

## 企业简介

联美控股前身沈阳黎明服装股份有限公司，1999年成立并上市；  
2001年资产重组，主营业务变更为土地整理、热力供暖；  
2002年更名沈阳新开；  
2008年易主联美集团，证券更名联美控股，公司更名联美控股股份有限公司；  
2016年资产重组，增加了发电、蒸汽供应、互联网服务等业务，公司更名为联美量子股份有限公司；  
2018年收购兆讯传媒100%股权，增加高铁数字媒体广告业务；  
2022年兆讯传媒创业板上市，为“中国高铁传媒第一股”；  
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。

## 主营业务

### 清洁供热业务

清洁供热业务为公司的主要业务，占总营收80%+，该部分由 供暖及蒸汽、发电、工程、接网 模块构成；

供暖及蒸汽总营收约 60%，由于供暖定价相对稳定，营收增长主要来源自供暖面积的增长；  
工程和接网占总营收15-25%，虽然营收占比一般，但该部分毛利极高(约95%)，是利润的主要来源之一；

发电业务占比过低，且由于近两年煤炭价格维持在高位，该部分业务处于亏损状态。

### 供暖及蒸汽

#### 业务方面

16-18年处于扩张区间业务增长较快

19-22年业务增长放缓，与地产触顶和疫情影响有一定关系

2022年联网面积重回高增长区间，与锅炉更新改造有一定关系

#### 利润方面

由于公司主要原料为褐煤，加上消费端定价相对固定，故毛利率影响主要取决于煤价变动

2016-2020煤炭处于较低位置，毛利水平较高

2021-2022煤炭价格大幅走高，公司毛利骤降

### 工程及接网

工程及接网业务毛利率极高，综合毛利在95%左右；

工程业务从16年73%到18年提高到88%，22年有所降低到82%；

接网业务从16年91%到18年提高到98%，目前维持在99%+；

比较意外的是，供暖及蒸汽业务与工程及接网业务对毛利的贡献走势表现十分一致，暂不清楚是巧合还是公司有意控制业务扩展所致。

### 广告发布业务

广告业务占总营收15-18%，毛利率约 50-60%，且相较于供热业务具有一定的成长空间；

2020与2022受疫情影响，营收受到大幅影响，22年末因疫情放开，除去短期影响，预计将重回增长区间；

## 财务状况

16-22年，扣非总利润75亿，分红28亿，回购2.5亿；

自20年起，营收增长放缓，派息幅度有所上升；

23年Q1，在手货币资金高达78亿，有息负债23亿，偿债压力低，现金流较好；

另一方面，公司归母权益112亿，现金占比过大，且自20年起营收增长停滞，手持大量现金无法带来额外收益

## 成长空间

从营收上看，20年触顶，且20-22年分红比例提高到50%(含回购)，短期增长趋于停滞。

公司供暖业务集中在沈阳，近年常住人口为861万(2016)、871万(2017)、885万(2018)、895万(2019)、907万(2020)、912万(2021)、915万(2022)，增长趋于饱和；

2020年，沈阳全域供热4.98亿平，其中热电联产1.63亿平，清洁能源0.21亿平，从十四五供热规划来看，热电联产增长空间有限，清洁能源增长空间巨大；

环保方面，锅炉更新改造措施中，2022年底淘汰35蒸吨/小时以下燃煤锅炉，2025年底，淘汰和改造65蒸吨/小时燃煤锅炉；

公司规划供热1.5亿平米，个人认为较难达到，但2022年联网面积较前三年有较大幅度的增长，预计到2025年仍存在一定的增长空间，约5%/年；

清洁能源方面，21年战略投资爱德曼1亿，若有项目投产，可能成为新的增长点；

广告投放方面，由于疫情放开，高铁传媒预计二季度起恢复增长趋势

## 投资逻辑

公司短期缺少大的增长点落地，主要业务增长仍集中在供热面积的增加，增长幅度有限；

由于营收变动预计增幅有限，影响利润端的变动主要为煤炭价格的变动；

煤炭价格在2020-2022年的暴涨之后，对企业的直接利润影响约3亿；

23年Q1煤炭进口同比增长96%，随着煤炭进口的恢复，预计国内煤价将进入下行区间；

目前企业PB为1.25，处历史最低，三年平均PB为2.4，21年回购均价9.89，估值较低；

若煤价回归理性，主营业务恢复增长，预计迎来一定的估值修复，目标估值约9-12元。