



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩保持稳健增长 EPC业务拓展顺利

——林洋能源（601222）三季度报点评

2018年10月29日

推荐/首次

林洋能源

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
贺朝晖	研究助理		
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024	

事件：

公司发布三季度业绩公告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润为 6.47 亿元，较上年同期增 17.80%；营业收入为 27.44 亿元，较上年同期增 8.71%；基本每股收益为 0.37 元，较上年同期增 19.35%。公司第三季度归属于母公司所有者的净利润为 2.5 亿元，较上年同期增 17.82%；营业收入为 11.31 亿元，较上年同期增 17.36%；基本每股收益为 0.14 元，较上年同期增 16.67%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	654.94	905.73	963.62	1063.92	583.23	1030	1130.9
增长率（%）	-2.34%	18.82%	47.72%	1.11%	-10.95%	13.72%	17.36%
毛利率（%）	37.63%	40.14%	38.08%	32.62%	44.51%	42.93%	39.51%
期间费用率（%）	15.00%	13.90%	7.05%	25.68%	26.46%	15.51%	12.37%
营业利润率（%）	23.34%	24.15%	22.63%	15.84%	27.42%	26.16%	22.93%
净利润（百万元）	137.70	213.68	217.39	145.63	153.06	249.82	249.34
增长率（%）	25.06%	222.49%	52.24%	-15.92%	11.15%	16.92%	14.70%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.12	0.12	0.08	0.08	0.14	0.14
资产负债率（%）	34.26%	36.85%	36.96%	43.57%	43.49%	44.46%	44.08%
净资产收益率（%）	1.63%	2.51%	2.48%	1.54%	1.59%	2.56%	2.52%
总资产收益率（%）	1.07%	1.58%	1.57%	0.87%	0.90%	1.42%	1.41%

观点：

1. 利润率稳定助业绩稳步提升

2018Q3公司营收和净利润增速分别为17.36%、14.7%，延续了今年良好的上涨势头，毛利率维持在39.5%的水平，并且期间费用率从2018Q2的15.5%下降至12.37%，增厚了公司净利润。由于公司的主营业务分布式光伏电站运营、EPC工程建设的毛利率较为稳定，且光伏电站运营毛利率可达70%以上，因而公司业务分布可以缓解光伏产业链价格波动影响，整体利润率可以维持在较为稳定的水平。

2. 领跑者项目顺利推进

2018年6月11日，公司与中广核签订泗洪2号和4号项目的《EPC总承包合同》，合同总价11.09亿元（含税），并于9月30日实现部分并网。在531新政发布后，领跑者项目是下半年为数不多拥有光伏电站指标的项目，并且由于项目成本、组件转换效率要求高，领跑者项目代表了光伏领域的发展方向。公司能够中标领跑者项目，不仅可以提升公司营收，平稳度过行业不景气阶段，而且通过EPC建设积累经验，为后续公司拓展新项目奠定基础。

3. 大力拓展EPC建设领域，现金流改善显著

公司新能源板块持续快速增长，目前持有并运营光伏电站约1.5GW。公司目前正在积极开拓光伏电站EPC建设领域，并且在泗洪领跑者项目已取得200MW的EPC合同。EPC模式相较于传统的自持电站，虽然利润率会降低，但由于不涉及补贴拖期问题，现金流会大幅改善。2018Q3经营活动现金流同比增长29%，环比增长70%，现金流的大幅改善极大促进了公司的业务发展。

4. 发布回购预案显公司发展信心

2018年9月4日至10月11日，公司累计回购占公司总股本1.25%的股份，累计支付的资金总额为9959万元。此次回购，显示公司管理层对公司的信心，利于公司的股价稳定。同时，本次回购股份作为公司实施员工持股计划的股份来源，有利于核心团队人员的稳定，提高公司的竞争力。

结论：

公司是国内分布式光伏领域的优质企业，在光伏行业整体承压的背景下，公司通过开拓领跑者项目以及拓展EPC项目建设，保持了稳定的盈利能力和现金流。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为39亿元、42.7亿元和46.8亿元，归属于上市公司股东净利润分别为8亿元、9.4亿元和10.7亿元，每股收益分别为0.45元、0.53元和0.61元，对应PE分别为9、8、7。首次给予“推荐”评级。

风险提示：

光伏政策支持力度不足、光伏产品价格大幅下跌

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	5463	7009	8065	9982	12064	营业收入	3115	3588	3903	4267	4685
货币资金	2775	2542	3381	5013	6770	营业成本	2153	2264	2420	2602	2811
应收账款	1586	1952	2123	2321	2548	营业税金及附加	21	27	30	32	35
其他应收款	21	33	36	39	43	营业费用	118	119	130	138	146
预付款项	33	72	113	157	205	管理费用	273	331	360	381	406
存货	299	389	416	447	483	财务费用	28	115	96	104	134
其他流动资产	660	1902	1902	1902	1902	资产减值损失	22.45	11.36	11.36	11.36	11.36
非流动资产合计	7190	9764	9403	8860	8316	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	71	75	75	75	75	投资净收益	34.83	20.72	20.72	20.72	20.72
固定资产	5738.6	8024.2	7980.8	7441.1	6901.5	营业利润	534	758	877	1019	1161
无形资产	60	121	232	232	232	营业外收入	34.06	4.40	4.40	4.84	5.33
其他非流动资产	685	1005	1005	1005	1005	营业外支出	15.33	15.58	15.58	15.58	15.58
资产总计	12653	16774	17468	18842	20381	利润总额	552	747	866	1009	1151
流动负债合计	3013	3076	2583	2733	2906	所得税	52	33	38	44	50
短期借款	602	599	0	0	0	净利润	500	714	828	965	1100
应付账款	1052	1251	1319	1418	1532	少数股东损益	26	28	30	30	30
预收款项	34	28	21	14	6	归属母公司净利润	474	686	798	935	1070
一年内到期的非流	78	155	155	155	155	EBITDA	772	1286	1525	1686	1857
非流动负债合计	1364	4233	4828	5478	6192	EPS (元)	0.28	0.39	0.45	0.53	0.61
长期借款	764	1311	1905	2555	3269	主要财务比率					
应付债券	0	2340	2340	2340	2340						
负债合计	4377	7309	7411	8211	9097	成长能力					
少数股东权益	156	142	172	202	232						
实收资本(或股本)	1743	1764	1765	1765	1765	营业收入增长	14.31%	15.20%	8.76%	9.33%	9.79%
资本公积	4510	4768	4768	4768	4768	营业利润增长	-6.58%	42.11%	15.72%	16.19%	13.88%
未分配利润	1673	2019	2229	2474	2755	归属于母公司净利润	16.38%	17.07%	16.38%	17.07%	14.53%
归属母公司股东权	8120	9322	9236	9780	10402	获利能力					
负债和所有者权	12653	16774	17468	18842	20381						
现金流量表			单位:百万元			毛利率(%)	30.89%	36.90%	38.00%	39.02%	39.99%
						净利率(%)	16.06%	19.91%	21.23%	22.61%	23.49%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	3.75%	4.09%	4.57%	4.96%	5.25%
经营活动现金流	-365	806	1332	1490	1639	ROE(%)	5.84%	7.36%	8.64%	9.56%	10.29%
净利润	500	714	828	965	1100	偿债能力					
折旧摊销	210.30	412.19	0.00	539.63	539.63						
财务费用	28	115	96	104	134	资产负债率(%)	35%	44%	42%	44%	45%
应收账款减少	0	0	-171	-198	-227	流动比率	1.81	2.28	3.12	3.65	4.15
预收帐款增加	0	0	-7	-8	-8	速动比率	1.71	2.15	2.96	3.49	3.99
投资活动现金流	-2289	-3949	-153	-14	-14	营运能力					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
长期股权投资减少	0	0	31	0	0	总资产周转率	0.32	0.24	0.23	0.24	0.24
投资收益	35	21	21	21	21	应收账款周转率	2	2	2	2	2
筹资活动现金流	3434	3112	-340	155	132	应付账款周转率	3.92	3.12	3.04	3.12	3.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期借款增加	0	0	595	650	714						
普通股增加	1336	22	1	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.39	0.45	0.53	0.61
资本公积增加	1420	258	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.45	-0.02	0.48	0.92	1.00
现金净增加额	779	-31	839	1631	1757	每股净资产(最新摊)	4.66	5.28	5.23	5.54	5.89
						估值比率					
						P/E	14.64	10.51	9.07	7.74	6.76
						P/B	0.88	0.78	0.78	0.74	0.70
						EV/EBITDA	7.53	7.07	5.41	4.32	3.36

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。