

林洋能源（601222）年报点评

2020 年 04 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

电表海外拓展提升毛利率，电站投资重回战略重点买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,359	5,808	5,793	6,274
同比（%）	-16.4%	72.9%	-0.3%	8.3%
归母净利润（百万元）	700	950	1186	1410
同比（%）	-7.9%	35.6%	24.8%	18.9%
每股收益（元/股）	0.40	0.54	0.67	0.80
P/E（倍）	12.27	9.05	7.25	6.10

投资要点

- **2019 年实现营业收入 33.59 亿元，同比下降 16.37%：**公司发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 33.59 亿元，同比下降 16.37%；实现利润总额 7.79 亿元，同比下降 3.20%；实现归属母公司净利润 7 亿元，同比下降 7.90%，对应 EPS 为 0.4 元。其中 2019Q4，实现营业收入 8.14 亿元，同比下降 36.06%，环比下降 7.33%；实现归属母公司净利润 0.14 亿元，同比下降 89.07%，环比下降 94.69%。Q4 对应 EPS 为 0.01 元。2019 年毛利率为 45.19%，同比上升 7.37pct，Q4 毛利率 36.33%，同比上升 7.20pct，环比下降 15.26pct；2019 年归母净利率为 20.85%，同比上升 1.92pct，Q4 归母净利率 1.75%，同比下降 7.16pct，环比下降 28.83pct。收入和利润增长总体符合预期。
- **20Q1 公司业绩 1.32 亿元，同比下降 18.72%：**20Q1，实现营业收入 6.88 亿元，同比下降 0.94%，环比下降 15.45%；实现归属母公司净利润 1.32 亿元，同比下降 18.72%，环比上升 823.79%。20Q1 对应 EPS 为 0.07 元。20Q1 毛利率为 42.18%，同比下降 2.97pct，环比上升 5.85pct；20Q1 归母净利率为 19.14%，同比下降 3.18pct，环比上升 17.39pct。
- **EPC 业务影响收入增长：**2019 年公司营业收入 33.59 亿元，同比下降 16.4%，主要是受 EPC 业务下滑的影响。2019 年光伏 EPC 业务实现收入 0.47 亿元，同比减少 95.34%，收入大幅下滑主要是由于光伏 EPC 收入减少原因主要系 EPC 工程已经开始前期工作，但未到确认收入节点所致。
- **发电业务稳健增长：**2019 年公司发电业务实现发电量 18.9 亿度，同比增长 8.6%，对应营收 14.37 亿元，同比增长 8.03%，发电业务稳健增长。
- **电站投资重回高速发展：**公司自 2014 年开始发展自持电站业务，在 16~17 年国内电站收益率极高的时候，公司大规模发展自持电站，16/17 年自持电站新增分别为 0.5GW、0.4GW，而 18~19 年由于国内补贴电价大幅下降，因此 18/19 年自持电站新增规模较低，可见公司凭借优秀的管理能力，紧密把握住了国内电站投资的节奏。在国内组件价格大幅下降的基础上，国内电站收益率得到大幅提升，公司提出到 2022 年底电站运营规模达到 3-5GW，电站投资重回大规模发展趋势。同时，公司的 EPC 中标项目亦从 19 年下半年开始加速，预计将对 2020 年的 EPC 业务形成有效支撑。
- **智能电表业务国内迎来收获期，海外拓展加速：**国内电表业务方面，电表正处于新一轮的更替周期中，2019 年公司在国网中标金额约 4.76 亿元，同时在南网中标金额约 5.79 亿元，合计中标约 10.55 亿元，同比增长 57.5%，按一年左右交付时间预计 2020 年确认收入将大幅增长。另一方面，经过多年积累，海外电表业务拓展迅猛，2019 年海外订单 0.65 亿美元，同比增长约 35%，在沙特电力公司（SEC）组织的 1000 万台智能电表部署项目中成为最主要的智能电表和通讯模块供应商之一，今年 Q1 已签订沙特合约 7 亿元左右，后续沙特还将持续招标。同时，公司进一步深化和战略大客户瑞士兰吉尔集团的全面合作，通过境外控股或参股子公司、办事处大力拓展重点区域市场，如东欧及波罗的海地区、西亚、南部非洲、孟加拉、印尼等。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：9.50、11.86、14.10 亿元，同比+35.6%、+24.8%、+18.9%，对应 EPS 为 0.54/0.67/0.80 元。目标价 7.02 元，对应 20 年 13 倍 PE，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)	4.89
一年最低/最高价	3.97/6.25
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	8552.02

基础数据

每股净资产(元)	5.52
资产负债率(%)	41.91
总股本(百万股)	1757.67
流通 A 股(百万股)	1748.88

相关研究

- 1、《林洋能源（601222）：电站运营稳定，智能电表复苏》2019-08-26
- 2、《林洋能源（601222）：电站运营与 EPC 两开花，智能电表迎发展机遇》2019-04-26

2019 年实现营业收入 33.59 亿元，同比下降 16.37%：公司发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 33.59 亿元，同比下降 16.37%；实现利润总额 7.79 亿元，同比下降 3.20%；实现归属母公司净利润 7 亿元，同比下降 7.90%，对应 EPS 为 0.4 元。其中 2019Q4，实现营业收入 8.14 亿元，同比下降 36.06%，环比下降 7.33%；实现归属母公司净利润 0.14 亿元，同比下降 89.07%，环比下降 94.69%。Q4 对应 EPS 为 0.01 元。2019 年毛利率为 45.19%，同比上升 7.37pct，Q4 毛利率 36.33%，同比上升 7.20pct，环比下降 15.26pct；2019 年归母净利率为 20.85%，同比上升 1.92pct，Q4 归母净利率 1.75%，同比下降 7.16pct，环比下降 28.83pct。收入和利润增长总体符合预期。

20Q1 公司业绩 1.32 亿元，同比下降 18.72%：20Q1，实现营业收入 6.88 亿元，同比下降 0.94%，环比下降 15.45%；实现归属母公司净利润 1.32 亿元，同比下降 18.72%，环比上升 823.79%。20Q1 对应 EPS 为 0.07 元。20Q1 毛利率为 42.18%，同比下降 2.97pct，环比上升 5.85pct；20Q1 归母净利率为 19.14%，同比下降 3.18pct，环比上升 17.39pct。

表 1：2019 年收入 33.59 亿元，同比下降 16.37%；盈利 7.00 亿元，同比下降 7.9%

林洋能源	2019	2018	同比	2019Q4	同比	环比	2020Q1	同比	环比
营业收入	33.59	40.17	-16.4%	8.14	-36.1%	-7.3%	6.88	-0.9%	-15.5%
毛利率	45.2%	37.8%	7.4pct	36.3%	7.2pct	-15.3pct	42.2%	-3.0pct	5.9pct
营业利润	7.98	7.94	0.6%	0.37	-64.9%	-87.3%	1.26	-26.4%	241.7%
利润总额	7.79	8.05	-3.2%	0.33	-72.0%	-88.6%	1.51	-11.8%	364.0%
归属母公司净利润	7.00	7.61	-7.9%	0.14	-89.1%	-94.7%	1.32	-18.7%	823.8%
扣非归母净利润	6.79	7.44	-8.7%	0.00	-99.8%	-99.9%	1.02	-31.3%	45812.0%
归母净利率	20.9%	18.9%	1.9pct	1.8%	-7.2pct	-28.8pct	19.1%	-3.2pct	17.4pct
股本	17.58	17.65	-	17.58	-	-	17.58	-	-
EPS	0.40	0.43	-7.5%	0.01	-87.4%	-94.7%	0.07	-14.7%	823.8%

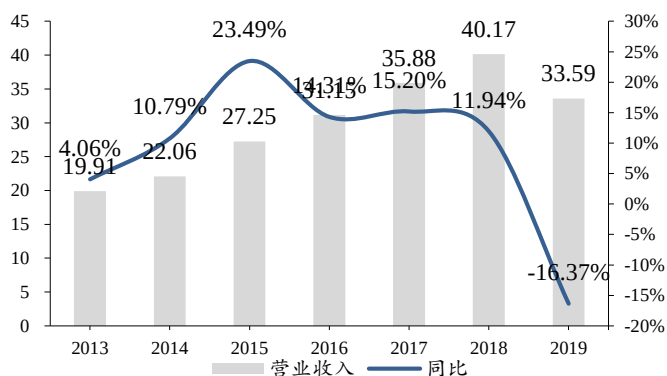
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

EPC 业务影响收入增长：2019 年公司营业收入 33.59 亿元，同比下降 16.4%，主要是受 EPC 业务下滑的影响。2019 年光伏 EPC 业务实现收入 0.47 亿元，同比减少 95.34%，收入大幅下滑主要是由于光伏 EPC 收入减少原因主要系 EPC 工程已经开始前期工作，但未到确认收入节点所致。

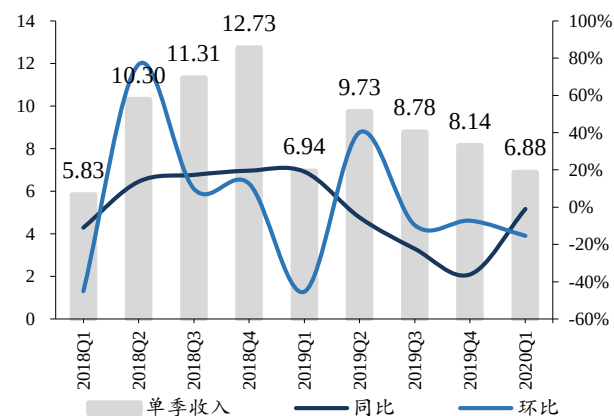
发电业务稳健增长：2019 年公司发电业务实现发电量 18.9 亿度，同比增长 8.6%，对应营收 14.37 亿元，同比增长 8.03%，发电业务稳健增长。

电表业务量稳利升：电表业务 2019 年实现收入 13.58 亿元，同比增长 2.0%，营收增速低于订单增速，预计主要是因为产品交付周期后延的原因；同时，公司的电表业务毛利率同比提升了 4.9 个百分点，预计主要是因为（1）生产自动化程度提升；（2）智能电表占比提升；（3）配套生产降低成本。

图 1：2019 年收入 33.59 亿元，同比-16.37%

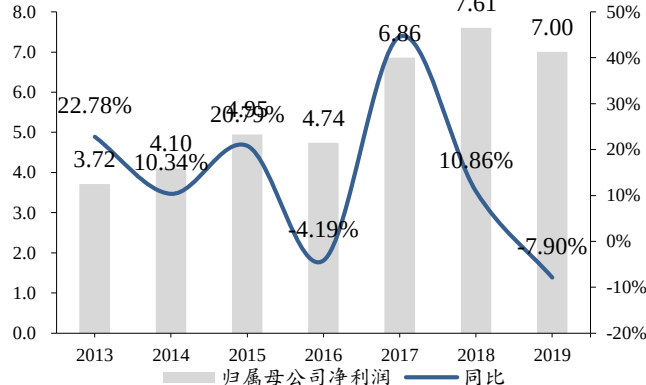


数据来源：WIND，东吴证券研究所

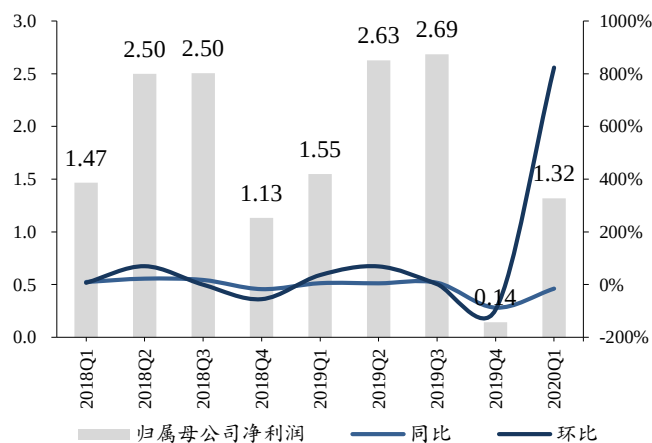
图 3：19Q4 收入 8.14 亿元，同比-36.06%；
20Q1 收入 6.88 亿元，同比-0.9%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2019 年归母净利润 7.00 亿元，同比-7.90%

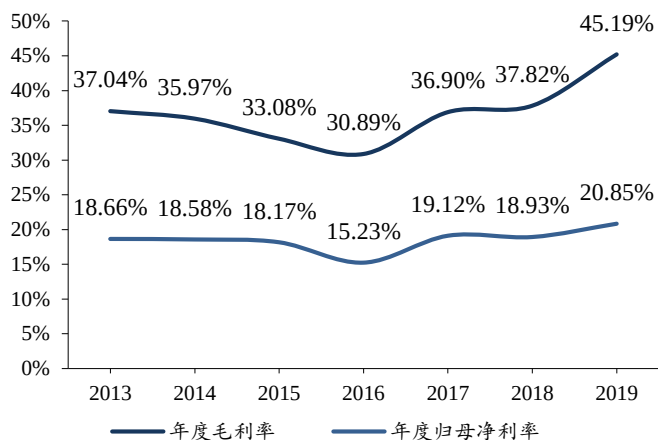


数据来源：WIND，东吴证券研究所

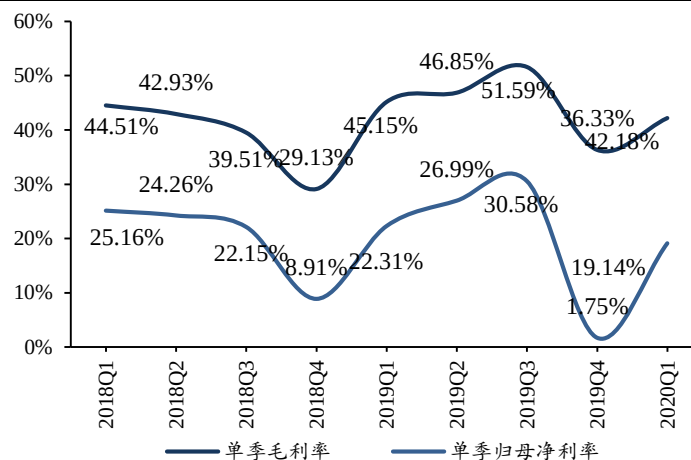
图 4：19Q4 归母净利润 0.14 亿元，同比-87.43%；
20Q1 归母净利润 1.32 亿元，同比-15.0%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2019 年毛利率、净利率同比+7.37、+1.92pct



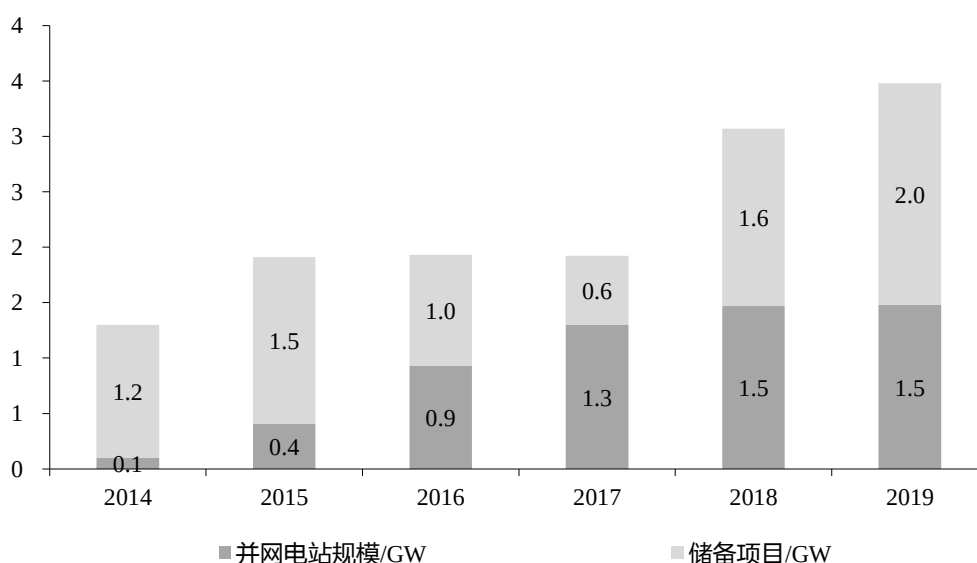
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 6：19Q4 毛利率、净利率同比+7.2、-7.16pct；
20Q1 毛利率、净利率同比-3.0、-3.2pct

数据来源：WIND，东吴证券研究所

电站投资重回高速发展：公司自 2014 年开始发展自持电站业务，在 16~17 年国内电站收益率极高的时候，公司大规模发展自持电站，16/17 年自持电站新增分别为 0.5GW、0.4GW，而 18~19 年由于国内补贴电价大幅下降，因此 18/19 年自持电站新增规模较低，可见公司凭借优秀的管理能力，紧密把握住了国内电站投资的节奏。在国内组件价格大幅下降的基础下，国内电站收益率得到大幅提升，公司提出到 2022 年底电站运营规模达到 3-5GW，电站投资重回大规模发展趋势。同时，公司的 EPC 中标项目亦从 19 年下半年开始加速，预计将对 2020 年的 EPC 业务形成有效支撑。

图 7：公司历年自持电站规模



数据来源：WIND，东吴证券研究所

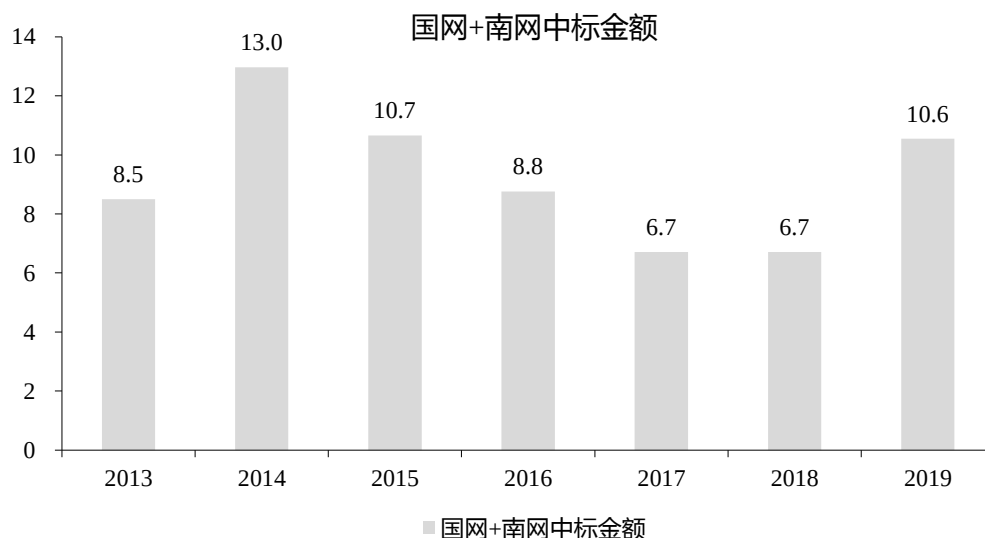
表 2：公司 EPC 项目招标情况

交易方	签订时间	涉及金额及建设量（亿元）	当前进度/备注
中国华能集团有限公司江苏分公司	2020 年 3 月	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	
中广核林洋新能源泗洪有限公司	2020 年 3 月	4.01 亿+4 亿	竣工日期为 2020 年 6 月 30 日
灌云永贯新能源科技有限公司	2019 年 8 月	4.05 亿/98MW	全容量并网日期不晚于 2020 年 6 月 30 日
中国电建海投	2019 年 5 月		
中广核	2018 年 6 月	11.09 亿/200MW	竣工日期为 2018 年 12 月 31 日
	2017 年 7 月	1GW	进程符合预期
中电建河南分公司	2018 年 6 月	500MW	预计 2019 年存在合同交易
Sunseap Group	2017 年 12 月	5 亿美元/500MW EPC/300MW 组件	需双方同意，且项目满足各自的投资回报要求
三峡新能源华东分公司	2017 年 12 月	≥500MW	2017-2020 年七省一市推进每年不低于 120MW
ENGIE	2017 年 7 月	500MW	需双方同意，且项目满足各自的投资回报要求

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

智能电表业务国内迎来收获期，海外拓展加速：国内电表业务方面，电表正处于新一轮的更替周期中，2019 年公司在国网中标金额约 4.76 亿元，同时在南网中标金额约 5.79 亿元，合计中标约 10.55 亿元，同比增长 57.5%，按一年左右交付时间预计 2020 年确认收入将大幅增长。另一方面，经过多年积累，海外电表业务拓展迅猛，2019 年海外订单 0.65 亿美元，同比增长约 35%，在沙特电力公司（SEC）组织的 1000 万台智能电表部署项目中成为最主要的智能电表和通讯模块供应商之一，今年 Q1 已签订沙特合约 7 亿元左右，后续沙特还将持续招标。同时，公司进一步深化和战略大客户瑞士兰吉尔集团的全面合作，通过境外控股或参股子公司、办事处大力拓展重点区域市场，如东欧及波罗的海地区、西亚、南部非洲、孟加拉、印尼等。

图 8：公司历年国网+南网电表中标金额（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

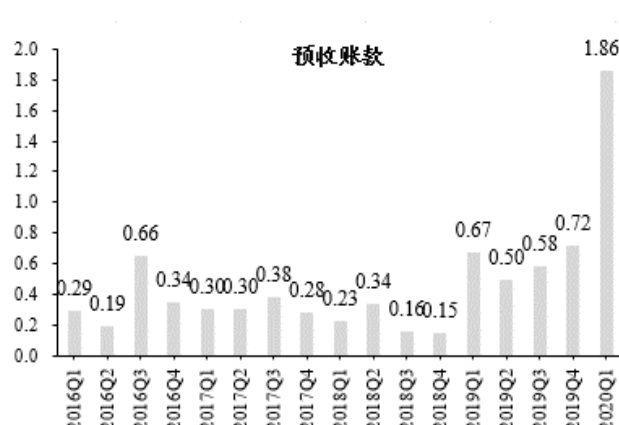
2019 年收现比提升，预收款大增；2019 年公司收现比为 100.4%，同比提升 13.2 个百分点，但公司经营活动现金流净额同比下降 11.1%至 4.02 亿元，我们预计主要是受 EPC 业务延迟确认的影响。19 年末预收款项 0.72 亿元，比年初增长 388.97%，主要系预收货款增加所致，也为 2020 年的增长奠定了基础。

图 9：19 年 Q4 现金净流入 2.05 亿元，同比+147.51%



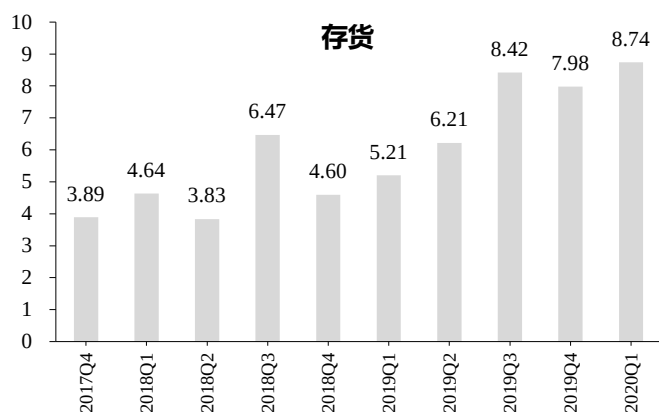
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10：19 年末预收款项 0.72 亿元，同比+388.97%



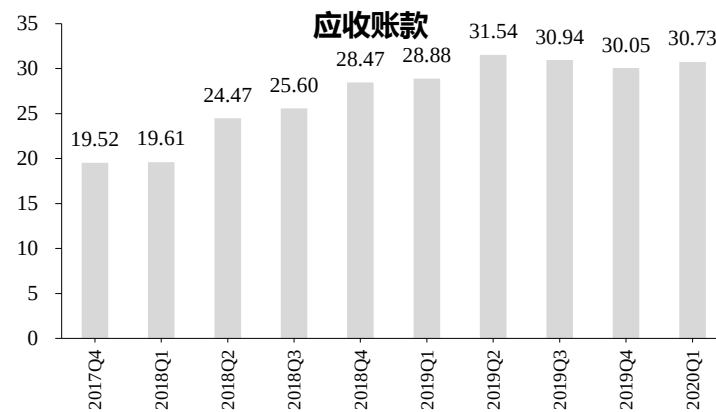
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11: 19 年末存货 7.98 亿元, 较期初+3.39 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

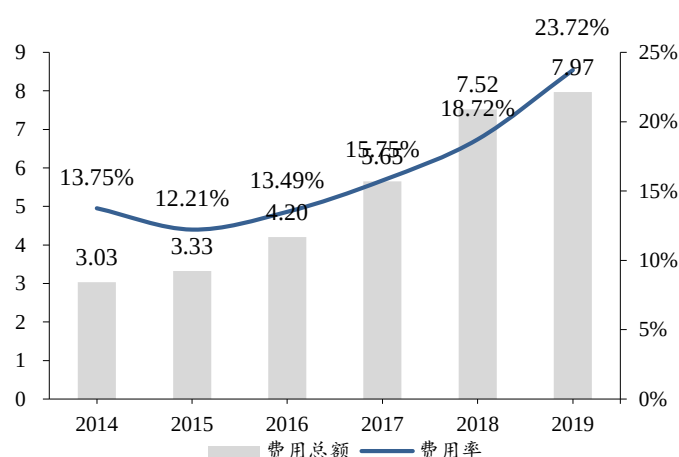
图 12: 19 年末应收账款 30.05 亿元, 较期初+1.58 亿元



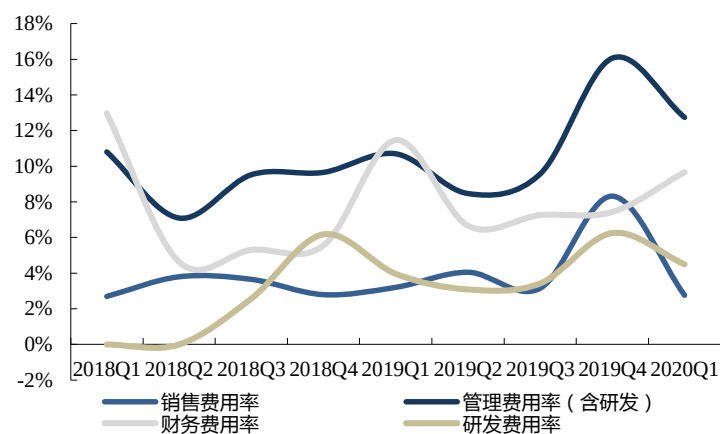
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

公司 2019 年费用同比增长 5.96%至 7.97 亿元, 期间费用率上升 5 个百分点至 23.72%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 19.26%、上升 1.31%、下降 6.10%、上升 5.77%至 1.57 亿元、3.71 亿元、1.39 亿元、2.69 亿元; 费用率分别上升 1.4、上升 1.93、上升 0.45、上升 1.67 个百分点至 4.67%、11.05%、4.12%、8.00%, 销售、管理及财务费用均有明显上涨, 或是因为开拓海外市场及银行贷款利息支出增加所致。20Q1, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-14.67%/+17.95%/+12.32%/-16.50%, 费用率分别为 2.76%/12.73%/4.50%/9.67%。

图 13: 2019 年期间费用 7.97 亿元, 同比+5.96%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 14: Q4 期间费用率 31.81%, 同比+13.81pct;
20Q1 期间费用率 25.15%, 同比-0.20pct

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：9.50、11.86、14.10 亿元，同比+35.6%、+24.8%、+18.9%，对应 EPS 为 0.54/0.67/0.80 元。目标价 7.02 元，对应 20 年 13 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7302.6	12353.7	12574.6	13911.5	营业收入	3359.2	5807.9	5792.7	6274.4
现金	2032.6	4426.4	5253.4	6264.6	减:营业成本	1841.2	3779.5	3525.2	3715.5
应收账款	3135.6	4137.1	4126.3	4469.5	营业税金及附加	20.1	40.7	34.8	31.4
存货	798.3	621.3	579.5	610.8	营业费用	156.9	243.9	237.5	251.0
其他流动资产	1336.1	3168.9	2615.5	2566.7	管理费用	240.8	607.9	594.8	631.4
非流动资产	10165.5	10631.7	11074.4	11491.2	财务费用	268.7	240.1	247.9	232.8
长期股权投资	94.5	80.5	66.5	52.5	资产减值损失	4.1	8.0	8.0	8.0
固定资产	9123.1	9607.1	10067.8	10502.5	加:投资净收益	81.1	80.0	89.0	80.0
在建工程	62.8	220.3	216.1	214.8	其他收益	-114.4	52.6	46.7	43.3
无形资产	117.4	113.5	109.5	105.6	营业利润	798.3	1028.3	1288.2	1535.8
其他非流动资产	830.5	830.5	830.5	830.5	加:营业外净收支	-19.0	20.0	20.0	20.0
资产总计	17468.1	22985.4	23649.0	25402.7	利润总额	779.3	1048.3	1308.2	1555.8
流动负债	2665.2	4507.4	4269.2	4380.0	减:所得税费用	75.8	83.9	104.7	124.5
短期借款	1212.6	500.0	500.0	500.0	少数股东损益	3.1	14.5	18.1	21.5
应付账款	1152.4	3572.4	3283.8	3359.2	归属母公司净利润	700.4	950.0	1185.5	1409.8
其他流动负债	300.3	435.0	485.5	520.8	EBIT	1128.6	1180.4	1439.1	1680.6
非流动负债	4487.0	7487.0	7487.0	7987.0	EBITDA	1561.9	1652.7	1959.7	2250.4
长期借款	1878.0	4878.0	4878.0	4878.0					
其他非流动负债	2609.0	2609.0	2609.0	3109.0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	7152.2	11994.4	11756.2	12367.0	每股收益(元)	0.40	0.54	0.67	0.80
少数股东权益	25.3	35.4	48.0	63.1	每股净资产(元)	5.85	6.23	6.74	7.38
归属母公司股东权益	10290.6	10955.6	11844.7	12972.6	发行在外股份(百万股)	1757.7	1757.7	1757.7	1757.7
负债和股东权益	17468.1	22985.4	23649.0	25402.7	ROIC(%)	6.7%	7.0%	8.6%	9.9%
					ROE(%)	6.8%	8.7%	10.0%	10.9%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	45.2%	34.9%	39.1%	40.8%
经营活动现金流	402.0	1321.8	2078.7	1771.7	销售净利率(%)	20.9%	16.4%	20.5%	22.5%
投资活动现金流	-172.9	-930.4	-955.3	-978.6	资产负债率(%)	40.9%	52.2%	49.7%	48.7%
筹资活动现金流	-298.4	2002.5	-296.4	218.0	收入增长率(%)	-16.4%	72.9%	-0.3%	8.3%
现金净增加额	-58.5	2393.8	827.0	1011.2	净利润增长率(%)	-7.9%	35.6%	24.8%	18.9%
折旧和摊销	433.4	472.3	520.6	569.8	P/E	12.27	9.05	7.25	6.10
资本开支	-460.9	-944.4	-969.3	-992.6	P/B	0.84	0.78	0.73	0.66
营运资本变动	-77.5	-102.6	367.9	-214.9	EV/EBITDA	10.08	12.46	10.38	9.31

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>