

# 福建省电力运营龙头，“传统能源+新能源”齐头并进

首次覆盖报告

开文明(分析师) 李远山(联系人)  
021-68865582 010-83561326  
kaiwenming@xsdzq.cn liyuanshan@xsdzq.cn  
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116100017

● **转型新能源运营商，“传统能源+新能源”稳健布局：**公司控股股东福建省能源集团2014年通过资产重组的方式向公司注入电力运营资产，目前公司控股运营总装机规模近5GW，其中风电714MW、气电1.5GW、热电联产1.2GW、燃煤火电1.3GW，光伏43MW。2018年9月底公司营收65亿元，同比增长40%，净利润7.4亿元，同比增长49%，业绩大涨的主要原因是并表六枝电厂，同时风电保持高盈利，热电量价齐升、气电、火电改善。我们认为公司存量电站优质盈利能力强，布局新能源(风电、核电)，未来成长空间大。

● **地域与资源优质明显，新能源带来新动力：**福建省风电年平价利用小时数可达2700，作为IV类资源地区上网电价高，常年保证零弃风率，地域与资源优质明显。公司2017年风电装机664MW，利用小时数2837，贡献利润4.8亿元，单位盈利能力行业领先。目前公司风电规模714MW，在建陆上风电项目125MW，海上风电200MW。公司28.3亿元可转债获批，保证项目正常建设。预计到2020年公司陆上风电规模超过1GW，海上风电0.5GW，我们认为风电业务将保持30%+的高速增长。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，截止2017年底，公司参股建设及储备核电项目约1,600万千瓦，权益装机规模约380万千瓦，核电长期盈利能力强。

● **优质热电资源在手，火电、气电盈利能力正在改善：**公司目前运营热电联产装机1.24GW，在建60MW，鸿山热电2\*600MW装机平均利用小时数在5千小时以上，2018Q3利润约4亿元，盈利能力强，抗风险性高。公司在2017年分别以5.23亿、4.6亿受让华润温州20%股权、华润六枝51%股权。华润温州电站过去4年平均净利润5亿元，并且可供分配利润100%分红，2018H1公司已经确认了1.2亿元的投资收益；六枝电厂属于煤电一体化项目，待配套煤矿建成后盈利能力将大幅提升。气电方面，随着政策落地，替代电量增长，气电盈利能力将持续改善。

● **未来三年复合增速30%，首次覆盖给予“推荐”评级：**我们预计公司2018-2020年净利润分别为11.03、14.68、18.30亿元，对应EPS分别为0.71、0.95、1.18元。当前股价对应2018-2020年分别为12、9和7倍。看好公司业务布局稳健长远，未来三年业绩复合增速30%，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**风电项目推荐不及预期，动力煤价格上涨，气电政策变化的风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,362	6,799	9,293	10,237	11,214
增长率(%)	-11.1	6.9	36.7	10.2	9.5
净利润(百万元)	1,015	844	1,103	1,468	1,830
增长率(%)	-4.6	-16.9	30.7	33.2	24.6
毛利率(%)	28.2	20.6	22.8	25.4	28.0
净利率(%)	15.9	12.4	11.9	14.3	16.3
ROE(%)	10.1	7.6	10.4	12.6	14.4
EPS(摊薄/元)	0.65	0.54	0.71	0.95	1.18
P/E(倍)	13.1	15.7	12.0	9.0	7.2
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

## 推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.11.27
收盘价(元):	8.31
一年最低/最高(元):	6.51/9.18
总股本(亿股):	15.52
总市值(亿元):	128.96
流通股本(亿股):	12.58
流通市值(亿元):	104.57
近3月换手率:	18.57%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	9.95	15.87	36.36
绝对	8.93	10.34	12.9

## 相关报告

## 目 录

1、 转型新能源运营商，多元化稳健布局.....	4
1.1、 转型新能源运营商，背靠国资委快速发展.....	4
1.2、 电力收益增厚，业绩上涨势头明显，未来有望快速增长.....	5
1.3、 稳健投资优质资产，资产负债率低.....	7
2、 地域与资源优势明显，新能源带来新动能.....	8
2.1、 高利用小时叠加零弃风率，福建省风电资源优势明显.....	8
2.1.1、 地理优势明显，公司风电利用小时数远高于全国平均水平.....	8
2.1.2、 零弃风率叠加高电价，保证高收益.....	10
2.1.3、 福建省进入海上风电新时代，产业园预计 2019 年建成，地域优势更加明显.....	10
2.2、 地方风电运营龙头，陆地海上齐头并进.....	11
2.2.1、 在手运营风电项目优质，盈利能力强，进入第七批补贴目录，现金流将显著改善.....	11
2.2.2、 优质项目在建，预计在 2019-2020 年投产，将显著增厚公司业绩.....	12
2.2.3、 储备项目丰富，可支持公司长期发展.....	13
2.3、 积极参股核电项目，目光长远，布局未来.....	13
2.3.1、 福建作为核电大省，项目储备充足.....	13
2.3.2、 核电盈利强且稳定，长期边际利润增长十分可观.....	14
2.3.3、 公司积极布局核电，着眼未来长期收益.....	14
3、 优质热电资源在手，火电、气电盈利能力正在改善.....	15
3.1、 社会用电需求提升，煤电盈利能力改善.....	15
3.1.1、 社会用电需求提升，燃煤价格企稳下行，火电利用小时数提升.....	15
3.1.2、 在手热电项目优质，新建项目将逐渐释放增量.....	16
3.1.3、 投资华润温州与六枝电厂，并表利润大幅增加.....	17
3.2、 气电政策落地，上网电量同比增加，替代电量毛利提高.....	18
4、 未来三年复合增速 30%，首次覆盖给予“推荐”评级：.....	19
附： 财务预测摘要.....	20

## 图表目录

图 1： 2014 年资产重组后福能股份股权结构.....	4
图 2： 福能股份主营业务构成（亿元）及能源业务比重（%）.....	5
图 3： 福能股份近五年营收及增速.....	5
图 4： 福能股份近五年归母净利润及增速.....	5
图 5： 福能股份近五年毛利率（%）.....	6
图 6： 福能股份与节能电气历年资产负债率.....	8
图 7： 福建省年平价风速.....	9
图 8： 莆田市年平价风速.....	9
图 9： 泉州市年平价风速.....	9
图 10： 漳州市年平价风速.....	9
图 11： 全国、福建省和公司平均风电利用小时数.....	9
图 12： 历年不同地区年度弃风累计值.....	10
图 13： 历年风电标杆电价.....	10
图 14： 历年公司风电装机规模.....	11
图 15： 历年公司风电板块收入及净利润.....	11
图 16： 2016-2017 年主要风电企业利用小时数.....	11
图 17： 主要风电公司电价（元/千瓦时，不含税）.....	11

图 18: 公司前次募投项目承诺利润与 2017 年实际利润比较 .....	12
图 19: 2017 年全国电源设备发电利用小时数 .....	14
图 20: 各类型发电企业销售净利率对比 (%) .....	14
图 21: 各类型发电企业 ROE 对比 (%) .....	14
图 22: 2017 年福建省各电源发电量 .....	15
图 23: 2017 年福建省各电源装机容量 .....	15
图 24: 福建省用电量及增速 .....	15
图 25: 福建省历年火电利用小时数及增速 .....	16
图 26: 福建省电煤价格指数 .....	16
图 27: 福能股份热电联产历年供热量 (万吨) .....	17
图 28: 福能股份热电联产项目历年供电量 (亿千瓦时) .....	17
图 29: 浙江、福建、贵州燃煤上网电价 (元/千千瓦时) .....	18
图 30: 浙江、福建、贵州电煤价格指数 .....	18
图 31: 晋江气电上网电量及增速 .....	18
图 32: 晋江气电历年净利润 (亿元) .....	18
表 1: 截止 2018H1 福能股份主要子公司及业务 .....	5
表 2: 公司主要运行电厂 2018Q3 发电量、上网电量和上网电价 .....	6
表 3: 截止 2018 年 H1 重大股权投资项目 .....	7
表 4: 截止 2018 年 H1 公司重大非股权投资项目 .....	7
表 5: 公司募投风电场项目基本情况 .....	12
表 6: 福建省内现有核电储备项目 (包括但不限于) .....	13
表 7: 公司参股核电项目 .....	14
表 8: 公司在手热电联产项目: .....	16
表 9: 福能股份新增投资火电项目 .....	17
表 10: 2017 年和 2018 年气电政策对比 .....	19

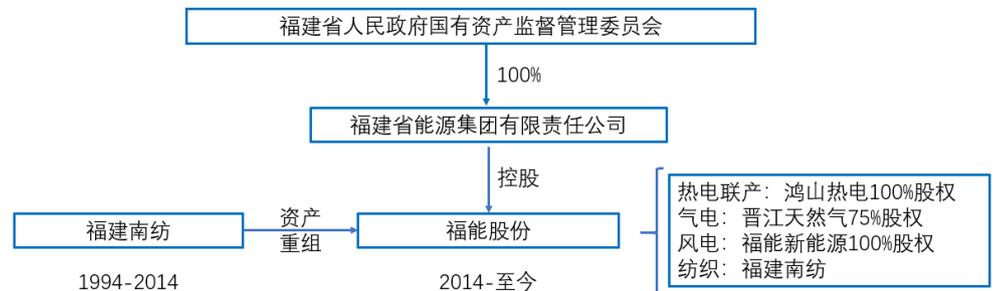
## 1、转型新能源运营商，多元化稳健布局

### 1.1、转型新能源运营商，背靠国资委快速发展

福建福能股份有限公司前身是福建南纺股份有限公司，成立于1994年，并于2004年在上海证券交易所挂牌上市（证券代码：600483.SH）。

2014年，福建省能源集团有限责任公司（福能集团）按照福建省人民政府深化国企改革、加快推进国有企业资产证券化的总体部署和要求，对原福建南纺股份有限公司进行重大资产重组，成立福建福能股份有限公司。7月23日，公司向福能集团非公开发行股票969,863,611股，购买其持有的鸿山热电100%股权、晋江气电75%股权和新能源公司100%股权，公司控股股东变更为福能集团，股东性质为国有法人。

**图1：2014年资产重组后福能股份股权结构**



资料来源：公司公告；收购报告书、新时代证券研究所

福能集团是由福建省人民政府授权，福建省国资委履行出资人职责的大型国有独资公司，福建省国资委是福能集团的控股股东及实际控制人。福能股份综合实力雄厚，系中国500强企业，资产总额超500亿元，旗下包括福能股份、福建水泥等上市公司在内的全资、控股企业近40家，长期在福建省能源供应中发挥主导作用，为福建省各行各业企业的发展提供了不可或缺的能源保障。

近年来，福能集团发展快速，尤其是电力业务，抓住了国家电力体制改革和福建省能源建设发展的机遇，积极运作，已逐步形成火电、热电联产、风电、核电和天然气发电为主的多元化电力能源结构，在福建省地区具有很强的竞争优势。

资产重组中，福能股份将鸿山热电、福能新能源、晋江气电优质电力资产注入上市公司，实现电力业务模块的上市，构建电力业务良好的发展运作平台，借助资本市场力量的推动，在电力产业建立起“产权清晰、权责明确”的现代企业制度，提升电力产业治理水平。

重组成立的福建福能股份有限公司资产规模、竞争实力大幅提升，形成热电联产、天然气发电、风电等多元化发电组合，并涉及PU革基布、卫生材料、环保过滤材料、车用材料、PU革、针织布等10余类纺织产品的生产和销售。

鸿山热电有限责任公司拥有的2台600MW超临界抽凝供热发电机组，是国内单机容量最大的热电联产机组之一。晋江天然气发电有限公司拥有的4台9FA燃气蒸汽联合循环机组，属国家重点建设项目和“两化融合”重点推进项目。福能新能源有限责任公司建成省内首家风电场集中控制中心。

**表1: 截止 2018H1 福能股份主要子公司及业务**

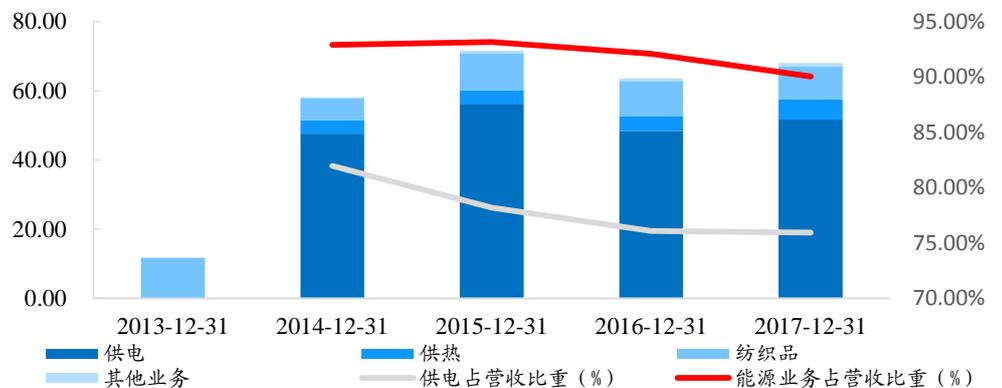
公司名称	业务性质	主要产品或服务
鸿山热电	供热、供电及灰渣综合利用	供热、供电
晋江气电	天然气发电	供电
新能源公司	风力发电	供电
南纺公司	产业用纺织品制造	产业用纺织品
龙安热电	供热、供电及灰渣综合利用	供热、供电
六枝电厂	燃煤发电	供电
东南热电	热力生产和供应	供热、供电
福能股权投资公司	股权投资管理	股权投资管理
福建省配售电	售电、供电	售电、供电

资料来源: 公司半年报、新时代证券研究所

2017 年公司继续收购优质资产, 深入落实多元化经营战略, 资产收购成效显著, 成功收购国电泉州 23% 股权、石狮热电 46.67% 股权、福能财务公司 10% 股权和福建省配售电 50% 股权; 成功摘牌华润电力(六枝)有限公司 51% 股权和华润电力(温州)有限公司 20% 股权, 部分资产会计核算于 2018 年正式并表。

## 1.2、 电力收益增厚, 业绩上涨势头明显, 未来有望快速增长

公司主要业务为电力、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。公司风电、天然气发电、燃煤热电联产和光伏发电所生产的电力产品全额销售给电网公司, 热力产品销售给工业园区用热企业; 南纺公司根据市场需求, 生产销售机织布和针刺、水刺非织造布等产业用纺织品。

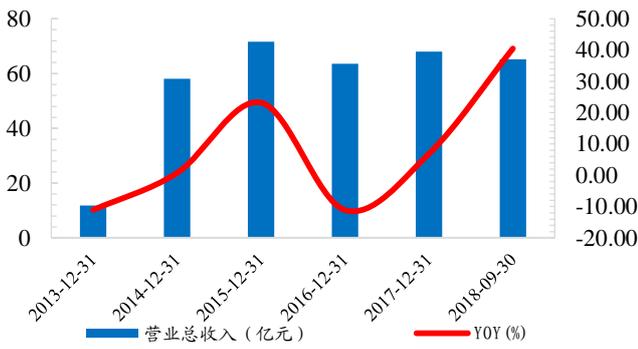
**图2: 福能股份主营业务构成(亿元)及能源业务比重(%)**

资料来源: wind、新时代证券研究所

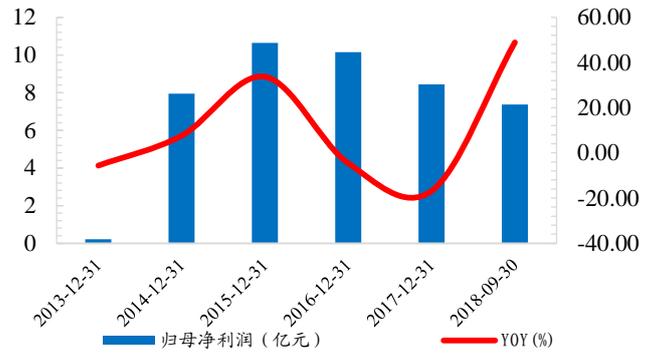
2014 年资产重组后, 公司主营业务丰富, 业绩快速增长, 2016 年下半年由于上游原材料煤炭开始大幅涨价, 业绩出现下滑。

2017 年, 依然经营面临煤炭、天然气采购成本同比上涨, 纺织行业市场竞争加大等复杂多变的经营环境, 但公司围绕“大力发展新型清洁能源发电, 做强做大热电联产业务, 促进纺织业务转型升级”发展战略, 突出重点抓市场营销、降本增效、项目建设和资产收购, 实现营收较好地完成了全年目标任务, 2017 年营业收入 67.99 亿元, 同比上升 6.88%, 归属于母公司的净利润 8.44 亿元, 同比下降 16.86%。

**图3: 福能股份近五年营收及增速****图4: 福能股份近五年归母净利润及增速**



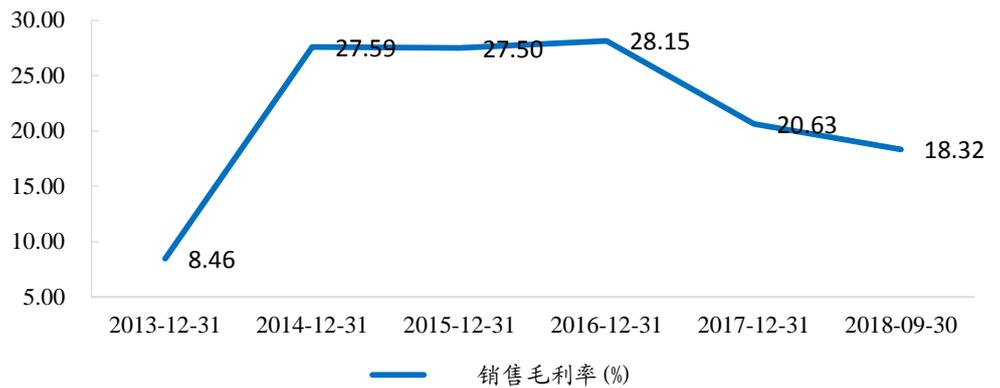
资料来源: wind、新时代证券研究所



资料来源: wind、新时代证券研究所

2018年前三季度,在国内整体经济趋稳向好的环境下,公司扎实推进重点项目建设、市场营销、降本增效,各项工作取得显著成效。2018年1-9月,公司实现营业总收入65.17亿元,较2017年同期增长40.48%,主要是因为新增并表单位六枝电厂1-9月营业收入11.85亿元;公司权属燃煤及燃气电厂发电量同比增加、上网电价上调,供电收入同比增加;晋江气电电量替代收入同比增加;风力发电装机规模增加,风电发电收入同比增加。

图5: 福能股份近五年毛利率 (%)



资料来源: wind、新时代证券研究所

2018Q3毛利率18.32%,仍然有小幅下滑,但由于公司权属燃煤及燃气电厂发电量同比增加,上网电价上调,盈利同比增加,且新增参股企业华润温州电力投资收益1.18亿元最终实现利润总额9.01亿元,较2017年同期增长48.46%;实现归属于上市公司股东的净利润7.37亿元,较2017年同期增长48.86%,预计全年将保持高增长趋势。

表2: 公司主要运行电厂2018Q3发电量、上网电量和上网电价

控股电力公司	电源类别	发电量 (亿千瓦时)		上网电量 (亿千瓦时)		上网电价 (含税) (元/千瓦时)	
		7-9月	1-9月	7-9月	1-9月	7-9月	1-9月
新能源公司	风电	3.03	11.72	2.95	11.47	0.61	0.61
	光伏	0.09	0.27	0.09	0.26	0.75	0.75
晋江气电	天然气	5.58	19.23	5.44	18.81	0.5957	0.5957
	风电	0.12	0.56	0.12	0.54	0.61	0.61
鸿山热电	燃煤	20.39	51.66	19.29	49.05	0.3932	0.3932
六枝电厂	燃煤	10.54	42.86	9.77	39.96	0.3515	0.3515
龙安热电	燃煤	0.58	1.54	0.45	1.18	0.3932	0.3932

资料来源: 公司三季度经营信息公告、新时代证券研究所

根据福建福能股份有限公司（以下简称“公司”）的初步统计，2018年第三季度，公司各运行电厂按合并报表口径完成发电量40.36亿千瓦时，同比增长31.94%；完成上网电量38.14亿千瓦时，同比增长30.26%。2018年前三季度完成发电量127.91亿千瓦时，同比增长72.57%；完成上网电量121.34亿千瓦时，同比增长70.71%。随着未来福建省能源结构转型调整，煤炭和天然气价格企稳，新能源发电业务快速增长，公司业绩将保持持续增长势头。

### 1.3、稳健投资优质资产，资产负债率低

公司不断推进福建省及周边能源类项目，特别是风电和核电等优质新能源项目的核准和建设，2017年至2018年中报，莆田平海湾F区海上风电项目（20万千瓦）和晋南热电项目（6万千瓦）获得核准；莆田坪洋（3万千瓦）、港尾（4万千瓦）风电项目部分并网投产；云南保山管粮山光伏项目（3万千瓦）和龙安热电一期两机两炉（3.61万千瓦）建成投产；石城（20万千瓦）、群力（2.5万千瓦）和草山二期（2.6万千瓦）等风电项目核准准备工作加快推进。

**表3：截止2018年H1重大股权投资项目**

被投资公司名称	主要经营活动	截至报告期末累计投资金额	占被投资公司权益的比例（%）
海峡发电	风力发电	36,400.00	35
华能霞浦核电	核能发电	4,000.00	10
中核霞浦核电	核能发电	180	20
宁德第二核电	核能发电	3,113.00	10
国核（福建）核电	核能发电	1,750.00	35
石狮热电	供热、供电	17,157.90	46.67
国电泉州	火力发电、供热	54,346.68	23
福能财务公司	金融业	14,815.96	10
华润温州	火力发电	52,317.62	20

资料来源：公司中报、新时代证券研究所

公司成功收购国电泉州23%股权、石狮热电46.67%股权、福能财务公司10%股权和福建省配售电50%股权；成功摘牌华润电力（六枝）有限公司51%股权和华润电力（温州）有限公司20%股权。2018年1-9月六枝电厂并表营业收入11.85亿元，参股企业华润温州电力投资实现收益1.18亿元。

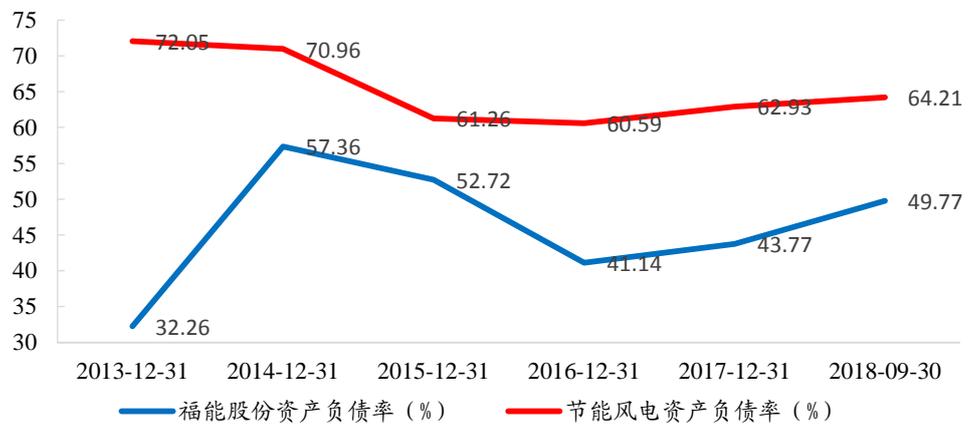
**表4：截止2018年H1公司重大非股权投资项目**

项目名称	项目金额	项目进度	本报告期投入金额	累计实际投入金额	项目收益情况
坪洋风电场	30,053	项目投产	4,559	26,178	已投产，产生收益
顶岩山风电场	47,259	在建项目	6,724.00	26,792	在建，尚未产生收益
港尾风电场	40,071	项目投产	11,383.00	31,730	已投产，产生收益
潘宅风电场	70,836.00	在建项目	3,722.00	6,047	在建，尚未产生收益
外山风电场	18,903	在建项目	6,214	16,077	在建，尚未产生收益
洋坪风电场	18,123	在建项目	10,773.00	13,102	在建，尚未产生收益
新能源公司办公基地	17,196	在建项目	2,797.00	13,270	无收益
莆田石城海上风电场	362,998	项目前期	2,024.00	10,696	项目前期，尚未产生收益
莆田平海湾海上风电场F区	368,363	在建项目	9,030	27,044.00	在建，尚未产生收益
晋南热电联产项目	105,899.00	在建项目	18,023	22,533	在建，尚未产生收益
龙安热电	76,000.00	部分投产	3,611	56,611	部分投产，产生收益
南纺新材料产业园项目（一期）工程	40,000.00	部分投产	3,746.00	26,999.00	部分投产，产生收益

资料来源：公司中报、新时代证券研究所

同时，再融资工作有序推进，启动公开发行可转换公司债券，2018年8月20日，中国证监会第审核通过了公司公开发行可转换公司债券的申请，本次可转债发行，拟募集28.3亿元，用于平海湾F区海上风电项目和潘宅、洋坪、外山3个陆上风电项目建设。

**图6： 福能股份与节能电气历年资产负债率**



资料来源：wind、新时代证券研究所

截止到2018年三季度，公司资产负债率49.77%，不足50%，相较于市场一般运营商70%的资产负债率水平，仍然处于低位，未来尚有持续加杠杆空间。公司账面货币资金27.79亿（总资产243.94亿），回款周期短，一般在9-12个月，经营性现金流充足，当前不存在投资项目资金压力。

此外，公司融资渠道丰富，包含定向增发，可转债，绿色债券，银行贷款等，其中绿色债券，公司债等公司都尚未启用。同时，由于银行借贷资金向清洁能源倾斜，可享受银行贷款利率在基准下浮5%的借贷便利，未来公司进一步投资优质标的和推进在手项目将有充足的融资保证。

## 2、地域与资源优势明显，新能源带来新动能

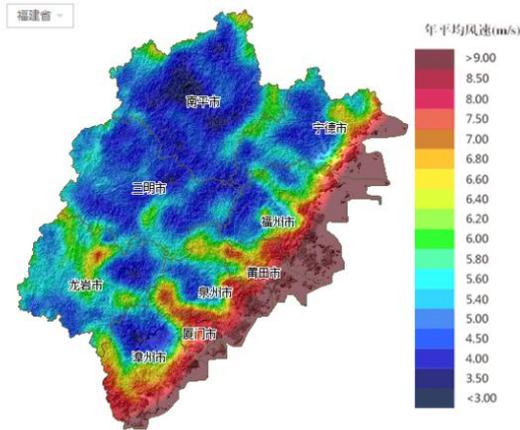
公司地处福建省，风资源与核电资源丰富。福建省风电年平价利用小时数可达到2700小时，公司风电场位于福建以南风力资源较优的莆田、漳州、泉州地区，属于省内风资源最为优质的区域。同时福建属于IV类地区，上网电价高同时弃风率为0。2017年公司风电场装机664MW利用小时数达到2837，贡献净利润4.8亿，单位盈利能力强。过去三年公司风电净利润增速超过30%，目前公司风电规模714MW，在建陆上风电项目125MW，海上风电200MW。预计到2020年公司陆上风电规模超过1GW，海上风电0.5GW，我们认为公司风电业务将保持30%+的高速增长。同时福建作为核电大省，在役和储备核电站项目丰富，截止2017年底，公司参股建设及储备核电项目约1,600万千瓦，权益装机规模约380万千瓦。核电长期盈利能力强，公司目光长远，布局未来。

### 2.1、高利用小时叠加零弃风率，福建省风电资源优势明显

#### 2.1.1、地理优势明显，公司风电利用小时数远高于全国平均水平

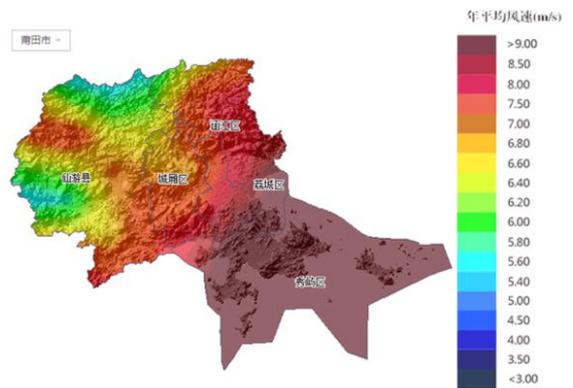
福建省风资源优质，海峡带来的狭管效应使得福建沿海地区平均风速可达9m/s。福建省全年风电利用小时数可以达到2700小时，处在全国较高水平。

图7: 福建省年平价风速



资料来源: 北极星电力网、新时代证券研究所

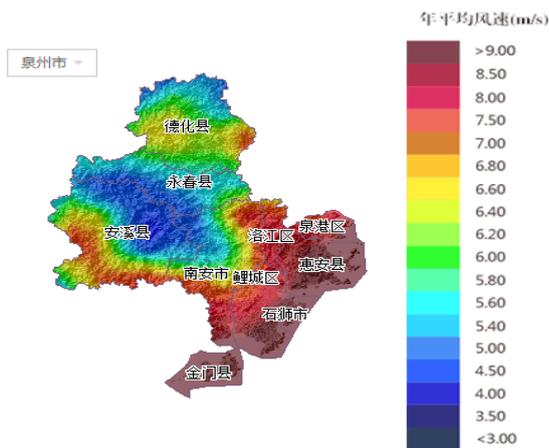
图8: 莆田市年平价风速



资料来源: 北极星电力网、新时代证券研究所

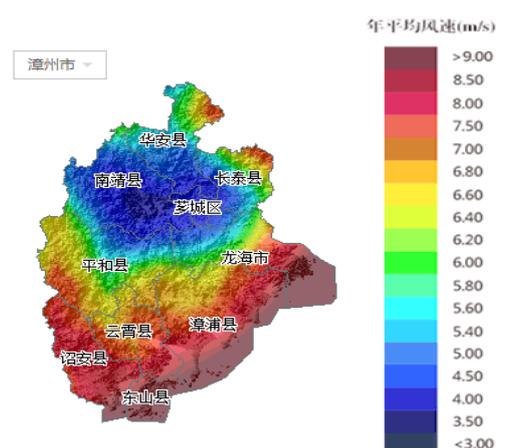
福能股份当前在运及在建的风电项目主要位于福建以南风力资源较优的莆田、漳州、泉州地区, 属于省内风资源最为优质的区域。

图9: 泉州市年平价风速



资料来源: 北极星电力网、新时代证券研究所

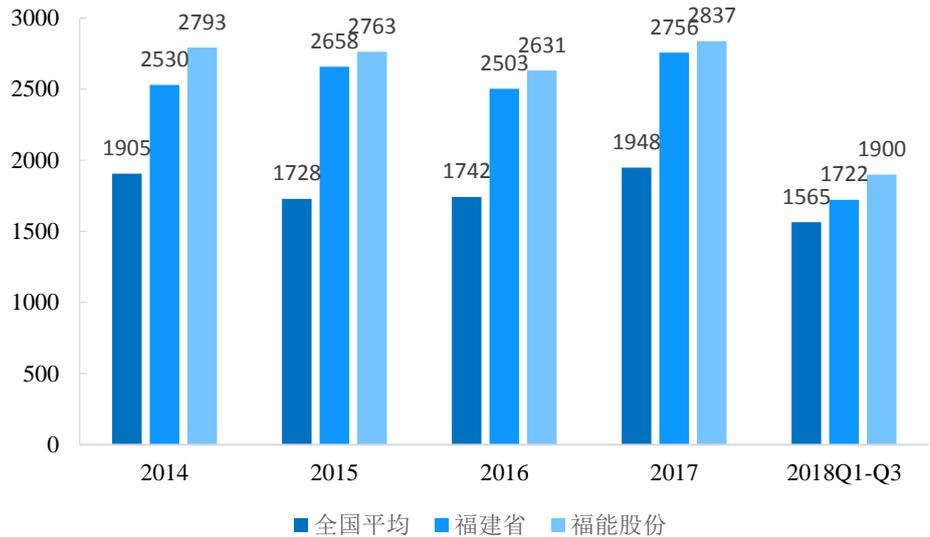
图10: 漳州市年平价风速



资料来源: 北极星电力网、新时代证券研究所

因此公司风电全年利用小时数高于福建省平均水平, 远高于全国平均水平。2017年公司风电平均年利用小时达2837小时, 福建区域和全国风电平均利用小时数分别高出81小时和889小时。

图11: 全国、福建省和公司平均风电利用小时数



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 2.1.2、零弃风率叠加高电价，保证高收益

福建省靠近电力负荷中心，同时高度重视风电等清洁能源发展，积极开展风电优化调度、风电预测及运行管理考核等工作将风电纳入日、月、年度电力电量平衡，预留调节能力较好的水电站及 LNG 燃气电站与风电进行互补，制定科学合理的运行方式。连续多年实现全省风电场所发电量全部上网，无弃风现象。

同时福建属于IV类风电资源区 2018 年 1 月之后核准的标杆电价为每千瓦时 0.57 元，海上风电资源丰富，上网电价较高，可以保证风电投资回报率较高。

图12: 历年不同地区年度弃风累计值

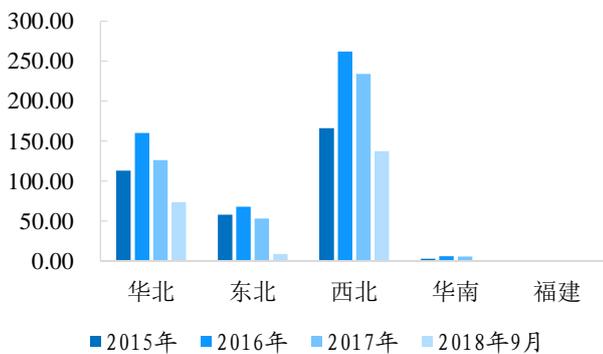
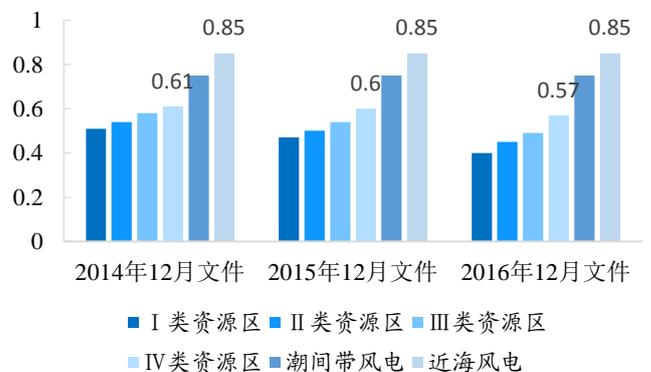


图13: 历年风电标杆电价



资料来源：wind、新时代证券研究所

资料来源：发改委、新时代证券研究所

### 2.1.3、福建省进入海上风电新时代，产业园预计 2019 年建成，地域优势更加明显

根据能源局 2017 年文件《国家能源局关于福建省海上风电规划的复函》，复函指出同意福建省海上风电规划总规模 1330 万千瓦，包括福州、漳州、莆田、宁德和平潭所辖海域 17 个风电场。到 2020 年底，福建省海上风电装机规模要达到 200 万千瓦以上，到 2030 年底要达到 300 万千瓦以上。同时鼓励实力较强的企业连片规模化开发海上风电项目，发挥规模效应，有效带动海上风电相关产业发展和降低发电成本。

福建福清海上风电产业园预计 2019 年建成，公司地域优势更加凸显。作为国内首个海上风电装备产业园，福建三峡海上风电产业园集合了海上风电装备技术研

发、设备制造、建设安装、运行维护等功能，是全产业链海上风电研发中心和装备制造基地。2018年8月，福建三峡海上风电产业园已有多家企业入园，包括金风科技、东方风电、江苏中车电机、丹麦LM叶片等知名海上风电设备制造企业。产业园一期项目计划第四季度初步建成并陆续投产，整体工程将于2019年12月建成。

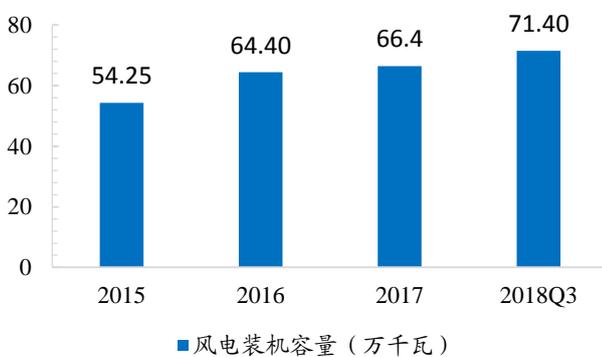
## 2.2、地方风电运营龙头，陆地海上齐头并进

截止2018年9月，公司运营风电装机71.4万千瓦，在建17.3万千瓦，19个风电场均为陆上风，一半在莆田地区，风况稳定丰富，资源优质，2017年平均利用小时数为2837小时，其中“永春外山风电场项目”、“南安洋坪风电场项目”4万千瓦项目已经建成，预计2018年并网，“莆田潘宅风电场项目”8.5万千瓦项目正在建设（预计利用小时数3385，IRR19.2%），争取在2019年投产并网，届时将进一步增厚公司业绩。同时公司海上风电项目目前已核准40万千瓦，其中20万千瓦莆田平海湾项目已经开工，莆田石城争取在2019年开工，这两个海上风电项目有望在2019-2021年陆续并网。同时，公司储备项目达3GW，可以支持公司中长期稳定发展。

### 2.2.1、在手运营风电项目优质，盈利能力强，进入第七批补贴目录，现金流将显著改善

公司于2014年开始发展风电业务，经过多年发展公司风电板块成长迅速，截至2017年末，公司控股运营总装机规模347.10万千瓦，占福建省2017年末发电总装机规模的6.25%。其中风电装机规模66.4万千瓦，占福建省风电装机规模的26.14%。2018年Q3公司风电装机规模达到71.40万千瓦，预计占福建省风电装机的30%。公司风电板块收入及利润贡献也在逐年上升。

图14: 历年公司风电装机规模



资料来源：公司年报、新时代证券研究所

图15: 历年公司风电板块收入及净利润

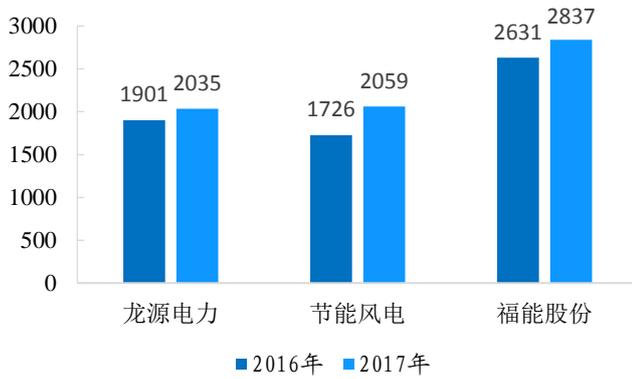


资料来源：公司年报、wind、新时代证券研究所

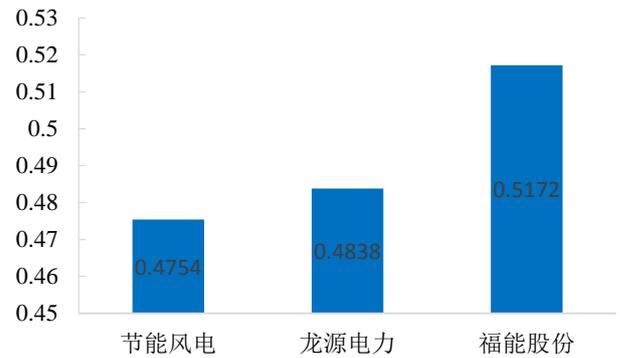
公司风场资源禀赋领先，发电小时数全国领先，且公司所有风场均在IV类资源区平均上网电价在同类公司中排名第一，运营电站盈利能力很强。

图16: 2016-2017年主要风电企业利用小时数

图17: 主要风电公司电价（元/千瓦时，不含税）



资料来源：公司公告、新时代证券研究所



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2018年6月，财政部、发改委、能源局下发了《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，其中公司的龙海港尾风电场40MW、龙海新村风电场48MW和龙海新厝风电场47.5MW，总计135.5MW项目被纳入补贴，公司现金流将得到改善。

### 2.2.2、优质项目在建，预计在2019-2020年投产，将显著增厚公司业绩

公司于2017年11月发布可转债发行预案，拟募集自己不超过28.3亿元，用于投资三个陆上风电和莆田平海湾海上风电F区项目，四个项目总投资额47.62亿元。2018年11月10日公司公告，28.3亿元可转换债券项目申请获得证监会核准批复。本次可转债项目获批保证了公司项目开展的资金来源，后续建设将如期进行，预计永春外山风电场和南安洋坪风电场共40MW项目将在2018年底前投产，莆田潘宅风电场85MW项目预计在2019年全部投产。莆田平海湾海上风电项目有望在2019-2020年部分投产。

表5：公司募投风电场项目基本情况

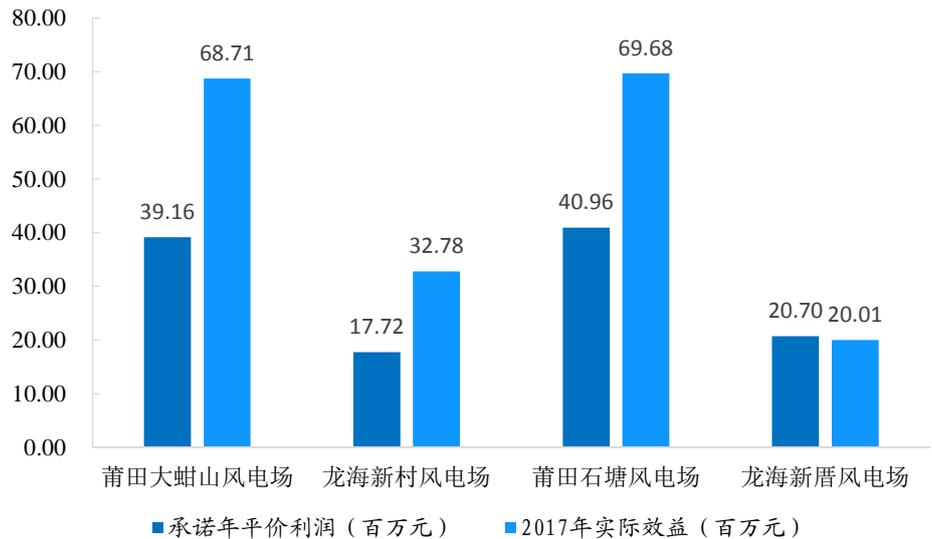
	永春外山风电场	南安洋坪风电场	莆田潘宅风电场	莆田平海湾海上风电场
装机容量 (MW)	20	20	85	200
单位建设成本 (元/千瓦)	9452	9061	8334	18418
预计利用小时数 (h)	2329	2157	3385	3251
年均净利润 (万元)	950	878	8974	16115
毛利率 (%)	43.8	43.8	68.6	47.4
IRR (%)	8.5	8.3	19.2	9.0
股权占比 (%)	100	100	100	65

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

以上IRR测算数据是公司初步可研报告的数据，根据公司之前的项目运营经验，本次募投项目中对建设成本和预计利用小时数，公司采用了比较保守的数据。福建省年均风电利用小时数约为2700-2800小时，因此永春外山和南安洋坪陆上风电实际运营盈利能力极大可能会超预期。

以公司前次募投的已经投产的四个项目来看。除了龙海新厝风电场于2016年建成2017年实际利润基本达到承诺水平，其余3个项目进入稳定运行工况后，盈利能力大幅超过承诺利润。我们认为公司本次募投的3个陆上风电项目和1个海上风电项目在正式投产进入稳定状态后，盈利能力有望超预期。

图18：公司前次募投项目承诺利润与2017年实际利润比较



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 2.2.3、储备项目丰富，可支持公司长期发展

根据《福建省十三五能源发展专项规划》和《国家能源局关于福建省海上风电规划的复函》，到2020年，福建省陆上风电装机要达到300万千瓦以上，海上风电装机要达到200万千瓦以上，根据《福建省海上风电规划》，到2030年福建省海上风电规模要达到500万千瓦以上。

公司目标在福建省内风电装机规模占比达到33%，我们预计到2020年公司陆上风电装机容量约100万千瓦，海上风电约70万千瓦。2018年9月，公司与海峡发电签订协议，共同投资设立福能海峡发电公司，开发建设福州市长乐外海海上风电场区B、C区（800MW）项目（持股比例51%）。同时公司100%控股的筹建项目约300MW。储备项目丰富，可以支持公司风电中长期发展需求。

## 2.3、积极参股核电项目，目光长远，布局未来

### 2.3.1、福建作为核电大省，项目储备充足

根据《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。福建省内核电储备项目较多，截至2018年初，福建省内现有筹建未开工核电项目5处，其中霞浦核电、漳州核电、宁德二期均已启动设备招标工作，前期工作开展较为充分，有望在未来年份开建，如表所示。如现有储备厂址按计划开建，福建省远期核电装机规模有望达到36GW及以上，为现有在运核电装机规模的4倍左右。

表6：福建省内现有核电储备项目（包括但不限于）

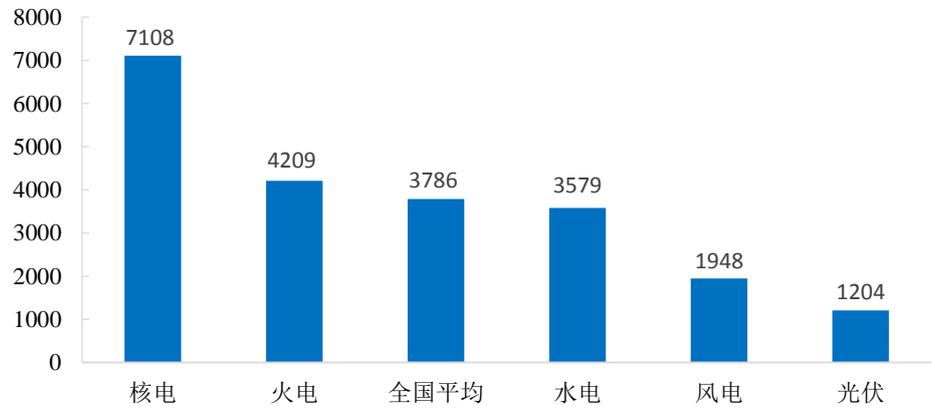
项目	项目公司	管理业主	预计起始年份	预计型号	预计装机结构 (MW)
霞浦快堆	中核霞浦核电有限公司	中核	2018	钠冷快堆	1*600
漳州一期	中核国电漳州能源有限公司	中核	2018	HPR1000	6*1150
宁德二期	福建宁德第二核电有限公司	大唐/中广核	2019	HPR1000	2*1150
华能霞浦	华能霞浦核电有限公司	华能	2020	CAP1000	4*1000
连江一期	国核（福建）核电有限公司	国电投	2021	CAP1400	6*1400
三明核电	福建三明核电有限公司	中核	未知	HPR1000	6*1150

资料来源：北极星电力网、新时代证券研究所

### 2.3.2、核电盈利强且稳定，长期边际利润增长十分可观

核电利用小时数高达 7000 小时，远高于其他电源设备。核电建设周期长，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。

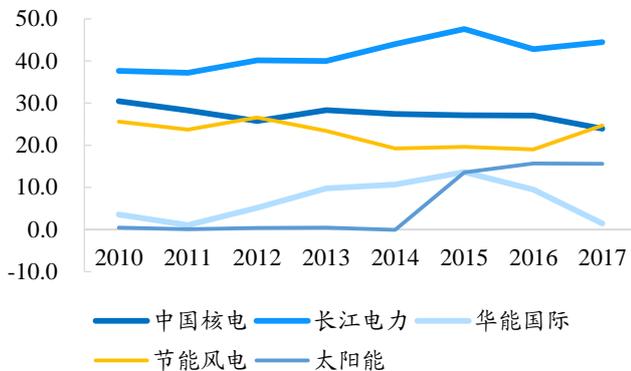
图19： 2017 年全国电源设备发电利用小时数



资料来源：能源局、新时代证券研究所

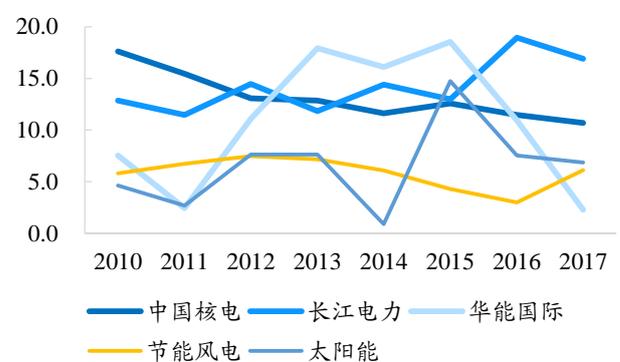
核电企业销售净利率及 ROE 在各类型发电企业中均排名靠前，仅次于水电企业。长期盈利能力较强，同时核电行业壁垒极高，目前仅有中核、中广核和国电投三家具备核电运营牌照。

图20： 各类型发电企业销售净利率对比（%）



资料来源：wind、新时代证券研究所

图21： 各类型发电企业 ROE 对比（%）



资料来源：wind、新时代证券研究所

2018 年 6 月我国核电发电量占比仅 4%，远低于世界核电大国，根据《核电“十三五”发展规划及 2030 年战略》中均明确了 2020 年核电在役装机容量 5800 万千瓦、在建装机容量 3000 万千瓦的发展目标。预计到 2030 年，核电在役装机 1.5 亿千瓦，核电产业空间巨大。

### 2.3.3、公司积极布局核电，着眼未来长期收益

公司将核电作为重要的发展方向，积极布局福建省核电项目，截止 2017 年底，公司参股建设及储备核电项目约 1,600 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于 2017 年 12 月开工建设；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。

表7： 公司参股核电项目

序号	项目名称	持股比例	装机规模 (MW)
1	华能霞浦核电	10%	4000
2	中核霞浦核电	20%	600
3	宁德核电二期	10%	2300
4	国核(福建)核电	35%	8400

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 3、优质热电资源在手，火电、气电盈利能力正在改善

截止 2018H1，公司热电联产装机容量为 123.6 万千瓦，其中鸿山热电 2\*60 万千瓦装机，龙安热电 3.6 万千瓦。贡献利润 1.57 亿元，公司另有福能晋南热电联产项目在建，在建规模 6 万千瓦，预计 2019 年投产。鸿山热电平均利用小时数在 5 千小时以上，高出福建省平均值 1 千小时左右，盈利能力强。

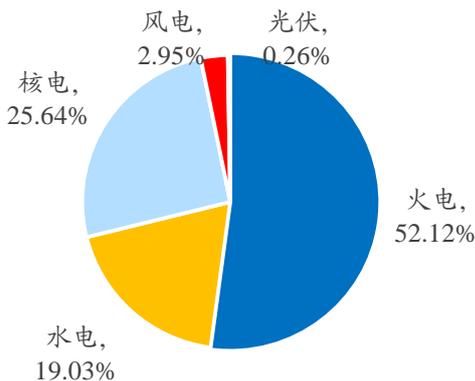
2018 年福建省经济稳中向好，前三季度用电增速达 10.83%，较 2017 年同期提高 4.35 个百分点。燃煤价格在 2017 年底到 2018 年初达到高位 650 左右后，有小幅回落企稳势头，近三个月福建省电煤价格指数已连续小幅下降。随着社会用电需求增加和电煤价格企稳，预期火电和热电联产项目盈利能力将在短期内保持改善势头。2018 年气电政策落地，电价上调，气价下调，替代电量毛利提高，气电盈利能力得到改善。

#### 3.1、社会用电需求提升，煤电盈利能力改善

##### 3.1.1、社会用电需求提升，燃煤价格企稳下行，火电利用小时数提升

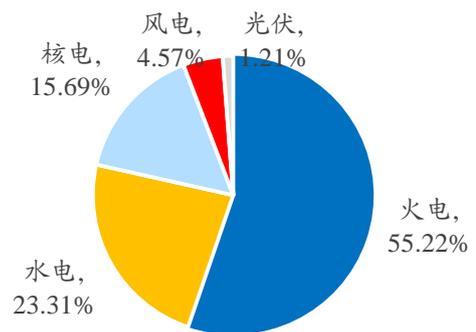
受制于煤炭资源储备及 2016-2017 年煤炭价格上涨等因素影响，等近年来，福建省大力支持，新能源发展从能源结构上看，2017 年福建省火电发电量占到福建省总发电量的 52.12%，2017 年火电装机量占到各电源装机容量的 55.22%，仍在福建省能源供给中占据主导地位

图22： 2017 年福建省各电源发电量



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

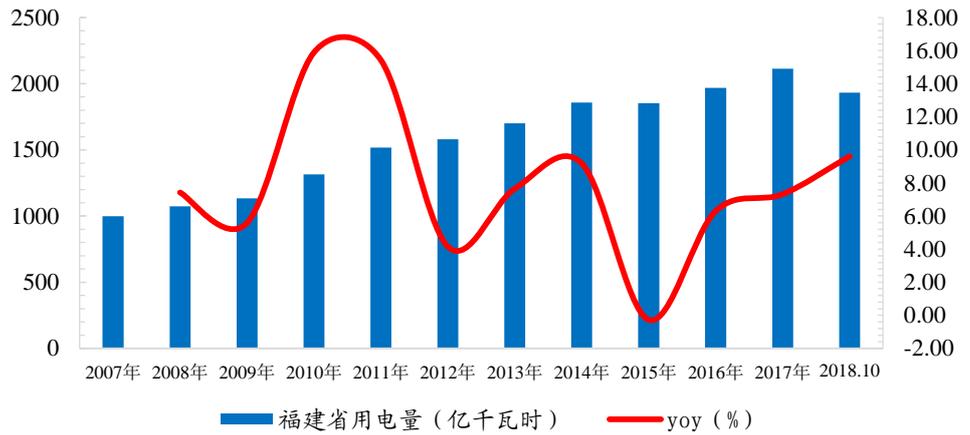
图23： 2017 年福建省各电源装机容量



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2018 年福建省经济稳中向好，前三季度用电增速达 10.83%，较 2017 年同期提高 4.35 个百分点。截止到 2018 年 10 月，福建省全社会用电量 1932 亿千瓦时，同比增加 9.61%，实现近三年来最高增速。

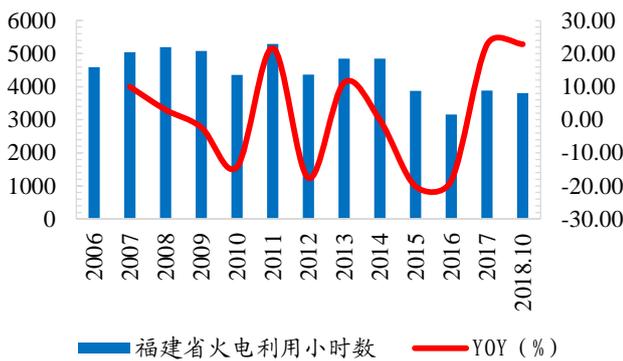
#### 图24： 福建省用电量及增速



资料来源: wind、国家统计局、新时代证券研究所

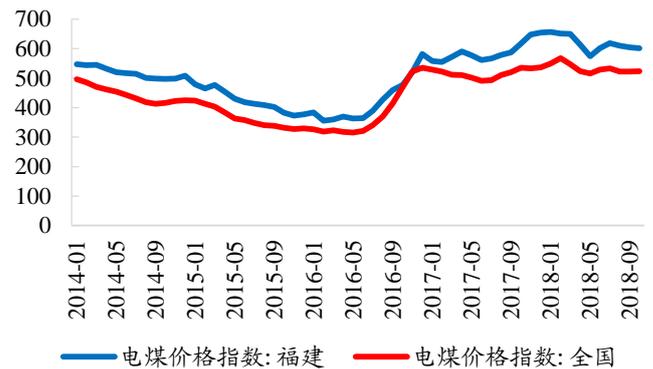
福建省燃煤价格在2017年底到2018年初达到高位650左右后,有小幅回落企稳势头,近三个月福建省电煤价格指数已连续小幅下降,2018年10月,福建省电煤指数降至601。随着社会用电需求增加和电煤价格企稳,预期火电盈利能力将在短期内保持改善势头。

图25: 福建省历年火电利用小时数及增速



资料来源: wind、新时代证券研究所

图26: 福建省电煤价格指数



资料来源: wind、新时代证券研究所

受益于全省社会用电量增速提高及燃煤价格企稳下滑,2016-2017年福建省火电利用小时数保持较高23%左右的提升速度,2017年火电利用小时数3879小时,2018年1-10月,福建省火电利用小时数已达到3803小时,同比增加22.84%,预期全年火电利用小时数有望回升到4000小时以上。

### 3.1.2、在手热电项目优质,新建项目将逐渐释放增量

热电联产业务按照省内统调火电厂平均发电情况和“以热定电”原则安排电量。因此,热电企业有明确的供热范围,具有区域自然垄断性特点,供热收益较为稳定。

截至2018年6月,福能股份共有鸿山热电、龙安热电两座热电联产电厂,总装机容量123.61万千瓦(其中,鸿山热电120万千瓦,龙安热电3.61万千瓦)。贡献利润1.57亿元,公司另有福能晋南热电联产项目在建,在建规模6万千瓦,预计2019年投产。

表8: 公司在手热电联产项目:

热电联产项目	装机规模(万千瓦)	投产状况
鸿山热电	120	稳定投产

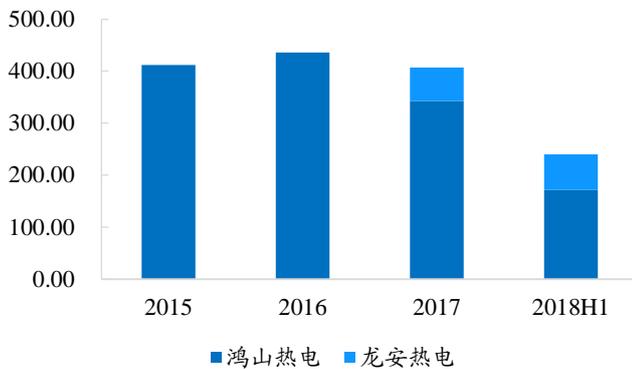
热电联产项目	装机规模 (万千瓦)	投产状况
龙安热电	3.61	部分投产, 已产生收益
晋南热电	6	在建, 预计 2019 年投产

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

福能股份在手的鸿山热电厂地处于石狮市沿海三镇热负荷的中心, 距最远的工业区仅有 3 公里, 热力用户均在电厂的最佳供热半径 (5 公里) 范围之内, 管线不长, 管网分布科学合理。石狮市沿海三镇工业区内生产用汽全部实现集中供热 (汽), 供热普及率达到 100%, 本区域的工业热负荷将由鸿山热电厂和园区内的其他集中供热企业共同承担。

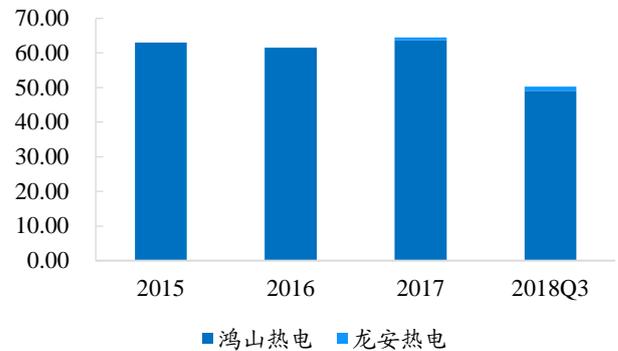
2017 年, 鸿山热电完成机组超低排放改造, 供电标煤耗 278 克/千瓦时, 低于同类型机组 25 克/千瓦时以上; 2017 年龙安热电新投产两台背压式发电机组, 供电标煤耗 215 克/千瓦时; 热电联产机组供热标煤耗均在 110 千克/吨左右。鸿山热电平均利用小时数在 5 千小时以上, 高出福建省平均值 1000 小时左右, 2018 年预计利用小时数将达到 5300-5500 小时, 盈利能力强。

图27: 福能股份热电联产历年供热量 (万吨)



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图28: 福能股份热电联产项目历年供电量 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

2017 年起, 龙安热电项目开始投产, 2018 年 H1 隆安热电项目已显现供热 68.2 万吨, 供电 1.18 亿千瓦时, 未来, 随着社会用电量提高, 龙安热电项目的建设完成和晋南热电项目的逐步投产, 燃煤价格企稳下行, 热电项目将为公司带来更大的收益。

### 3.1.3、投资华润温州与六枝电厂, 并表利润大幅增加

公司在 2017 年 10 月分别以 5.23 亿、4.6 亿收购华润温州 20% 股权、华润六枝 51% 股权, 其中, 华润六枝于 2018 年 1 月起并表。两机组均为燃煤机组, 主营燃煤发电业务, 基本情况如下:

表9: 福能股份新增投资火电项目

煤电机组	装机规模 (万千瓦)	持股比例
华润温州	200	20%
华润六枝	132	51%

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

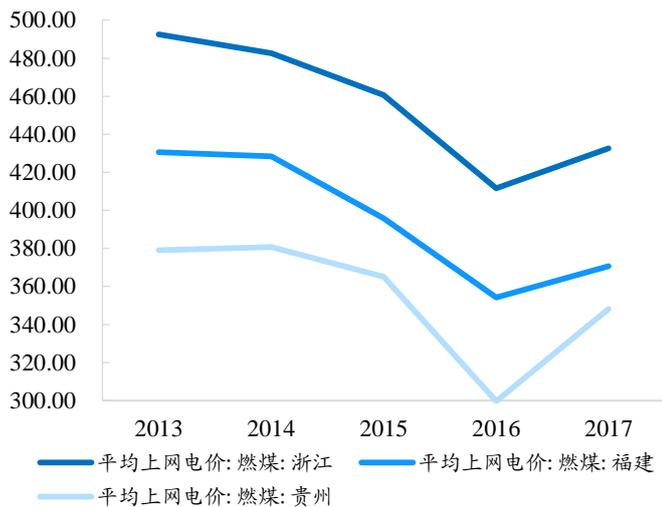
华润六枝位于贵州省, 在运 2 台 66 万千瓦超临界燃煤发电机组, 是目前贵州省单机容量最大的火电机组之一, 属于坑口电厂, 周边煤炭资源较为丰富。2017 年由于电厂周边配套煤矿未能投产, 外地煤炭运输成本超预算, 导致全年盈利不佳。2018 年起预计其配套煤矿 (新华煤矿 120 万吨产能) 有望逐步投产, 届时有望降

低煤炭成本 70~80 元/吨。

据公司预计 2018 年公司有望实现华润六枝盈亏平衡，微盈利 2-3 万元。2019 年新华煤矿投产后，每年将产生 2-3 亿净利润。考虑华润六枝装机规模大，叠加煤价下行预期，未来将为公司带来更大的业绩弹性。

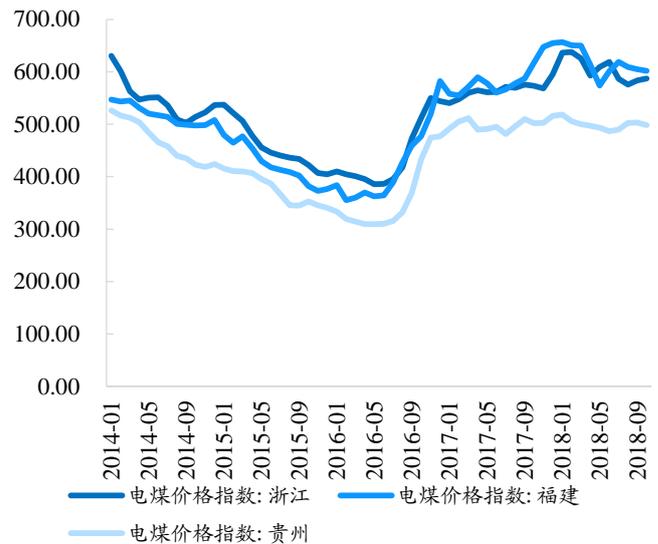
华润温州在运 2 台 100 万千瓦超临界燃煤机组，该机组地处经济大省浙江，标杆电价较高且用电基数有保障，据公司预计 2018 年将有 5-5.5 亿元的净利润，温州火电良好的盈利能力有望为公司持续带来投资收益。

图29: 浙江、福建、贵州燃煤上网电价(元/千千瓦时)



资料来源: 国家能源局、新时代证券研究所

图30: 浙江、福建、贵州电煤价格指数



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

2017 年下半年起福建省上调燃煤机组上网电价，火电板块量价齐升，营收增长。受益于省内电力需求增长及华润六枝电厂并表，公司前三季度火电板块上网电量大幅跃至 109 亿千瓦时，同比提高 82.5%（扣除六枝电厂并表因素，公司福建省火电上网电量同口径增长 15.6%）。

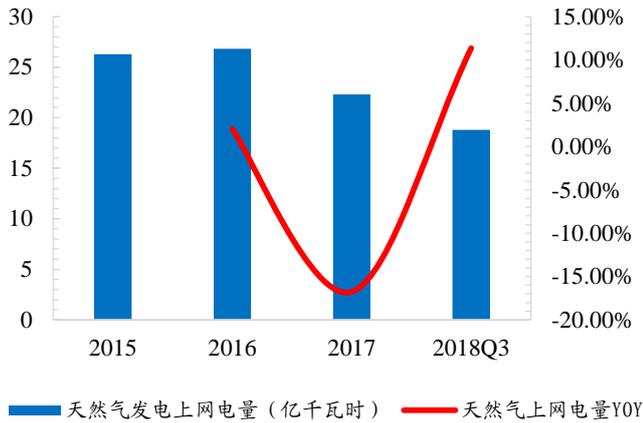
### 3.2、气电政策落地，上网电量同比增加，替代电量毛利提高

公司晋江气电拥有 4 台 35 万 KW 机组，气电项目属于政策性调峰电站，“十三五”期间，暂时没有装机增量。由于晋江气电发电业务是为电网调峰服务，政策性较强，因此盈利受政策主导。

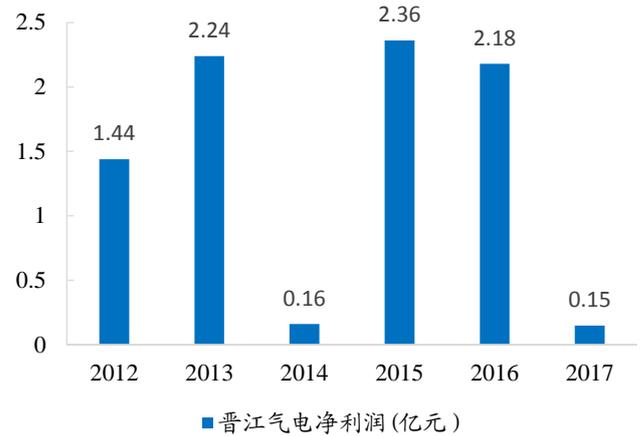
晋江气电燃气发电业务成本较高，前期波动性较大，近三年发电度电毛利均为负值，因此其利润来源主要是替代电量业务，具体的替代电量每年由政府决定。18 年其电价、气价及替代电量政策均已落地，2018 年经营业绩不确定性消除。公司三季度业绩增长的主要原因是公司三季度确认完成替代电量 15.58 亿千瓦时，同比增长 41.5%（2018 年二季度确认 3.09 亿千瓦时，三季度确认 11.01 亿千瓦时）。三季度气电板块电量替代收益实现毛利约为 3.57 亿元，较 2017 年同比增长约 50%，推动公司气电板块扭亏为盈。

图31: 晋江气电上网电量及增速

图32: 晋江气电历年净利润(亿元)



资料来源：公司公告、新时代证券研究所



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

**2018 年气电政策落地，电价上调，气价下调，替代电量毛利提高，气电盈利能力得到改善。**天然气发电业务包括自发电和电量替代两部分。自发电业务方面，2018 年 6 月晋江电气收到福建省物价局关于气价与上网电价调整的通知，气电上网电价由 2017 年的 0.5434 元/kwh 上调至 0.5957 元/kwh，采购气价由 2.86 元/立方米下调至 2.803 元/立方米。电价上调，气价下调，将使天然气发电业务的度电收益增加，此外，2018 年 Q3 公司实现天然气上网电量同比增加 11.37%，预计在度电收益和上网电量同步提高下，2018 年全年公司天然气自发电业务将有较快增长。

**表10： 2017 年和 2018 年气电政策对比**

气电部分	指标名称	2017	2018
自发电量	上网电价 (元/千瓦时)	0.5434	0.5957
	采购气价 (元/立方米)	2.86	2.803
替代电量	出让上网电量 (亿千瓦时)	24.86	24.73
	转让替代电价 (元/kwh)	0.29	0.33
	出让结算电价 (元/kwh)	0.5434	0.5957
	替代电量毛利 (亿元)	5.29	5.66

资料来源：福建省物价局、新时代证券研究所

替代电量方面，公司 7 月收到《关于 2018 年度发电计划电量指标转让替代有关事项的通知》，规定 2018 年出让上网电量为 24.73 亿千瓦时，转让替代电价为 0.33 元/千瓦时（含税），出让方结算上网电价为 0.5957 元/千瓦时（含税），预计替代电量毛利为 5.66 亿元，同比上涨 7%。

#### 4、未来三年复合增速 30%，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 11.03、14.68、18.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.95、1.18 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 12、9 和 7 倍。看好公司业务布局稳健长远，未来三年业绩复合增速 30%，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	5136	4622	7182	5947	8129	<b>营业收入</b>	<b>6362</b>	<b>6799</b>	<b>9293</b>	<b>10237</b>	<b>11214</b>
现金	2348	2428	3109	3190	3475	营业成本	4571	5397	7178	7632	8079
应收账款	952	1215	2503	1592	2894	营业税金及附加	57	53	73	80	87
其他应收款	157	30	225	56	252	营业费用	33	37	56	61	67
预付账款	116	210	235	255	282	管理费用	120	147	223	235	258
存货	<b>328</b>	<b>365</b>	<b>557</b>	<b>423</b>	<b>615</b>	财务费用	246	254	372	381	398
其他流动资产	1234	375	553	432	611	资产减值损失	21	10	14	15	17
<b>非流动资产</b>	12813	15143	18189	19164	20021	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	229	1339	1553	1768	1982	投资净收益	22	97	135	135	135
固定资产	10038	10439	13077	13765	14361	<b>营业利润</b>	1336	1045	1511	1966	2442
无形资产	295	360	414	479	513	营业外收入	<b>33</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
其他非流动资产	<b>2250</b>	<b>3005</b>	<b>3145</b>	<b>3152</b>	<b>3164</b>	营业外支出	17	7	7	8	10
<b>资产总计</b>	<b>17949</b>	<b>19765</b>	<b>25371</b>	<b>25111</b>	<b>28150</b>	<b>利润总额</b>	1352	1044	1509	1963	2438
<b>流动负债</b>	1530	2725	3702	3475	3957	所得税	<b>282</b>	<b>194</b>	<b>311</b>	<b>401</b>	<b>491</b>
短期借款	0	800	800	800	800	<b>净利润</b>	1070	849	1198	1562	1947
应付账款	746	880	1283	1017	1417	少数股东损益	<b>55</b>	<b>6</b>	<b>96</b>	<b>94</b>	<b>117</b>
其他流动负债	<b>784</b>	<b>1045</b>	<b>1619</b>	<b>1659</b>	<b>1740</b>	<b>归属母公司净利润</b>	1015	844	1103	1468	1830
<b>非流动负债</b>	5854	5925	5936	5836	5935	EBITDA	<b>2353</b>	<b>2156</b>	<b>2505</b>	<b>3122</b>	<b>3708</b>
长期借款	5758	5844	5855	5755	5854	EPS(元)	0.65	0.54	0.71	0.95	1.18
其他非流动负债	<b>96</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7384</b>	<b>8650</b>	<b>9638</b>	<b>9312</b>	<b>9892</b>	主要财务比率					
少数股东权益	582	603	699	793	910	<b>成长能力</b>					
股本	3793	3793	3793	3793	3793	营业收入(%)	-11.1	6.9	36.7	10.2	9.5
资本公积	3205	3205	3205	3205	3205	营业利润(%)	-5.4	-21.8	44.6	30.1	24.2
留存收益	2962	3495	3740	4091	4471	归属于母公司净利润(%)	-4.6	-16.9	30.7	33.2	24.6
归属母公司股东权益	9983	10511	15034	15006	17348	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17949</b>	<b>19765</b>	<b>25371</b>	<b>25111</b>	<b>28150</b>	毛利率(%)	28.2	20.6	22.8	25.4	28.0
						净利率(%)	15.9	12.4	11.9	14.3	16.3
现金流量表(百万元)						ROE(%)	10.1	7.6	10.4	12.6	14.4
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	8.1	6.4	7.3	8.9	10.2
<b>经营活动现金流</b>	1762	1700	2193	3022	3250	<b>偿债能力</b>					
净利润	1070	849	1198	1562	1947	资产负债率(%)	41.1	43.8	38.0	37.1	35.1
折旧摊销	692	751	837	1013	1130	净负债比率(%)	37.4	44.2	41.3	37.6	33.2
财务费用	246	254	372	381	398	流动比率	3.4	1.7	1.9	1.7	2.1
投资损失	-22	-97	-135	-135	-135	速动比率	3.1	1.6	1.8	1.6	1.9
营运资金变动	-275	-90	-80	200	-90	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	51	33	-0	-0	-0	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>投资活动现金流</b>	-2414	-2109	-3748	-1854	-1852	应收账款周转率	7.5	6.3	5.0	5.0	5.0
资本支出	<b>1285</b>	<b>1263</b>	<b>3031</b>	<b>760</b>	<b>642</b>	应付账款周转率	6.1	6.6	6.6	6.6	6.6
长期投资	-1182	-536	-215	-215	-215	<b>每股指标(元)</b>					
其他投资现金流	-2311	-1383	-931	-1308	-1424	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.54	0.71	0.95	1.18
<b>筹资活动现金流</b>	1733	490	2236	-1088	-1113	每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.67	1.41	1.95	2.09
短期借款	<b>-190</b>	<b>800</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股净资产(最新摊薄)	6.43	6.77	7.00	7.45	8.14
长期借款	-173	86	2830	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	293	0	0	0	0	P/E	13.1	15.7	12.0	9.0	7.2
资本公积增加	2388	0	0	0	0	P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
其他筹资现金流	<b>-585</b>	<b>-396</b>	<b>-594</b>	<b>-1088</b>	<b>-1113</b>	EV/EBITDA	15.7	17.6	14.9	12.0	10.1
<b>现金净增加额</b>	<b>1081</b>	<b>81</b>	<b>681</b>	<b>81</b>	<b>286</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>