



2019年05月15日

增持(维持)

当前价: 5.04 元

目标价:

分析师: 韩晨

执业编号: S0300518070003

电话: 021-51759955

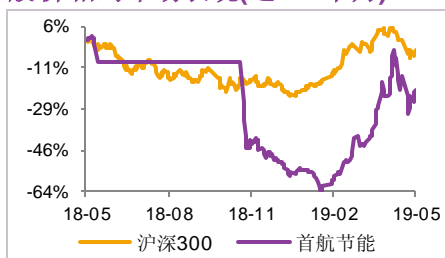
邮箱: hanchen@lxsec.com

分析师: 徐昊

执业编号: S0300519040001

电话: 010-66235709

邮箱: xuhao@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	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	575	748	972	1186
(+/-)	-57%	30%	30%	22%
归母净利润	-623	168	205	257
(+/-)		-127%	22%	25%
EPS(元)	-0.25	0.07	0.08	0.10
P/E	-11	259	212	169

资料来源: 联讯证券研究院

首航节能(002665.SZ)

【联讯汽车事件点评】首航节能：积极布局氢能产业链，千辆订单逐步释放

投资要点
◇ 事件：公司公告与政府签订框架协议

公司与大同市政府签订《氢能产业项目框架协议》，在大同市投资建设氢能产业项目相关事宜达成合作意向。

点评：
◇ 背靠大同市政府积极布局氢能产业链

公司将在未来五年内，优先获得由大同市政府规划投资的加氢站，并且在五年内在大同投资建设 10-20 座加氢站，2020 年 6 月前率先建设 2-3 座加氢站，并且未来大同市政府将匹配每座加氢站不少于 100 辆制定燃料电池车型订单。此外，公司还将在 2020 年投产 1 座世界一流制氢工厂，并在 2024 年前完成不少于 3 座制氢工厂，并建设 3-5 座分布式氢能源电站，实现清洁热电联供。

◇ 2019 年一季度业绩回暖，氢燃料电池业务值得期待

公司 2019 年一季度实现营业收入 1.04 亿元，同比增长 123%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比增长 248%，环比扭亏，主营业务收入触底反弹，盈利能力大幅回暖。截止 2018 年底，公司在手订单未执行及未执行完毕共约 47.6 亿元，其中光热订单超过 30 亿元，订单量充足，收入增长确定性强。

积极布局氢燃料电池业务，发展第二业绩增长点。根据公司公告显示，2020 年 6 月前，大同市政府将为公司带来 200-300 辆氢燃料电池车型订单，假设车型单价为 150 万元，将在未来一年为公司带来大约 3-4.5 亿元收入。此外，山西省规划在 2019-2024 年运营燃料电池车辆规模将分别达到 700 辆、3000 辆和 7500 辆，公司基于大同市合作的氢燃料电池业务值得期待。

◇ 盈利预测和估值

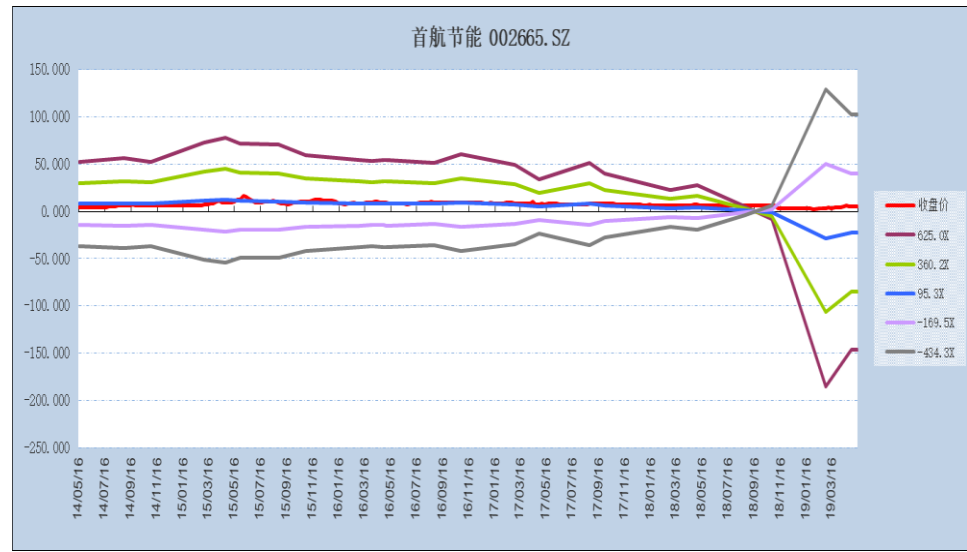
我们预测 2019, 2020, 2021 年营业收入分别为 7.48 亿元、9.72 亿元、11.86 亿元，归母净利润为 1.68 亿元、2.05 亿元、2.57 亿元，EPS 分别为 0.07 元、0.08 元、0.10 元。本着审慎原则，维持“增持”评级。

◇ 风险提示

氢燃料电池车型推广不及预期，公司与大同市的框架协议推进不及预期，氢燃料电池补贴力度不及预期，氢燃料电池相关技术进度不及预期。

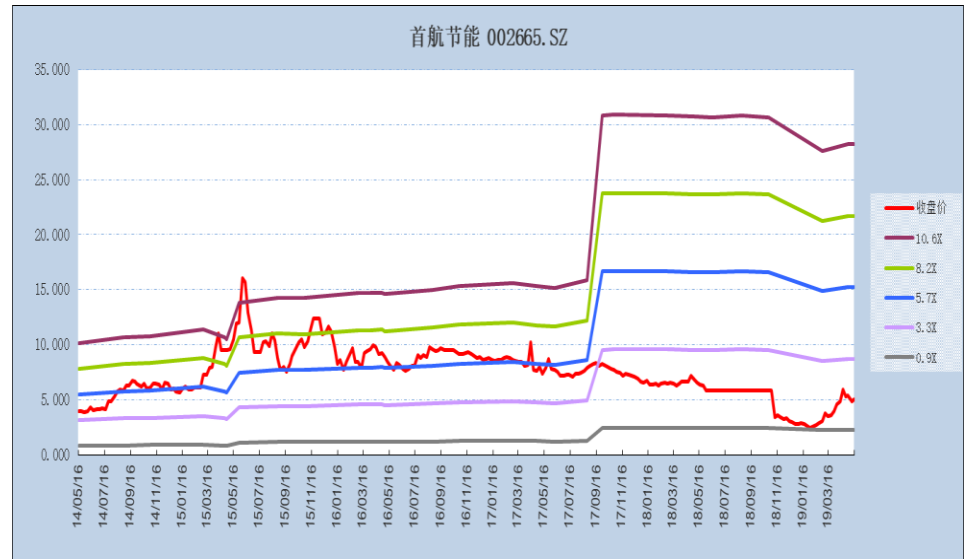


图表 1: P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 2: P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,973	4,172	4,672	5,373	经营活动现金流	-216	-183	-198	-218
现金	2,661	2,163	1,510	709	净利润	-732	125	156	200
应收账款	783	822	888	959	折旧摊销	105	114	125	138
其它应收款	29	34	41	50	财务费用	-35	-37	-38	-40
预付账款	127	33	36	40	投资损失	0	0	0	0
存货	229	257	282	311	营运资金变动	-2,797	167	419	615
其他	145	862	1,914	3,305	其它	3,243	-552	-859	-1,129
非流动资产	4,556	5,239	5,815	6,106	投资活动现金流	-1,446	-362	-398	-457
长期投资	0	80	80	80	资本支出	1,409	1,691	2,029	2,232
固定资产	1,311	1,443	1,587	1,745	长期投资	0	80	80	80
无形资产	262	275	270	275	其他	-2,856	-2,133	-2,507	-2,770
其他	2,982	3,441	3,879	4,005	筹资活动现金流	-238	48	-57	-126
资产总计	8,529	9,411	10,488	11,479	短期借款	600	480	543	516
流动负债	1,606	1,638	1,720	1,806	长期借款	47	268	268	268
短期借款	600	480	543	516	其他	-885	-701	-868	-909
应付账款	363	327	359	377	现金净增加额	-1,900	-497	-653	-801
其他	643	831	818	913					
非流动负债	108	432	303	318	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	47	268	268	268	成长能力				
其他	61	164	35	50	营业收入	-57%	30%	30%	22%
负债合计	1,714	2,071	2,023	2,124	营业利润	-816%	-116%	26%	28%
少数股东权益	88	95	114	128	归属母公司净利润	-766%	-127%	22%	25%
归属母公司股东权益	6,727	7,245	8,351	9,228	获利能力				
负债和股东权益	8,529	9,411	10,488	11,479	毛利率	13%	40%	35%	35%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	-108%	23%	21%	22%
营业收入	575	748	972	1,186	ROE	-10%	2%	2%	2%
营业成本	498	449	632	771	偿债能力				
营业税金及附加	21	6	8	9	资产负债率	20%	22%	19%	19%
销售费用	35	37	44	59	流动比率	247%	255%	272%	298%
管理费用	148	26	34	41	应收帐款周转率	0.63	0.93	1.14	1.28
财务费用	-35	-37	-38	-40	应付帐款周转率	1.24	1.30	1.84	2.09
研发费用	57	75	68	71	每股指标(元)				
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股收益	-0.25	0.07	0.08	0.10
投资净收益	0	0	0	0	每股经营现金	-0.09	-0.07	-0.08	-0.09
资产处置收益	0	0	0	0	每股净资产	2.68	2.89	3.33	3.69
其他收益	1	1	1	1	估值比率				
营业利润	-783	129	162	207	P/E	-11.15	258.63	211.89	169.40
营业外收入	23	20	24	29	P/B	1.05	5.93	5.14	4.65
营业外支出	2	2	3	1	EV/EBITDA	-39.49	178.82	153.27	130.30
利润总额	-762	147	183	235					
所得税	-30	22	27	35					
净利润	-732	125	156	200					
少数股东损益	-108	-43	-50	-57					
归属母公司净利润	-623	168	205	257					
EBITDA	-157	243	287	345					
EPS	-0.25	0.07	0.08	0.10					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018年5月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

徐昊，英国纽卡斯尔大学硕士，2017年1月加入联讯证券，汽车及零部件行业分析师，证书编号：S0300519040001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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