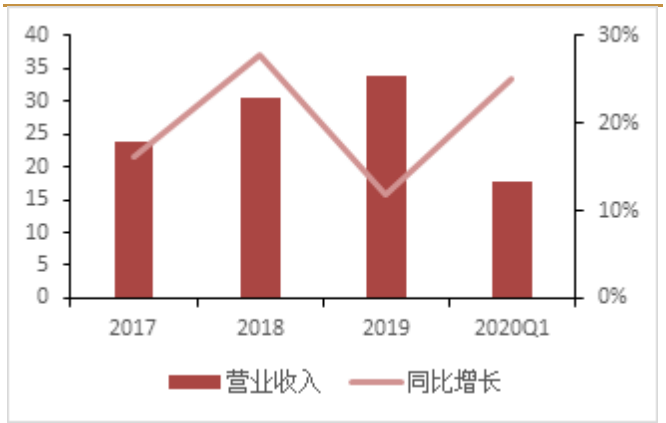
数据来源：wind，西南证券整理

经营业绩持续增长，资产结构稳健

公司 2017-2019 年营收分别为 23.8 亿元（+16.3%）、30.4 亿元（+27.8%）和 34 亿元（+11.8%），归母净利润分别为 9.2 亿元(+31.9%)、13.2 亿元(+42.8%)、15.9 亿元(+20.9%)。收入和归母净利润呈逐步上升的趋势，主要由公司供暖面积及接网面积稳步增长、兆讯传媒业绩的增长等拉动所致。2019 年公司实现营收 34 亿元，同比增加 11.8%，归母净利润和营收增长主要受以下因素驱动：1）2019 年供暖和接网面积稳步增长，分别达 6580 万平米（+6.1%）和 8475 万平米（+4.6%），驱动供暖及蒸汽实现营收 18.8 亿（+7.8%）、接网费实现营收 4.8 亿（+15.9%）、供暖工程营收 3.7 亿（+41.1%）；2）2019 年控股子公司兆讯传媒实现营收 4.4 亿（+16.3%），净利润 1.9 亿元（+20.7%）。

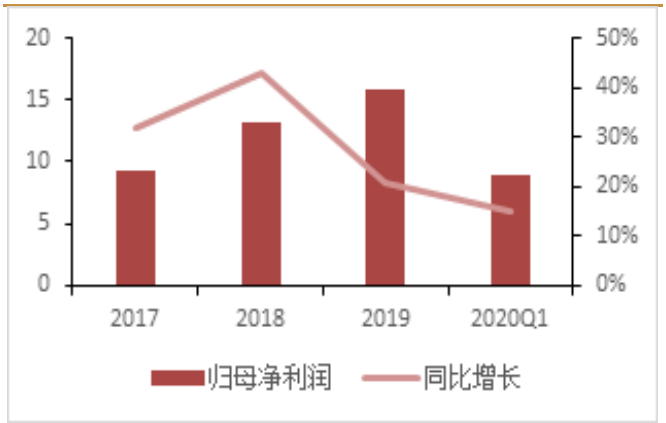
公司 2020Q1 营收和归母净利润分别为 17.6 和 9 亿元，同比增加 25%和 15.1%，主要由供暖面积相比上一供暖季的增长，公司结算清欠接网费，及账面现金带来的利息收入等因素驱动。拆联补贴纳入其他收益进行核算，2020Q1 其他收益为 4391 万元，相比去年一季度其他收益 1.71 亿元，减少了 1.3 亿元，而 2020Q1 公司仍实现了 15%的利润增长，盈利增长超预期。

图 2：公司营收情况（单位：亿元，%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

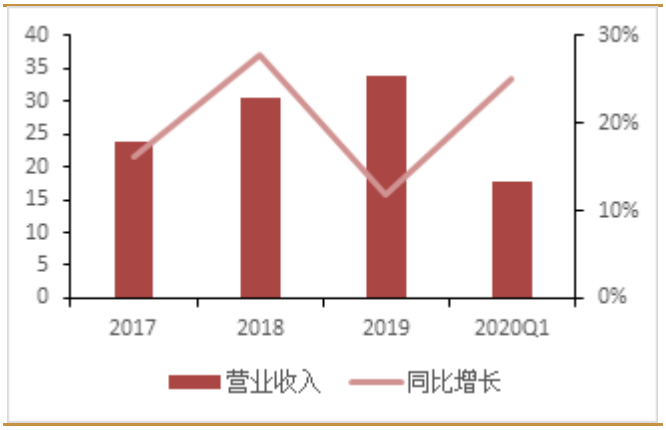
图 3：公司归母净利润情况（单位：亿元，%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

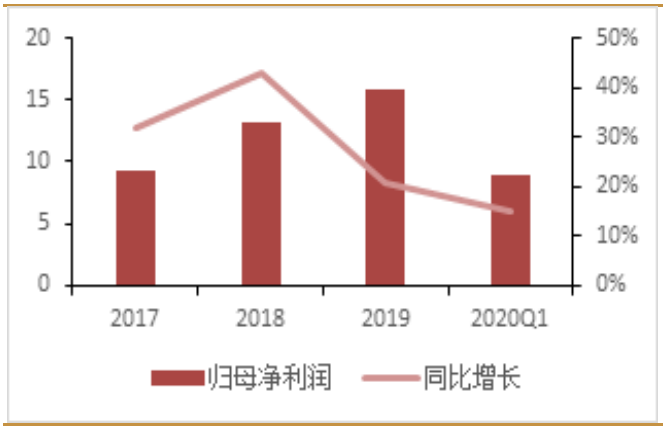
公司现金流优异，盈利能力行业领先。公司供暖业务采用预收费的模式，每年的取暖费在供暖季前一次性收取，广告业务对客户的议价能力也较强，接网费也是向用户一次性收取，总体现金流优异。2019 年，投资活动支付的现金净支出比上年减少，主要是因为上年支付兆讯传媒和国任财险股权收购款而本年未出现类似大额投资支出导致。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额 14.4 亿元，同比增长 27%。

图 4：公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

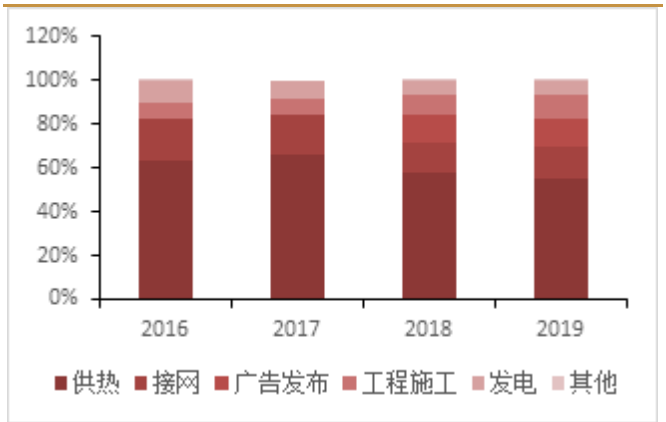
图 5：公司 ROE 处于行业中较高水平（单位：%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

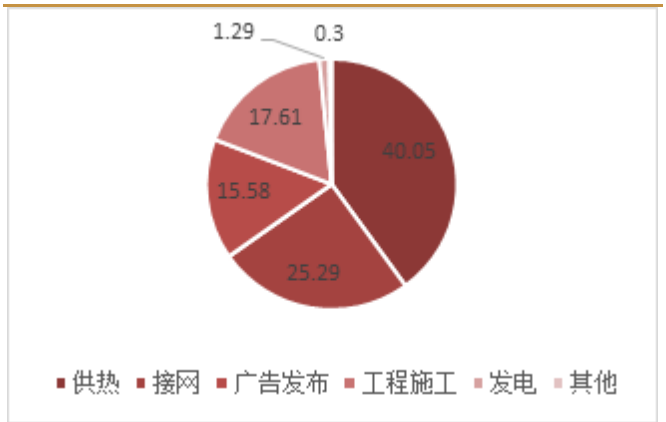
公司主营业务包括供热、接网、广告发布、工程施工与发电等，供热业务构成公司主要收入来源。2018-2019 年供热业务营收占比分别为 58.2%和 55.4%，2019 年供热业务营收占比出现显著下降的主要原因是 2018 年收购高铁数字媒体运营商兆讯传媒后，广告发布业务营收占比的增加；接网业务营收占比较为稳定，近三年平均在 15%左右；工程施工业务近三年营收占比分为 7.8%、8.7%和 10.9%；发电业务营收占比较低。从毛利构成来看，2017-2019 年，供热业务毛利占比最高，近三年都维持在 40%~50%区间。2019 年，供热业务仍是公司主要的毛利来源，占比 40%；接网、广告发布、工程施工和发电业务毛利占比分别为 25.3%、15.6%、17.6%和 1.3%。

图 6：公司营收分业务占比（单位：%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 7： 2019 年公司毛利构成及占比（单位：%）



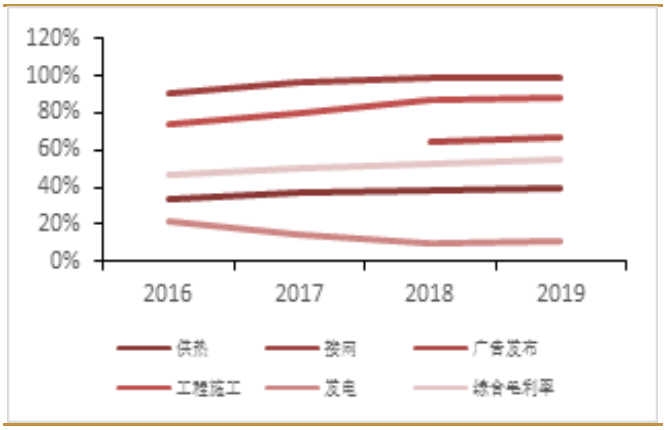
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

综合毛利率高，盈利水平良好。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 49.6%、52.4%和 54.7%，总体呈逐步上升趋势。接网业务毛利率最高，2017-2019 年毛利率分别为 95.8%、98.3%和 98.8%，主要因为在用户接入时按照建筑面积收取相应接网费，由于相关的管网铺

设及换热站建设的支出形成固定资产，对应的折旧成本计入了供暖业务成本，因此该项涉及的成本只有相关的材料和外包工程费等，因成本确认的特殊性，同行业公司的接网毛利最近几年均出现过接 100%的情况。供热业务 2017-2019 年毛利率为 37.5%、38.7%及 39.5%，是公司主要收入及利润来源。工程业务毛利率 2017-2019 年分别为 80.2%、87.5%、88.3%，工程业务毛利高主要因为工程项目完工达到可使用状态、取得工程完工报告按相应的工程合同价款约定确认收入，公司工程成本包括施工材料、外包工程费等，同期惠天热电的工程收入毛利率为 78.9%、82.3%、77.4%，所以该利润水平是行业正常水平。但发电业务毛利率却逐渐降低，由 2016 年的 21.7%降到 2019 年的 11.2%，主要系上网电价由物价管理部门确定，近几年沈阳市逐步调低电价，导致发电业务营收受到影响。广告发布业务是自公司 2018 年收购兆讯传媒以后才出现的新业务，2018-2019 年的毛利率分别为 64.8%和 66.3%，盈利水平高且稳定。

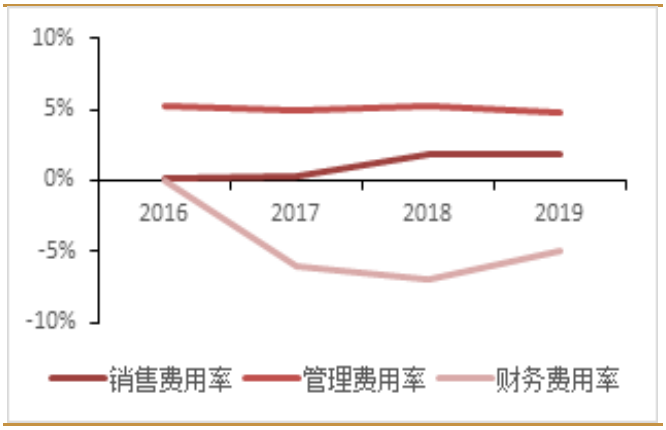
费用率低，在手资金充沛。2017-2019 年公司期间费用率为-1.1%、-0.5%及 1.7%。2019 年公司销售费用率为 1.8%（+0.03%），管理费用率为 4.7%（-9.6%），财务费用率为-4.8%（+28.6%），费用率低。销售费用率呈上升趋势，主要系公司所服务的供暖面积在 2015 年-2018 年期间实现了 213%的增长。财务费用率近 3 年一直为负数，主要因为高在手现金带来可观利息收入，冲减了财务费用。管理费用率近 4 年总体呈平稳态势，近几年略有上升。

图 8：公司各项业务毛利率情况（单位：%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

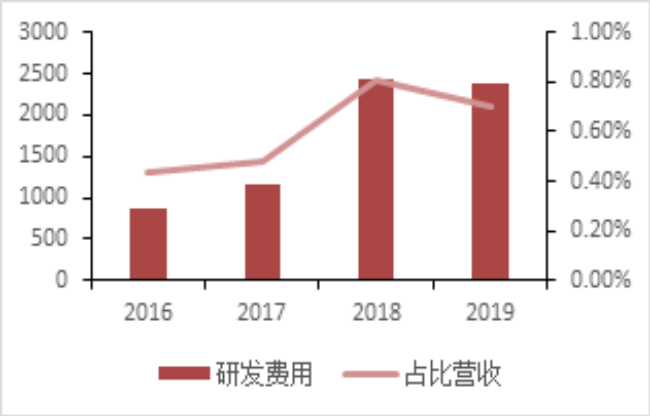
图 9：公司期间费用率情况（单位：%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

研发投入持续增加，重视产学研相结合。2017-2019 年，公司研发费用分别为 0.12、0.24、0.24 亿元，占比营收分别为 0.5%、0.8%、0.7%。作为对比，2017-2019 年，富春环保研发费用占比分别为 1.9%、2.1%、1.3%，华通热力研发费用占比分别为 0.7%、0.5%、6.5%。为了加强创新力度，公司还在产、学、研合作方面取得多项突破，携手国网（苏州）城市能源研究院、浙江大学、哈尔滨工业大学、沈阳航空航天大学进行大量的创新实践工作。

图 10：公司的研发费用及占比情况（单位：万元，%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

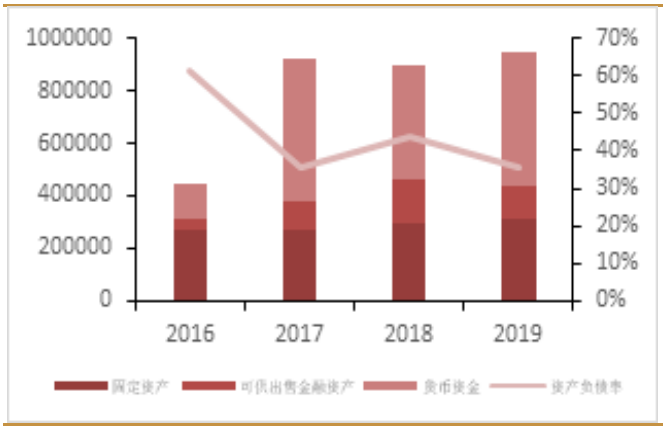
表 2：公司与高校（科研院所）合作情况

高校	合作概况
沈阳航空航天大学	解决废弃脱硝催化剂处置和催化剂低温运行问题的“失活脱硝催化剂再生”项目
哈尔滨工业大学	通过接触式换热实现烟气余热回收的“湿法脱硫余能回收”项目
浙江大学	采用一维水力过程仿真模拟与数据科学相结合的“智慧供热”项目
国网（苏州）城市能源研究院	清洁能源产业孵化、园区综合能源服务、南方区域综合能源服务等方面

数据来源：公司资料，西南证券整理

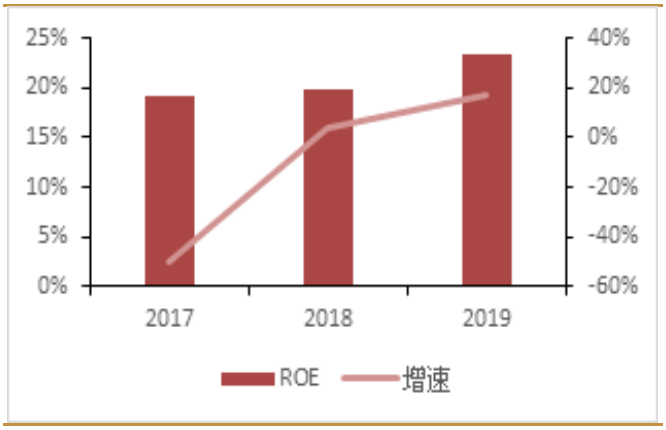
公司资产结构稳健良好，盈利能力良好。2017-2019 年公司的资产负债率分别为 35.7%、43.7%和 35.5%，杠杆率维持在较低水平。截止 2019 年底，在手的非流动资产主要为 13.2 亿元的可供出售金融资产和 30.8 亿元的固定资产，货币资金总额为 50.7 亿元，占比资产总额超过 50%，资产较优质。2017-2019 年，公司的 ROE 分别为 19.2%、19.2%和 23.3%，盈利能力高且稳定。

图 11：公司资产负债率情况（单位：万元，%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 12：公司 ROE 情况（单位：%）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

2 供热业务技术管理能力强+区位优势明显

公司全资子公司沈阳新北充分利用管理层和主要技术骨干在热电联产生产领域积累的丰富技术和管理经验，各项指标在同行业中领先。公司全资子公司国惠新能源是供热行业中少有的高新技术企业，也是辽宁省博士后创新实践基地，截止 2019 年 12 月 31 日，已拥有授权专利 22 项，其中发明专利 9 项，2019 年新申请专利 25 项，在研项目达 7 项。目前拥有固定床锅炉分相燃烧技术、多管水面自激波烟气处理技术、分布式清洁能源与集中供热联供技术、换热器自洁技术、智能型分户温控与统计装置等多项专利。

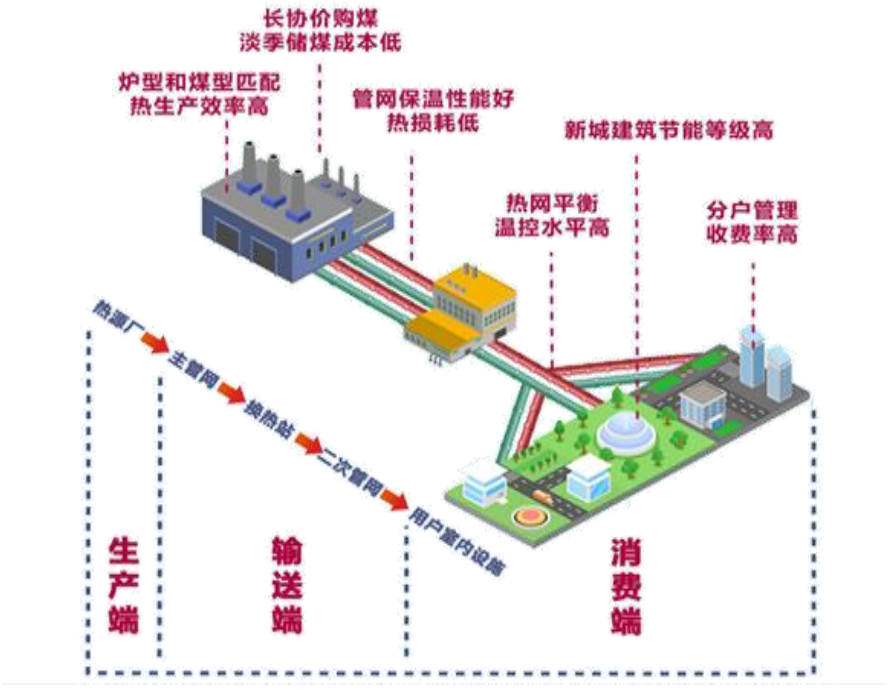
高毛利源于优异的管理，供热效率高。公司 2017-2019 年综合毛利率为 50%、52.6%和 54.2%，利润率水平高且持续有提升，公司盈利远高于同行上市公司。

1） **生产端：**①公司生产原材料采用褐煤，褐煤主要从露天煤业采购，公司作为民企，在煤采购环节，寻租、跑冒滴漏的空间较小，价格较低，而同为沈阳供热的惠天热电大部分锅炉只能烧高卡值的煤，价格高。②公司的锅炉是哈工大和清华研制的锅炉，炉渣占比低、燃烧效率很高。③铁路运输支线直接进场降低成本。一方面可以控制运费、同时可以控制丢煤量。

2） **输送端：**①运输环节采用褐煤直接运输到锅炉厂的模式，输送环节使用的输送管网采购好，保温材料好，掩埋方式好，相对保温。②拥有数百公里的自建管网，服务 30-50 年，管网的热量运输 16 公里只损耗 2 度，相比于其他国企保温性能好，丢水丢热少。

3） **消费端：**在收费环节上，因为公司能做到精确的分户控制，收费率接近 99%，同时能监测每户水温的变化、或者水量的控制，减少能耗。

图 13：公司供热服务产业链

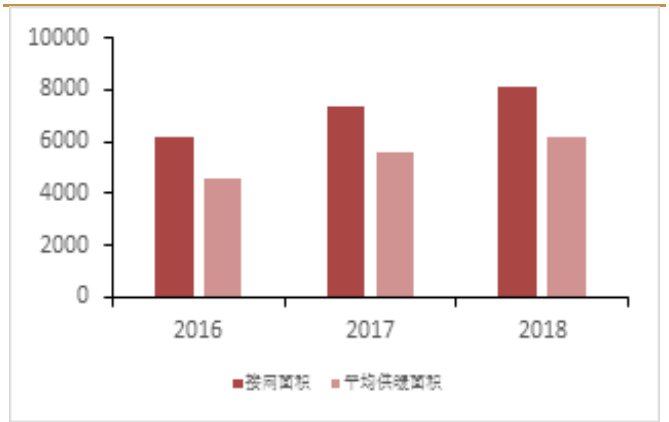


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务集中在沈阳，沈阳是东北第一大核心城市。北方清洁取暖需求大，2019 年公司的平均供暖面积约 6580 万平方米，同增 6.1%，联网面积约 8475 万平方米，同增 4.6%。公司供热总规划面积 15232 万平方米，仍有一倍以上面积增长空间。

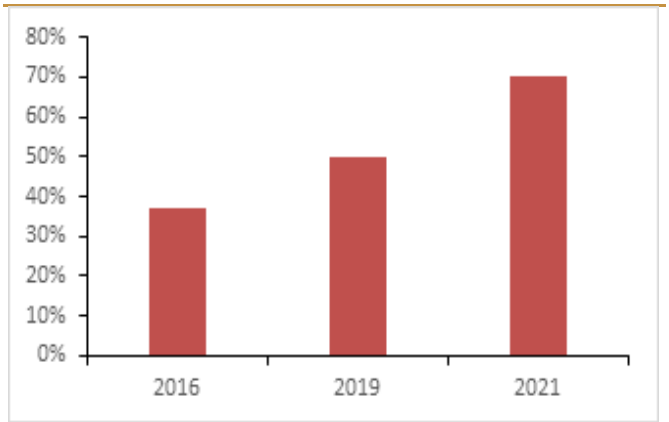
根据《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》的目标：到 2021 年，清洁燃煤集中供暖面积达到 110 亿平方米，燃煤集中供热 2017-2021 复合增速 26%。在北方清洁取暖、集中供热的高速建设下公司有望受益。

图 14：公司供暖和接网面积（单位：万平方米）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 15：北方地区清洁取暖占比规划 （单位：%）



数据来源：《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》，西南证券

沈阳市作为东北第一大核心城市，对周边区域人口有较强吸引力，常住人口维持稳定流入。沈阳市 2020 年规划供热面积目标 3.57 亿平方米，热电联产比例将提升至 60%。公司所在区域内的住宅小区大多较新，节能保温效果较好。浑南新区是未来沈阳的城市新中心，而公司是浑南区的主要规划供热商。公司在浑南新区的供热服务区域正在向周边扩张，并相应扩大供热能力。

图 16：公司供暖区域分布



数据来源：公司资料，西南证券整理

江苏联美生物能源从 2012 年开始运营，以生物质秸秆等为原料的热电联产运营企业，国家鼓励类新能源项目。项目情况如下：泰州国家级医药高新区-中国唯一的国家级医药产业园，总体规划面积 30 平方公里；高新区唯一生物质发电供应商，签署排他性协议以保证原料充足供应，并在国内率先采用联合炉排技术的生物质热电联产企业，具有更广泛的生物质燃料适应性。现有产能 30MW 发电机和 2*75t/h 蒸汽锅炉，每年能够处理 24-30 万吨左右的生物质，是国内率先采用高参数机组的生物质热电联产企业，机组汽耗、燃料单耗优于同行业平均水平。

表 3：公司主要供热项目工程（单位：百万元，截止 2019 年报）

项目	预算数	工程进度	资金来源
浑南供热管网及换热站工程	37.4	65.00%	自筹/募投
浑南房屋建筑物改造工程	3.2	80.00%	募投
浑南热源厂设备安装工程	230.305	40.00%	自筹/募投
浑南厂区电路改造工程	2.3	100.00%	自筹/募投
新北技改工程	8.26	85.00%	自筹
新北供热管网工程	56.9886	65.00%	自筹/募投
新北换热站工程	17.3142	70.00%	自筹/募投
国新供热管网工程	421.29	60.00%	自筹/募投
国新热源厂供暖工程	189.5	95.00%	自筹/募投
国新铁路专用线工程	90	5.00%	募投
江苏生物发电项目	40.42	85.00%	自筹/募投
江苏热力管线西线工程	0.7	90.00%	自筹/募投
国惠供热管网及换热站工程	223.9878	95.00%	自筹/募投
国惠环保设施改造工程	13.5	35.00%	自筹/募投
沈水湾供热管网工程	0.3668	100.00%	自筹
三六六智能监控系统	0.4	15.00%	自筹
国润供热管网工程	273.7432	95.00%	自筹/募投
国润换热站工程	36.8757	90.00%	自筹/募投
国润发电工程	0.805	30.00%	自筹
国润热源厂设备安装工程	205.8667	100.00%	自筹/募投
国润构筑物改造	14.3178	100.00%	自筹
国润厂区建设工程	75.1008	100.00%	自筹
国盈新园热源厂设备安装工程	8.58	40.00%	自筹
国盈新园热源厂项目主体热源工程	50.9885	95.00%	股东投入
国盈新园热源厂土建工程	38.585	10.00%	自筹
福林热力一期工程	265	35.00%	募投

数据来源：公司公告，西南证券整理

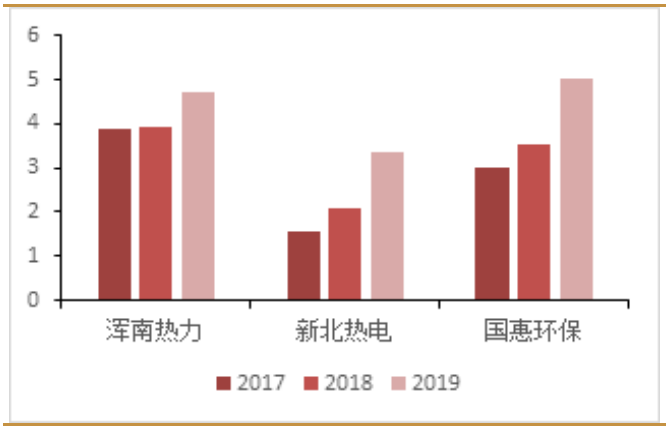
表 4：公司主要工业清洁供热项目

项目	项目概况
江苏联美生物能源	国内率先采用高参数机组的生物质热电联产企业，机组汽耗、燃料单耗优于同行业平均水平。
山东菏泽福林热力项目	为山东省菏泽市曹县庄寨镇工业生产需求提供集中供热，在该区域内是唯一的蒸汽供应商，该项目铺设管网长度约 19.21km，预计总投资 3.4 亿元。
上海清洁能源项目	主要为国家会展中心(上海)提供能源服务，“冷热电三联供”项目采用最先进的清洁用能技术和智慧能源管控水平。

数据来源：公司公告，西南证券整理

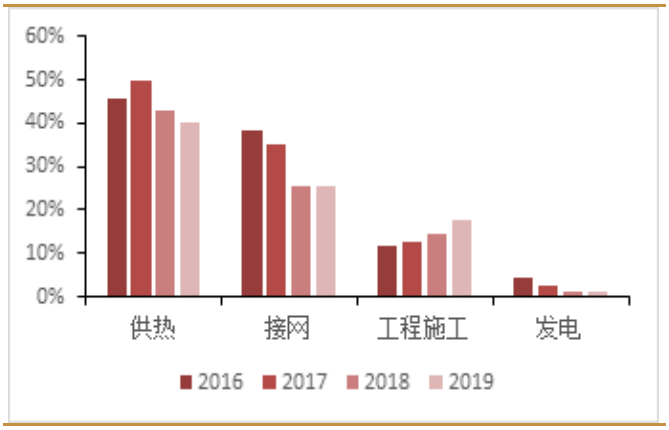
沈阳子公司浑南热力、新北热力、国惠环保营收利润贡献突出。三家公司 2019 年净利润合计为 13.1 亿元，而公司 2019 年净利润为 16.5 亿元，三家沈阳的供热公司为公司利润提供主要贡献。

图 17：公司清洁供热业务子公司净利润情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

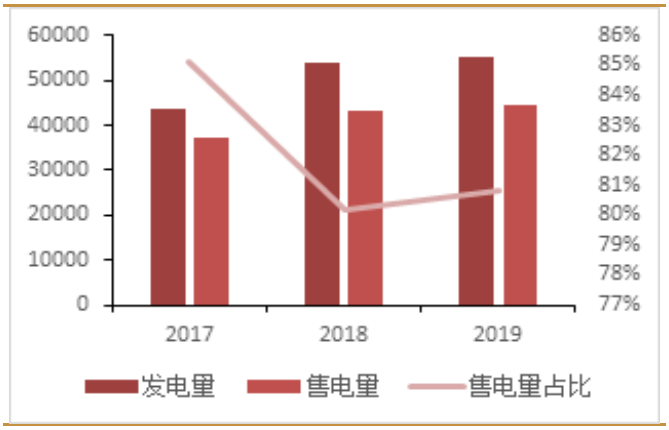
图 18：公司清洁供热业务毛利占比情况（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

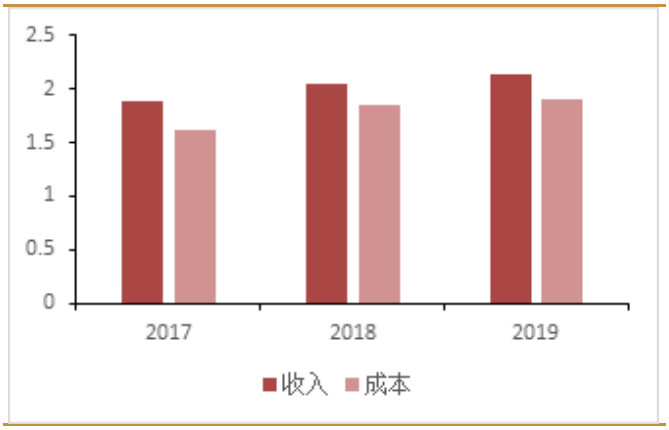
发电业务方面，公司子公司新北热电及其子公司国新新能源从事燃煤发电的热电联产业务，江苏联美从事生物质发电的热电联产业务。上网电价由物价管理部门确定，公司发电业务收入总体比较稳定，2017-2019 年发电收入分别为 1.9、2.0 和 2.1 亿元。

图 19：公司发电和售电量情况（单位：万千瓦时，%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：公司发电业务收入和成本情况（单位：亿元）



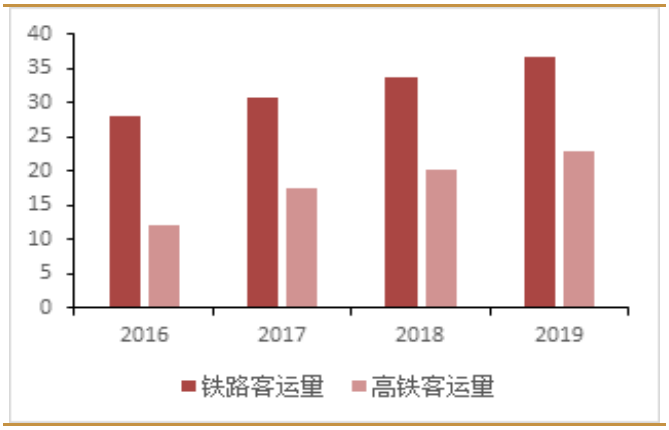
数据来源：公司资料，西南证券整理

3 兆讯传媒分拆上市，公司增长可期

2018 年公司 23 亿元收购大股东资产兆讯传媒 100%股权，兆讯传媒是国内最早从事铁路客运站数字媒体运营的专业公司之一，也是目前拥有铁路客运站数字媒体资源最多的企业，在铁路客运站数字媒体行业内确立了领先地位。公司媒体网络囊括了京沪、京广、京哈、沪汉蓉、陇海、哈大等四纵四横高铁主动脉，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，形成了以高铁车站为核心，布局全国铁路网的极具商业价值的数字媒体整合传播平台。

截至 2019 年 12 月 31 日，公司广告媒体网络已覆盖全国 28 个省/自治区/直辖市，拥有超过 500 个签约站点、5600 余台数字媒体资源。公司持续优化站点质量，升级媒体资源，整体媒体质量及广告效应显著提升。公司在长期运营中，既吸引了诸如阿里巴巴、腾讯视频、一汽大众、携程旅行网、娃哈哈、泸州老窖、交通银行、舍得酒业、半边天、中洲、中国人民保险、微众银行、创维等众多知名品牌，同时积累了大量优质客户，建立了长期、稳定的合作关系。

图 21：2016-2019 铁路客运量情况（单位：亿人）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 22：2016-2019 铁路线分布



数据来源：公司资料，西证券整理

图 23：公司合作铁路站点和线路



数据来源：公司资料，西证券整理

图 24：公司合作客户



数据来源：公司资料，西证券整理

2018-2020 年收购业绩承诺为 1.5 亿元、1.88 亿元及 2.34 亿元， 2018-2019 年实际完成 1.6 亿元、1.9 亿元（+18.8%），业绩均超过承诺业绩，实现良好业绩增长，贡献稳定盈利及现金流，随着高铁业务的持续增长，预计将持续享受行业发展红利。

表 5：兆讯传媒业绩承诺完成情况（单位：万元）

	2018	2019	2020
业绩承诺	15000	18750	23438
完成	15911	19208	-

数据来源：公司公告，西证券整理

2020 年 3 月 10 日，公司正式披露分拆上市预案，拟将其控股子公司兆讯传媒分拆至创业板上市，分拆上市后，高估值的传媒资产或推动公司价值重估，提升综合估值水平。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司作为沈阳供热龙头，在沈阳供暖面积持续增长的基础上，同时公司不断开拓工业及其他地区供暖业务，增厚利润，考虑公司年均开拓 800-1000 万平方米及现有行业增速，预计 20-22 年营收增速为 15%、15%和 10%，毛利率三年均值为 39%；

假设 2：高铁传媒领域，受益于高铁流量的上行，兆讯传媒的广告价值也在持续提升，预计 20-22 年营收增速为 25%、20%和 20%，毛利率三年均值约 67%；

假设 3：接网业务配套主营业务增长，预计 20-22 年营收增速为 10%，维持 98%的高毛利率。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
供暖	收入	1,881.19	2,163.37	2,487.87	2,736.66
	增速	7.8%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	39.49%	39.00%	39.00%	39.00%
接网费	收入	474.69	522.16	574.37	631.81
	增速	15.9%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	98.82%	98.00%	98.00%	98.00%
广告	收入	436.1	545.13	654.15	784.98
	增速	16.4%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	66.27%	67.00%	67.00%	67.00%
工程	收入	369.90	499.37	674.14	910.09
	增速	41.1%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	88.32%	88.00%	88.00%	88.00%
发电	收入	214.00	224.70	235.94	247.73
	增速	4.5%	5.00%	5.00%	5.00%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	11.17%	11.00%	11.00%	11.00%
其他	收入	20.33	23.38	26.89	30.92
	增速	-	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	17.08%	17.00%	17.00%	17.00%
合计	收入	3,396.21	3,978.10	4,653.37	5,342.20
	增速	11.82%	17.13%	16.97%	14.80%
	毛利率	54.62%	55.51%	56.25%	57.49%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取行业中供暖的四家主流公司，2019 年四家公司平均 PE 为 22 倍，公司作为供暖的龙头公司，未来三年预计复合增速超过 15%。给予公司 2020 年 21 倍 PE，目标价 16.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（2020.7.20 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE		
			19A	20E	21E	19E	20E	21E
600982	宁波热电	2.97	0.11	-	-	26	-	-
002479	富春环保	7.04	0.34	-	-	21	-	-
000958	东方热电	5.10	0.25	0.24	-	20	21	-
600167	联美控股	13.62	0.70	0.79	0.89	20	17	15
平均值						22	19	15

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

政策变动风险，价格变动风险，开拓供暖业务低于预期风险，子公司拆分上市进度不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3396.21	3978.10	4653.37	5342.20
营业成本	1541.16	1769.90	2035.84	2270.74
营业税金及附加	23.40	27.45	32.11	36.86
销售费用	61.08	70.41	82.36	94.56
管理费用	134.51	155.15	182.41	209.41
财务费用	-161.81	-179.01	-209.40	-213.69
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	12.66	15.00	15.00	15.00
公允价值变动损益	27.06	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2077.92	2164.21	2560.04	2974.32
其他非经营损益	16.63	219.00	169.00	169.00
利润总额	2094.55	2383.21	2729.04	3143.32
所得税	449.81	488.56	559.45	644.38
净利润	1644.74	1894.65	2169.59	2498.94
少数股东损益	53.20	53.05	60.75	24.00
归属母公司股东净利润	1591.54	1841.60	2108.84	2474.94

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1644.74	1894.65	2169.59	2498.94
折旧与摊销	325.83	163.41	167.80	173.21
财务费用	-161.81	-179.01	-209.40	-213.69
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-902.53	573.51	108.49	170.25
其他	532.19	-30.00	-30.00	-30.00
经营活动现金流净额	1438.42	2422.55	2206.48	2598.72
资本支出	-128.68	-200.00	-200.00	-200.00
其他	-592.72	30.00	30.00	30.00
投资活动现金流净额	-721.41	-170.00	-170.00	-170.00
短期借款	293.00	-293.00	0.00	0.00
长期借款	-0.93	0.00	0.00	0.00
股权融资	526.26	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-322.59	-186.64	-320.58
其他	-685.98	43.10	209.40	213.69
筹资活动现金流净额	132.35	-572.49	22.76	-106.89
现金流量净额	849.36	1680.06	2059.24	2321.82

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5070.03	6750.09	8809.33	11131.16
应收和预付款项	972.92	980.67	1198.03	1376.79
存货	259.24	267.09	318.97	351.40
其他流动资产	387.30	153.70	174.70	196.12
长期股权投资	0.48	0.48	0.48	0.48
投资性房地产	95.32	95.32	95.32	95.32
固定资产和在建工程	3285.10	3336.78	3384.06	3425.92
无形资产和开发支出	351.65	336.93	322.21	307.49
其他非流动资产	1679.53	1679.18	1678.82	1678.46
资产总计	12101.57	13600.23	15981.91	18563.14
短期借款	293.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1802.59	2102.02	2435.47	2780.69
长期借款	90.14	90.14	90.14	90.14
其他负债	2103.84	2159.91	2225.19	2282.85
负债合计	4289.56	4352.07	4750.80	5153.67
股本	2288.12	2288.12	2288.12	2288.12
资本公积	697.19	697.19	697.19	697.19
留存收益	4440.92	5959.94	7882.14	10036.50
归属母公司股东权益	7562.15	8945.25	10867.45	13021.81
少数股东权益	249.85	302.91	363.65	387.65
股东权益合计	7812.01	9248.16	11231.11	13409.47
负债和股东权益合计	12101.57	13600.23	15981.91	18563.14

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	11.82%	17.13%	16.97%	14.80%
营业利润增长率	22.76%	4.15%	18.29%	16.18%
净利润增长率	21.92%	15.19%	14.51%	15.18%
EBITDA 增长率	26.00%	-4.16%	17.21%	16.49%
获利能力				
毛利率	54.62%	55.51%	56.25%	57.49%
三费率	0.99%	1.17%	1.19%	1.69%
净利率	48.43%	47.63%	46.62%	46.78%
ROE	21.05%	20.49%	19.32%	18.64%
ROA	13.59%	13.93%	13.58%	13.46%
ROIC	152.13%	110.57%	157.84%	192.07%
EBITDA/销售收入	66.01%	54.01%	54.12%	54.92%
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.31	0.31	0.31
固定资产周转率	1.13	1.30	1.56	1.81
应收账款周转率	7.49	7.75	8.03	7.80
存货周转率	7.22	6.73	6.95	6.77
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.85%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	35.45%	32.00%	29.73%	27.76%
带息债务/总负债	8.93%	2.07%	1.90%	1.75%
流动比率	2.70	3.21	3.58	3.91
速动比率	2.60	3.11	3.47	3.81
股利支付率	0.00%	17.52%	8.85%	12.95%
每股指标				
每股收益	0.70	0.80	0.92	1.08
每股净资产	3.41	4.04	4.91	5.86
每股经营现金	0.63	1.06	0.96	1.14
每股股利	0.00	0.14	0.08	0.14

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	2241.94	2148.60	2518.44	2933.85
PE	19.58	16.92	14.78	12.59
PB	3.99	3.37	2.77	2.32
PS	9.18	7.83	6.70	5.83
EV/EBITDA	10.92	10.48	8.12	6.18
股息率	0.00%	1.04%	0.60%	1.03%

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn