

福能股份 (600483)

电力/公用事业

发布时间: 2017-02-16

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

深度布局风电、配售电，资产注入进行中

报告摘要:

- **地方能源平台，主营业务稳定发展：**公司为福能集团旗下电力业务上市平台，目前主营业务包括热电联产、天然气发电及风电业务。2015 年公司实现归母净利润 10.6 亿元，业绩保持稳定增长。公司运营的鸿山热电为国内单机容量最大的热电机组，“以热定电”的模式使其利用小时数维持高位，盈利能力突出。天然气机组受益于气量置换和电量替代政策，盈利能力将维持稳定。公司持续进行电力多元化布局，将打造综合能源平台。
- **风电业务高成长，占据资源优势：**公司为福建省风电龙头，截止 2015 年底风电装机为 542.5MW，占全省总装机的 30%。福建省风力资源优秀，利用小时数位居全国第一。目前公司的风电装机规模不断扩大，同时携手三峡共同进行海上风电的开发建设。风电在公司业务中的占比不断提升，将成为公司业务中最具有成长性的板块。
- **福建配售电侧改革的先行者：**公司为福建区域内率先布局配售电改革的企业，与长江电力以及各地方国企合资设立配售电公司，业务范围已经覆盖福建 9 个地级市中的 6 个。利用自身以及合作方的区域资源优势，公司有望率先在配售电业务中取得突破，热电联产的园区供热用户将成为公司稳定的配售电客户来源。
- **集团资产注入有序推进，将增厚公司业绩：**为避免同业竞争，集团承诺将神华福能、石狮热电、国电泉州热电和福建宁德核电的股权在 2017 年底前注入公司；处于筹建期的惠安泉惠发电将在 2018 年底前注入。目前国电泉州与石狮热电的注入已在进行中，注入完成后将显著增厚公司业绩。
- **盈利预测：**公司传统能源业务稳定，风电业务高速增长，配售电快速布局，资产注入增厚公司业绩。预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.68、0.79 和 0.86 元，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**风电业务低于预期、煤价维持高位、电改低于预期

股票数据

2017/2/14

收盘价(元)	11.64
12个月股价区间(元)	9.94 ~ 13.70
总市值(百万元)	18,063
总股本(百万股)	1,552
A股(百万股)	1,552
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	12

历史收益率曲线



相关报告

- 《电价调整落地，关注分布式及海上风电》
2016-12-27
- 《电改持续推进，新热点新方向涌现》
2016-11-27
- 《配售电文件出台，投资有望加速》
2016-10-17

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,809	7,158	6,944	7,164	7,642
(+/-)%	392.44%	23.21%	-2.98%	3.16%	6.68%
归属母公司净利润	795	1,063	1,055	1,219	1,327
(+/-)%	3608.54%	33.69%	-0.75%	15.53%	8.85%
每股收益(元)	0.73	0.85	0.68	0.79	0.86
市盈率	15.95	13.77	17.11	14.81	13.61
市净率	3.80	3.10	2.94	2.43	2.05
净资产收益率(%)	22.59%	24.54%	18.57%	17.67%	16.13%
股息收益率(%)	0.00%	1.72%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	1,258	1,258	1,552	1,552	1,552

证券分析师: 龚斯闻

执业证书编号: S0550113050002
(021)20361173 gongsw@nesc.cn

研究助理: 顾一弘

执业证书编号: S0550115100012
(021)20361163 guyh@nesc.cn

研究助理: 孙树明

执业证书编号: S0550115120052
sunsm@nesc.cn

目 录

1. 地方能源平台，业绩稳定增长	3
1.1. 借壳福建南纺，打造能源平台	3
1.2. 盈利能力稳定提升，风电收入占比提高	3
2. 区域风电龙头，风电业务占比持续提升	6
2.1. 福建风力条件得天独厚，发展空间广阔	6
2.2. 风电资源优异，项目储备丰富	7
2.3. 携手三峡，推动海上风电开发	9
2.3.1. 海上风电发展有望加速	9
2.3.2. 与三峡深化合作，共同开发	10
3. 热电及气电业务保持稳定盈利	12
3.1. 热电机组盈利稳定，利用小时维持高位	12
3.2. 政策保障，气电业务盈利稳定	13
4. 积极布局核电业务	13
5. 福建配售电侧改革的先行者	14
5.1. 福建配售电侧改革推进	14
5.2. 跑马圈地，抢占先发优势	15
6. 资产注入有序推进，增厚公司业绩	16
7. 盈利预测	17
8. 风险提示	17

1. 地方能源平台，业绩稳定增长

1.1. 借壳福建南纺，打造能源平台

公司于 2014 年借壳福建南纺上市。福建南纺以 4.79 元/股的价格发行股份支付收购对价 46.46 亿元，购买福能集团持有的鸿山热电 100% 股权、福能新能源 100% 股权以及晋江气电 75% 股权。

福能集团为福建省国资委 100% 控股的企业，旗下主业包括电力、煤炭、港口物流、建材、民爆化工、建工房地产，构建了以煤电为核心，各产业协调发展的格局，在福建地区具有较强的竞争优势。公司借壳福建南纺后，将致力于打造福能集团旗下电力及能源上市平台。

目前公司的主业包括电力和纺织，电力业务主要包括热电联产、燃气发电、风电，同时公司还参股进行核电业务的开拓；在电改的背景下，公司在售电侧业务也在进行积极布局，抢占改革先机。

表 1: 公司业务布局

业务	公司	股权比例
热电联产	鸿山热电	100%
	龙安热电	65%
燃气发电	晋江气电	75%
风电	福能新能源	100%
纺织	福建南纺	100%
核电	华能霞浦、中核霞浦、宁德第二核电、国核福建	参股
配售电	福建省、宁德、龙岩、漳州、南平、福州配售电	

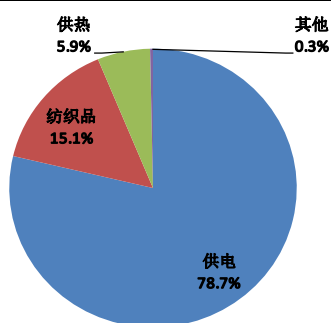
数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 盈利能力稳定提升，风电收入占比提高

截至 2015 年末，公司控股运营总装机规模 327.05 万千瓦，约占福建省 2015 年末发电总装机规模的 6.65%。其中热电联产 120 万千瓦，天然气发电机组 152.8 万千瓦，合计约占福建省火电装机规模的 9.4%；运营风电装机规模 54.25 万千瓦，约占福建省 2015 年末风电装机规模的 31.5%。2015 年公司总发电量约 103.47 亿千瓦时，约占福建省 2015 年总发电量 5.5%。其中热电联产、天然气发电量约 89.88 亿千瓦时，约占福建省 2015 年火电发电量的 8.10%；风电发电量约 13.59 亿千瓦时，约占福建省 2015 年风电发电量的 30.5%。

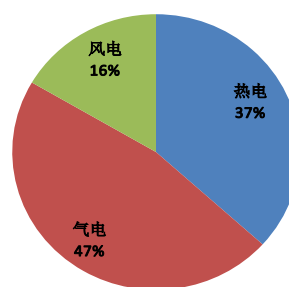
从公司的收入构成看，目前供电及供热业务占据公司收入的 85% 左右。截至 2015 年的公司装机构成中，风电占比为 16%，未来公司的新增装机中将持续加强在风电领域的布局，供电业务在公司收入构成中的占比也将持续提升，保证公司盈利能力的稳定增长。

图 1: 2015 年收入构成



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 2: 2015 年装机结构



数据来源: 东北证券, 公司公告

根据公司 2016 年度的经营数据, 2016 年公司完成发电量 104.35 亿千瓦时, 同比增长 0.85%; 完成上网电量 99.83 亿千瓦时, 同比增长 0.71%。从结构变化来看, 鸿山热电 2016 年完成发电量 61.5 亿千瓦时, 同比下滑 2.5%; 晋江气电 2016 年完成发电量 26.9 亿千瓦时, 同比上升 2.1%; 新能源风电完成发电量 15.5 亿千瓦时, 同比上升 13.7%, 风电在公司发电量中的占比不断提升。

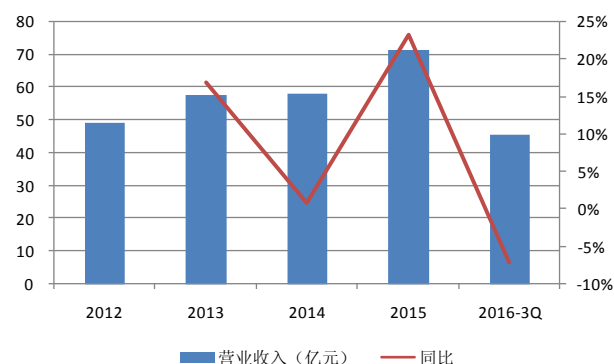
表 2: 公司电力业务数据

	装机量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)		同比 %	上网电价	
	截至 2015	2015	2016		2015	2016
热电	120	63.02	61.47	-2.46%	0.4152	0.3747
气电	152.8	26.86	27.43	2.12%	0.5447	0.5506
风电	54.25	13.59	15.45	13.69%	0.61	0.61
总计	327.05	103.47	104.35	0.85%		

数据来源: 东北证券, 公司公告

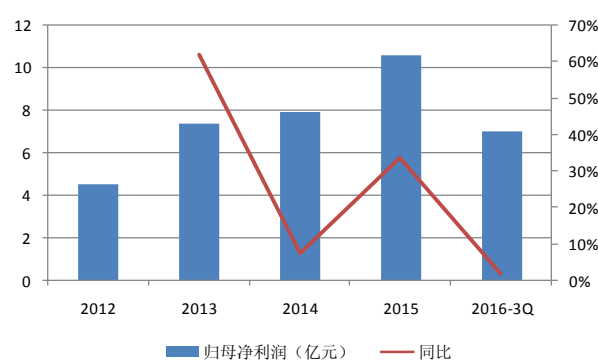
公司营业收入与净利润在近年来保持稳定增长的水平。2015 年公司实现营业收入 71.58 亿元, 同比增长 23.21%, 实现归母净利润 10.63 亿元, 同比增长 33.69%。2016 年前三季度公司实现营业收入 45.48 亿元, 同比下滑 7.18%, 实现归母净利润 7.01 亿元, 同比增长 1.81%。

图 3: 公司历年营业收入 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

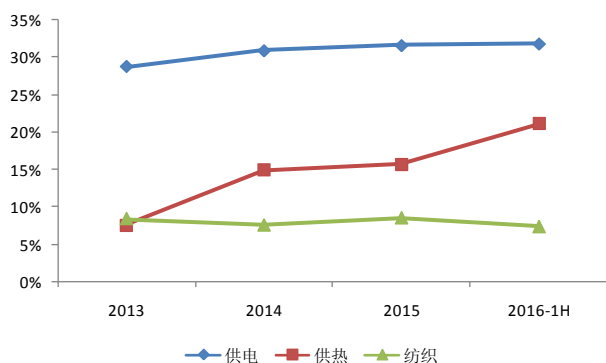
图 4: 公司历年归母净利润 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

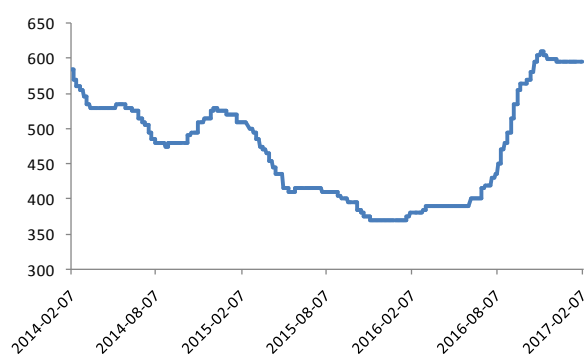
公司主营业务的毛利率在近几年基本维持稳定上升的态势。2016 年上半年公司供电及供热业务毛利率同比出现较大幅度提升，一方面是由于燃煤价格在 2015 年下半年至 2016 年上半年期间维持在历史低位，燃煤采购成本下降带动了供电和供热毛利率的上行；另一方面毛利率较高的燃煤发电及风电的发电量同比上升，毛利率较低的燃气机组发电量同比下降，致使供电业务综合毛利率的同比提升。2016 年下半年燃煤价格持续上涨，预计公司下半年供电及供热业务毛利率将较上半年出现一定程度下滑。

图 5: 分业务毛利率



数据来源: 东北证券, 公司公告

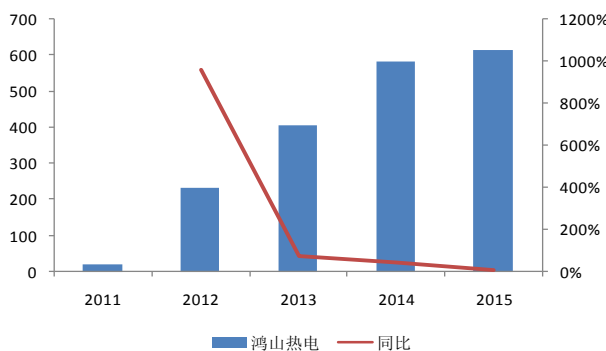
图 6: 秦皇岛动力煤价格 (元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

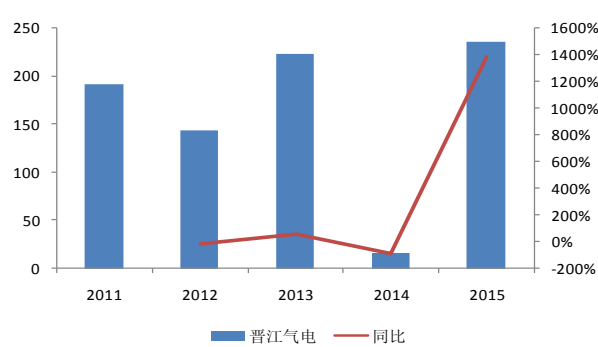
公司电力业务主要由鸿山热电、晋江气电以及福能新能源三个子公司构成，过去几年鸿山热电的装机维持在 2 台 60 万千瓦的热电机组，晋江气电的装机维持在 4 台 35 万千瓦的燃气机组，福能新能源的风电装机保持不断增长的趋势。受益于煤炭价格的下行和较高的利用小时数，鸿山热电在过去几年保持着高速的净利润增速。晋江气电天然气机组 2014 年由于供气不足造成发电量降低，新政未及时执行造成净利润大幅下滑，2015 年天然气发电执行福建气量置换和电量替代补偿新政，晋江气电实现净利润 2.36 亿元，同比增长约 13.81 倍，是 2015 年公司业绩出现大幅增长的主要原因，未来的盈利预计维持在稳定的水平。福能新能源由于风电装机规模的扩大，净利润维持每年稳定增长，未来在公司整体净利润中的占比将持续提升。

图 7: 鸿山热电净利润 (百万元)



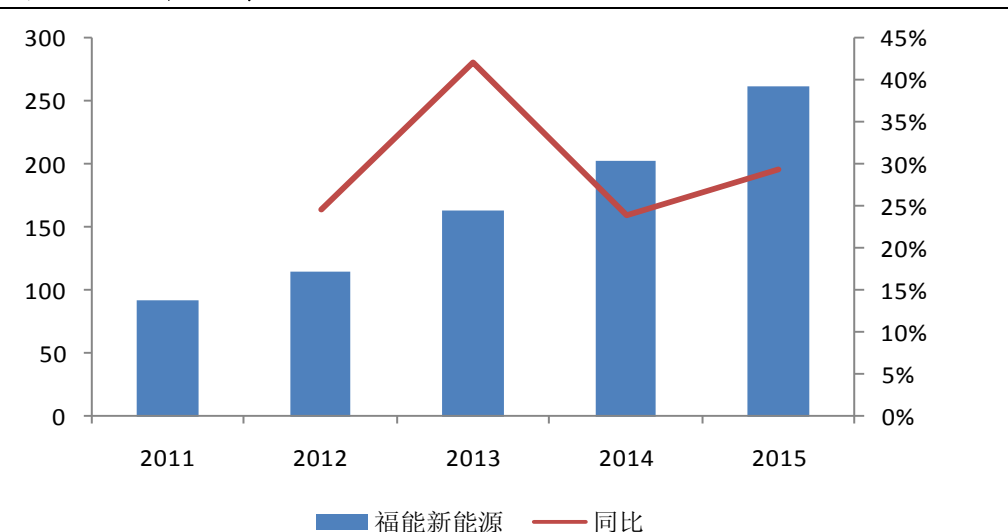
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 8: 晋江气电净利润 (百万元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 9: 福能新能源净利润 (百万元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

表 3: 公司电力装机容量分类 (万千瓦)

子公司	2011	2012	2013	2014	2015
鸿山热电	120	120	120	120	120
福能新能源	20.4	25.2	38.6	46.25	54.25
晋江气电	152.8	152.8	152.8	152.8	152.8

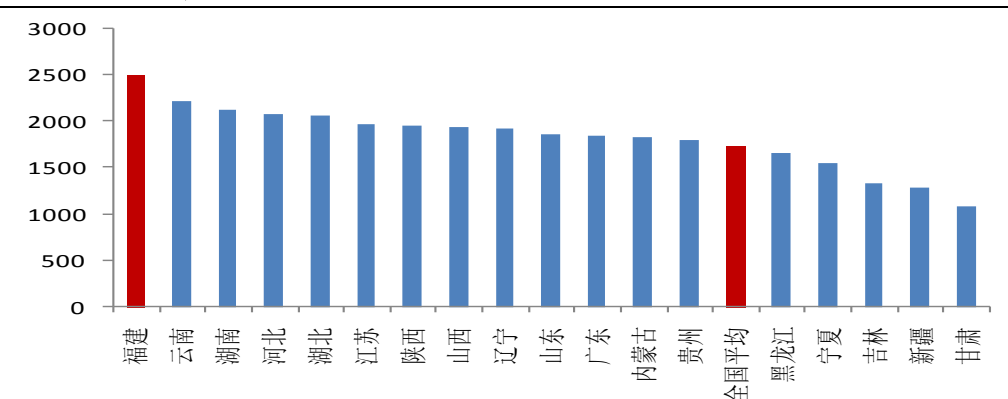
数据来源: 东北证券, 公司公告 (注: 晋江气电 3.2 万千瓦风电装机 2014 年后并入福能新能源便于统计)

2. 区域风电龙头, 风电业务占比持续提升

2.1. 福建风力条件得天独厚, 发展空间广阔

由于“台湾海峡”的狭管效应存在, 福建地区拥有优越的风力资源, 常年保持较高风速, 且由于靠近用电负荷, 福建省风电基本不存在限电问题, 因此福建风电利用小时数常年位于全国前列。2016 年福建省风电利用小时数为 2503 小时, 虽然相较 2015 年下滑了 155 小时, 但仍然位居全国第一。

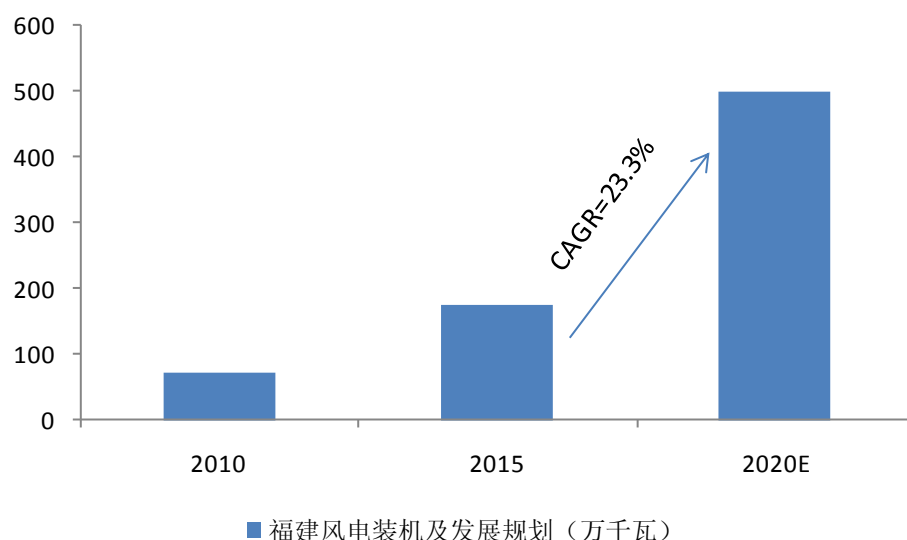
图 10: 2016 年全国风电装机主要省份利用小时数



数据来源: 东北证券, Wind

在福建省“十三五”能源发展规划中，风电拥有较快的增速发展目标，规划提出了“十三五”期间投产陆上风电 150 万千瓦左右，建成海上风电 200 万千瓦以上的发展目标，预计在未来几年内福建省风电发展仍然将保持较高的增速。

图 11: 福建省风电装机规划（万千瓦）



数据来源：东北证券，《福建省“十三五”能源发展专项规划》

福建属于 IV 类风资源区，风电电价较高，同时受益于福建风电较高的利用小时数，福建地区风电盈利能力相对较强。在发改委对 2018 年风电电价调整方案中，IV 类风区下调幅度最低，由现行的 0.60 元/kwh 下调至 0.57 元/kwh。与 2016 年 10 月份发布的新能源电价征求意见稿相比，风电电价最终下调幅度有所变化，I 类地区多降 1 分、II、III 类地区少降 1 分、而 IV 类地区少降 2 分，表明了风电发展的重心将持续向中东部地区转移。

表 4: 2018 年风电上网标杆电价调整（元/kwh）

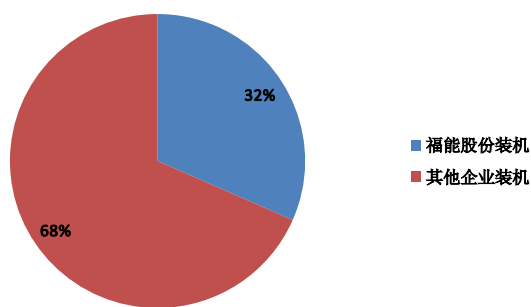
	2016	征求意见稿	最终版	最终下调幅度
I 类地区	0.47	0.41	0.40	14.89%
II 类地区	0.50	0.44	0.45	10.00%
III 类地区	0.54	0.48	0.49	9.26%
IV 类地区	0.60	0.55	0.57	5.00%

数据来源：东北证券，发改委

2.2. 风电资源优异，项目储备丰富

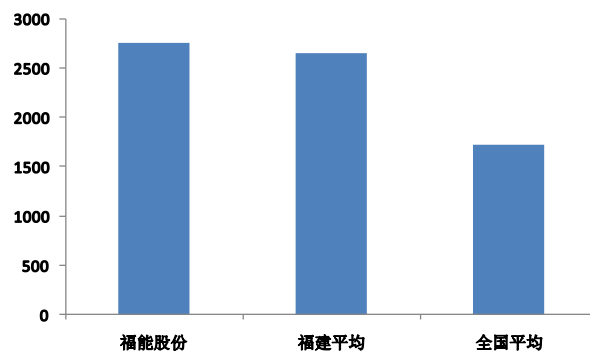
公司为福建省风电运营龙头企业，风电装机占据全省的 30%。由于背靠福建省国资委，从而在优质项目资源的获取上拥有较大优势，公司风电场利用小时数超过福建省平均水平，盈利能力出众。

图 12: 2015 年福建风电装机



数据来源: 东北证券, 公司公告

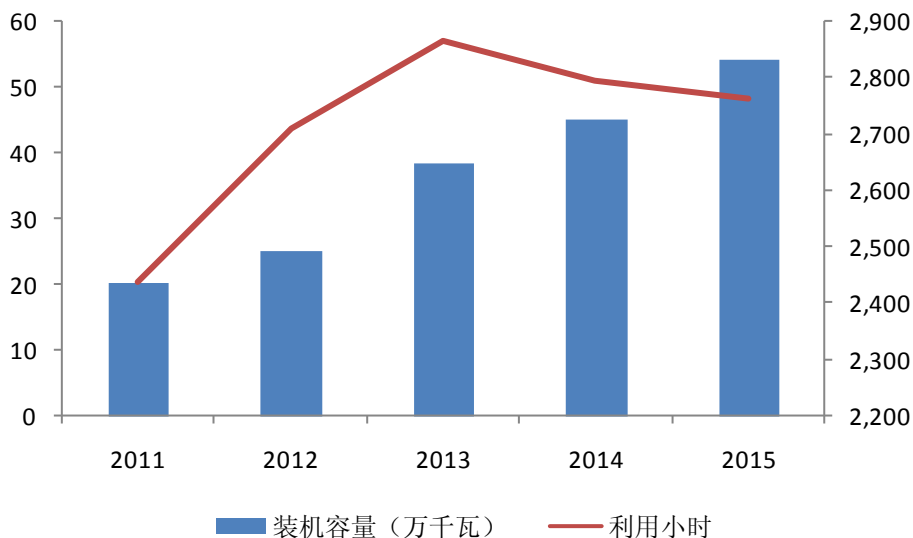
图 13: 2015 年风电利用小时数对比



数据来源: 东北证券, 公司公告

2015 年公司风力发电机组平均利用小时数 2,763 小时, 较全国风电平均利用小时数高 1,035 小时, 较福建风电平均利用小时数高 105 小时。在过去 5 年中, 公司每年风电装机容量保持稳定增长, 利用小时数始终维持在较高水平。在传统火电和气电保持稳定的情况下, 未来公司发展重心将不断向风电倾斜, 提升风电业务在盈利中的占比。

图 14: 公司历年风电装机及利用小时数



数据来源: 东北证券, 公司公告

截至 2015 年底, 公司风电装机容量为 542.5MW, 2016 年公司龙海新厝风电场、莆田石塘风电场及莆田大蚶山项目剩余 6MW 实现并网, 目前公司在手项目储备丰富, 未来将稳定推进风电项目的开发, 保障业绩的持续增长。

表 5: 公司已投产风电项目

项目名称	装机容量 (MW)	投产日期
莆田石城风电场	40	2009 年 4 月
莆田石井风电场	40	2009 年 4 月
莆田石井风电场二期	14	2010 年 11 月
莆田石城风电场二期	48	2011 年 1 月
莆田东峤风电场	48	2011 年 4 月
莆田后海风电场	48	2012 年 1 月
莆田后海风电场二期	48	2012 年 9 月
惠安小岞风电场	12	2013 年 1 月
龙海隆教风电场	48	2013 年 9 月
龙海黄坑风电场	40	2013 年 10 月
金井风电场	32	2014 年 7 月
仙游草山风电场	34.5	2014 年 12 月
龙海新村风电场	48	2015 年 12 月
莆田大蚶山风电场	48	2016 年 4 月
龙海新厝风电场	47.5	2016 年 9 月
莆田石塘风电场	48	2016 年 10 月
合计	644	

数据来源: 东北证券, 公司公告

表 6: 公司在建风电场项目

项目名称	装机容量 (MW)	投资金额 (万元)
龙海港尾风电场项目	40	40,071
莆田坪洋风电场项目	30	30053
莆田顶岩山风电场项目	48	47259
莆田潘宅风电场项目	86	77774
南安阳坪风电场项目	20	18490
永春外山风电场项目	20	19229
惠安小岞风电场项目	10	—
合计	254	

数据来源: 东北证券, 公司公告

2.3. 携手三峡, 推动海上风电开发

2.3.1. 海上风电发展有望加速

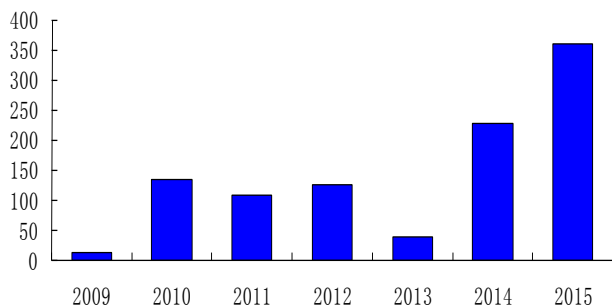
在最新的可再生能源电价调整中, 海上风电的电价没有调整, 依旧维持了潮间带风电 0.75 元/kwh 和近海风电 0.85 元/kwh 的电价, 而陆上风电电价处于不断下降的通道中, 表明了国家对于海上风电依旧保持呵护的态度。从“十三五”风电发展来看, 陆上风电将会淡化装机目标, 重点更多的是放在存量的消纳上, 而海上风电有望加速发展。

2014 年以来, 国内的海上风电开始进入稳定发展的阶段。国内目前陆上风电的弃风限电问题短期难以解决, 电价下调将造成电站收益率有所下行, 新增装机速度将逐步趋缓。海上风电随着技术的不断成熟, 装机成本已经有较大程度的下降, 而

上网电价维持不变使海上风电的投资吸引力逐步增强。

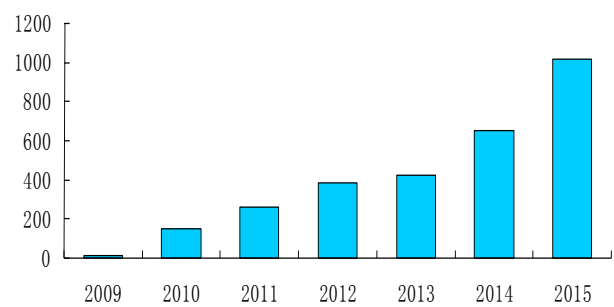
能源局于 2014 年底发布《海上风电开发建设方案（2014-2016）》，总计规划了 44 个海上风电项目，总装机容量为 10.5GW。由于开发建设方案需在 2 年内核准，否则需重新申报纳入开发建设方案，因此 2016 年底海上风电开发建设方案中的项目迎来了核准高峰，核准项目的增多有望带动未来几年的海上风电装机出现快速增长。

图 15: 国内海上风电新增装机容量 (MW)



数据来源：东北证券，CWEA

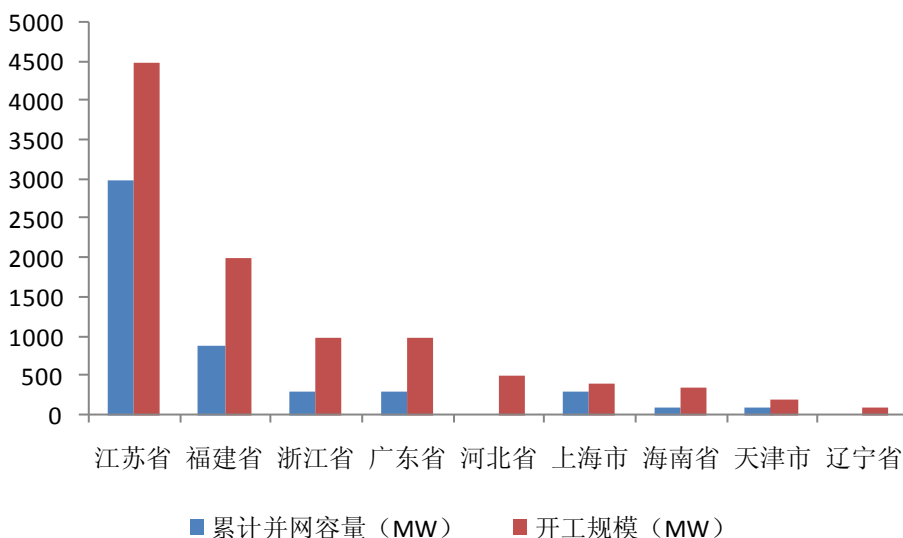
图 16: 国内海上风电累计装机容量 (MW)



数据来源：东北证券，CWEA

风电“十三五”规划中提出到 2020 年全国海上风电开工建设规模达到 10GW，力争累计并网容量达到 5GW 的水平。重点推动江苏、浙江、福建、广东四省的海上风电建设，开工建设规模均达到 1GW 以上。福建在海上风电规划中，并网及开工规模分别为 900MW 和 2GW，规模仅次于江苏省，是海上风电的重点发展区域。

图 17: 十三五规划海上风电布局 (MW)



数据来源：东北证券，国家能源局

2.3.2. 与三峡深化合作，共同开发

2015 年 6 月 19 日，公司控股股东福能集团与三峡集团签订项目合作框架协议，

主要包括:

- (1) 三峡集团在条件成熟时参股福能集团约 40% 股权, 并积极推动福能集团整体上市。
- (2) 双方共同开发福能集团已经获取的 1GW 海上风电资源, 双方共同负责向福建省另外争取 2GW 海上风电资源。
- (3) 三峡集团引入福能集团作为战略投资者, 参与三峡集团全资子公司三峡新能源公司的改制工作 (争取参股约 20%); 福能集团参股三峡集团浙江长龙山 210 万千瓦抽水蓄能电站项目约 20% 股权; 三峡集团注资 10 亿元参股福能集团控股的福能股份公司, 成为其第二大股东; 三峡集团有意愿与福能集团共同发起设立企业并购基金, 同时积极深化产业和金融领域合作。
- (4) 利用三峡集团的国际业务优势, 合作开发三峡南亚投资的海外水电、风电、太阳能等清洁能源项目。

在双方框架协议签订后, 公司与三峡集团的合作有序推进, 海上风电布局加速。2015 年 9 月, 公司与三峡集团全资子公司三峡新能源拟共同设立海峡发电有限责任公司, 从事福建省莆田市秀屿区平海湾 D、E 区 (600MW) 的海上风电项目开发建设。三峡新能源认缴出资 1.3 亿元, 占注册资本 65%, 福能股份认缴出资 7000 万元, 占注册资本 35%。

2016 年 4 月, 公司全资子公司福能新能源拟与海峡发电、厦门华夏国际电力共同设立福建省三川海上风电有限公司, 开发建设及运营福建省莆田市秀屿区石城渔港 (200MW)、平海湾 F 区 (200MW) 的海上风电项目, 以及各方在福建区域内新取得的海上风电资源项目中 50% 部分。其中, 福能新能源股权比例为 51%, 海峡发电为 39%, 厦门华夏国际电力为 10%。

2016 年 1 月, 公司完成了用于建设风电场的非公开发行股票项目, 以 9.2 元/股向 9 名特定对象发行 2.94 亿股, 完成募资 27 亿元, 其中三峡资本认购 1.09 亿股, 发行完成后三峡资本成为公司第二大股东, 双方协作将进一步深化。

表 7: 公司已获取的海上风电开发项目

项目名称	装机规模 (MW)	项目公司	股权结构
平海湾 D、E 区	600	海峡发电有限责任公司	三峡新能源 65%, 福能股份 35%
平海湾 F 区	200	三川海上风电有限公司	福能新能源 51%, 海峡发电 39%, 厦门华夏国际电力 10%
石城渔港	200	三川海上风电有限公司	福能新能源 51%, 海峡发电 39%, 厦门华夏国际电力 10%

数据来源: 东北证券, 公司公告

在能源局下发的海上风电行动计划 2014-2016 中, 福建省获取的建设规模为 2.1GW, 占总装机比重 20%, 福能集团在其中获取的项目为平海湾 D、E 区的 600MW。目前公司已获取的海上风电项目都在有序开展之中, 2017 年预计将有所推进。

表 8: 海上风电 2014—2016 行动计划

项目名称	装机规模 (MW)	开发企业
福建省莆田市南日岛一期 400MW 近海风电项目	400	福建龙源海上风力发电有限公司
福建省莆田市平海湾 50MW 近海风电项目	50	福建中闽海上风电有限公司
福建省莆田市平海湾二期 250MW 近海风电项目	250	福建中闽海上风电有限公司

福建省莆田市平海湾 DE 区 600MW 近海风电项目	600	福建省能源集团有限责任公司
福建省福州市福清海坛海峡 300MW 近海/潮间带风电项目	300	华电集团公司
福建省平潭综合实验区大练 300MW 近海风电项目	300	中广核集团公司
福建省平潭综合实验区长江澳 200MW 近海风电项目	200	大唐集团公司
合计	2100	

数据来源：东北证券，国家能源局

公司储备风电项目充足，具备强大的优质资源获取能力，我们预计公司风电板块业绩将保持稳定增长。通过与三峡集团强强合作共同开发，海上风电的业务发展有望加速，将成为公司未来新的增长点。

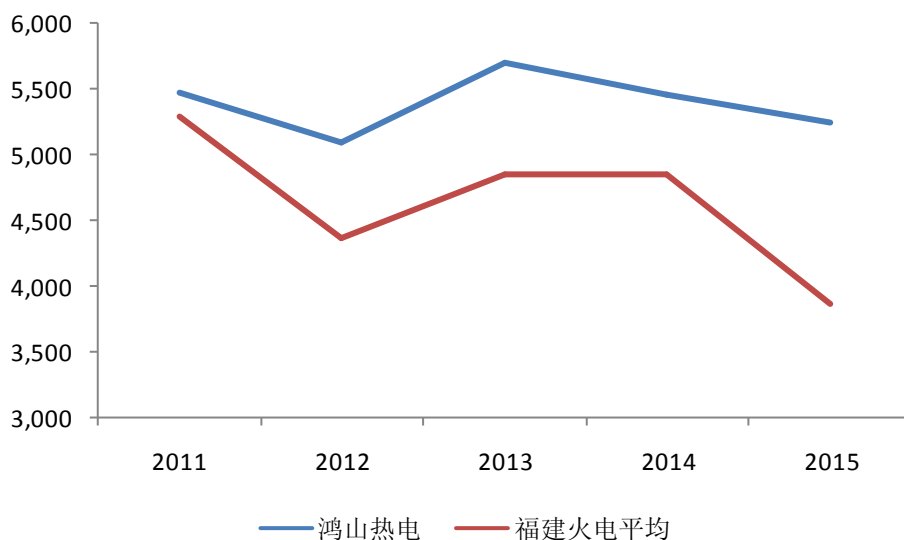
3. 热电及气电业务保持稳定盈利

3.1. 热电机组盈利稳定，利用小时维持高位

公司目前运营的热电机组为鸿山热电的 2 台 60 万千瓦的热电机组，是国内单机容量最大，采用超临界抽凝发电的先进机组，机组综合热效率高。鸿山热电的热电联产项目为福建省第一批循环经济示范企业，通过集中供热取代工业园区分散供热，每年可节约标煤 50 万吨，减排二氧化硫 8,887.26 吨和氮氧化物 2,214.06 吨。

公司热电联产机组采取“以热定电”的发电原则，根据周边工业园区内企业的热负荷来确定发电量，因此公司热电机组的利用小时数显著高于福建省火电平均利用小时数，盈利能力强于纯火电机组。并且由于园区内用户的热负荷需要得到保障，在火电利用小时数不断下滑的大背景下，预计公司的热电机组在未来仍然能够保持相对稳定的利用小时数。

图 18: 鸿山热电利用小时数



数据来源：东北证券，公司公告，Wind

鸿山热电是公司净利润的最主要来源，2015 年鸿山热电实现净利润 6.14 亿元，占公司归母净利润比重为 58%。2016 上半年鸿山热电实现净利润 2.9 亿元，同比增长 23%，主要是得益于机组检修时间的减少和煤炭价格的低位，鸿山热电全年实现

发电 61.47 亿千瓦时，同比下滑 2.46%，受上网电价同比降低以及煤价持续上涨的影响，预计 2016 下半年鸿山热电盈利将出现一定程度的下滑。

除了鸿山热电的 2 台 600MW 热电机组，公司控股子公司龙安热电建设的福鼎热电厂有望于 2017 年投运。福鼎热电规划建设 17MW+19.1MW 的背压式汽轮机发电机组，供热客户主要为宁德福鼎市龙安工业园区。

公司晋南热电的 2 台 30MW 热电机组也正在筹建之中，主要覆盖晋江金深园深沪片区、金井片区，按规划有望在 2018 年完成建设。公司在莆田市秀屿区石门澳工业园内建设 2 台 600MW 的热电联产项目也在规划中，目前筹建及正在开展前期工作的热电联产项目总装机规模约为 1.4GW，后续项目储备充足。

公司现役和在建热电联产机组主要位于福建泉州、宁德地区，是福建省重要的工业区和电力负荷中心，用电量居福建前列，工业园区服装染整、造纸等企业集中，用热需求旺盛。通过建设热电联产机组集中供热，取代园区内分散锅炉供热，具有良好的经济效益和社会效益。工业园区内客户相对稳定，形成对供热的稳定需求，因此预计公司热电业务将保持稳定增长。

3.2. 政策保障，气电业务盈利稳定

晋江气电目前拥有的天然气发电装机为 1528MW，福建地区天然气发电机组共 10 台，总容量为 3860MW，公司占据了其中的 4 台。在未来五年内福建地区没有新增天然气发电机组的规划，因此公司气电业务具备相对的稀缺性。

晋江气电与中海福建天然气有限责任公司签有长达 25 年的天然气供应合同，气源采用印尼东固气田液化天然气（LNG），气源供应稳定。国内目前天然气价格及发电均受到管制，2014 年末福建省经信委开始推行气量置换和电量替代补偿政策。2016 年按照福建省经信委的安排，晋江气电置换气量 28 万吨，转让替发上网电量 20.57 亿千瓦时，替代电价为 0.29 元/千瓦时。

在政策性和稀缺性的背景下，预计晋江气电的盈利能够基本稳定水平。受 2016 年印尼气源价格处于不断下行的利好，全年气电业务的毛利率有望回升。

4. 积极布局核电业务

福建具有良好的核电开发环境，核电建设在稳妥推进中，有序提高核电装机及发电量比重。在福建的能源“十三五”规划中，对核电提出的发展目标为由目前的 545 万千瓦到 2020 年扩展至 871 万千瓦，主要将开工建设漳州核电一期（4×125 万千瓦）、宁德核电 5~6#机组（2×115 万千瓦）和霞浦核电，并做好其他核电厂址的保护与论证。

公司身为地方能源平台，在核电业务方面积极布局。2015 年以来，公司已经参与多个核电项目的前期推进工作，通过参股的形式进入核电领域，与大型核电央企共同开发建设核电项目，有利于公司能源结构的进一步优化，贡献长期稳定的收益。同时目前福能股份母公司参股的宁德核电一期四台机组已经全部投产，根据重组承诺有望于 2017 年底之前注入上市公司主体，将显著增厚公司业绩。

表 9: 公司参与核电项目情况

项目名称	装机规模 (MW)	股权结构	进展
宁德核电一期	4356	中广核 46%，大唐 44%，福能集团 10%	已投产
中核霞浦	600	中核股份 55%，福能股份 20%，华能核电 10%，长江电力 10%，宁德国投 5%	设立项目公司
华能霞浦	4600	华能 75%，中核股份 10%，福能股份 10%，宁德国投 5%	设立项目公司
连江核电		国核 65%，福能股份 35%	前期工作
宁德第二核电	2300	大唐核电 47%，中广核 43%，福能股份 10%	前期工作

数据来源：东北证券，公司公告

除了积极参与核电项目的开发外，公司还在核电上游积极布局。2015 年 12 月，公司和中陕核工业集团公司签订《关于共同投资勘探开发建设核燃料基地框架协议书》。双方拟出资组建合资公司对鄂尔多斯盆地南缘国家铀矿整装勘查区铀矿进行勘查与开发，充分发挥各自优势，实现打造国内最大新能源核燃料开发基地的合作目标。其中中陕核公司持有 60% 股权，公司持有 40% 股权。

通过与中陕核合作进入核电产业链上游，公司将获得投资勘探、开发铀矿资源的机会，有望将公司产业结构延伸至核能燃料行业，进一步拓展清洁能源上下游产业链，打造新的利润增长点。

5. 福建配售电侧改革的先行者

本次电改 9 号文的核心在于“管住中间，放开两头”，有序放开输配以外的竞争性环节电价、有序向社会资本放开配售电业务、有序放开公益性和调节性以外的发用电计划。在 9 号文的指引下，配套政策和各地的电改方案陆续出台。2016 年 8 月 26 日，国家发改委和能源局正式批复了福建省售电侧改革试点方案。

5.1. 福建配售电侧改革推进

福建售电侧改革试点方案中，值得关注的主要包括：

(1) 逐步放开 10kv 及以上工商业用户购电选择权，条件成熟后全面放开用户的购电选择权，并采用负面清单方式，实行动态管理。

(2) 全省选择条件比较成熟的园区或部分地区开展售电侧改革试点。条件成熟后，在全省范围内放开所有售电业务。

(3) 鼓励以混合所有制方式发展增量配电业务，向符合条件的市场主体放开增量配电投资业务。新建的供电范围清晰且相对独立的配电网络，可列入配电投资业务放开范围。对于历史形成的国网公司以外的存量配电资产，可视同为增量配电业务，按照实际覆盖范围划分配电区域。试点园区的原有配电网资产，可以资产入股或折价转让给售电公司。

(4) 发电公司、电网企业、售电公司和电力用户应根据有关电力交易规则，按照自愿原则签订三方合同。电力交易机构负责提供结算依据。电网企业的售电公司，可向其供电的用户收费并开具电费发票；拥有配电网运营权的售电公司，可向其供电的用户收费并开具发票；独立的售电公司，由电网企业负责电费结算并开具

发票。

5.2. 跑马圈地，抢占先发优势

公司在售电侧改革中迅速响应并积极布局，成为福建配售电改革中的先行者。2015 年 9 月，公司与长江电力共同设立福建省配售电有限责任公司，双方股权比例各占 50%，该公司是福建省内最早设立的几家配售电公司之一。之后公司陆续与各地地方国企以及园区管委会合作，在福建各个地级市设立配售电公司，目前公司的配售电业务布局已经覆盖福建 9 个地级市中的 6 个，抢占配售电业务开展的先发优势。

表 10: 公司配售电业务布局

公司名称	注册资本（亿元）	股权比例	合作方
福建省配售电有限责任公司	2	50%	长江电力
福建福能配售电有限责任公司	2	100%	
漳州市配售电有限责任公司	2	51%	九龙江集团
南平市配售电有限责任公司	2	65%	南平实业
平潭综合实验区	—	—	平潭管委会
宁德市配售电有限责任公司	2	65%	闽东电力
龙岩市配售电有限责任公司	2	51%	龙岩工贸
福州市配售电有限责任公司	2.01	55%	福建交投，海丝售电

数据来源：东北证券，公司公告

公司在配售电领域的布局首先具有资源优势。公司本身拥有福建省国资委的背景，同时在配售电公司的设立中引入了大型央企以及地方国企，有助于借助各合作方在各个区域的资源优势，率先开拓售电市场。福建省配售电改革采取的是先选择比较成熟的园区或部分地区开展试点，后续再全面铺开的模式。公司的国资能源背景和合作方的资源也有助于公司抢占配售电试点区域。

其次，公司热电机组在经营业务中占比较高，通过热电联产业务积累了大量的用热客户，具备客户拓展优势。公司的供热客户主要服务于福建泉州、宁德地区，是福建省重要的工业区和电力负荷中心。工业园区内服装染整、造纸等企业集中，客户资源稳定。通过稳定的供热客户，公司能够实现业务模式的拓展，为客户提供供热+供电的一体化服务，实现业务的协同发展，拥有较强的客户合作粘性。

2016 年 12 月，国家发改委发布《关于规范开展增量配电业务改革试点的通知》，确定了全国首批 105 个增量配电网业务改革试点，其中福建省有 6 个项目入围。公司将积极参与首批增量配电网业务的建设，凭借自身的资源优势有望在首批项目中有所斩获。

表 11: 福建省首批增量配电网项目

项目名称
宁德湾坞—漳湾工业园区增量配电业务试点
惠安泉惠石化热电联供工业园区增量配电业务试点
南平延平新城增量配电业务试点
福建自贸区厦门片区港区增量配电业务试点

福州市江阴工业集中区增量配电业务试点

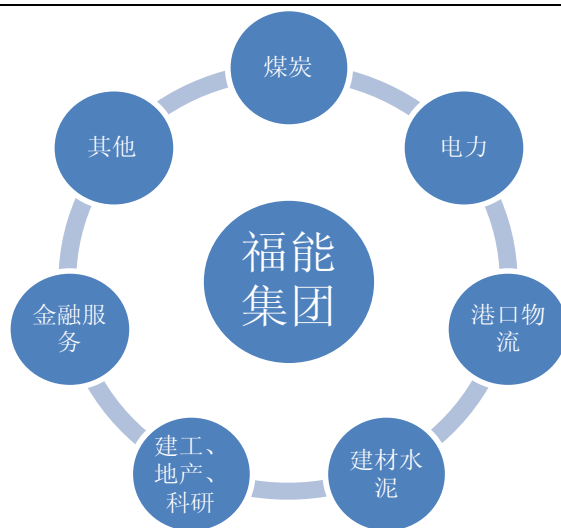
漳州蓝田经济开发区增量配电业务试点

数据来源：东北证券，国家发改委

6. 资产注入有序推进，增厚公司业绩

福能集团为福建省国资委 100%控股的企业，旗下主业包括电力、煤炭、港口物流、建材、民爆化工、建工房地产，构建了以煤电为核心，各产业协调发展的格局，目前集团拥有全资或控股的企业 30 多家，拥有福能股份和福建水泥两个 A 股上市平台。

图 19：福能集团产业布局



数据来源：东北证券，公司网站

在福能股份 2014 年重大资产重组时，集团为解决同业竞争问题，分别于 2013 年 10 月 24 日、2014 年 3 月 18 日出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，就“避免和解决同业竞争的措施”作出了相关承诺，控股母公司福能集团承诺将旗下电力相关资产注入上市公司。2016 年 3 月 29 日，福能集团进一步明确了解决同业竞争的承诺履行期限。未来公司将持续受益于集团的电力资产注入，打造成为集团的电力平台。集团资产注入承诺主要包括：

- (1) 针对参股的神华福能发电有限责任公司、福建省石狮热电有限责任公司、国电泉州热电有限公司和福建宁德核电有限公司，福能集团将在 2017 年 12 月 31 日之前，按照市场化原则将该等电力公司股权注入福能股份。
- (2) 针对处于筹建期的福建惠安泉惠发电有限责任公司，福能集团将在 2018 年 12 月 31 日之前，按照市场化原则将持有的福建惠安泉惠发电有限责任公司股权注入福能股份。

表 12：集团承诺注入资产

拟注入资产	装机规模（万千瓦）	权益比例	权益装机（万千瓦）	承诺期限
神华福能发电有限责任公司	2*100 火电	49%	98	2017 年 12 月 31 日
福建省石狮热电有限责任公司	3*6MW 热电	46.67%	8.4MW	2017 年 12 月 31 日
国电泉州热电有限公司	2*30 热电，2*60 火电	23%	41.4	2017 年 12 月 31 日

福建宁德核电有限公司	4*108.9 核电	10%	43.56	2017 年 12 月 31 日
福建惠安泉惠发电有限责任公司	4*66 热电	50%	132	2018 年 12 月 31 日

数据来源：东北证券，公司公告

2016 年 12 月，公司公告拟以现金收购控股股东持有的国电泉州 23%股权和石狮热电 46.67%的股权，表明了集团资产注入承诺已经迈出了步伐。本次收购通过现金的方式，预计推进速度将会较快，2017 上半年有望实现注入，目前国电泉州 23%股权转让已经完成工商变更。

截止 2015 年 12 月 31 日，国电泉州净资产为 20.82 亿元，2015 年实现营业收入 30.57 亿元，净利润 4.50 亿元；2016 年 1-9 月实现营业收入 15.85 亿元，净利润 1.37 亿元。截止 2015 年 12 月 31 日，石狮热电净资产为 1.95 亿元，2015 年实现营业收入 2.23 亿元，净利润 0.31 亿元；2016 年 1-9 月实现营业收入 1.63 亿元，净利润 0.26 亿元。

本次注入国电泉州 23%股权和石狮热电 46.67%的股权的交易总对价为 6.63 亿元，对应 2015 年的 PE 为 5.6 倍，注入完成后预计每年将增厚公司业绩 1 亿元以上。目前神华福能与宁德核电的注入正在研究之中，预计 2017 年底前能够实现注入，参照国电泉州与石狮热电的注入价格，预计神华福能与宁德热电的资产注入将有效增厚公司每股收益。通过电力资产的不断注入，公司将成为福能集团旗下的电力上市大平台，也能够有效提升集团的资产证券化率，加速国企改革进程。

7. 盈利预测

公司为福能集团旗下电力平台，传统能源业务稳定，风电业务高速增长，在配售电领域快速布局，同时集团资产注入将增厚公司业绩。在不考虑资产注入的情况下，预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.68、0.79 和 0.86 元，对应当前股价下的 PE 为 17.11、14.81 和 13.61 倍，给予公司“买入”评级。

8. 风险提示

海上风电推进低于预期、煤炭价格维持高位影响热电盈利、电改进程低于预期