

公司点评
福能股份 (600483)
公用事业 | 电力
电源结构合理，海上风电具有高成长性

2021年03月17日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 10.44-13.92 元
交易数据

当前价格 (元)	9.82
52周价格区间 (元)	7.12-10.62
总市值 (百万)	17286.90
流通市值 (百万)	15239.03
总股本 (万股)	176037.68
流通股 (万股)	155183.59

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
福能股份	26.22	30.93	20.52
电力	14.18	11.45	23.86

何晨
分析师

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

0731-84779574

袁玮志
研究助理

yuanwz@cfzq.com

相关报告

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (亿元)	93.54	99.45	102.98	114.31	130.32
净利润 (亿元)	10.50	12.44	14.51	20.37	28.77
每股收益 (元)	0.60	0.71	0.82	1.16	1.63
每股净资产 (元)	6.67	7.19	6.05	6.34	6.63
P/E	16.83	14.21	12.18	8.68	6.14
P/B	1.50	1.40	1.66	1.58	1.51

资料来源: 贝格数据, 财信证券

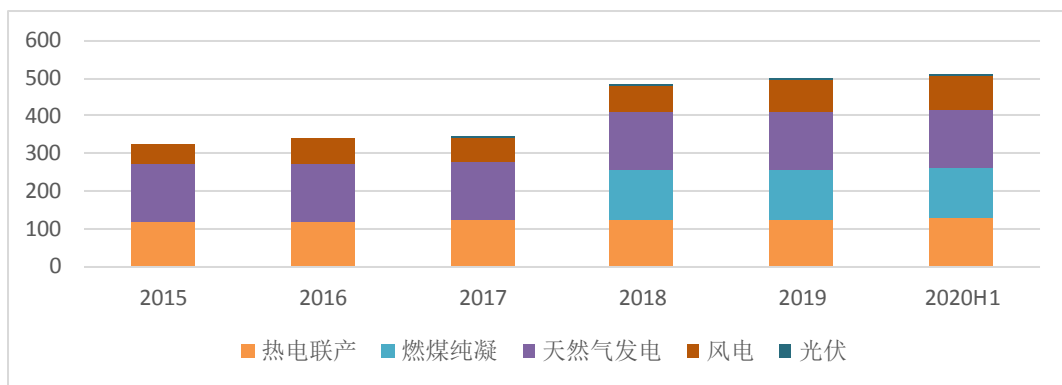
投资要点:

- 公司电源结构合理。**公司装机以热电联产、燃煤纯凝和燃气发电为主，三类化石机组 2019 年装机总计 408.41 万 kw，占比 82.52%，可为公司提供稳定的经营性现金流；风电尤其是海上风电装机发展迅速，2019 年风电装机 85 万 kw，占比 17%，可为公司提供持续稳定的业绩增长。
- 热电联产机组具有明显的利用小时优势。**受益于下游工业园区的工业企业用电量提升，公司热电联产机组的利用小时自 2016 年开始稳定增长，2019 年高达 5939 小时，利用小时的稳定增长有效的抵消了过去几年连续降电价带来的不利影响。
- 燃气发电受气价和替代电量政策的影响，弹性较大。**燃气发电的盈利主要由替代电量贡献，2020 年度晋江气电替代电量指标 24.86 亿千瓦时，对应约 6.5 亿元的毛利，但由于 2020 年政策执行较晚，年内仅执行 9.28 亿 kwh，对应 2.4 亿元的毛利，剩余替代电量将结转至 2021 年执行，有望增厚 2021 年的业绩。
- 风电具有高成长性。**2019 年，公司风电发电量 21.67kwh，占公司全部发电量 190.69 亿 kwh 的 11.36%；但同期风电的毛利 7.23 亿元，占公司发电业务全部毛利的 41.82%。风电板块的毛利率高达 64.08%，远超公司燃煤发电、燃气发电和光伏项目的毛利率。公司目前的石城、平海湾和长乐外滩项目均在按计划施工，预计 2021 年底并网，且石城和平海湾项目的实际利用小时可能远超项目可研报告披露的利用小时，投产后有望进一步提升公司业绩。此外，公司拥有约 200 万 kw 的项目储备，可在“十四五”期间为公司提供持续的业绩增长。
- 投资建议。**预计公司 2020 年到 2022 年实现营业收入分别为 102.98、114.31 和 130.32 亿元，实现归母净利润 14.51、20.37 和 28.77 亿元，EPS 为 0.82、1.16 和 1.63 元，PE 为 12.18、8.68 和 6.14 倍。考虑到“3060”碳中和目标下新能源行业的高景气度发展，以及公司在海上风电的发展潜力，给予公司 2021 年底 9-12 倍 PE 估值，股价合理区间为 10.44-13.92 元。首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:**风电投产不及预期，气价和煤价波动，用电需求增速放缓。

1 公司电源结构合理，海上风电具有高成长性

福能股份是 2014 年底对原福建南纺股份有限公司进行重大资产重组的上市公司，重组完后，原有的纺织业务占比开始下降，电力业务成为公司的核心业务。按电源结构来看，公司目前的主要发电组合包括热电联产、燃煤纯凝、天然气发电、风力发电和光伏发电。截至 2020 年 6 月，公司控股运营总装机规模 511.70 万千瓦，其中：风电装机 93 万千瓦，天然气发电装机 152.80 万千瓦，热电联产机组装机 129.61 万千瓦，燃煤纯凝电厂装机 132.00 万千瓦，光伏装机 4.29 万千瓦。

图 1：公司 2015-2020H1 装机结构情况（万 kw）



资料来源：公司公告，财信证券

需求端复工复产叠加风电投运，2020 年全年用电量微增。2020 年前三季度，公司营收和扣非归母净利润分别为 61.76 和 7.96 亿元，同比分别降低 16.63% 和 7.89%。营收和扣非归母净利润下滑的主要原因是一季度受疫情影响，公司发电量下滑明显，且气电替代政策执行较晚。但全年来看，由于风电发电量增长较快，且热电联产的下游工业园区工业企业复工复产，下半年的用电量增长有效填补了上半年的缺口，2020 年累计完成发电量 192.15 亿千瓦时，同比增长 0.77%；累计完成上网电量 182.35 亿千瓦时，同比增长 0.85%；完成供热量 681.22 万吨，同比增长 4.49%。

表 1：2017-2020 年发电量和上网电量（亿 kwh），不含气电替代电量

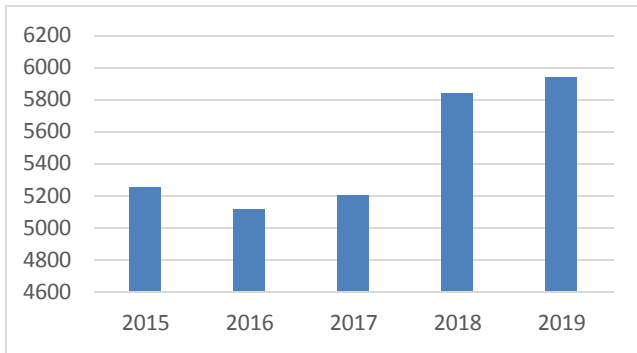
公司主体	电源类别	2017		2018		2019		2020	
		发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量	发电量	上网电量
福能新能源	陆上风电	17.95	17.59	17.81	17.45	20.26	19.86	24.6	24.1
	光伏发电	0.17	0.17	0.37	0.36	0.41	0.4	0.42	0.41
晋江气电	天然气发电	22.84	22.32	26.23	25.66	26.55	25.96	28.1	27.5
	陆上风电	0.89	0.86	0.84	0.81	0.96	0.93	0.98	0.96
鸿山热电	热电联产	63.59	60.42	70.02	66.7	70.88	67.38	71.48	68
龙安热电	热电联产	0.77	0.56	2.22	1.72	2.53	1.98	2.08	1.6
福能贵电	燃煤发电			64.17	59.87	68.56	63.79	59.75	55.4
三川风电	海上风电					0.46	0.43	3.17	3.09
晋南热电	热电联产							1.49	1.14

资料来源：公司公告，财信证券

热电联产是公司业绩的安全垫。公司的热电联产项目均位于福建省内，其中龙安热

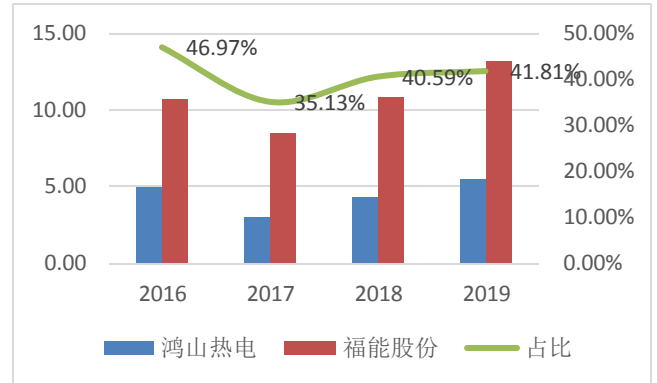
电和晋南热电的装机规模分别为 3.61 和 6.00 万 kw，均为背压式热电联产机组；鸿山热电的装机规模为 120 万 kw，为抽凝式热电联产机组。2016-2019 年，鸿山热电净利润占公司净利润的比例平均为 41.13%，是公司业绩逐年提升的安全垫。2019 年，鸿山热电实现净利润 5.52 亿元，占公司当年净利润的 41.81%。由于福建省近几年的用电需求增速较快，且省内水电来水偏枯，因此公司热电联产机组近几年的装机利用小时屡创新高，2019 年度额利用小时高达 5939 小时，远远超出一般火电机组利用小时。

图 2：2015-2019 年热电联产利用小时



资料来源：公司公告，财信证券

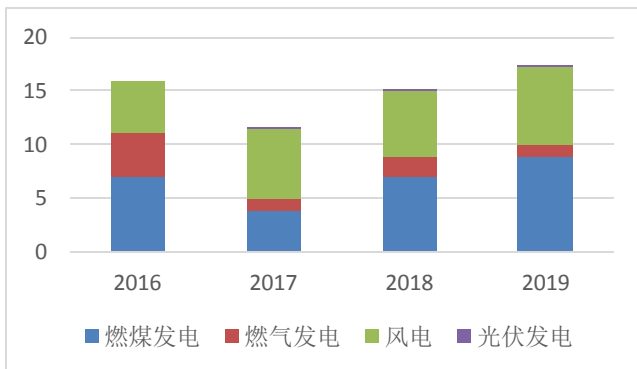
图 3：2016-2019 年鸿山热电净利润及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，财信证券

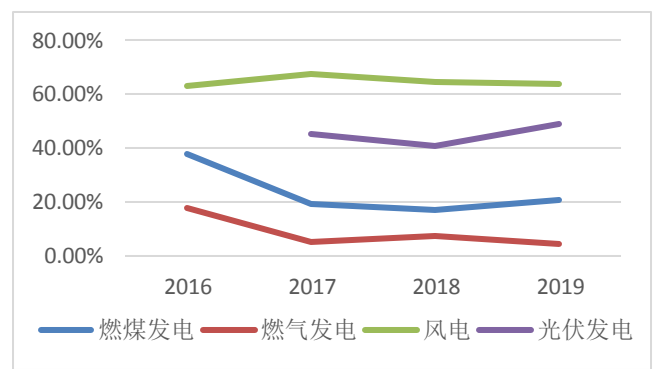
风电毛利率较高，2019 年风电毛利占发电业务全部毛利的 41.82%。2019 年，公司风电发电量 21.67kwh，占公司全部发电量 190.69 亿 kwh 的 11.36%。风电板块的营收 11.28 亿元，占公司发电业务全部营收的 13.97%。但同期风电板块的毛利 7.23 亿元，占公司发电业务全部毛利的 41.82%。风电板块的毛利率高达 64.08%，远超公司燃煤发电、燃气发电和光伏项目的毛利率。

图 4：2016-2019 年不同发电业务的毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

图 5：2016-2019 年不同发电业务的毛利率（%）



资料来源：公司公告，财信证券

公司风电尤其是海上风电项目储备丰富，是未来业绩增长的助推剂。公司目前海上风电和陆上风电的项目储备分别为 200 万 kw 和 40 万 kw，在建工程主要是三个海上风电项目，分别是长乐外滩 49.8 万 kw、莆田石城 20 万 kw、平海湾 20 万 kw。按照工程进度，石城和平海湾项目预计在 2021 年并网，长乐外滩项目预计在 2021 年底并网。2019 年福建省风电平均利用小时数 2639 小时，位居全国第二，而公司位于长乐和莆田的在建风电项目可研报告披露的平均利用小时约为 3250 小时，远高于福建省的平均利用小时，但低

于中闽能源在莆田平海湾风电场已投运项目的 3800-4000 平均利用小时。我们认为，丰富的风电项目储备可以支撑公司“十四五”期间的快速发展，且三个在建海上风电项目并网投运后的实际利用小时将可能高于预计的利用小时，并进一步增厚公司业绩。

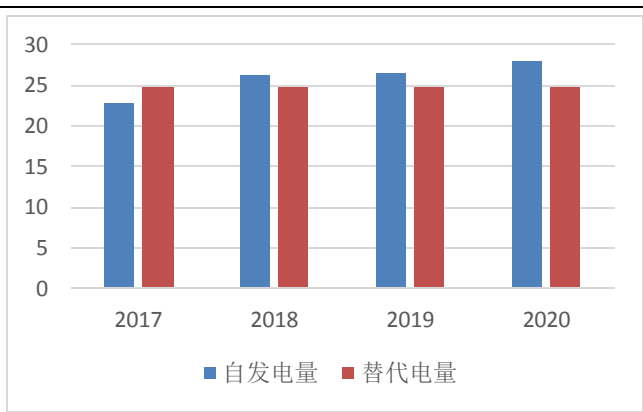
表 2：海上风电在建工程情况

项目名称	2019 年底项目进度	装机容量 (万 kw)	预计投产时间
莆田石城海上风电场	9.28%	20	2021 年投产
莆田平海湾海上风电场 F 区	21.44%	20	2021 年投产
长乐外海海上风电场 C 区	0.33%	49.8	2021 年投产

资料来源：公司公告，财信证券

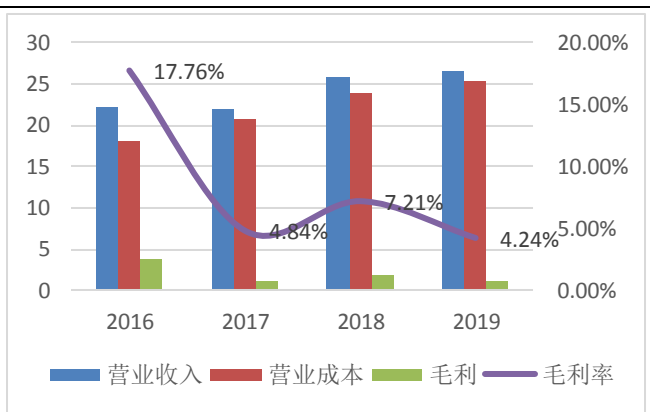
气电受到气价和气电替代政策的影响，弹性较大。晋江气电属于福建省政策性调峰电厂，其生产经营受天然气价格、上网电价、上网电量及发电指标转让替代政策等多种因素影响。晋江气电的发电量可以分为自发电量和替代电量两部分，从过去几年的平均水平来看，自发电量和替代电量大致相等。自发电量部分受近几年气价上涨的影响，容易拖累公司业绩。替代电量部分由政策决定，往年的气电替代电量政策一般都是上半年的 4-6 月份公布，但 2020 年直到四季度才执行，2020 年度晋江气电替代电量指标 24.86 亿千瓦时，按照 2019 年外购电含税单价 0.33 元/kwh、上网含税单价 0.5906 元/kwh 的价差，对应约 6.5 亿元的毛利，但由于 2020 年政策执行较晚，年内仅执行了 9.28 亿 kwh，对应 2.4 亿元的毛利，剩余替代电量将结转至 2021 年执行。

图 6：2017-2020 年气电自发电量和替代电量 (亿 kwh)



资料来源：公司公告，财信证券

图 7：气电自发电量营收和毛利率 (亿元, %)



资料来源：公司公告，财信证券

2 盈利预测

预计公司 2020 年到 2022 年实现营业收入分别为 102.98、114.31 和 130.32 亿元，实现归母净利润 14.51、20.37 和 28.77 亿元，EPS 为 0.82、1.16 和 1.63 元，PE 为 12.18、8.68 和 6.14 倍。考虑到“3060”碳中和目标下新能源行业的高景气度发展，以及公司在海上风电的发展潜力，给予公司 2021 年底 9-12 倍 PE 估值，股价合理区间为 10.44-13.92 元。首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

3 风险提示

气电替代不及预期，煤价和气价波动风险，海上风电装机不及预期。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	93.54	99.45	102.98	114.31	130.32	成长性					
减:营业成本	75.21	78.72	80.33	86.88	93.83	营业收入增长率	37.6%	6.3%	3.6%	11.0%	14.0%
营业税费	0.75	0.73	0.80	0.88	0.99	营业利润增长率	26.3%	24.2%	21.8%	41.5%	41.7%
销售费用	0.49	0.46	0.52	0.57	0.64	净利润增长率	24.5%	18.4%	16.7%	40.4%	41.2%
管理费用	1.83	2.07	2.06	2.30	2.65	EBITDA 增长率	31.8%	18.2%	8.3%	22.1%	26.2%
财务费用	4.07	4.27	3.87	3.04	2.04	EBIT 增长率	33.9%	24.9%	13.8%	31.3%	34.5%
资产减值损失	0.70	-0.98	-0.06	-0.11	-0.38	NOPLAT 增长率	33.6%	17.7%	7.5%	31.3%	34.5%
加:公允价值变动收益	-0.00	-	0.00	-0.00	0.00	投资资本增长率	28.8%	7.7%	-3.9%	-4.9%	-3.0%
投资和汇兑收益	2.22	2.49	4.50	7.50	9.50	净资产增长率	18.9%	10.1%	-13.5%	4.6%	4.9%
营业利润	13.19	16.39	19.97	28.26	40.06	利润率					
加:营业外净收支	0.03	0.00	0.01	0.01	0.01	毛利率	19.6%	20.9%	22.0%	24.0%	28.0%
利润总额	13.23	16.39	19.98	28.27	40.07	营业利润率	14.1%	16.5%	19.4%	24.7%	30.7%
减:所得税	2.41	3.20	4.99	7.07	10.02	净利润率	11.2%	12.5%	14.1%	17.8%	22.1%
净利润	10.50	12.44	14.51	20.37	28.77	EBITDA/营业收入	28.2%	31.4%	32.8%	36.1%	40.0%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	17.9%	21.1%	23.1%	27.4%	32.3%
货币资金	52.75	47.58	8.24	9.15	10.43	运营效率					
交易性金融资产	-	-	0.00	0.00	0.00	固定资产周转天数	465	511	490	411	333
应收帐款	16.14	17.16	16.71	20.22	22.64	流动营业资本周转天数	35	35	40	40	42
应收票据	2.36	0.40	4.16	0.31	4.52	流动资产周转天数	246	282	201	125	123
预付帐款	1.20	1.13	2.45	0.97	2.58	应收帐款周转天数	55	60	59	58	59
存货	5.40	4.14	5.76	4.81	6.65	存货周转天数	17	17	17	17	16
其他流动资产	3.76	3.85	3.16	3.59	3.53	总资产周转天数	904	998	900	723	620
可供出售金融资产	6.38	-	2.54	2.97	1.84	投资资本周转天数	638	702	689	594	500
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	16.94	21.81	21.81	21.81	21.81	ROE	8.9%	9.8%	13.6%	18.3%	24.7%
投资性房地产	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	ROA	4.0%	4.7%	6.4%	9.5%	13.3%
固定资产	137.16	145.24	135.38	125.53	115.67	ROIC	9.7%	8.9%	8.9%	12.1%	17.2%
在建工程	16.86	17.45	17.45	17.45	17.45	费用率					
无形资产	3.79	3.72	3.58	3.45	3.31	销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	9.30	16.81	14.47	13.31	14.86	管理费用率	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	272.07	279.32	235.76	223.60	225.32	财务费用率	4.4%	4.3%	3.8%	2.7%	1.6%
短期债务	5.50	2.50	53.42	40.49	30.42	三费/营业收入	6.8%	6.8%	6.3%	5.2%	4.1%
应付帐款	11.73	13.49	15.08	11.72	17.86	偿债能力					
应付票据	0.69	0.37	0.49	0.59	0.56	资产负债率	51.4%	47.9%	46.6%	41.1%	38.7%
其他流动负债	18.06	17.36	15.06	16.64	16.64	负债权益比	105.8%	91.9%	87.2%	69.7%	63.1%
长期借款	79.34	74.38	8.76	-	-	流动比率	2.27	2.20	0.48	0.56	0.77
其他非流动负债	24.54	25.66	17.00	22.40	21.69	速动比率	2.12	2.08	0.41	0.49	0.67
负债总额	139.86	133.76	109.83	91.84	87.16	利息保障倍数	4.12	4.91	6.16	10.30	20.64
少数股东权益	14.76	18.95	19.39	20.21	21.46	分红指标					
股本	37.93	37.93	17.60	17.60	17.60	DPS(元)	0.45	0.54	0.67	0.90	1.28
留存收益	74.40	83.59	88.94	93.94	99.09	分红比率	75.8%	76.2%	80.7%	77.6%	78.2%
股东权益	132.21	145.56	125.93	131.75	138.15	股息收益率	4.5%	5.4%	6.6%	8.9%	12.7%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	10.82	13.20	14.51	20.37	28.77	EPS(元)	0.60	0.71	0.82	1.16	1.63
加:折旧和摊销	9.64	10.29	9.99	9.99	9.99	BVPS(元)	6.67	7.19	6.05	6.34	6.63
资产减值准备	0.70	0.98	-	-	-	PE(X)	16.83	14.21	12.18	8.68	6.14
公允价值变动损失	0.00	-	0.00	-0.00	0.00	PB(X)	1.50	1.40	1.66	1.58	1.51
财务费用	4.41	5.02	3.87	3.04	2.04	P/FCF	12.84	-41.45	-35.44	12.00	7.35
投资收益	-2.22	-2.49	-4.50	-7.50	-9.50	P/S	1.89	1.78	1.72	1.55	1.36
少数股东损益	0.32	0.76	0.47	0.83	1.28	EV/EBITDA	17.04	14.57	7.79	6.03	4.57
营运资金的变动	12.47	-12.00	-0.01	0.80	-6.05	CAGR(%)	25.1%	31.6%	20.8%	25.1%	31.6%
经营活动产生现金流量	21.41	27.10	24.33	27.54	26.53	PEG	0.67	0.45	0.58	0.35	0.19
投资活动产生现金流量	-16.10	-24.52	1.96	7.07	10.64	ROIC/WACC	1.14	1.04	1.04	1.42	2.01
融资活动产生现金流量	22.97	-7.53	-65.62	-33.70	-35.89	REP	2.11	2.17	1.31	0.95	0.66

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438