

➤ **不囿传统，低碳转型。**公司通过外购与自建，不断扩张发电资产规模，截至2021年底控股装机599.33万千瓦，其中风电、气电、光伏等清洁能源合计占比达到56.4%，低碳转型成效显著。在面对高煤价时，火电业务尽显疲态，新能源利润贡献持续增长，成为公司业绩的重要支撑。

➤ **火电：源远流固，别具一格。**公司在福建省内的煤电机组均为热电联产机组，执行“以热定电”的发电原则，在燃煤成本上行时，供热价格随煤联动，供热收入增长部分抵消煤炭价格上涨对发电业务的利润侵蚀，减少火电业绩亏损。气电作为省内调峰机组，电量替代收入旱涝保收。

➤ **风电：由陆向海，乘风破浪。**公司风电业务起步于陆上，截至2021年底陆风投产91.1万千瓦，陆上风电场多布局在福建沿海，利用小时高。近年来，面对海风开发热潮，公司携手三峡迎风而上。2021年公司平海湾F区、石城、长乐外海C区三个合计89.8万千瓦的海上风电项目全部实现并网发电。随着福建省落实“十四五”海风发展规划，公司凭借区位优势，预计海风规模将进一步提升。

➤ **投资：稳中有进。**与几家同业公司相似，公司在主营业务之外，积极进行对外投资，主要包括海风、核电、火电等同业，投资净收益从2015年的0.06亿元增长至2021年的5.47亿元，对公司利润总额的贡献也由0.4%提高至32.7%。随着公司参股的海峡发电海风项目陆续投产，预计将进一步增厚投资收益；同时若燃煤价格回落，参股的煤电企业有望进一步提振公司业绩。

➤ **投资建议：**公司热电联产，煤热联动有效抵消部分高煤价冲击，相比传统火电机组，抗压能力更强。近年来，公司积极转型风电业务，凭借自身区位优势，携手三峡迎风而上。投资收益稳中有进，为公司业绩锦上添花。预计公司22/23/24年EPS分别为1.28/1.41/1.50元，对应2022年7月19日收盘价PE分别9.7/8.8/8.3倍。给予公司2022年12倍PE，目标价15.36元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 宏观经济形势变动；2) 燃料成本上行；3) 自然条件变化；4) 电量消纳不足；5) 补贴发放延迟；6) 设备价格上涨。

推荐

首次评级

当前价格：

12.43元

目标价：

15.36元

**分析师 严家源**

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,077	13,804	13,900	14,435
增长率(%)	26.4	14.3	0.7	3.8
归属母公司股东净利润(百万元)	1,268	2,501	2,757	2,928
增长率(%)	-15.2	97.2	10.3	6.2
每股收益(元)	0.65	1.28	1.41	1.50
PE	19.2	9.7	8.8	8.3
PB	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年07月19日收盘价)

目录

1 不囿传统，低碳转型	3
1.1 资产重组，登录 A 股	3
1.2 外购内建，做大转型	3
1.3 风电转型，增厚业绩	6
2 火电：源远流固，别具一格	9
2.1 以热定电，煤热联动	10
2.2 电量替代，旱涝保收	11
3 风电：由陆向海，乘风破浪	13
3.1 风起于陆	14
3.2 逐鹿海风	15
4 投资收益：稳中有进	21
5 盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测与业务拆分	22
5.2 估值分析	23
5.3 投资建议	25
6 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	29

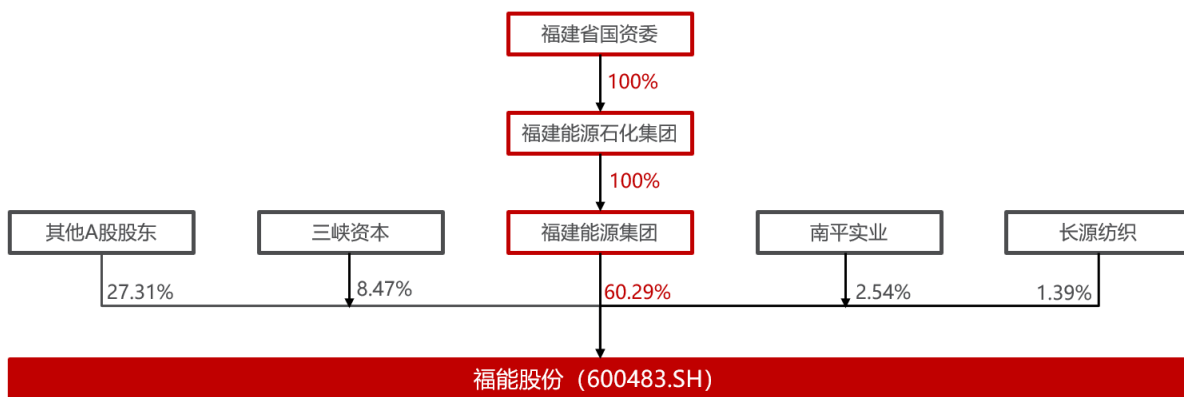
1 不囿传统，低碳转型

1.1 资产重组，登录 A 股

福建福能股份有限公司（以下简称“公司”）前身为福建省南平纺织厂，筹建于 1970 年。2004 年 5 月公司股票在上交所挂牌上市，2014 年 7 月，公司向福能集团发行股份购买其持有的鸿山热电 100% 股权、福能新能源 100% 股权和晋江气电 75% 股权，公司控股股东变更为福能集团，主营业务变更为发电、供热。

根据公司 2022 年一季报披露，福能集团直接持有公司总股本的 60.29%，为公司控股股东，福建省国资委是公司实控人。

图1：福能股份股权结构（1Q22）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

1.2 外购内建，做大转型

公司上市后，秉承“做大做强热电联产 大力发展清洁能源”的理念，通过持续外购与自建发电资产，不断外延业务边界，已形成风力发电、天然气发电、热电联产等多种类电源发电业务组合，并参股核电发电业务，其中宁德核电已投运。

■ 火电

- 2015 年，公司开工龙安热电项目，并于 2017 年投产，装机容量 3.61 万千瓦；
- 2017 年，公司以 4.60 亿元竞购福能贵电（原：华润六枝）51% 股权，装机容量 132 万千瓦；以 5.23 亿元竞购华润温州 20% 股权，装机容量 200 万千瓦；
- 2020 年，晋江气电全资子公司晋南热电投产，装机容量 6 万千瓦；
- 2020 年，公司以 19.88 亿元受让控股股东福能集团持有的国能石狮（原：神华福能）49% 股权，装机容量 200 万千瓦。

➤ 2021年,公司以2.12亿元竞购惠安泉惠(泉惠发电)35%股权,惠安泉惠61.5万千瓦热电联产项目尚未投产。

■ 风电

➤ 2015年,公司与三峡能源合资成立海峡发电,公司参股35%,共同开发福建海风资源;

➤ 2016年完成非公开发行,净募资26.81亿元投资7个陆上风电项目,合计装机容量30.95万千瓦;

➤ 2016年,公司与海峡发电、华夏电力成立三川风电,公司控股51%,共同开发石城渔港、平海湾F区海上风电项目,合计装机容量40万千瓦;

➤ 2018年,公司与海峡发电成立福能海峡,公司控股51%,共同开发福建长乐外海海上风电场区B、C区海上风电项目,合计装机容量80万千瓦。

■ 核电

➤ 2015年,公司与华能核电等公司共同成立华能霞浦,公司参股10%,多方共同负责建设和运营福建霞浦核电工程4台百万千瓦级压水堆核电项目和1台60万千瓦高温气冷堆核电项目;

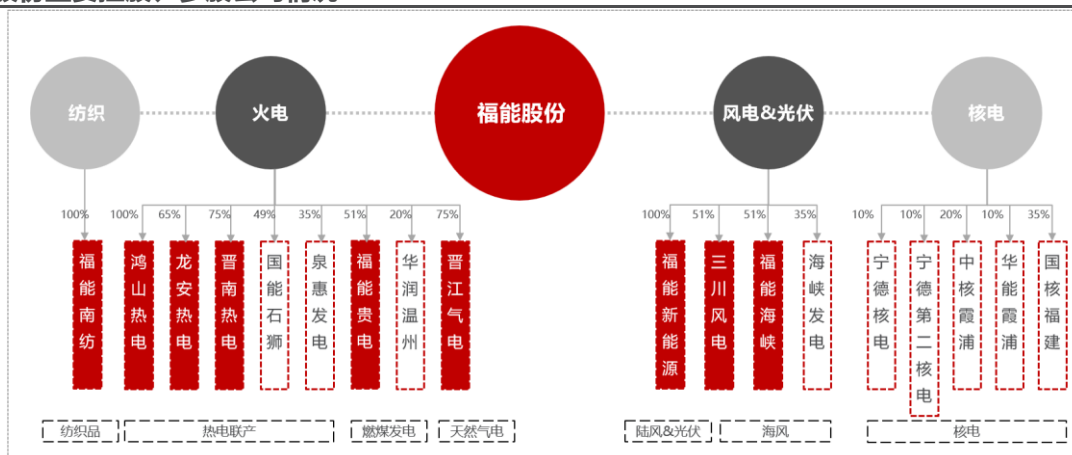
➤ 2015年,公司与中核股份等公司共同成立中核霞浦,公司参股20%,多方共同建设和运营管理60万千瓦示范快中子反应堆工程;

➤ 2016年,公司与国家核电共同成立国核福建,公司参股35%,双方致力于连江核电项目的开发、建设、运营及管理;

➤ 2016年,公司与大唐核电、中广核共同成立宁德第二核电,公司参股10%,多方共同建设和运营两台百万千瓦级功率的核电站;

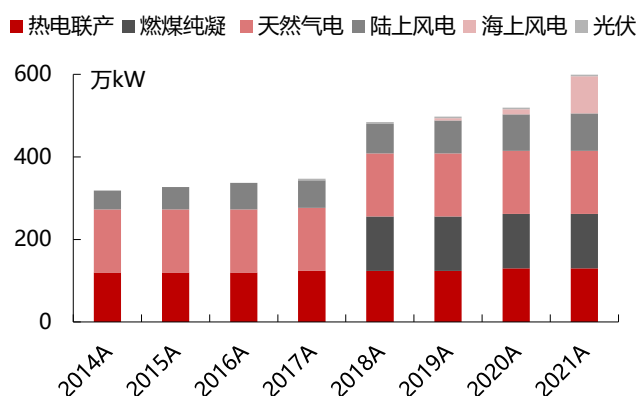
➤ 2018年,公司以15.31亿元受让控股股东福能集团持有的宁德核电10%股权,装机容量435.6万千瓦。

图2: 福能股份主要控股、参股公司情况

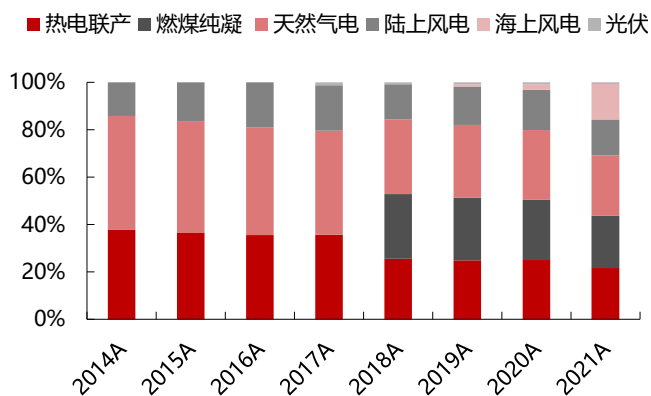


资料来源:公司公告, wind, 民生证券研究院

通过外购与自建并举,公司控股装机容量由2014年的318.05万千瓦提升至2021年底的599.33万千瓦,装机容量接近翻倍。公司清洁能源运营商转型顺利,2021年底公司风力、天然气、光伏等清洁能源发电合计装机占比达到56.3%。其中,风力发电180.90万千瓦,天然气发电152.80万千瓦,光伏发电4.02万千瓦。公司煤电板块包括129.61万千瓦热电联产机组与132.00万千瓦燃煤纯凝发电机组。

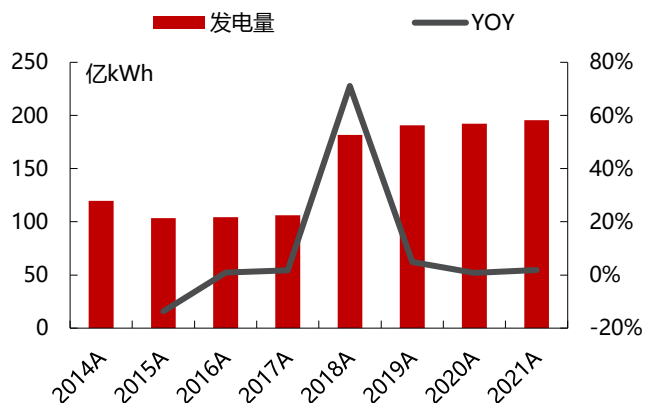
图3: 2021年福能股份装机容量599.33万千瓦


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

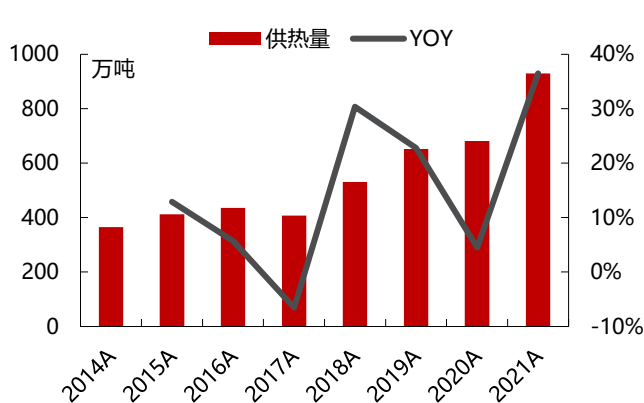
图4: 2021年福能股份清洁能源装机占比达到56.3%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司装机增长带动发电量不断增长,发电量由2014年的119.86亿千瓦时增长至2021年的195.67亿千瓦时,年复合增长率达到7.3%。发电业务之外,公司年供热量不断增长,从2014年的365.12万吨提升至2021年的929.84万吨,年复合增长率达14.3%。

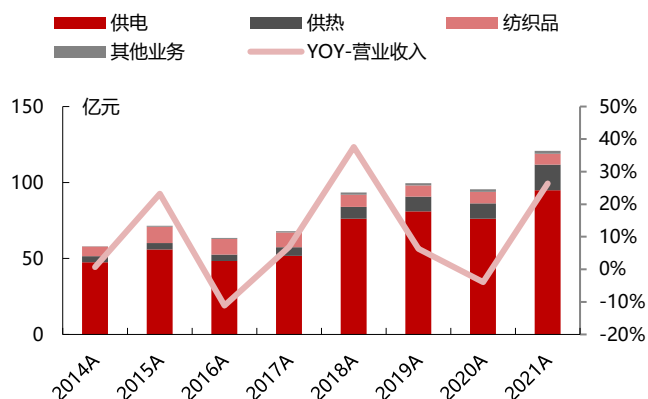
图5: 2014-2021年福能股份发电量CAGR达7.3%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

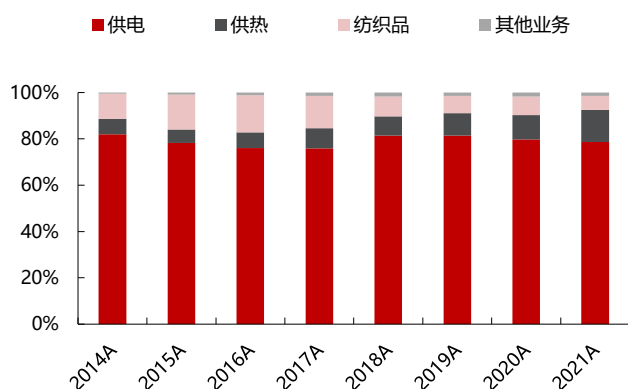
图6: 2014-2021年福能股份供热量CAGR达14.3%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司的主营业务主要由供电、供热以及资产重组之前的纺织业务构成。获益于发电量、供热量的稳定增长,公司的营收保持稳步提升的良好发展势头。2021年公司实现营业收入120.77亿元,同比增长26.4%,较2014年58.09亿元营收,多年复合增长率达11.0%,其中,供电业务收入94.92亿元,同比增长24.5%,占总营收的比重达78.6%。

图7：2021年福能股份营业收入同比增长26.4%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

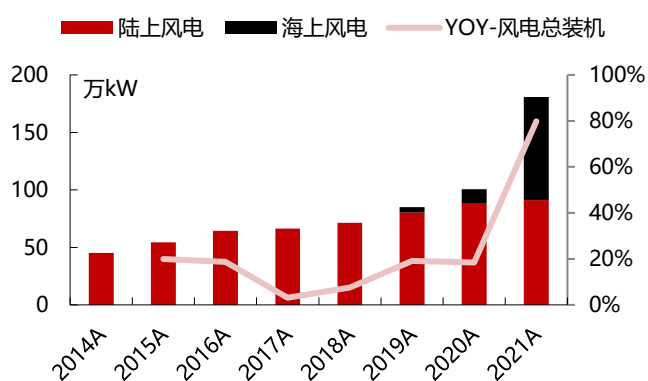
图8：2021年福能股份供电业务占比达78.6%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

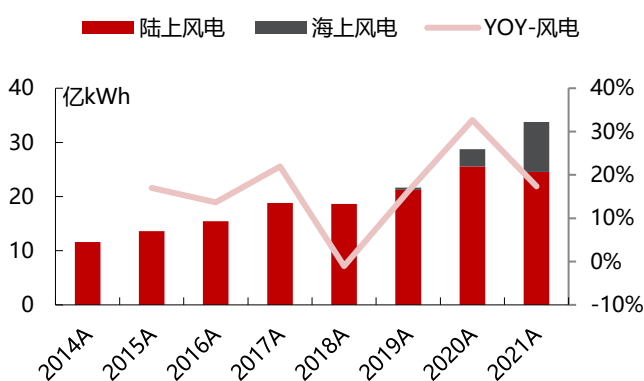
1.3 风电转型，增厚业绩

风电出力不断提升，驱动公司营收增长。截至2021年底，公司风电装机180.9万千瓦，其中，陆上风电91.1万千瓦，海上风电89.8万千瓦。年内公司平海湾F区、石城、长乐外海C区三个合计89.8万千瓦的海上风电项目全部实现并网发电。

2021年公司风力发电量达33.75亿千瓦时，占总发电量的17.2%，其中，海风发电量9.22亿千瓦时，同比增长191.2%。1Q22，公司风电发电量13.91亿千瓦时，同比增长71.7%；其中，海风发电量5.94亿千瓦时，同比增长353.4%。

图9：2021年福能股份风电装机180.9万千瓦


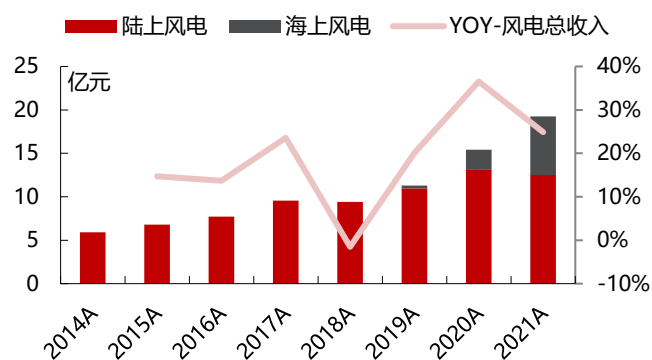
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2021年福能股份风电发电量达33.75亿千瓦时


资料来源：公司公告，民生证券研究院

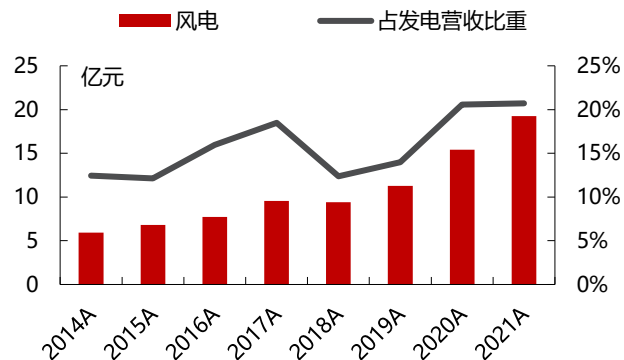
2021年公司风电业务实现营收19.24亿元，同比增长24.9%，其中，海上风电实现营收6.74亿元，同比增长191.9%。2021年，公司风电营收占供电业务营收的20.7%，较风电发电量占比高出3.5pct，风电对营收的提振效果显著，随着三个海风项目的全面投产，风电对营收贡献将进一步提高。

图11: 2021年福能股份风电营收19.24亿元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

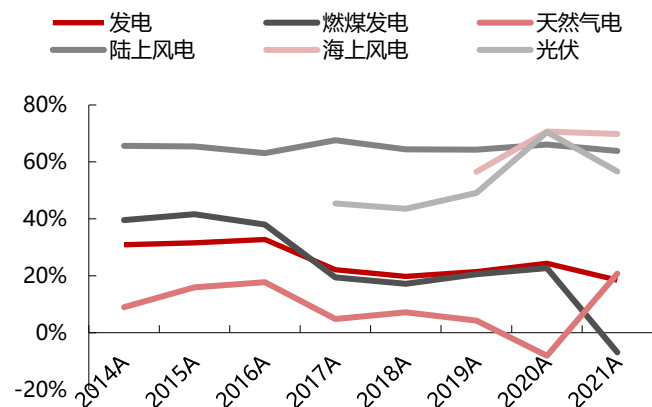
图12: 2021年福能股份风电营收占电力板块营收的20.7%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

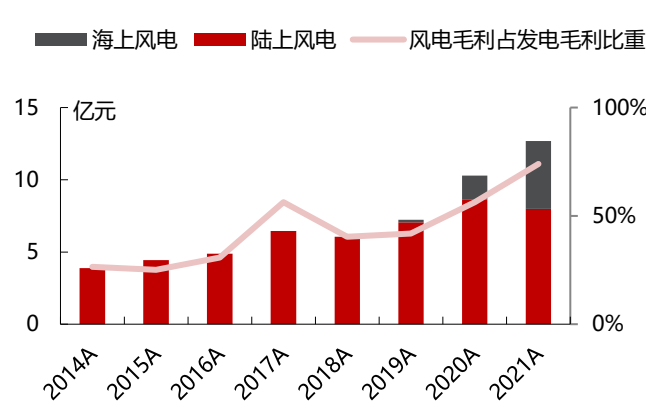
公司传统火电业务毛利率不断下行, 火电业务毛利率由 2014-2016 年的 26.0%、26.9%、27.0%下降到 2017 年的 11.8%, 此后一直维持在 15%以下, 疲弱的火电业务拖累整体发电业务毛利率。风电业务毛利基本在 60%以上, 2021 年风电业务实现毛利 12.68 亿元, 占公司发电业务的比重达到 74.0%, 随着高毛利的风电业务快速发展, 公司发电毛利率止住下行趋势并逐渐修复, 由 2018 年最低的 19.7%提升至 2020 年的 24.4%。2021 年受高煤价影响, 公司火电业务毛利率较 2020 年下滑 7.1pct 至 5.8%, 而发电业务整体毛利率下滑 5.9pct 至 18.5%, 降幅小于火电业务。

图13: 福能股份风电毛利率基本在 60%以上



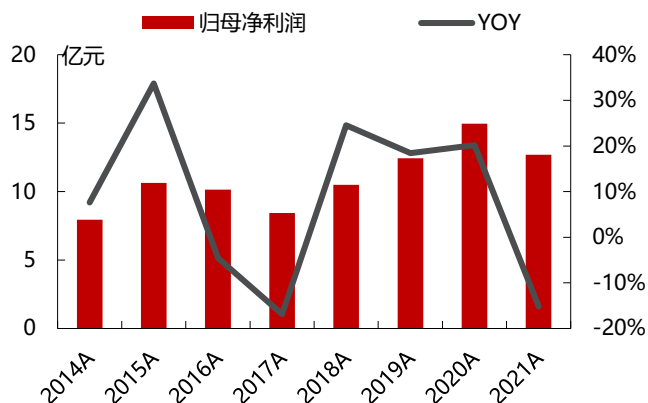
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2021 福能股份风电对发电毛利贡献达 74.0%

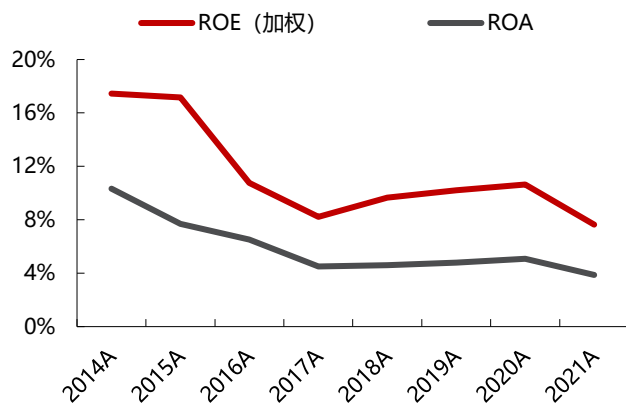


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

在火电疲弱的趋势下, 风电转型对公司业绩增厚明显。2014-2021 年, 公司归母净利润由 7.95 亿元提升至 12.68 亿元, 多年复合增长率达 6.9%。随着 2021 年完成抢装的海风项目进入正常运营阶段, 业绩有望继续提升。2017 年-2020 年公司 ROE 持续提升, 2020 年 ROE 达 10.6%, 回到 10%以上。2021 年受高煤价影响, 公司业绩出现下滑, ROE 随之下行, 回落到 7.6%。

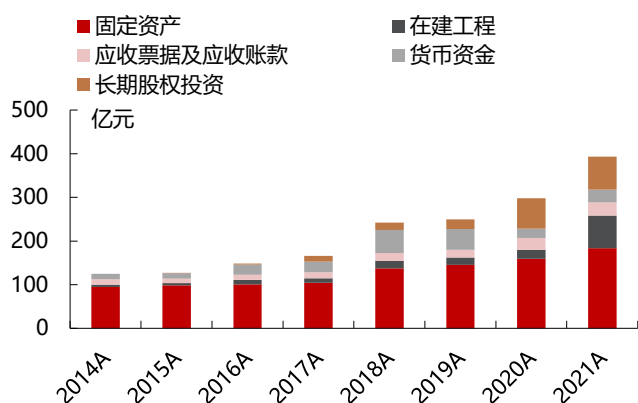
图15: 2021年福能股份归母净利润同比下降15.2%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

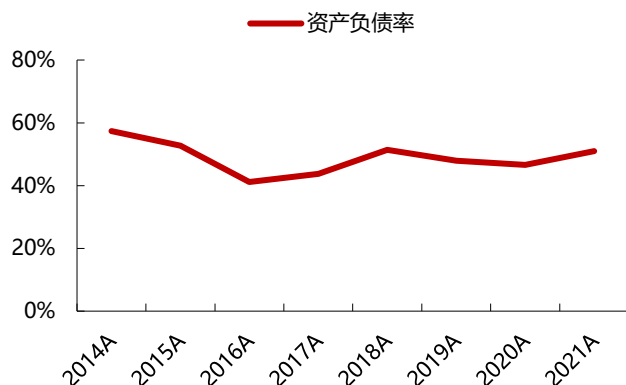
图16: 2021年福能股份ROE(加权)达7.6%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

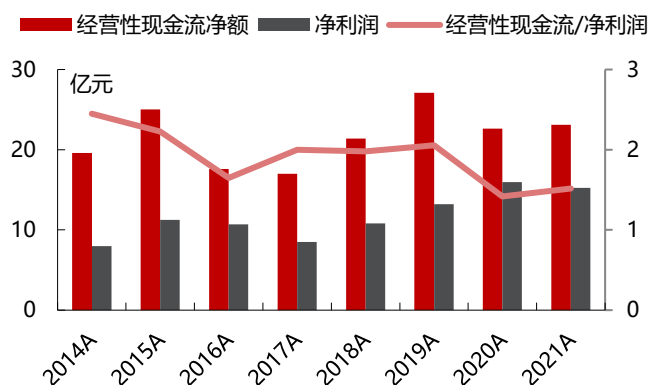
公司经营效率高, 资产负债率低位运行, 经营性现金流净额总体呈增长态势, 净现比保持在1.5以上, 良好的经营性现金流支持公司开发新项目的关键。

图17: 2014-2021年福能股份固定资产情况


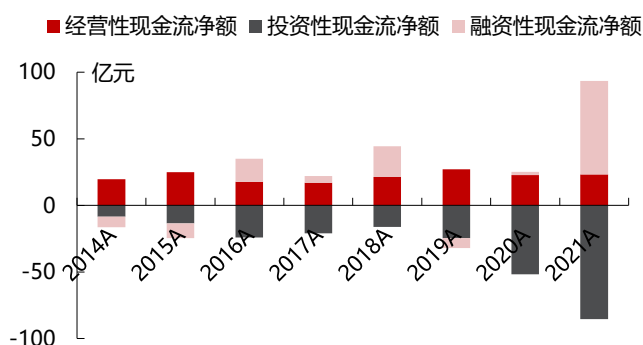
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 2021年福能股份资产负债率为51.0%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2021年福能股份净现比达1.52


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 2014-2021年福能股份现金流情况


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

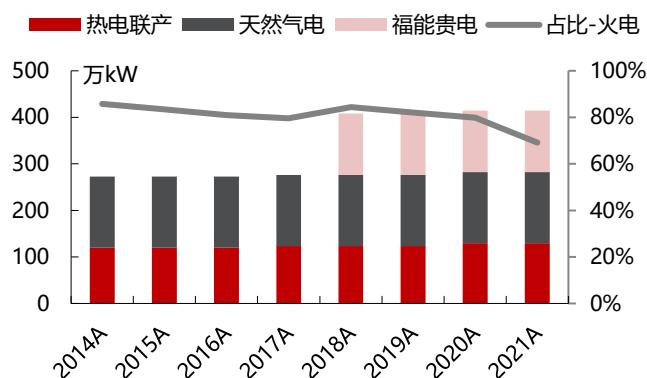
2 火电：源远流固，别具一格

火电板块稳健发展，是公司清洁能源转型路上重要的支撑。2017年，公司以4.60亿元竞购福能贵电（原：华润六枝）51%股权，一次性增加控股火电装机132万千瓦，并于2018年完成并表，是公司火电业务发展的一次重要跃升。截至2021年底，公司火电控股装机容量达414.41万千瓦，占公司总装机容量的69.1%。

2021年公司火电发电量占公司总发电量比重达82.5%，火电发电量从2014年的108.24亿千瓦时增长至2021年的161.43亿千瓦时，多年复合增长率达5.9%。若考虑到自2015年起晋江气电执行气电新政，2015年公司天然气电发电量为26.86亿千瓦时，同比下降37.1%，此后气电新政下公司天然气电机组年发电并未满发，2015年-2021年发电量复合增速达10.3%。

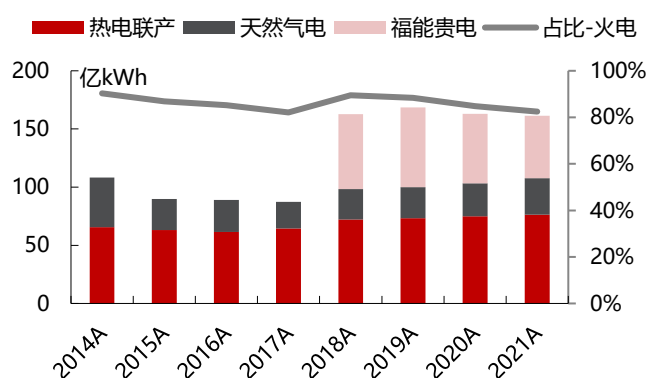
公司火电发电收入从2014年的41.70亿元增长至2021年的73.29亿元，占公司总发电收入的78.9%。

图21：2021年福能股份火电控股装机占比69.1%



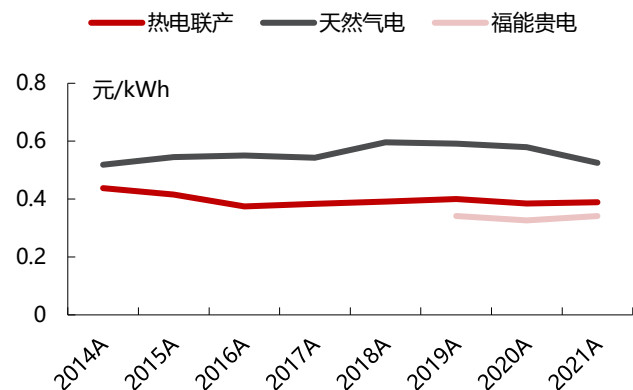
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：2021年福能股份火电发电量占比82.5%



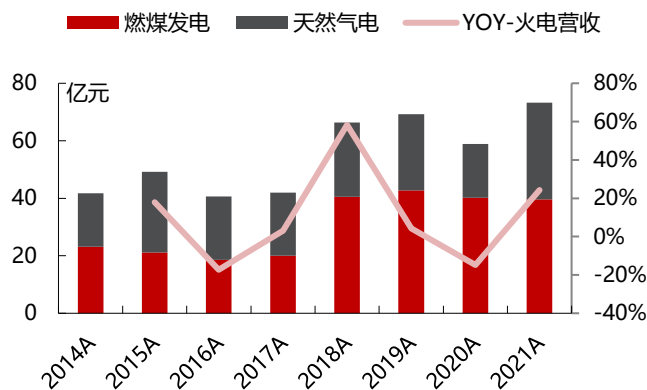
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：福能股份不同发电机组上网电价（含税）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：2021年福能股份火电营收占比78.9%

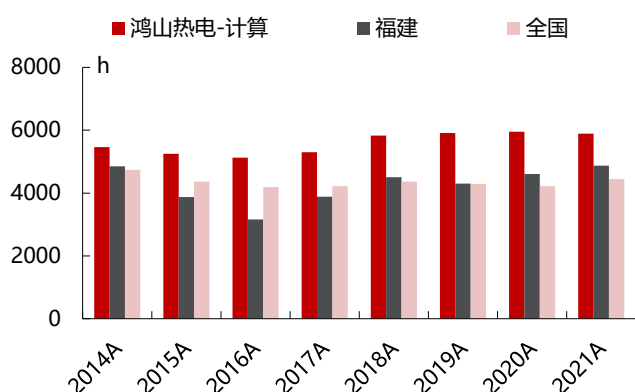


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.1 以热定电，煤热联动

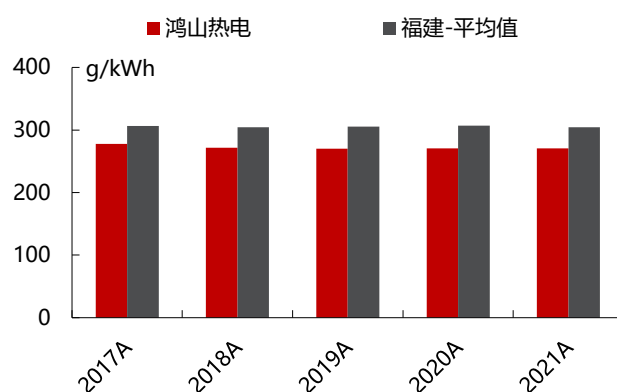
公司在福建省内的 129.61 万千瓦火电机组均为热电联产机组，鸿山热电是核心主体，现有两台 60 万千瓦超临界抽凝供热发电机组。电厂靠近当地热、电负荷中心，用热企业热量需求稳定，机组发电利用小时高、燃料利用率优于同等规模燃煤机组。2021 年鸿山热电机组利用小时数达 5894 小时，分别领先福建省、全国的火电设备平均发电利用小时 1017、1446 小时；供电标煤耗 270.62 克/千瓦时低于同类型燃煤火电机组 30 克/千瓦时以上。

图25：2021 年鸿山热电机组利用小时数达 5894 小时



资料来源：公司公告，Wind，国家能源局，民生证券研究院
注：鸿山热电利用小时=发电量/装机容量

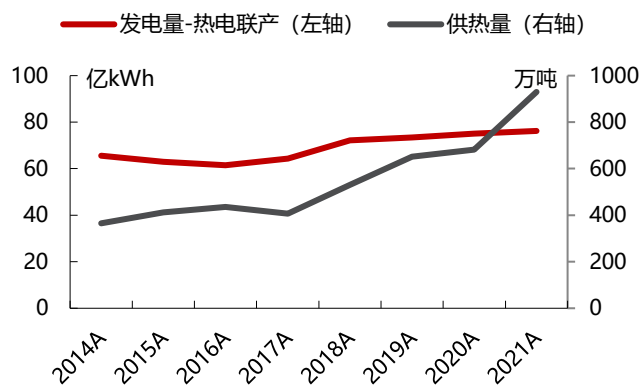
图26：2021 年鸿山热电供电标煤耗 270.62 克/千瓦时



资料来源：公司公告，民生证券研究院

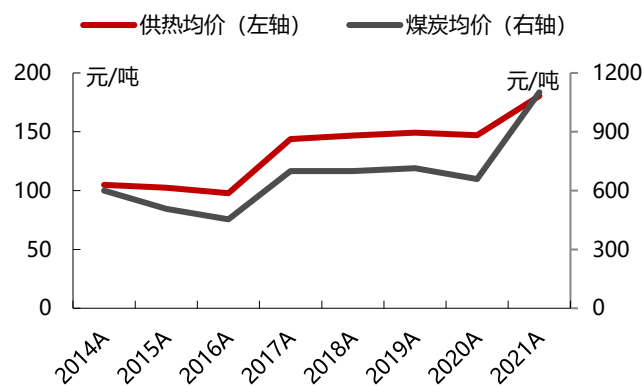
另一方面，公司热电联产机组执行“煤热联动”的热价政策。在燃煤成本上行时，可以上调供热价格疏导燃料成本。2021 年面对飙升的煤价，公司加大热量供给，完成供热 929.84 万吨，同比增长 36.5%。供热均价随着公司采购煤价成本上升而同步上调，2021 年公司供热均价 180.50 元/吨，同比增长 22.8%，有效抵消部分高煤价冲击。

图27：福能股份热电联产机组供热量与发电量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

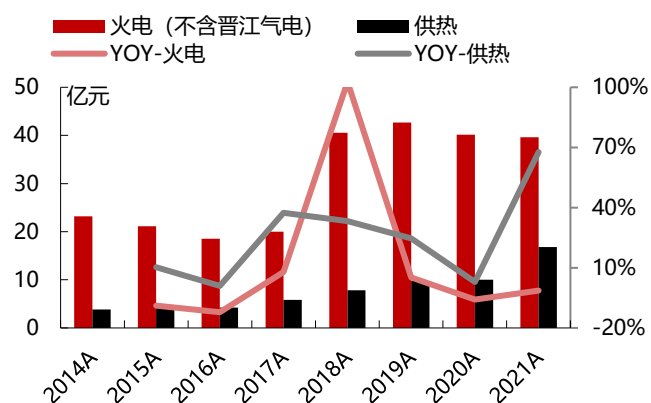
图28：福能股份热电联产机组供热均价与煤价联动



资料来源：福能集团债券募集说明书，民生证券研究院
注：煤炭均价为福能集团公布的煤炭内销价格

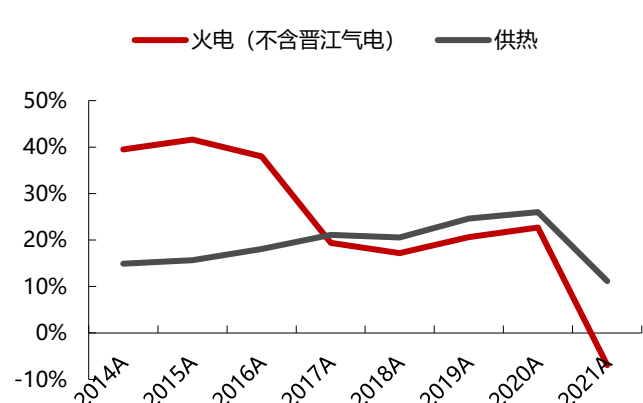
2021年燃煤发电收入39.61亿元，同比下降1.4%，供热业务营收16.78亿元，同比增长67.7%；燃煤发电毛利亏损2.73亿元，由盈转亏，供热业务实现毛利1.88亿元。供热收入增长有效抵了部分消煤炭价格上涨对发电业务的利润侵蚀，对热电联产毛利贡献不断加强，减少火电业绩亏损。

图29：2021年福能股份供热收入同比增长67.7%



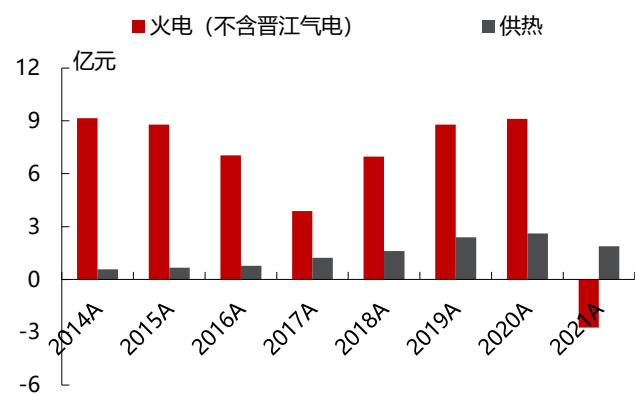
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2021福能股份供热毛利率达11.2%



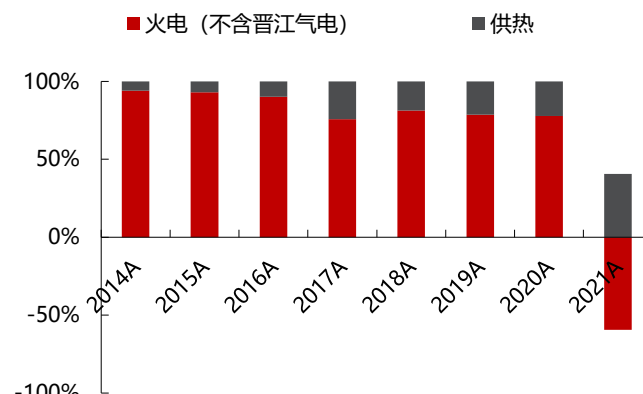
资料来源：wind，民生证券研究院

图31：2021年福能股份供热毛利1.88亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：福能股份供热对热电联产毛利贡献



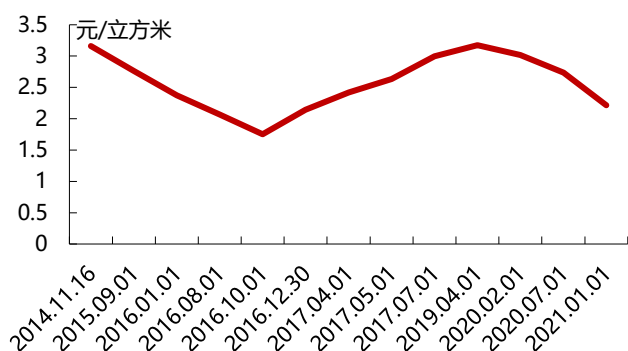
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 电量替代，旱涝保收

晋江气电收入主要由燃气发电、替代电量、燃气置换三部分构成。由于进口天然气价格较高，公司燃气发电部分实际上处于连年亏损状态，但是考虑到燃气机组承担省内电网调峰责任，福建发改委核准公司可以将部分发电权转让。实际上当前发电权转让的替代电量收入是公司气电板块的主要利润支撑。

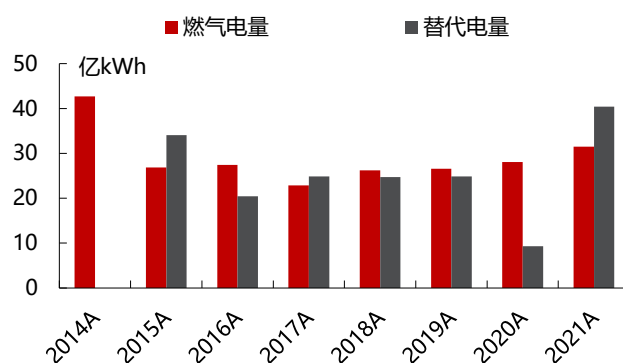
2020年公司气电板块业绩亏损主要是当年公司仅完成替代电量9.28亿千瓦时，同比下降62.7%，尚有替代电量12.92亿千瓦时当年未完成，测算减少替代

电量毛利 2.37 亿元，导致年度净利润亏损 1.53 亿元。2021 年公司完成替代电量 40.44 亿千瓦时（含 2020 年未完成结转电量），同比增长 335.7%，测算实现替代电量毛利 10.32 亿元，带动气电板块实现净利润 4.89 亿元，公司替代电量业务是增厚气电业绩的重要支撑。

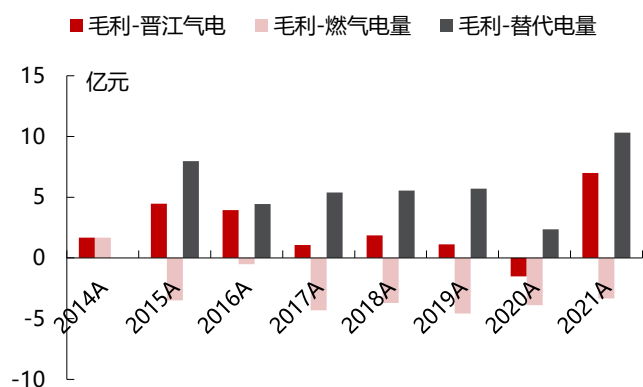
图33：福建发改委核准中海福建天然气公司印尼气价


资料来源：福建省发改委，民生证券研究院

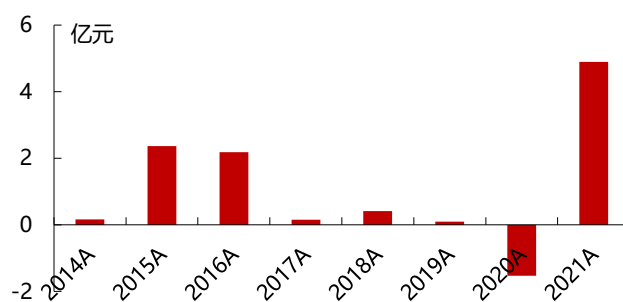
注：日期为核准价格执行首日

图34：2021 年晋江气电完成替代电量 40.44 亿千瓦时


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：2021 年晋江气电实现毛利 6.99 亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

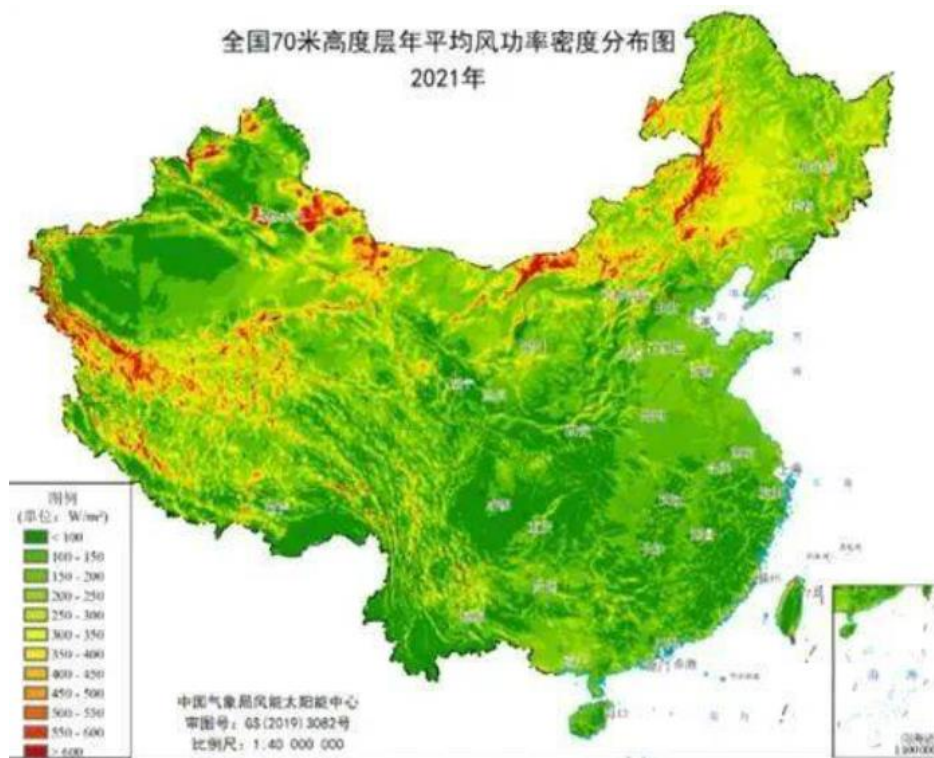
图36：2021 年晋江气电实现净利润 4.89 亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 风电：由陆向海，乘风破浪

福建省地处我国的东南沿海，省内主要山脉走向与台湾的中央山脉接近平行，台湾海峡狭管效应明显，特殊地理位置和海陆配置造就省内沿海与海上丰富的风力资源。据中国气象局风能太阳能中心的数据，2021年，全国70米高度平均风速均值约为5.5m/s。从空间分布看，除三北地区、西藏北部平均风速大于6.0m/s外，福建沿海的平均风速同样超过6.0m/s，高于山东、江苏等东部其他沿海省份。

图37：2021年全国70米高度层年平均风速分布（单位：m/s）



资料来源：中国气象局风能太阳能中心，民生证券研究院

表1：福建省各主要代表站各月平均风速

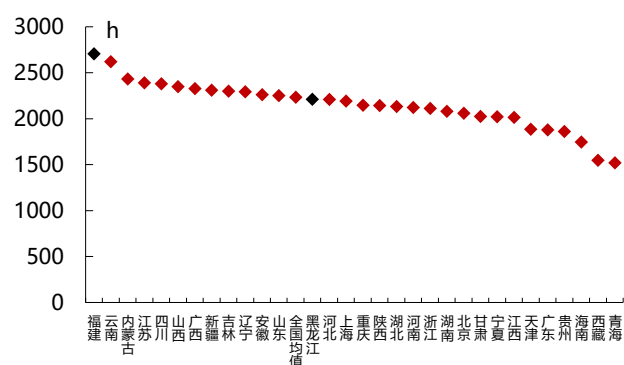
观测站	月份												年均	高度
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
漳浦	7.1	6.6	5.7	6.2	5.4	4.8	4.3	3.7	5.1	7.6	7.5	7.9	6.0	10m
石狮	6.1	6.7	5.3	5	3.9	5.8	5.6	4.8	7.1	7.9	7.5	7	6.1	10m
崇武	8	8	6.9	5.8	5.6	5.4	5.5	4.9	6.6	8.7	9.0	8.3	6.9	10m
莆田	7.1	7.4	6.5	5.4	5.2	4.8	5.5	5	5.2	7.6	8.1	7.4	6.3	10m
长乐	6.1	6	5.3	4.6	4.3	4.4	4.6	4.2	5.4	7	7.3	6.6	5.5	10m
平潭	7.6	7.5	6.6	5.8	5.4	5.5	5.8	5.3	6.7	8.7	9.1	8.2	6.9	10m
南日岛	9.2	9.7	7.4	6	6.5	5	6	4.7	8.4	9.8	12	9.1	7.8	10m

福瑶岛	7.3	7.5	7.2	6.9	6.4	7	8.4	7	8.1	8.1	8	7.8	7.5	10m
-----	-----	-----	-----	-----	-----	---	-----	---	-----	-----	---	-----	-----	-----

资料来源: CNKI, 福建省沿海风力资源特性分析-朱伟强, 民生证券研究院

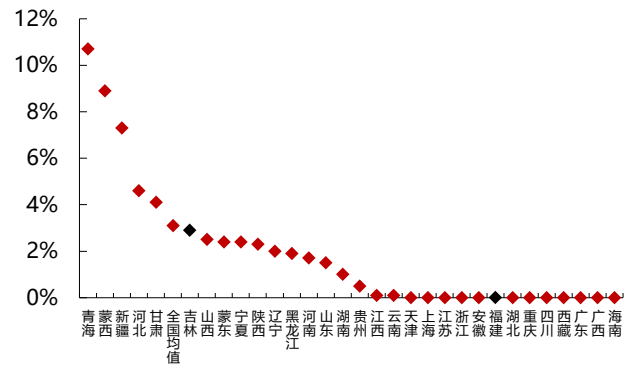
受益于全年较为稳定的来风, 福建省的风电利用小时数高于其他省份, 同时省内风电全额消纳, 无弃风现象, 弃风率远低于全国均值。2021 年, 福建省风电平均利用小时达 2703 小时, 较全国平均 2232 小时, 超出 471 小时, 利用小时数全国第一。

图38: 2021 年福建省风电利用小时达 2703 小时



资料来源: wind, 民生证券研究院

图39: 2021 年福建省风电弃风率为 0%



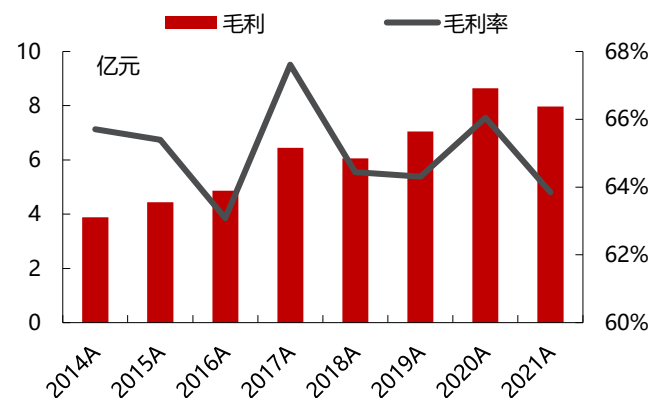
资料来源: wind, 民生证券研究院

3.1 风起于陆

公司风电业务起步于福能新能源的陆上风电场, 截至 2021 年公司已经投产 22 个陆上风电场, 除晋江金井 32MW 项目由晋江气电负责外, 其余项目均有福能新能源开发运营。随着公司确定由陆向海的风电开发战略, 陆风暂无新项目规划。

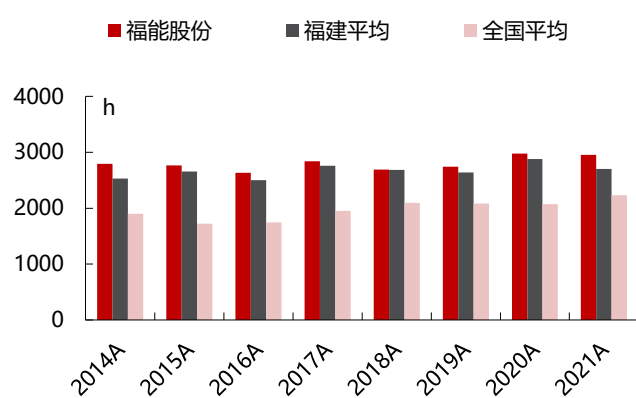
受益于投产较早, 公司陆风项目均享受补贴电价, 毛利率稳定维持在 65% 上下, 较高的毛利润已经成为公司业绩重要的支撑。同时, 风电场多布局在福建沿海, 项目利用小时高。2021 年公司风电平均利用小时数达 2951 小时, 较全国风电平均利用小时数高出 719 小时。

图40: 福能股份陆风毛利率维持在 65% 上下



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图41: 2021 年福能股份陆风利用小时数达 2951 小时



资料来源: wind, 国家能源局, 民生证券研究院

表2：福能股份已经投产陆上风电场情况

序号	项目名称	投产装机容量(MW)	时间
1	莆田石城风电场（一期）	40	2014年及之前
2	莆田石井风电场（一期）	40	2014年及之前
3	莆田石井风电场（二期）	14	2014年及之前
4	莆田东峤风电场	48	2014年及之前
5	莆田后海风电场（一期）	48	2014年及之前
6	莆田后海风电场（二期）	48	2014年及之前
7	莆田石城风电场（二期）	48	2014年及之前
8	惠安小岞风电场	12	2014年及之前
9	龙海隆教风电场	48	2014年及之前
10	龙海黄坑风电场	40	2014年及之前
11	仙游草山风电场	34.5	2014年及之前
12	龙海新村风电场项目	48	2015.09
13	莆田大蚶山风电场项目	48	2016.04
14	莆田石塘风电场项目	48	2016.10
15	龙海新厝风电场项目	47.5	2016.10
16	莆田坪洋风电场项目	30	2018.01
17	龙海港尾风电场项目	40	2018.05
18	永春外山风电场	20	2018.05
19	南安洋坪风电场	20	2019.04
20	莆田顶岩山风电场项目	48	2019.09
21	莆田潘宅风电场	85	2020.07
22	晋江金井风电场	32	2015年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：时间为公司公告风电场全部投产日

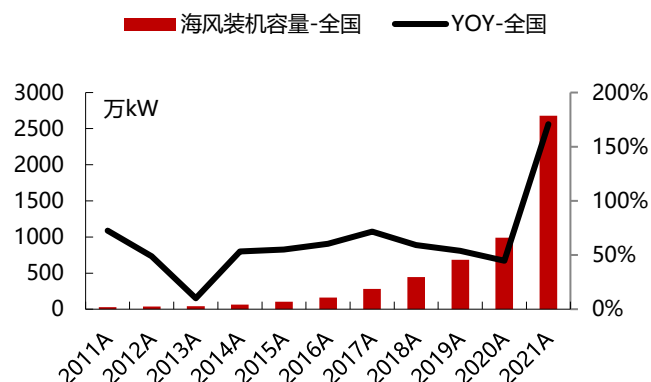
3.2 逐鹿海风

3.2.1 海风新机遇

2021年，全球海上风电新增装机 21.1GW，截至 2021 年底全球累计海上风电装机 57.2GW。而我国在经历“抢装潮”后，2021 年海上风电新增装机容量达 1690 万千瓦，同比增长 170.8%，截至 2021 年底全国累计海上风电装机容量达 2679.71 万千瓦。

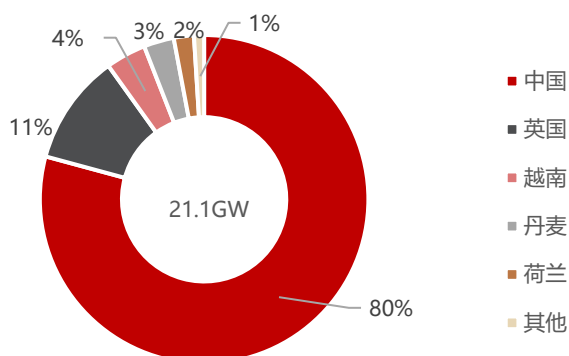
随着 2021 年三大海上风电项目成功投产，公司在运的海风装机容量达到 89.8 万千瓦。

图42: 2021年全国海风装机容量同比增长170.8%



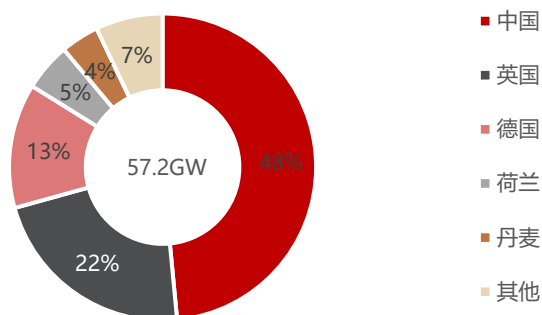
资料来源: 国家能源局, 中电联, 民生证券研究院

图43: 2021年各国新增海上风电装机占比



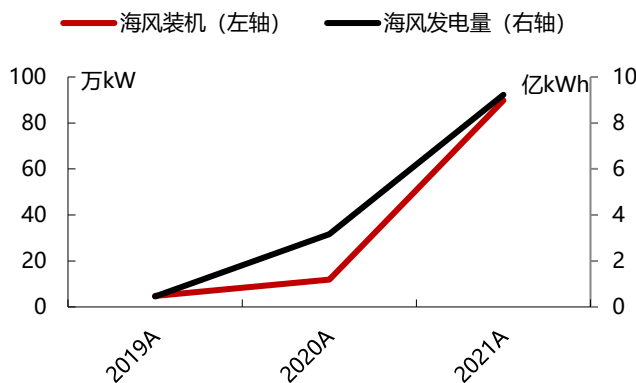
资料来源: 风能委员会 CWEA, 民生证券研究院

图44: 截至2021年底各国海上风电累计装机占比



资料来源: 风能委员会 CWEA, 民生证券研究院

图45: 2021年福能股份海风装机达到89.8万千瓦



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

《“十四五”可再生能源发展规划》提出，推动山东半岛、长三角、闽南、粤东、北部湾等千万千瓦级海上风电基地开发建设，发展海上风电集群。在顶层设计下，沿海多省市陆续出台“十四五”海上风电规划及支持政策。不完全统计，“十四五”期间，全国沿海省份海上风电规划总装机容量接近100GW，海上风电发展前景广阔。

表3: 部分沿海省市“十四五”期间海上风电规划

省份	政策文件	规划内容
天津	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》	海陆并举，加快推进远海90万千瓦海上风电项目前期准备工作。
山东	《2022年全省能源工作指导意见》	组织实施山东省海上风电发展规划，规划总规模3500万千瓦。重点推进渤中、半岛南500万千瓦以上项目开工建设，建成并网200万千瓦。争取760万千瓦场址纳入国家深远海海上风电规划。
江苏	《江苏省“十四五”海上风电规划》	规划海上风电场址共28个，规模909万千瓦。
浙江	《浙江省电力发展“十四五”规划（征求意见稿）》	打造3个以上百万千瓦级海上风电基地，新增海上风电装机455万千瓦。
福建漳州	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	按照竞争配置规则、持续有序推进规模化集中连片海上风电开发，重

	划》	点推进福州、宁德、莆田、漳州、平潭等资源较好地区的海上风电项目，稳妥推进深远海风电项目，“十四五”期间增加并网装机 410 万千瓦，新增开发省管海域海上风电规模约 1030 万千瓦，深远海示范化开发 480 万千瓦。
广东	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	到 2025 年底，全省海上风电累计建成达到 1800 万千瓦，其中新增 1400 万千瓦，在全国率先实现平价并网。争取在“十四五”期间，粤东千万千瓦级海上风电基地开工建设 1200 万千瓦，其中建成投产 600 万千瓦；粤西千万千瓦级海上风电基地开工建设 1000 万千瓦，其中建成投产 500 万千瓦。
海南	《“十四五”海上风电规划》	“十四五”期间规划 11 个场址作为近期重点项目，总开发容量为 1230 万千瓦。
广西		国家能源局先期批复全区海上风电规划装机容量 750 万千瓦。

资料来源：各省政府网站，北极星电力网，民生证券研究院

2017 年国家能源局复函福建省发改委，同意福建省总规模 1330 万千瓦海上风电规划，包括福州、漳州、莆田等所辖海域 17 个风电场。《福建省“十四五”能源发展专项规划》进一步明确，“十四五”期间福建将增加并网装机 410 万千瓦，新增开发省管海域海上风电规模约 1030 万千瓦，深远海示范化开发 480 万千瓦。

表4：福建省近、中期海风发展规划

规划阶段	序号	城市	项目名称	规划面积/平方公里	规划容量/万千瓦
近期	1	宁德	宁德霞浦 I 区	218	180
	2	宁德	宁德霞浦 F 区	19	15
	3	宁德	宁德霞浦 H 区	119	100
	4	宁德	宁德霞浦 J 区	32	25
	5	宁德	宁德霞浦 K 区	53	45
	6	宁德	福鼎 A 区	61	50
	7	宁德	福鼎 B 区	161	140
	8	福州	长乐文武	30	30
	9	福州	长乐 B 区 (调整)	10	10
	10	福州	长乐外海 D、E 区	36	30
	11	福州	长乐外海 I 区	72	60
	12	福州	长乐外海 J 区	78	65
	13	福州	长乐外海 K 区	63	55
	14	福州	连江外海 (调整)	80	70
	15	福州	检测试验风场	\	\
	16	福州	兴化湾 C	10	10
	17	福州	马祖岛外	37	30
	18	平潭	平潭 A 区	51	45
	19	平潭	平潭 B 区	48	45
	20	平潭	平潭草屿 (调整)	35	30
	21	莆田	平海湾 C 区 (调整)	10	10
	22	莆田	南日岛 C 区 (调整)	32	30
	23	莆田	莆田湄洲湾外海风电场	43	40
	24	莆田	前田大麦屿 (调整)	18	15

	25	漳州	漳州六鳌 H 区	44	40
	26	漳州	漳州诏安 A 区	116	100
	合计			1475	1270
中期	1	宁德	宁德深水 A 区	94	80
	2	宁德	宁德深水 B 区	89	80
	3	宁德	宁德深水 C 区	122	110
	4	宁德	宁德深水 D 区	97	85
	5	漳州	漳州六鳌 I 区	89	80
	6	漳州	漳州六鳌 J 区	139	120
	7	漳州	漳州诏安 B 区	76	65
	合计			706	620
总结				2181	1890

资料来源：福建省发改委，民生证券研究院

3.2.2 平价倒逼成本下行

2019 年 5 月国家发改委印发《关于完善风电上网电价政策的通知》(发改价格〔2019〕882 号)，2019 年符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年调整为每千瓦时 0.75 元；对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。由于公司三个海风均在 2021 年年底之前并网，仍享受补贴电价。

表5：海上风电上网电价 (元/kWh)

政策文件	主要内容	海上风电	
		近海	潮带间
发改价格〔2014〕1216 号	2014.06-2017 标杆电价	0.85	0.75
发改价格〔2016〕2729 号	20018 年标杆电价	0.85	0.75
发改价格〔2019〕882 号	2019 年指导价	0.80	不得高于指导价
		0.75	

资料来源：国家发改委，北极星风电网，民生证券研究院

自 2022 年开始，海风上网电价全面进入平价时代，根据国际可再生能源署的数据，2010-2020 年，海上风电 LCOE 下降幅度达到 48%，低于光伏、陆上风电成本下降幅度。随着工程建设能力的提升以及更大容量风电机组的开发，海风建设成本存在进一步下降空间。

表6：2010-2020 年，海上风电 LCOE 下降幅度达到 48%

	总安装成本			利用率			LCOE		
	(2020 USD/kW)			%			(2020 USD/kW)		
	2010	2020	变动	2010	2020	变动	2010	2020	变动
光伏	4731	883	-81%	14	16	17%	0.381	0.057	-85%
陆上风电	1971	1355	-31%	27	36	31%	0.089	0.039	-56%
海上风电	4706	3185	-32%	38	40	6%	0.162	0.084	-48%

资料来源：国际能源署，民生证券研究院

目前,广东、山东、浙江三省均明确了海上风电“省补”政策,提高运营商的投资积极性。虽然福建尚未公布本省的海风“省补”政策,但从海风开发成本来看,得益于丰富的风力资源,风电机组利用小时高等优势,福建度电开发成本低于东部沿海其他省市。

表7: 部分省市海上风电度电成本 (2019年)

省市	单位造价 (元/kW)	等效利用小时 (h)	度电成本 (元/kWh)
江苏	14500-16500	2500-3000	0.538-0.645
上海	15000-16500	2800-3000	0.596-0.656
浙江	15500-16500	2600-2800	0.616-0.706
广东	16500-17500	2800	0.656-0.695
福建	17500-18500	3500-4000	0.487-0.588

资料来源: CNKI, “十四五”中国海上风电发展关键问题, 民生证券研究院

表8: 部分省份对海上风电“省补”政策

省份	省补政策
广东	<ul style="list-style-type: none"> 2022年起,省财政对省管海域未能享受国家补贴的项目进行投资补贴,项目并网价格执行我省燃煤发电基准价(平价); 补贴范围为2018年底前已完成核准、在2022年至2024年全容量并网的省管海域项目,对2025年起并网的项目不再补贴; 补贴标准为2022年、2023年、2024年全容量并网项目每千瓦分别补贴1500元、1000元、500元。
山东	<ul style="list-style-type: none"> 对2022—2024年建成并网的“十四五”海上风电项目,省财政分别按照每千瓦800元、500元、300元的标准给予补贴,补贴规模分别不超过200万千瓦、340万千瓦、160万千瓦; 2023年底前建成并网的海上风电项目,免于配建或租赁储能设施。允许发电企业投资建设配套送出工程,由电网企业依法依规回购,推动项目早建成、早投产。
浙江	<ul style="list-style-type: none"> 海上风电上网电价暂时执行全省燃煤发电基准价; 2022年和2023年,全省享受海上风电省级补贴规模分别按60万千瓦和150万千瓦控制、补贴标准分别为0.03元/千瓦·时和0.015元/千瓦·时; 以项目全容量并网年份确定相应的补贴标准,按照“先建先得”原则确定享受省级补贴的项目,直至补贴规模用完; 项目补贴期限为10年,从项目全容量并网的第二年开始,按等效年利用小时数2600小时进行补贴; 2021年底前已核准项目,2023年底未实现全容量并网将不再享受省级财政补贴。

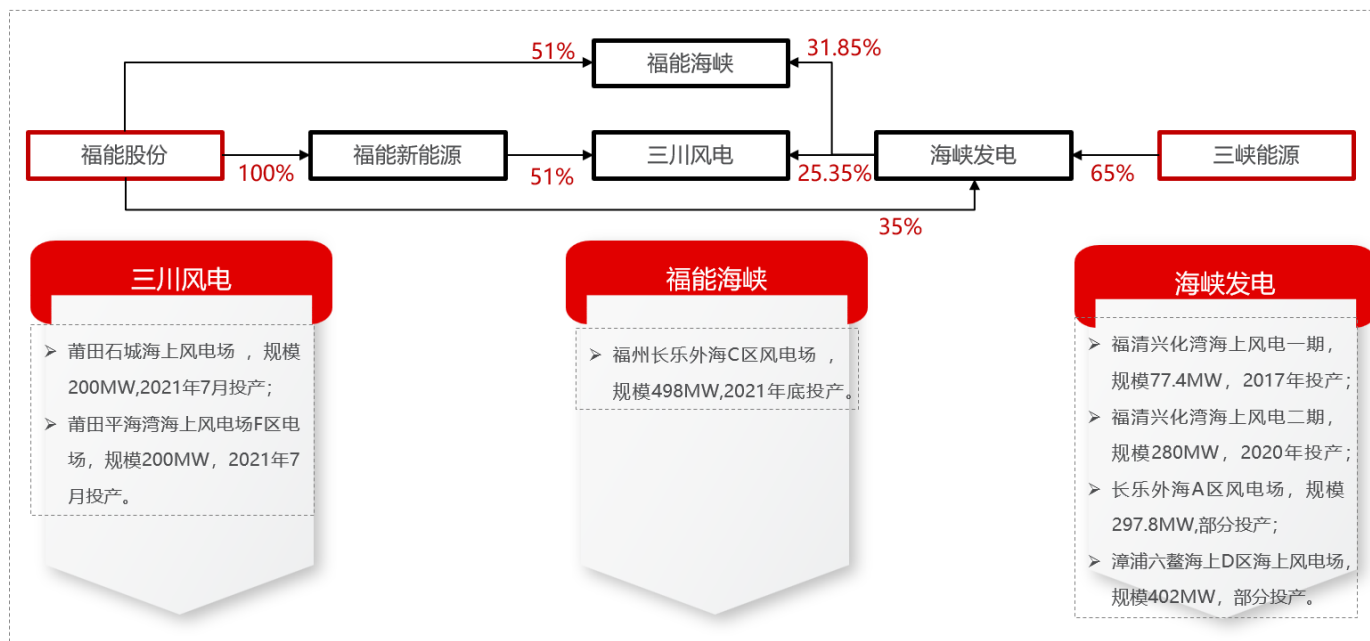
资料来源: 政府网站, 民生证券研究院

3.2.3 携手三峡, 优势互补

2015年,公司控股股东福能集团与三峡集团公司签订《项目合作框架协议》,双方将共同开发福能集团已获取的100万千瓦海上风电资源,同时双方共同负责向福建省另外争取200万千瓦海上风电资源。三峡能源作为国内海上风电领域的先行者技术储备雄厚,福能股份凭借区位优势,双方在海风资源获取与运营上强强合作、高效互补。

公司控股的三川风电负责开发建设莆田平海湾F区海上风电场和莆田石城海上风电场,总装机规模40万千瓦;福能海峡负责开发福州长乐外海C区海上风电场,总装机规模49.8万千瓦。

图46：福能股份与三峡能源交叉持股与项目开发情况

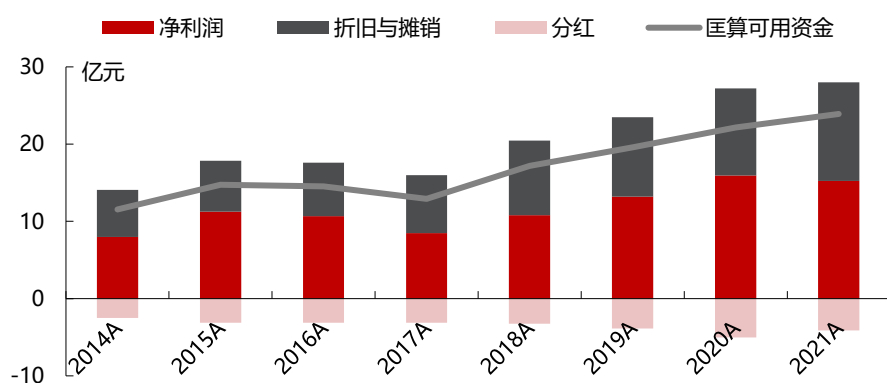


资料来源：公司公告，三峡能源招股说明书，民生证券研究院

随着福建省海上风电规划目标明确，公司凭借自身区位优势与控股股东能源集团的支持，未来海上风电项目量有望持续提升。根据净利润、折旧与摊销、分红，匡算公司每年的可供支配现金流，2021年匡算可用现金流23.9亿元。假设这部分资金不参与偿还债务，全部用于投资海风项目，假设海风项目平均造价10000元/千瓦。考虑最大化杠杆和参考公司现有资产负债率两种情况：

- 资本金比例20%：对应海风装机规模120万千瓦；
- 资本金比例40%：对应海风装机规模60万千瓦。

图47：2021年福能股份匡算可用现金流23.9亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

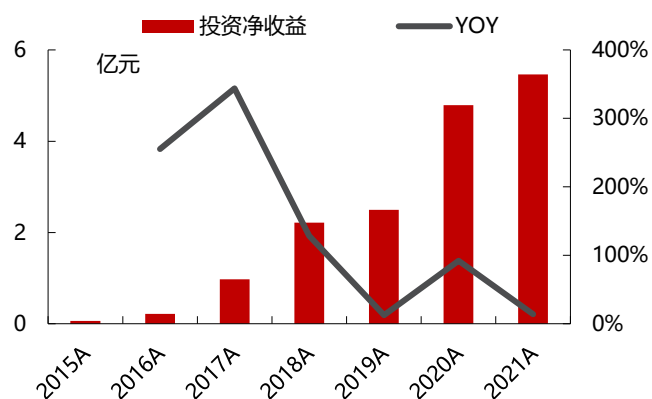
4 投资收益：稳中有进

在主营业务之外，公司积极进行同业投资，拓展业务版图，增厚业绩。公司的投资净收益从 2015 年的 0.06 亿元增长至 2021 年的 5.47 亿元，多年复合增长率达 111.2%，对公司利润总额的贡献也由 0.4% 提高至 32.7%。

2021 年公司投资收益主要来自宁德核电（持股 10%）2.32 亿元、海峡发电（持股 35%）1.74 亿元，国能石狮（持股 49%）0.79 亿元、华润温州（持股 20%）0.30 亿元。国能泉州（持股 23%）同受限于煤炭价格高涨带来的业绩下滑，全年仅贡献投资收入 99.6 万元，2020 年同期投资收益 1.26 亿元。

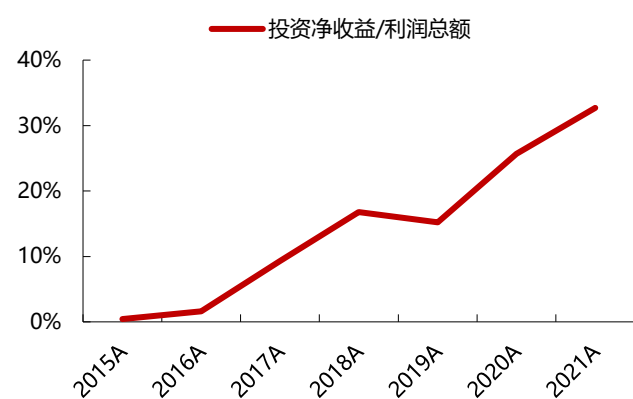
随着三峡能源海峡发电海风项目的陆续投产，预计海峡发电将持续贡献高额投资收益；同时若燃煤价格得以管控，投资的火电企业有望进一步提振公司业绩。

图48：2021 年福能股份投资净收益 5.47 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图49：2021 年福能股份投资净收益占利润总额的 32.7%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与业务拆分

对于公司主营业务的盈利预测,可分为火电、风电两大板块;其中,火电板块包括供电、供热等几个子项目。

5.1.1 火电

对于公司 2022-2025 年火电板块的营收预测,做以下几点假设:

- 新增装机: 2022-2025 年,火电保持现有装机容量;
- 利用小时: 参考历史发电利用小时数,以及多年平均发电量;
- 上网电价: 维持目前的电价水平,略有上浮。

由此得到公司 2022-2025 年火电板块业务的收入预测如下:

表9: 2022-2025 年福能股份火电板块营业收入预测

主营-火电	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
装机容量-控股 (万 kW)	408.41	414.41	414.41	414.41	414.41	414.41	414.41
发电量 (亿 kWh)	168.52	162.90	161.44	161.49	161.49	161.49	161.49
厂用电率	5.58%	5.67%	5.85%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%
上网电量 (亿 kWh)	159.11	153.67	152.00	152.31	152.31	152.31	152.31
利用小时-平均 (h)	4126	3931	3896	3897	3897	3897	3897
上网电价-平均 (元/kWh 含税)	0.408	0.399	0.401	0.411	0.411	0.411	0.411
供热量 (万 t)	651.95	681.22	929.84	945.00	945.00	945.00	945.00
供热单价-平均 (元/t, 含税)	162.95	160.18	196.75	197.31	197.31	197.31	197.31
增值税税率	13.8%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
营业收入 (亿元)	78.93	68.96	90.08	82.37	82.37	82.37	82.37
营业成本 (亿元)	66.62	58.75	83.95	80.19	78.03	78.03	78.03
毛利 (亿元)	12.31	10.21	6.13	2.18	4.34	4.34	4.34
毛利率	15.60%	14.81%	6.81%	2.64%	5.27%	5.27%	5.27%

资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院预测

5.1.2 风电

对于公司 2022-2025 年风电板块的营收预测,做以下几点假设:

- 新增装机: 2022-2025 年,陆风保持装机容量,海风装机每年新增 0、30、80、90 万千瓦;
- 利用小时: 当年新增装机全部按照 1/6 年均利用小时折算;
- 上网电价: 考虑新增装机快速增长、平价进程和市场化交易,上网电价逐年下降。

由此得到公司 2022-2025 年风电板块业务的收入预测如下:

表10: 2022-2025 年福能股份风电板块营业收入预测

主营-风电	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
控股装机容量 (万 kW)	85.00	100.60	180.90	180.90	210.90	290.90	380.90
发电量 (亿 kWh)	21.67	28.75	33.75	56.94	59.19	76.44	113.19
厂用电率	2.04%	1.95%	2.06%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
上网电量 (亿 kWh)	21.23	28.19	33.05	55.80	58.00	74.91	110.92
利用小时-平均 (h)	2550	2858	1865	3147	2806	2628	2972
上网电价-平均 (元/kWh, 含税)	0.604	0.618	0.659	0.732	0.717	0.632	0.532
增值税税率	13.8%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
营业收入 (亿元)	11.28	15.40	19.24	36.17	36.83	41.86	52.21
营业成本 (亿元)	4.05	5.12	6.55	11.78	13.13	15.92	20.87
毛利 (亿元)	7.23	10.28	12.68	24.39	23.69	25.94	31.34
毛利率	64.08%	66.74%	65.94%	67.43%	64.34%	61.97%	60.03%

资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院预测

综上, 加上纺织业务、其他业务、投资收益的测算, 得到公司 2022-2025 年盈利预测:

表11: 2022-2025 年福能股份盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	99.45	95.57	120.77	138.04	139.00	144.35	155.02
YOY	6.32%	-3.90%	26.37%	14.29%	0.70%	3.85%	7.40%
营业成本 (亿元)	78.72	72.75	100.08	100.09	99.50	102.51	107.70
YOY	4.66%	-7.58%	37.58%	0.00%	-0.59%	3.03%	5.06%
毛利润 (亿元)	20.74	22.83	20.69	37.95	39.50	41.84	47.33
YOY	13.14%	10.08%	-9.36%	83.43%	4.09%	5.91%	13.11%
毛利率	20.85%	23.88%	17.13%	27.49%	28.42%	28.99%	30.53%
净利润 (亿元)	13.20	15.96	15.25	30.13	32.06	33.65	36.93
YOY	21.94%	20.91%	-4.40%	97.53%	6.42%	4.96%	9.75%
净利率	13.27%	16.69%	12.63%	21.83%	23.07%	23.31%	23.83%
归母净利润 (亿元)	12.44	14.95	12.68	25.01	27.57	29.28	33.24
EPS (元)	0.80	0.85	0.65	1.28	1.41	1.50	1.70

资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院预测

注: 2019-2021 年使用 EPS (摊薄)

5.2 估值分析

5.2.1 相对估值

选取新能源运营商龙源电力、三峡能源、江苏新能, 火电业务转型新能源的申能股份、吉电股份 5 家可比上市公司, 对应 2022 年 PE 均值为 18.0 倍。参考公司历史估值, 给予公司 2022 年 12.0 倍 PE, 对应目标价 15.36 元。

表12: 可比公司 PE 估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600483.SH	福能股份	12.25	0.65	1.28	1.41	1.50	19.2	9.7	8.8	8.3

可比公司	均值	34.2	18.0	15.6	13.6				
600905.SH 三峡能源	6.49	0.20	0.30	0.33	0.37	32.9	21.6	19.6	17.6
001289.SZ 龙源电力	22.50	0.77	1.03	1.14	1.18	29.4	21.9	19.7	19.0
600642.SH 申能股份	5.96	0.33	0.70	0.73	0.80	17.8	8.5	8.2	7.4
603693.SH 江苏新能	19.43	0.45	1.17	1.34	1.75	43.2	16.6	14.5	11.1
000875.SZ 吉电股份	7.62	0.16	0.36	0.48	0.60	47.6	21.2	15.9	12.7

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

注：三峡能源、龙源电力、申能股份 EPS 采用相关深度报告，江苏新能、吉电股份 EPS 采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 07 月 19 日。

图50：近3年福能股份 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

5.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值，关键假设如下，参考 10 年期国债的收益率，考虑到利率波动，出于审慎性原则，无风险利率假定为 3.50%；近三个月公司 β 系数介于 0.72-0.85 之间， β 系数假定为 0.8。

测算得到公司每股价值为 15.37 元，对应 2022 年 PE 为 12.0 倍。

表13：福能股份 DCF 假设参数

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	3.50%	风险溢价 (Rm-Rf)	7.00%
公司 β 系数	0.8	Ke	9.10
Kd	4.65%	T	9.00%
E/ (D+E)	53.61%	D/ (D+E)	46.39%
WACC	6.84	永续增长率	2.00%

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

表14：福能股份估值敏感性分析表

永续增长率	WACC						
	6.54%	6.64%	6.74%	6.84%	6.94%	7.04%	7.14%
1.70%	15.59	15.12	14.67	14.25	13.83	13.44	13.06
1.80%	16.00	15.51	15.05	14.61	14.18	13.77	13.37
1.90%	16.43	15.93	15.44	14.98	14.54	14.11	13.71
2.00%	16.88	16.35	15.85	15.37	14.91	14.47	14.05
2.10%	17.35	16.80	16.28	15.78	15.30	14.85	14.41

2.20%	17.84	17.27	16.73	16.21	15.71	15.23	14.78
2.30%	18.35	17.76	17.19	16.65	16.13	15.64	15.16

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

5.3 投资建议

公司热电联产，煤热联动有效抵消部分高煤价冲击，相比传统火电机组，抗压能力更强。近年来，公司积极转型风电业务，凭借自身区位优势，携手三峡迎难而上。投资收益稳中有进，为公司业绩锦上添花。预计公司 22/23/24 年 EPS 分别为 1.28/1.41/1.50 元，对应 2022 年 7 月 19 日收盘价 PE 分别 9.7/8.8/8.3 倍。给予公司 2022 年 12 倍 PE，目标价 15.36 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 宏观经济承压降低用电需求: 电力工业作为国民经济运转的支柱之一, 供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响。发电企业经营状况与经济周期的相关性较高, 经济下行周期将可能导致全社会用电需求减少, 降低公司发电设备利用小时数, 影响公司的盈利能力。

2) 燃料价格上涨提高运营成本: 公司发电设备基本由燃煤机组和燃气机组构成, 煤炭及天然气价格波动对公司营业成本影响较大; 煤炭去产能政策造成供应大幅下降, 优质产能的释放进度落后, 且环保限产进一步压制了煤炭供应, 导致了电煤价格难以得到有效控制。

3) 自然条件变化: 风电、光伏发电情况与风力、光照等自然因素直接相关, 若项目所在地自然条件发生不利变化, 将导致发电量下降。

4) 电量消纳不足: 当电网的调峰能力不足、消纳能力有限或送出通道受限, 可能导致产生弃风限电、弃光限电, 影响上网电量。

5) 补贴发放延迟: 可再生能源补贴发放周期较长, 导致应收账款规模逐年增大, 如不能及时回收将影响经营现金流。

6) 设备价格上涨: 大规模抢装导致风电、光伏设备短期内供不应求, 推动设备价格快速上涨, 将影响新建项目的收益率。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,077	13,804	13,900	14,435
营业成本	10,008	10,009	9,950	10,251
营业税金及附加	76	110	111	115
销售费用	34	55	56	58
管理费用	238	276	278	289
研发费用	71	69	69	72
EBIT	1,720	3,285	3,436	3,650
财务费用	509	655	567	624
资产减值损失	-62	-100	-100	-100
投资收益	547	698	710	769
营业利润	1,702	3,306	3,558	3,776
营业外收支	-31	5	5	5
利润总额	1,672	3,311	3,563	3,781
所得税	146	298	356	416
净利润	1,525	3,013	3,206	3,365
归属于母公司净利润	1,268	2,501	2,757	2,928
EBITDA	3,019	4,611	4,872	5,308

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,915	4,000	4,000	4,000
应收账款及票据	3,011	3,418	3,441	3,574
预付款项	229	200	199	205
存货	529	448	445	462
其他流动资产	488	528	529	536
流动资产合计	7,173	8,594	8,614	8,776
长期股权投资	7,585	8,183	8,782	9,380
固定资产	18,324	24,390	26,002	31,591
无形资产	471	447	422	398
非流动资产合计	36,812	36,593	38,766	44,916
资产合计	43,985	45,187	47,380	53,692
短期借款	1,830	4,362	6,147	9,047
应付账款及票据	2,720	2,701	2,685	2,766
其他流动负债	1,616	1,702	1,702	1,720
流动负债合计	6,165	8,765	10,534	13,533
长期借款	14,148	10,148	8,148	10,148
其他长期负债	2,108	2,108	2,108	935
非流动负债合计	16,255	12,255	10,255	11,082
负债合计	22,421	21,020	20,789	24,615
股本	4,195	4,195	4,195	4,195
少数股东权益	3,875	4,388	4,836	5,274
股东权益合计	21,564	24,167	26,591	29,077
负债和股东权益合计	43,985	45,187	47,380	53,692

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.37	14.29	0.70	3.85
EBIT 增长率	-13.73	90.99	4.61	6.22
净利润增长率	-15.18	97.18	10.26	6.18
盈利能力 (%)				
毛利率	17.13	27.49	28.42	28.99
净利润率	12.63	21.83	23.07	23.31
总资产收益率 ROA	2.88	5.53	5.82	5.45
净资产收益率 ROE	7.17	12.64	12.68	12.30
偿债能力				
流动比率	1.16	0.98	0.82	0.65
速动比率	1.04	0.91	0.76	0.60
现金比率	0.47	0.46	0.38	0.30
资产负债率 (%)	50.97	46.52	43.88	45.84
经营效率				
应收账款周转天数	90.70	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	19.29	20.00	20.00	20.00
总资产周转率	0.27	0.31	0.29	0.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	1.28	1.41	1.50
每股净资产	9.05	10.12	11.13	12.18
每股经营现金流	1.18	2.08	2.31	2.49
每股股利	0.21	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	19	10	9	8
PB	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.41	8.22	7.74	7.80
股息收益率 (%)	1.69	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,525	3,013	3,206	3,365
折旧和摊销	1,299	1,327	1,436	1,659
营运资金变动	-487	-373	-142	-167
经营活动现金流	2,313	4,075	4,517	4,872
资本开支	-6,435	-495	-2,995	-7,195
投资	-2,801	-608	-608	-608
投资活动现金流	-8,536	-405	-2,893	-7,034
股权募资	564	0	0	0
债务募资	7,671	-1,468	-215	3,726
筹资活动现金流	7,038	-2,585	-1,624	2,162
现金净流量	814	1,085	-0	0

插图目录

图 1: 福能股份股权结构 (1Q22)	3
图 2: 福能股份主要控股、参股公司情况	4
图 3: 2021 年福能股份装机容量 599.33 万千瓦	5
图 4: 2021 年福能股份清洁能源装机占比达到 56.3%	5
图 5: 2014-2021 年福能股份发电量 CAGR 达 7.3%	5
图 6: 2014-2021 年福能股份供热量 CAGR 达 14.3%	5
图 7: 2021 年福能股份营业收入同比增长 26.4%	6
图 8: 2021 年福能股份供电业务占比达 78.6%	6
图 9: 2021 年福能股份风电装机 180.9 万千瓦	6
图 10: 2021 年福能股份风电发电量达 33.75 亿千瓦时	6
图 11: 2021 年福能股份风电营收 19.24 亿元	7
图 12: 2021 年福能股份风电营收占电力板块营收的 20.7%	7
图 13: 福能股份风电毛利率基本在 60%以上	7
图 14: 2021 福能股份风电对发电毛利贡献达 74.0%	7
图 15: 2021 年福能股份归母净利润同比下降 15.2%	8
图 16: 2021 年福能股份 ROE (加权) 达 7.6%	8
图 17: 2014-2021 年福能股份固定资产情况	8
图 18: 2021 福能股份资产负债率为 51.0%	8
图 19: 2021 年福能股份净现比达 1.52	8
图 20: 2014-2021 年福能股份现金流情况	8
图 21: 2021 年福能股份火电控股装机占比 69.1%	9
图 22: 2021 年福能股份火电发电量占比 82.5%	9
图 23: 福能股份不同发电机组上网电价 (含税)	9
图 24: 2021 年福能股份火电营收占比 78.9%	9
图 25: 2021 年鸿山热电机组利用小时数达 5894 小时	10
图 26: 2021 年鸿山热电供电标煤耗 270.62 克/千瓦时	10
图 27: 福能股份热电联产机组供热量与发电量情况	10
图 28: 福能股份热电联产机组供热均价与煤价联动	10
图 29: 2021 年福能股份供热收入同比增长 67.7%	11
图 30: 2021 福能股份供热毛利率达 11.2%	11
图 31: 2021 年福能股份供热毛利 1.88 亿元	11
图 32: 福能股份供热对热电联产毛利贡献	11
图 33: 福建发改委核准中海福建天然气公司印尼气价	12
图 34: 2021 年晋江气电完成替代电量 40.44 亿千瓦时	12
图 35: 2021 年晋江气电实现毛利 6.99 亿元	12
图 36: 2021 年晋江气电实现净利润 4.89 亿元	12
图 37: 2021 年全国 70 米高度层年平均风速分布 (单位: m/s)	13
图 38: 2021 年福建省风电利用小时达 2703 小时	14
图 39: 2021 年福建省风电弃风率为 0%	14
图 40: 福能股份陆风毛利率维持在 65%上下	14
图 41: 2021 年福能股份陆风利用小时数达 2951 小时	14
图 42: 2021 年全国海风装机容量同比增长 170.8%	16
图 43: 2021 年各国新增海上风电装机占比	16
图 44: 截至 2021 年底各国海上风电累计装机占比	16
图 45: 2021 年福能股份海风装机达到 89.8 万千瓦	16
图 46: 福能股份与三峡能源交叉持股与项目开发情况	20
图 47: 2021 年福能股份匡算可用现金流 23.9 亿元	20
图 48: 2021 年福能股份投资净收益 5.47 亿元	21
图 49: 2021 年福能股份投资净收益占利润总额的 32.7%	21
图 50: 近 3 年福能股份 PE-Band	24

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 福建省各主要代表站各月平均风速	13
表 2: 福能股份已经投产陆上风电场情况	15
表 3: 部分沿海省市“十四五”期间海上风电规划	16
表 4: 福建省近、中期海风发展规划	17
表 5: 海上风电上网电价 (元/kWh)	18
表 6: 2010-2020 年, 海上风电 LCOE 下降幅度达到 48%	18
表 7: 部分省市海上风电度电成本 (2019 年)	19
表 8: 部分省份对海上风电“省补”政策	19
表 9: 2022-2025 年福能股份火电板块营业收入预测	22
表 10: 2022-2025 年福能股份风电板块营业收入预测	23
表 11: 2022-2025 年福能股份盈利预测	23
表 12: 可比公司 PE 估值	23
表 13: 福能股份 DCF 假设参数	24
表 14: 福能股份估值敏感性分析表	24
公司财务报表数据预测汇总	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026