

公司研究/首次覆盖

2019年05月17日

公用事业/电力 II

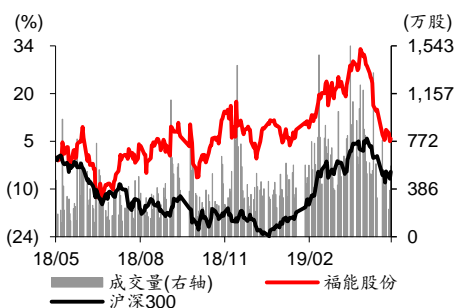
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 8.26
合理价格区间(元): 11.15~12.87

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

风电高成长, 火电增弹性, 核电提潜力

福能股份(600483)

福建电力龙头, 盈利强势反弹, 首次覆盖给予“买入”评级

福能股份主营电力、热力生产和供应, 背靠福建省国资委。截至 2018 年底, 公司控股运营总装机规模 484.1 万千瓦, 其中火电装机 408.4 万千瓦, 风电装机 71.4 万千瓦。公司陆上和近海风电项目稳健扩张、海上风电逐步发力, 风电业务逐渐成为公司主要盈利来源。受益于风电量价优势明显、火电业务触底渐回暖, 我们预测 2019~2021 年利润 13.4/17.1/19.1 亿元, EPS 为 0.86/1.10/1.23 元, ROE 11%/12%/12%, 给予公司 19 年 13-15 倍目标 PE, 对应目标价为 11.15-12.87 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风电: 风力禀赋优质, 量价优势明显

1) 陆上风电: 公司控股装机 71.4 万千瓦 (全省第一), 利用小时 2692 小时, 高出全国平均水平 597 小时, 弃风率常年为零。由于地处 IV 类风能资源区, 电价较高 (平均 0.61 元/度), 2018 年公司风电度电净利润达 0.24 元, ROE 达 12%, 我们预计 19-20 年风电总装机增长 39%/23%, 19-20 年陆上风电贡献利润有望达到 5.9/8.2 亿元。2) 截至 2018 年底, 公司海上风电装机储备 220 万千瓦, 其中海上/陆上风电分别为 200/20 万千瓦, 我们预计海上风电项目稳态期有望贡献利润 5.6 亿 (考虑 2021-2022 年)。

火电: 煤电或受益于煤价下行, 气电政策性调峰利好

1) 公司目前煤电总装机 255.6 万千瓦, 占公司装机结构 53%。由于煤炭供给侧改革边际效应弱化和电厂高库存, 我们看好 19 年煤价下行。港口煤价每下行 10 元/吨, 公司 2019-20 年利润有望增厚 2%/2%, 我们预计公司 2019-20 年煤电利润为 8.1/8.9 亿, 至 2020 年 ROE 恢复至 20% (2017 年 8%)。2) 气电业务依托于控股子公司晋江气电开展, 替代电量业务为其主要赢利方式。目前公司气电装机容量为 153 万千瓦, 占总装机结构 31.7%。2018 年晋江气电 ROE 仅 3%, 我们看好该项目有望逐步回升至 8% 的历史回报率均值水平。

核电: 战略性优质资产, 项目储备充足

截至 2018 年底, 公司参股建设及储备核电项目约 1600 万千瓦, 权益装机规模约 380 万千瓦。目前, 核电“零核准”局面打破, 政策面利好频至, 叠加供需改善等利好, 核电利用小时显著回升, 显著高于水电、风电、火电等其他电源。核电运营成本低, 长期盈利能力较强, 未来将给公司带来非常可观的边际利润增长。

首次覆盖给予“买入”评级

受益于风电量价优势明显、火电业务触底渐回暖, 我们预测公司 2019~21 年 EPS 分别为 0.86/1.10/1.23 元, BPS 分别为 8.43/9.52/10.75 元。当前股价对应 2019~21 年 P/E 为 9.63/7.53/6.73x, P/B 为 0.98/0.87/0.77x。参考行业内可比公司 2019 年平均 P/E 为 13x, 考虑到公司存量资产业绩持续向好, 增量资产优质, 给予公司 19 年 13-15 倍 PE, 对应目标价为 11.15-12.87 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 新项目进展不及预期; 电价/煤价不及预期; 气电政策不及预期;

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,552
流通 A 股 (百万股)	1,552
52 周内股价区间 (元)	6.79-10.39
总市值 (百万元)	12,818
总资产 (百万元)	27,225
每股净资产 (元)	7.71

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,799	9,354	10,196	10,789	11,164
+/-%	6.88	37.57	9.00	5.82	3.47
归属母公司净利润 (百万元)	843.53	1,056	1,338	1,709	1,911
+/-%	(16.86)	24.52	26.76	27.88	11.81
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.68	0.86	1.10	1.23
PE (倍)	15.20	12.20	9.63	7.53	6.73

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

福建省电力龙头，资源雄厚助业绩长虹	4
福建能源集团麾下综合电力平台	4
风电资产优质，业绩前景可观	8
福建风力资源得天独厚，十三五期间风电装机 CAGR 有望达 24%	8
风电资产优质，新增项目促业绩持续放量	9
量：装机持续攀升，利用小时领先全国	9
价：地处 IV 类资源区，上网电价最高	11
量价优势明显，度电净利润领先同业	11
储备项目丰富，募投项目有望显著增厚公司业绩	12
煤电业务未来有望充分受益于煤价下行	14
17-18 年煤价高位压制煤电业务盈利	14
看好 19 年煤价中枢下行，带动煤电业务成本显著下降	15
气电业务政策属性强，正处于盈利回升通道	17
燃气发电+替代电量为主要业务	17
替代电量业务为主要赢利点，政策属性推动盈利处于回升通道	17
核电资产业绩稳健，项目储备充足	19
核电盈利可观，利好公司长远业绩	20
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.15-12.87 元	22
用电需求有望持续增长	22
三费费用率预测：预计 2019-2021 年费用率为 6.4%/5.7%/5.3%	23
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.15-12.87 元	23
PE/PB - Bands	24
风险提示	24

图表目录

图表 1： 公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）	4
图表 2： 2014-2018 公司营收结构（百万元）	4
图表 3： 2014-2018 公司毛利结构（百万元）	4
图表 4： 2014-2018 年公司营收与归母净利润情况	5
图表 5： 2014-2018 公司毛利结构（%）	5
图表 6： 2014-2018 公司分业务毛利率（%）	5
图表 7： 公司控股装机结构（万千瓦）	6
图表 8： 公司权益装机结构（万千瓦）	6
图表 9： 电力业务营收结构（百万元）	6
图表 10： 电力业务毛利结构（百万元）	6

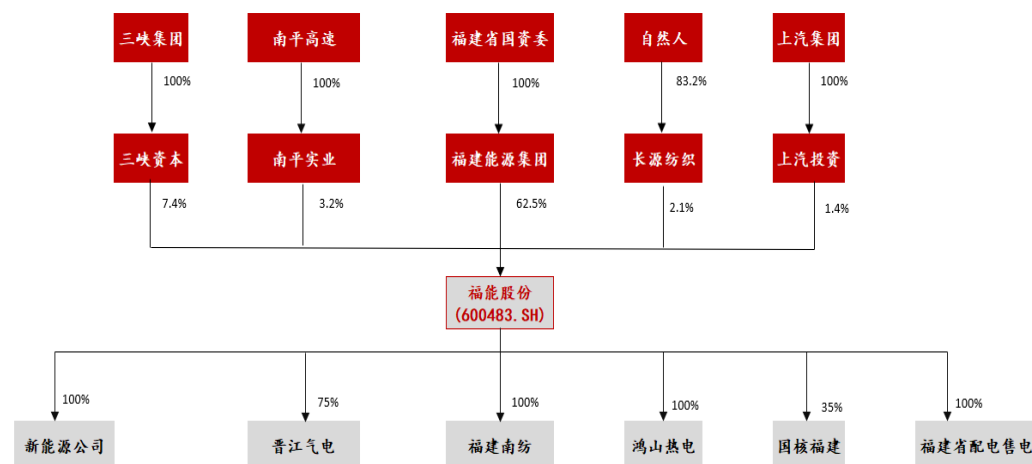
图表 11: 公司电力资产一览表	6
图表 12: 福建省各区域年均风速 (米/秒)	8
图表 13: 福建风电利用小时领先全国 (小时)	9
图表 14: 十三五期间福建风电装机 CAGR 有望高达 24%.....	9
图表 15: 公司已投运风电项目一览 (截至 2018 年底)	10
图表 16: 近年公司风电装机情况	10
图表 17: 近年公司风电发电量情况	10
图表 18: 公司风电利用小时优于福建平均水平	11
图表 19: 福建风电弃风率为零.....	11
图表 20: 不同核准期风电标杆电价 (元/千瓦时, 含税)	11
图表 21: 公司风电业务盈利能力突出.....	12
图表 22: 公司募投风电场项目基本情况	12
图表 23: 公司前次募集资金投资项目实现效益情况	13
图表 24: 公司旗下煤电资产 (截至 2018 年底)	14
图表 25: 近年公司煤电装机情况	14
图表 26: 近年公司煤电发电量情况	14
图表 27: 近年公司煤电装机情况	15
图表 28: 2017-2018 年鸿山热电盈利能力显著弱化.....	15
图表 29: 2016 至今六大发电集团煤炭库存.....	15
图表 30: 18 年秦皇岛煤价 (5500K) 旺季不旺特征明显.....	15
图表 31: 十三五煤炭去产能目标完成进度 (亿吨)	16
图表 32: 入炉煤价与港口现货价相关性较高.....	16
图表 33: 入炉煤价与港口现货价拟合情况.....	16
图表 34: 近年晋江气电天然气发电上网电量及替代电量.....	17
图表 35: 近年晋江气电盈利情况	17
图表 36: 近年晋江气电收入结构	17
图表 37: 近年晋江气电毛利结构	17
图表 38: 近年晋江气电 ROE 变动情况	18
图表 39: 近年来核电相关政策.....	19
图表 40: 公司核电资产梳理	19
图表 41: 福建省 6000 千瓦及以上核电设备装机容量	20
图表 42: 全国各类型发电设备累计平均利用小时数.....	20
图表 43: 各类型发电企业净资产收益率 ROE (%) 对比.....	21
图表 44: 近年全社会需求电量增长情况	22
图表 45: 装机容量及利用小时预测	22
图表 46: 三费费用率预测 (百万元)	23
图表 47: 可比公司估值表.....	23
图表 48: 福能股份历史 PE-Bands	24
图表 49: 福能股份历史 PB-Bands	24

福建省电力龙头，资源雄厚助业绩长虹

福建能源集团麾下综合电力平台

公司原身为福建南纺股份有限公司，于2004年在上交所正式挂牌上市。2014年公司收购福能集团所持有鸿山热电100%、晋江气电75%和新能源公司100%的股权，成立福建福能股份有限公司。公司控股股东为福建省能源集团，实际控制人为福建省国资委。现主营业务为电力、热力生产和供应，包括风力发电、天然气发电、热电联产和光伏发电。截至2018年底，公司控股运营总装机规模484.1万千瓦，其中：风电装机规模71.4万千瓦，天然气发电装机规模152.8万千瓦，热电联产机组装机123.6万千瓦，燃煤纯凝电厂装机132万千瓦，光伏装机4.3万千瓦。

图表1：公司股权结构图（截至2018年12月31日）

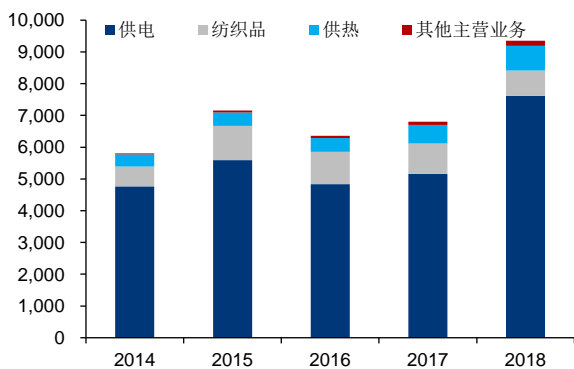


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司主营供电供热，营收/毛利占比80%/90%以上。经2014年重大重组事项，公司主营业务由销售PU革基布转为发电与供热，包括风力发电、天然气发电、热电联产和光伏发电，其中风电已成为主要盈利来源。

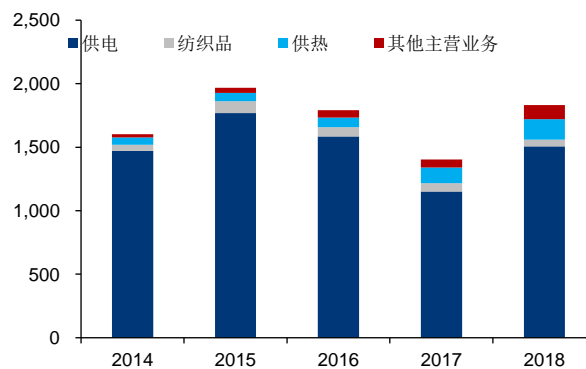
公司营收、毛利结构较为集中，2016-2018年，供热供电业务营收占比超80%，毛利占比则达到90%以上。

图表2：2014-2018 公司营收结构（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2014-2018 公司毛利结构（百万元）



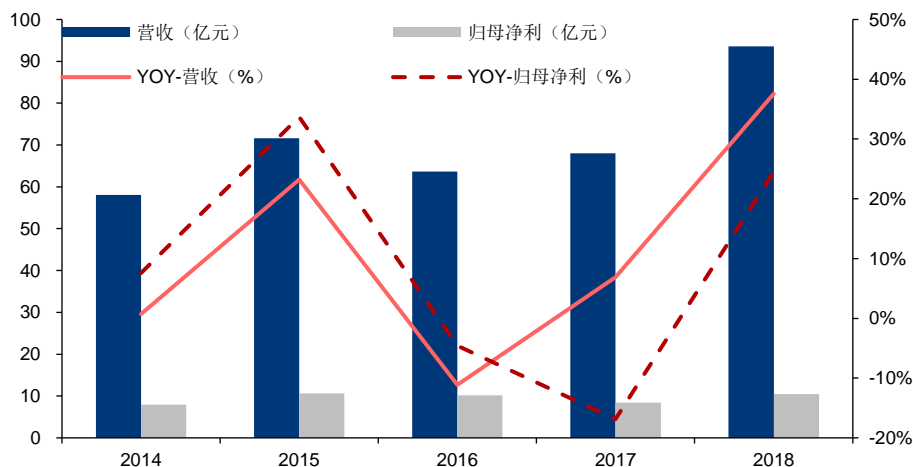
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：18H1 公告没有拆分营业成本

2018年公司营收、净利润强势反弹。公司业绩主要受装机规模、利用小时、燃料成本、风力资源、上网电价政策调整等因素影响。2018年受益于燃煤及燃气电厂供电量同比增加，上网电价上调，风电装机规模增加，晋江气电替代电量增加等多方因素共同促进，公司业

绩攀升。

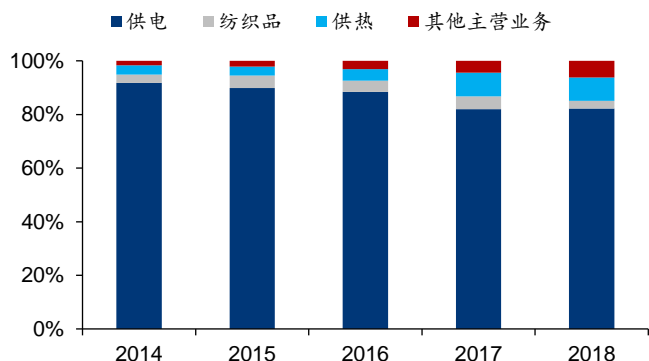
图表4：2014-2018年公司营收与归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

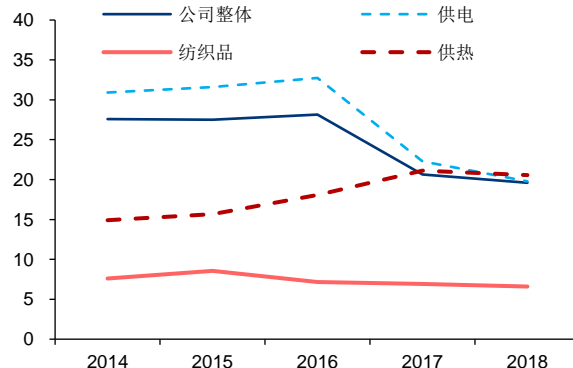
根据公司公告，2018年，公司完成发电量182/172亿千瓦时，同比增长71%/69%，供热量531万吨，同比增长30%。2018年公司实现营业收入94亿元，同比增长38%，实现归属于母公司的净利润10.5亿元，同比增长25%。

图表5：2014-2018年公司毛利结构 (%)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2014-2018年公司分业务毛利率 (%)

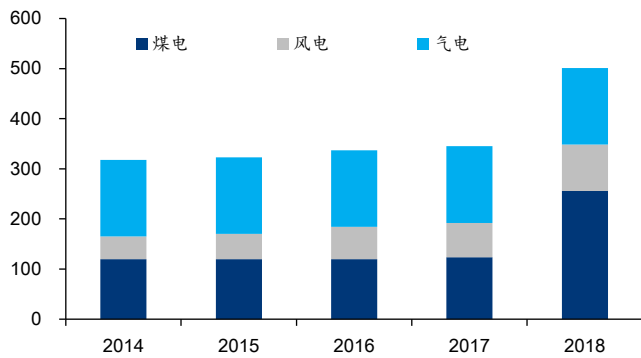


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

区域性风电龙头，装机规模位居福建省第一。公司发电业务在福建省位于行业领先地位，尤其是可再生能源风电业务装机规模位居第一。截至2018年底，公司控股运营总装机规模484.1万千瓦，其中风电装机规模71.4万千瓦，占福建省风电装机规模的23.8%；热电联产、天然气发电机组276.4万千瓦，占福建省火电装机规模的8.9%；光伏装机规模4.3万千瓦。

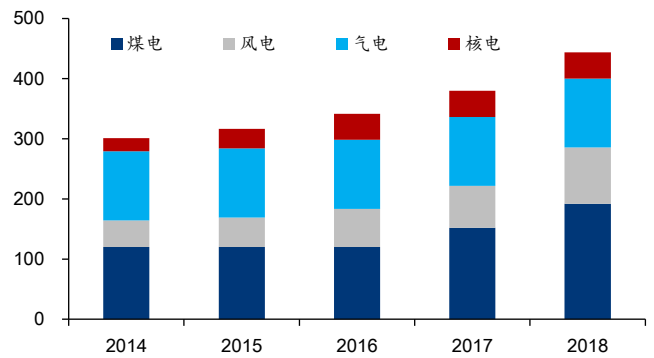
稳健发展风电等新能源资产，持续推进优质项目的核准与建设。2018年，港尾风电场项目(40MW)、莆田坪洋风电场(30MW)、管粮山农业光伏电站(30MW)建成投产。2018年12月公司成功发行可转换债券，共募集28.3亿元用于投资兴建永春外山风电场项目(20MW)、南安洋坪风电场项目(20MW)、莆田潘宅风电场项目(85MW)和莆田平海湾海上风电场F区项目(200MW)，为公司布局新能源板块的新支撑。

图表7: 公司控股装机结构 (万千瓦)



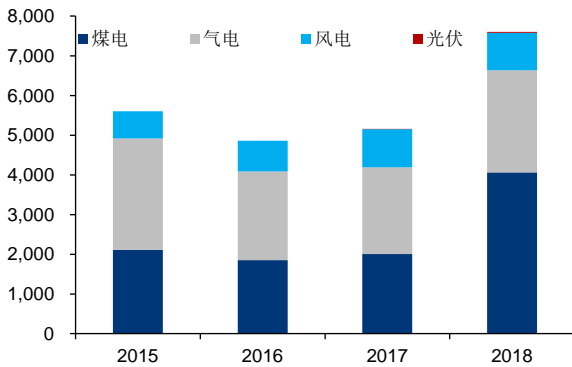
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司权益装机结构 (万千瓦)



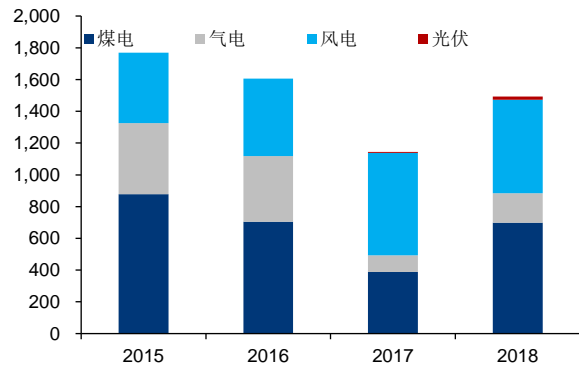
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 电力业务营收结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 电力业务毛利结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

整合优质资产, 扩大股权投资。2017年至今, 公司成功收购国电泉州 23%股权和石狮热电 46.67%股权、福能财务公司 10%股权、福建省配售电 50%股权和福建宁德核电有限公司 10%股权; 成功摘牌华润六枝 51%股权和华润温州 20%股权。其中华润六枝装机规模 132 万千瓦, 2018 年六枝电厂实现净利润 2119 万元, 成为公司重要的盈利贡献点之一。

图表11: 公司电力资产一览表

资产序列	持股比例	装机容量	权益装机	项目进度	其他股东
风电资产					
莆田石城风电场 (一期)	100%	40MW	40MW	已投运	
莆田石井风电场 (一期)	100%	40MW	40MW	已投运	
莆田石井风电场 (二期)	100%	14MW	14MW	已投运	
莆田石城风电场 (二期山下部分)	100%	48MW	48MW	已投运	
莆田东岙风电场	100%	48MW	48MW	已投运	
莆田后海风电场 (一期)	100%	48MW	48MW	已投运	
莆田后海风电场 (二期)	100%	48MW	48MW	已投运	
晋江气电金井风电场	75%	32MW	24MW	已投运	晋江产业发展 (25%)
龙海黄坑风电场	100%	40MW	40MW	已投运	
惠安小岞风电场 (一期)	100%	12MW	12MW	已投运	
龙海隆教风电场	100%	48MW	48MW	已投运	
仙游草山风电场	100%	34.5MW	34.5MW	已投运	
龙海新村风电场	100%	48MW	48MW	已投运	
莆田大蚶山风电场	100%	48MW	48MW	已投运	
龙海新厝风电场	100%	47.5MW	47.5MW	已投运	
莆田石塘风电场	100%	48MW	48MW	已投运	
莆田坪洋风电场	100%	30MW	30MW	已投运	

资产序列	持股比例	装机容量	权益装机	项目进度	其他股东
龙海港尾风电场	100%	40MW	40MW	已投运	
永春外山风电场	100%	20MW	20MW	已投运	
南安洋坪风电场	100%	20MW	20MW	已投运	
莆田潘宅风电场	100%	85MW	85MW	已设立项目公司	
莆田平海湾海上风电场	64.65%	200MW	129.3MW	已开工, 预计2022年投产	海峡发电(39%)、华夏国际电力(10%)
莆田顶岩山风电场	100%	48MW	48MW	已开工	
石城渔港风电厂	64.65%	200MW	129.3MW	已开工	海峡发电(39%)、华夏国际电力(10%)
风电总装机	/	1257MW	1107.6MW	/	/
火电资产			MW		
鸿山热电	100%	1200MW	1200MW	已投运	
龙安热电	65%	23.5MW	15.3MW	已投运	陕煤化工(35%)
华润六枝	51%	1320MW	673.2MW		华润电力(49%)
晋南热电	100%	60MW	60MW	已开工, 预计2019年投产	
国电泉州	23%	138MW	31.7MW		国电福建(72%)、泉州国投(5%)
石狮热电	47%	159MW	74.7MW		国华实业(47%)、厦门瀚翔投资(6%)
华润温州	20%	400MW	80MW		华润电力(55%)、南亚洲能源投资(10%)、浙能电力(10%)、温州电力(5%)
火电总装机	/	2653.7MW	1805.1MW	/	/
气电资产					
晋江气电	75%	1530MW	1147.5MW	已投运	晋江产业发展(25%)
气电总装机	/	1530MW	1147.5MW	/	/
光伏资产					
管粮山农业光伏电站	100%	30MW	30MW	已投运	
光伏总装机	/	30MW	30MW	/	/
核电资产					
福建宁德核电	10%	4x1089MW	435.6MW	一期工程已投运	中广核宁核投资(46%)、大唐发电(44%)
福建宁德第二核电	10%	2x1150MW	230MW	已设立项目公司	大唐核电(47%)、广核投资(43%)
华能霞浦核电	10%	4x1000MW	400MW	前期准备阶段	华电核电(30%)、华能国开(22.5%)、华能国电(22.5%)、中国核电(10%)
中核霞浦核电	20%	600MW	120MW	已开工, 预计2023年投产	中国核电(55%)、长江电力(10%)、华能核开(10%)
国核福建	35%	6x1400MW	2940MW	前期准备阶段	国核技术(65%)
核电总装机	/	19656MW	4125.6MW	/	/

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

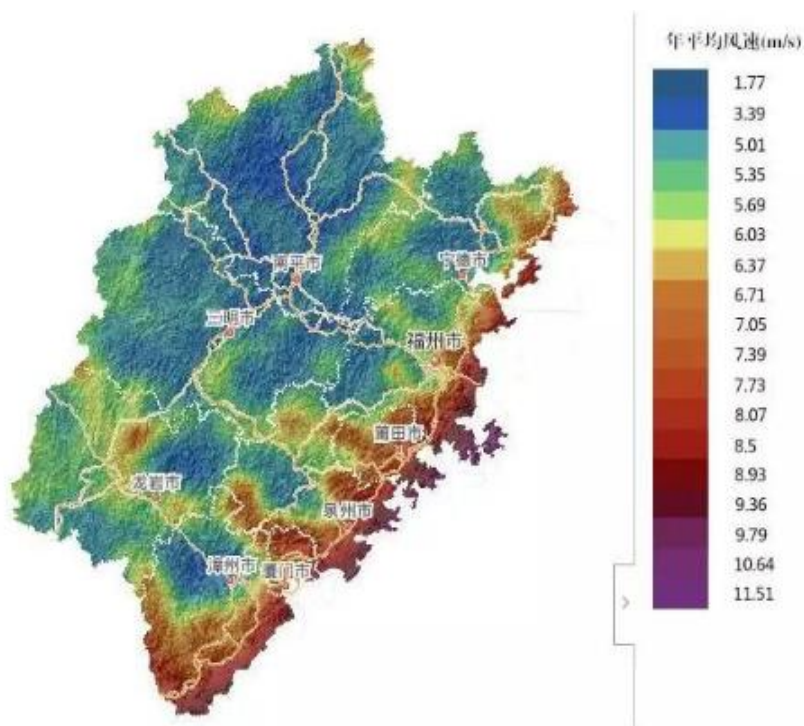
风电资产优质，业绩前景可观

福建风力资源得天独厚，十三五期间风电装机 CAGR 有望达 24%

福建风能资源十分丰富。福建省地处欧亚大陆的东南边缘，濒临东海和台湾海峡，受亚热带季风气候和台湾海峡“狭管效应”的共同影响，风能资源十分丰富，风能开发具有得天独厚的资源优势。

根据福建省政府投资项目评审中心发布数据，福建省 10 米高度沿海陆地风能资源总储量达 4131 万千瓦，近海风能资源储量估计为陆地上的 3 至 4 倍，70 米高度风能资源总储量则约为 1.82 亿千瓦，技术开发量大约为 2500 万 kW，其中陆上 900 万 kW，海上 1600 万 kW。

图表12：福建省各区域年均风速（米/秒）

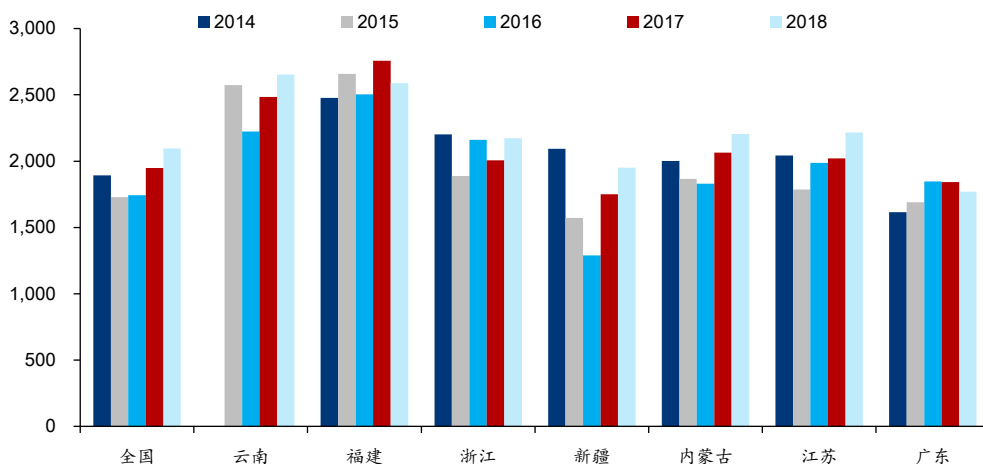


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风电产业起步早，利用小时领先全国。福建是全国风能资源丰富区之一，开发利用风能资源具有一定基础，省内风能开发始于上世纪 80 年代，据福建发改委统计，全省风电装机容量已从 2005 年的 5 万千瓦增至 2018 年底的 300 万千瓦，根据 Wind 数据，2018 年底福建 6000 千瓦以上机组中风电装机占比 5.2%。

受益于优质的风力资源禀赋和深厚的产业基础，省内风电利用小时常年领先全国，根据国家能源局统计数据，2016-2018 年，福建/全国风电利用小时分别为 2503/1742 小时、2756/1948 小时、2687/2095 小时。

图表13: 福建风电利用小时领先全国 (小时)

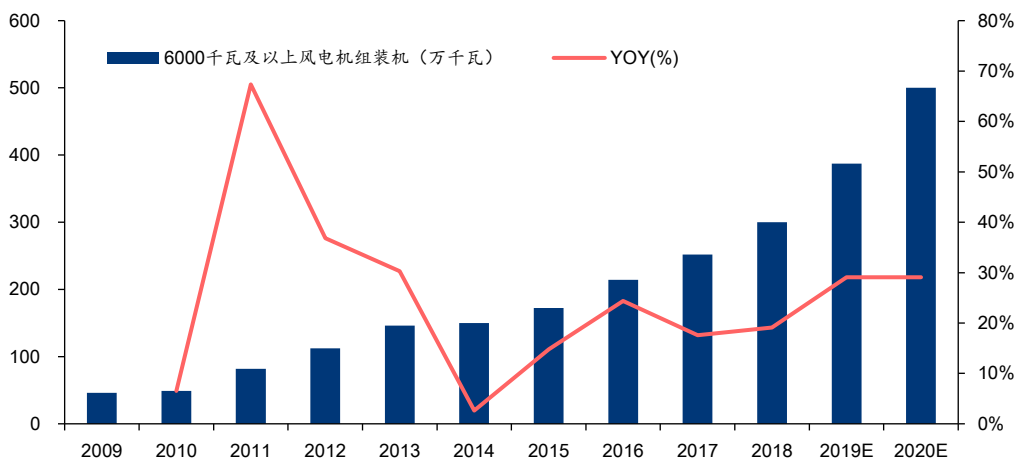


资料来源: 国家能源局, 华泰证券研究所

政策力度强劲, 十三五期间福建风电装机 CAGR 有望高达 24%。根据《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》相关要求, 2020 年福建省全社会用电量中非水电可再生能源电力消纳量比重指标为 7%, 而 2017 年底福建省风电、光伏发电量占全省总发电量的比例为 3.2%, 显著低于这一目标。

根据福建省“十三五”能源发展专项规划, 2020 年福建省全社会用电量 2500-2785 亿 kWh, 按国家要求测算, 2020 年福建省非水可再生能源电力消纳量要达到 175-195 亿 kWh。根据资源禀赋条件, 届时, 生物质发电和光伏发电装机规模分别为 50 万 kW、90 万 kW, 对应的发电量分别为 23 亿 kWh、10 亿 kWh, 其余 142-162 亿 kWh 发电量需由风电来承担。为完成最低限度的 142 亿 kWh 考核电量, 按照陆上、海上比较理想的年等效满负荷小时数 2400 和 3500 测算, 2020 年福建省风电装机规模要达到 500 万 kW, 这就意味着十三五期间福建风电装机需要净增加 323 万 kW, 省内风电发展空间可观。

图表14: 十三五期间福建风电装机 CAGR 有望高达 24%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风电资产优质, 新增项目促业绩持续放量
量: 装机持续攀升, 利用小时领先全国

福建龙头风电运营商, 2018 年公司风电发电量在福建省占比达 25.8%。2018 年以来, 公司相继投运莆田坪洋风电场、龙海港尾风电场, 根据公司公告, 截至 2018 年底, 公司控股运营总装机规模 484.1 万千瓦, 占福建省发电总装机规模的 9.3%, 2018 年公司风电发

电量达 18.65 亿千瓦时，占福建省风电发电量的 25.8%。

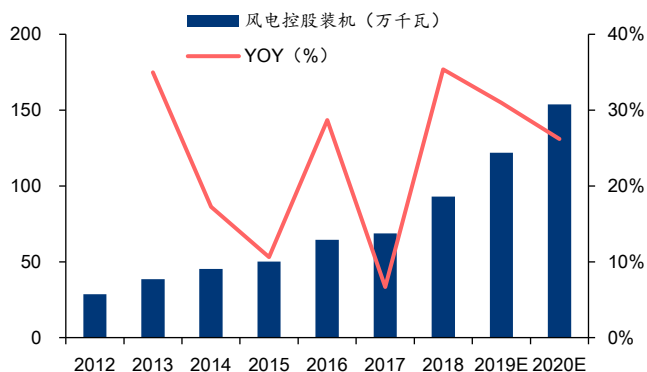
图表15：公司已投运风电项目一览（截至2018年底）

公司下辖风电项目	装机容量（兆瓦）	投运时间	持股比例
莆田石城风电场（一期）	40	2009.4	100%
莆田石井风电场（一期）	40	2009.4	100%
莆田石井风电场（二期）	14	2010.11	100%
莆田石城风电场（二期山下部分）	48	2011.1	100%
莆田东峤风电场	48	2011.4	100%
莆田后海风电场（一期）	48	2012.1	100%
莆田后海风电场（二期）	48	2012.9	100%
晋江气电金井风电场	32	2013.1	75%
龙海黄坑风电场	40	2013.1	100%
惠安小岞风电场（一期）	12	2013.1	100%
龙海隆教风电场	48	2013.9	100%
仙游草山风电场	34.5	2014.12	100%
龙海新村风电场	48	2015.12	100%
莆田大蚶山风电场	48	2016.4	100%
龙海新厝风电场	47.5	2016.9	100%
莆田石塘风电场	48	2016.1	100%
莆田坪洋风电场	30	2018.1	100%
龙海港尾风电场	40	2018.5	100%
总计	714	/	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

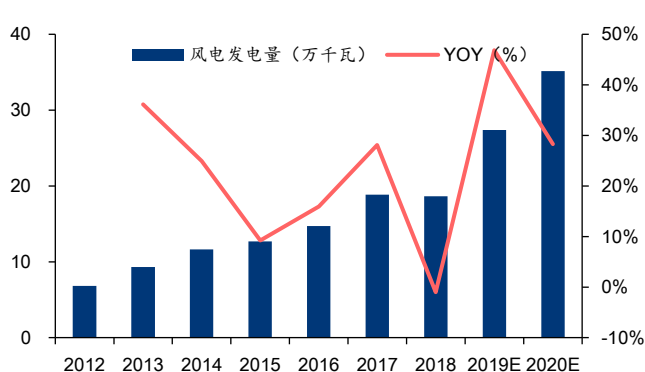
风电装机持续攀升。近年来，伴随新的风电项目相继投产，公司风电装机稳步增长，我们预计2020年公司风电装机有望突破165万千瓦，较2018年（71.4万千瓦）增长131%。2018年受天气因素影响，公司全年风电利用小时出现一定波动，全年风电发电量18.7亿千瓦时，同比降低1%，我们认为，从中长期角度来看，福建风电利用水平依旧有望高于全国平均水平，叠加公司风电机组总体质地突出，短期利用小时波动不改变长期盈利向好态势。

图表16：近年公司风电装机情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17：近年公司风电发电量情况

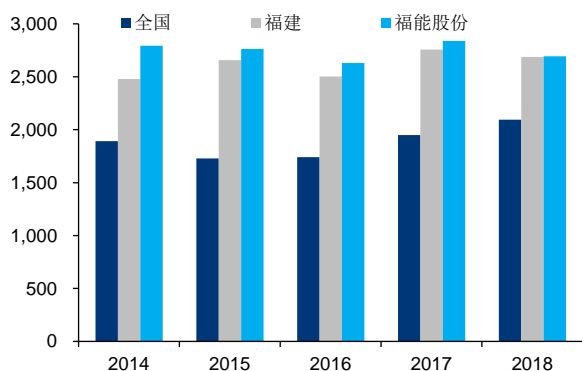


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风电资产优质，利用小时持续高位。公司现役和在建风力发电机组位于风资源质量较优的莆田、漳州地区，具有良好的陆上和海上风力资源，风电机组平均利用小时数常年高于福建省平均利用小时数，根据公司公告，2018年公司风力发电机组平均利用小时数2692小时，较全国风电平均利用小时数高597小时，福建省风电平均利用小时数高5小时。

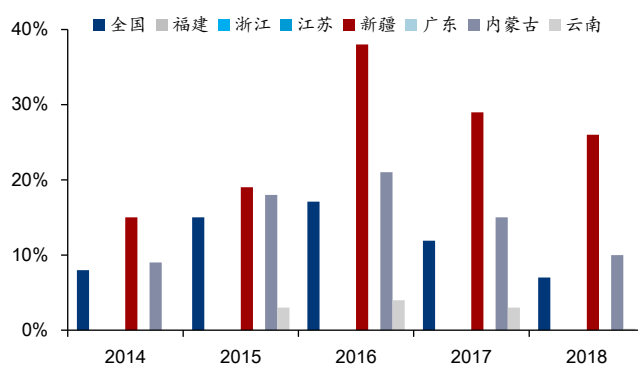
零“弃风限电”，设备利用率高。福建由于靠近电力负荷中心，弃风率常年为零。2018年1月1日，福建电力调峰辅助服务市场正式运行，涉及装机容量4789万千瓦；12月18日，福建启动调频辅助服务市场模拟运行，将进一步提升电力系统运行效率。公司风力发电量由国网福建省公司全额消纳，未发生“弃风限电”情况，产能利用率较高。

图表18: 公司风电利用小时优于福建平均水平



资料来源: 公司公告, 国家能源局, 华泰证券研究所

图表19: 福建风电弃风率为零



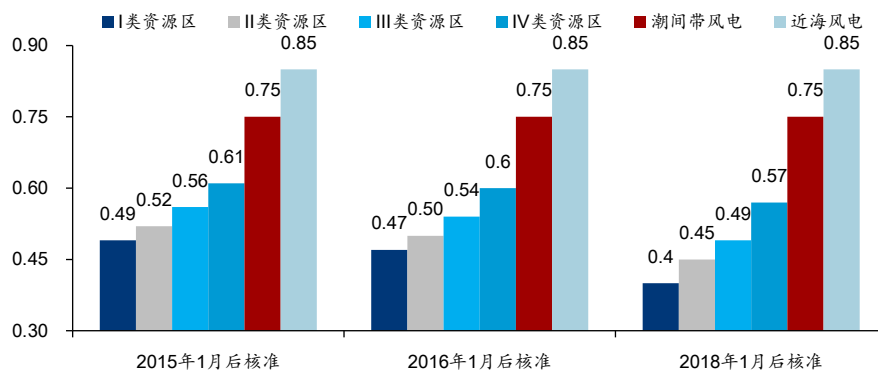
资料来源: 国家能源局, 华泰证券研究所

价: 地处IV类资源区, 上网电价最高

福建地处第IV类风能资源区。根据我国风能密度及地形状况, 我国风能资源区可分为四大类, 第I类风能资源区主要分布于内蒙、新疆, 第II类风能资源区主要分布于河北、内蒙、甘肃, 第III类风能资源区主要分布于吉林、黑龙江、甘肃、宁夏、新疆, 其余地区统分为第IV类风能资源区。

近年来, 为实现风电电价2020年平价上网的目标, 国家发改委持续调整新能源标杆上网电价政策, 相比于前期风电电价水平, I、II、III类区下调幅度较大, IV类资源区电价保持较高水平, 且降幅较低。

图表20: 不同核准期风电标杆电价(元/千瓦时, 含税)



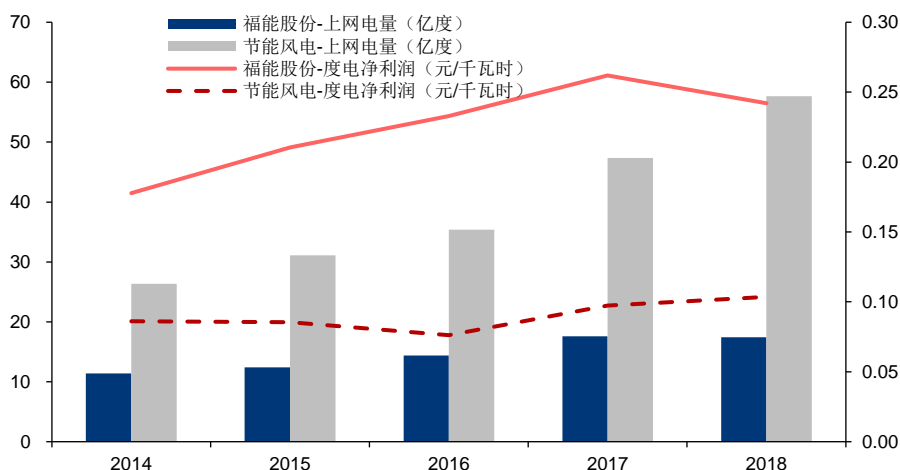
资料来源: 国家发改委, 华泰证券研究所

量价优势明显, 度电净利润领先同业

量价优势明显, 公司风电业务盈利能力突出。基于前述分析, 不难看出, 公司风电业务电量潜力可观(装机持续增长、风力资源禀赋优质促利用小时保持高位), 电价优势明显(风电项目地处IV资源区)。受益于风电量价优势, 公司风电业务盈利能力突出, 2016-2018风电度电净利润分别为0.23元/千瓦时、0.26元/千瓦时、0.24元/千瓦时。

目前风电业务已然成为公司主要盈利来源。以全资子公司福能新能源公司经营业绩为基础, 2017年福能新能源净利润在公司归母净利润中占比55%, 2018则为40%, 受益于风电装机持续扩张, 我们预计风电业务未来仍将是公司利润的核心来源。

图表21：公司风电业务盈利能力突出



注：福能股份风电盈利能力测算基于全资子公司福能新能源相关数据；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

储备项目丰富，募投项目有望显著增厚公司业绩

装机规划有望持续增厚业绩，风电业务再加速。公司于2017年11月发布可转债发行预案，拟募集资金不超过28.3亿元，用于投资三个陆上风电和1个海上风电项目，四个项目总投资额47.6亿元，不足部分将由公司以自有资金或通过其他融资方式自筹解决。2018年12月28日，可转债在上交所挂牌交易，发行总额28.3亿元。

本次可转债项目上市为公司风电项目开展提供了大额资金，后续建设将如期进行，其中永春外山风电场、南安洋坪风电场共40MW项目已于2019年第一季度投运，莆田潘宅风电场85MW项目我们预计在2019年全部投产，莆田平海湾海上风电场F区200MW项目有望在2019-2020年投产。

未来福建区域风电企业的竞争主要是风电资源和项目开发权的竞争，募投项目的实施将会极大加强公司风电业务的市场竞争力和市场地位。

图表22：公司募投风电场项目基本情况

	永春外山风电场	南安洋坪风电场	莆田潘宅风电场	莆田平海湾海上风电场
装机容量 (MW)	20	20	85	200
预计利用小时数 (h)	2329	2157	3385	3251
预计年均发电量 (亿千瓦时)	0.47	0.43	2.88	6.50
单位建设成本 (元/千瓦)	9452	9061	8334	18418
年均净利润 (万元)	950	878	8974	16115
度电净利润 (元)	0.20	0.20	0.31	0.25
毛利率 (%)	43.8	43.8	68.6	47.4
IRR (%)	8.5	8.3	19.2	9
股权占比 (%)	100	100	100	65

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募投项目有望带来可观的增量利润空间。达产后，考虑到股权比例，四个项目预计增加公司年均并表发电量10.3亿千瓦时（占公司2018年发电量5.7%），项目达产后，增加并表净利润2.1亿元（占公司2018年预计归母净利润25%）。

我们以 2017 年实际效益与预计效益比较并判断是否达到预计效益（莆田坪洋风电场项目用 2018H1 的效益作为 2017 年全年效益参考值数据测算），前次募集资金投资项目已经投运的 6 个项目中，1 个投运项目实际收益未达预期，主要受区域实际风况、机组完全投产时间较晚影响；1 个投运项目实际效益仅比承诺效益低 3%；另外 4 个投运项目实际收益均超过承诺收益一半以上。因此，我们看好公司能实现本次四个募投项目的承诺收益。

图表23：公司前次募集资金投资项目实现效益情况

项目名称	装机 (MW)	承诺效益 (万元)	2017 年实现效益 (万元)	是否达到预计效益
莆田大蚶山风电场项目	48	3,915.67	6,871.43	是
龙海新村风电场项目	48	1,772.49	3,277.70	是
莆田石塘风电场项目	48	4,096.25	6,968.19	是
龙海新厝风电场项目	47.5	2,069.60	2,000.65	否
龙海港尾风电场项目	40	1,893.94	853.35	否
莆田坪洋风电场项目	30	833.55	1716.16	是

注：莆田坪洋风电场项目 2017 年尚未投运，2018H1 实现盈利 858.08 万元，已超过承诺效益；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

石城、长乐项目获准，海上风电再发力。2018 年 11 月，公司莆田石城海上风电场项目获福建发改委核准，项目建设规模为 200MW，预计总投资为 36.9 亿元，计划于 2022 年建成投运。根据项目初步可行性研究报告，该项目年等效发电小时数 3,109 小时，年上网电量 6.2 亿千瓦时。考虑到持股比例，该项目预计贡献年并表利润 1 亿元（占公司 2018 年归母净利润 12.2%）。

2018 年 9 月，公司与海峡发电共同投资设立福能海峡发电有限公司，负责建设运营长乐外海海上风电场区 B、C 区（800MW）项目。2019 年 1 月，C 区项目获得福建发改委核准，项目建设规模为 498MW，总投资为 111.9 亿元。B、C 区项目均投运后，将新增海上风电权益装机规模 517.2MW（相当于公司目前风电在运规模 72%）、显著增厚公司利润。

煤电业务未来有望充分受益于煤价下行

17-18年煤价高位压制煤电业务盈利

煤电装机占比 53%。根据公司公告，截至 2018 年底，公司控股运营总装机规模 484.1 万千瓦，其中热电联产机组装机 123.6 万千瓦，燃煤纯凝电厂装机 132.0 万千瓦，煤电总装机达到 255.6 万千瓦，在公司装机结构共占比达到 53%。

图表24：公司旗下煤电资产（截至 2018 年底）

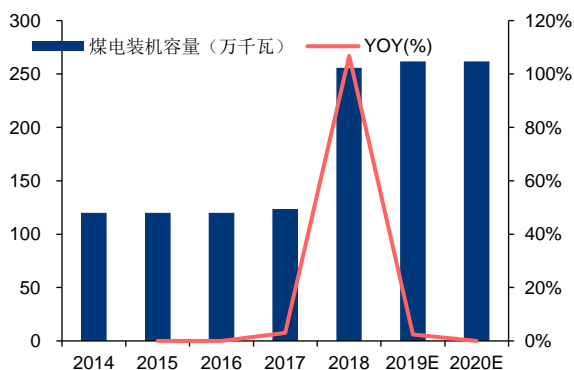
火电资产列示	持股比例	装机结构（万千瓦）	权益装机（万千瓦）	投产进度
鸿山热电	100%	60*2	120	两台机组分别于 2011 年 1 月 10 日和 1 月 31 日正式投产发电
龙安热电	65%	1.7+1.91	2.35	2017Q3 投产
华润六枝	51%	66*2	67.32	2017 年 10 月公司收购部分股份，2018 年 1 月 25 日完成工商变更登记
晋南热电	100%	3*2	6	2017 年年报披露进度 4.26%，公司争取 19 年全部投产
国电泉州	23%	30*2	13.8	2017 年 2 月集团资产注入完成，二期项目于 17 年 6 月获得核准
石狮热电	47%	6*2+22	15.9	2017 年 2 月集团资产注入完成
华润温州	20%	100*2	40	2017 年 10 月公司收购部分股份，工商变更登记手续尚在办理中

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收购华润旗下部分电力资产，2018 年煤电装机大为扩容。2017 年 10 月公司发布公告，以 5.23 亿元和 4.60 亿元分别收购华润电力（温州）20% 股权和华润电力（六枝）51% 股权。截至 2018 年一季度末，相关标底资产交割手续已办理完毕。

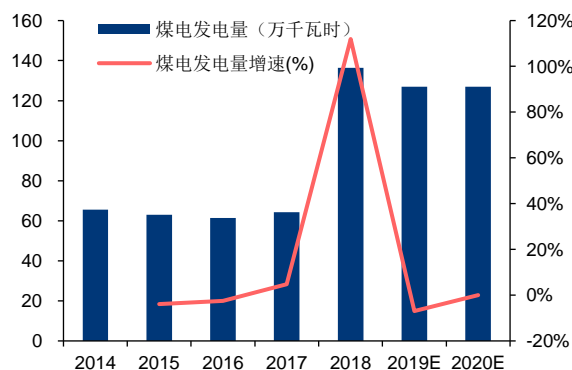
华润温州建有 2 台 1GW 国产超超临界燃煤机组，为大容量、高参数、超超临界的百万机组，各项主要技术经济指标在国内同类型机组中处于领先水平；同时项目地处浙江省经济大省，社会用电量基数较大，电价有保障。华润六枝目前拥有 2*660MW 超临界燃煤发电机组，属于坑口电厂、煤电一体化项目，各项主要经济技术指标在国内同类型机组中处于较好水平，电厂周边煤炭资源丰富。

图表25：近年公司煤电装机情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26：近年公司煤电发电量情况

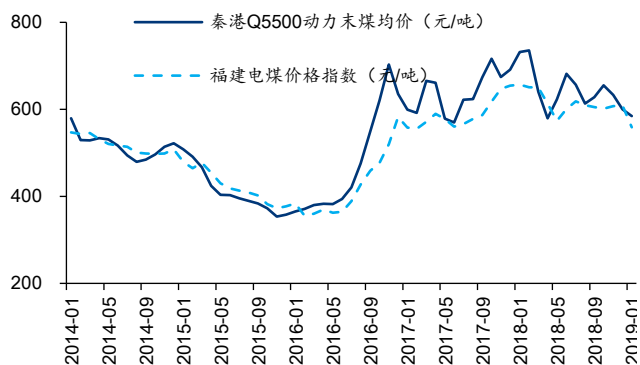


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

受制于煤价高位，煤电资产盈利承压。煤炭是煤电机组最主要的成本项，在总成本中占比高达 50-70%，近年来受制于煤价高位，公司煤电资产业绩承压。

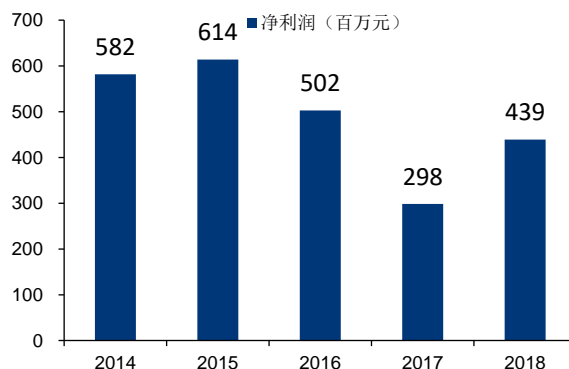
以全资子公司鸿山热电为例，拥有煤电装机120万千瓦，两台机组分别于2011年1月10日和1月31日正式投产发电，2014-2016年年实现净利润稳定在500-600万元区间，步入2017后，当地煤炭价格大幅提升，2017-2018年福建电煤价格指数分别为589元/吨、616元/吨，同比增长40%、5%。受此影响2017-2018年盈利能力大为弱化，2017-2018年净利润不足300万元，降幅逾40%。

图表27：近年公司煤电装机情况



资料来源：Wind，国家发改委，华泰证券研究所

图表28：2017-2018年鸿山热电盈利能力显著弱化

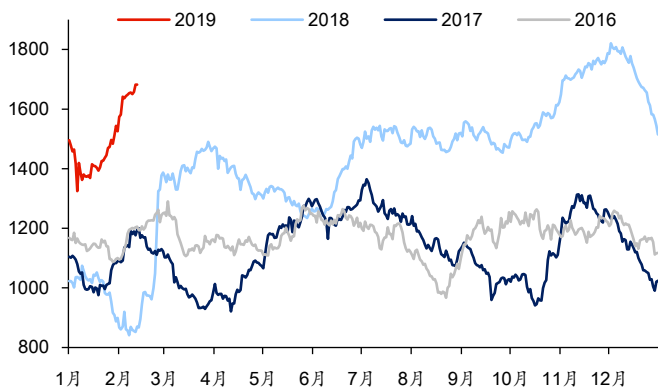


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

看好19年煤价中枢下行，带动煤电业务成本显著下降

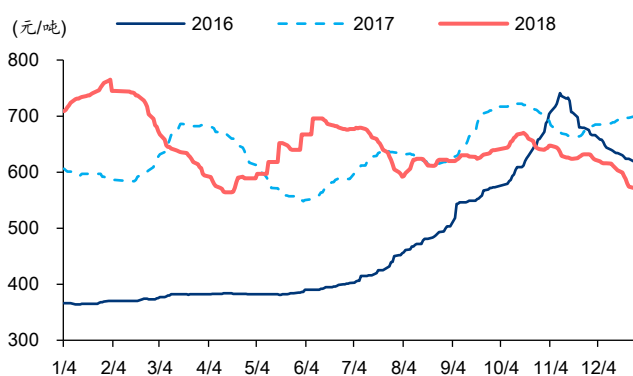
电厂采取高库存策略，18Q4煤价旺季不旺特征明显。由于2016-2017年煤价持续处于高位，且用煤旺季煤价上行明显，电厂2018年采取高库存策略以保障自身用煤需求。18Q4六大发电集团煤炭库存均值为1623万吨，较17Q4同比提升45%。电厂高库存导致煤价下行明显，2018年10月26日至2018年年底，秦皇岛港口煤价(5500K)煤价开始低于2016/2017年同期水平，旺季不旺特征明显。

图表29：2016至今六大发电集团煤炭库存



资料来源：Wind，华泰证券研究所

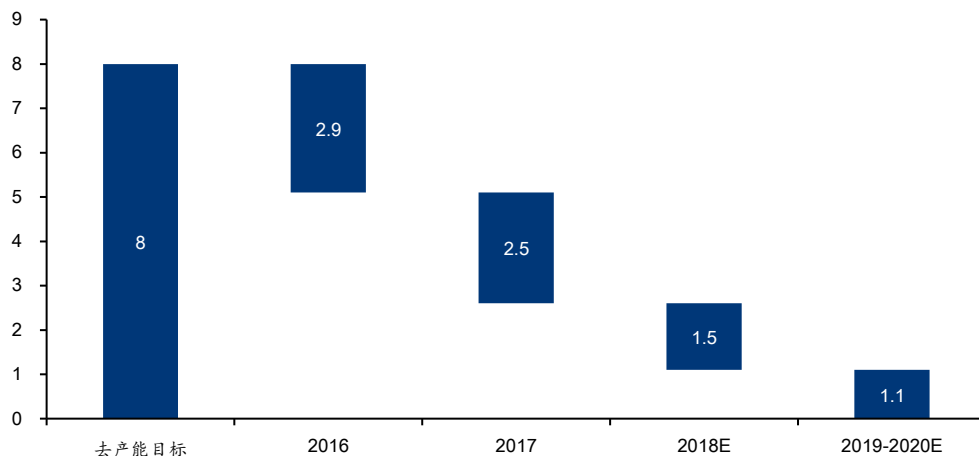
图表30：18年秦皇岛煤价(5500K)旺季不旺特征明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

煤炭供给侧改革边际效应弱化，看好19年煤炭价格中枢下行。2017年11月21日，国家发展改革委副主任连维良表示，我国煤炭去产能任务有望在2018年基本完成，或有可能提前完成。我们预计2019-2020年煤炭去产能压力有望大幅减轻，叠加发改委采取多项举措推动新增产量放量，驱动动力煤煤价回落到绿色区间(500-570元/吨)，我们认为，未来两年煤价中枢有望下降。

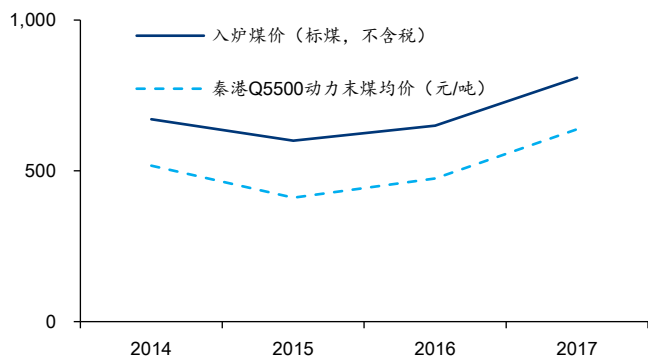
图表31：十三五煤炭去产能目标完成进度（亿吨）



资料来源：发改委，华泰证券研究所

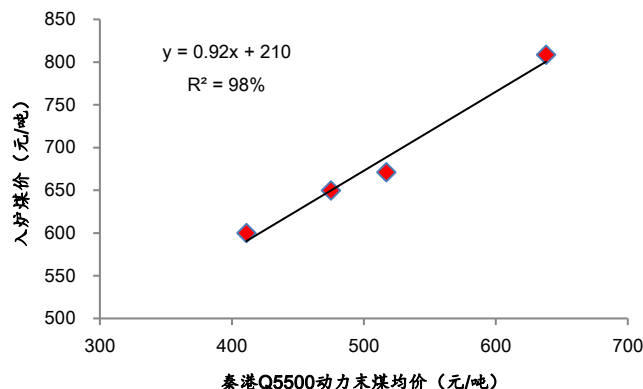
公司入炉煤价与港口煤价相关性高，港口煤价（5500K）下降 10 元/吨对应公司入炉煤价下 9.2 元/吨（标煤，不含税）。我们基于公司 2015 年以来的入炉煤价数据和秦皇岛港动力末煤平仓价(5500K)均价进行拟合分析，拟合效果较好：福能股份入炉煤价（标煤不含税）=0.92*秦皇岛港动力末煤平仓价(5500K)平仓均价+210，R²=98%。

图表32：入炉煤价与港口现货价相关性较高



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

图表33：入炉煤价与港口现货价拟合情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

拟合数据显示，如果秦皇岛港动力末煤(5500K)均价走低 10 元/吨，则公司入炉煤价（标煤，不含税）有望走低 9.2 元/吨。在此基础上，假设秦皇岛港口价格每下降 10 元/吨，则公司 2019-20 年毛利润在我们预测基础上有望增厚 0.32/0.32 亿元，增幅分别为 2%/2%。

气电业务政策属性强，正处于盈利回升通道

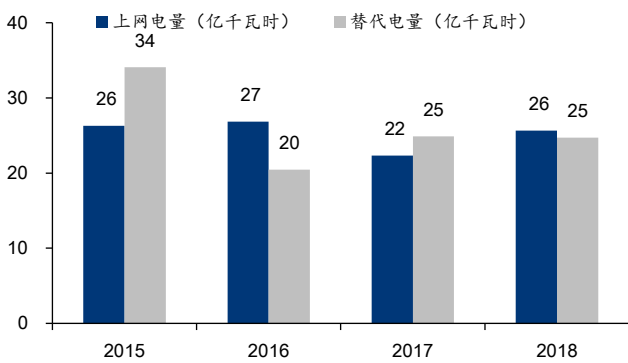
燃气发电+替代电量为主要业务

公司气电业务依托于控股子公司晋江气电开展，该公司为福能集团与晋江能源于2004年共同出资设立，目前福能股份拥有晋江气电75%股权。该电厂项目为福建LNG总体项目中十个子项目之一，列为国家十一五重点建设项目，截至2018年底，公司气电装机容量为153万千瓦，配4台9FA燃气蒸汽联合循环机组。

燃气发电+替代电量为气电板块两大业务：

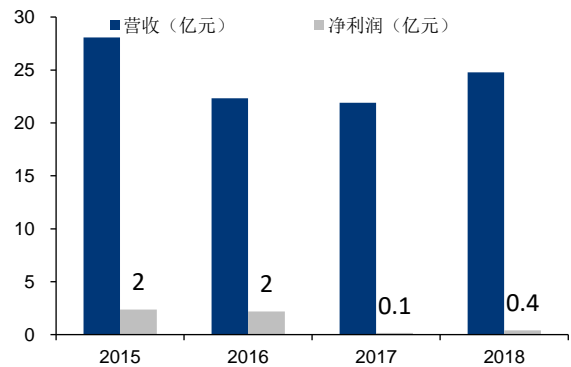
- 1. 燃气发电业务：**依靠目前153万千瓦气电机组进行发电，收入端核心变量为发电量及上网电价，目前晋江气电上网电价为0.5906元/千瓦时（16%增值税）；成本端核心变量为耗气量和气价，目前晋江气电已与中海福建签订天然气长期采购协议，通过中国海洋石油总公司进口印尼天然气；
- 2. 替代电量业务：**根据政府每年给予的“替代电量”指标，公司可将LNG发电权进行转让，该业务的收入端为替代电量额度与LNG气电上网电价之积，成本端为替代电量额度与外购电价之积。

图表34：近年晋江气电天然气发电上网电量及替代电量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35：近年晋江气电盈利情况

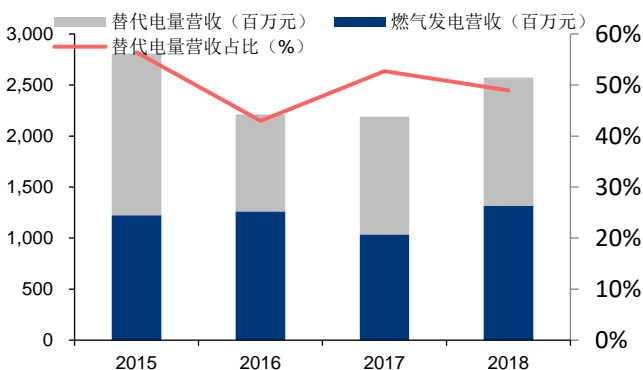


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

替代电量业务为主要赢利点，政策属性推动盈利处于回升通道

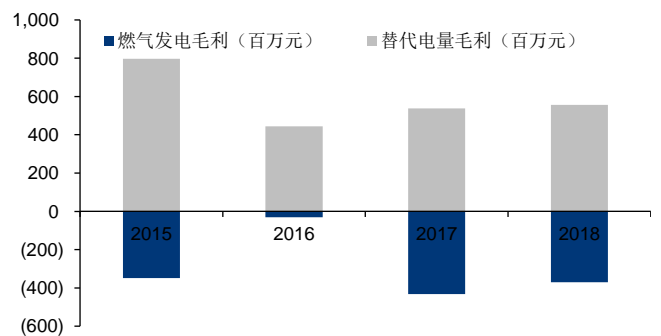
替代电量业务营收占比在50%上下浮动，为晋江气电主要赢利点。晋江气电燃气发电业务成本较高，近三年该业务毛利润均为负值，替代电量业务为该控股子公司主要利润来源。

图表36：近年晋江气电收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37：近年晋江气电毛利结构

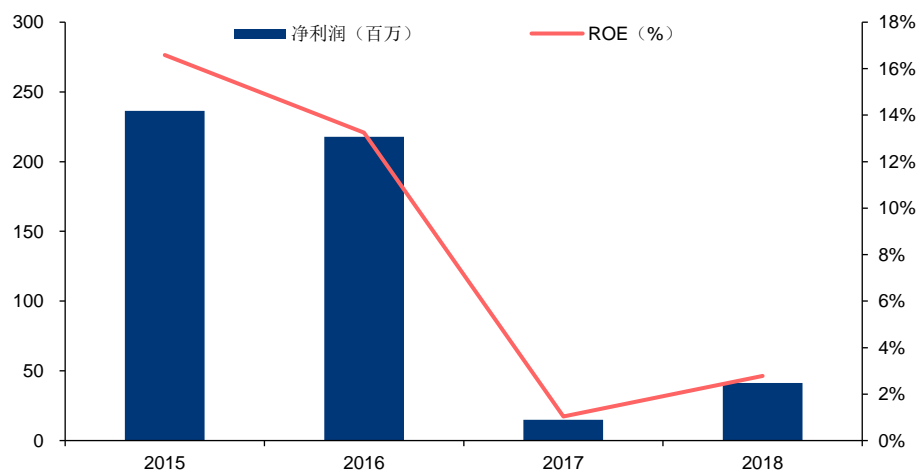


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

政策性调峰电厂，盈利规模有望保证在合理范围之内。晋江气电为福建省政策性调峰燃气电厂，根据相关规定，每三年政府部门都将对晋江气电进行审核，通过调整替代电量业务的发电权转让额度、以及燃气发电业务的耗气量和气价，将晋江气电盈利规模维持在合理范围。

从历史来看，公司气电项目 ROE 稳定在 8% 上下，2017 年晋江气电净利润仅 1498 万元，ROE 仅 1%。按照公司的实际投资成本，理论上晋江气电每年实现的净利润应不低于 8000 万元，我们预计伴随外围经营环境好转，晋江气电盈利有望持续好转。

图表38：近年晋江气电 ROE 变动情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

核电资产业绩稳健，项目储备充足

电力供需收紧，核电可提供充足增量。我国自2015年批准8台机组后，核电审批便陷入停滞，目前国内电力供需格局转变，内陆地区在夏、冬用电高峰期的供给日趋紧张。核电具有高效、清洁、安全等特点，能优先满足能源需求。2018年9月我国首台三代堆型AP1000三门一号完成168小时满功率连续运行考核，标志着我国第三代核电技术日臻成熟。

政策面利好驱动核电项目重启。2014年，国务院首次通过《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》提出到2020年实现核电装机容量达到5800万千瓦，在建装机容量达到3000万千瓦以上。此后，《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》及《2018年能源工作指导意见》等公开文件再次明确此目标。中国核能行业协会专家表示在既定目标下，预计每年需开工5-6台机组。2018年1月，中核漳州核电一期1-2号机组、中广核惠州太平岭核电一期1-2号机组等四台采用华龙一号技术的核电机组获得核准。经过三年的“沉寂”，核电行业结束“零核准”的困局，迎来复苏。

图表39：近年来核电相关政策

时间	机构	政策	内容
2016	能源局	《核电“十三五”发展规划及2030年战略》（征求意见稿）	到2020年核电运行装机容量5800万千瓦，在建装机容量3000万千瓦；到2030年，核电在役装机1.5亿千瓦，在建装机5000万千瓦，总装机空间240%，年复合增速11%
2016	发改委、能源局	《能源发展“十三五”规划》	安全高效发展核电，在沿海地区开工建设一批先进三代压水堆核电项目。积极开展内陆核电项目前期论证工作，加强厂址保护。
2016	福建省政府	《福建省“十三五”能源发展专项规划》	“十三五”期间福建省将新增核电装机326万千瓦，占全省电力装机的12.4%，核电总装机规模达871万千瓦
2017	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	到2020年，核电装机规模达到5800万千瓦，在建规模达到3000万千瓦，形成国际先进的集技术开发、设计、装备制造、运营服务于一体的核电全产业链发展能力
2018	能源局	《2018年能源工作指导意见》	积极推进已开工核电项目建设，年内计划建成三门1号、海阳1号、台山1号、田湾3号和阳江5号机组，合计新增核电装机约600万千瓦。积极推进具备条件项目的核准建设，年内计划开工6~8台机组。
2018	发改委、能源局等四部委	《关于进一步加强核电运行安全管理的指导意见》	聚焦核电运行关键环节，进一步加强安全管理，保障核电机组安全稳定运行，促进核电安全高效发展

资料来源：发改委、国家能源局等官网，华泰证券研究所

积极拓展核电项目，立足长远发展。福建作为核电大省，在役和储备项目丰富，公司积极布局福建省核电项目，根据公司公告，截止2018年底，公司参股建设及储备核电项目约1600万千瓦，权益装机规模约380万千瓦，其中：中核霞浦建设的60万千瓦快中子反应堆核电项目按建设计划推进；宁德核电二期5、6#机组和华能霞浦核电1-4#机组积极推进项目核准，国核（福建）公司正推进项目初步可行性研究等前期工作。

图表40：公司核电资产梳理

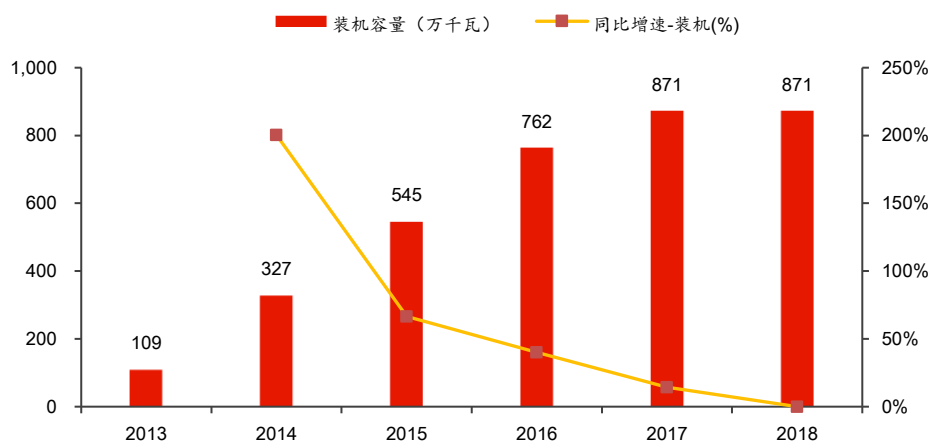
资产序列	持股比例	装机容量	工期进度	其他股东
福建宁德核电有限公司	10%	4x1089MW	一期项目于2016年7月全部建成	中广核核投资（46%）、大唐发电（44%）
福建宁德第二核电有限公司	10%	2x1150MW	已设立项目公司	大唐核电（47%）、广核投资（43%）
华能霞浦核电有限公司	10%	4x1000MW	前期准备阶段	华电核电（30%）、华能国开（22.5%）、华能国电（22.5%）、中国核电（10%）、宁德市国有资产投资经营有限公司（5%）
中核霞浦核电有限公司	20%	600MW	已开工，预计2023年投产	中国核电（55%）、长江电力（10%）、华能核开（10%）、宁德市国有资产投资经营有限公司（5%）
国核（福建）核电有限公司	35%	6x1400MW	前期准备阶段	国核技术（65%）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

核电盈利可观，利好公司长远业绩

福建是核电大省，项目资源丰富。地处我国东南沿海，福建属于煤炭资源匮乏省份，其一次能源自给率仅为30%。现省内一次能源主要为原煤和水电，其中原煤储量有限且品级不高，水电资源开发利用率已达90%，这使得福建省长期的能源电力供给将依托核电等非水清洁能源。2019年1月，福建省人民政府在《政府工作报告》中明确，2019年，要加快推动核电、抽水蓄能、LNG接收站、天然气管网等重大能源项目，争取全年新增电力装机200万千瓦以上。现全省区域内共有宁德核电站、福清核电站和2019年全国首个核电项目漳州核电站。宽松的政策环境为核电项目建设、运营带来持续利好，为公司在建项目铺平道路。

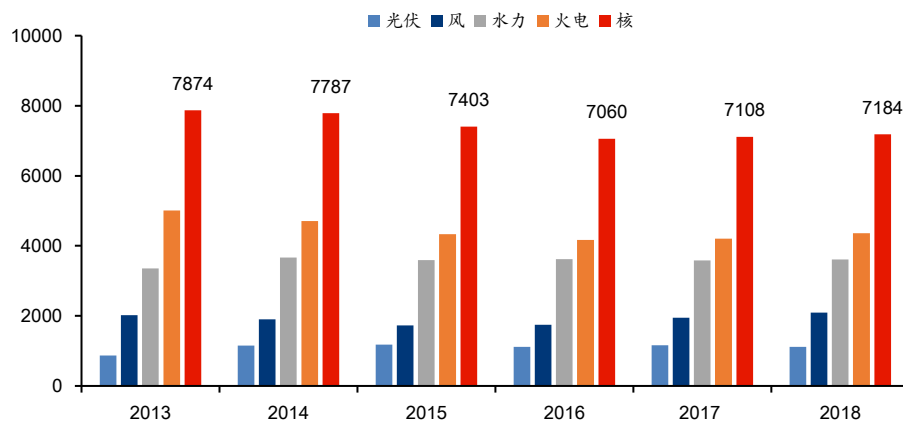
图表41：福建省6000千瓦及以上核电设备装机容量



资料来源：wind，华泰证券研究所

消纳问题得到解决，利用小时数稳定增长。2013-2016年，我国核电设备平均利用小时数总体呈下降趋势。一方面是在建项目并未并网，另一方面是核电消纳难的问题一直未能解决。为促进核电消纳，2017年《保障核电安全消纳暂行办法》中提出按优先保障顺序安排核电机组发电，《2018年能源工作指导意见》明确提出继续推动解决部分地区核电限发问题，促进核电多发满发。叠加电力供需改善等利好，2017年利用小时数止跌反弹，2018年全国核电利用小时数回升至7184小时，是火电利用小时数的1.6倍，远高于水电、风电等其他电源设备。核电虽建设周期长，前期投入大，但是当发电量达到盈亏平衡后，边际利润增长十分可观。

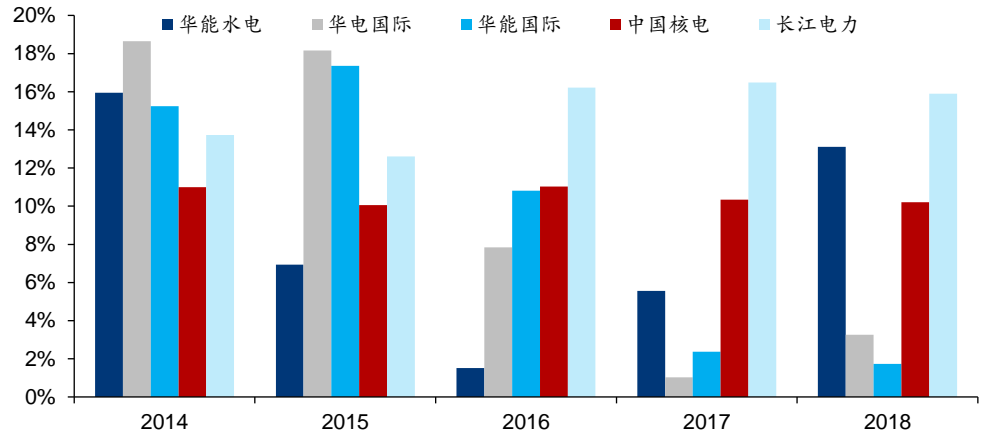
图表42：全国各类型发电设备累计平均利用小时数



资料来源：wind，中电联，华泰证券研究所

行业壁垒高，长期盈利能力强。核电项目前期投入昂贵，根据北极星电力网披露，建造成本大约占到总成本的50%~70%，相比之下，火电只有20%左右。目前国内已经建成投产的二代改进型技术机组，单位造价一般在12000元/千瓦，约是火电的三倍。同时行业壁垒较高，目前仅有中核、中广核和国电投三家具备核电运营牌照。但是核电企业的净资产收益率在各类型发电企业中均排名靠前，仅次于水电企业。且运营成本低，长期盈利能力较强。当上网电量达到盈亏平衡点之后，核电项目的边际利润增长颇为可观。

图表43：各类型发电企业净资产收益率 ROE 对比



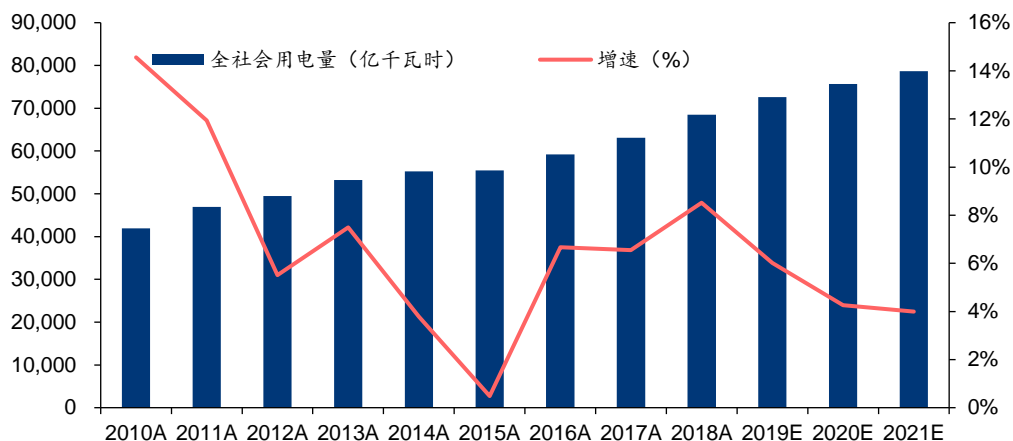
资料来源：wind，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.15-12.87 元

用电需求有望持续增长

经济企稳，全社会用电量将持续增长。根据国网能源研究院发布的《中国能源电力发展展望 2018》和中电联最新公布的 2018 年全社会用电总量，我们预判 2019-2021 年的全社会用电量增速有望分别为 6.0%/4.3%/4.0%，全社会用电需求将稳步增长，利好电力行业业绩表现。

图表44：近年全社会需求电量增长情况



资料来源：Wind，中电联，华泰证券研究所

装机：根据公司公告，截至 2018 年底，公司核准在建风电项目 107.10 万千瓦，其中：海上风电 89.8 万千瓦，陆上风电 17.3 万千瓦，在建热电联产 6 万千瓦。另外，长乐外海海上风电 B 区（30 万千瓦）、莆田群力（3.5 万千瓦）、草山二期（2.6 万千瓦）等项目正在争取项目核准。公司储备风电 220 万千瓦，我们预计 2019-21 年风电装机将为 99/122/154 万千瓦。此外，根据公告，2019 年晋南热电有望投运，我们预计 2019-21 年火电装机为 262/262/262 万千瓦，此外，气电装机维持不变。

利用小时：1) 公司风电项目主要位于风资源较优的莆田、漳州、泉州等地，2018 年公司风电平均年利用小时达 2692 小时，较 2018 年有所降低，主因系 2018 年来风偏弱，以及海上风电通道检修，部分机组停机所致，2019 年检修基本完毕，叠加 4 月份以来来风同比显著好转，我们预计 2019 风电利用小时有望回升，预计 2019-21 年利用小时分别为 2735/2785/2835 小时。2) 晋江气电系政策性调峰电厂，利用小时取决于政策配给的发电量，根据福建经信委发布的信息，2019 年晋江气电核准发电量与 2018 年基本一致，我们预计未来有望小幅攀升，我们预计 2019-21 年利用小时为 1717/1737/1757。3) 根据公司公告，2019 年晋南热电有望投运，受此影响，预计 2019 年煤电综合利用小时或将下行，我们预计 2019-21 年将达到 5306/5327/5347 小时。

图表45：装机容量及利用小时预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
装机容量					
风电	66.4	71.4	99	122	154
煤电	124	256	262	262	262
气电	153	153	153	153	153
利用小时					
风电	2,837	2,692	2,735	2,785	2,835
煤电	5,207	5,337	5,306	5,327	5,347
气电	1,495	1,717	1,717	1,737	1,757

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三费费用率预测：预计 2019-2021 年费用率为 6.4%/5.7%/5.3%

我们预测公司 2019~2021 年销售费用为稳定在 0.5-0.6 亿元，管理费用率对营收占比约为 2.1%，因投资在建项目较多，对外借款较多，2018 年公司资产负债率为 51.41%，我们预计 2019-2021 年财务费用分别为 3.9/3.4/3.0 亿元，占主营业务收入比例分别为 3.8%/3.1%/2.7%，则 2019~2021 年三费费用率为 6.4%/5.7%/5.3%。

图表46：三费费用率预测（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
三项费用	437.9	638.5	650.5	619.3	588.2
三项费用率6.4%		6.8%	6.4%	5.7%	5.3%
增长率	9.6%	45.8%	1.9%	-4.8%	-5.0%
销售费用	37.1	48.7	55.1	58.3	60.3
占主营业务收入0.5%		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	146.7	182.9	209.6	221.8	229.5
占主营业务收入2.2%		2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用	254.2	407.0	385.8	339.2	298.4
占主营业务收入3.7%		4.4%	3.8%	3.1%	2.7%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.15-12.87 元

我们预测公司 2019~21 年 EPS 分别为 0.86/1.10/1.23 元，BPS 分别为 8.43/9.52/10.75 元。当前股价对应 2019~21 年 P/E 为 9.63/7.53/6.73x，P/B 为 0.98/0.87/0.77x。参考行业内可比公司 2019 年平均 P/E 为 13x，考虑到公司存量资产业绩持续向好，增量资产优质，给予公司 19 年 13-15 倍 PE，对应目标价为 11.15-12.87 元，首次覆盖给予“买入”评级。

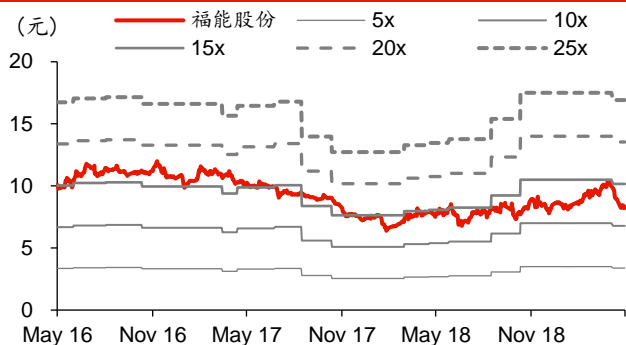
图表47：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
				2019/5/15	2019/5/15	19E	20E	19E	20E
长源电力	600483.SH	8.26	12,818	9.27	7.62	1.14	1.03	12%	14%
内蒙华电	600863.SH	2.90	16,843	13.23	11.25	1.29	1.23	10%	11%
上海电力	600021.SH	8.35	21,853	15.43	13.53	1.33	1.25	9%	9%
粤电力 A	000539.SZ	4.29	20,900	20.52	14.88	0.91	0.88	4%	6%
浙能电力	600023.SH	4.63	62,971	11.41	9.61	0.97	0.92	9%	10%
江苏国信	002608.SZ	8.57	32,378	9.32	9.06	1.28	1.12	14%	12%
平均值			27,961	13.20	10.99	1.15	1.07	10%	10%
中间值			21,377	12.32	10.43	1.21	1.08	9%	10%
福能股份	600483.SH	8.26	12,818	9.63	7.53	0.98	0.87	10%	12%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

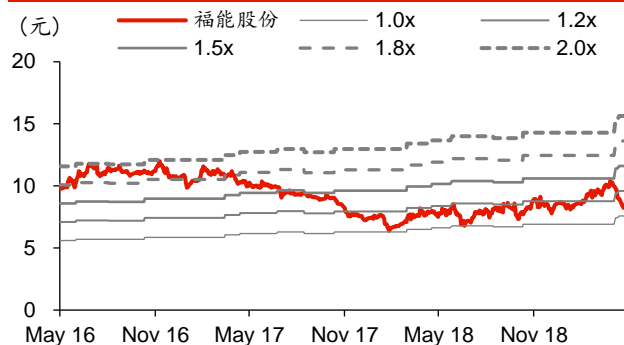
PE/PB - Bands

图表48: 福能股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表49: 福能股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- (1) **新项目进度不及预期:** 风电和核电项目在建较多, 如果项目推进较慢, 后期利润释放或将低于预期, 从而影响公司业绩表现;
- (2) **电价风险:** 近年来, 国家频频调整一般工商业电价, 并对风电等新能源上网电价进行下调, 如果后期电价进一步下调, 将对公司业绩产生负面影响;
- (3) **煤价下行不及预期:** 煤炭是公司煤电机组最主要的成本项, 如果煤炭价格依旧保持高位, 将对公司煤电资产业绩表现产生消极影响;
- (4) **气电政策不及预期:** 公司气电资产属于调峰电站, 政策属性强, 发电量、替代电量、上网电价、燃气气价等受政策主导, 如果最终落地的政策不及预期, 也将显著影响气电资产业绩表现;

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,622	8,160	7,178	7,510	8,706
现金	2,428	5,275	4,086	4,277	5,375
应收账款	1,215	1,614	1,759	1,862	1,926
其他应收账款	29.91	13.34	14.54	15.39	15.92
预付账款	209.66	119.95	125.15	127.27	129.56
存货	364.57	540.20	574.17	594.28	615.17
其他流动资产	375.37	598.27	619.52	634.50	643.96
非流动资产	15,143	19,047	19,571	20,119	19,971
长期投资	1,339	1,694	1,694	1,694	1,694
固定投资	10,433	13,703	13,793	14,053	14,156
无形资产	360.25	378.83	396.76	414.06	430.76
其他非流动资产	3,012	3,271	3,688	3,959	3,690
资产总计	19,765	27,207	26,750	27,630	28,676
流动负债	2,725	3,598	3,241	3,366	3,449
短期借款	800.00	550.00	599.49	634.41	656.45
应付账款	879.89	1,173	1,224	1,245	1,267
其他流动负债	1,045	1,875	1,417	1,486	1,526
非流动负债	5,925	10,388	8,905	7,905	6,905
长期借款	5,844	7,934	5,934	4,934	3,934
其他非流动负债	81.19	2,454	2,971	2,971	2,971
负债合计	8,650	13,986	12,146	11,270	10,354
少数股东权益	603.41	1,476	1,528	1,581	1,640
股本	3,793	3,793	3,793	3,793	3,793
资本公积	3,205	3,205	3,205	3,205	3,205
留存公积	3,495	4,235	6,078	7,781	9,685
归属母公司股东权益	10,511	11,744	13,076	14,779	16,683
负债和股东权益	19,765	27,207	26,750	27,630	28,676

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,700	2,141	2,674	3,088	3,341
净利润	843.53	1,050	1,332	1,703	1,904
折旧摊销	750.78	964.22	1,117	1,189	1,265
财务费用	254.21	406.95	385.80	339.19	298.38
投资损失	(97.09)	(221.76)	(136.95)	(144.23)	(149.24)
营运资金变动	(93.20)	(193.17)	(64.62)	(40.26)	(25.42)
其他经营现金	41.49	133.99	41.32	42.10	48.32
投资活动现金	(2,109)	(1,610)	(1,504)	(1,593)	(967.19)
资本支出	1,263	1,506	1,641	1,737	1,116
长期投资	536.47	302.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	309.57	(197.58)	(136.95)	(144.23)	(149.24)
筹资活动现金	490.15	2,297	(2,358)	(1,304)	(1,276)
短期借款	800.00	(250.00)	49.49	34.91	22.04
长期借款	86.28	2,090	(2,000)	(1,000)	(1,000)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.08	(0.02)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(396.21)	457.00	(407.57)	(339.19)	(298.38)
现金净增加额	81.11	2,827	(1,189)	191.39	1,097

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,799	9,354	10,196	10,789	11,164
营业成本	5,397	7,521	7,847	7,980	8,124
营业税金及附加	53.05	75.12	81.88	86.65	89.66
营业费用	37.05	48.67	55.06	58.26	60.29
管理费用	146.65	182.88	209.62	221.83	229.53
财务费用	254.21	406.95	385.80	339.19	298.38
资产减值损失	10.17	70.15	76.46	80.91	83.72
公允价值变动收益	(0.01)	0.01	0.01	0.01	0.01
投资净收益	97.09	221.76	136.95	144.23	149.24
营业利润	1,045	1,325	1,733	2,226	2,490
营业外收入	5.43	16.79	16.79	16.79	16.79
营业外支出	6.83	13.40	13.98	14.22	14.93
利润总额	1,044	1,329	1,736	2,229	2,491
所得税	194.37	240.60	345.85	466.62	521.73
净利润	849.28	1,088	1,390	1,762	1,970
少数股东损益	5.75	31.80	51.88	52.66	58.88
归属母公司净利润	843.53	1,056	1,338	1,709	1,911
EBITDA	1,917	2,484	3,112	3,625	3,919
EPS (元, 基本)	0.54	0.68	0.86	1.10	1.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	6.88	37.57	9.00	5.82	3.47
营业利润	(21.75)	26.25	30.85	28.55	11.86
归属母公司净利润	(16.86)	24.52	26.76	27.88	11.81
获利能力 (%)					
毛利率	20.63	19.60	23.04	26.04	27.24
净利率	12.41	11.23	13.06	15.78	17.05
ROE	8.23	9.44	10.73	12.23	12.10
ROIC	6.63	8.06	9.86	11.35	12.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.77	51.41	45.40	40.79	36.11
净负债比率 (%)	84.80	68.08	57.91	53.84	49.16
流动比率	1.70	2.27	2.21	2.23	2.52
速动比率	1.56	2.12	2.04	2.06	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.40	0.38	0.40	0.40
应收账款周转率	6.28	6.61	6.05	5.96	5.90
应付账款周转率	6.64	7.33	6.55	6.46	6.47
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.68	0.86	1.10	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.38	1.72	1.99	2.15
每股净资产(最新摊薄)	6.77	7.57	8.43	9.52	10.75
估值比率					
PE (倍)	15.20	12.20	9.63	7.53	6.73
PB (倍)	1.22	1.09	0.98	0.87	0.77
EV_EBITDA (倍)	8.89	6.45	4.91	3.89	3.07

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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