

# 林洋能源 (601222) 点评报告

2017年07月19日

## 签订电站开发重磅协议，业绩增长更高更确定 买入（维持）

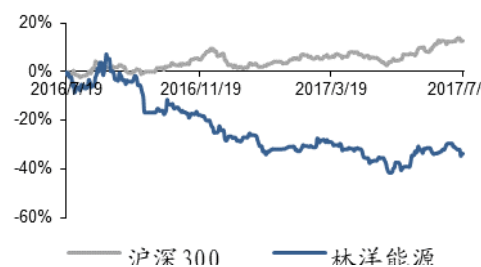
首席证券分析师 曾朵红  
执业资格证书号码：S0600516080001  
[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)  
021-60199798

研究助理 曹越  
[caoyue@dwzq.com.cn](mailto:caoyue@dwzq.com.cn)  
021-60199587

### 投资要点：

- **签订中广核3年1GW电站开发转让协议：**公司安徽分公司与中广核新能源安徽分公司签署框架可做协议，双方将2017-2019年累计完成安徽地区1GW的项目合作，其中2017年300MW。
- **重磅合作项目，打造新的利润增长点：**此次公司于中广核在开发和收购“太阳能光伏电站项目”领域展开全面合作，合作的形式包括中广核收购林洋已并网电站，以及新项目的BT转让和EPC开发等。电站的形式包括地面、水兵、屋顶分布式项目。电站项目的资本金内部收益率要求不低于11%。合作将有利于双方进一步发挥各方优势，加快推进公司光伏电站的开发和运维业务，为公司打造新的利润增长点，提升公司的竞争力。
- **南网接连中标大单，电表业务区域结构性变化，整体稳定增长：**公司传统主营电表业务，由于国网的智能电表覆盖率相对较高，已超过85%，从09-10年开始的改造接近完成。按照电表平均8年的更换周期来看，近两年处于国网电表招标的下滑期。但近年以来，电表业务区域结构发生显著变化：1)南网地区招标量显著增加。此前公司曾公告中标南网2.02亿元招标，连同6月份的南网招标，今年累计中标南网电表金额达到4.8亿元，较2016年的4049万元大幅度增长。2)海外业务突飞猛进，公司2016年开始通过自有渠道开拓积极与国际伙伴兰吉尔的全面合作，海外业务保持良好势头，在立陶宛、西班牙、巴西、东南亚等地的订单相继落地，实现快速增长。南网和海外业务的发力以及四表合一等新业务的拓展，将能有效平抑国网招标下降的影响，预计电表业务整体业务将保持稳定增长。
- **大股东增持彰显信心，中报业绩兑现高增长：**控股股东华虹电子计划在未来6个月内（2017年5月31日至2017年11月30日内）通过二级市场择机增持公司股份。增持区间6.5至9.5元，累计增持0.5-3亿元。截至目前，已增持650万股，金额4527万元。17年上半年公司净利润3.1-3.5亿元，同比大幅增长40%-60%，持续超预期。
- **分布式电站规模持续扩张，布局600MW高效N型电池组件：**公司分布式电站规模持续扩展，截至2016年底装机容量931MW，项目储备超1.5GW，主要集中在中东部分布式，消纳良好，且管理效率较高，贷款比例低，盈利性好，后续规模将持续扩张，预计到2017年底将实现累计并网容量1.5GW。此外，公司把握未来光伏技术方向，在建600MW高效N型电池组件，发电效率高，量产单面光电转化效率21.5%，同时双面发电的优势，发电量提升20%-30%，将于17年年中投产，将提升光伏板块整体效益。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	7.25
一年最低价/最高价	6.34/12.58
市净率（倍）	1.54
流通A股市值（百万元）	12633.36

### 基础数据

每股净资产（元）	4.72
资本负债率（%）	34.26%
总股本（百万股）	1,764.09
流通A股（百万股）	1,742.53

### 相关研究

1. 再次中标南网大单，高增长确定性高（2017-6-28）
2. 大股东增持彰显信心，17年高增长确定性高（2017-6-1）
3. 电表拖累业绩，17年将重回高增长（2017-4-25）
4. 中标南网电表招标大单，入围首批能源互联网示范项目（2017-03-07）
5. 携手亿纬锂能，布局智慧分布式储能（2017-03-06）
6. 三季度略低于预期，东部分布式快速推进（2016-10-27）

- **智慧分布式储能业务快速布局：**公司成功入选首批“互联网”+智慧能源（能源互联网）示范项目。携手亿纬锂能，在储能锂电池、变流器、云平台方面合作，并力争实现 18-20 年 1GWh 的储能项目，开拓储能微网和智慧分布式低碳园区新业务。
- **投资建议：**考虑到电站开发对公司业绩的增量贡献，我们上调对公司的业绩预测，预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润为 7.55、10.07、12.12 亿元（前次 7.55、9.66、11.54 亿元），对应 EPS 分别为 0.43 元、0.57 元、0.69 元，业绩增速分别为 59.1%、33.4%、20.3%。我们给予 2017 年 25 倍 PE，对应目标价 10.7 元，维持买入评级。
- **风险提示：**政策不达预期；分布式项目推进不达预期；电表需求不达预期；能源互联网布局不达预期；融资不达预期。

图表 1: 林洋能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>5462.8</b>	<b>5598.3</b>	<b>7596.2</b>	<b>10717.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>3114.7</b>	<b>3546.2</b>	<b>5824.9</b>	<b>9104.8</b>
现金	2775.4	2500.0	2236.2	2503.9	营业成本	2152.5	2203.8	3902.6	6569.4
应收款项	1681.7	1943.1	3191.7	4988.9	营业税金及附加	20.8	28.4	34.9	54.6
存货	299.3	362.3	641.5	1079.9	营业费用	118.5	141.8	203.9	273.1
其他	706.4	792.9	1526.6	2145.1	管理费用	277.2	321.2	485.5	730.4
<b>非流动资产</b>	<b>7189.8</b>	<b>9140.0</b>	<b>11043.0</b>	<b>12918.9</b>	财务费用	28.3	33.9	99.5	151.2
长期股权投资	70.9	74.3	77.7	81.1	投资净收益	34.8	30.0	30.0	30.0
固定资产	6217.7	8166.6	10068.2	11942.7	其他	-18.7	-21.0	-21.0	-21.0
无形资产	60.1	58.1	56.1	54.1	<b>营业利润</b>	<b>533.5</b>	<b>826.1</b>	<b>1107.5</b>	<b>1335.1</b>
其他	841.1	841.1	841.1	841.1	营业外净收支	18.7	20.0	20.0	20.0
<b>资产总计</b>	<b>12652.6</b>	<b>14738.3</b>	<b>18639.2</b>	<b>23636.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>552.3</b>	<b>846.1</b>	<b>1127.5</b>	<b>1355.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>3013.0</b>	<b>4062.2</b>	<b>6696.8</b>	<b>9711.9</b>	所得税费用	52.0	79.5	104.9	124.7
短期借款	680.2	1728.6	2628.8	3059.2	少数股东损益	25.9	11.5	15.3	18.5
应付账款	2092.8	2083.0	3635.3	5939.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>474.4</b>	<b>755.0</b>	<b>1007.3</b>	<b>1211.9</b>
其他	240.1	250.5	432.7	713.3	EBIT	549.5	853.0	1200.0	1479.3
<b>非流动负债</b>	<b>1363.7</b>	<b>1863.7</b>	<b>2363.7</b>	<b>3363.7</b>	EBITDA	703.4	1193.7	1648.5	2046.1
长期借款	764.0	764.0	764.0	764.0					
其他	599.7	1099.7	1599.7	2599.7	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>4376.7</b>	<b>5925.9</b>	<b>9060.6</b>	<b>13075.6</b>	每股收益(元)	0.27	0.43	0.57	0.69
少数股东权益	156.0	164.0	174.7	187.7	每股净资产(元)	4.66	4.90	5.33	5.88
归属母公司股东权益	8119.9	8648.4	9403.9	10373.5	发行在外股份(百万股)	1742.5	1764.1	1764.1	1764.1
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12652.6</b>	<b>14738.3</b>	<b>18639.2</b>	<b>23636.7</b>	ROIC(%)	6.6%	7.4%	9.0%	9.7%
					ROE(%)	5.8%	8.7%	10.7%	11.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	30.2%	37.1%	32.4%	27.2%
经营活动现金流	-365.5	1194.1	1462.5	2045.3	EBIT Margin(%)	17.6%	24.1%	20.6%	16.2%
投资活动现金流	-2289.4	-2291.4	-2374.5	-2465.6	销售净利率(%)	15.2%	21.3%	17.3%	13.3%
筹资活动现金流	3434.2	821.9	648.3	688.0	资产负债率(%)	34.6%	40.2%	48.6%	55.3%
现金净增加额	779.9	-275.4	-263.8	267.6	收入增长率(%)	14.3%	13.9%	64.3%	56.3%
折旧和摊销	154.0	340.6	448.5	566.8	净利润增长率(%)	-4.2%	59.1%	33.4%	20.3%
资本开支	-4223.4	-2288.1	-2371.1	-2462.3	P/E	26.63	16.94	12.70	10.55
营运资本变动	1365.4	67.3	-27.1	230.6	P/B	1.56	1.46	1.34	1.22
企业自由现金流	-2158.2	-1107.2	-861.3	-321.7	EV/EBITDA	24.18	15.55	13.16	12.57

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>