

公司研究/动态点评

2019年09月10日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.19  
合理价格区间(元): 11.21~12.93

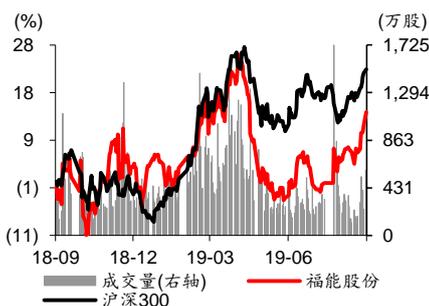
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1《福能股份(600483 SH,买入): 业绩合乎预期, 风火核未来皆有看点》2019.08
- 2《福能股份(600483,买入): 风电高成长, 火电增弹性, 核电提潜力》2019.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 核电资产注入方案落地, 优价增厚业绩

### 福能股份(600483)

#### 优价收购控股股东核电资产, 持续看好未来表现

公司控股股东旗下宁德核电 10%股权确定将以 15.3 亿元交割于上市公司, 由于收购价较低, 未来有望增厚公司业绩。目前海上风电已步入放量阶段, 石城、平海湾 F 区海上风电有望于 19H2 陆续投产, 同时我们继续看好未来煤价下行利好火电业务表现。维持预测 19~21 年 EPS 0.86/1.10/1.23 元, 当前股价对应 19~21 年 P/E 10.66/8.34/7.46x, 给予公司 19 年 13-15 倍目标 PE, 目标价为 11.21-12.93 元, 维持“买入”评级。

#### 优价收购宁德核电 10%股权, 上市公司业绩获增厚

9 月 7 日公司发布公告, 拟向福能集团以 7.59 元/股发行约 2 亿普通股购买宁德核电 10%股权, 交易价格为 15.3 亿元。根据公告, 18 年宁德核电净利润 22.3 亿, 预计 19-20 净利润 22.8/20.5 亿元, 最终对价对应的 18-20 年 PE6.9/6.7/7.5 倍, 低于目前公司 Wind 一致预期 PE(基于 9 月 9 日收盘价)。依据公司测算, 18 年备考归母净利润(假设对宁德核电权益法核算)为 12.6 亿(上市公司实际实现净利润 10.5 亿), 备考 EPS 0.72 元/股(实际 EPS 0.68 元/股), 由于收购价格较低, 交易后有望增厚上市公司业绩。

#### 宁德核电盈利能力稳定, 将成为公司压舱石资产

根据公司公告, 2020-30 年宁德核电盈利有望稳定在 17-21 亿区间, 考虑到 2017-18 年现金分红比例约 90%, 未来公司有望每年获得 1.5-1.9 亿现金分红, 有效巩固公司现金流, 为后续风电投资提供支撑。此外, 值得注意的是, 此次公司采用发行股份收购资产而非现金交割, 我们认为也是考虑到旗下风电项目开发尚需大量现金投资, 此举有利于减少现金支出。

#### 海上风电业绩放量在即, 煤价下行有望进一步驱动火电盈利走高

截至 2019 年初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, 目前海上风电已步入放量阶段, 在建项目中有三大海上风电项目, 其中石城、平海湾 F 区海上风电有望于 19H2 陆续投产, 长乐外海海上风电场 C 区正进行项目前期工作。火电方面, 由于煤炭供给侧改革边际效应弱化+电厂高库存+蒙华铁路投运驱动华中煤炭供给增加的外溢效应, 继续看好 19H2 煤价下行, 我们预计港口煤价每下行 10 元/吨, 公司 2019-20 年利润有望增厚 2%/2%。

#### 维持盈利预测, 给予“买入”评级

考虑到此次资产注入尚未得到监管部门核准, 我们维持预测 2019~21 年归母净利润 13.4/17.1/19.1 亿元, 对应 EPS 为 0.86/1.10/1.23 元, BPS 为 8.43/9.52/10.75 元。当前股价对应 2019~21 年 P/E 为 10.66/8.34/7.46x, P/B 为 1.12/1.01/0.92x。参考行业内可比公司 2019 年平均 P/E 为 14x, 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 倍目标 PE, 对应目标价为 11.21-12.93 元, 维持“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)	7.34-10.39
总市值 (百万元)	14,261
总资产 (百万元)	27,746
每股净资产 (元)	7.68

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	10,054	10,783	11,330
+/-%	6.88	37.57	7.49	7.25	5.07
归属母公司净利润 (百万元)	843.53	1,050	1,338	1,709	1,911
+/-%	(16.86)	24.52	27.37	27.77	11.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.68	0.86	1.10	1.23
PE (倍)	16.91	13.58	10.66	8.34	7.46

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表

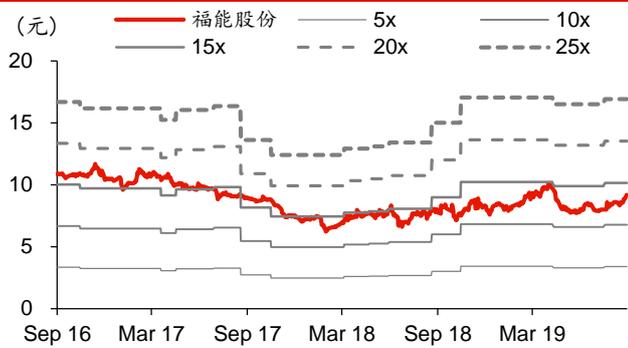
公司名称	股票代码	股价(元/股)		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
		2019/9/9	2019/9/9	2019/9/9	2019/9/9	19E	20E	19E	20E	19E	20E
长源电力	000966.SZ	5.38	5,963	11.94	7.97	1.60	1.41	13%	18%		
内蒙华电	600863.SH	3.24	18,819	14.21	12.16	1.54	1.45	11%	12%		
上海电力	600021.SH	8.12	21,251	15.04	13.21	1.29	1.21	9%	9%		
粤电力A	000539.SZ	4.01	19,605	23.22	16.58	0.85	0.83	4%	5%		
浙能电力	600023.SH	4.07	55,355	10.85	8.90	0.86	0.81	8%	9%		
江苏国信	002608.SZ	7.90	29,847	8.72	8.72	1.17	1.03	13%	12%		
<b>平均值</b>			<b>25,140</b>	<b>14.00</b>	<b>11.26</b>	<b>1.22</b>	<b>1.12</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>		
<b>中间值</b>			<b>20,428</b>	<b>13.08</b>	<b>10.53</b>	<b>1.23</b>	<b>1.12</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>		
福能股份	600483	9.19	14,261	10.66	8.34	1.12	1.01	10%	12%		

注：福能股份为我们预测，其他公司皆采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

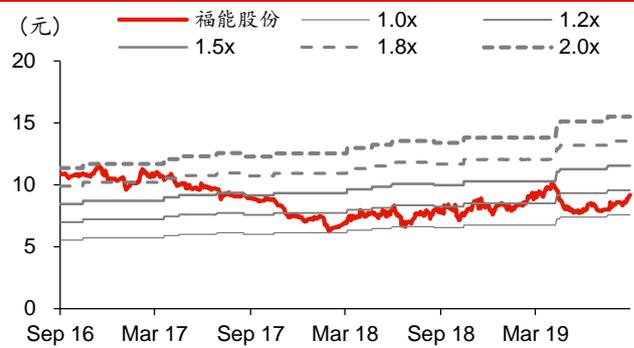
## PE/PB - Bands

图表2：福能股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：福能股份历史 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,622	8,160	8,372	8,530	7,807
现金	2,428	5,275	5,319	5,302	4,439
应收账款	1,215	1,614	1,735	1,860	1,955
其他应收账款	29.91	13.34	14.34	15.38	16.16
预付账款	209.66	119.95	123.21	126.68	130.42
存货	364.57	540.20	565.42	591.63	619.03
其他流动资产	375.37	598.27	615.95	634.33	648.13
非流动资产	15,143	19,047	20,438	25,129	26,549
长期投资	1,339	1,694	1,694	1,694	1,694
固定投资	10,433	13,703	14,014	15,650	17,740
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	4,334	7,371	6,685
资产总计	19,765	27,207	28,810	33,659	34,356
流动负债	2,725	3,598	5,623	6,966	7,239
短期借款	800.00	550.00	3,016	3,774	3,965
应付账款	879.89	1,173	1,205	1,239	1,276
其他流动负债	1,045	1,875	1,401	1,953	1,998
非流动负债	5,925	10,388	8,905	11,075	10,075
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	6,141	6,141
负债合计	8,650	13,986	14,528	18,041	17,314
少数股东权益	603.41	1,476	1,526	1,567	1,611
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	5,759	7,053	8,434
归属母公司股东权益	10,511	11,744	12,756	14,051	15,431
负债和股东权益	19,765	27,207	28,810	33,659	34,356

### 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	2,660	3,180	3,628
净利润	843.53	1,050	1,338	1,709	1,911
折旧摊销	750.78	964.22	1,122	1,239	1,413
财务费用	254.21	406.95	420.85	497.75	550.34
投资损失	(97.09)	(221.76)	(199.78)	(219.34)	(230.47)
营运资金变动	(93.20)	(193.17)	(60.53)	(78.50)	(48.15)
其他经营现金	41.49	133.99	39.05	30.95	32.79
投资活动现金	(2,109)	(1,610)	(2,314)	(5,711)	(2,602)
资本支出	1,263	1,506	2,514	5,930	2,832
长期投资	536.47	302.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	309.57	(197.58)	(199.78)	(219.34)	(230.46)
筹资活动现金	490.15	2,297	(302.24)	2,515	(1,889)
短期借款	800.00	(250.00)	2,466	757.68	191.46
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	(768.52)	2,757	(1,081)
现金净增加额	81.11	2,827	43.93	(16.56)	(863.25)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,799	9,354	10,054	10,783	11,330
营业成本	5,397	7,521	7,725	7,943	8,177
营业税金及附加	53.05	75.12	85.46	91.65	96.30
营业费用	37.05	48.67	54.29	58.23	61.18
管理费用	146.65	182.88	221.19	237.22	249.25
财务费用	254.21	406.95	420.85	497.75	550.34
资产减值损失	10.17	70.15	75.40	80.86	84.97
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	199.78	219.34	230.47
营业利润	1,045	1,319	1,721	2,146	2,396
营业外收入	5.43	16.79	16.79	16.79	16.79
营业外支出	6.83	13.40	13.76	14.15	14.86
利润总额	1,044	1,323	1,724	2,148	2,398
所得税	194.37	240.60	336.11	397.46	443.58
净利润	849.28	1,082	1,388	1,751	1,954
少数股东损益	5.75	31.80	49.61	41.51	43.35
归属母公司净利润	843.53	1,050	1,338	1,709	1,911
EBITDA	1,917	2,484	3,084	3,685	4,151
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	7.49	7.25	5.07
营业利润	(21.75)	26.25	30.41	24.71	11.65
归属母公司净利润	(16.86)	24.52	27.37	27.77	11.78
获利能力 (%)					
毛利率	20.63	19.60	23.17	26.34	27.82
净利率	12.41	11.23	13.31	15.85	16.87
ROE	8.23	9.44	10.92	12.75	12.96
ROIC	6.63	8.06	9.47	11.09	11.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.77	51.41	50.43	53.60	50.40
净负债比率 (%)	84.80	68.08	65.05	53.81	51.40
流动比率	1.70	2.27	1.49	1.22	1.08
速动比率	1.56	2.12	1.39	1.14	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.40	0.36	0.35	0.33
应收账款周转率	6.28	6.61	6.01	6.00	5.94
应付账款周转率	6.64	7.33	6.50	6.50	6.50
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	1.71	2.05	2.34
每股净资产(最新摊薄)	6.77	7.57	8.22	9.05	9.94
估值比率					
PE (倍)	16.91	13.58	10.66	8.34	7.46
PB (倍)	1.36	1.21	1.12	1.02	0.92
EV_EBITDA (倍)	9.64	7.03	5.80	4.79	4.27

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