

公司研究/动态点评

2017年04月12日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.17  
合理价格区间(元): 11.85~12.95

**何昕** 执业证书编号: S0570515050001  
研究员 010-56793937  
hexin6573@htsc.com

**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

**黄斌** 010-63211166

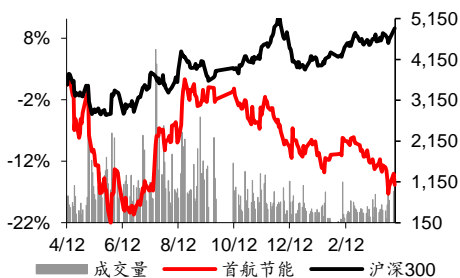
联系人 huangbin011446@htsc.com

**丁宁** 010-56793941  
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《首航节能(002665,买入): 进入迪拜200MW 光热项目短名单》2017.01
- 2 《首航节能(002665,买入): 期待公司2017年 - 昂首起航》2017.01
- 3 《首航节能(002665):10MW 项目并网, 期待订单落地》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

# 布局储能业务, 预计 Q2 业绩好转

## 首航节能(002665)

### 与寰慧科技集团签订合作框架, 布局清洁能源高效利用与储能业务

公司发布复牌公告, 并与寰慧集团签订合作框架协议, 双方计划通过设立合资公司的形式, 实现在清洁能源高效利用与储能方面的业务拓展, 其中首航节能拟认缴出资不高于 2550 万元持股 51%。双方初步规划合作步骤包括: 1) 双方将选择河北省为储能业务试点区域; 2) 寰慧集团未来优先选择合资公司储热/电源作为能量来源, 确保消纳; 3) 首航节能拟设立储能产业基金支持业务发展; 4) 寰慧集团负责加快储能+供热/电综合业务的区域开拓。

### 寰慧集团覆盖供热面积逾 1 亿 m<sup>2</sup>, 试点项目部分位于雄安新区

寰慧集团主要利用电厂及工业余热等能源从事热力供应业务, 目前已在包括河北、河南、陕西、山西等省市通过 PPP 等模式投资运营近 30 家供热公司, 覆盖供热面积逾 1 亿 m<sup>2</sup>。拟成立的合资公司将利用寰慧集团旗下张家口宣化区集中供热项目与安新县集中供热项目为基础, 布局热储能试点项目。其中, 两项目合计供热面积约为 1700 万 m<sup>2</sup>, 同时安新县项目位于雄安新区辖区。

### 公司已掌握介质储热技术与项目, 采用清洁能源为介质加热

公司位于敦煌市的 10MW 光热发电项目已于 2016 年底并网发电, 该项目具备 6000 吨熔盐储热装置, 为电站实现 24 小时平稳发电提供热能。公司有望利用该项储热技术, 结合采用峰谷电价差、低成本的弃风/弃光电价来加热介质进行储存, 并为客户提供供热服务。如试点项目取得成功, 未来公司与寰慧集团将共同推进该技术的跨区域复制。

### 2017Q1 公司净利润预亏, 半年度有望好转

受到国内火电建设进度放缓以及无 16 年结转工程确认, 预计 2017Q1 公司净利润水平为亏损 3253.98-3718.83 万元。而从公司历史业绩情况来看, 每年 Q2、Q4 为业绩确认高峰, 同时考虑到公司在手光热发电 EPC 项目即将进入施工期。预计公司半年度业绩有望好转, 全年各季度净利润水平前低后高。

### 维持公司“买入”评级, 目标价 11.85~12.95 元

预计公司 2016-2018 年净利润水平分别为 1.87 亿元、6.29 亿元和 10.37 亿元, 按现有股本计算每股盈利分别为 0.09 元、0.32 元和 0.53 元, 对应市盈率分别为 86 倍、26 倍和 16 倍。维持公司“买入”评级, 公司目标价区间为 11.85 元 - 12.95 元。

风险提示: 第一批示范项目招标、项目建设进度不达预期; 电站空冷项目施工周期延长, 新增订单量不足; 与寰慧集团储能业务合作不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,971
流通 A 股 (百万股)	1,541
52 周内股价区间 (元)	7.57-26.75
总市值 (百万元)	16,104
总资产 (百万元)	4,454
每股净资产 (元)	1.45

资料来源: 公司公告

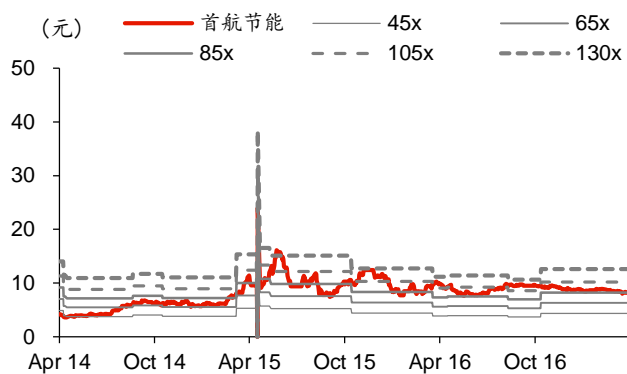
经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,130	1,134	1,050	3,706	6,042
+/-%	15.82	0.33	(7.39)	252.90	63.06
净利润 (百万元)	203.23	169.29	187.04	628.98	1,037
+/-%	27.38	(16.70)	10.49	236.28	64.86
EPS (元, 最新摊薄)	0.10	0.09	0.09	0.32	0.53
PE (倍)	79.24	95.13	86.10	25.60	15.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

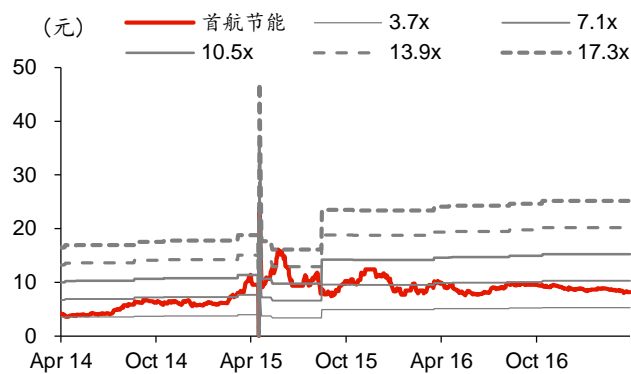
**PE/PB - Bands**

**图表1: 首航节能历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表2: 首航节能历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,222	3,021	3,022	6,047	9,111
现金	365.18	1,001	1,739	1,160	2,797
应收账款	1,247	1,338	739.94	2,583	3,932
其他应收账款	7.53	73.74	38.22	150.06	261.98
预付账款	104.95	186.08	187.19	252.45	348.66
存货	266.01	289.20	208.88	1,503	1,144
其他流动资产	231.45	132.35	108.00	398.96	627.76
非流动资产	1,715	1,860	1,891	1,786	1,715
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	476.04	461.71	659.87	722.64	717.73
无形资产	675.47	812.92	797.58	781.67	766.04
其他非流动资产	563.03	585.85	433.09	281.63	230.93
资产总计	3,937	4,881	4,912	7,833	10,825
流动负债	1,139	1,474	1,221	3,305	5,096
短期借款	280.00	430.00	300.00	350.00	550.00
应付账款	347.56	437.55	381.45	1,487	2,330
其他流动负债	510.98	606.14	539.68	1,468	2,216
非流动负债	42.21	440.77	573.10	826.05	1,130
长期借款	42.21	414.27	564.27	814.27	1,114
其他非流动负债	0.00	26.50	8.83	11.78	15.70
负债合计	1,181	1,914	1,794	4,131	6,226
少数股东权益	409.26	219.41	217.24	209.56	196.32
股本	266.70	730.05	1,971	1,971	1,971
资本公积	1,496	1,306	65.10	65.10	65.10
留存公积	584.08	710.84	864.52	1,456	2,366
归属母公司股	2,347	2,748	2,901	3,492	4,402
负债和股东权益	3,937	4,881	4,912	7,833	10,825

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(74.63)	99.01	840.28	(767.61)	1,356
净利润	191.47	162.41	184.86	621.30	1,024
折旧摊销	49.08	54.15	60.04	74.56	81.26
财务费用	6.59	49.96	68.24	77.47	96.61
投资损失	(0.22)	(12.47)	(3.00)	(2.00)	(4.00)
营运资金变动	(368.88)	(226.44)	772.20	(1,865)	(64.67)
其他经营现金	47.33	71.40	(242.06)	326.24	223.09
投资活动现金	(234.40)	(824.41)	0.00	3.03	3.98
资本支出	203.26	378.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	(196.49)	(468.15)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(227.64)	(913.77)	0.00	3.03	3.98
筹资活动现金	287.63	1,266	(101.95)	185.16	276.61
短期借款	280.00	150.00	(130.00)	50.00	200.00
长期借款	42.21	372.06	150.00	250.00	300.00
普通股增加	0.00	463.35	1,241	0.00	0.00
资本公积增加	409.62	(189.64)	(1,241)	0.00	0.00
其他筹资现金	(444.20)	469.83	(121.95)	(114.84)	(223.39)
现金净增加额	(21.71)	539.66	738.33	(579.42)	1,637

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,130	1,134	1,050	3,706	6,042
营业成本	750.94	693.18	697.31	2,525	4,102
营业税金及附加	11.29	13.97	11.31	41.34	67.80
营业费用	34.74	25.63	24.15	111.17	193.35
管理费用	107.93	117.11	73.50	240.86	380.65
财务费用	6.59	49.96	68.24	77.47	96.61
资产减值损失	48.61	72.89	20.00	40.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.22	12.47	3.00	2.00	4.00
营业利润	170.13	173.52	158.49	672.15	1,146
营业外收入	60.30	28.35	60.00	60.00	60.00
营业外支出	0.22	0.29	1.00	1.20	1.50
利润总额	230.20	201.59	217.49	730.95	1,204
所得税	38.74	39.17	32.62	109.64	180.65
净利润	191.47	162.41	184.86	621.30	1,024
少数股东损益	(11.76)	(6.88)	(2.17)	(7.67)	(13.25)
归属母公司净利润	203.23	169.29	187.04	628.98	1,037
EBITDA	225.80	277.63	286.77	824.17	1,324
EPS (元)	0.10	0.09	0.09	0.32	0.53

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	15.82	0.33	(7.39)	252.90	63.06
营业利润	(2.95)	1.99	(8.66)	324.10	70.47
归属母公司净利润	27.38	(16.70)	10.49	236.28	64.86
获利能力 (%)					
毛利率	33.55	38.86	33.59	31.87	32.11
净利率	17.98	14.93	17.81	16.97	17.16
ROE	8.66	6.16	6.45	18.01	23.55
ROIC	6.24	6.52	9.34	17.90	31.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.99	39.22	36.53	52.74	57.52
净负债比率 (%)	27.29	44.10	48.17	28.18	26.73
流动比率	1.95	2.05	2.47	1.83	1.79
速动比率	1.72	1.85	2.30	1.38	1.56
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.26	0.21	0.58	0.65
应收账款周转率	0.85	0.76	0.87	1.95	1.61
应付账款周转率	2.61	1.77	1.70	2.70	2.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.09	0.09	0.32	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	0.05	0.43	(0.39)	0.69
每股净资产(最新摊薄)	1.19	1.39	1.47	1.77	2.23
估值比率					
PE (倍)	79.24	95.13	86.10	25.60	15.53
PB (倍)	6.86	5.86	5.55	4.61	3.66
EV_EBITDA (倍)	71.33	58.02	56.17	19.54	12.17

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com