

## 电站运营驱动增长，系统集成重大突破 买入（维持）

2018 年 10 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越

021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 3,588 | 3,790 | 6,226 | 7,834 |
| 同比（%）      | 15.2% | 5.6%  | 64.3% | 25.8% |
| 归母净利润（百万元） | 686   | 845   | 1051  | 1283  |
| 同比（%）      | 44.6% | 23.2% | 24.4% | 22.1% |
| 每股收益（元/股）  | 0.39  | 0.48  | 0.60  | 0.73  |
| P/E（倍）     | 10.57 | 8.59  | 6.90  | 5.65  |

### 投资要点

■ **前三季度业绩增长 18%，符合预期：**公司发布 2018 年三季报，报告期内公司实现营业收入 27.44 亿元，同比增长 8.71%；实现归属母公司净利润 6.47 亿元，同比增长 17.80%。对应 EPS 为 0.37 元。其中 2018Q3，实现营业收入 11.31 亿元，同比增长 17.36%，环比增长 9.80%；实现归属母公司净利润 2.5 亿元，同比增长 17.82%，环比增长 0.23%。2018Q3 对应 EPS 为 0.14 元。

■ **电站运营驱动增长，集成业务重大突破：**Q3 公司业绩增长 17.8%，分业务来看：1) 期末电站持有 1.5GW，Q3 贡献收入 3-4 亿元，贡献净利润 1.6-1.8 亿元，保持较快增长；2) 电表业务，Q3 贡献收入 2-2.5 亿元，贡献净利润 0.5-0.7 亿元；3) N 型高效产品实现量产，EPC 系统集成业务取得重大突破，公司中标的泗洪领跑者 200MW 基地项目已实现部分并网，Q3 电站集成贡献收入 3.5-4.5 亿元。综合毛利率 39.51%，提升 1.43 个百分点；净利率 22.15%，略有提升。

■ **费用率上升，现金流改善：**公司 2018Q3 期间费用同比增长 46.11%至 2.09 亿元，期间费用率上升 3.63 个百分点至 18.47%。其中，销售、管理+研发、财务费用分别同比上升 48.11%、上升 27.37%、上升 96.00%至 0.41 亿元、1.08 亿元、0.6 亿元；费用率分别上升 0.76、上升 0.75、上升 2.13 个百分点至 3.65%、9.51%、5.30%。

2018Q3 经营活动现金流量净流入 3.29 亿元，同比增长 69.13%；销售商品取得现金 10.51 亿元，同比增长 23.18%。期末预收款项 0.16 亿元，同比下降 59.30%。期末应收账款 25.6 亿元，同比增长 22.85%，应收账款周转天数上升 25.68 天至 221.95 天。期末存货+合同资产 6.47 亿元，同比增长 29.83%；存货周转天数上升 18.07 天至 87.65 天。

■ **盈利预测：**预计公司 2018-2020 年业绩分别为 8.45、10.51、12.83 亿元，分别同比增长 23.2%、24.4%、22.1%，EPS 分别为 0.48、0.60、0.73 元，分别对应 8.59、6.90、5.65 倍 PE。

■ **风险提示：**政策波动、竞争加剧、盈利能力下滑等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 4.11       |
| 一年最低/最高价      | 3.79/11.41 |
| 市净率(倍)        | 0.74       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7187.85    |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 5.59    |
| 资产负债率(%)    | 44.08   |
| 总股本(百万股)    | 1765.41 |
| 流通 A 股(百万股) | 1748.87 |

### 相关研究

1、《半年报符合预期，运营驱动增长》2018-08-28

2、《分布式运营驱动增长，N 型电池、EPC 将成新增长点》

2018-04-24

3、《三季报符合预期，运营驱动高成长》2017-11-08

## 林洋能源三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 利润表 (百万元)        | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>7009.4</b>  | <b>8775.2</b>  | <b>9881.4</b>  | <b>10632.1</b> | <b>营业收入</b>      | <b>3588.2</b> | <b>3790.0</b> | <b>6225.9</b> | <b>7834.3</b> |
| 现金                 | 2542.4         | 5464.2         | 3691.8         | 2549.4         | 营业成本             | 2264.2        | 2244.9        | 4170.6        | 5363.6        |
| 应收款项               | 2071.2         | 2076.7         | 3411.4         | 4292.8         | 营业税金及附加          | 27.1          | 26.5          | 37.4          | 39.2          |
| 存货                 | 389.0          | 369.0          | 685.6          | 881.7          | 营业费用             | 119.2         | 128.9         | 211.7         | 266.4         |
| 其他                 | 2006.8         | 865.3          | 2092.6         | 2908.1         | 管理费用             | 336.5         | 345.1         | 502.1         | 552.4         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>9764.4</b>  | <b>11700.5</b> | <b>13617.0</b> | <b>15501.4</b> | 财务费用             | 115.5         | 172.7         | 235.0         | 295.4         |
| 长期股权投资             | 75.2           | 79.4           | 83.7           | 87.9           | 投资净收益            | 20.7          | 30.0          | 30.0          | 30.0          |
| 固定资产               | 8448.2         | 10384.1        | 12300.5        | 14184.6        | 其他               | 11.8          | -19.0         | 4.0           | 4.0           |
| 无形资产               | 121.2          | 117.2          | 113.1          | 109.1          | <b>营业利润</b>      | <b>758.2</b>  | <b>882.9</b>  | <b>1103.2</b> | <b>1351.4</b> |
| 其他                 | 1119.8         | 1119.8         | 1119.8         | 1119.8         | 营业外净收支           | -11.2         | 20.0          | 20.0          | 20.0          |
| <b>资产总计</b>        | <b>16773.8</b> | <b>20475.7</b> | <b>23498.4</b> | <b>26133.4</b> | <b>利润总额</b>      | <b>747.0</b>  | <b>902.9</b>  | <b>1123.2</b> | <b>1371.4</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>3075.7</b>  | <b>3177.1</b>  | <b>5400.4</b>  | <b>6495.2</b>  | 所得税费用            | 32.6          | 45.1          | 56.2          | 68.6          |
| 短期借款               | 753.8          | 800.0          | 1000.0         | 970.0          | 少数股东损益           | 28.4          | 12.9          | 16.0          | 19.5          |
| 应付账款               | 1973.1         | 2121.9         | 3884.9         | 4849.3         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>686.0</b>  | <b>844.9</b>  | <b>1051.0</b> | <b>1283.3</b> |
| 其他                 | 348.8          | 255.2          | 515.5          | 675.8          | EBIT             | 847.0         | 1048.6        | 1308.2        | 1616.7        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>4233.5</b>  | <b>7233.5</b>  | <b>7233.5</b>  | <b>7733.5</b>  | EBITDA           | 1143.9        | 1506.9        | 1878.7        | 2310.8        |
| 长期借款               | 1310.6         | 4310.6         | 4310.6         | 4310.6         |                  |               |               |               |               |
| 其他                 | 2922.9         | 2922.9         | 2922.9         | 3422.9         |                  |               |               |               |               |
| <b>负债总计</b>        | <b>7309.2</b>  | <b>10410.6</b> | <b>12633.9</b> | <b>14228.6</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2017</b>   | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  |
| 少数股东权益             | 142.5          | 151.5          | 162.7          | 176.4          | 每股收益(元)          | 0.39          | 0.48          | 0.60          | 0.73          |
| 归属母公司股东权益          | 9322.2         | 9913.6         | 10701.9        | 11728.5        | 每股净资产(元)         | 5.28          | 5.62          | 6.06          | 6.64          |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>16773.8</b> | <b>20475.7</b> | <b>23498.4</b> | <b>26133.4</b> | 发行在外股份(百万股)      | 1764.1        | 1765.4        | 1765.4        | 1765.4        |
|                    |                |                |                |                | ROIC(%)          | 6.9%          | 7.1%          | 7.8%          | 8.3%          |
|                    |                |                |                |                | ROE(%)           | 7.4%          | 8.5%          | 9.8%          | 10.9%         |
|                    |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 36.1%         | 40.1%         | 32.4%         | 31.0%         |
|                    |                |                |                |                | EBITMargin(%)    | 23.6%         | 27.7%         | 21.0%         | 20.6%         |
|                    |                |                |                |                | 销售净利率(%)         | 19.1%         | 22.3%         | 16.9%         | 16.4%         |
|                    |                |                |                |                | 资产负债率(%)         | 43.6%         | 50.8%         | 53.8%         | 54.4%         |
|                    |                |                |                |                | 收入增长率(%)         | 15.2%         | 5.6%          | 64.3%         | 25.8%         |
|                    |                |                |                |                | 净利润增长率(%)        | 44.6%         | 23.2%         | 24.4%         | 22.1%         |
|                    |                |                |                |                | P/E              | 10.57         | 8.59          | 6.90          | 5.65          |
|                    |                |                |                |                | P/B              | 0.78          | 0.73          | 0.68          | 0.62          |
|                    |                |                |                |                | EV/EBITDA        | 12.73         | 11.72         | 10.58         | 9.30          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2017</b>    | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   |                  |               |               |               |               |
| 经营活动现金流            | 806.2          | 2535.1         | 777.5          | 1222.7         |                  |               |               |               |               |
| 投资活动现金流            | -3949.1        | -2406.0        | -2487.1        | -2578.4        |                  |               |               |               |               |
| 筹资活动现金流            | 3111.7         | 2792.7         | -62.8          | 213.4          |                  |               |               |               |               |
| 现金净增加额             | -36.1          | 2921.7         | -1772.4        | -1142.3        |                  |               |               |               |               |
| 折旧和摊销              | 296.9          | 458.3          | 570.5          | 694.0          |                  |               |               |               |               |
| 资本开支               | -2499.1        | -2401.8        | -2482.8        | -2574.1        |                  |               |               |               |               |
| 营运资本变动             | -2078.7        | 1199.9         | -855.3         | -768.3         |                  |               |               |               |               |
| 企业自由现金流            | -3440.4        | 252.6          | -1524.9        | -1112.5        |                  |               |               |               |               |

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>