

福能股份 (600483.SH)

海上风电大发展，燃煤盈利触底回升

核心观点：

- **福建省属平台，全力转型新能源发电。**公司隶属于福建省能源集团，截至 2021 年末控股装机 5.99GW，其中燃煤/燃气/风电分别为 2.6/1.5/1.8GW。受益于年内新增海风 0.9GW、2020 年度气电结转及投资收益稳定提升等因素、平滑煤电亏损，2021 年公司实现营收 120.77 亿元（同比+26.4%）、归母净利润 12.68 亿元（同比-15.2%）。2022 年 Q1 实现营收 25.34 亿元、归母净利润 6.44 亿元（同比+16.9%），主要是高电价的海风并网及煤机盈利能力环比回升。
- **海上风电高举高打，是未来业绩的核心驱动力。**截至 2021 年末，公司风电装机 1.81GW，其中海风 0.9GW。22H1 陆上风电发电量恢复增长至 13.75 亿千瓦时，海风发电量大增至 12.52 亿千瓦时（2021H2 投产、高电价）。此外公司与三峡合资的海峡发电（参股 35%）在/拟建海风达 0.9GW。考虑福建海风资源优异，且处于快速发展期，公司立足当地，加之与三峡良好的合作开发基础，未来海风装机快速增长可期。
- **火电盈利有望触底回升，热电联产顺价能力强。**公司火电包括燃煤热电联产 1.3GW /燃气 1.5GW /燃煤纯凝 1.3GW。其中热电联产机组供热价格与煤价联动（21Q4 鸿山热电供热价格同比+72.8%），可一定程度疏导燃煤成本上涨。22Q1 燃煤上网电价、标煤单价较 21 年+15.0%、-6.3%，考虑动力煤保供稳价等因素，预计今年煤机盈利持续恢复。燃机项目晋江气电 21 年存前年替代电量延时确认因素，导致基数较高。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 21.64、24.22、27.09 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 11.14、9.95、8.90 倍。我们看好公司在福建海上风电的发展前景，而煤电盈利有望触底回升。参考同业估值水平，给予公司 2022 年 15 倍 PE 估值，对应 16.61 元/股合理价值，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**煤价持续上行；海风项目新增、建设不及预期等风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,557	12,077	13,747	14,095	14,902
增长率（%）	-3.9	26.4	13.8	2.5	5.7
EBITDA（百万元）	3,122	3,019	4,474	4,868	5,420
归母净利润（百万元）	1,495	1,268	2,164	2,422	2,709
增长率（%）	20.2	-15.2	70.6	11.9	11.9
EPS（元/股）	0.85	0.65	1.11	1.24	1.39
市盈率（x）	9.34	25.09	11.14	9.95	8.90
ROE（%）	9.6	7.2	11.1	11.1	11.0
EV/EBITDA（x）	7.58	15.90	9.32	8.48	7.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

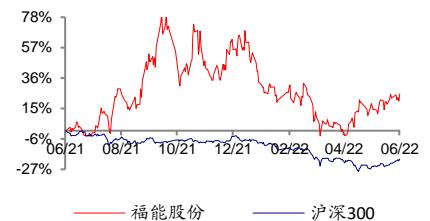
公司评级

公司评级	买入
当前价格	12.33 元
合理价值	16.61 元
报告日期	2022-07-21

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1954.57/1746.02
总市值/流通市值（百万元）	24099.80/21528.49
一年内最高/最低（元）	19.32/10.21
30 日日均成交量/成交额（百万）	21.61/291.62
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	15.66/-9.12

相对市场表现



分析师：



郭鹏

SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：



许洁

SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

许子怡 021-38003800

xuziyi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、立足福建，大力发展海风等新能源.....	5
（一）福建省属电力平台，2021年投产海风0.9GW.....	5
（二）2021年气电结转减缓煤电巨亏，一季度海风贡献显著.....	6
（三）参股海峡风电+宁德核电等，2021年贡献投资收益5亿.....	10
二、海上风电大发展，煤电业绩预期改善.....	12
（一）福建海风资源优异，十四五迈入高速发展期.....	12
（二）属地资源优势强，携手三峡能源合作共赢.....	17
（三）煤电业绩有望持续改善，气电2021年基数较高.....	20
三、盈利预测与投资建议.....	22
（一）关键业务核心假设.....	22
（二）盈利预测与投资建议.....	23
四、风险提示.....	24
（一）煤价持续上行风险.....	24
（二）海风项目新增、建设不及预期风险.....	24

图表索引

图 1: 截至 2022 年一季度, 福建省能源集团直接控股 60.29%	5
图 2: 截至 2021 年末公司控股装机达 5.99GW	5
图 3: 2021 年末公司新能源装机占比达 31%	5
图 4: 2021 年公司完成发电量 196 亿千瓦时	6
图 5: 2021 年公司完成上网电量 186 亿千瓦时	6
图 6: 2021 年公司实现营收 121 亿元	7
图 7: 2021 年公司实现归母净利润 13 亿元	7
图 8: 2021 年公司发电业务实现营收 93 亿元	7
图 9: 2021 年公司燃气发电营收同比+79%	7
图 10: 2021 年公司平均上网电价同比+3%	8
图 11: 2021 年燃煤发电电价同比提升 2.8%	8
图 12: 2021 年公司燃煤发电量同比-3.6%	8
图 13: 近两年公司风电利用小时接近 3000 小时	8
图 14: 2021 年公司风电业务贡献毛利润 13 亿元	9
图 15: 2021 年公司燃煤发电毛利率降至-6.9%	9
图 16: 2022Q1 公司净利率升至 25.4%	9
图 17: 2021Q4、2022Q1 公司营收同比均有所下滑	9
图 18: 高毛利海风投产增厚 2022Q1 业绩	9
图 19: 2022H1 公司海风上网电量同比大幅提升	10
图 20: 2021 年公司燃煤电价上涨幅度有限	10
图 21: 截至 2022Q1 公司长期股权投资达 79 亿元	10
图 22: 2021 年公司长期股权投资收益达 5 亿元	10
图 23: 2021、2022Q1 公司在建工程同比大幅提升	11
图 24: 2021 年公司计提反向购买商誉减值 0.6 亿元	11
图 25: 截至 2022Q1 公司长期借款同比提升 51%	12
图 26: 2022Q1 公司资产负债率为 49.8%	12
图 27: 2021 年公司经营现金流实现净流入 23 亿元	12
图 28: 2021 年公司投资、筹资现金流体量均提升	12
图 29: 十四五末福建省清洁能源装机占比提高至 58.5%	13
图 30: 我国福建、浙江南部、广东和广西近海风能资源最为丰富	14
图 31: 预计我国 2025 年海上风电度电成本将下降 23.3%	15
图 32: 历年福建省 GDP 增速基本高于全国	15
图 33: 2021 年福建省用电量增速高出全国 3.9pct	15
图 34: 近年福建省风电装机占比迅速提升	16
图 35: 福建省火电+核电发电量占比近 9 成	16
图 36: 东部沿海地区中, 福建省电力相对充裕	17
图 37: 福建省具备电力外送能力	17
图 38: 2021 年末公司并网海风装机大幅提升	17
图 39: 2021 年末公司海风装机占比升至 15.2%	17

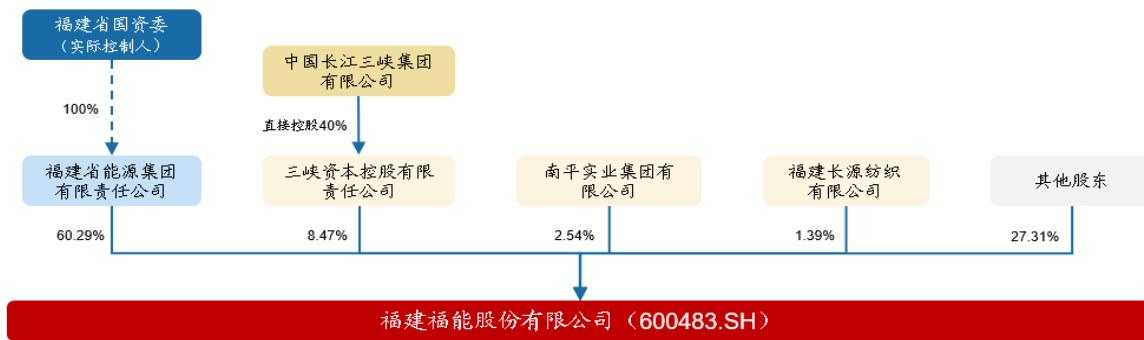
图 40: 2022 年单季海风发电量同比大幅提升	18
图 41: 2022 年单季海风上网电量同比大幅提升	18
图 42: 公司携手三峡能源, 合作开发福建海风项目	18
图 43: 公司火电分热电联产、燃煤纯凝、燃气机组	20
图 44: 热电联产供热价格可一定程度疏导燃煤成本	21
图 45: 公司火电厂中, 历年鸿山热电贡献主要利润	21
图 46: 2022Q1 公司燃煤电价较批复电价溢价 11.5%	21
图 47: 2022Q1 公司标煤单价较 2021 全年下降 6.3%	21
表 1: 截至 2021 年末公司在运控股装机达 5.99GW	6
表 2: 截至 2021 年末公司长期股权投资情况	10
表 3: 2027 年福建宁德核电装机有望增长 50%	11
表 4: 福建省“十四五”能源发展专项规划部分内容	13
表 5: 福建省海上风电等效满负荷小时数可达 3000~4500 小时, 区位优势显著	14
表 6: 海上风电重点省市补贴政策	14
表 7: 公司与三峡能源交叉持股, 合作开发海上风电项目	18
表 8: 2022 年度福建省重点海上风电项目装机达 1.88GW	19
表 9: 测算海上风电平价项目稳定运营后, 前期净利率在 7%~8% 左右	19
表 10: 截至 2021 年末公司在运火电控股装机达 4.14GW	20
表 11: 公司发电业务经营数据预测	22
表 12: 公司各分部业务预测	23
表 13: 福能股份同业对比 (收盘价日期: 2022/7/20)	24

一、立足福建，大力发展海风等新能源

（一）福建省属电力平台，2021年投产海风0.9GW

福建省能源集团直接控股60.29%，三峡资本为第二大股东。公司当前主业原为大股东体内电力业务板块，2014年借壳“福建南纺”将电力业务分拆上市。截至2022年一季度，福建省能源集团直接持股公司60.29%股份，三峡资本直接持股8.47%、系第二大股东。截至2021年底，公司控股装机达5.99GW，相较同为省属发电企业的中闽能源（福建省投资开发集团旗下，2021年末控股装机0.96GW）、闽东电力（宁德国投旗下，2021年末权益装机0.56GW），具备规模优势。

图 1：截至2022年一季度，福建省能源集团直接控股60.29%

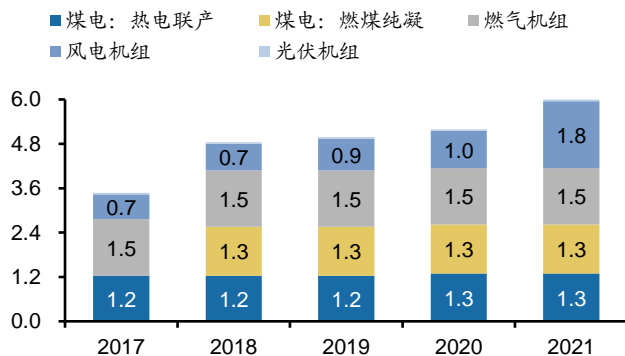


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：福建省国资委通过福建省能源石化集团、100%控股福建省能源集团

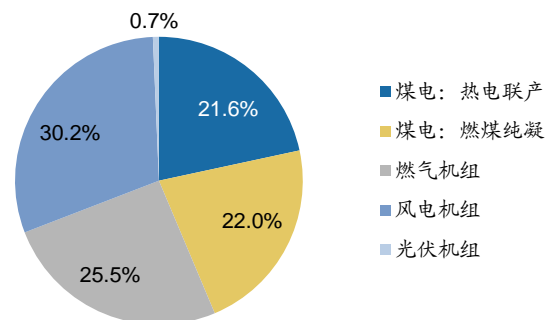
2021年末控股装机5.99GW，清洁能源占比超50%。截至2021年末，公司控股运营总装机规模5.99GW，其中：风力发电1.81GW、天然气发电1.53GW、燃煤发电2.62GW（其中热电联产1.30GW、燃煤纯凝发电1.32GW）、光伏发电0.04GW；清洁能源装机占比达56%、新能源装机占比达31%。2021年公司三个海上风电项目成功并网，新增海风装机0.9GW。

图 2：截至2021年末公司控股装机达5.99GW



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2021年末公司新能源装机占比达31%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1: 截至 2021 年末公司在运控股装机达 5.99GW

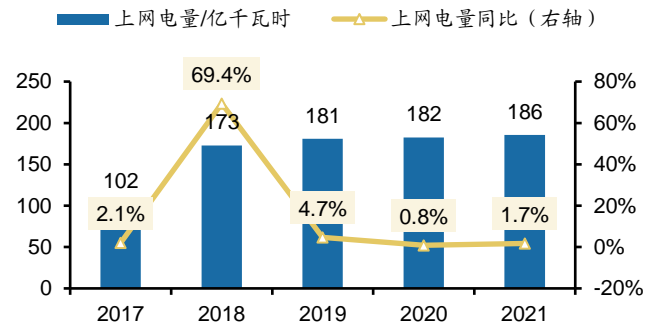
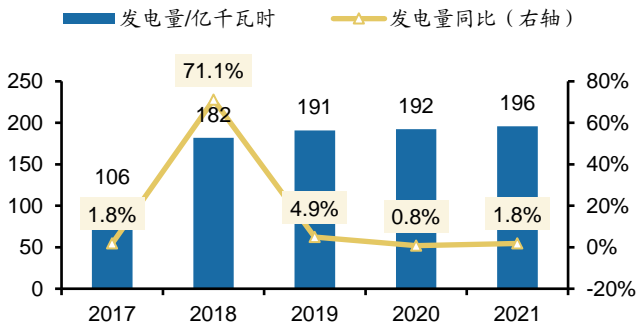
序号	类型	项目名称	公司名称	装机容量/GW	持股比例/%	权益装机/GW	投运时间
1	燃煤发电	华润电力六枝电厂	福能贵电	1.32	51%	0.67	2016
2	燃气发电	福建晋江 LNG 项目	晋江气电	1.53	75%	1.15	2010
3	热电联产	鸿山热电热电联产项目	鸿山热电	1.20	100%	1.20	2011
4	热电联产	福鼎热电厂项目（一期）	龙安热电	0.04	65%	0.02	2018
5	热电联产	福能晋南热电联产项目	晋南热电	0.06	75%	0.05	2020
6	陆上风电	仙游草山等 21 个陆风项目	福能新能源	0.88	100%	0.88	-
7	陆上风电	金井陆上风电项目	晋江气电	0.03	75%	0.02	2017
8	海上风电	平海湾 F 区海上风电项目	三川风电	0.20	65%	0.13	2021
9	海上风电	莆田石城海上风电项目	三川风电	0.20	65%	0.13	2021
10	海上风电	长乐外海海上风电场 C 区项目	福能海峡发电	0.50	68%	0.34	2021
11	光伏发电	云南管粮山农业光伏电站	云南福能新能源	0.03	100%	0.03	2017
11	光伏发电	福能新能源自备光伏电站	福能新能源	0.01	100%	0.01	-
合计				5.99GW		4.63GW	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2021年完成发电量196亿千瓦时、上网电量186亿千瓦时。受新增装机年末并网影响，2021年公司完成发电量196亿千瓦时，同比提升1.8%；完成上网电量186亿千瓦时，同比提升1.7%。2022年一季度完成发电量44.21亿千瓦时；完成上网电量41.94亿千瓦时，其中2021年中并网海风项目贡献收益（长乐海风项目年末并网，2021年暂未产生收益），风电上网电量同比提升72%。

图 4: 2021年公司完成发电量196亿千瓦时

图 5: 2021年公司完成上网电量186亿千瓦时



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

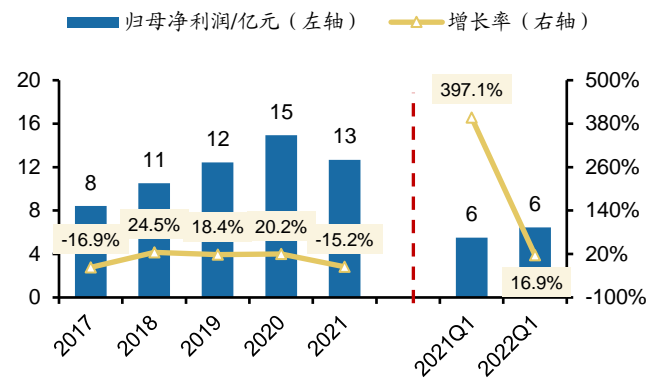
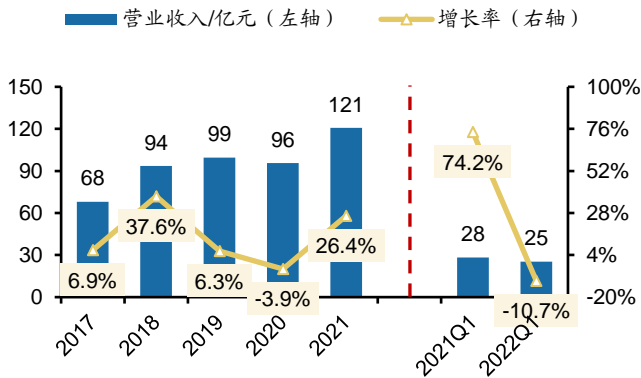
（二）2021 年气电结转减缓煤电巨亏，一季度海风贡献显著

2021年公司营收同比+26.4%，业绩受煤价高位运行影响同比-15.2%。2021年公司实现营业收入120.77亿元，同比增长26.37%；实现归母净利润12.68亿元，同比下滑15.18%。公司火电机组占69%，2021年业绩降幅较同业相对缓和，主要系：（1）公司晋江气电2020年替代电量政策执行较晚（2020年内仅执行9.28亿千瓦时，全年指标为24.86亿千瓦时，数据来自2022年度跟踪评级报告）、剩余电量结转增厚2021年业绩；（2）新能源发电业务平滑因煤价高企导致的燃煤发电业务巨亏；（3）稳

定的投资收益亦减缓业绩波动。

图 6: 2021年公司实现营收121亿元

图 7: 2021年公司实现归母净利润13亿元



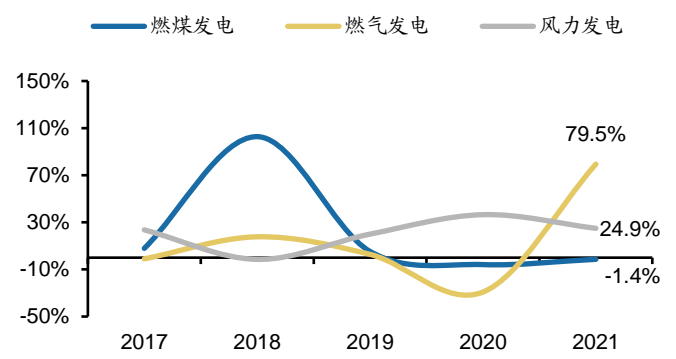
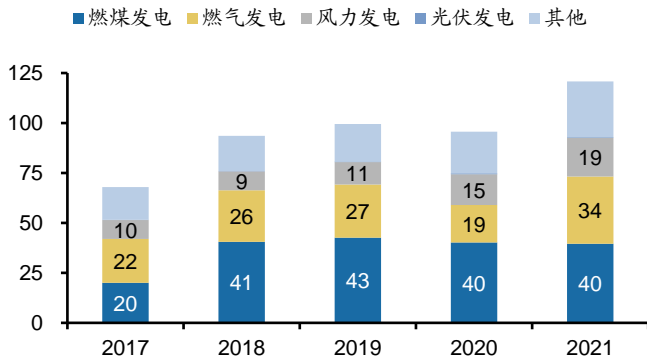
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2021年燃气发电业务营收同比+79.45%，风力发电营收同比+24.91%。分业务来看，2021年公司燃煤发电实现营收39.61（同比-1.41%），占总营收的32.80%；受晋江气电2020年度替代电量结转影响，燃气发电实现营收33.68亿元（同比+79.45%），占总营收的27.89%；同期风电业务实现营收19.24亿元（同比+24.91%），主要系年中2个海风项目并网贡献收益所致（长乐海风项目年末并网，2021年暂未产生收益）；光伏发电业务实现营收0.37亿元。

图 8: 2021年公司发电业务实现营收93亿元

图 9: 2021年公司燃气发电营收同比+79.45%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

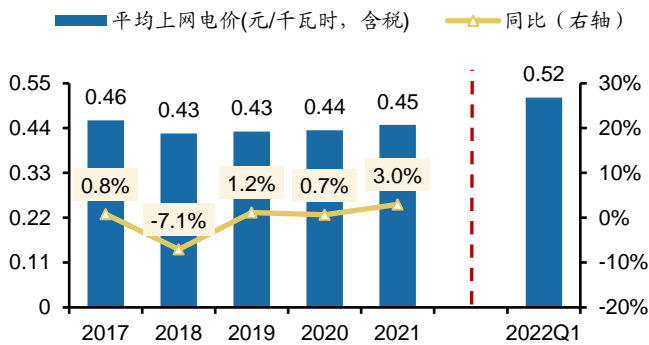
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 发电业务=燃煤发电+燃气发电+风力发电+光伏发电

2021年平均上网电价同比提升3.0%，2022Q1较2021全年提升15.0%。2021年公司平均上网电价升至0.448元/千瓦时（同比+3.0%），其中燃煤上网电价升至0.369元/千瓦时（同比+2.8%）；受2021年度气电替代电量电价下滑影响，燃气上网电价降至0.526元/千瓦时（同比-9.3%）；同期陆风和海风分别为0.588元/千瓦时和0.845元/千瓦时。

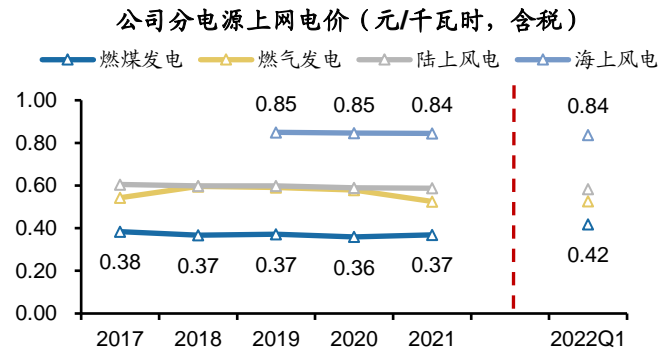
进入2022年燃煤电价上浮充分体现，一季度公司燃煤电价达0.419元/千瓦时，较2021全年提升13.3%；结合高电价海风发电量占比提升，一季度公司平均上网电价达0.515元/千瓦时，较2021全年提升15.0%。

图 10: 2021年公司平均上网电价同比+3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

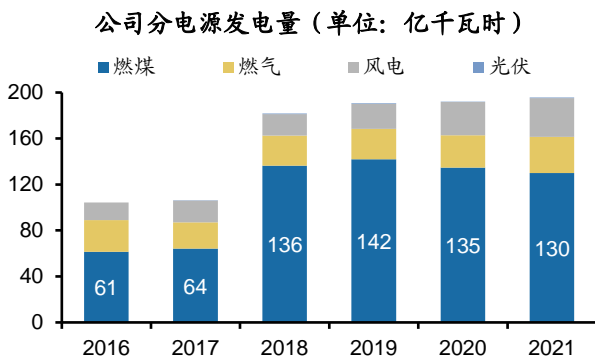
图 11: 2021年燃煤发电电价同比提升2.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

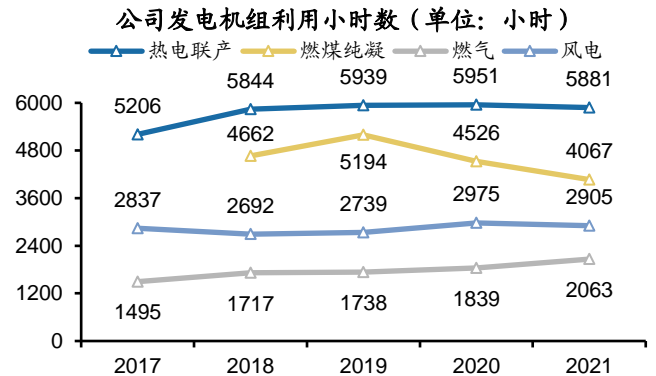
热电联产机组利用小时具备显著优势，风电利用小时保持在3000小时左右。受益于福建省工业园区用电量的提升，公司热电联产机组自2018年起利用小时数稳定在5900小时左右，2021年达5881小时，完成发电量76.23亿千瓦时。2021年燃煤纯凝机组利用小时降至2905小时，完成发电量53.69亿千瓦时（同比-10.14%）。近两年公司风电利用小时接近3000，2021年达2905小时，叠加年内装机投产，风电发电量达33.75亿千瓦时（同比+17.37%）。

图 12: 2021年公司燃煤发电量同比-3.6%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

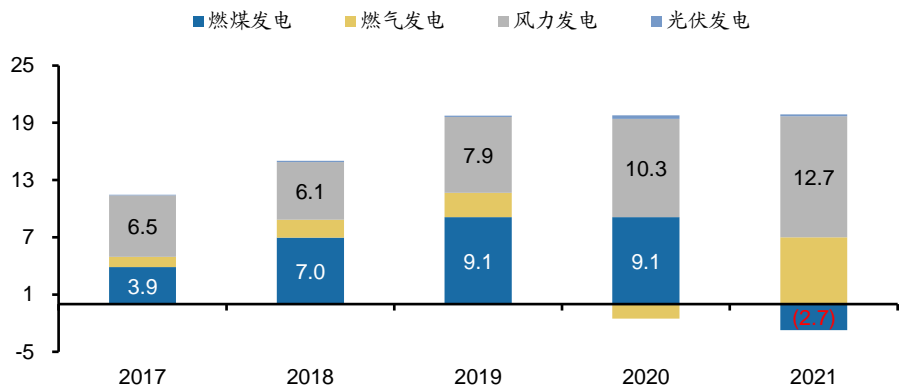
图 13: 近两年公司风电利用小时接近3000小时



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

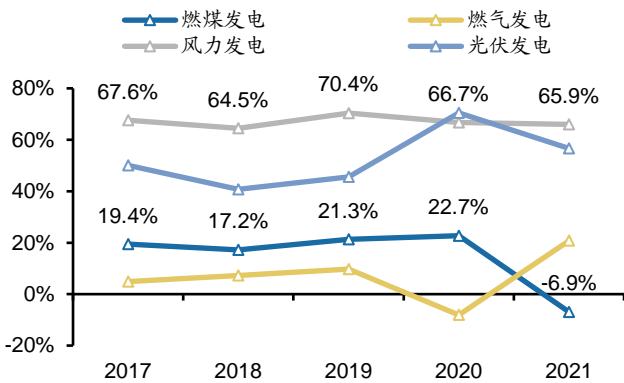
受燃煤价格大幅上涨影响，2021年公司毛利率、净利率降至17.1%、10.5%。2021年受制于电煤价格高位运行，公司燃煤发电营业成本同比大幅提升36.4%，毛利率同比下降29.6pct至-6.9%。但受益于2020年度气电结转及高毛利海风并网，极大减缓业绩波动，2021年实现总毛利率、净利率分别为17.1%、10.5%。2022Q1受益于年末并网海风贡献收益、煤价环比下降，毛利率、净利率分别升至31.9%、25.4%。

图 14: 2021年公司风电业务贡献毛利润13亿元



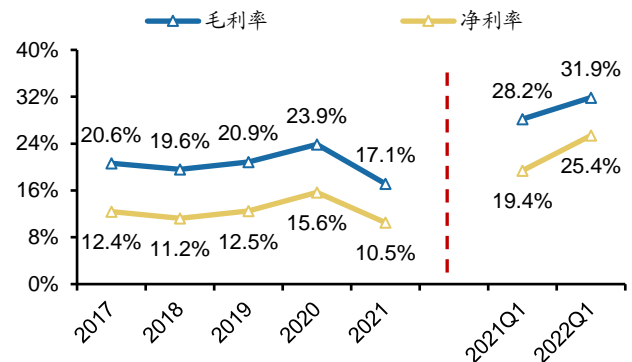
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2021年公司燃煤发电毛利率降至-6.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

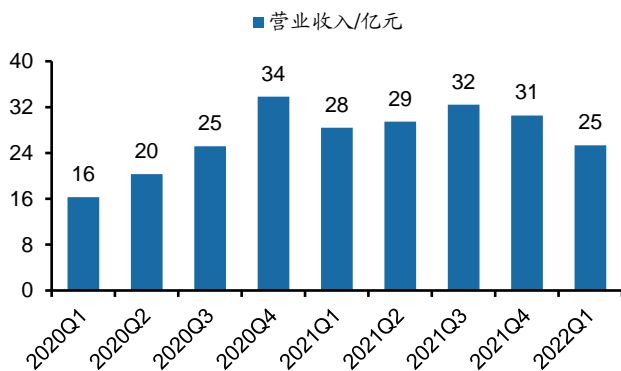
图 16: 2022Q1公司净利率升至25.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

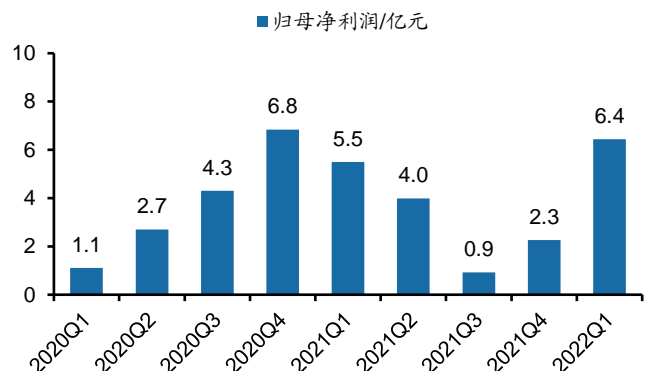
高毛利海风陆续投产下, 2021Q4业绩即开始回升, 2022Q1业绩同比提升16.94%。分单季度看, 尽管公司燃煤电价上涨幅度有限, 受益于莆田平海湾、莆田石城共计400MW海上风电项目于2021年7月并网(上网电价均为0.85元/千瓦时), 抵消动力煤上涨导致的煤电亏损, 2021Q4业绩即实现回升; 长乐外海496MW海上风电于2021年末并网, 三个海风项目齐出力显著增厚一季度业绩。

图 17: 2021Q4、2022Q1公司营收同比均有所下滑



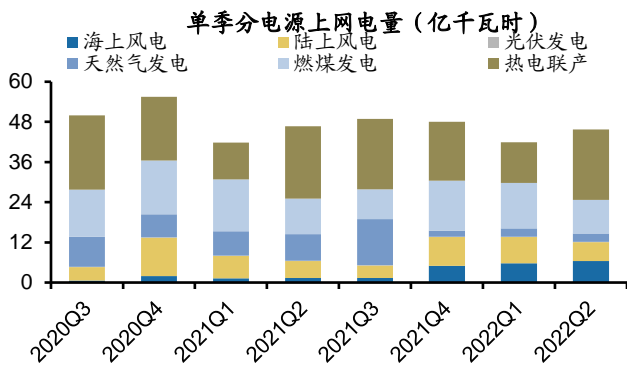
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 高毛利海风投产增厚2022Q1业绩



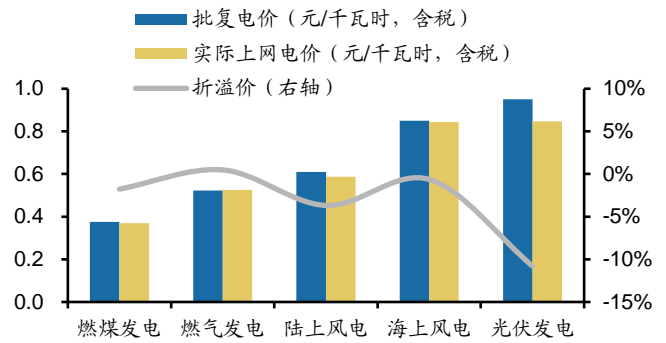
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 2022H1公司海风上网电量同比大幅提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2021年公司燃煤电价上涨幅度有限



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

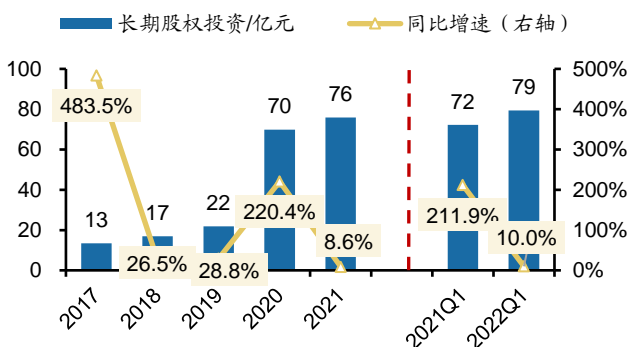
备注: 燃煤发电电价包含燃煤纯凝、热电联产 2 种加权平均

(三) 参股海峡风电+宁德核电等, 2021 年贡献投资收益 5 亿

参股多家电力公司, 2021年长期股权投资收益达5.09亿元。截至2021年末, 公司长期股权投资包含14家公司, 其中包括华能霞浦、中核霞浦、宁德第二核电、国核福建以及宁德核电5家核电公司, 以及由三峡能源控股的海峡发电公司(负责开发福建省海上风电项目)。2021年公司投资收益达5.47亿元, 占当期归母净利润的43.09%, 其中长期股权投资收益达5.09亿元。

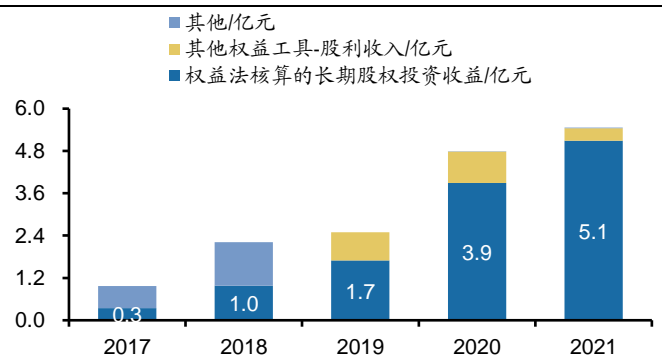
此外, 宁德核电厂规划容量为六台百万千瓦级压水堆核电机组, 根据宁德核电厂5、6号机组建造环评征求意见稿, 目前一期工程四台机组已建成商运, 二期工程5、6号机组计划于2027年底前全面商运, 届时福建宁德核电管理运营核电装机有望增长50%, 增厚公司投资收益。

图 21: 截至2022Q1公司长期股权投资达79亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2021年公司长期股权投资收益达5亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 截至 2021 年末公司长期股权投资情况

序号	投资公司	主要经营范围	持股比例/%	权益法下确认的投资损益/亿元	长期股权投资期末余额/亿元	其他权益方
1	海峡发电	海上风电	35%	1.74	24.64	三峡能源 65%
2	福建宁德核电	核电	10%	2.32	17.40	中广核宁核 46%、

						大唐发电 44%
3	国能神福(石狮)发电	火电、供热	49%	0.79	19.09	中国神华 51%
4	福建石狮热电等 11 家公司	-	-	0.24	14.71	-
	合计	-	-	5.09	75.85	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

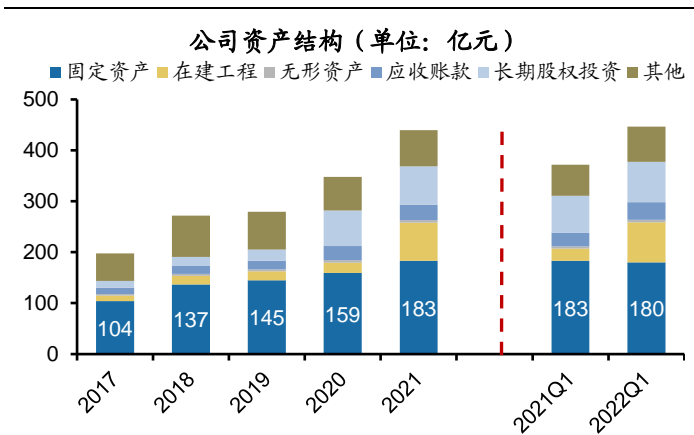
表 3: 2027 年福建宁德核电装机有望增长 50%

核电厂名称	机组	核准时间	并网时间	商运时间	装机容量/GW
福建宁德核电厂	1 号机组	2008/02	2012/12	2013/04	1.09
	2 号机组	2008/02	2014/01	2014/05	1.09
	3 号机组	2008/02	2015/03	2015/06	1.09
	4 号机组	2008/02	2016/03	2016/07	1.09
	5 号机组	尚未核准	-	预计 2027/01	百万千瓦级 (1GW)
	6 号机组	尚未核准	-	预计 2027/11	百万千瓦级 (1GW)

数据来源: 宁德市人民政府, 广发证券发展研究中心

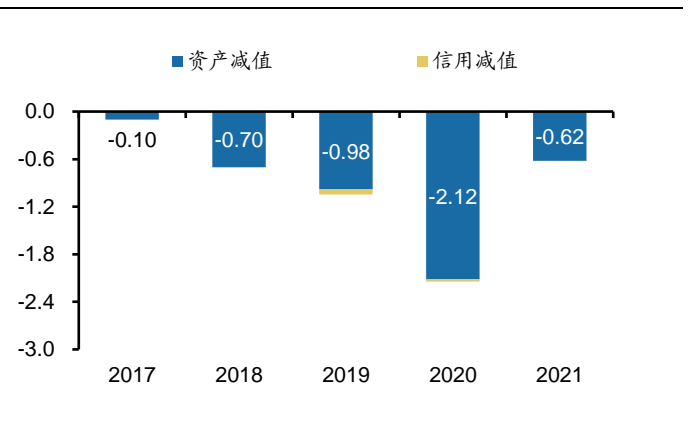
2021、2022Q1 公司在建工程同比大幅提升。从资产端来看, 截至 2022Q1 公司总资产达 446.53 亿元(同比+20.06%), 其中以在运电力机组为主的固定资产达到 179.93 亿元, 在建工程达 78.98 亿元(同比+2.34 倍)。公司 2014 年向福建省能源集团发行股份购买鸿山热电、福能新能源 100%、晋江气电 75% 股权的重大资产重组交易构成反向购买, 形成商誉 4.62 亿元, 本期计提 0.59 亿元减值准备(上年同期计提 1.87 亿元), 累计已计提 3.44 亿元。

图 23: 2021、2022Q1 公司在建工程同比大幅提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

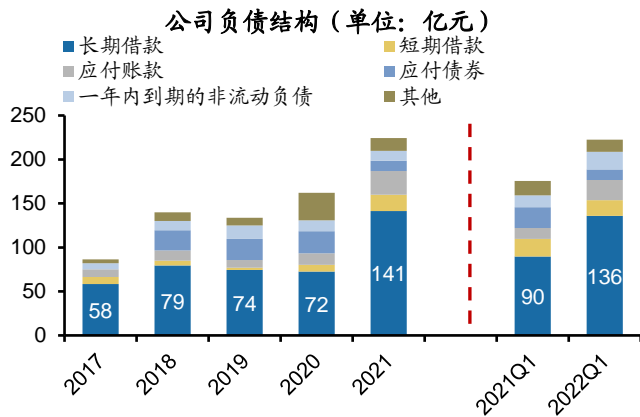
图 24: 2021 年公司计提反向购买商誉减值 0.6 亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

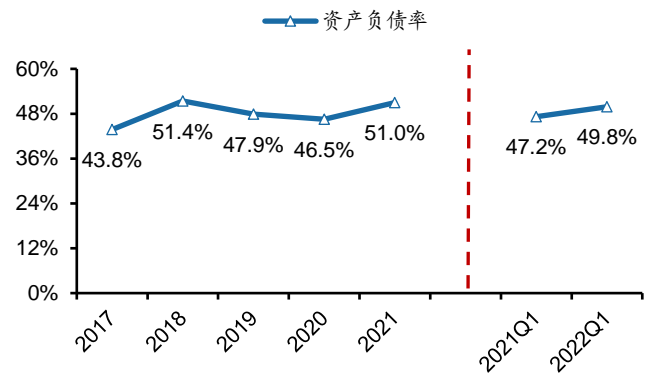
受长期借款同比提升影响, 资产负债率升至 50% 左右。从负债端来看, 受在建工程大幅提升影响, 2021 年公司长期借款达 141.48 亿元(同比+95.23%)。2021 年末资产负债率提升至 50.97%(2020 年为 46.55%), 同比提升 4.43pct; 2022 年一季度略有下降, 为 49.83%。

图 25: 截至2022Q1公司长期借款同比提升51%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

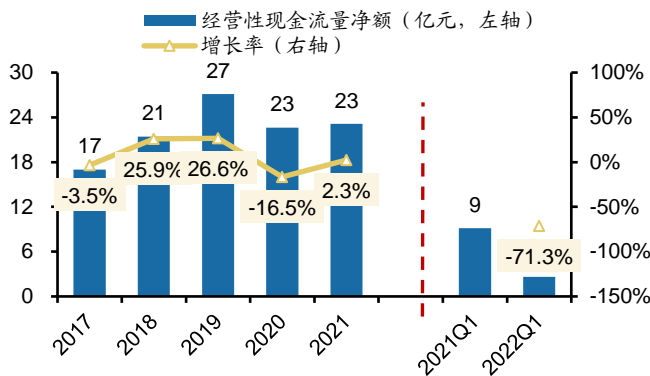
图 26: 2022Q1公司资产负债率为49.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

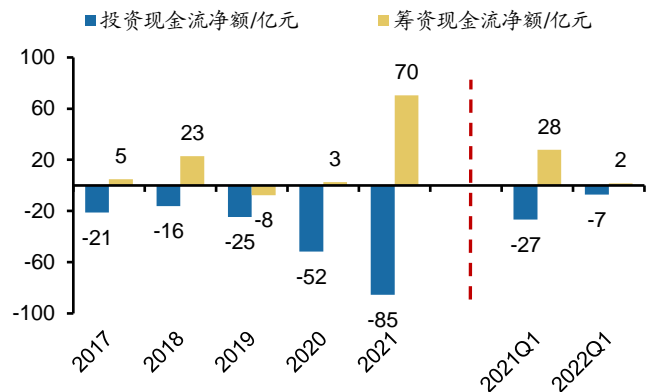
伴随公司对在建项目(主要为三个海风项目)投入不断加大,2021年构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出分别为64.48亿元,同比增长34.93%。2021年投资现金净流出85.36亿元,筹资现金净流入70.38亿元。经营现金流受煤价高企影响有所拖累,2021年实现净流入23.13亿元,同比增长2.25%。

图 27: 2021年公司经营现金流实现净流入23亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 2021年公司投资、筹资现金流体量均提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

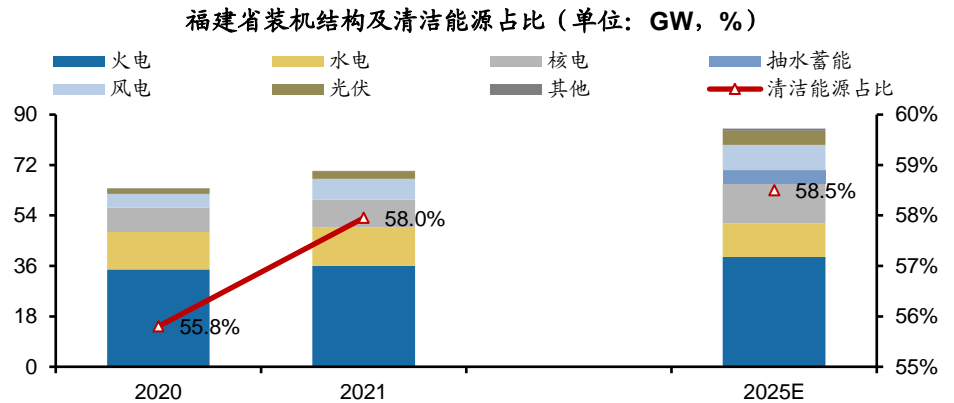
二、海上风电大发展,煤电业绩预期改善

(一) 福建海风资源优异,十四五迈入高速发展期

十四五期间福建省目标新增海风4.10GW、光伏3GW,清洁能源占比提升至58.5%。2022年6月1日,福建省人民政府印发《福建省“十四五”能源发展专项规划》,提出2025年全省电力规划装机达85GW,其中,风电新增4.10GW、光伏新增3GW,清洁能源装机比重从2020年的55.8%提高至58.5%。

海上风电方面,要求重点推进福州、宁德、莆田、漳州、平潭等资源较好地区的海风项目,“十四五”期间增加并网装机4.10GW,新增开发省管海域海上风电规模约10.30GW,力争推动深远海上风电开工4.80GW。

图 29: 十四五末福建省清洁能源装机占比提高至58.5%



数据来源: 福建省人民政府, 广发证券发展研究中心

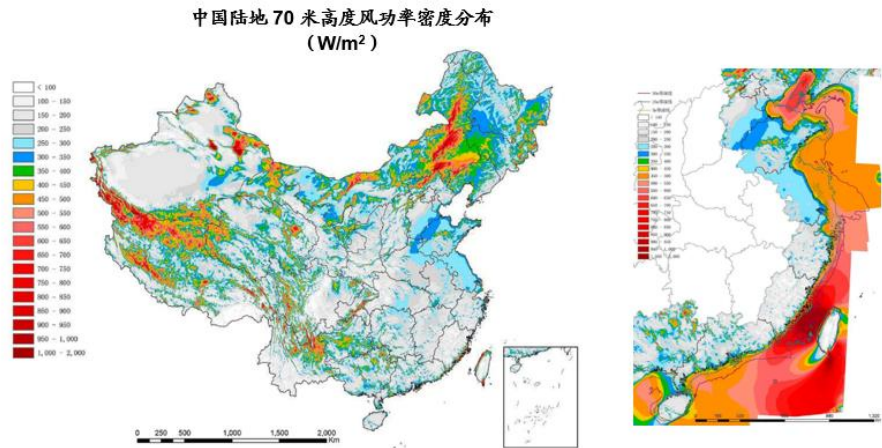
表 4: 福建省“十四五”能源发展专项规划部分内容

章节	小节	具体内容
发展目标	电源结构进一步合理	2025 年全省电力规划装机达 8500 万千瓦, 其中: 火电 3917 万千瓦 (含气电 391 万千瓦)、占 46.1%, 新增 664 万千瓦左右; 水电 1200 万千瓦、占 14.1%, 略减; 核电 1403 万千瓦、占 16.5%, 新增 417 万千瓦; 抽水蓄能 500 万千瓦、占 5.9%, 新增 380 万千瓦; 风电 900 万千瓦、占 10.6%, 新增 410 万千瓦; 光伏 500 万千瓦、占 5.9%, 新增 300 万千瓦。清洁能源装机比重从 2020 年的 55.8% 提高至 58.5%。
发展目标	电网保障能力进一步加强	加速构建以新能源为主体的新型电力系统。建设“北电南送”新增特高压输电工程, 解决“北电南送”问题, 完善“省内环网、沿海双廊”的 500 千伏骨干网架, 并进一步加强西部山区网架; 加快建设闽粤联网工程, 提升省间能源优化配置能力; 按照“分区互补、区内多环”的发展目标完善 220 千伏受端电网。
重大工程	核电	立足必需、安全、集中、稳妥原则, 推进核电项目, 推动福清核电 6# 机组和漳州核电 1#、2# 机组等建成投产, “十四五”期间增加装机 417 万千瓦。
重大工程	海上风电	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, 力争推动深远海风电开工 480 万千瓦。
重大工程	光伏	重点推进光照资源条件较好的漳浦县、浦城县、建瓯市、仙游县、宁化县、福安市、闽侯县、上杭县、厦门市海沧区等 24 个县 (市、区) 的整县屋顶分布式光伏开发试点项目。推进分布式屋顶光伏 (园区、厂房等)、户用光伏等项目, 适度建设海上养殖场渔光互补项目, “十四五”期间增加装机 300 万千瓦以上。
重大工程	天然气	加快漳州 LNG 接收站、中石油福建 LNG、莆田哈纳斯 LNG 接收站和天然气管线漳州—龙岩段、漳州—诏安段、福州—福鼎段、西三线与管网一期互联互通漳州联络线尽快投入运行, 推进天然气管道互联互通。“十四五”期间增加接收能力 900 万吨。

数据来源: 福建省人民政府, 广发证券发展研究中心

福建省靠近东部沿海风能富集区, 发展海上风电具备先天优势。福建沿海地区海上风能资源丰富, 等效满负荷小时数可达到 3000~4500 小时 (北极星风力发电网, 李彦《海上风机价格降到 5000 元/kW 可以实现平价》), 具备发展海上风电的优越区位条件。

图 30: 我国福建、浙江南部、广东和广西近海风能资源最为丰富



数据来源: 发改委能源研究所《中国风电发展线路图2050》, 广发证券发展研究中心

表 5: 福建省海上风电等效满负荷小时数可达 3000~4500 小时, 区位优势显著

省份	平均风速/(米/秒)	等效满负荷小时数/小时	2020 年平均造价水平/(元/千瓦)
浙江	7.0-8.0	2800-3500	17000
江苏	7.0-8.0	2800-3500	16000
上海	7.0-8.0	2800-3500	16000
辽宁	6.5-8.0	2500-2800	16500
天津	6.5-8.0	2500-3000	16500
河北	6.5-8.0	2500-3000	16500
山东	6.5-8.0	2500-3200	16500
福建	7.5-10.0	3000-4500	18000
广东	7.0-9.0	2500-3800	18000
广西	6.5-8.0	2200-2800	17500
海南	6.5-8.5	2200-3000	17500

数据来源: 北极星风力发电网, 广发证券发展研究中心

2022年新增海风平价上网略显劣势, 部分沿海省份出台相关政策助发展。2022年起中央财政不再对新建海上风电项目进行补贴, 鼓励地方政府自行补贴, 支持本省海上风电项目的建设。目前已有上海、广东、浙江、山东明确发布地方补贴/支持政策, 预计其余沿海省市地补有望跟进。

表 6: 海上风电重点省市补贴政策

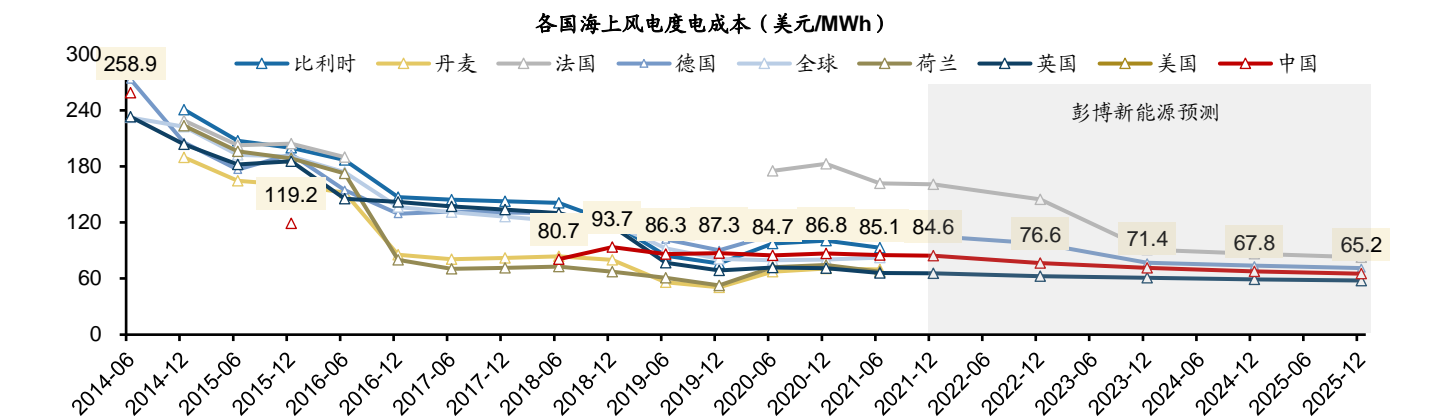
时间	省市	政策名称	主要内容
2021-3-15	上海	《上海市可再生能源和新能源发展专项资金扶持办法(2020版)》	对于企业投资的风电、光伏项目, 根据实际产生的电量对项目投资主体给予奖励, 奖励时间为连续 5 年, 单个项目年度奖励金额不超过 5000 万元。近海风电奖励标准为 0.1 元/千瓦时, 深远海风电项目奖励标准另行研究确定。
2021-6-11	广东	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	到 2021 年底, 全省海上风电累计建成投产装机容量达到 400 万千瓦; 到 2025 年底, 力争达到 1800 万千瓦, 在全国率先实现平价并网。直接实施财政补贴。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。

2021-11-29	浙江	《关于促进浙江省新能源高质量发展的意见（修改稿）》征求意见稿	2022-2025年通过竞争性配置确定需要扶持的项目，分年度装机总容量分别不超过50万千瓦、100万千瓦、150万千瓦、100万千瓦。 加大绿色金融支持力度 。综合运用绿色信贷、绿色保险、绿色债券、绿色产业基金等绿色金融产品和工具，在风险可控的前提下加大对海上风电、光伏项目、生物质能的支持力度。符合条件的能源领域公益性项目可申请地方政府专项债券支持。探索开展风电、太阳能电站基础设施不动产投资信托基金（REITs）、资产证券化（ABS）业务。
2022-4-1	山东	省政府新闻办召开的新闻发布会	对2022年至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。

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

预计2025年我国海上风电有23.3%的降本空间，届时海风平价上网成为可能。我国海上风电经过十多年的发展，在经营及技术提升下，单位造价也在逐步下降，从2010年的23700元/千瓦左右降至目前15700元/千瓦左右。根据彭博新能源预测，未来全球范围内海上风电成本仍有进一步下降的空间，预计2025年我国海上风电度电成本降本空间达23.3%，支撑海上风电逐步实现平价上网。

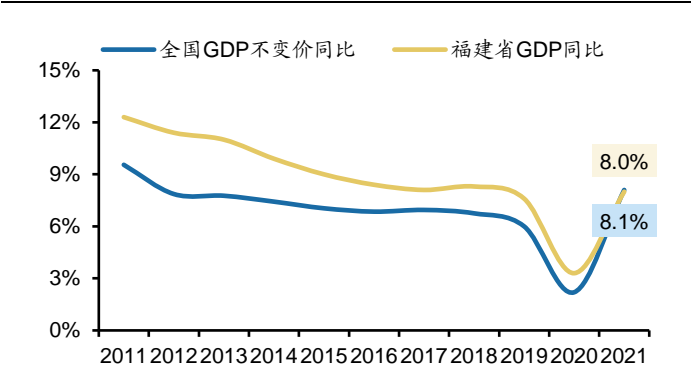
图 31：预计我国2025年海上风电度电成本将下降23.3%



数据来源：BNEF，广发证券发展研究中心

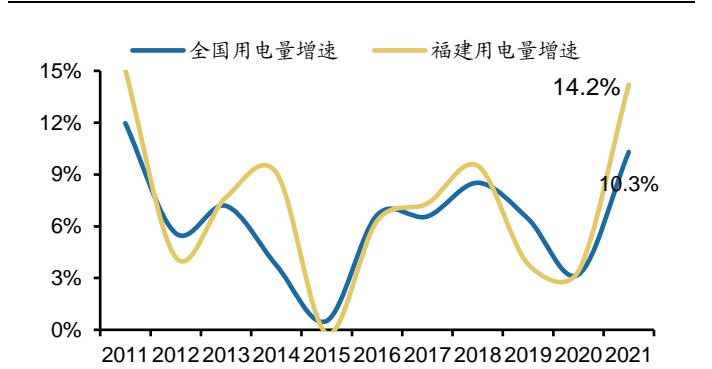
经济持续恢复下，2021年福建省用电量增速高出全国3.9pct。2021年全年，福建省生产总值为48810亿元，比上年增长8.0%；2022年目标全省地区生产总值增长6.5%。根据《福建省“十四五”能源发展专项规划》数据，预计2025年福建全省用电量3300~3436亿千瓦时，年均增长5.9%~6.7%。伴随省内经济稳增长，有望持续拉动物电量的进一步提升。

图 32：历年福建省GDP增速基本高于全国



数据来源：Wind，福建省统计局，广发证券发展研究中心

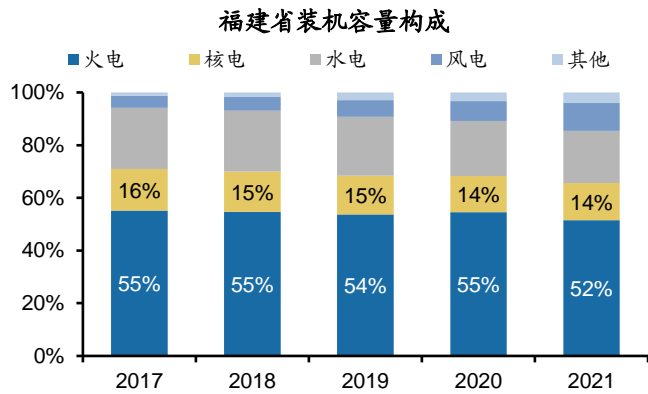
图 33：2021年福建省用电量增速高出全国3.9pct



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

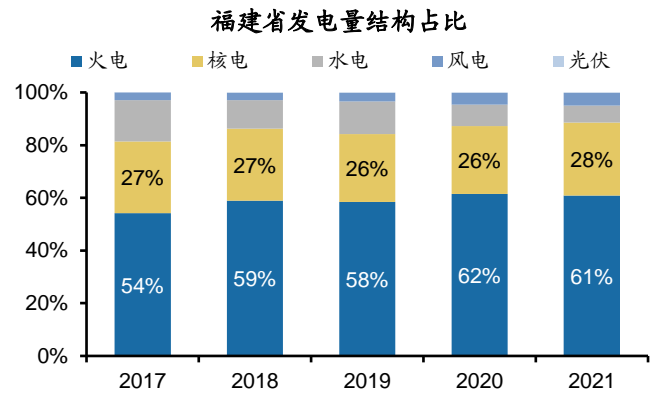
福建省火电+核电发电量占比近9成，风电装机占比迅速提升。受益于可开发厂址资源丰富，福建核电正加快崛起；同时风能资源优越，近年风电建设节奏加快。根据福建省统计局数据，2021年福建省发电装机容量69.83GW，同比增长9.6%；其中，火电35.96.GW（占总装机51.50%，下同），水电13.86GW（占19.84%），核电9.86GW（占14.12%，同比+13.2%），并网风电7.35GW（占10.53%，同比+51.2%）；并网光伏2.77GW（占3.97%，同比+36.9%）。2021年全省完成发电量2808亿千瓦时，其中火电+核电发电量占比达88.60%。

图 34：近年福建省风电装机占比迅速提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 35：福建省火电+核电发电量占比近9成



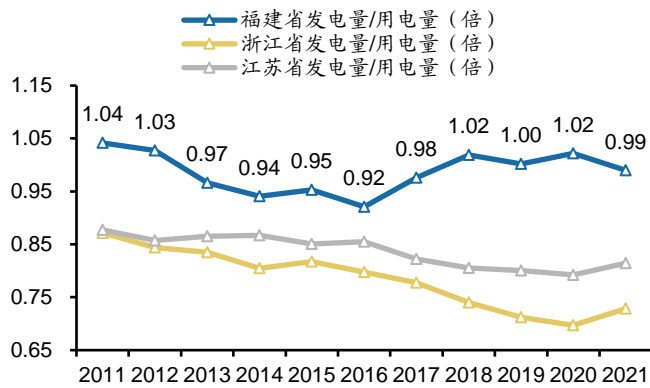
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

东部沿海地区中，福建省电力相对充裕，具备电力外送能力。福建电网接入华东电网，相较于浙江、江苏等兄弟省份，福建省电力供需相对平衡。通过现有浙北—福州特高压，省内电力外送至浙江；十四五拟建成福州—厦门北电南送特高压，满足福建电网“北电南送”安全输电和南部负荷中心用电需求。

浙北—福州1000kV特高压交流输变电工程：包括四站三线，起于浙江的浙北变电站，经浙中、浙南变电站，止于福建的福州变电站，是华东特高压交流主网架的重要组成部分，近期输电能力680万千瓦，远期输电能力可达1050万千瓦。浙北-福州工程于2013年3月获得核准，2014年12月26日正式投运。

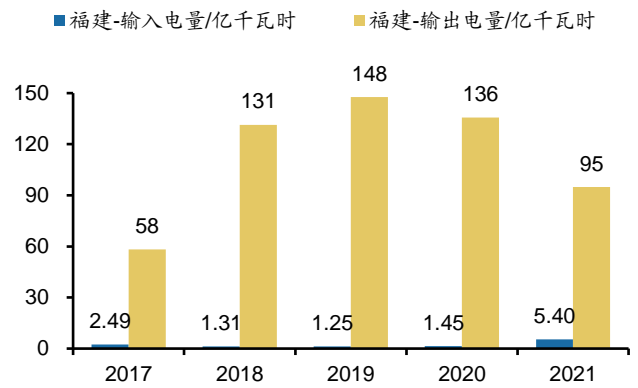
福建北电南送特高压交流输变电工程（福州—厦门）：省内第二条特高压线路，线路起于福州（榕城）1000千伏特高压变电站，途经福州闽侯、闽清、永泰，泉州安溪、永春、德化，漳州长泰、厦门集美等县区，线路全长2×238公里。工程于2022年1月获得核准，计划于2023年建成投运。

图 36: 东部沿海地区中, 福建省电力相对充裕



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 福建省具备电力外送能力



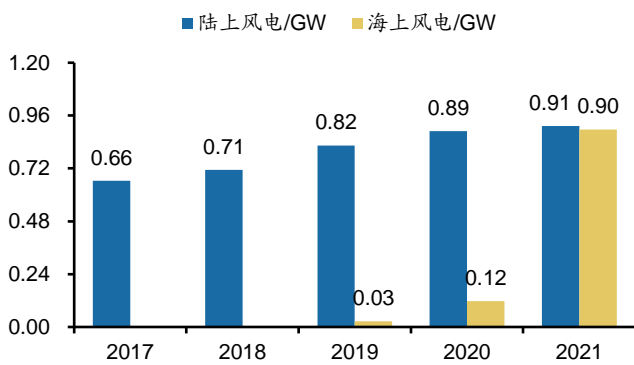
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 图中均为当年前 11 个月数据

(二) 属地资源优势强, 携手三峡能源合作共赢

2021年末海风装机大幅提升, 占比升至15%。受益于平海湾F区、莆田石城共计400MW海上风电项目2021年7月并网发电、长乐外海496MW海上风电项目2021年末并网, 公司2021年末海上风电并网装机达0.9GW, 较2020年末提升7倍以上; 同期风电装机占比升至30%, 其中海上风电装机占比升至15%。

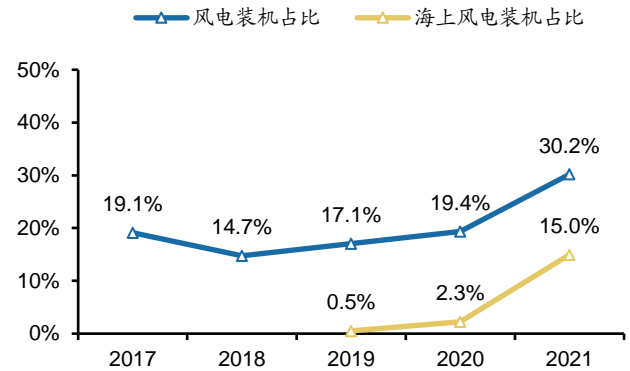
图 38: 2021年末公司并网海风装机大幅提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 平海湾 F 区、莆田石城海上风电项目自 2019 年起部分并网

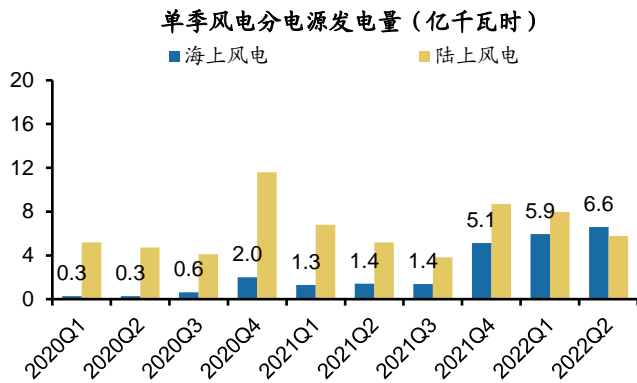
图 39: 2021年末公司海风装机占比升至15%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

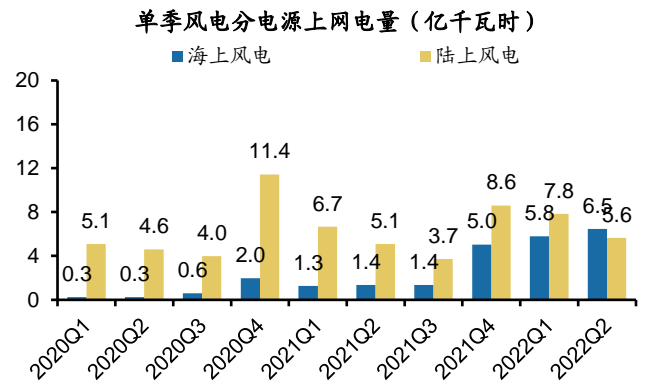
21H2并网海风电量充分释放, 22H1发电量、上网电量同比均提升3.5倍以上。受益于2021年下半年公司海上风电项目集中并网, 2022年上半年风电发电量、上网电量分别达26.27、25.73亿千瓦时; 其中海上风电分别为12.52、12.24亿千瓦时, 同比提升3.62倍, 占风电发电量、上网电量近半数。

图 40: 2022年单季海风发电量同比大幅提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

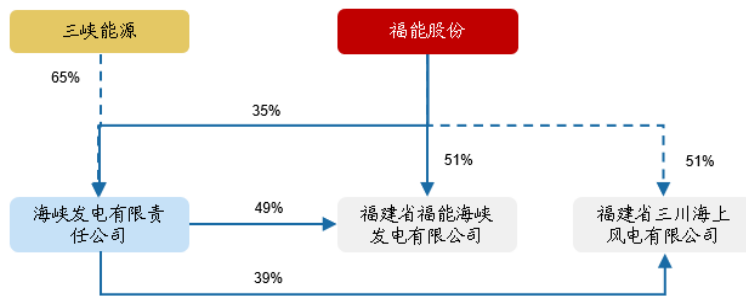
图 41: 2022年单季海风上网电量同比大幅提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司携手三峡能源，合作开发福建海风项目。三峡能源作为我国海上风电引领者，截至2021年末海上风电已投产4.58GW，对于海风开发、运营经营丰富。公司与三峡能源通过交叉持股方式，开展省内海风项目开发：三川公司（公司持股65%、三峡能源持股25%）、福能海峡发电（公司持股68%，三峡能源持股32%）、海峡发电（公司持股35%、三峡能源持股65%）。

图 42: 公司携手三峡能源，合作开发福建海风项目



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 三峡能源通过长江三峡集团福建能源投资持股海峡发电 65%股份; 福能股份通过福能新能源持股三川风电 51%股份

表 7: 公司与三峡能源交叉持股，合作开发海上风电项目

序号	项目名称	所属公司	福能股份 持股/%	三峡能源 持股/%	装机容量 /MW	总投资额 /亿元	单位投资额 (元/千瓦)	并网时间
1	平海湾 F 区海上风电项目	三川风电	65%	25%	200	74.50	18625	2021 年 7 月
2	莆田石城海上风电项目	三川风电	65%	25%	200	-	-	-
3	长乐外海海上风电场 C 区项目	福能海峡发电	68%	32%	496	104.13	20994	2021 年 12 月
4	漳浦六鳌海上风电场 D 区项目	海峡发电	35%	65%	402	89.70	22312	-
5	福清兴化湾海上风电项目一期	海峡发电	35%	65%	77.40	-	-	2019 年
6	福清兴化湾海上风电项目二期	海峡发电	35%	65%	280	-	-	2020 年
7	长乐外海海上风电场 A 区项目	海峡发电	35%	65%	300	70.52	23507	预计 2022 年

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

福建省2022年重点海风在建项目达1.6GW，公司携手三峡项目达1.4GW。2022年2月28日，福建省发改委发布2022年省重点项目名单，其中包括国家海上风电研究与试验检测基地、漳浦六鳌海上风电二期项目等6个在建海上风电项目（不含基地项目总装机为1.58GW），另有1个海上风电预备重点项目。重点在建海风项目中，公司与三峡能源锁定1.40GW。

表 8：2022 年度福建省重点海上风电项目装机达 1.88GW

序号	项目名称	所属公司	装机容量/GW	计划完成时间	备注
1	福建漳浦六鳌海上风电二期项目	海峡发电	0.40	2024年	2022年度福建省在建重点项目
2	莆田平海湾DE区项目	海峡发电	0.40	-	2022年度福建省在建重点项目
3	平潭外海海上风电场项目	海峡发电	0.10	-	2022年度福建省在建重点项目
4	长乐外海海上风电场C区项目	福能海峡发电	0.50	-	2022年度福建省在建重点项目
5	平潭长江澳海上风电场工程项目	大唐发电	0.19	-	2022年度福建省在建重点项目
6	宁德霞浦海上风电场B区项目	闽东电力	0.30	-	2022年度福建省预备重点项目
合计			1.88		

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

备注：2022 年度福建省在建重点项目之一，国家海上风电研究与试验检测基地未列示上表

参考十四五期间福建省新增海风4.10GW、光伏3GW，清洁能源占比提升至58.5%的目标，公司作为省属电力平台，携手三峡能源，未来省内海上风电建设值得期待。

以400MW海上风电项目为例，收入端假设上网电价为0.39元/千瓦时（参考福建省燃煤标杆电价为0.3932元/千瓦时），利用小时数由3800小时增至4000小时左右；成本端假设单位投资成本为15000元/千瓦，折旧年限为20年，采用年限平均法折旧。同时考虑资本金为30%，风力发电增值税50%返还以及所得税1-3年免征、4-6年减半情形。伴随利用小时数的提高，测算出400MW海上风电项目前期（投产后第4~5年，运营相对稳定）净利率在7%~8%左右，而后期伴随利息支出的减少，净利率有望进一步提升。

表 9：测算海上风电平价项目稳定运营后，前期净利率在 7%~8%左右

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
装机容量/MW	400	400	400	400	400
利用小时数/Hour	3800	3876	3954	4033	4033
发电量/亿千瓦时	15.20	15.50	15.81	16.13	16.13
上网电量/亿千瓦时	14.74	15.04	15.34	15.65	15.65
上网电价（元/千瓦时，含税）	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
发电收入/亿元	5.09	5.19	5.29	5.40	5.40
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
发电量/亿千瓦时	15.20	15.50	15.81	16.13	16.13
设备折旧/亿元	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85
运营成本/亿元	0.76	0.78	0.79	0.81	0.81
利息支出/亿元	1.81	1.75	1.69	1.62	1.56
债务余额/亿元	40.63	39.21	37.72	36.17	34.55
增值税返还/亿元	0.33	0.34	0.34	0.35	0.35

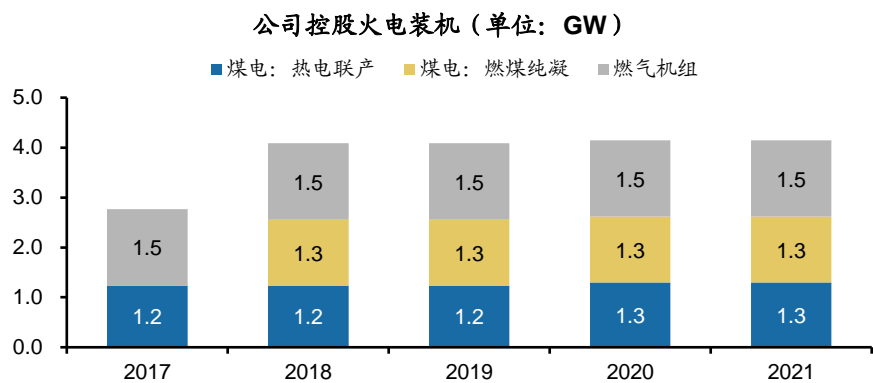
所得税/亿元	-	-	-	0.05	0.06
净利润/亿元	-0.03	0.12	0.27	0.38	0.44
净利率/%	-0.6%	2.3%	5.2%	7.0%	8.11%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 煤电业绩有望持续改善, 气电 2021 年基数较高

2021年末火电装机达4.14GW, 其中煤电占6成。截至2021年末公司在运火电控股装机达4.14GW, 其中热电联产机组为1296MW、燃煤纯凝机组为1320MW、燃气机组为1528MW, 煤电机组(热电联产+燃煤纯凝)占火电机组的63.13%。

图 43: 公司火电分热电联产、燃煤纯凝、燃气机组



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 10: 截至 2021 年末公司在运火电控股装机达 4.14GW

序号	类型	项目名称	公司名称	装机容量/GW	持股比例/%	权益装机/GW	投运时间
1	燃煤发电	华润电力六枝电厂	福能贵电	1.32	51%	0.67	2016
2	燃气发电	福建晋江 LNG 项目	晋江气电	1.53	75%	1.15	2010
3	热电联产	鸿山热电热电联产项目	鸿山热电	1.20	100%	1.20	2011
4	热电联产	福鼎热电厂项目(一期)	龙安热电	0.04	65%	0.02	2018
5	热电联产	福能晋南热电联产项目	晋南热电	0.06	75%	0.05	2020
合计				4.14GW		3.09GW	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

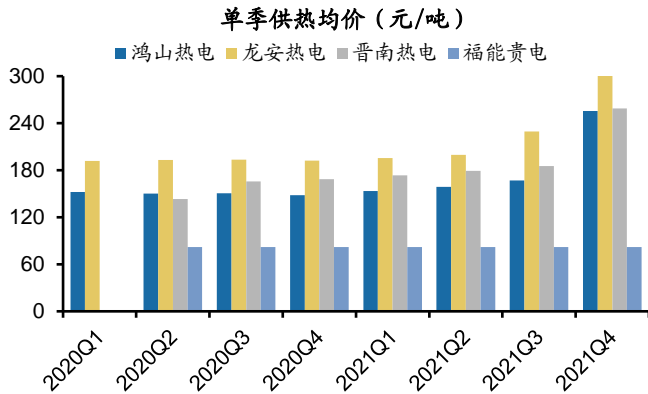
备注: 晋南热电为晋江气电 100%控股子公司

热电联产机组供热价格与煤炭价格联, 可有效疏导燃煤成本。公司火电板块利润历年主要来自鸿山热电, 2020年贡献净利润6.14亿元, 占公司归母净利润的41%。2021年煤炭价格同比大幅上涨, 燃煤热电联产机组供电、供热成本同比上升, 但鸿山热电净利润亏损不足1亿元(净利率为-2.66%), 显著优于同业, 主要系供热价格与煤炭价格联动(2021Q4鸿山热电供热价格同比提升72.80%), 可在一定程度上疏导燃煤成本。

2021年气电存在前年替代电量延时确认因素, 导致基数较高。晋江气电2021年净利润大幅提升至4.89亿元, 主要系2020年替代电量政策执行较晚(2020年内仅执行

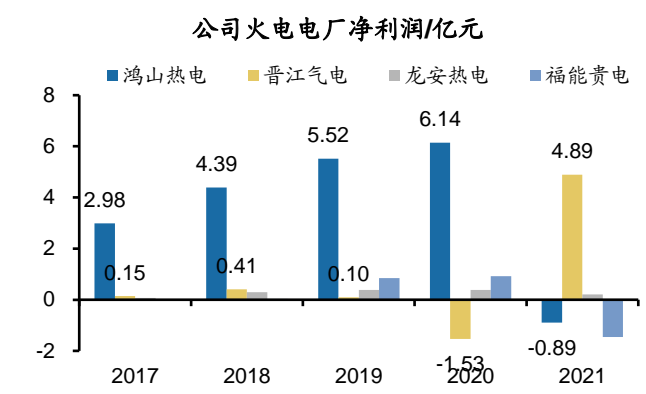
9.28亿千瓦时，全年指标为24.86亿千瓦时）、剩余电量结转至2021年所致。

图 44: 热电联产供热价格可一定程度疏导燃煤成本



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 45: 公司火电厂中, 历年鸿山热电贡献主要利润



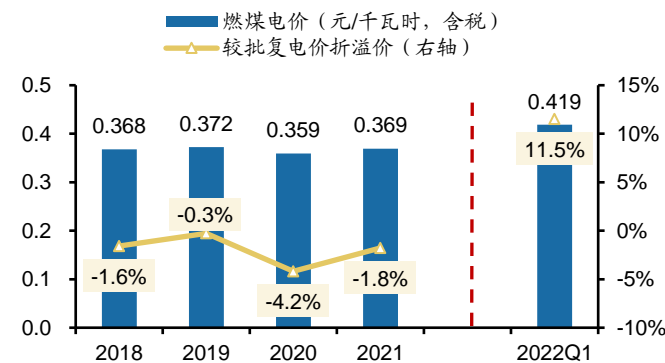
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 晋江气电净利润含晋南热电(热电联产)部分

燃煤电价向上浮动限制扩至20%，短期收入端迅速打开天花板。2021年10月，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，原则上燃煤发电电量全部进入电力市场，还将煤电交易电价上下浮动范围扩大至20%，高耗能企业不受限制。

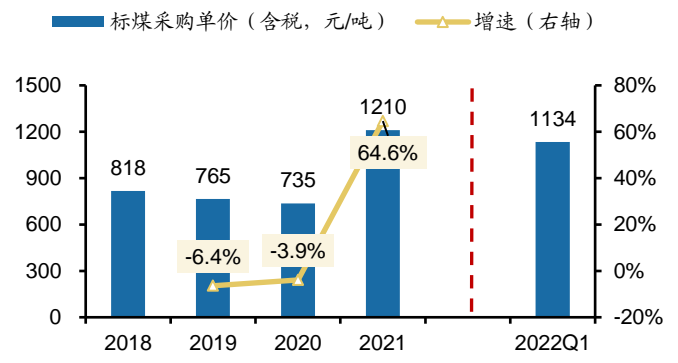
2021年公司燃煤上网电价(纯凝与热电联产上网电价加权平均后口径)涨幅有限，较批复电价折价1.8%。2022年一季度燃煤电价达0.419元/千瓦时，较标杆实现溢价11.5%；同期标煤采购单价为1134元/吨，较2021全年下降6.3%。预计电价上浮全年体现，动力煤保供稳价政策力度持续增强、公司用煤成本同比、环比下降，全年业绩将持续改善。

图 46: 2022Q1公司燃煤电价较批复电价溢价11.5%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 2022Q1公司标煤单价较2021全年下降6.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

(一) 关键业务核心假设

(1) 供电业务：燃煤发电

截至2021年底，公司控股燃煤装机2616MW，其中燃煤纯凝机组1320MW，热电联产机组1296.1MW；装机方面，假设2022~2024年暂不考虑新增机组投产；上网电价方面，假设2022~2024年各项目上网电价较福建省、贵州省燃煤标杆电价分别提升18%、17%、16%。

(2) 供电业务：燃气发电

截至2021年底，公司控股燃气装机1528MW，装机方面，假设2022~2024年暂不考虑新增机组投产；上网电价方面，假设与历史水平基本持平；结转电量保持2017~2019年的平均水平。

(3) 供电业务：风力发电

截至2021年底，公司控股风电装机1809MW，其中海上风电896MW，陆上风电913MW；装机方面，假设2022~2024年，公司分别新增海上风电0、500、500MW，陆上风电暂不考虑新增，则2024年末风电累计装机为2809MW；上网电价方面，假设新增平价海风上网电价为福建省燃煤标杆电价0.39元/千瓦时。

表 11：公司发电业务经营数据预测

燃煤发电	2020	2021	2022E	2023E	2024E
累计在运装机规模/MW	2616	2616	2616	2616	2616
利用小时数/Hour	5239	4966	4866	4769	4721
发电量/亿千瓦时	134.80	129.91	127.31	124.77	123.52
平均上网电价同比变化/%	-0.69%	2.67%	20.10%	-0.85%	-0.85%
燃气发电	2020	2021	2022E	2023E	2024E
累计在运装机规模/MW	1528	1528	1528	1528	1528
利用小时数/Hour	1839	2063	2084	2104	2126
发电量/亿千瓦时	28.10	31.52	31.84	32.16	32.48
平均上网电价同比变化/%	-1.98%	-9.30%	0.20%	-0.10%	0.00%
风力发电	2020	2021	2022E	2023E	2024E
累计在运装机规模/MW	1006	1809	1809	2309	2809
利用小时数/Hour	2975	2905	3100	3200	3500
发电量/亿千瓦时	28.75	33.75	56.08	65.89	89.57
平均上网电价同比变化/%	2.82%	6.53%	11.64%	-6.92%	-11.23%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中 2020~2021 年数据为拟合值，2022~2024 年数据为假设值

(二) 盈利预测与投资建议

基于对上述关键业务核心假设，预计公司2022~2024年：

供电业务营收分别为111.60、114.24、121.82亿元，对应毛利率分别为26.0%、27.7%、28.7%；

供热业务假设供热量分别为901、915、908万吨，考虑当前燃料成本仍在高位，供热价格基本维持2021年水平，则对应营收分别为16.26、16.52、16.39亿元，毛利率参考2022Q1为19.08%的水平，假设维持20%稳定。

纺织业务营收假设以每年5%增速增长，则分别为7.66、8.04、8.44亿元，毛利率保持过去三年平均水平，分别为6.0%、6.4%、5.3%。

表 12: 公司各分部业务预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计					
收入/亿元	95.57	120.77	137.47	140.95	149.02
yoy	-3.9%	26.4%	13.8%	2.53%	5.72%
成本/亿元	72.75	100.08	103.67	104.25	108.91
毛利润/亿元	22.83	20.69	33.80	36.70	40.11
毛利率/%	23.9%	17.1%	24.6%	26.0%	26.9%
供电业务					
收入/亿元	76.25	94.92	111.60	114.24	121.82
yoy	-5.8%	24.5%	17.6%	2.4%	6.6%
成本/亿元	57.71	77.49	82.57	82.61	86.82
毛利润/亿元	18.55	17.43	29.03	31.63	35.00
毛利率/%	24.3%	18.4%	26.0%	27.7%	28.7%
供热业务					
收入/亿元	10.01	16.78	16.26	16.52	16.39
yoy	2.9%	67.7%	-3.1%	1.6%	-0.8%
成本/亿元	7.41	14.91	13.01	13.22	13.11
毛利润/亿元	2.60	1.88	3.25	3.30	3.28
毛利率/%	26.0%	11.2%	20.0%	20.0%	20.0%
纺织业务					
收入/亿元	7.67	7.29	7.66	8.04	8.44
yoy	4.6%	-4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
成本/亿元	6.93	7.04	7.20	7.53	8.00
毛利润/亿元	0.74	0.25	0.46	0.51	0.45
毛利率/%	9.6%	3.4%	6.0%	6.4%	5.3%
其他					
收入/亿元	1.64	1.77	1.95	2.15	2.36
yoy	11.9%	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
成本/亿元	0.70	0.64	0.89	0.89	0.97

毛利润/亿元	0.94	1.14	1.06	1.26	1.39
毛利率/%	57.2%	64.1%	54.1%	58.5%	58.9%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计公司2022~2024年营业收入分别为137.47、140.95、149.02亿元，同期归母净利润分别为21.64、24.22、27.09亿元，按最新收盘价对应PE分别为11.14、9.95、8.90倍。

我们看好公司在福建海上风电的发展前景，煤电盈利有望触底和回升。参考同业估值水平，给予公司2022年15倍PE估值，对应16.61元/股合理价值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：福能股份同业对比（收盘价日期：2022/7/20）

公司代码	公司名称	市值 /亿元	最新收盘价 元/股	PE 倍				归母净利润/亿元			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600483.SH	福能股份	241.00	12.33	25.09	11.14	9.95	8.90	12.68	21.64	24.22	27.09
600163.SH	中闽能源	149.19	7.84	25.42	15.59	12.69	11.55	6.56	9.57	11.75	12.91
603693.SH	江苏新能	137.36	20.03	63.61	17.08	14.93	11.47	3.07	8.04	9.20	11.98
000543.SZ	皖能电力	108.58	4.79	-9.43	23.64	16.03	13.38	-13.37	4.59	6.78	8.11

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

四、风险提示

（一）煤价持续上行风险

由于公司火电机组占比仍较高（2021年为69%），盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。虽预计未来一段时间内，随着煤炭行业下游需求的放缓和新增产能的增加，我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松，煤炭价格将处于平稳态势，但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压公司的盈利空间，带来盈利水平波动的风险。

（二）海风项目新增、建设不及预期风险

十四五期间福建省新增海风4.10GW、光伏3GW；若公司海上风电项目新增不及预期，或因台海问题、天气影等多方因素，海上风电项目建设进度不及预期，将对公司未来3年营收、业绩产生较大影响。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,791	7,173	7,306	8,447	8,593
货币资金	2,101	2,915	2,407	3,628	3,601
应收及预付	2,899	3,241	3,765	3,724	3,850
存货	445	529	618	588	612
其他流动资产	346	488	515	506	530
非流动资产	29,022	36,812	38,739	41,274	46,100
长期股权投资	6,986	7,585	7,985	8,585	9,185
固定资产	15,954	18,324	21,162	23,661	26,883
在建工程	2,028	7,508	6,305	5,814	6,870
无形资产	471	471	451	441	431
其他长期资产	3,583	2,924	2,837	2,774	2,732
资产总计	34,813	43,985	46,045	49,721	54,693
流动负债	6,015	6,165	5,433	5,397	5,611
短期借款	794	1,830	2,130	2,130	2,130
应付及预收	1,288	2,720	1,629	1,585	1,773
其他流动负债	3,933	1,616	1,674	1,681	1,708
非流动负债	10,189	16,255	16,855	17,655	19,155
长期借款	7,246	14,148	14,748	15,548	17,048
应付债券	2,510	1,173	1,173	1,173	1,173
其他非流动负债	433	934	934	934	934
负债合计	16,204	22,421	22,289	23,052	24,766
股本	4,001	4,195	4,195	4,195	4,195
资本公积	4,745	6,247	6,247	6,247	6,247
留存收益	6,261	7,024	8,778	11,200	13,909
归属母公司股东权益	15,502	17,689	19,443	21,865	24,574
少数股东权益	3,107	3,875	4,314	4,805	5,354
负债和股东权益	34,813	43,985	46,045	49,721	54,693

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,557	12,077	13,747	14,095	14,902
营业成本	7,275	10,008	10,367	10,425	10,891
营业税金及附加	75	76	89	92	97
销售费用	32	34	34	35	37
管理费用	210	238	271	278	294
研发费用	21	71	69	70	75
财务费用	429	509	796	836	882
资产减值损失	-212	-62	-68	-48	-26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	479	547	756	846	939
营业利润	1,858	1,702	2,966	3,318	3,711
营业外收支	5	-31	-8	-8	-8
利润总额	1,863	1,672	2,958	3,310	3,703
所得税	268	146	355	397	444
净利润	1,596	1,525	2,603	2,913	3,258
少数股东损益	100	257	439	491	549
归属母公司净利润	1,495	1,268	2,164	2,422	2,709
EBITDA	3,122	3,019	4,474	4,868	5,420
EPS (元)	0.85	0.65	1.11	1.24	1.39

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,262	2,313	2,455	4,520	5,029
净利润	1,596	1,525	2,603	2,913	3,258
折旧摊销	1,128	1,299	1,419	1,532	1,762
营运资金变动	-590	-487	-1,678	38	36
其它	128	-25	111	38	-26
投资活动现金流	-5,169	-8,536	-2,642	-3,251	-5,657
资本支出	-4,754	-6,435	-2,988	-3,487	-5,986
投资变动	-859	-2,801	-410	-609	-609
其他	444	700	756	846	939
筹资活动现金流	252	7,038	-321	-48	600
银行借款	3,681	12,666	900	800	1,500
股权融资	1,060	564	0	0	0
其他	-4,488	-6,192	-1,221	-848	-900
现金净增加额	-2,657	814	-508	1,221	-27
期初现金余额	4,758	2,101	2,915	2,407	3,628
期末现金余额	2,101	2,915	2,407	3,628	3,601

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-3.9%	26.4%	13.8%	2.5%	5.7%
营业利润增长	13.4%	-8.4%	74.2%	11.9%	11.8%
归母净利润增长	20.2%	-15.2%	70.6%	11.9%	11.9%
获利能力					
毛利率	23.9%	17.1%	24.6%	26.0%	26.9%
净利率	16.7%	12.6%	18.9%	20.7%	21.9%
ROE	9.6%	7.2%	11.1%	11.1%	11.0%
ROIC	5.6%	3.9%	6.1%	6.2%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	51.0%	48.4%	46.4%	45.3%
净负债比率	87.1%	104.0%	93.8%	86.4%	82.8%
流动比率	0.96	1.16	1.34	1.57	1.53
速动比率	0.83	0.98	1.13	1.35	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.27	0.30	0.28	0.27
应收账款周转率	3.48	4.02	3.88	4.02	4.12
存货周转率	21.47	22.83	22.25	23.96	24.36
每股指标 (元)					
每股收益	0.85	0.65	1.11	1.24	1.39
每股经营现金流	1.28	1.18	1.26	2.31	2.57
每股净资产	8.81	9.05	9.38	9.38	9.38
估值比率					
P/E	9.34	25.09	11.14	9.95	8.90
P/B	0.90	1.80	1.31	1.31	1.31
EV/EBITDA	7.58	15.90	9.32	8.48	7.89

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。