

新能源加速布局, 储能如期投产

投资要点

- **业绩短期承压, 未来有望提速。**2022年公司实现营业收入49.4亿元, 同比减少6.7%; 实现归母净利润8.6亿元, 同比减少8.0%。营收增速有所下降, 主要系受新能源产业链价格持续上涨、国家调整光伏用地政策等外部因素, 光伏电站开工、建设受到一定影响。未来受益于组件价格下降, 23年增速有望回升。
- **智能电表: 业务稳健发展, 内外双修打开空间。**2022年, 公司在国网电表(含用电信息采集)招标采购中, 合计中标金额约8.56亿元; 在南网2022年计量产品框架招标项目中, 中标金额约3.14亿元, 同比增长25.7%。公司开发的“基于统一终端软件平台的能源控制器”通过了CMMI5级全球软件开发最高级别认证。22年业务毛利率为31.8%, 较为稳定。智能电表境内外双轮驱动, 22年电表境外业务营收7.7亿元, 同比增长28%。
- **光伏运营及EPC: 自持项目储备充足, EPC建设有望提速, 拓展TOPCon光伏电池生产。**受新能源产业链价格上涨、开工节奏放缓影响, 公司光伏业务短期承压。2022年光伏发电业务实现营收13.2亿元, 同比减少9.3%, 毛利率为71%; 光伏EPC项目营收4.9亿元, 同比减少67.2%, 毛利率为2.1%。受益于组件价格下降, 23年增速有望回升。截至2022年底, 公司累计开发、建设光伏电站超5GW, 储备光伏项目超6GW, 已开工新能源项目达700MW。公司光伏运维团队基于各类“光伏+”复杂应用场景下的运维技术解决方案, 快速提升第三方运维体量, 2022年签约运维项目增加至近8GW。公司拓展TOPCon光伏电池生产, 计划2023M7和2024中期各投产6GW产能。
- **储能: 项目如期投产, 订单充足助力成长, 战略布局氢能领域。**储能业务上下游产业布局, 上游合资的亿纬林洋(持股35%)主营磷酸铁锂储能电芯生产, 年产能10GWh, 此外, 公司在江苏启动建设储能电池模块(PACK)及直流侧系统制造基地, 总规划为年产6GWh; 中游合资的林洋亿纬储能(持股85%), 专注“BMS+PCS+EMS”的3S融合储能系统集成解决方案, 2022年中标金额7.7亿元; 下游方面公司以“集中式共享储能电站”模式与多加能源公司、政府等形成合作关系, 2022年末公司储能储备资源超5GWh。同时, 公司战略布局氢能领域, 2022年合资成立的清耀科技发布全自动并/离网SAK1600系列碱性电解水制氢装备, 产氢量可达500Nm³/h。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司23-25年归母净利润CAGR达31.8%, 给予公司23年20倍PE, 目标价11.20元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 组件价格不及预期; 光伏建设不及预期; 储能及海外订单不及预期, TOPCon光伏电池项目进展不及预期。

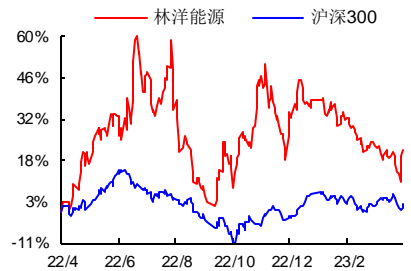
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4943.94	10121.94	15251.97	21588.37
增长率	-6.66%	104.73%	50.68%	41.54%
归属母公司净利润(百万元)	856.00	1155.51	1550.41	1958.14
增长率	-8.00%	34.99%	34.18%	26.30%
每股收益EPS(元)	0.42	0.56	0.75	0.95
净资产收益率ROE	5.81%	7.29%	9.04%	10.41%
PE	18.9	14.0	10.4	8.3
PB	1.09	1.02	0.94	0.86

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.60
流通A股(亿股)	20.60
52周内股价区间(元)	6.65-10.35
总市值(亿元)	161.72
总资产(亿元)	203.31
每股净资产(元)	7.15

相关研究

1. 林洋能源(601222): 智能电表稳健发展, 储能光伏破浪前行 (2022-12-11)

盈利预测

关键假设：

目前公司业务分为电表、光伏发电、光伏 EPC、储能和其他 5 个部分，2023 年新增光伏制造业务，对公司做出如下核心假设：

假设 1：“十四五”期间电表替换有望迎来上升期，假设 2023-2025 年电表销量增速分别为 15%、10%、9%；

假设 2：2022 年公司出售部分存量电站，故装机量小幅下降，后续随着装机量的提升收入将同步增长，预计 2023-2025 年公司发电业务售电量增速分别为-10%、8%、5%；

假设 3：2023 年光伏组件价格有望下跌，光伏建设进度有望提升，预计 2023-2025 年公司 EPC 工程结算额预计增速为 350%、5%、5%；

假设 4：公司拓展 TOPCon 光伏电池生产，预计 2023M8 投产 6GW 产能，第二阶段 6GW 生产线于 2024 年 3 月投产，年末完成产能爬坡，预计 2023-2025 年公司 TOPCon 光伏电池销量分别为 2GW、5GW 和 12GW；

假设 5：公司储能业务 23 年在手订单已有 1GWh，假设 2023-2025 年储能业务销量增速分别为 230%、90%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电表	收入	2233	2568	2825	3079
	增速	11.2%	15.0%	10.0%	9.0%
	毛利率	31.8%	31.0%	31.0%	31.0%
光伏发电	收入	1318	1186	1281	1345
	增速	-9.3%	-10.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%
光伏 EPC	收入	485	2184	2294	2408
	增速	-67.2%	350.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	2.1%	12.0%	12.0%	12.0%
光伏制造	收入	-	2200	5500	10500
	增速	-	-	150.0%	90.9%
	毛利率	-	10.0%	10.0%	10.0%
储能	收入	426.0	1405.8	2671.0	3472.3
	增速	568.8%	230.0%	90.0%	30.0%
	毛利率	10%	15%	16%	17%
其他	收入	481	577	681	783
	增速	65.6%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	19.5%	25%	25%	25%
合计	收入	4944	10122	15252	21589

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-6.7%	104.7%	50.7%	41.5%
	毛利率	36.3%	24.5%	21.0%	18.7%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

选取派能科技、炬华科技、天合光能作为可比公司，3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 16 倍。考虑到公司加速光伏制造产业布局，未来成长性高，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 11.20 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688063.SH	派能科技	252.45	8.22	14.12	19.91	25.45	38.4	17.88	12.68	9.92
300360.SZ	炬华科技	16.46	0.94	1.17	1.49	1.85	15.55	14.07	11.05	8.90
688599.SH	天合光能	49.11	1.69	3.18	4.17	5.64	37.59	15.44	11.78	8.71
平均值							30.51	15.80	11.83	9.17

数据来源：Wind, 西南证券整理 (采用 wind 一致预期, 截至 2023.4.27 收盘)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4943.94	10121.94	15251.97	21588.37	净利润	864.16	1160.15	1556.64	1966.01
营业成本	3149.58	7646.13	12043.58	17553.45	折旧与摊销	433.38	354.96	384.92	420.36
营业税金及附加	33.65	60.73	83.89	107.94	财务费用	35.61	295.78	317.54	370.59
销售费用	126.87	253.05	335.54	431.77	资产减值损失	-23.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	371.66	526.34	686.34	863.53	经营营运资本变动	-210.59	-1540.21	-1103.54	-2152.35
财务费用	35.61	295.78	317.54	370.59	其他	-88.41	63.32	86.51	136.32
资产减值损失	-23.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1010.30	334.00	1242.08	740.93
投资收益	4.51	20.00	20.00	20.00	资本支出	2288.91	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	37.03	30.00	30.00	30.00	其他	-966.18	193.69	136.29	154.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1322.73	-806.31	-863.71	-845.43
营业利润	1144.36	1389.91	1835.08	2311.09	短期借款	-94.45	-130.34	0.00	1008.63
其他非经营损益	-28.28	-25.03	-25.03	-25.03	长期借款	-509.06	50.00	50.00	50.00
利润总额	1116.08	1364.88	1810.04	2286.06	股权融资	64.20	0.00	0.00	0.00
所得税	251.92	204.73	253.41	320.05	支付股利	-451.96	-176.97	-236.86	-303.45
净利润	864.16	1160.15	1556.64	1966.01	其他	12.74	-119.35	-165.54	-218.59
少数股东损益	8.16	4.64	6.23	7.86	筹资活动现金流净额	-978.53	-376.65	-352.40	536.59
归属母公司股东净利润	856.00	1155.51	1550.41	1958.14	现金流量净额	1438.87	-848.97	25.96	432.09
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4708.59	3859.62	3885.59	4317.67	成长能力				
应收和预付款项	4990.37	8655.01	11567.66	15805.46	销售收入增长率	-6.66%	104.73%	50.68%	41.54%
存货	1508.38	2892.24	4972.56	7051.79	营业利润增长率	0.33%	21.46%	32.03%	25.94%
其他流动资产	2330.40	1746.27	1811.28	1870.08	净利润增长率	-7.28%	34.25%	34.18%	26.30%
长期股权投资	353.52	353.52	353.52	353.52	EBITDA 增长率	-15.39%	26.49%	24.35%	22.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6168.88	6829.84	7460.84	8056.40	毛利率	36.29%	24.46%	21.04%	18.69%
无形资产和开发支出	109.63	102.09	94.55	87.00	三费率	10.80%	10.62%	8.78%	7.72%
其他非流动资产	1130.77	1022.39	914.01	805.64	净利率	17.48%	11.46%	10.21%	9.11%
资产总计	21300.55	25460.99	31060.01	38347.56	ROE	5.81%	7.29%	9.04%	10.41%
短期借款	730.34	600.00	600.00	1608.63	ROA	4.06%	4.56%	5.01%	5.13%
应付和预收款项	2785.56	5801.82	9588.77	13728.17	ROIC	7.60%	11.43%	12.02%	12.39%
长期借款	1592.79	1642.79	1692.79	1742.79	EBITDA/销售收入	32.63%	20.16%	16.64%	14.37%
其他负债	1324.23	1509.89	1952.18	2379.14	营运能力				
负债合计	6432.92	9554.50	13833.74	19458.74	总资产周转率	0.24	0.43	0.54	0.62
股本	2060.17	2060.17	2060.17	2060.17	固定资产周转率	0.69	1.68	2.38	3.13
资本公积	7580.43	7580.43	7580.43	7580.43	应收账款周转率	1.35	2.06	1.94	2.01
留存收益	5371.03	6349.58	7663.13	9317.83	存货周转率	2.98	3.46	3.06	2.92
归属母公司股东权益	14786.26	15820.48	17134.03	18788.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.98%	—	—	—
少数股东权益	81.37	86.01	92.23	100.10	资本结构				
股东权益合计	14867.62	15906.49	17226.27	18888.83	资产负债率	30.20%	37.53%	44.54%	50.74%
负债和股东权益合计	21300.55	25460.99	31060.01	38347.56	带息债务/总负债	36.11%	25.04%	18.74%	19.54%
					流动比率	3.05	2.32	1.93	1.71
					速动比率	2.71	1.93	1.50	1.29
					股利支付率	52.80%	15.31%	15.28%	15.50%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.56	0.75	0.95
					每股净资产	7.22	7.72	8.36	9.17
					每股经营现金	0.49	0.16	0.60	0.36
					每股股利	0.22	0.09	0.11	0.15
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1613.35	2040.65	2537.55	3102.04					
PE	18.89	14.00	10.43	8.26					
PB	1.09	1.02	0.94	0.86					
PS	3.27	1.60	1.06	0.75					
EV/EBITDA	7.23	6.22	5.10	4.46					
股息率	2.79%	1.09%	1.46%	1.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn