

公司研究/动态点评

2017年05月24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): 8.08  
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

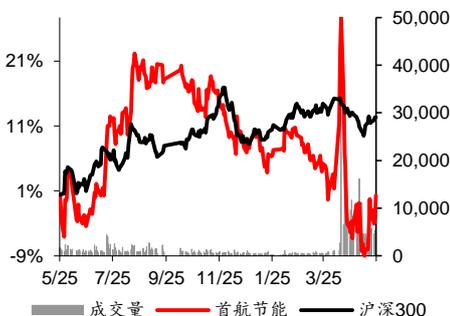
**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

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

相关研究

- 1 《首航节能(002665,买入): 布局储能业务, 预计 Q2 业绩好转》2017.04
- 2 《首航节能(002665,买入): 进入迪拜 200MW 光热项目短名单》2017.01
- 3 《首航节能(002665,买入): 期待公司 2017 年 - 昂首起航》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

## 成立储能供热公司, 定增获批文 首航节能(002665)

### 成立储能公司布局清洁供热, 定向增发获证监会批文

近日, 公司发布公告 1) 与寰慧科技共同出资设立首航寰慧储能有限公司, 共同推进京津冀及其他区域的储能+清洁能源供热项目, 其中首航节能计划出资 2550 万元, 占新设立公司股份的 51%; 2) 定向增发获得证监会批文, 计划发行不超过 5.67 亿股, 用于推进公司光热业务的发展。

### 热储能公司即将成立, 优先推进张家口与雄安新区两个试点项目

公司所采用的储能技术为介质储热, 将充分利用电厂余热、峰谷电、低成本的风电/弃光电来加热介质进行储存, 并为客户提供供热服务。目前, 在手项目主要为张家口宣化区集中供热与安新县集中供热两个项目, 合计获批供热面积约为 1700 万 $m^2$ , 其中安新县项目位于雄安新区辖区。公司将根据两个试点项目的实际情况, 在未来逐步进行项目规模与区域的扩容, 以推广储能+清洁能源供热的技术模式。

### 供热需求广阔, 政策支持清洁能源供热

目前, 我国城市集中供热面积约为 67.22 亿平方米, 北部冬季供热需求为刚性需求。为实现更加清洁与环保的供热方式, 多部委在 5 月份印发《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》, 示范期为 3 年, 将重点支持京津冀及周边地区大气污染传输通道“2+26”城市。同时在 2017《政府工作报告》中, 也明确表示以电代煤、气代煤方式推进冬季清洁取暖, 公司新业务的经营模式与政策的引导相吻合。

### 获定增批文, 公司光热业务即将获资金支持

目前, 国内光热发电示范项目的建设已经蓄势待发, 公司自有的 100MW 光热项目也已经动工, 定增方案此时获批文正好为公司光热业务的发展提供充足的资金支持。此次定增募集资金主要用途分别为 1) 敦煌 100MW 光热发电项目建设 (30.4 亿元)、2) 光热发电装备基地建设 (15.6 亿元), 发行底价为 7.88 元/股。

### 维持“买入”评级, 目标价 11.85~12.95 元

预计公司 2017-2018 年净利润水平分别为 6.29 亿元、10.37 亿元, 按现有股本计算每股盈利分别为 0.32 元、0.53 元, 对应市盈率分别为 25 倍和 15 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) | 7.33-10.30 |
| 总市值 (百万元)     | 15,927     |
| 总资产 (百万元)     | 4,587      |
| 每股净资产 (元)     | 1.45       |

资料来源: 公司公告

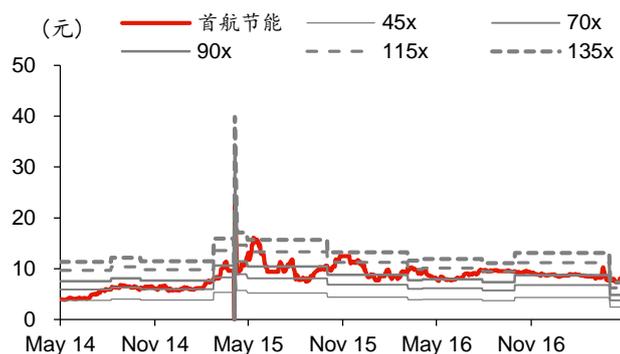
经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2015    | 2016    | 2017E  | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)     | 1,134   | 894.96  | 3,798  | 6,041 | 6,079 |
| +/-%           | 0.33    | (21.06) | 324.43 | 59.05 | 0.62  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 169.29  | 155.04  | 628.74 | 1,037 | 1,182 |
| +/-%           | (16.70) | (8.42)  | 305.54 | 64.86 | 14.01 |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.09    | 0.08    | 0.32   | 0.53  | 0.60  |
| PE (倍)         | 94.08   | 102.73  | 25.33  | 15.37 | 13.48 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

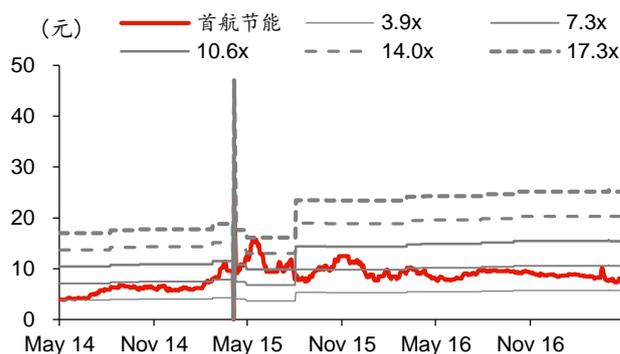
### PE/PB - Bands

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) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 3,021  | 2,207  | 6,227  | 9,354  | 10,928 |
| 现金         | 1,001  | 296.11 | 450.00 | 2,259  | 4,166  |
| 应收账款       | 1,338  | 1,079  | 2,640  | 4,177  | 3,960  |
| 其他应收账款     | 73.74  | 32.02  | 152.26 | 259.37 | 247.00 |
| 预付账款       | 186.08 | 251.78 | 1,030  | 409.77 | 341.14 |
| 存货         | 289.20 | 277.03 | 1,572  | 1,206  | 1,383  |
| 其他流动资产     | 132.35 | 270.57 | 382.85 | 1,043  | 829.87 |
| 非流动资产      | 1,860  | 2,264  | 2,188  | 2,087  | 1,977  |
| 长期投资       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定投资       | 461.71 | 600.96 | 907.00 | 1,009  | 1,008  |
| 无形资产       | 812.92 | 842.59 | 824.81 | 806.38 | 788.28 |
| 其他非流动资产    | 585.85 | 819.99 | 455.69 | 271.82 | 180.46 |
| 资产总计       | 4,881  | 4,470  | 8,415  | 11,441 | 12,905 |
| 流动负债       | 1,474  | 1,017  | 4,204  | 6,014  | 6,098  |
| 短期借款       | 430.00 | 0.00   | 629.33 | 350.00 | 550.00 |
| 应付账款       | 437.55 | 422.08 | 1,681  | 2,697  | 2,624  |
| 其他流动负债     | 606.14 | 594.76 | 1,894  | 2,967  | 2,925  |
| 非流动负债      | 440.77 | 365.64 | 501.39 | 758.18 | 1,058  |
| 长期借款       | 414.27 | 331.01 | 481.01 | 731.01 | 1,031  |
| 其他非流动负债    | 26.50  | 34.63  | 20.38  | 27.17  | 27.39  |
| 负债合计       | 1,914  | 1,382  | 4,706  | 6,772  | 7,157  |
| 少数股东权益     | 219.41 | 192.17 | 184.86 | 172.21 | 157.11 |
| 股本         | 730.05 | 1,971  | 1,971  | 1,971  | 1,971  |
| 资本公积       | 1,306  | 91.77  | 91.77  | 91.77  | 91.77  |
| 留存公积       | 710.84 | 832.02 | 1,461  | 2,434  | 3,529  |
| 归属母公司股     | 2,748  | 2,896  | 3,524  | 4,497  | 5,592  |
| 负债和股东权益    | 4,881  | 4,470  | 8,415  | 11,441 | 12,905 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 99.01    | 191.70   | (575.96) | 1,961    | 1,571    |
| 净利润        | 162.41   | 148.54   | 621.43   | 1,024    | 1,167    |
| 折旧摊销       | 54.15    | 62.41    | 78.11    | 99.90    | 110.14   |
| 财务费用       | 49.96    | 16.61    | 49.18    | 62.80    | 79.76    |
| 投资损失       | (12.47)  | (5.00)   | (3.00)   | (2.00)   | (4.00)   |
| 营运资金变动     | (226.44) | 30.59    | (1,560)  | 502.58   | 274.91   |
| 其他经营现金     | 71.40    | (61.45)  | 238.40   | 273.91   | (56.27)  |
| 投资活动现金     | (824.41) | (252.19) | 0.00     | 3.50     | 3.75     |
| 资本支出       | 378.79   | 298.39   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资       | (468.15) | 38.95    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他投资现金     | (913.77) | 85.14    | 0.00     | 3.50     | 3.75     |
| 筹资活动现金     | 1,266    | (579.27) | 729.85   | (156.06) | 332.99   |
| 短期借款       | 150.00   | (430.00) | 629.33   | (279.33) | 200.00   |
| 长期借款       | 372.06   | (83.26)  | 150.00   | 250.00   | 300.00   |
| 普通股增加      | 463.35   | 1,241    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | (189.64) | (1,214)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | 469.83   | (92.67)  | (49.48)  | (126.73) | (167.01) |
| 现金净增加额     | 539.66   | (639.68) | 153.89   | 1,809    | 1,908    |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015   | 2016    | 2017E  | 2018E   | 2019E   |
|------------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入       | 1,134  | 894.96  | 3,798  | 6,041   | 6,079   |
| 营业成本       | 693.18 | 632.65  | 2,589  | 4,098   | 4,013   |
| 营业税金及附加    | 13.97  | 12.64   | 48.76  | 79.63   | 80.38   |
| 营业费用       | 25.63  | 18.83   | 132.95 | 193.32  | 151.96  |
| 管理费用       | 117.11 | 127.91  | 289.82 | 424.10  | 382.95  |
| 财务费用       | 49.96  | 16.61   | 49.18  | 62.80   | 79.76   |
| 资产减值损失     | 72.89  | (64.19) | 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      | 12.47  | 5.00    | 3.00   | 2.00    | 4.00    |
| 营业利润       | 173.52 | 155.52  | 672.09 | 1,146   | 1,314   |
| 营业外收入      | 28.35  | 45.67   | 60.00  | 60.00   | 60.00   |
| 营业外支出      | 0.29   | 16.38   | 1.00   | 1.20    | 1.50    |
| 利润总额       | 201.59 | 184.81  | 731.09 | 1,205   | 1,373   |
| 所得税        | 39.17  | 36.26   | 109.66 | 180.69  | 205.89  |
| 净利润        | 162.41 | 148.54  | 621.43 | 1,024   | 1,167   |
| 少数股东损益     | (6.88) | (6.49)  | (7.31) | (12.65) | (15.10) |
| 归属母公司净利润   | 169.29 | 155.04  | 628.74 | 1,037   | 1,182   |
| EBITDA     | 277.63 | 234.53  | 799.37 | 1,308   | 1,504   |
| EPS (元)    | 0.09   | 0.08    | 0.32   | 0.53    | 0.60    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2015    | 2016    | 2017E  | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| 成长能力          |         |         |        |       |       |
| 营业收入          | 0.33    | (21.06) | 324.43 | 59.05 | 0.62  |
| 营业利润          | 1.99    | (10.38) | 332.17 | 70.48 | 14.69 |
| 归属母公司净利润      | (16.70) | (8.42)  | 305.54 | 64.86 | 14.01 |
| 获利能力 (%)      |         |         |        |       |       |
| 毛利率           | 38.86   | 29.31   | 31.85  | 32.17 | 33.97 |
| 净利率           | 14.93   | 17.32   | 16.55  | 17.16 | 19.44 |
| ROE           | 6.16    | 5.35    | 17.84  | 23.05 | 21.14 |
| ROIC          | 6.52    | 4.49    | 14.23  | 29.88 | 38.10 |
| 偿债能力          |         |         |        |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 39.22   | 30.93   | 55.92  | 59.19 | 55.45 |
| 净负债比率 (%)     | 44.10   | 23.94   | 23.60  | 15.96 | 22.09 |
| 流动比率          | 2.05    | 2.17    | 1.48   | 1.56  | 1.79  |
| 速动比率          | 1.85    | 1.90    | 1.11   | 1.35  | 1.57  |
| 营运能力          |         |         |        |       |       |
| 总资产周转率        | 0.26    | 0.19    | 0.59   | 0.61  | 0.50  |
| 应收账款周转率       | 0.76    | 0.64    | 1.78   | 1.53  | 1.29  |
| 应付账款周转率       | 1.77    | 1.47    | 2.46   | 1.87  | 1.51  |
| 每股指标 (元)      |         |         |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.09    | 0.08    | 0.32   | 0.53  | 0.60  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.05    | 0.10    | (0.29) | 0.99  | 0.80  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 1.39    | 1.47    | 1.79   | 2.28  | 2.84  |
| 估值比率          |         |         |        |       |       |
| PE (倍)        | 94.08   | 102.73  | 25.33  | 15.37 | 13.48 |
| PB (倍)        | 5.80    | 5.50    | 4.52   | 3.54  | 2.85  |
| EV_EBITDA (倍) | 57.99   | 68.65   | 20.14  | 12.31 | 10.71 |

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