

2017年04月23日

林洋能源 (601222.SH)

分布式光伏电站业绩加速释放，传统智能板块有望稳步增长

■事件：林洋能源公布 2016 年年报，报告期内公司实现营收 31.15 亿元 (yoy +14.31%)，归母净利润 4.74 亿元 (yoy -4.19%)，扣非净利润 4.63 亿元 (yoy -5.19%)；同时每 10 股派发现金红利 0.8 元 (含税)；另外，公司公布 2017 年一季报，一季度公司实现营收 6.55 亿元 (yoy -2.34%)，归母净利润 1.33 亿元 (yoy +28.14%)，扣非净利润 1.34 亿元 (yoy +45.27%)。

■光伏业务拉动收入增长，电表业务收入和毛利率双双下滑以及财务费用大幅增加是业绩下滑主要原因。报告期内公司营收实现增长主要是源于光伏业务收入大幅增长 (yoy +63.64%)，收入占比达到 42.27%，其中光伏发电收入达到 4.91 亿元 (yoy +219.01%)，光伏组件全年销售 88.4MW，贡献收入 3.04 亿元 (yoy -53.03%)。净利润同比下降主要是由于国网招标量下降导致电表业务营收同比下降 8.02%，毛利率下降 4.69 个百分点，另外，由于光伏电站投入增加，融资利息支出大幅增加导致财务费用大幅增加。

■分布式光伏电站加速建设，布局 N 型高效单晶电池组件。报告期内公司光伏电站发电收入 4.91 亿元，毛利率 70.93%，预计净利润贡献 2.4 亿元，电站业务已成为公司利润的主要来源。基于对光伏行业的精准把握，林洋定位于东部分布式光伏电站的投资和运营。2016 年，林洋分布式光伏电站由东部向中部延伸，形成以江苏为中心，辐射安徽、山东、河南、河北、辽宁等多个区域。截至目前，林洋各类光伏电站累计并网容量已达 931MW，其中大部分电站地处东部、中部用电大省，可有效避免弃光限电，保障电站的高收益水平。预计 2017 年公司还将新增 500MW 装机。由于补贴退坡，提高光伏电池及组件的输出功率、降低度电成本已经成为行业的发展方向，公司以 6.7 亿元布局的 600MW N 型单晶双面太阳能电池及组件项目发电量较单面电池可提高 20%—30%，可充分提高光伏电站的经济效益，公司在光伏领域的竞争力将显著提升。

■海外电表业务拓展提速以及多表合一等新品陆续推广助力智能板块稳步增长。2016 年，公司智能板块收入同比微跌 8.02%，远好于行业平均水平，这主要是由于：1) 报告期内，公司在国网 3 次智能电表招标中合计中标金额 6.34 亿元，在南网 2 次智能电表招标中合计中标金额 2.42 亿元，全年中标金额位列行业前茅。2) 报告期内，公司通过控股立陶宛的电表企业 ELGAMA，同时与兰吉尔公司保持稳固的战略合作关系，国外市场份额得以迅速提升，境外营收同比上升 87.14%，海外电表业务拓展顺利。目前公司海外电表业务已成功进入欧洲、中东、

公司快报

证券研究报告

二次设备

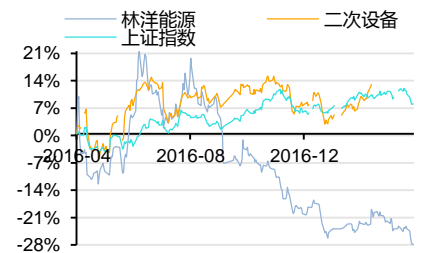
投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**10.00 元**
股价 (2017-04-21) **7.12 元**

交易数据

总市值 (百万元)	12,560.33
流通市值 (百万元)	10,132.51
总股本 (百万股)	1,764.09
流通股本 (百万股)	1,423.11
12 个月价格区间	7.12/42.38 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.31	-5.64	-39.23
绝对收益	-7.53	-4.04	-32.0

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

邓永康

报告联系人

dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人

chenle1@essence.com.cn

相关报告

南亚和东南亚等重点市场，获得批量订单，预计 2017 年海外销售将会快速增长。3) 公司多表合一产品陆续开始推广，目前销售已达 30 多万用户，市占率位于行业前列，有效对冲了国网招标量的下滑。截止 2016 年，电水气热“多表合一”信息采集累计接入 163 万户，国家电网“十三五”规划显示，“多表合一”信息采集推广应用预计将达到 3000 万户，市场空间广阔。公司作为国内领先的多表合一系统解决方案提供商，将大幅受益多表合一的推广。

■**布局能效管理，加速推进能源互联网。**依托智慧能效管理云平台和智能用电采集、管理、节能等优势，公司加速推进能源互联网业务。目前，公司智慧能效管理云平台已覆盖了 7 个省 1050 个工商业用电大户，部署超过 8800 个能效采集点，管理用电负荷超过 300MW，日用电量超过 600 万度，再结合新能源板块接近 1GW 的分布式光伏发电，为公司光伏直供电业务的开展奠定了坚实基础。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 0.40、0.47、0.55 元，业绩增速分别为 48%、17%、18%；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.00 元。

■**风险提示：**电站推进不及预期，海外电表业务拓展不及预期，四表合一推广不及预期等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,724.7	3,114.7	3,494.7	3,943.0	4,492.0
净利润	495.2	474.4	703.8	821.1	972.4
每股收益(元)	0.28	0.27	0.40	0.47	0.55
每股净资产(元)	2.83	4.60	4.90	5.22	5.58

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	25.4	26.5	17.8	15.3	12.9
市净率(倍)	2.5	1.5	1.5	1.4	1.3
净利润率	18.2%	15.2%	20.1%	20.8%	21.6%
净资产收益率	9.9%	5.8%	8.1%	8.9%	9.9%
股息收益率	1.6%	0.8%	1.7%	2.0%	2.7%
ROIC	33.2%	14.8%	12.3%	11.5%	17.5%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,724.7	3,114.7	3,494.7	3,943.0	4,492.0	成长性					
减:营业成本	1,823.4	2,152.5	2,226.2	2,492.7	2,816.9	营业收入增长率	23.5%	14.3%	12.2%	12.8%	13.9%
营业税费	13.0	20.8	22.8	25.6	29.5	营业利润增长率	21.5%	-6.6%	48.6%	17.7%	18.1%
销售费用	97.8	118.5	132.5	141.0	154.7	净利润增长率	20.8%	-4.2%	48.4%	16.7%	18.4%
管理费用	241.9	273.5	299.9	327.1	361.7	EBITDA 增长率	29.0%	13.4%	25.9%	16.4%	16.1%
财务费用	-6.9	28.3	35.3	42.5	42.5	EBIT 增长率	24.6%	-0.4%	47.4%	17.8%	17.3%
资产减值损失	7.6	22.5	18.7	16.2	19.1	NOPLAT 增长率	31.5%	-0.2%	47.4%	17.9%	17.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	124.5%	76.8%	26.4%	-22.8%	27.2%
投资和汇兑收益	23.1	34.8	33.3	35.4	34.5	净资产增长率	68.4%	62.6%	6.5%	7.0%	7.2%
营业利润	571.1	533.5	792.7	933.2	1,102.2	利润率					
加:营业外净收支	8.9	18.7	13.0	18.5	21.7	毛利率	33.1%	30.9%	36.5%	36.0%	35.5%
利润总额	580.0	552.3	805.6	951.8	1,123.9	营业利润率	21.0%	17.1%	22.7%	23.7%	24.5%
减:所得税	55.6	52.0	75.8	89.5	105.6	净利润率	18.2%	15.2%	20.1%	20.8%	21.6%
净利润	495.2	474.4	703.8	821.1	972.4	EBITDA/营业收入	23.2%	23.0%	25.8%	26.6%	27.1%
						EBIT/营业收入	20.7%	18.0%	23.7%	24.7%	25.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	140	431	588	514	446
货币资金	1,433.3	2,775.4	451.4	2,782.1	1,861.7	流动营业资本周转天数	109	90	102	76	73
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	454	548	438	396	433
应收账款	1,116.0	1,607.8	1,175.1	1,675.8	1,659.1	应收账款周转天数	150	157	143	130	134
应收票据	99.8	74.0	92.4	114.3	119.0	存货周转天数	54	42	51	47	45
预付账款	118.6	33.2	103.2	75.9	115.3	总资产周转天数	755	1,137	1,166	1,030	986
存货	432.4	299.3	693.7	328.8	794.4	投资资本周转天数	329	551	711	623	541
其他流动资产	818.2	673.2	518.2	669.9	620.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.9%	5.8%	8.1%	8.9%	9.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.5%	4.0%	7.3%	6.9%	8.5%
长期股权投资	67.5	70.9	70.9	70.9	70.9	ROIC	33.2%	14.8%	12.3%	11.5%	17.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,713.3	5,738.6	5,669.5	5,600.5	5,531.4	销售费用率	3.6%	3.8%	3.8%	3.6%	3.4%
在建工程	194.7	234.5	234.5	234.5	234.5	管理费用率	8.9%	8.8%	8.6%	8.3%	8.1%
无形资产	53.7	60.1	56.1	52.1	48.2	财务费用率	-0.3%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%
其他非流动资产	976.6	1,085.7	916.0	976.1	966.9	三费/营业收入	12.2%	13.5%	13.4%	13.0%	12.4%
资产总额	7,024.1	12,652.6	9,981.1	12,580.8	12,021.8	偿债能力					
短期债务	-	601.9	-	-	-	资产负债率	27.6%	34.6%	11.7%	25.0%	15.9%
应付账款	642.0	1,080.1	684.3	1,289.9	949.1	负债权益比	38.0%	52.9%	13.2%	33.4%	18.9%
应付票据	601.0	1,040.5	45.8	1,377.2	333.0	流动比率	2.96	1.81	3.21	1.97	3.35
其他流动负债	113.3	290.5	216.6	196.9	263.3	速动比率	2.64	1.71	2.47	1.86	2.83
长期借款	542.3	764.0	-	-	-	利息保障倍数	-81.29	19.86	23.45	22.96	26.93
其他非流动负债	37.1	599.7	217.8	284.9	367.5	分红指标					
负债总额	1,935.7	4,376.7	1,164.4	3,148.8	1,912.9	DPS(元)	0.12	0.06	0.12	0.14	0.19
少数股东权益	99.2	156.0	180.6	221.1	265.9	分红比率	41.1%	21.0%	30.0%	30.0%	35.0%
股本	406.6	1,742.5	1,764.1	1,764.1	1,764.1	股息收益率	1.6%	0.8%	1.7%	2.0%	2.7%
留存收益	4,584.1	6,379.3	6,872.0	7,446.8	8,078.9						
股东权益	5,088.5	8,275.9	8,816.7	9,432.0	10,108.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.28	0.27	0.40	0.47	0.55
净利润	524.4	500.3	703.8	821.1	972.4	BVPS(元)	2.83	4.60	4.90	5.22	5.58
加:折旧和摊销	73.4	167.1	73.0	73.0	73.0	PE(X)	25.4	26.5	17.8	15.3	12.9
资产减值准备	7.6	22.5	-	-	-	PB(X)	2.5	1.5	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-12.3	-9.8	-5.4	4.8	-19.8
财务费用	7.2	45.1	35.3	42.5	42.5	P/S	4.6	4.0	3.6	3.2	2.8
投资损失	-23.1	-34.8	-33.3	-35.4	-34.5	EV/EBITDA	21.2	16.8	12.9	8.9	8.4
少数股东损益	29.3	25.9	26.0	41.1	45.8	CAGR(%)	18.0%	26.7%	21.2%	18.0%	26.7%
营运资金的变动	-1,429.6	-314.4	-1,512.0	1,626.0	-1,679.4	PEG	1.4	1.0	0.8	0.8	0.5
经营活动产生现金流量	276.3	-365.5	-707.1	2,568.5	-580.1	ROIC/WACC	3.2	1.4	1.2	1.1	1.7
投资活动产生现金流量	-2,053.5	-2,289.4	21.1	41.6	34.4	REP	1.2	1.4	1.3	1.4	0.8
融资活动产生现金流量	1,957.9	3,434.2	-1,638.0	-279.4	-374.7						

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

黄守宏声明，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。

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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

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