

2021 年 10 月 28 日

福能股份 (600483.SH)

高煤价致火电短期业绩承压，期待海上风电业绩释放

■事件：公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度公司实现营业收入 90.23 亿元，同比增长 46.11%；实现归母净利润 10.42 亿元，同比增长 28.41%。单三季度实现营收 32.4 亿元，同比增长 28.74%；实现归母净利润 0.93 亿元，同比下降 78.45%，主要系煤价高涨背景下火电板块业绩承压。

■短期火电业绩承压，明年业绩压力有望缓解：公司三季度归母净利润下滑主要由于煤炭价格大幅上涨，火电板块供电、供热成本大幅提升。近期，煤价、电价政策陆续出台，未来火电板块业绩压力有望缓解：电价方面，国家发改委已发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，要求实现燃煤 100%市场化交易，且煤电交易价格浮动范围被扩大至上下浮动 20%，高耗能行业则不受 20%限制，部分省市已陆续上浮月度长协价格，有利于在一定程度上缓解公司火电板块经营压力。煤价方面，发改委发文称将依法对煤价实行干预措施，据中国证券报，大同、朔州、蒙东等地多处煤矿已初步降价，降价幅度均在 100 元/吨以上，最高降幅达到 360 元/吨，政策压力下未来煤价水平具有下降预期。但由于政策落实的进度和幅度都需要一定时间，尤其电价调整方面，目前仅实现月度长协上浮，年度长协调整、高耗能企业电价调整、市场化比例提升等方面均需逐步推进，因此我们预计公司四季度火电板块仍有较大压力，随着政策逐步推进，2022 年业绩压力有望得到缓解。

■风电项目有序投产，海上风电为长期看点：目前，公司共有三个控股海上风电项目，共 89.8 万千瓦，其中平海湾 F 区和石城两个海上风电项目已于 7 月全部并网，长乐外海 C 区海上风电将于年底前并网，带来装机规模的大幅增长。前三季度由于海上风电项目陆续投产，公司实现风电发电量 19.34 亿千瓦时，同比增长 32.4%，明年公司三个海上风电项目全额发电，有望带来发电量大幅提升。公司所处福建省海风资源丰富，项目利用小时数远高于其他省份，度电成本低，有望先一步实现平价。随着海上风电建造成本不断下降，公司海上风电优势进一步凸显，有望成为未来业绩的重要支撑。

■气电机组替代电量带来利润增长：气电业务板块主要通过替代电量的购销价差直接获取收益。据公司公告，前三季度公司气电板块兑现替代电量 38.67 亿千瓦时，其中，15.58 亿千瓦时为 2020 年获批的转

公司快报

证券研究报告

非棉纺织品

投资评级 **增持-A**

维持评级

6 个月目标价：20.8 元
 股价 (2021-10-27) 17.40 元

交易数据

总市值 (百万元)	33,283.43
流通市值 (百万元)	29,654.81
总股本 (百万股)	1,912.84
流通股本 (百万股)	1,704.30
12 个月价格区间	7.50/19.32 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.4	51.26	122.91
绝对收益	-4.97	56.62	132.37

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
 shaoli@essence.com.cn
 021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003
 zhouzhe@essence.com.cn
 021-35082029

相关报告

- 福能股份：海上风电迎来投产高峰，助力业绩大幅提升/邵琳琳 2021-08-26
- 福能股份：坐拥台海优质风资源，海上风电龙头扬帆起航/邵琳琳 2021-08-02

让发电权，于今年上半年执行，替代电量的大幅增长为公司贡献较大收益。

■**投资建议：**公司立足风电资源得天独厚的福建省，今年三大海上风电项目的投产叠加火电业绩向好预期，我们预计 2022 年公司业绩将实现大幅提升。碳中和背景下我们看好公司未来发展空间，预计 2021-2023 年公司营业收入 124.79、135.92、137.06 亿元，分别同比增长 30.6%、8.9%、0.8%；净利润 11.94、21.61、27.94 亿元，分别同比增长-20.2%、81.0%、29.3%，成长性突出；维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.8 元。

■**风险提示：**海上风电投产进度不及预期，煤价持续高涨，政策推进不及预期，用电需求不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	9,945.4	9,557.4	12,478.7	13,591.8	13,706.4
净利润	1,243.8	1,495.3	1,193.9	2,160.7	2,793.6
每股收益(元)	0.65	0.78	0.62	1.13	1.46
每股净资产(元)	6.60	8.08	3.99	4.39	4.83

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	26.8	22.3	27.9	15.4	11.9
市净率(倍)	2.6	2.2	4.4	4.0	3.6
净利润率	12.5%	15.6%	9.6%	15.9%	20.4%
净资产收益率	9.8%	9.6%	7.5%	12.3%	14.5%
股息收益率	1.2%	1.5%	0.5%	1.0%	1.3%
ROIC	8.9%	9.7%	8.9%	9.0%	11.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,945.4	9,557.4	12,478.7	13,591.8	13,706.4	成长性					
减:营业成本	7,871.6	7,274.6	9,922.7	9,445.5	8,791.7	营业收入增长率	6.3%	-3.9%	30.6%	8.9%	0.8%
营业税费	73.2	74.8	87.4	89.7	102.8	营业利润增长率	24.2%	13.4%	-10.5%	82.1%	30.0%
销售费用	46.0	32.0	31.2	34.0	34.3	净利润增长率	18.4%	20.2%	-20.2%	81.0%	29.3%
管理费用	206.8	210.2	255.8	266.4	283.7	EBITDA 增长率	18.0%	20.9%	22.5%	36.7%	11.5%
研发费用	13.9	21.3	27.5	27.2	30.2	EBIT 增长率	24.5%	26.6%	-1.9%	65.3%	17.0%
财务费用	426.5	428.6	921.1	1,244.8	1,060.3	NOPLAT 增长率	17.7%	17.8%	13.5%	65.3%	12.9%
资产减值损失	-98.0	-211.7	-35.0	-40.0	30.0	投资资本增长率	7.7%	24.0%	63.1%	-8.4%	1.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.1%	27.8%	3.8%	10.7%	10.3%
投资和汇兑收益	249.5	478.8	395.1	504.1	564.1						
营业利润	1,639.1	1,858.1	1,663.2	3,028.2	3,937.6	利润率					
加:营业外净收支	0.2	5.3	6.4	4.0	5.2	毛利率	20.9%	23.9%	20.5%	30.5%	35.9%
利润总额	1,639.4	1,863.4	1,669.6	3,032.2	3,942.9	营业利润率	16.5%	19.4%	13.3%	22.3%	28.7%
减:所得税	319.7	267.8	233.7	424.5	670.3	净利润率	12.5%	15.6%	9.6%	15.9%	20.4%
净利润	1,243.8	1,495.3	1,193.9	2,160.7	2,793.6	EBITDA/营业收入	31.3%	39.4%	36.9%	46.3%	51.2%
						EBIT/营业收入	20.9%	27.6%	20.7%	31.4%	36.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	511	574	622	693	635
						流动资产周转天数	35	14	59	99	113
						流动负债周转天数	282	249	205	209	224
						应收账款周转天数	61	85	127	152	167
						存货周转天数	17	16	17	15	14
						总资产周转天数	998	1,182	1,214	1,281	1,250
						投资资本周转天数	702	848	946	1,031	983
						投资回报率					
						ROE	9.8%	9.6%	7.5%	12.3%	14.5%
						ROA	4.7%	4.6%	2.9%	5.5%	6.8%
						ROIC	8.9%	9.7%	8.9%	9.0%	11.1%
						费用率					
						销售费用率	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%
						研发费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						财务费用率	4.3%	4.5%	7.4%	9.2%	7.7%
						四费/营业收入	7.0%	7.2%	9.9%	11.6%	10.3%
						偿债能力					
						资产负债率	47.9%	46.5%	60.9%	54.8%	50.7%
						负债权益比	91.9%	87.1%	155.6%	121.4%	103.0%
						流动比率	2.20	0.96	0.63	0.48	0.56
						速动比率	2.08	0.89	0.57	0.46	0.52
						利息保障倍数	4.88	6.15	2.81	3.43	4.71
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	0.26	0.10	0.17	0.23
						分红比率	31.2%	33.7%	32.0%	32.3%	32.7%
						股息收益率	1.2%	1.5%	0.5%	1.0%	1.3%
资产负债表						业绩和估值指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,757.6	2,100.8	998.3	1,087.3	1,096.5	EPS(元)	0.65	0.78	0.62	1.13	1.46
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	6.60	8.08	3.99	4.39	4.83
应收账款	1,715.7	2,771.4	6,016.5	5,469.5	7,271.6	PE(X)	26.8	22.3	27.9	15.4	11.9
应收票据	39.7	11.3	55.3	17.2	55.9	PB(X)	2.6	2.2	4.4	4.0	3.6
预付账款	113.1	140.2	217.8	98.6	207.3	P/FCF	-78.2	-10.7	345.8	60.9	75.3
存货	414.4	445.2	744.7	386.7	662.0	P/S	3.4	3.5	5.6	5.1	5.1
其他流动资产	385.0	322.2	356.5	354.6	344.4	EV/EBITDA	13.6	10.9	20.5	14.2	12.5
可供出售金融资产	-	-	150.0	300.0	150.0	CAGR(%)	25.5%	27.1%	9.9%	25.5%	27.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.1	0.8	2.8	0.6	0.4
长期股权投资	2,180.6	6,986.1	6,986.1	6,986.1	6,986.1	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.1	1.1	1.4
投资性房地产	4.1	3.7	3.7	3.7	3.7	REP	1.9	1.4	2.1	2.2	1.7
固定资产	14,523.7	15,953.9	27,145.5	25,164.1	23,182.7						
在建工程	1,744.9	2,028.1	2,028.1	2,028.1	2,028.1						
无形资产	372.1	470.8	430.6	390.4	350.2						
其他非流动资产	1,681.5	3,579.6	4,248.9	5,052.5	5,533.7						
资产总额	27,932.5	34,813.2	49,381.9	47,338.9	47,872.3						
短期债务	250.0	794.4	9,062.8	10,748.2	12,915.8						
应付账款	1,349.0	3,607.5	2,453.4	2,848.4	2,583.3						
应付票据	37.0	-	105.0	45.9	28.5						
其他流动负债	1,735.8	1,613.5	1,726.3	1,692.1	1,671.4						
长期借款	7,438.3	7,246.5	13,785.3	7,559.0	3,945.1						
其他非流动负债	2,566.0	2,942.5	2,931.0	3,067.7	3,140.8						
负债总额	13,376.1	16,204.4	30,063.8	25,961.2	24,285.0						
少数股东权益	1,894.6	3,106.7	3,348.7	3,795.7	4,274.7						
股本	3,792.7	4,001.2	4,001.2	4,001.2	4,001.2						
留存收益	8,358.8	11,006.1	11,968.1	13,580.7	15,311.4						
股东权益	14,556.4	18,608.8	19,318.1	21,377.7	23,587.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,319.6	1,595.6	1,193.9	2,160.7	2,793.6	EPS(元)	0.65	0.78	0.62	1.13	1.46
加:折旧和摊销	1,028.6	1,128.0	2,021.6	2,021.6	2,021.6	BVPS(元)	6.60	8.08	3.99	4.39	4.83
资产减值准备	98.0	211.7	-	-	-	PE(X)	26.8	22.3	27.9	15.4	11.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.2	4.4	4.0	3.6
财务费用	502.3	484.1	921.1	1,244.8	1,060.3	P/FCF	-78.2	-10.7	345.8	60.9	75.3
投资损失	-249.5	-478.8	-395.1	-504.1	-564.1	P/S	3.4	3.5	5.6	5.1	5.1
少数股东损益	75.8	100.3	242.0	447.0	479.0	EV/EBITDA	13.6	10.9	20.5	14.2	12.5
营运资金的变动	-652.1	-2,183.9	-5,235.8	591.3	-2,881.4	CAGR(%)	25.5%	27.1%	9.9%	25.5%	27.1%
经营活动产生现金流量	2,710.0	2,261.7	-1,252.3	5,961.2	2,909.0	PEG	1.1	0.8	2.8	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-2,452.5	-5,168.9	-12,927.9	354.1	714.1	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.1	1.1	1.4
融资活动产生现金流量	-753.5	251.9	13,077.7	-6,226.3	-3,613.9	REP	1.9	1.4	2.1	2.2	1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034