

福能股份（600483）点评报告

再签参股核电项目协议，资产注入与配售电突破值得关注 买入（维持）

2016 年 11 月 20 日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

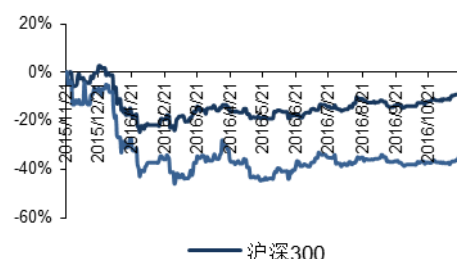
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点：

- **投资成立热电联产项目；拟参股宁德第二核电 10% 股权：**1) 公司公告与关联方东南电化公司合资成立福能东南热电公司，注册资本 2 亿元，公司出资 1.3 亿元，持股 65%。福能东南热电公司将负责福州市江阴化工区热电联产等项目的建设运营。2) 公司同时公告，拟与大唐核电、中广核在福建宁德共同投资运营福建宁德第二核电，规模为两台百万千瓦级功率。宁德第二核电注册资本 1 亿元，公司出资 1 千万，占 10% 的股权。
- **热电联产规模再扩大，“以热定电”盈利性好：**公司现有鸿山热电一期 1.2GW 热电资产，储备项目 2.8GW。福能东南热电成立后，将进一步扩大公司热电联产规模，并且热电联产“以热定电”的方式有利于保障利用小时数，盈利性较好。同时新公司将受托管理东南电化及周边企业的人丹机组，并可自行收购自备热电机组，开发建设运营热电联产、风电、光伏、配电、售电等项目，开产合同能源管理等业务，未来将形成公司新的利润增长点。
- **核电再加码，坐拥福建地利，项目资源丰富：**近期公司还公告与国家核电拟共同设立国核（福建）核电公司，致力于连江核电项目的开发建设。合资公司注册资本 1 亿元，公司认缴出资 3500 万元，持股 35%。公司在福建核电项目早有布局，2015 年公告参股 4.6GW 华能霞浦核电 10% 股权和 600MW 中核霞浦核电 20% 股权（快中子反应堆四代技术路线）。此外，福能集团参股宁德核电（一期 4 台机组合计 4356MW）10% 的股权，承诺将来注入。而在核电燃料方面，公司于 2015 年 12 月携手中陕核集团，参股 40% 合资开发鄂尔多斯矿项目。公司在核电方面频频出手，显示了公司坐拥福建地利，强大的项目资源获取能力，未来随着参股核电站的陆续建成、运营，将为公司带来稳定的收益。
- **电力资产注入已做承诺，福能集团资产证券化率不断提升：**公司在 2014 年借壳上市时，福能集团已将大部分电力资产（鸿山热电、福能新能源、晋江气电）注入上市公司，并承诺将剩余电力资产（热电火电并网储备权益装机 4077.27MW、宁德核电权益装机 435.6MW）注入上市公司，未来有望为上市公司增厚 10 亿元以上的收益。根据最新公告，福能集团将在 2017 年 12 月 31 日前，将参股的神华福能、福建石狮热电、国电泉州热电、福建宁德核电资产注入上市公司；将于 2018 年 12 月 31 日前，将福建惠安泉惠发电公司（筹建期）的股权注入福能股份。按照历史经验和行业惯例，我们认为注入资产存在较大的增值空间。福能集团综合实力雄厚，已多年上榜中国企业 500 强，形成了以煤炭、电力、港口物流、建材、建工房地产、金融为主业，涉及商贸、纺织、化纤、酒店、科研、设计、医

股价走势



市场数据

收盘价（元）	12.01
一年最低价/最高价	16.99/9.76
市净率（倍）	1.9287
流通 A 股市值（百万元）	3464.69

基础数据

每股净资产（元）	6.32
资本负债率（%）	42.94%
总股本（百万股）	1,551.8256
流通 A 股（百万股）	288.4837

相关研究

1. 整体经营稳定，配售电业务快速突破（2016-10-26）
2. 核电再加码，配售电继续突破（2016-9-29）

院、制药等行业，拥有包括福能股份、福建水泥等上市公司在内的全资或控股企业近 40 家。福能集团目前资产证券化率约 40%，且明确提出“积极推动福能集团整体上市”，较此前的电力资产整体上市更进一步，显示出福建省国资委与福能集团持续提升资产证券化率的雄心。

- **风电场逐步并网，装机容量稳步提升：**截至目前，公司已并网风电装机容量 714MW 左右。2015 年，公司募投的 7 个风电场项目中已有 4 个并网，另有龙海港尾、莆田坪洋、莆田顶岩山、龙海等地 4 个风电场合计 118MW 容量建设中，并将陆续建成投产。近期另有莆田潘宅（86MW）、南安洋坪（20MW）和永春外山（20MW）三个风电场项目获得核准；平海湾 F 区（200MW）、石城渔港（200MW）海上风电项目处于筹建阶段。公司新建、核准风电场以及筹建中的海上风电项目，有序开展，后续增长稳定。随着新建风电场项目陆续投产，计算装机容量同比增加，发电量同比增加，特别是福建地区风电消纳良好，无限电问题，将带动公司盈利同比上升。
- **配售电业务拿下龙岩，福建电改急先锋：**9 月 23 日，公司公告与龙岩工贸发展集团成立配售电公司，拟在龙岩开展配售电业务。合资公司注册资本 2 亿元，公司持股 51%。8 月 26 日，国家发改委和能源局已经正式批复福建省开展售电侧改革试点，并下发《试点方案》，福建电改正式起航。公司抓住机遇，积极参与电改。2015 年 9 月即与长江电力共同投资成立福建省配售电公司。今年以来，公司又相继公告分别于闽东电力、南平实业、平潭管委会、九龙江集团签署协议在宁德、南平、平潭综合实验区、漳州等地成立配售电公司。算上此次与龙岩工贸集团合资成立龙岩配售电公司，公司配售电业务布局已占福建 9 个地区中的 5 个，其中 3 家拥有新增配网建设运营权，可谓福建电改的急先锋。根据《试点方案》，同一供电营业区内可以有多个售电公司，但只能有一家公司拥有配电网运营权，并提供保底供电服务。公司在上述地区抢先布局，将参与增量配电网建设，占据配电网运营资源，掌握配电网改革话语权。配售电业务的迅速开展，将与公司现有的热电、风电及供热等业务形成协同效应，成为综合能源管理平台，极具想象空间。
- **投资建议：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.70 元、0.79 元和 0.85 元，业绩增速分别为 1.84%、12.69%、8.45%。预计 2016-2018 年公司将迎来新项目投产与集团资产注入高峰，考虑到公司的成长性，兼有国企改革、福建板块与台湾概念、一带一路、海上风电、核电、电改等多重主题，给予 2017 年 20 倍 PE，对应目标价 16 元，维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**电改政策低于预期、电力消纳出现问题、资产注入低于预期等。

图表 9：福能股份三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	5,767	5,809	7,158	7,292	7,726	8,181
增长率	334.69%	0.7%	23.2%	1.9%	6.0%	5.9%
营业成本	-4,179	-4,206	-5,189	-5,383	-5,610	-5,880
% 销售收入	72.5%	72.4%	72.5%	73.8%	72.6%	71.9%
毛利	1,588	1,603	1,968	1,909	2,116	2,302
% 销售收入	27.5%	27.6%	27.5%	26.2%	27.4%	28.1%
营业税金及附加	-25	-36	-50	-51	-54	-57
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-7	-22	-37	-36	-39	-41
% 销售收入	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-85	-107	-119	-117	-124	-131
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	1,471	1,438	1,762	1,704	1,899	2,072
% 销售收入	25.5%	24.7%	24.6%	23.4%	24.6%	25.3%
财务费用	-485	-430	-337	-250	-274	-325
% 销售收入	8.4%	7.4%	4.7%	3.4%	3.5%	4.0%
资产减值损失	0	-5	-20	-25	-20	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	0	6	15	10	10
% 税前利润	1.3%	0.0%	0.4%	1.0%	0.6%	0.6%
营业利润	999	1,002	1,411	1,445	1,615	1,746
营业利润率	17.3%	17.3%	19.7%	19.8%	20.9%	21.3%
营业外收支	9	14	23	25	28	30
税前利润	1,008	1,017	1,434	1,470	1,643	1,776
利润率	17.5%	17.5%	20.0%	20.2%	21.3%	21.7%
所得税	-213	-217	-310	-313	-341	-364
所得税率	21.1%	21.3%	21.6%	21.3%	20.7%	20.5%
净利润	795	800	1,124	1,156	1,302	1,412
少数股东损益	56	4	60	73	82	89
归属于母公司的净利润	739	795	1,063	1,083	1,220	1,323
净利率	12.8%	13.7%	14.9%	14.9%	15.8%	16.2%
				1.84%	12.69%	8.45%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	795	800	1,124	1,156	1,302	1,412
少数股东损益	0	0	0	73	82	89
非现金支出	555	612	681	577	676	770
非经营收益	477	433	345	270	338	403
营运资金变动	-390	114	352	-42	-54	-44
经营活动现金净流	1,438	1,959	2,502	2,035	2,344	2,630
资本开支	637	928	1,321	2,145	1,992	2,126
投资	-18	0	-67	0	0	0
其他	18	77	38	15	10	10
投资活动现金净流	-637	-851	-1,350	-2,130	-1,982	-2,116
股权募资	220	0	11	2,683	0	0
债权募资	-1,009	-297	-582	1,512	1,467	1,469
其他	-664	-496	-530	-310	-376	-443
筹资活动现金净流	-1,453	-793	-1,102	3,885	1,091	1,027
现金净流量	-652	315	49	3,790	1,453	1,541

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	924	1,242	1,270	4,987	6,358	7,810
应收账款	979	1,238	1,065	1,094	1,159	1,227
存货	119	353	324	352	366	384
其他流动资产	303	240	163	166	169	173
流动资产	2,325	3,073	2,822	6,598	8,053	9,594
% 总资产	18.7%	21.4%	19.0%	32.6%	35.0%	36.9%
长期投资	0	181	255	255	255	255
固定资产	9,709	10,017	10,328	11,954	13,326	14,730
% 总资产	78.3%	69.8%	69.7%	59.1%	57.9%	56.7%
无形资产	150	716	723	715	707	699
非流动资产	10,075	11,281	12,000	13,617	14,982	16,379
% 总资产	81.3%	78.6%	81.0%	67.4%	65.0%	63.1%
资产总计	12,400	14,354	14,822	20,216	23,044	25,973
短期借款	1,203	554	705	515	515	515
应付款项	972	858	987	1,026	1,070	1,122
其他流动负债	54	73	102	105	110	115
流动负债	2,229	1,485	1,794	1,646	1,695	1,752
长期贷款	6,253	6,665	5,931	7,633	9,100	10,569
其他长期负债	2	84	89	89	89	89
负债	8,484	8,233	7,814	9,368	10,885	12,411
普通股股东权益	3,585	5,792	6,610	10,385	11,606	12,929
少数股东权益	331	329	398	471	553	642
负债股东权益合计	12,400	14,354	14,822	20,225	23,044	25,982
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.274	0.632	0.845	0.698	0.786	0.853
每股净资产 (元)	1.329	4.603	5.253	6.692	7.479	8.331
每股经营现金净流 (元)	0.533	1.557	1.988	1.264	1.458	1.637
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	20.62%	13.73%	16.09%	10.43%	10.51%	10.24%
总资产收益率	5.96%	5.54%	7.17%	5.35%	5.30%	5.09%
投入资本收益率	11.10%	9.44%	11.34%	9.70%	9.89%	9.90%
增长率						
营业总收入增长率	334.69%	0.74%	23.21%	1.88%	5.95%	5.89%
EBIT 增长率	4063.48%	-2.27%	22.59%	-3.29%	11.42%	9.12%
净利润增长率	3152.30%	7.60%	33.69%	1.84%	12.69%	8.45%
总资产增长率	934.93%	15.76%	3.26%	40.84%	13.94%	12.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.1	48.3	38.3	38.3	38.3	38.3
存货周转天数	13.6	20.5	23.8	23.8	23.8	23.8
应付账款周转天数	45.6	72.3	52.9	52.9	52.9	52.9
固定资产周转天数	312.2	597.9	491.8	531.2	571.3	600.5
偿债能力						
净负债/股东权益	166.79%	97.64%	76.58%	29.12%	26.79%	24.13%
EBIT 利息保障倍数	3.0	3.3	5.2	6.8	6.9	6.4
资产负债率	68.42%	57.36%	52.72%	46.32%	47.23%	47.77%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

