



2016年09月20日

买入(维持)

当前价: 9.72 元
目标价: 11.20 元

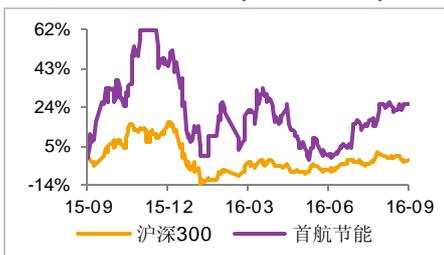
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-64408937
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-64408919
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1134	1854	4818	6973
(+/-)	17.6%	29.4%	144%	45.2%
净利润	162	318	692	1009
(+/-)	-23%	95.6%	118%	45.7%
EPS(元)	0.24	0.13	0.28	0.41
P/E	127.08	72.85	33.42	22.93

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《首航节能(002665)_上网电价终落地,光热业务乘风而起》2016-09-08

首航节能(002665.SZ)

牵手中广核太阳能成立合资公司,重点布局海外光热业务

投资要点

◇ 事项:

公司公告,公司与中广核太阳能开发有限公司签署《中广核太阳能开发有限公司与北京首航艾启威节能技术股份有限公司关于成立合资公司推进国内外光热发电业务的战略框架协议》。

◇ 点评:

◇ 牵手中广核,凸显公司卓越实力

中广核太阳能是中广核集团公司的全资子公司,是集团在太阳能产业的专业投资平台。截至 2015 年年底,该公司累计在运装机容量 147 万千瓦,在全国 29 个省份成立分公司,项目公司达 80 个。根据协议,中广核太阳能以其拥有且正在建设的德令哈 50MW 槽式电站作价入股,持股 51%作为控股股东;首航节能以其拥有且正在建设的敦煌 10MW 熔盐塔式电站作价入股,持股 49%。合资公司将成为国内唯一一家同时拥有光热发电塔式和光热发电槽式的中大型商业化电站的公司。这是自中标中广核 50MW 光热项目 EPC 订单之后,公司再次与中广核合作,既凸显了公司在光热发电领域的卓越实力,也将为公司进一步拓展国内外光热发电市场打下坚实基础。

◇ 首次尝试混合所有制,为公司后续业务提供借鉴

本次合作是公司首次尝试推进混合所有制公司的构建。按照协议,中广核太阳能主要负责项目开发、工程管理与电站投资运营,首航节能则主要负责技术研发、系统集成技术研究、装备制造、市场拓展、工程实施及光热电站专业运维人员培训。通过本次合作,将进一步增强公司的技术实力与项目开发经验,完善产业链布局。同时,这种合作方式也将为公司光热发电业务发展带来新思路。我国光热发电毕竟尚处于起步阶段,国家首批示范项目与标杆电价刚刚出台,行业内各主体在光热发电电站的建设、运营与管理方面经验都处于积累阶段。合作开发将有助于分散企业风险,打消企业投资建设的顾虑,有利于行业整体的健康发展。若此次合作进展顺利,将帮助公司光热业务迈上新的台阶。

◇ 借助“央字头”,重点开拓海外市场

合资公司成立后,海外市场将成为双方业务的重中之重。据 CSPPLAZA 研究中心统计,截至 2015 年,全球光热发电在运行装机容量约 4.9GW。而根据 IEA 预测,到 2050 年全球光热发电装机可实现 982GW 的在运行规模。未来 30 年,全球的光热发电市场将迎来爆发式增长。首航节能紧盯海外市场已久,在西班牙成立太阳能光热发电技术研发全资子公司,就是为开发海外市场做准备。但是,与国内市场相比,海外市场环境更为复杂。开展海外项目往往要面临当地的政治、法律等诸多不确定因素,风险更高。因此,与



具有央企背景的中广核太阳能合作，是非常明智的选择，也彰显出公司向海外发展的野心。一方面公司将充分利用中广核太阳能丰富的海内外客户资源，更加顺利的打开海外市场；二是将借助对方的经验，有效降低海外项目开发中所面临的各项风险。成立合资公司后，首航节能在海外市场的布局动作将进一步加快，并有望带动公司光热发电业务的整体发展与业绩提升。

◇ 首批示范项目敲定，行业将呈现马太效应

近期，我国光热发电首批示范项目的上网标杆电价与示范项目名单相继公布。本轮示范名单总共 20 个项目，134.9 万千瓦装机容量，要求 2018 年底前建成投产。一系列动作预示着我国光热发电行业即将步入快车道，行业整体发展环境向好。

为避免盲目投资与重复建设，“十三五”期间光热项目将纳入国家示范项目统一管理，只有示范项目才享受上网电价补贴，且要提前制定并网方案，确保示范项目发电量全额消纳。纳入国家示范项目统一管理，意味着将给行业设定严格的准入门槛，**我们认为，行业将呈现出马太效应，越是现有技术领先、实力过硬的企业，未来发展优势将愈加明显。**提前制定并网方案，将打消光热项目运营企业的顾虑，光热发电电站建设热潮不会是昙花一现，也不会出现光伏发电这样大规模进入的情况，将保障行业内现有企业的成长空间。

◇ 3 个示范项目在列，公司龙头地位稳固

示范名单中，有 3 个项目采用公司的技术，分别是首航敦煌熔盐塔式 10 万千瓦光热发电示范项目、中国三峡新能源有限公司金塔熔盐塔式 10 万千瓦光热发电项目、北京国华电力有限责任公司玉门熔盐塔式 10 万千瓦光热发电项目。加上公司中标中广核德令哈 50MW 光热项目太阳岛 EPC 订单，4 个项目在手，充分证明了公司在光热发电领域的技术龙头地位。作为国内为数不多的能做光热总包的企业，不排除公司未来获得更多 EPC 订单的可能性。

◇ 投资建议：示范项目落地，海外布局加快，维持“买入”评级

公司在手项目储备十分充足，若此次与中广核太阳能合作成立合资公司事宜进展顺利，将进一步推动海外市场的拓展，为公司光热发电业务发展再添助力。我们维持公司 16/17/18 年净利润 3.18/6.92/10.09 亿元的预测；维持 EPS 为 0.13/0.28/0.41 元的预测（考虑增发影响），维持公司目标价 11.20 元，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

光热发电项目进度低于预期；国家对光热发电政策出现重大变化；余热发电项目建设进度低于预期；空冷订单项目进度低于预期；宏观经济与市场系统性风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3021	5280	10820	15626	经营活动现金流	99	-27	1475	1629
现金	1001	2023	2476	3584	净利润	162	318	692	1009
应收账款	1338	2189	5688	8232	折旧摊销	54	44	162	365
其它应收款	74	74	74	74	财务费用	60	21	22	22
预付账款	186	304	791	1144	投资损失	-12	0	0	0
存货	289	473	1229	1779	营运资金变动	406	111	287	416
其他	132	-1413	-3625	-6877	其它	-571	-520	312	-182
非流动资产	1860	4978	6067	6385	投资活动现金流	-824	-3100	-1000	-500
长期投资	0	0	0	0	资本支出	1311	3100	1000	500
固定资产	947	4004	4842	4977	长期投资	0	0	0	0
无形资产	817	817	817	817	其他	-487	0	0	0
其他	96	157	408	591	筹资活动现金流	1266	4149	-22	-22
资产总计	4881	10258	16887	22011	短期借款	150	-430	0	0
流动负债	1474	1854	4817	6970	长期借款	414	0	0	0
短期借款	430	0	0	0	其他	701	4579	-22	-22
应付账款	438	389	1036	1497	现金净增加额	540	1022	453	1107
其他	606	1465	3781	5473					
非流动负债	441	463	545	603	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	414	414	414	414	成长能力	1.59%	63.56%	159.81%	44.72%
其他	27	49	131	189	营业收入	17.55%	29.40%	144.02%	45.17%
负债合计	1914	2317	5362	7574	营业利润	-20.43%	95.57%	118.00%	45.74%
少数股东权益	219	219	219	219	归属母公司净利润				
归属母公司股东权益	2748	7721	11306	14217	获利能力	38.86%	30.77%	28.96%	29.05%
负债和股东权益	2967	7940	11526	14437	毛利率	14.32%	17.13%	14.37%	14.47%
	3021	5280	10820	15626	净利率	6.55%	5.82%	7.11%	7.77%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	5.97%	3.94%	5.62%	6.53%
营业收入	1134	1854	4818	6973	ROIC				
营业成本	693	1284	3423	4947	偿债能力				
营业税金及附加	14	19	48	70	资产负债率	39.22%	22.59%	31.75%	34.41%
营业费用	26	42	109	158	净负债比率	22.56%	4.96%	3.47%	2.79%
管理费用	117	167	434	628	流动比率	2.05	2.85	2.25	2.24
财务费用	50	21	22	22	速动比率	1.76	2.48	1.87	1.87
资产减值损失	73	0	0	0	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.39	0.23	0.32	0.34
投资净收益	12	0	0	0	应收账款周转率	0.88	1.05	1.22	1.00
营业利润	174	322	782	1148	应付账款周转率	2.99	4.49	6.76	5.51
营业外收入	28	46	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	0	0	0	0	每股收益	0.24	0.13	0.28	0.41
利润总额	202	368	782	1148	每股经营现金	0.14	-0.01	0.58	0.64
所得税	39	50	90	139	每股净资产	3.76	3.02	4.43	5.56
净利润	162	318	692	1009	估值比率				
少数股东损益	-7	-13	-29	-43	P/E	127.08	72.85	33.42	22.93
归属母公司净利润	169	331	722	1052	P/B	8.10	3.12	2.13	1.70
EBITDA	256	432	966	1535	EV/EBITDA	90.45	56.73	25.40	15.98
EPS (元)	0.24	0.13	0.28	0.41					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com