

20 年报&21Q1 点评:海外电表业务超预期增长, 电站运营效益凸显

2021 年 05 月 03 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,799	7,323	8,845	10,216
同比 (%)	72.6%	26.3%	20.8%	15.5%
归母净利润 (百万元)	997	1287	1634	2010
同比 (%)	42.4%	29.1%	27.0%	23.0%
每股收益 (元/股)	0.57	0.74	0.93	1.15
P/E (倍)	11.54	8.94	7.04	5.72

投资要点

■ **20 年实现归母净利润 9.97 亿元, 同比+42.37%, 符合我们预期。**公司发布 20 年报及 21 年 Q1 报, 20 年实现营收 57.99 亿元, 同比+72.63%; 归母净利润 9.97 亿元, 同比+42.37%, 主要在于海外智能电表业务超我们预期, 其中 Q4 营收 13.81 亿元, 同比+69.66%, 归母净利润 0.62 亿元, 同比+334%。2021Q1 实现营收 9.56 亿元, 同环比+38.96%/-30.78%; 归母净利润 1.72 亿元, 同环比+30.93%/+178.52%。

■ **智能电表领军者, 海外拓展超我们预期。**20 年电表业务实现营收 25.2 亿元, 同比+58.96%, 综合毛利率 28.1%, 同比+0.19pct。其中海外销售近 2 亿美元, 占比约 50%, 同比增长 350%+, 海外超我们预期的原因在于 1) 多年布局和深耕海外市场, 产品远销 30 多个国家, 与施耐德、Trilliant 等系统软件对接; 2) 持续推进产品研发和迭代, 实现了无线通信技术在电表上的集成和规模化应用。截至 20 年底公司参与南方电网、国家电网招标, 我们预计中标 16 个包, 推动 21 年业绩继续快速增长。

■ **平价时代, 加快央企合作布局, EPC 业务规模快速增长。**20 年公司光伏 EPC 实现营收 16.01 亿元, 同比 3293%, 公司与中广核、华能等加强合作, EPC 规模快速增长, 截至 20 年底已并网运行的光伏电站超 1.6GW。EPC 业务 20 年毛利率 15.81%, 同比-15.94pct, 主要是电价下行+下半年产业链涨价所致。公司在手储备项目充足, 约 4GW, 其中已核准项目约 2GW, 在建项目约 600MW, 其中公司与华能合作的顺平 200MW 光伏平价项目计划在 21 年实现全容量并网。

■ **智能化运维模式, 光伏电站运营效益凸显。**20 年公司光伏发电实现营收 14.24 亿元, 同比-0.89%, 毛利率 71.13%, 同比+1.77pct。公司建立智慧平台, 提供智能化、专业化、标准化的运维解决方案, 目前拥有专业运维人员超过 300 人, 总承运规模近 2.5GW, 其中自持电站超 1.6GW, 发电量超 18.5 亿度, 接管电站资产超百亿元, 智慧平台大大提升了电站运维效益, 且公司计划通过光伏发电参与碳交易, 业绩增量可期。

■ **瞄准储能未来方向, 整装再出发。**公司 15 年进军储能业务, 20 年与亿纬锂能合资建立林洋亿纬储能公司, 专注于 BMS+PCS+EMS 的 3S 系统设计, 提供磷酸铁锂大容量储能系统解决方案, 目前已签约 2MW 分布式光伏+2MWh 储能示范项目。随储能经济性拐点到来, 公司储能业务将实现快速增长。

■ **投资建议:** 基于行业景气度上升, 我们上调盈利预测。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 12.87/16.34/20.10 亿元 (前值 21 年 12.52 亿元、22 年 14.86 亿元), 同比+29.1%/+27.0%/+23.0%, 对应 EPS 为 0.74/0.93/1.15 元, 给予 21 年 13 倍 PE, 对应目标价 9.62 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.58
一年最低/最高价	4.96/9.45
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	11507.69

基础数据

每股净资产(元)	5.90
资产负债率(%)	44.68
总股本(百万股)	1748.89
流通 A 股(百万股)	1748.89

相关研究

- 1、《林洋能源 (601222) 三季报业绩点评: 电表业务持续发力, 电站投资未来可期》2020-10-28
- 2、《林洋能源 (601222): 电站投资重回战略重点, 电表海外拓展加速》2020-08-26
- 3、《林洋能源 (601222): 电表海外拓展提升毛利率, 电站投资重回战略重点》2020-04-29

20 年实现归母净利润 9.97 亿元，同比+42.37%，符合我们预期。公司发布 20 年报及 21 年 Q1 报，20 年实现营收 57.99 亿元，同比+72.63%；归母净利润 9.97 亿元，同比+42.37%，主要在于海外智能电表业务超我们预期，其中 Q4 营收 13.81 亿元，同比+69.66%，归母净利润 0.62 亿元，同比+334%。2021Q1 实现营收 9.56 亿元，同环比+38.96%/-30.78%；归母净利润 1.72 亿元，同环比+30.93%/+178.52%。

表 1: 2020 年收入 57.99 亿元，同比增长 72.63%；盈利 9.97 亿元，同比增长 42.37%（亿元）

林洋能源	2020	2019	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2020Q4	2019Q4	同比
营业收入	57.99	33.59	72.6%	9.56	6.88	39.0%	13.81	8.14	69.7%
毛利率	35.2%	45.2%	-10.0%	40.7%	42.2%	-1.4%	26.5%	36.3%	-9.8%
营业利润	11.54	7.98	44.5%	2.04	1.26	62.2%	1.21	0.37	227.5%
利润总额	11.41	7.79	46.4%	2.05	1.51	35.2%	0.87	0.33	165.4%
归属母公司净利润	9.97	7.00	42.4%	1.72	1.32	30.9%	0.62	0.14	334.3%
扣非归母净利润	9.68	6.79	42.6%	1.59	1.02	55.8%	0.86	0.00	38476.1%
归母净利率	17.2%	20.9%	-3.7%	18.0%	19.1%	-1.1%	4.5%	1.8%	2.7%
股本	17.49	17.58	-	17.49	17.58	-	17.49	17.58	-
EPS	0.57	0.40	43.1%	0.10	0.07	31.6%	0.04	0.01	336.4%

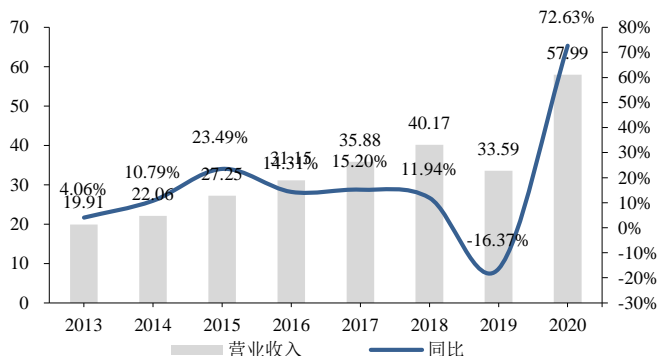
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 2020 公司分产品收入情况

分产品	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	营业成本同比 (%)	毛利率同比
电能表、系统类产品及配件	25.21	18.12	28.1	58.96	58.54	+0.19pct
节能业务	0.75	0.44	40.85	6.56	0.38	+3.64pct
光伏发电	14.24	4.11	71.13	-0.89	-6.62	+1.77pct
光伏EPC	16.01	13.48	15.81	3292.8	4085.37	-15.94pct
其它产品	1.43	1.15	20.14	-0.51	-7.15	+5.71pct

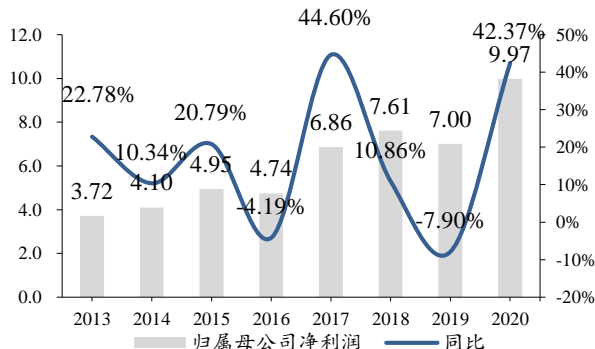
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 57.99 亿元, 同比+72.63% (亿元)



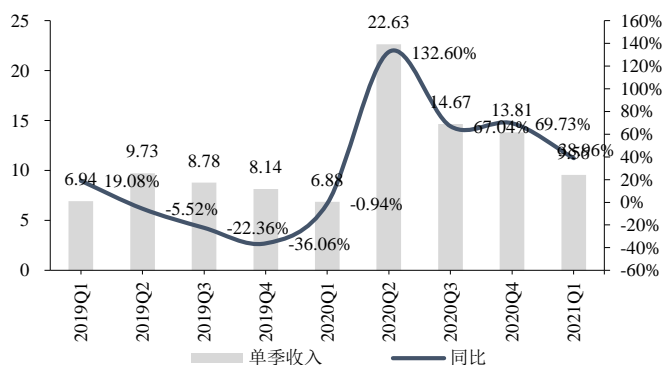
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 9.97 亿元, 同比+42.37% (亿元)



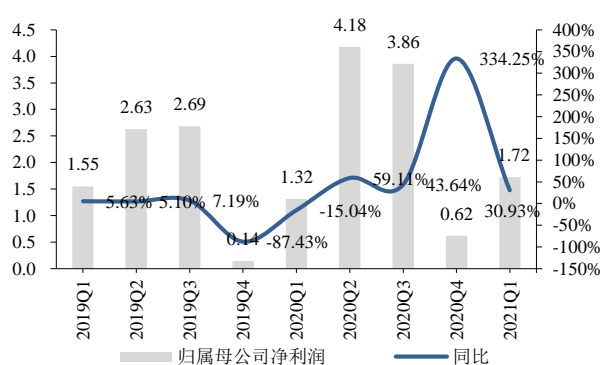
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 3: 21Q1 收入 9.56 亿元, 同比+38.96% (亿元)



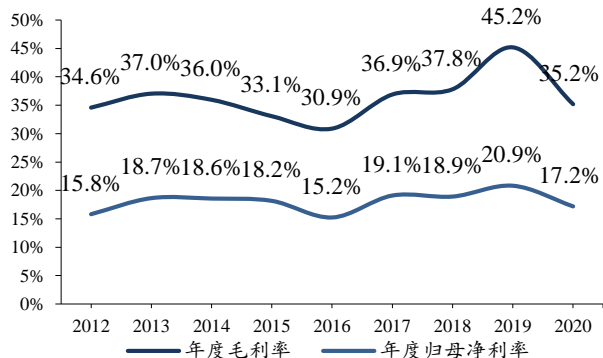
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 21Q1 归母净利润 1.72 亿元, 同比+30.93% (亿元)



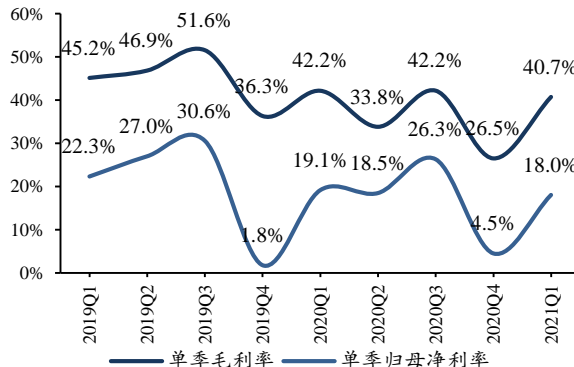
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2020 毛利率、净利率同比-10、-3.65pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 21Q1 毛利率、净利率同比-1.44、-1.11pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

智能电表领军者，海外拓展超我们预期。20 年电表业务实现营收 25.2 亿元，同比 +58.96%，综合毛利率 28.1%，同比+0.19pct。其中海外销售近 2 亿美元，占比约 50%，同比增长 350%+，海外超我们预期的原因在于 1) 多年布局和深耕海外市场，产品远销 30 多个国家，与施耐德、Trilliant 等系统软件对接；2) 持续推进产品研发和迭代，实现了无线通信技术在电表上的集成和规模化应用。截至 20 年底公司参与南方电网、国家电网招标，我们预计中标 16 个包，推动 21 年业绩继续快速增长。

表 3: 公司 20 年下半年招标及中标项目

交易方	签订时间	主要内容	金额 (亿元)	备注
中国南方电网有限责任公司	2020年11月	南方电网公司2020年计量产品第二批框架招标项目	1.63	公司本次预中标共7个包，中标品类为三相多功能电能表（1级、0.5S级高压电能表）、单相智能电能表、三相智能电能表、低压集抄系统设备、负荷管理终端和配变监测计量终端。
国家电网有限公司	2020年11月	国家电网有限公司营销项目2020年第二次电能表（含用电信息采集）招标采购	2.26	公司本次预中标共9个包，合计总数量774,729台。其中：第一分标预中标数量560,042台；第二分标预中标数量135,000台；第三分标预中标数量38,000台；第四分标预中标数量3,687台；第五分标预中标数量32,000台；第六分标预中标数量6,000台。
PGE Dystrybucja S.A.	2020年7月	三相复费率智能电能表项目	0.50	
Innogy Stoen Operator	2020年7月	单相复费率智能电能表和三相复费率智能电能表	0.53	
中国南方电网有限责任公司	2020年6月	单相智能电能表、三相智能电能表、低压集抄系统设备、负荷管理终端和配变监测计量终端	1.53	
国家电网有限公司	2020年6月	“国家电网有限公司营销项目 2020 年第一次电能表（含用电信息采集）招标采购”项目，2 级单相智能电能表、1 级三相智能电能表、0.5S 级三相智能电能表、集中器和采集器、专变采集终端	1.54	第一分标预中标数量 410,000 只；第二分标预中标数量 113,513 只；第三分标预中标数量 29,000 只；第五分标预中标数量 18,037 只；第六分标预中标数量 3,000 只

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

平价时代，加快央国企合作布局，EPC 业务规模快速增长。20 年公司光伏 EPC 实现营收 16.01 亿元，同比 3293%，公司与中广核、华能等加强合作，EPC 规模快速增长，截至 20 年底已并网运行的光伏电站超 1.6GW。EPC 业务 20 年毛利率 15.81%，同比-15.94pct，主要是电价下行+下半年产业链涨价所致。公司在手储备项目充足，约 4GW，其中已核准项目约 2GW，在建项目约 600MW，其中公司与华能合作的顺平 200MW 光伏平价项目计划在 21 年实现全容量并网。

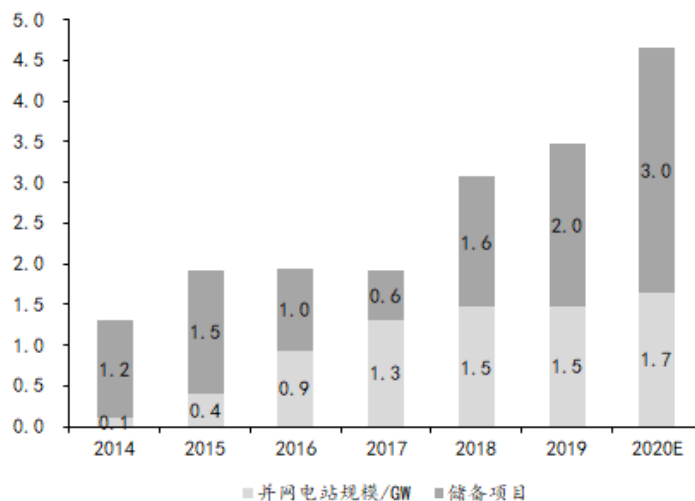
表 4: 公司 EPC 项目加强与央国企合作

交易方	合同性质	主要内容	涉及金额及建设量	当前进度/备注
中国华能	光伏项目合作框架协议	顺平200MW光伏平价项目	200MW	目前处于工程建设中, 计划2021年实现全容量并网
中国中能	合作采用EPC业务模式	南岗98MW光伏电站项目	98MW	顺利并网
中国华能	合作采用EPC业务模式	围口200MW光伏电站项目	200MW	顺利并网
中国华能	光伏项目合作框架协议	计划在2020年至2022年每年开发不少于50万千瓦, 累计开发不少于150万千瓦光伏电站。	每年50万千瓦	
中广核	经营性合同	泗洪光伏领跑奖励激励基地2号农光互补3号渔光互补项目EPC总承包合同	4.01亿+4亿元/200MW	顺利并网
	经营性合同	灌云永贵98MW光伏发电项目EPC总承包合同	4.05亿元/98MW	顺利并网
中国电建海投	战略合作协议	未来三年内, 双方计划共同在欧洲、澳洲及东南亚等国家和地区, 开发、建设、投资、运营地面/水面光伏(或光伏+储能)并网电站项目		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

智能化运维模式, 光伏电站运营效益凸显。20年公司光伏发电实现营收14.24亿元, 同比-0.89%, 毛利率71.13%, 同比+1.77pct。公司建立智慧平台, 提供智能化、专业化、标准化的运维解决方案, 目前拥有专业运维人员超过300人, 总承运规模近2.5GW, 其中自持电站超1.6GW, 发电量超18.5亿度, 接管电站资产超百亿元, 智慧平台大大提升了电站运维效益, 且公司计划通过光伏发电参与碳交易, 业绩增量可期。

图 7: 公司自持电站及储备项目规模 (GW)

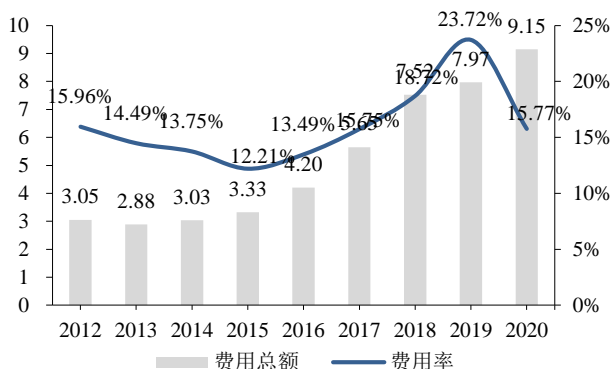


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

瞄准储能未来方向, 整装再出发。公司15年进军储能业务, 20年与亿纬锂能合资建立林洋亿纬储能公司, 专注于BMS+PCS+EMS的3S系统设计, 提供磷酸铁锂大容量储能系统解决方案, 目前已签约2MW分布式光伏+2MWh储能示范项目。随储能经济性拐点到来, 公司储能业务将实现快速增长。

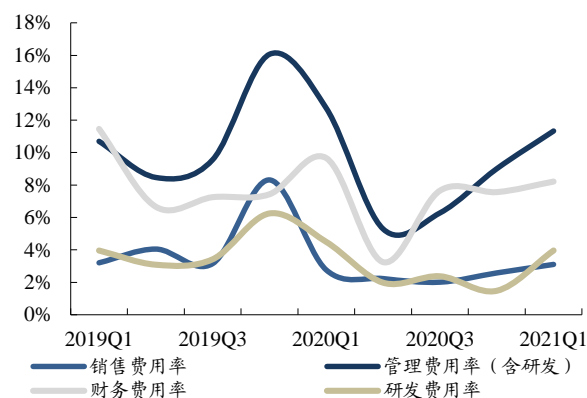
期间费用率快速下降，费用控制良好。公司 2020 年费用同比增长 14.80%至 9.15 亿元，期间费用率下降 7.94 个百分点至 15.77%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 14.41%、上升 14.10%、下降 5.43%、上升 32.82%至 1.34 亿元、2.92 亿元、1.31 亿元、3.57 亿元；费用率分别下降 2.35、下降 3.75、下降 1.87、下降 1.84 个百分点至 2.32%、7.30%、2.26%、6.15%。21Q1，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-47.43%/-4.89%/-59.85%/+72.76%，费用率分别为 3.10%/11.33%/3.97%/8.22%。

图 8: 2020 年期间费用 9.15 亿元，同比+14.80% (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 9: 21Q1 毛利率、净利率同比-1.44、-1.11pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

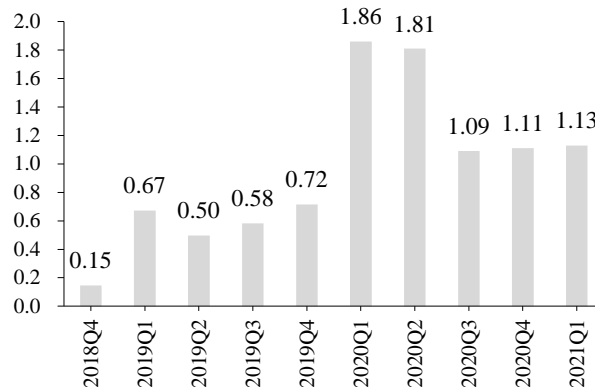
21Q1 现金流有所恶化，主要系 EPC 付款所致。2020 年经营活动现金流量净流入 12.23 亿元，同比增长 204.12%。21Q1 经营活动现金流出 1.99 亿元，主要系 EPC 付款所致；销售商品取得现金 6.99 亿元，同比增长 11.32%。21Q1 期末预收款项 1.13 亿元，同比下降 39.25%。21Q1 期末应收账款 40.75 亿元，较同比增加 10.02 亿元，20 年应收账款周转天数下降 102.91 天至 210.67 天。21Q1 期末存货 7.39 亿元，较同比下降 1.35 亿元；20 年存货周转天数下降 48 天至 75 天。

图 10: 21Q1 现金净流出 1.99 亿元, 同比 +422.62% (亿元)



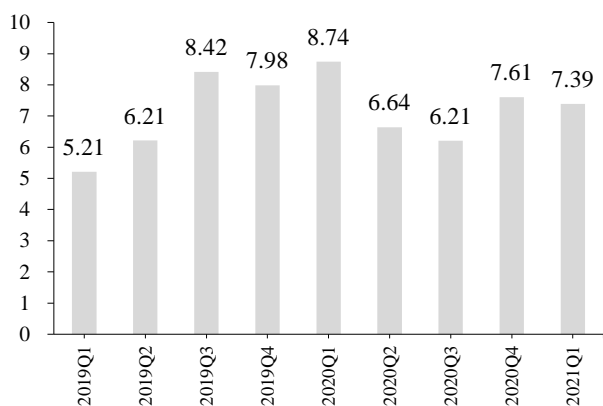
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 11: 21Q1 期末预收款项 1.13 亿元, 同比-39.25% (亿元)



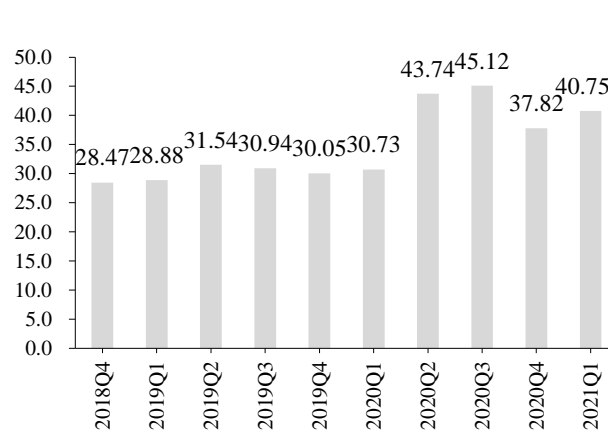
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 21Q1 期末存货 7.39 亿元, 较 20Q1 减少 1.35 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: 21Q1 期末应收账款 40.75 亿元, 同比+10.02 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

投资建议: 基于行业景气度上升, 我们上调盈利预测。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 12.87/16.34/20.10 亿元 (前值 21 年 12.52 亿元、22 年 14.86 亿元), 同比 +29.1%/+27.0%/+23.0%, 对应 EPS 为 0.74/0.93/1.15 元, 给予 21 年 13 倍 PE, 对应目标价 9.62 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9744.0	11160.7	12859.1	15227.6	营业收入	5799.0	7323.4	8844.5	10216.2
现金	2780.0	2686.3	3119.8	4227.7	减:营业成本	3758.6	4667.7	5637.8	6515.6
应收账款	3943.4	5216.7	6300.2	7277.3	营业税金及附加	28.1	43.9	53.1	51.1
存货	760.8	767.3	926.8	1071.1	营业费用	134.3	329.6	353.8	357.6
其他流动资产	2259.7	2490.4	2512.3	2651.5	管理费用	423.5	699.7	844.2	923.4
非流动资产	10065.4	10305.2	10475.6	10622.6	财务费用	356.9	236.7	222.7	212.1
固定资产	8897.8	9135.7	9304.0	9449.0	加:投资净收益	56.4	80.0	89.0	80.0
无形资产	118.8	114.8	110.9	106.9	营业利润	1153.7	1481.7	1887.0	2299.4
其他非流动资产	948.2	948.2	948.2	948.2	加:营业外净收支	-12.5	20.0	20.0	20.0
资产总计	19809.3	21465.9	23334.7	25850.2	利润总额	1141.2	1501.7	1907.0	2319.4
流动负债	4030.5	4772.5	5398.2	5783.9	减:所得税费用	139.7	195.2	247.9	278.3
短期借款	1861.2	1500.0	1500.0	1500.0	少数股东损益	4.4	19.6	24.9	30.6
应付账款	1834.5	2737.3	3195.5	3564.7	归属母公司净利润	997.2	1286.9	1634.2	2010.5
其他流动负债	334.8	535.1	702.8	719.1	EBIT	1613.8	1630.4	2012.7	2423.5
非流动负债	4790.0	4790.0	4790.0	5290.0	EBITDA	2048.6	2085.6	2505.3	2950.4
长期借款	2059.1	2059.1	2059.1	2059.1					
其他非流动负债	2730.9	2730.9	2730.9	3230.9	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	8820.4	9562.4	10188.2	11073.8	每股收益(元)	0.57	0.74	0.93	1.15
少数股东权益	24.0	37.7	55.1	76.5	每股净资产(元)	6.27	6.78	7.49	8.41
归属母公司股东权益	10964.9	11865.8	13091.4	14699.8	发行在外股份(百万股)	1748.9	1748.9	1748.9	1748.9
负债和股东权益	19809.3	21465.9	23334.7	25850.2	ROIC(%)	9.1%	9.0%	11.1%	12.9%
					ROE(%)	9.1%	10.8%	12.5%	13.7%
					毛利率(%)	35.2%	36.3%	36.3%	36.2%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	17.2%	17.6%	18.5%	19.7%
经营活动现金流	1222.5	1291.0	1497.0	1675.8	资产负债率(%)	44.5%	44.5%	43.7%	42.8%
投资活动现金流	-1029.5	-637.3	-655.0	-665.8	收入增长率(%)	72.6%	26.3%	20.8%	15.5%
筹资活动现金流	344.4	-747.3	-408.5	97.9	净利润增长率(%)	42.4%	29.1%	27.0%	23.0%
现金净增加额	495.7	-93.7	433.5	1107.9	P/E	11.54	8.94	7.04	5.72
折旧和摊销	434.9	455.2	492.6	526.9	P/B	1.05	0.97	0.88	0.78
资本开支	-293.8	-631.4	-649.0	-659.9	EV/EBITDA	9.92	10.10	8.66	7.65
营运资本变动	-110.4	-456.9	-639.2	-875.0					

数据来源: 贝格数据, 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>