

福能股份（600483）点评报告

配售电业务高歌猛进，资产注入正在进行 买入（维持）

2017年01月09日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

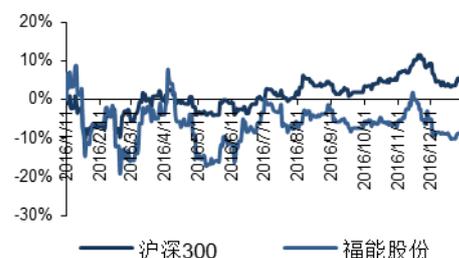
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点：

- 合资成立福州配售电公司：**公司发布公告，全资子公司福能配售电公司与福州交投集团、海丝售电公司拟共同投资设立福州配售电公司，注册资本2.01亿元，公司持股55%，福建交投集团、海丝售电公司分别持股35%、10%。
- 配售电业务突飞猛进，福建电改急先锋：**2016年8月26日，国家发改委和能源局已经正式批复福建省开展售电侧改革试点，并下发《试点方案》，福建电改正式起航。公司抓住机遇，积极参与电改。2015年9月即与长江电力共同投资成立福建省配售电公司。今年以来，公司又相继公告分别于闽东电力、南平实业、平潭管委会、九龙江集团、龙岩工贸发展集团签署协议在宁德、南平、平潭综合实验区、漳州、龙岩等地成立配售电公司。算上本次公告的福州配售电公司，公司配售电业务布局已占福建9个地区中的6个，其中3家拥有新增配网建设运营权，可谓福建电改的急先锋。根据《试点方案》，同一供电营业区内可以有多个售电公司，但只能有一家公司拥有配电网运营权，并提供保底供电服务。公司在上述地区抢先布局，将参与增量配电网建设，占据配网运营资源，掌握配电网改革话语权。配售电业务的迅速开展，将与公司现有的热电、风电及供热等业务形成协同效应，成为综合能源管理平台，极具想象空间。
- 资产注入正式启动，国电泉州、石狮热电先行，宁德核电、神华福能有望明年注入：**16年11月22日公司公告，控股股东福能集团，为履行公司2014年重大资产重组时做出的《关于解决同业竞争的承诺》，拟与公司签订协议，转让所持国电泉州23%股权和石狮热电46.67%股权。公司将以现金支付的方式支付股权转让对价。注入的国电泉州和石狮热电2015年底净资产分别为20.82亿元、1.95亿元。2015年营业收入分别为30.57亿元、2.23亿元；净利润分别为4.50亿元、0.31亿元。完成收购后，将每年将增厚公司业绩1-1.2亿元。此前公司在2014年借壳上市时，集团承诺将剩余电力资产（热电火电并网储备权益装机4077.27MW、宁德核电权益装机435.6MW）注入上市公司。此次国电泉州、石狮热电的转让协议标志着集团解决同业竞争、实现资产注入正式启动。根据公告，1) 2017年集团有望将宁德核电、神华福能的参股权益装机资产注入，预计每年将增厚业绩5-6亿元；2) 2018年底有望将福建惠安泉惠发电公司（筹建期）的股权注入，预计每年贡献收益2-3亿元。
- 风电场逐步并网，装机容量稳步提升：**截至目前，公司已并网风电装机容量714MW左右。2015年，公司募投的7个风电场项目中已有4个并网，另有龙海港尾、莆田坪洋、莆田顶岩山、龙海等地4个风电场合计118MW容量建设中，并将陆续建成

股价走势



市场数据

收盘价（元）	11.38
一年最低价/最高价	11.39/11.09
市净率（倍）	1.8275
流通A股市值（百万元）	3282.94

基础数据

每股净资产（元）	6.32
资本负债率（%）	42.94%
总股本（百万股）	1,551.8256
流通A股（百万股）	288.4837

相关研究

1. 资产注入正式启动，配售电业务持续突破（2016-11-22）
2. 整体经营稳定，配售电业务快速突破（2016-10-26）
3. 核电再加码，配售电继续突破（2016-9-29）

投产。近期另有莆田潘宅（86MW）、南安洋坪（20MW）和永春外山（20MW）三个风电场项目获得核准；平海湾 F 区（200MW）、石城渔港（200MW）海上风电项目处于筹建阶段。公司新建、核准风电场以及筹建中的海上风电项目，有序开展，后续增长稳定。随着新建风电场项目陆续投产，计算装机容量同比增加，发电量同比增加，特别是福建地区风电利用小时数高（2015 年 2658 小时，2016 年前三季度 1602 小时），消纳良好，无限电问题，将带动公司盈利同比上升。

- **坐拥福建地利，核电参股项目资源丰富：**公司在核电方面近期频频出手，显示了公司坐拥福建地利，强大的项目资源获取能力：1）近期公告参股大唐核电、中广核合作开发的宁德第二核电 10% 股权（2GW），注册资本 1 亿元；2）与国家核电拟共同设立国核（福建）核电公司，致力于连江核电项目的开发建设。合资公司注册资本 1 亿元，公司持股 35%；3）2015 年公告参股 4.6GW 华能霞浦核电 10% 股权和 600MW 中核霞浦核电 20% 股权（快中子反应堆四代技术路线）；4）此外，福能集团参股宁德核电（一期 4 台机组合计 4356MW）10% 的股权，承诺将来注入；5）而在核电燃料方面，公司于 2015 年 12 月携手中陕核集团，参股 40% 合资开发鄂尔多斯矿项目。未来随着参股核电站的陆续建成、运营，将为公司带来稳定的收益。
- **投资建议：**不考虑资产注入，预计公司 2016-2018 年净利润分别为 10.8 亿元、12.2 亿元、13.2 亿元，EPS 分别为 0.70 元、0.79 元和 0.85 元，业绩增速分别为 1.84%、12.69%、8.45%。预计 2016-2018 年公司将迎来新项目投产与集团资产注入高峰，考虑到公司的成长性，兼有国企改革、福建板块与台湾概念、一带一路、海上风电、核电、电改等多重主题，给予 2017 年 20 倍 PE，对应目标价 16 元，维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**电改政策低于预期、电力消纳出现问题、资产注入低于预期等。

图表 9: 福能股份三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	5,767	5,809	7,158	7,292	7,726	8,181
增长率	334.69%	0.7%	23.2%	1.9%	6.0%	5.9%
营业成本	-4,179	-4,206	-5,189	-5,383	-5,610	-5,880
%销售收入	72.5%	72.4%	72.5%	73.8%	72.6%	71.9%
毛利	1,588	1,603	1,968	1,909	2,116	2,302
%销售收入	27.5%	27.6%	27.5%	26.2%	27.4%	28.1%
营业税金及附加	-25	-36	-50	-51	-54	-57
%销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-7	-22	-37	-36	-39	-41
%销售收入	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-85	-107	-119	-117	-124	-131
%销售收入	1.5%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	1,471	1,438	1,762	1,704	1,899	2,072
%销售收入	25.5%	24.7%	24.6%	23.4%	24.6%	25.3%
财务费用	-485	-430	-337	-250	-274	-325
%销售收入	8.4%	7.4%	4.7%	3.4%	3.5%	4.0%
资产减值损失	0	-5	-20	-25	-20	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	0	6	15	10	10
%税前利润	1.3%	0.0%	0.4%	1.0%	0.6%	0.6%
营业利润	999	1,002	1,411	1,445	1,615	1,746
营业利润率	17.3%	17.3%	19.7%	19.8%	20.9%	21.3%
营业外收支	9	14	23	25	28	30
税前利润	1,008	1,017	1,434	1,470	1,643	1,776
利润率	17.5%	17.5%	20.0%	20.2%	21.3%	21.7%
所得税	-213	-217	-310	-313	-341	-364
所得税率	21.1%	21.3%	21.6%	21.3%	20.7%	20.5%
净利润	795	800	1,124	1,156	1,302	1,412
少数股东损益	56	4	60	73	82	89
归属于母公司的净利润	739	795	1,063	1,083	1,220	1,323
净利率	12.8%	13.7%	14.9%	14.9%	15.8%	16.2%
				1.84%	12.69%	8.45%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	795	800	1,124	1,156	1,302	1,412
少数股东损益	0	0	0	73	82	89
非现金支出	555	612	681	577	676	770
非经营收益	477	433	345	270	338	403
营运资金变动	-390	114	352	-42	-54	-44
经营活动现金净流	1,438	1,959	2,502	2,035	2,344	2,630
资本开支	637	928	1,321	2,145	1,992	2,126
投资	-18	0	-67	0	0	0
其他	18	77	38	15	10	10
投资活动现金净流	-637	-851	-1,350	-2,130	-1,982	-2,116
股权募资	220	0	11	2,683	0	0
债权募资	-1,009	-297	-582	1,512	1,467	1,469
其他	-664	-496	-530	-310	-376	-443
筹资活动现金净流	-1,453	-793	-1,102	3,885	1,091	1,027
现金净流量	-652	315	49	3,790	1,453	1,541

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	924	1,242	1,270	4,987	6,358	7,810
应收账款	979	1,238	1,065	1,094	1,159	1,227
存货	119	353	324	352	366	384
其他流动资产	303	240	163	166	169	173
流动资产	2,325	3,073	2,822	6,598	8,053	9,594
%总资产	18.7%	21.4%	19.0%	32.6%	35.0%	36.9%
长期投资	0	181	255	255	255	255
固定资产	9,709	10,017	10,328	11,954	13,326	14,730
%总资产	78.3%	69.8%	69.7%	59.1%	57.9%	56.7%
无形资产	150	716	723	715	707	699
非流动资产	10,075	11,281	12,000	13,617	14,982	16,379
%总资产	81.3%	78.6%	81.0%	67.4%	65.0%	63.1%
资产总计	12,400	14,354	14,822	20,216	23,034	25,973
短期借款	1,203	554	705	515	515	515
应付账款	972	858	987	1,026	1,070	1,122
其他流动负债	54	73	102	105	110	115
流动资产	2,229	1,485	1,794	1,646	1,695	1,752
长期贷款	6,253	6,665	5,931	7,633	9,100	10,569
其他长期负债	2	84	89	89	89	89
负债	8,484	8,233	7,814	9,368	10,885	12,411
普通股股东权益	3,585	5,792	6,610	10,385	11,606	12,929
少数股东权益	331	329	398	471	553	642
负债股东权益合计	12,400	14,354	14,822	20,225	23,044	25,982
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.274	0.632	0.845	0.698	0.786	0.853
每股净资产 (元)	1.329	4.603	5.253	6.692	7.479	8.331
每股经营现金净流 (元)	0.533	1.557	1.988	1.264	1.458	1.637
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	20.62%	13.73%	16.09%	10.43%	10.51%	10.24%
总资产收益率	5.96%	5.54%	7.17%	5.35%	5.30%	5.09%
投入资本收益率	11.10%	9.44%	11.34%	9.70%	9.89%	9.90%
增长率						
营业总收入增长率	334.69%	0.74%	23.21%	1.88%	5.95%	5.89%
EBIT增长率	4063.48%	-2.27%	22.59%	-3.29%	11.42%	9.12%
净利润增长率	3152.30%	7.60%	33.69%	1.84%	12.69%	8.45%
总资产增长率	934.93%	15.76%	3.26%	40.84%	13.94%	12.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.1	48.3	38.3	38.3	38.3	38.3
存货周转天数	13.6	20.5	23.8	23.8	23.8	23.8
应付账款周转天数	45.6	72.3	52.9	52.9	52.9	52.9
固定资产周转天数	312.2	597.9	491.8	531.2	571.3	600.5
偿债能力						
净负债/股东权益	166.79%	97.64%	76.58%	29.12%	26.79%	24.13%
EBIT利息保障倍数	3.0	3.3	5.2	6.8	6.9	6.4
资产负债率	68.42%	57.36%	52.72%	46.32%	47.23%	47.77%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

