

首航节能 (002665) \ 电气设备

——空冷业务承压，期待光热发力

事件：

公司发布2016年度业绩快报，报告期内实现营业收入8.95亿元，归母净利润1.57亿元，实现EPS 0.08元。

投资要点：

➤ 电站空冷业务承压

报告期内，公司实现营业总收入89,507.23万元，同比下降21.05%，归属于上市公司股东的净利润15,714.79万元（扣非后约1.1亿元），同比下降7.17%。业绩下滑的主要原因是受宏观经济影响，公司电站空冷业务收入确认放缓。在空冷业务低谷之时，公司与业主积极推进新项目的建设，同时加大力度推进应收账款的回收，经营性现金流状况持续好转；报告期内，公司新增空冷订单约10.4亿元，我们预计空冷业务仍将平稳发展。

➤ 光热发电业务即将接棒

公司已获得我国第一批1.35GW光热示范项目中的300MW系统集成业务，以及中广核太阳能德令哈50MW槽式发电项目的太阳岛EPC业务。我们预计各项目有望在2017年二季度开始动工，从而带动2017年业绩大幅增长。公司敦煌10MW熔盐塔式太阳能光热电站项目运营情况良好，有望为未来项目的获取以及与产业链不同企业的合作提供基础。目前，公司非公开发行项目已过会，静待批文落地。

➤ 积极培育新兴业务

报告期内，公司签订了脱硫废水资源化零排放MED蒸发结晶系统工程合同，未来将持续推进海水淡化、工业水零排放以及城市污水项目等相关业务开发。此外，压气站余热发电项目也将继续推进。

➤ **维持“推荐”评级。**我们预计公司2016年-2018年将实现收入8.95、46.66、68.38亿元，实现净利2.58、7.02、9.99亿元，对应EPS分别为0.08、0.36、0.51元，对应当前股价PE分别为67、24、17倍。考虑到国内光热

| 财务数据和估值 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 1,116.02 | 1,133.78 | 895.07 | 4,665.92 | 6,837.85 |
| 增长率（%） | 14.39% | 1.59% | -21.05% | 421.29% | 46.55% |
| EBITDA（百万元） | 279.49 | 304.60 | 231.41 | 1,008.87 | 1,542.78 |
| 净利润（百万元） | 212.75 | 169.29 | 157.45 | 701.52 | 999.07 |
| 增长率（%） | 33.35% | -20.43% | -6.99% | 345.55% | 42.42% |
| EPS（元/股） | 0.11 | 0.09 | 0.08 | 0.36 | 0.51 |
| 市盈率（P/E） | 81.53 | 102.46 | 110.17 | 24.73 | 17.36 |
| 市净率（P/B） | 8.86 | 6.31 | 2.32 | 2.16 | 1.97 |
| EV/EBITDA | 9.53 | 22.72 | 76.82 | 26.99 | 16.09 |

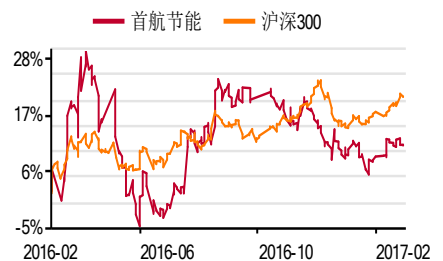
数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**8.8元**
 目标价格：**元**

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 1,971/1,541 |
| 流通A股市值（百万元） | 13,588 |
| 每股净资产（元） | 1.45 |
| 资产负债率（%） | 31.76 |
| 一年内最高/最低（元） | 10.65/7.50 |

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

虞栋 联系人

电话：0510-82835080

邮箱：yudong@glsc.com.cn

顾泉

电话：0510-82835080

邮箱：guquan@glsc.com.cn

相关报告

1、《首航节能（002665）\电气设备行业》
2016.12.14

2、《首航节能（002665）\电气设备行业》
2016.10.11

3、《首航节能（002665）\电气设备行业》
2016.09.21

发电建设启动在即，公司先发优势明显，我们看好公司中长期的发展前景，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

1.光热业务开工进度不及预期风险； 2.应收账款风险； 3.电站空冷业务下滑风险；

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 单位:百万元 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 单位:百万元 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 191.59 | 794.17 | 4,874.2 | 933.18 | 1,367.57 | 营业收入 | 1,116.0 | 1,133.7 | 895.07 | 4,665.9 | 6,837.8 |
| 应收账款+票据 | 1,478.7 | 1,541.7 | 597.26 | 10,553.2 | 5,787.68 | 营业成本 | 741.81 | 693.18 | 587.63 | 3,198.9 | 4,650.1 |
| 预付账款 | 66.04 | 186.08 | -39.00 | 839.65 | 324.23 | 营业税金及附加 | 11.29 | 13.97 | 11.03 | 57.48 | 84.24 |
| 存货 | 266.01 | 289.20 | 188.75 | 2,413.10 | 1,369.13 | 营业费用 | 34.74 | 25.63 | 23.62 | 123.15 | 180.47 |
| 其他 | 0.00 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 管理费用 | 91.39 | 117.11 | 89.60 | 420.40 | 616.09 |
| 流动资产合计 | 2,002.4 | 2,814.0 | 5,624.0 | 14,741.9 | 8,851.40 | 财务费用 | -0.38 | 49.96 | -20.39 | 36.77 | 135.52 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产减值损失 | 48.58 | 72.89 | 55.82 | 55.82 | 55.82 |
| 固定资产 | 340.19 | 461.71 | 819.90 | 1,625.72 | 2,831.54 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 78.35 | 485.71 | 1,000.0 | 1,500.00 | 2,000.00 | 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 83.52 | 812.92 | 795.87 | 778.83 | 761.78 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 325.15 | 63.36 | 63.36 | 63.36 | 63.36 | 营业利润 | 188.58 | 161.05 | 147.77 | 773.40 | 1,115.5 |
| 非流动资产合计 | 827.22 | 1,823.7 | 2,679.1 | 3,967.91 | 5,656.68 | 营业外净收益 | 60.29 | 40.54 | 33.28 | 33.28 | 33.28 |
| 资产总计 | 2,829.6 | 4,637.6 | 8,303.1 | 18,709.8 | 14,508.0 | 利润总额 | 248.88 | 201.59 | 181.05 | 806.69 | 1,148.8 |
| 短期借款 | 280.00 | 430.00 | 0.00 | 4,775.05 | 2,395.66 | 所得税 | 38.73 | 39.17 | 27.16 | 121.00 | 172.33 |
| 应付账款+票据 | 446.47 | 616.28 | 134.72 | 3,953.53 | 1,989.44 | 净利润 | 210.14 | 162.41 | 153.90 | 685.68 | 976.52 |
| 其他 | 108.95 | 210.15 | 66.58 | 1,342.10 | 718.56 | 少数股东损益 | -2.61 | -6.88 | -3.55 | -15.83 | -22.55 |
| 流动负债合计 | 835.41 | 1,256.4 | 201.30 | 10,070.6 | 5,103.66 | 归属于母公司净利润 | 212.75 | 169.29 | 157.45 | 701.52 | 999.07 |
| 长期带息负债 | 0.00 | 414.27 | 414.27 | 414.27 | 414.27 | 主要财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 0.00 | 414.27 | 414.27 | 414.27 | 414.27 | 营业收入 | 14.39% | 1.59% | -21.05 | 421.29 | 46.55% |
| 负债合计 | 835.41 | 1,670.7 | 615.57 | 10,484.9 | 5,517.93 | EBIT | 40.27% | 1.67% | -43.04 | 498.24 | 50.84% |
| 少数股东权益 | 35.99 | 219.41 | 215.86 | 200.03 | 177.48 | EBITDA | 38.35% | 8.98% | -24.03 | 335.97 | 52.92% |
| 股本 | 266.70 | 730.05 | 2,482.0 | 2,482.05 | 2,482.05 | 归属于母公司净利润 | -9.45% | -20.43% | -6.99% | 345.55 | 42.42% |
| 资本公积 | 1,086.2 | 1,306.1 | 4,154.1 | 4,154.18 | 4,154.18 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 605.33 | 711.34 | 835.49 | 1,388.65 | 2,176.44 | 毛利率 | 33.53% | 38.86% | 34.35% | 31.44% | 31.99% |
| 股东权益合计 | 1,994.2 | 2,966.9 | 7,687.5 | 8,224.91 | 8,990.15 | 净利率 | 18.83% | 14.32% | 17.19% | 14.70% | 14.28% |
| 负债和股东权益总 | 2,829.6 | 4,637.6 | 8,303.1 | 18,709.8 | 14,508.0 | ROE | 10.86% | 6.16% | 2.11% | 8.74% | 11.34% |
| | | | | | | ROIC | 8.81% | 7.92% | 2.87% | 20.46% | 7.95% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 29.52% | 36.02% | 7.41% | 56.04% | 38.03% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.40 | 2.24 | 27.94 | 1.46 | 1.73 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.08 | 2.01 | 26.99 | 1.22 | 1.47 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 0.76 | 0.77 | 1.41 | 0.45 | 1.19 |
| | | | | | | 存货周转率 | 2.79 | 2.40 | 3.11 | 1.33 | 3.40 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.39 | 0.24 | 0.11 | 0.25 | 0.47 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.11 | 0.09 | 0.08 | 0.36 | 0.51 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | -0.03 | 0.05 | 0.44 | -3.58 | 2.61 |
| | | | | | | 每股净资产 | 0.99 | 1.39 | 3.79 | 4.07 | 4.47 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 81.53 | 102.46 | 110.17 | 24.73 | 17.36 |
| | | | | | | 市净率 | 8.86 | 6.31 | 2.32 | 2.16 | 1.97 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 9.53 | 22.72 | 76.82 | 26.99 | 16.09 |
| | | | | | | EV/EBIT | 10.81 | 27.63 | 124.61 | 31.91 | 19.29 |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |

