

# 电站运营与 EPC 两开花, 智能板块迎发展机遇

买入 (维持)

2019 年 04 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号: S0600519020001

021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值     | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 4,017 | 5,221 | 6,434 | 7,108 |
| 同比 (%)      | 11.9% | 30.0% | 23.2% | 10.5% |
| 归母净利润 (百万元) | 761   | 962   | 1154  | 1347  |
| 同比 (%)      | 10.9% | 26.5% | 20.0% | 16.7% |
| 每股收益 (元/股)  | 0.43  | 0.55  | 0.65  | 0.76  |
| P/E (倍)     | 12.63 | 9.98  | 8.32  | 7.13  |

## 投资要点

- **18 业绩增长 10.86%、19Q1 增长 5.63%:** 公司发布 2018 年年报, 报告期内公司实现营业收入 40.17 亿元, 同比增长 11.94%; 实现归母净利润 7.61 亿元, 同比增长 10.86%。对应 EPS 为 0.43 元。其中 2018Q4, 实现营业收入 12.73 亿元, 同比增长 19.62%, 环比增长 12.53%; 实现归母净利润 1.13 亿元, 同比下降 17.04%, 环比下降 54.74%。2018Q4 对应 EPS 为 0.06 元。2019Q1, 实现营业收入 6.94 亿元, 同比增长 19.08%, 环比下降 45.48%; 实现归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 5.63%, 环比增长 37.17%。2019Q1 对应 EPS 为 0.09 元。
- **运营与 EPC 两开花:** 新能源板块收入 24.03 亿元, 其中 1) 电费收入 13.30 亿元, 同比增长 21.16%, 毛利率 70.35%, 同比上升 0.7 个百分点。截至 18 年底, 公司各类光伏电站累计并网规模 1.45GW, 较 17 年底的 1.3GW 增长了近 150MW; 2) 光伏 EPC 收入 10.13 亿元, 同比增长 2016.63%, 毛利率 17.73%, 同比下降 26.43 个百分点。报告期内, 公司获中广核 200MW 领跑者基地项目 EPC 总承包合同, 金额为 11.09 亿元, 并于年内实现并网; 3) N-PERT 电池、组件产量都为 220MW, 受 531 影响, 产能利用率为 85%。组件销量 248MW, 同比增长 1825.76%, 主要系 EPC 工程中的用量增长, 协同优势得以发挥。
- **电表业务收入下滑:** 智能配用电业务收入 14.32 亿元, 其中电能表及系统类产品收入 13.31 亿元, 同比下降 25.36%, 系国网招标总量波动影响。毛利率 26%, 同比下降 1.3 个百分点, 主要系产品结构变化。在国网和南网 2018 年的招标中, 分别中标约 4.03 亿元 (17 年 2.99 亿元) 和 2.68 亿元 (17 年 2.42 亿元), 2019 年已在南网合计中标 3.66 亿元。18 年公司持续开拓全球市场, 实现海外销售 3805 万美元, 同比下滑 19.8%。在手订单达 4800 万美元, 同比增长 57.8%。
- **紧抓泛在历史机遇, 发力光伏集成业务:** 1) 智能板块: 国内保持国网及地方电力集招的领先地位, 深化海外大客户战略, 维持中东、欧洲市场领先地位, 突破非洲、东南亚、南亚, 扩大东亚市场。紧抓泛在产业机遇, 打造以新型智能为核心的系统提供商; 2) 新能源板块: 持续开发平价项目, 加速项目储备, 目前平价资源储备量 1.6GW。光伏业务以系统集成为主, 国内+海外两个方向开发建设 (国内 300-500MW+海外 100-200MW)。完成电池从现有 N-PERT 升级为 TopCON 技术升级, 量产平均转换效率可达 23%。3) 持续打造“平台+服务”模式, 推动综合能源服务发展, 重点推进与国网、南网综合能源服务公司、区域售电公司合作, 通过英大等产业基金加速引导新商业模式。
- **19Q1 年费用率回落:** 公司 2018 年期间费用同比增长 32.91%至 7.52 亿元, 期间费用率上升 2.95 个百分点至 18.72%。2018 经营活动现金流量净流入 4.52 亿元, 同比下降 43.91%; 期末预收款项 0.15 亿元, 同比下降 48.00%。期末应收账款 28.47 亿元, 同比增长 45.88%, 期末存货 4.6 亿元, 同比增长 18.19%。2019Q1 期间费用同比增长 14.11%至 1.76 亿元, 期间费用率下降 1.1 个百分点至 25.36%。2019Q1 经营活动现金流量净流入 0.39 亿元, 同比下降 56.82%。期末预收款项 0.67 亿元, 同比增长 195.72%。期末应收账款 28.88 亿元, 同比增长 47.27%。期末存货 5.21 亿元, 同比增长 12.37%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 19-21 年业绩分别为 9.62、11.54、13.47 亿元, 同比增长 26.5%、20.0%、16.7%, 对应 EPS 为 0.55、0.65、0.76 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧

## 股价走势



## 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 5.44      |
| 一年最低/最高价      | 3.90/7.03 |
| 市净率(倍)        | 1.02      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9514.56   |

## 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元)    | 5.34  |
| 资产负债率(%)    | 41.58 |
| 总股本(百万股)    | 1765  |
| 流通 A 股(百万股) | 1749  |

## 相关研究

- 1、《林洋能源 (601222): 电站运营驱动增长, 系统集成重大突破》2018-10-29
- 2、《半年报符合预期, 运营驱动增长》2018-08-28
- 3、《分布式运营驱动增长, N 型电池、EPC 将成新增长点》2018-04-24

林洋能源三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          | 利润表 (百万元)        | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>7076.5</b>  | <b>11814.6</b> | <b>14083.1</b> | <b>15913.4</b> | <b>营业收入</b>      | <b>4016.7</b> | <b>5221.4</b> | <b>6434.3</b> | <b>7108.2</b> |
| 现金                 | 2182.8         | 5567.1         | 5977.0         | 7242.2         | 减: 营业成本          | 2497.5        | 3428.5        | 4323.1        | 4777.9        |
| 应收账款               | 2893.2         | 3719.3         | 4583.3         | 5063.4         | 营业税金及附加          | 26.3          | 36.5          | 38.6          | 35.5          |
| 存货                 | 459.8          | 563.6          | 710.6          | 785.4          | 营业费用             | 131.5         | 156.6         | 193.0         | 213.2         |
| 其他流动资产             | 1540.7         | 1964.5         | 2812.1         | 2822.4         | 管理费用             | 225.4         | 447.9         | 518.9         | 537.2         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>10392.1</b> | <b>10926.2</b> | <b>11443.2</b> | <b>11957.3</b> | 财务费用             | 254.0         | 207.5         | 221.2         | 208.6         |
| 长期股权投资             | 108.5          | 141.9          | 175.3          | 208.6          | 资产减值损失           |               |               |               |               |
| 固定资产               | 0.0            | 504.9          | 992.6          | 1477.4         | 加: 投资净收益         | 55.2          | 60.0          | 70.0          | 80.0          |
| 在建工程               |                |                |                |                | 其他收益             | -143.3        | 4.1           | 4.1           | 4.1           |
| 无形资产               | 123.2          | 119.1          | 115.0          | 110.9          | <b>营业利润</b>      | <b>793.8</b>  | <b>1008.3</b> | <b>1213.6</b> | <b>1419.9</b> |
| 其他非流动资产            | 10160.3        | 10160.3        | 10160.3        | 10160.3        | 加: 营业外净收支        | 11.2          | 20.0          | 20.0          | 20.0          |
| <b>资产总计</b>        | <b>17468.6</b> | <b>22740.7</b> | <b>25526.3</b> | <b>27870.7</b> | <b>利润总额</b>      | <b>805.1</b>  | <b>1028.3</b> | <b>1233.6</b> | <b>1439.9</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>2531.1</b>  | <b>4119.4</b>  | <b>6026.9</b>  | <b>6779.0</b>  | 减: 所得税费用         | 40.0          | 51.4          | 61.7          | 72.0          |
| 短期借款               | 617.7          | 500.0          | 500.0          | 500.0          | 少数股东损益           | 4.6           | 14.7          | 17.6          | 20.5          |
| 应付账款               | 0.0            | 3240.7         | 4027.0         | 4319.7         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>760.5</b>  | <b>962.3</b>  | <b>1154.4</b> | <b>1347.4</b> |
| 其他流动负债             | 1913.4         | 378.7          | 1499.9         | 1959.3         | EBIT             | 1142.6        | 1155.8        | 1364.8        | 1548.4        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>4982.2</b>  | <b>7982.2</b>  | <b>7982.2</b>  | <b>8482.2</b>  | EBITDA           | 1536.0        | 1169.4        | 1399.0        | 1607.5        |
| 长期借款               | 2034.5         | 5034.5         | 5034.5         | 5034.5         |                  |               |               |               |               |
| 其他非流动负债            | 2947.7         | 2947.7         | 2947.7         | 3447.7         | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018</b>   | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |
| <b>负债合计</b>        | <b>7513.2</b>  | <b>12101.6</b> | <b>14009.0</b> | <b>15261.2</b> | 每股收益(元)          | 0.43          | 0.55          | 0.65          | 0.76          |
| 少数股东权益             | 24.8           | 35.1           | 47.4           | 61.8           | 每股净资产(元)         | 5.63          | 6.01          | 6.50          | 7.11          |
| 归属母公司股东权益          | 9930.5         | 10604.1        | 11469.8        | 12547.7        | 发行在外股份(百万股)      | 1765.4        | 1765          | 1765          | 1765          |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>17468.6</b> | <b>22740.7</b> | <b>25526.3</b> | <b>27870.7</b> | ROIC (%)         | 7.6%          | 7.5%          | 8.9%          | 9.8%          |
|                    |                |                |                |                | ROE (%)          | 7.7%          | 9.1%          | 10.1%         | 10.7%         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   | 毛利率 (%)          | 37.2%         | 33.6%         | 32.2%         | 32.3%         |
| 经营活动现金流            | 452.2          | 1324.7         | 1249.6         | 1607.9         | 销售净利率 (%)        | 18.9%         | 18.4%         | 17.9%         | 19.0%         |
| 投资活动现金流            | -740.1         | -534.0         | -551.1         | -573.2         | 资产负债率 (%)        | 43.0%         | 53.2%         | 54.9%         | 54.8%         |
| 筹资活动现金流            | 123.0          | 2593.7         | -288.6         | 230.5          | 收入增长率 (%)        | 11.9%         | 30.0%         | 23.2%         | 10.5%         |
| 现金净增加额             | -149.4         | 3384.3         | 409.9          | 1265.2         | 净利润增长率 (%)       | 10.9%         | 26.5%         | 20.0%         | 16.7%         |
| 折旧和摊销              | 393.4          | 13.6           | 34.1           | 59.1           | P/E              | 12.63         | 9.98          | 8.32          | 7.13          |
| 资本开支               | 8072.8         | -500.7         | -517.7         | -539.9         | P/B              | 0.97          | 0.91          | 0.84          | 0.77          |
| 营运资本变动             | -9970.6        | 338.6          | 48.8           | 187.1          | EV/EBITDA        | 11.14         | 18.56         | 16.88         | 15.47         |

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>