

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

## 海风空间广阔，关注集团资产注入

### 股票数据

06月08日收盘价(元)	5.47
52周股价波动(元)	5.06-8.97
总股本/流通A股(百万股)	1903/1154
总市值/流通市值(百万元)	10409/6313

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.9	5.2	-1.4
相对涨幅(%)	5.1	12.5	3.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@haitong.com

证书: S0850519100001

联系人: 阎石

Email: ys14098@haitong.com

### 投资要点:

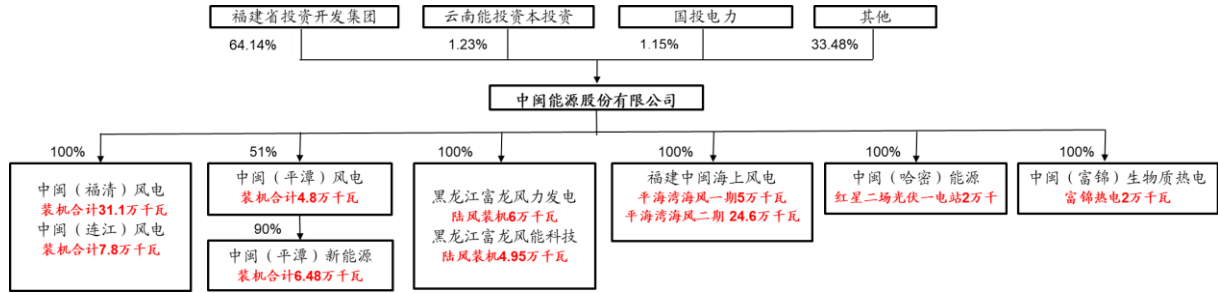
- 风资源禀赋优异，利用小时显著领先。**公司主营风力发电，是福建省最早进入风电开发建设的企业之一，运营经验丰富，先发优势明显。公司控股股东为福建省投资开发集团（截至23Q1持股64%，见图1），实控人为福建国资委；国投电力通过债转股持有公司约1.15%的股份。截至22年底，公司装机容量达96万千瓦，其中福建陆风/福建海风/黑龙江陆风分别为50/30/11万千瓦，22年利用小时数分别达3328/4038/2518小时，大幅领先于全国平均水平2221小时（见图3）。22年公司实现归母净利润7.3亿元，同比增加约0.5亿元，其中海风增利0.43亿元；23Q1归母净利润2.7亿元，同比减少0.17亿元，主要受风电利用小时略降影响。
- 福建海风可开发空间广阔，平潭海风启动招标。**公司目前拟建/在建项目中新厝5万千瓦渔光互补项目，体量较小。根据《福建省“十四五”能源发展专项规划》，福建省计划“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（21年已新增并网238万千瓦，22-23年福建省重点海风项目259.2万千瓦，见表2）。但受航道、用海政策等多方面影响（见图4），福建海风新项目核准进度较慢。23年4月24日福建平潭共75万千瓦海风项目启动招标，我们认为后续项目推进有望加速，公司省属企业背景和丰富的开发运营经验有望助力资源获取。
- 平海湾三期已投产，永泰抽蓄23Q1建成投产。**集团在公司2019年重大资产重组时承诺，当莆田平海湾海风三期等项目（见表3）稳定投产、于一个完整会计年度内实现盈利、不存在合规性问题并符合上市条件后一年内，将与上市公司充分协商，启动资产注入程序。我们测算平海湾三期30.8万千瓦海风项目（目前由闽投海电持有）在利用小时4300假设下，归母净利润约4亿元。目前由闽投抽水蓄能持有的永泰抽水蓄能4号机组于23年3月建成投产，项目实现全容量投产发电，另外发改委于近日明确抽蓄电站容量电价（永泰机组容量电价551元/千瓦），我们认为，抽蓄电站容量电价核定释放了清晰的电价信号，抽蓄电站对电网灵活性调节价值有望凸显。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司2023-25年实现归母净利润8.3/8.7/9.2亿元（不考虑资产注入），对应EPS为0.44/0.46/0.48元。参考可比公司23年15倍PE估值，给予公司2023年15-17倍PE，对应合理价值区间6.60-7.48元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。**风资源波动；市场电折价；集团资产注入存在不确定性。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	1559	1791	1883	1946	1948
(+/-)YoY(%)	24.6%	14.8%	5.2%	3.3%	0.1%
净利润(百万元)	682	729	831	873	917
(+/-)YoY(%)	40.3%	7.0%	14.0%	5.0%	5.0%
全面摊薄EPS(元)	0.36	0.38	0.44	0.46	0.48
毛利率(%)	65.5%	61.7%	63.3%	62.9%	63.6%
净资产收益率(%)	13.6%	12.7%	12.6%	11.7%	11.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

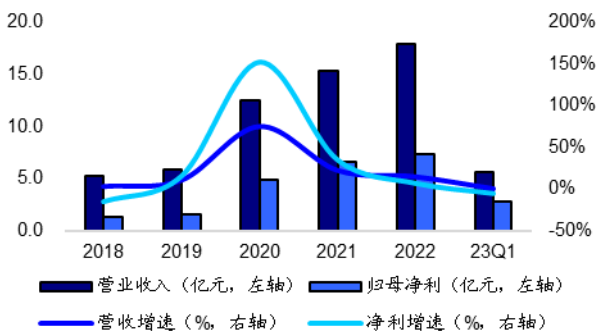
**图1 公司股权结构图**


资料来源：子公司装机数据来源于22Q1发电量完成情况公告，股东数据来源于wind（截至23Q1），企查查，海通证券研究所

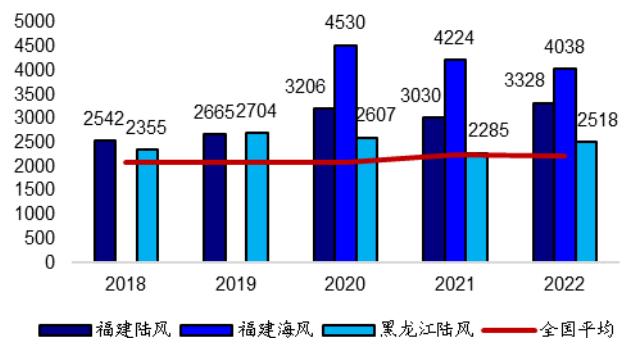
**表1 在运项目表**

负责子公司	股权比例 (%)	项目名称	所属电网	装机(万千瓦)	权益装机(万千瓦)
<b>陆上风电</b>				<b>61.13</b>	<b>55.27</b>
中闽(福清)风电有限公司	100%	嘉儒风电场一期	福建	4.8	4.8
		嘉儒风电场二期	福建	4.8	4.8
		泽岐风电场	福建	4.8	4.8
		钟厝风电场	福建	3.2	3.2
		马头山风电场	福建	4.75	4.75
		王母山风电场	福建	4.75	4.75
		大帽山风电场	福建	4	4
中闽(连江)风电有限公司	100%	北茭风电场	福建	4.8	4.8
中闽(平潭)风电有限公司	51%	黄岐风电场	福建	3	3
		青峰风电场	福建	4.8	2.45
中闽(平潭)新能源有限公司	45.9%	青峰风电场二期	福建	6.48	2.97
黑龙江富龙风力发电有限责任公司	100%	乌尔古力山风电场一期	黑龙江	3	3
黑龙江富龙风能科技开发有限责任公司	100%	乌尔古力山风电场二期	黑龙江	3	3
		五顶山风电场	黑龙江	4.95	4.95
<b>海上风电</b>				<b>29.6</b>	<b>29.6</b>
福建中闽海上风电有限公司	100%	平海湾海上风电场一期	福建	5	5
		平海湾海上风电场二期	福建	24.6	24.6
<b>光伏</b>				<b>2</b>	<b>2</b>
中闽(哈密)能源有限公司	100%	红星二场光伏一电站	新疆	2	2
<b>生物质</b>				<b>3</b>	<b>3</b>
中闽(富锦)生物质热电有限公司	100%	富锦热电	黑龙江	3	3
<b>在运合计</b>				<b>95.73</b>	<b>89.87</b>

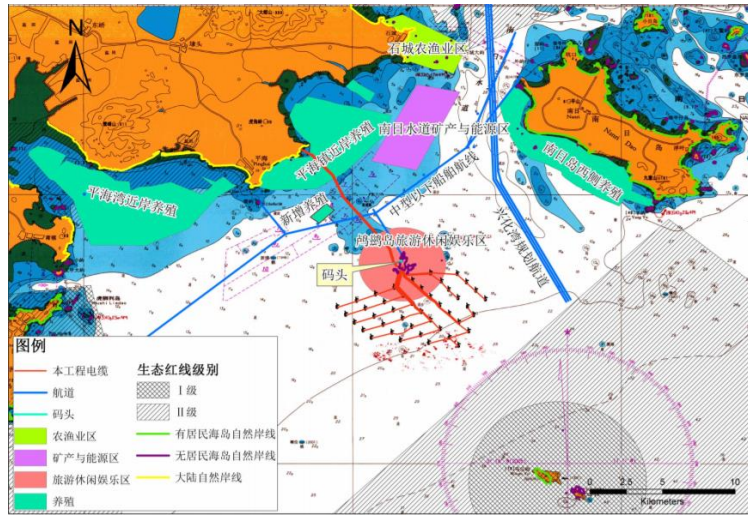
资料来源：子公司装机数据来源于22Q1发电量完成情况公告，海通证券研究所

**图2 23Q1 实现归母净利润 2.7 亿元，YOY-5%**


资料来源：Wind，公司年报（2018-22年），公司季报（23Q1），海通证券研究所

**图3 公司利用小时显著高于全国平均水平（单位：小时）**


资料来源：公司年报（2018-22年），Wind，海通证券研究所

**图4 福建海风开发资源区错综复杂 (以平海湾为例)**


资料来源：平海湾三期环评书，海通证券研究所

**表 2 福建省 2022 年、2023 年海上风电重点项目**

项目名称	装机容量 (万千瓦)	开发主体	建设进度
三峡福建漳浦六鳌海上风电场二期项目	40	海峡发电	2023 年 1 月 6 日风力发电机组及塔筒设备采购中标结果公示
莆田平海湾 DE 区 (40 万千瓦) 项目	40	海峡发电	-
平潭外海海上风电场项目	11.1	海峡发电	2022 年 4 月三峡平潭外海海上风电塔筒设备在福船一帆正式开工
长乐外海海上风电场 C 区项目	49.6	海峡发电	-
平潭长江澳海上风电场工程项目	18.5	大唐福建	2021 年 12 月首批机组并网发电; 2023 年 3 月施工辅助船舶租赁招标。
宁德霞浦海上风电场 B 区项目	30	闽东电力	2022 年 9 月项目环评公示
连江外海海上风电场项目	70	华润电力	2022 年 10 月 28 日连江外海 70 万千瓦海上风电场项目海域使用论证与环境影响评价中标结果公告
<b>合计</b>	<b>259.2</b>		

资料来源：福建省自然资源厅、三峡集团电子采购平台、莆田市秀屿区人民政府官网、福建省国资委、宁德市生态环境局、闽东电力《关于投资设立霞浦闽东海风电有限公司 (暂定) 暨关联交易的公告》、华润集团守正电子招标采购平台、福建发改委、漳州市人民政府、电力招标网、福建投资集团官网、大唐福建公司公众号、福州市工信局等、海通证券研究所

**表 3 集团承诺注入资产梳理**

项目名称	项目类型	所属公司	福建省投资开发集团控股	装机容量 (万千瓦)	建设进度
平海湾海风三期	海风	闽投海电	90%	30.8	正常发电状态
永泰抽水蓄能电站	抽水蓄能	闽投抽水蓄能	51%	120	项目于 2016 年 8 月获省发改委核准, 2016 年 12 月前期工程开工, 2018 年 12 月主体工程开工, 2022 年 8 月、10 月、12 月实现 1 号、2 号、3 号机组投产发电, 2023 年 3 月实现 4 号机组投产发电。
宁德霞浦海风 B 区	海风	霞浦闽东	51%	30	于 2021 年 11 月 26 日获得省发改委核准, 目前正在推进各项开工前手续
宁德霞浦海风 A 区	海风	宁德闽投	80%	20	尚未核准
宁德霞浦海风 C 区	海风	宁德闽投	80%	40	尚未核准

资料来源：福建省政府、八闽国资公众号、企查查、Wind、公司公告 (【2023 年 3 月 14 日】投资者关系活动记录表、中闽能源董事会关于控股股东履行避免同业竞争承诺有关情况说明的公告)、闽东电力公告 (关于投资设立宁德闽投海上风电有限公司 (暂定) 暨关联交易的公告)、公司年报 (2022 年)、海通证券研究所

 注：投资集团在中闽能源 2019 年重大资产重组时承诺，在闽投海电 (莆田平海湾海上风电场三期项目)、闽投电力、闽投抽水蓄能、宁德闽投 (宁德霞浦海上风电场 (A、C) 区项目)、霞浦闽东 (宁德霞浦海上风电场 (B 区) 项目) 等中的任意一家实体**稳定投产、于一个完整会计年度内实现盈利、不存在合规性问题并符合上市条件后一年内**，将与上市公司充分协商，启动将相关符合上市条件的资产注入上市公司的程序。

**主要盈利预测假设:**

- 1、在建项目：考虑项目建设期，假设新厝 5 万千瓦渔光互补项目 24 年起贡献利润。
- 2、利用小时：以过去三年利用小时均值为基础，假设公司 23-25 年福建陆风、福建海风、黑龙江陆风项目利用小时分别保持在 3200、4300、2470 小时左右。黑龙江生物质设计利用小时 7000（测算 22 年实际 1077 小时、23Q1 实际 1015 小时），因此假设 23-25 年黑龙江生物质利用小时分别 4000、6000、6000 小时。
- 3、黑龙江生物质项目盈利性：根据公司《关于投资建设富锦市二龙山镇 30MW 生物质热电联产项目的公告》，项目中标电价为 0.74 元/kWh，同时假设平稳运行后生物质发电度电成本逐年下降。

**表 4 盈利预测表 (亿元)**

		2022	2023E	2024E	2025E
电力业务	营业收入	17.7	18.7	19.3	19.3
	YOY	16%	6%	3%	0%
	毛利率	63%	64%	63%	64%
其他业务	营业收入	0.24	0.14	0.17	0.19
	YOY	88%	-43%	23%	8%
	毛利率	1%	2%	2%	2%
总计	营业收入	17.9	18.8	19.5	19.5
	YOY	17%	5%	3%	0%
	毛利率	62%	63%	63%	64%

资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 5 可比公司估值情况 (倍)**

可比公司	PE (TTM)	PE (2023E)	PE(2024E)	PE(2025E)	PB(MRQ)
三峡能源	21	16	13	12	1.9
福能股份	9	8	7	7	1.1
龙源电力	33	21	18	16	2.6
平均值	21	15	13	11	1.9
中闽能源	15	13	12	12	1.7

资料来源：可比公司估值、中闽能源 PE (TTM)、PB (MRQ) 预测来自 wind 一致预期 (2023/6/8)，中闽能源 PE(2023E-2025E) 估值预测来自海通证券研究所。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1791</b>	<b>1883</b>	<b>1946</b>	<b>1948</b>
每股收益	0.38	0.44	0.46	0.48	营业成本	686	692	723	709
每股净资产	3.02	3.46	3.92	4.40	毛利率%	61.7%	63.3%	62.9%	63.6%
每股经营现金流	0.67	1.00	0.59	1.07	营业税金及附加	14	11	12	12
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	0	0	0	0
P/E	14.80	12.98	12.36	11.76	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	1.88	1.64	1.45	1.29	管理费用	73	57	62	49
P/S	6.02	5.73	5.54	5.54	管理费用率%	4.1%	3.0%	3.2%	2.5%
EV/EBITDA	7.72	6.37	5.90	5.04	EBIT	1050	1183	1211	1242
股息率%	<b>1.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	137	100	75	50
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	7.7%	5.3%	3.8%	2.6%
毛利率	61.7%	63.3%	62.9%	63.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	40.7%	44.1%	44.9%	47.1%	投资收益	1	2	2	2
净资产收益率	12.7%	12.6%	11.7%	11.0%	<b>营业利润</b>	<b>917</b>	<b>1064</b>	<b>1118</b>	<b>1174</b>
资产回报率	6.3%	6.8%	6.9%	7.0%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	10.2%	10.6%	10.3%	10.1%	<b>利润总额</b>	<b>917</b>	<b>1064</b>	<b>1118</b>	<b>1174</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1552	1720	1763	1832
营业收入增长率	14.8%	5.2%	3.3%	0.1%	所得税	132	170	179	188
EBIT 增长率	11.2%	12.6%	2.4%	2.6%	有效所得税率%	14.4%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	7.0%	14.0%	5.0%	5.0%	少数股东损益	56	63	66	69
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>729</b>	<b>831</b>	<b>873</b>	<b>917</b>
资产负债率	49.1%	44.3%	39.1%	33.5%					
流动比率	1.95	2.43	2.66	2.87	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.80	2.29	2.51	2.72	货币资金	1111	2417	2463	3137
现金比率	0.59	1.28	1.27	1.69	应收账款及应收票据	2000	1652	2113	1655
<b>经营效率指标</b>					存货	37	28	40	27
应收账款周转天数	371.87	350.00	350.00	350.00	其它流动资产	520	515	521	515
存货周转天数	17.78	17.00	17.00	17.00	流动资产合计	3669	4611	5137	5333
总资产周转率	0.16	0.16	0.16	0.15	长期股权投资	86	86	86	86
固定资产周转率	0.25	0.25	0.28	0.28	固定资产	7650	7223	6881	6801
					在建工程	14	114	414	714
					无形资产	125	120	115	110
					非流动资产合计	7985	7652	7605	7820
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>11654</b>	<b>12264</b>	<b>12742</b>	<b>13153</b>
净利润	729	831	873	917	短期借款	380	380	380	380
少数股东损益	56	63	66	69	应付票据及应付账款	936	986	1022	947
非现金支出	515	547	562	600	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	139	98	73	48	其它流动负债	562	529	532	531
营运资金变动	-163	369	-450	393	流动负债合计	1879	1894	1934	1858
<b>经营活动现金流</b>	<b>1276</b>	<b>1909</b>	<b>1124</b>	<b>2027</b>	长期借款	2043	1743	1243	743
资产	-217	-205	-505	-805	其它长期负债	1800	1800	1800	1800
投资	-179	0	0	0	非流动负债合计	3843	3543	3043	2543
其他	2	2	2	2	<b>负债总计</b>	<b>5722</b>	<b>5437</b>	<b>4977</b>	<b>4401</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-394</b>	<b>-203</b>	<b>-503</b>	<b>-803</b>	实收资本	1903	1903	1903	1903
债权募资	-392	-300	-500	-500	归属于母公司所有者权益	5754	6586	7459	8376
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	178	240	306	375
其他	-182	-100	-75	-50	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11654</b>	<b>12264</b>	<b>12742</b>	<b>13153</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-574</b>	<b>-400</b>	<b>-575</b>	<b>-550</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>308</b>	<b>1306</b>	<b>46</b>	<b>674</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 公用事业、煤炭、电力设备与新能源  
傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：思源电气,中煤能源,福能股份,神火股份,许继电气,盛剑环境,桂东电力,华阳股份,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,宁德时代,信捷电气,电投能源,隆基绿能,科华数据,炬华科技,天地科技,阳光电源,国轩高科,华电国际,山西焦煤,汇川技术,亿纬锂能,天富能源,潞安环能,江苏国信,爱旭股份,伟创电气,索通发展

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。