

电表业务持续发力，电站投资未来可期 买入（维持）

2020年10月28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 陈瑶

执业证号：S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,359	5,699	5,933	6,824
同比（%）	-16.4%	69.6%	4.1%	15.0%
归母净利润（百万元）	700	1043	1252	1486
同比（%）	-7.9%	48.9%	20.0%	18.7%
每股收益（元/股）	0.40	0.60	0.72	0.85
P/E（倍）	19.20	12.83	10.69	9.00

投资要点

■ **20Q1-3 公司业绩 9.35 亿元，同比增长 36.31%，符合预期：**公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 44.18 亿元，同比增长 73.56%；实现利润总额 10.55 亿元，同比增长 41.25%；实现归属母公司净利润 9.35 亿元，同比增长 36.31%，对应 EPS 为 0.53 元。其中 2020Q3，实现营业收入 14.67 亿元，同比增长 67.04%，环比下降 35.21%；实现归属母公司净利润 3.86 亿元，同比增长 43.64%，环比下降 7.71%。Q3 对应 EPS 为 0.22 元。收入和利润增长总体符合预期。

■ **电表海外拓展加速，盈利能力环比改善：**公司 Q1-3 毛利率为 37.90%，同比下降 10.12pct，其中 Q3 毛利率 42.20%，同比下降 9.39pct，环比上升 8.38pct；Q1-3 归母净利率为 21.17%，同比下降 5.78pct，Q3 归母净利率 26.30%，同比下降 4.28pct，环比上升 7.83pct。公司今年毛利率同比下降主要是受 EPC 业务收入提升所拖累，Q3 毛利率、净利率环比明显改善，主要是由于电表收入占比提升。**EPC 储备项目较多，高增长可持续：**公司 20 年前三季度 EPC 业务实现收入约 11 亿元，相较于 19 年全年 0.47 亿元有较大幅度的增长，Q4 公司计划开工 904MW 电站，部分 EPC 项目，部分自持项目，充足的项目储备推动业绩持续增长。

■ **平价时代，电站投资重回快车道：**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。由于光伏跑步进入平价时代后，电站现金流及 IRR 均有所提升，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。

■ **国内电表领军，海外开始兑现高增长：**2020 年 Q1-3 公司电表业务实现营收 21 亿左右，其中 Q3 收入约 10.4 亿元，同环比实现大幅增长，主要原因：1）公司 2019 年电表高中标，2020 年开始确认收入。2）公司加大海外市场拓展，销售占比快速提升。前三季度公司海外电表收入占比提升至 50%左右，海外电表智能化要求高，价格高于国内，海外占比的提升带来业绩超预期增长。展望 21 年，国内方面，20 年上半年公司在国网+南网第一次招标中，公司合计中标金额达到 3.3 亿元，中标数量及金额均名列前茅。国外方面，智能电表远销 30 多个国家，今年 7 月公司连续确认两个海外项目，约合 1.03 亿元，保障后续业绩高增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：10.43/12.52/14.86 亿元，同比+48.9%、+20.0%、+18.7%，对应 EPS 为 0.60/0.72/0.85。目标价 10.08 元，对应 21 年 14 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)	7.65
一年最低/最高价	4.28/9.10
市净率(倍)	1.21
流通 A 股市值(百万元)	13378.94

基础数据

每股净资产(元)	6.33
资产负债率(%)	44.15
总股本(百万股)	1748.88
流通 A 股(百万股)	1748.88

相关研究

- 1、《林洋能源（601222）：电站投资重回战略重点，电表海外拓展加速》2020-08-26
- 2、《林洋能源（601222）：电表海外拓展提升毛利率，电站投资重回战略重点》2020-04-29
- 3、《林洋能源（601222）：电站运营稳定，智能电表复苏》2019-08-26

内容目录

1. 20Q1-3 公司业绩 9.35 亿元，同比增长 36.31%，符合预期.....	3
2. 电表海外拓展加速，盈利能力环比改善.....	4
3. EPC 储备项目较多，高增长可持续.....	5
4. 平价时代，电站投资重回快车道.....	5
5. 国内电表领军，海外开始兑现高增长.....	6
6. 费用管控合理，20Q1-3 期间费用率下降至 14.72%.....	7
7. 现金流向好，同比大幅增长.....	8
8. 盈利预测与投资评级.....	9
9. 风险提示.....	9

图表目录

图 1: 林洋能源 2020Q1-3 经营情况 (亿元)	3
图 2: Q1-3 收入 44.18 亿元，同比+73.56%	3
图 3: Q1-3 归母净利润 9.35 亿元，同比+36.31%.....	3
图 4: Q3 收入 14.67 亿元，同比+67.04%.....	4
图 5: Q3 归母净利润 3.86 亿元，同比+43.64%.....	4
图 6: Q3 毛利率、净利率同比-9.39、-4.28pct.....	4
图 7: 公司 EPC 项目招标情况.....	5
图 8: 公司自持电站累计规模 (GW)	6
图 9: 公司 20 年以来电表中标项目	6
图 10: 2013 至 2020 年国网第一次招标智能电表市占率情况 (累计值)	7
图 11: Q1-3 期间费用 6.5 亿元，同比+3.94%.....	8
图 12: Q3 期间费用率 15.94%，同比-4.03pct.....	8
图 13: Q1-3 经营活动现金净流入 6.85 亿元，同比+248.27%	8
图 14: Q1-3 期末预收款项 1.09 亿元，较期初+51.79%	8
图 15: Q1-3 期末存货 6.21 亿元，较期初-1.78 亿元.....	9
图 16: Q1-3 期末应收账款 45.12 亿元，较期初+15.07 亿元.....	9

1. 20Q1-3 公司业绩 9.35 亿元，同比增长 36.31%，符合预期

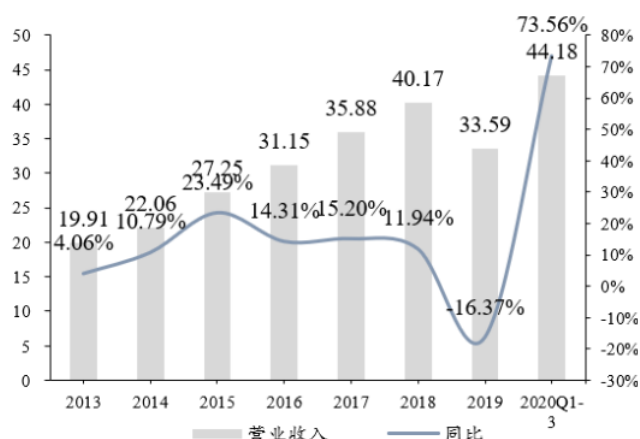
公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 44.18 亿元，同比增长 73.56%；实现利润总额 10.55 亿元，同比增长 41.25%；实现归属母公司净利润 9.35 亿元，同比增长 36.31%，对应 EPS 为 0.53 元。其中 2020Q3，实现营业收入 14.67 亿元，同比增长 67.04%，环比下降 35.21%；实现归属母公司净利润 3.86 亿元，同比增长 43.64%，环比下降 7.71%。Q3 对应 EPS 为 0.22 元。收入和利润增长总体符合预期。

图 1：林洋能源 2020Q1-3 经营情况（亿元）

林洋能源	20Q1-3	19Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	44.18	25.46	73.6%	14.67	8.78	67.0%	22.63	-35.2%
毛利率	37.90%	48.02%	-10.12pct	42.20%	51.59%	-9.39 pct	33.82%	+8.38 pct
营业利润	10.33	7.61	35.7%	4.40	2.90	51.7%	4.67	-6.0%
利润总额	10.55	7.47	41.2%	4.39	2.85	54.0%	4.64	-5.3%
归属母公司净利润	9.35	6.86	36.3%	3.86	2.69	43.6%	4.18	-7.7%
扣非归母净利润	8.82	6.79	30.0%	3.68	2.74	33.9%	4.13	-10.9%
归母净利率	21.17%	26.95%	-5.78 pct	26.30%	30.58%	-4.28 pct	18.46%	+7.83 pct
股本	17.49	17.58	-	17.49	17.58	-	17.49	-
EPS	0.53	0.39	37.0%	0.22	0.15	44.4%	0.24	-7.7%

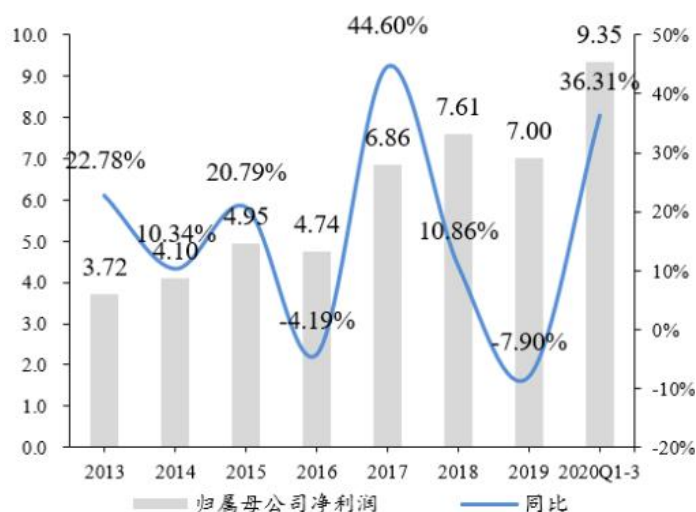
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 收入 44.18 亿元，同比+73.56%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：Q1-3 归母净利润 9.35 亿元，同比+36.31%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2. 电表海外拓展加速，盈利能力环比改善

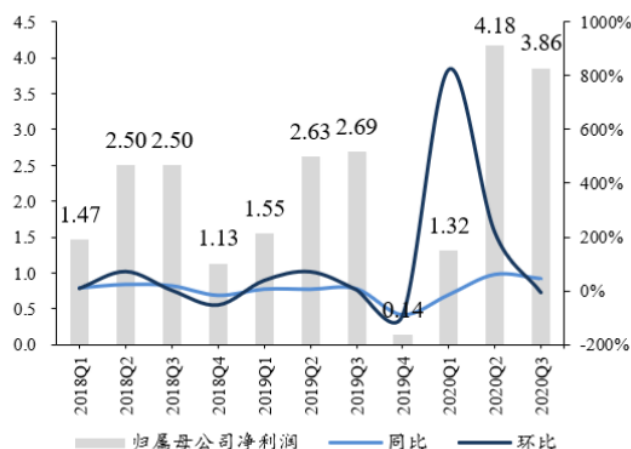
公司 Q1-3 毛利率为 37.90%，同比下降 10.12pct，其中 Q3 毛利率 42.20%，同比下降 9.39pct，环比上升 8.38pct；Q1-3 归母净利率为 21.17%，同比下降 5.78pct，Q3 归母净利率 26.30%，同比下降 4.28pct，环比上升 7.83pct。公司今年毛利率同比下降主要是受 EPC 业务收入提升所拖累，Q3 毛利率、净利率环比明显改善，主要是由于电表收入占比提升。

图 4: Q3 收入 14.67 亿元，同比+67.04%



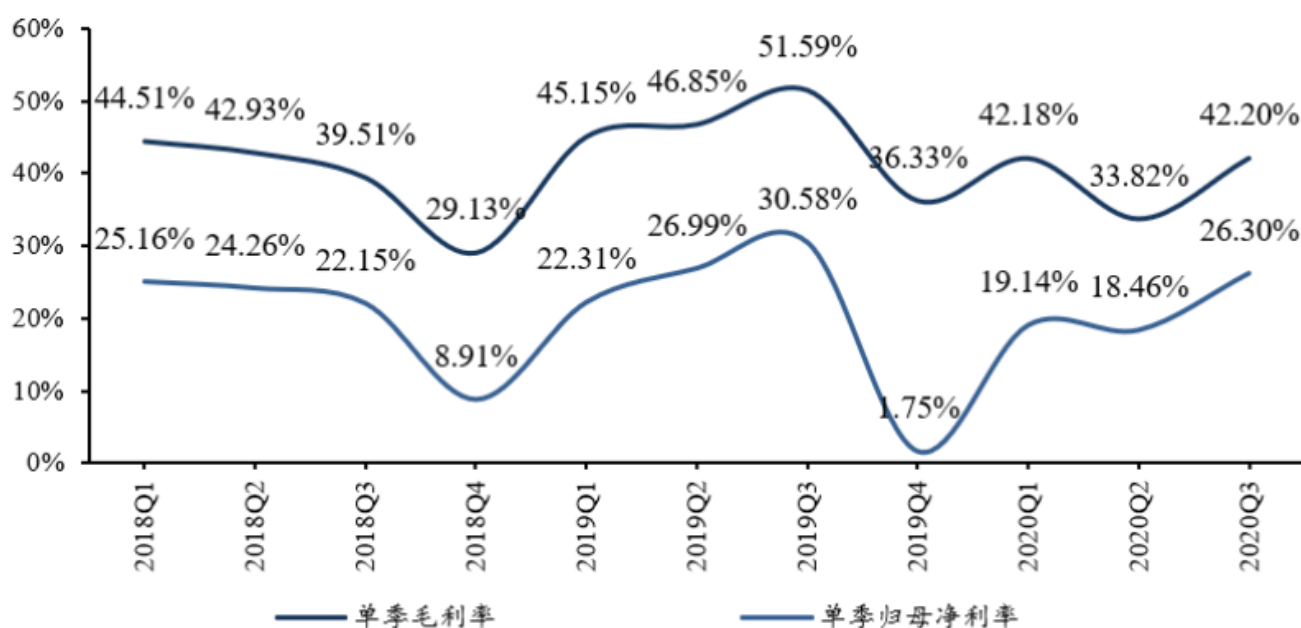
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: Q3 归母净利润 3.86 亿元，同比+43.64%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: Q3 毛利率、净利率同比-9.39、-4.28pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

3. EPC 储备项目较多，高增长可持续

公司 20 年前三季度 EPC 业务实现收入约 11 亿元，相较于 19 年全年 0.47 亿元有较大幅度的增长，Q4 公司计划开工 904MW 电站，部分 EPC 项目，部分自持项目，充足的项目储备推动业绩持续增长。

图 7：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

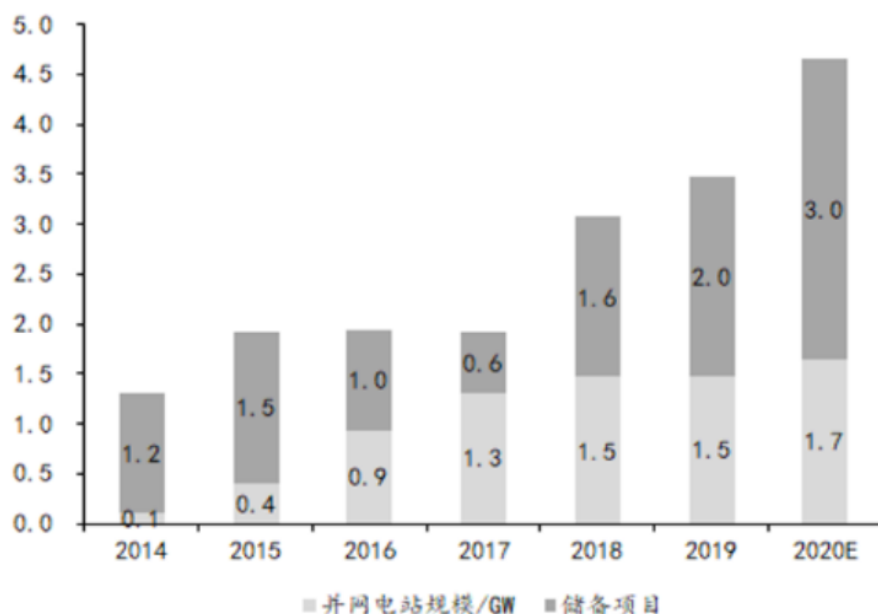
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 平价时代，电站投资重回快车道

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。由于光伏跑步进入平价时代后，电站现金流及 IRR 均有所提升，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。

图 8：公司自持电站累计规模（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 国内电表领军，海外开始兑现高增长

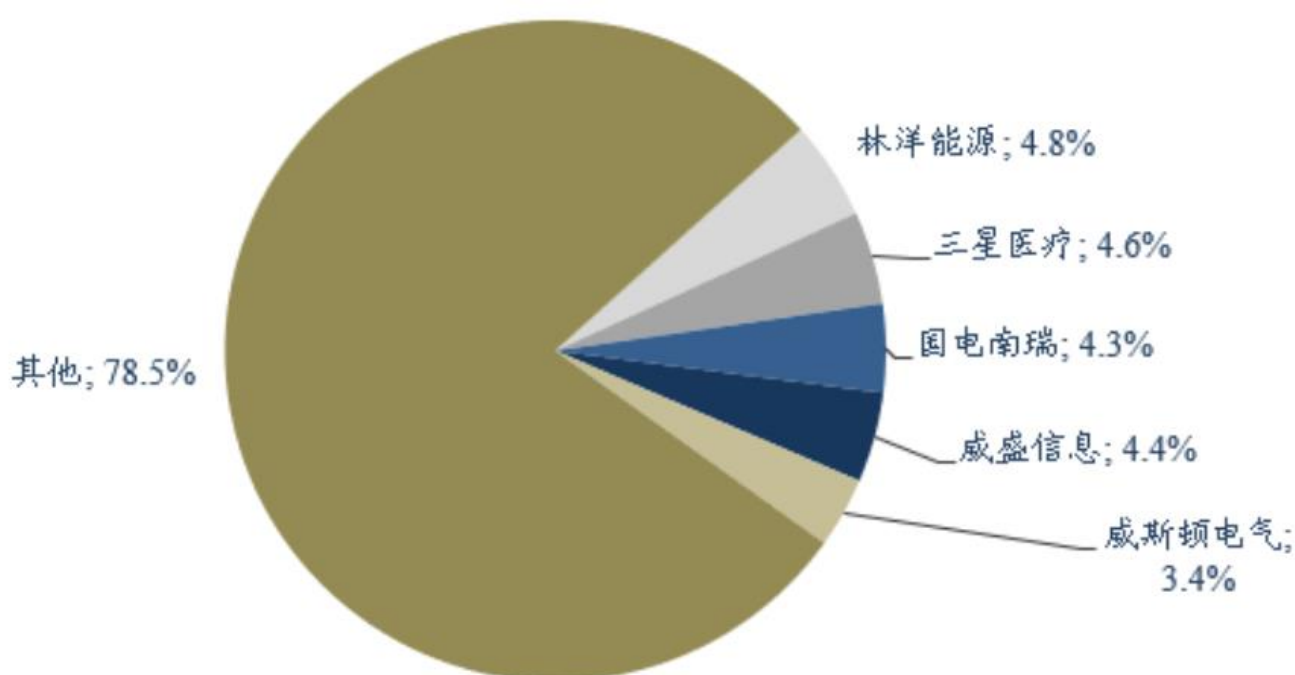
2020 年 Q1-3 公司电表业务实现营收 21 亿左右，其中 Q3 收入约 10.4 亿元，同环比实现大幅增长，主要原因：1）公司 2019 年电表高中标，2020 年开始确认收入。2）公司加大海外市场拓展，销售占比快速提升。前三季度公司海外电表收入占比提升至 50% 左右，海外电表智能化要求高，价格高于国内，海外占比的提升带来业绩超预期增长。展望 21 年，国内方面，20 年上半年公司在国网+南网第一次招标中，公司合计中标金额达到 3.3 亿元，中标数量及金额均名列前茅。国外方面，智能电表远销 30 多个国家，今年 7 月公司连续确认两个海外项目，约合 1.03 亿元，保障后续业绩高增长。

图 9：公司 20 年以来电表中标项目

交易方	签订时间	主要内容	金额 (亿元)
PGE Dystrybucja S.A.	2020年7月	三相复费率智能电能表项目	0.50
Innogy Stoen Operator	2020年7月	单相复费率智能电能表和三相复费率智能电能表	0.53
中国南方电网有限责任公司	2020年6月	单相智能电能表、三相智能电能表、低压集抄系统设备、负荷管理终端和配变监测计量终端	1.53
国家电网有限公司	2020年6月	“国家电网有限公司营销项目 2020 年第一次电能表（含用电信息采集）招标采购”项目，2 级单相智能电能表、1 级三相智能电能表、0.5S 级三相智能电能表、集中器和采集器、专变采集终端	1.54
中国电力技术装备有限公司	2020年5月	二期提供电能表，总目标是在沙特西南部地区部署安装500万只智能电表以及配套头端系统和终端设备，提供项目技术服务、设备集成、安装调试、运维、培训全方位服务	0.7
中国南方电网有限责任公司	2020年1月	0.2S级三相多功能电能表、单相智能电能表和三相智能电能表	1.22
中国电力技术装备有限公司	2020年1月	一期提供智能电表、集中器、集中器前置CT，总目标是在沙特西南部地区部署安装500万只智能电表以及配套头端系统和终端设备，提供项目技术服务、设备集成、安装调试、运维、培训全方位服务	2.63

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2013 至 2020 年国网第一次招标智能电表市占率情况（累计值）



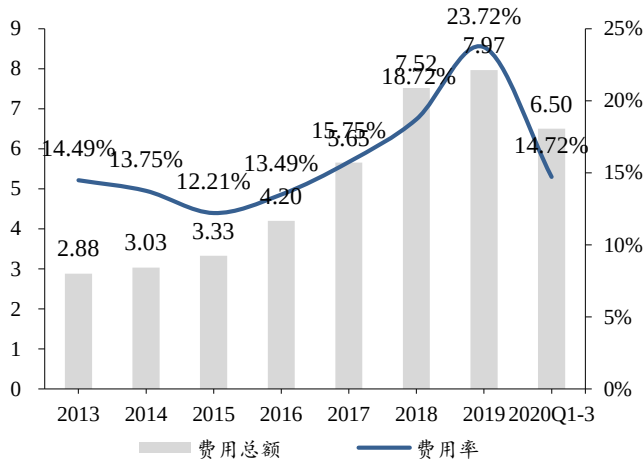
数据来源：国网电子商务平台，东吴证券研究所

6. 费用管控合理，20Q1-3 期间费用率下降至 14.72%

公司 2020Q1-3 费用同比增长 3.94%至 6.5 亿元，期间费用率下降 9.86 个百分点至

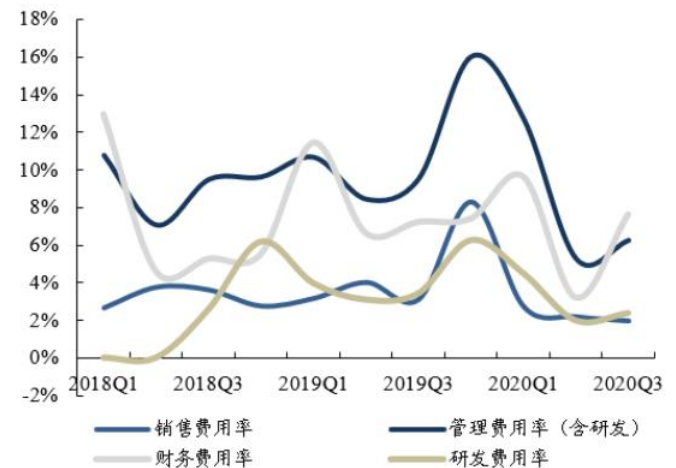
14.72%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 10.61%、上升 24.42%、上升 26.15%、上升 21.21%至 0.99 亿元、2.99 亿元、1.11 亿元、2.52 亿元；费用率分别下降 1.27、下降 6.12、下降 0.94、下降 2.47 个百分点至 2.23%、6.77%、2.50%、5.71%。Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+6.28%/+9.65%/+15.90%/+76.29%，财务费用大幅增加主要系汇兑损益影响所致。费用率分别为 2.00%/6.27%/2.38%/7.66%。

图 11: Q1-3 期间费用 6.5 亿元，同比+3.94%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 12: Q3 期间费用率 15.94%，同比-4.03pct



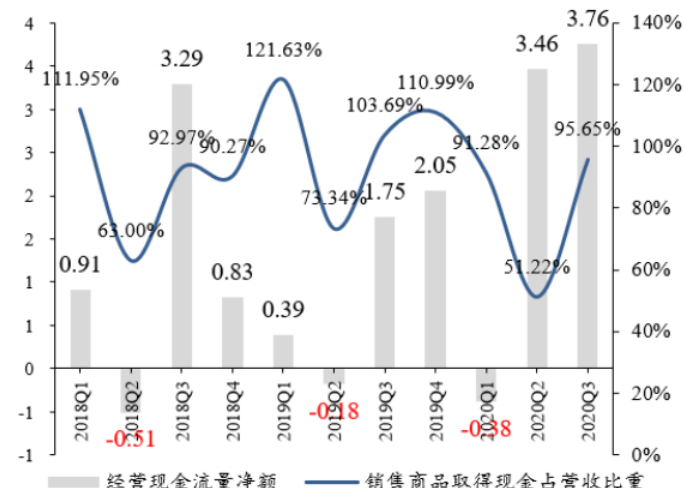
数据来源：WIND，东吴证券研究所

7. 现金流向好，同比大幅增长

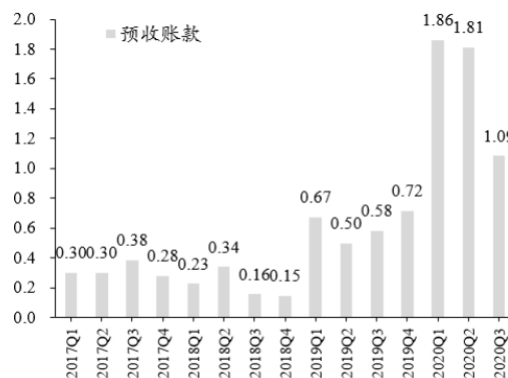
Q1-3 经营活动现金流量净流入 6.85 亿元，同比增长 248.27%，主要系 EPC 收款及电费补贴收款增加所致；销售商品取得现金 31.9 亿元，同比增长 29.22%。期末预收款项 1.09 亿元，较期初增长 51.79%。期末应收账款 45.12 亿元，较期初增长 15.07 亿元，应收账款周转天数下降 83.88 天至 229.71 天。期末存货 6.21 亿元，较期初下降 1.78 亿元；存货周转天数下降 53.17 天至 69.83 天。Q3 经营活动现金流量净额 3.76 亿元，有所强化；存货下降 0.43 亿元至 6.21 亿元；应收账款增加 1.38 亿元至 45.12 亿元。

图 13: Q1-3 经营活动现金净流入 6.85 亿元，同比+248.27%

图 14: Q1-3 期末预收款项 1.09 亿元，较期初+51.79%

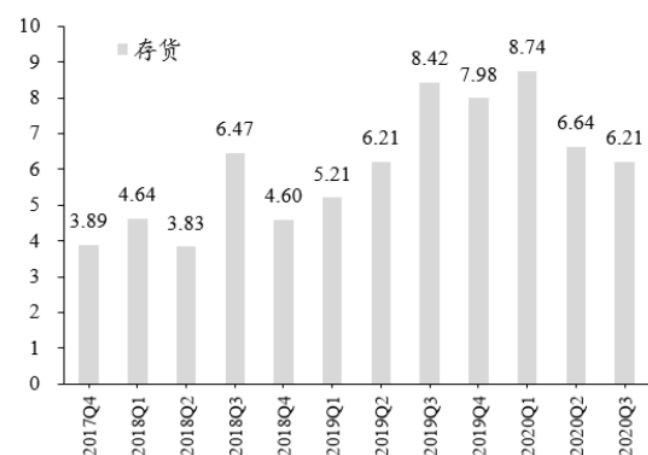


数据来源：WIND，东吴证券研究所



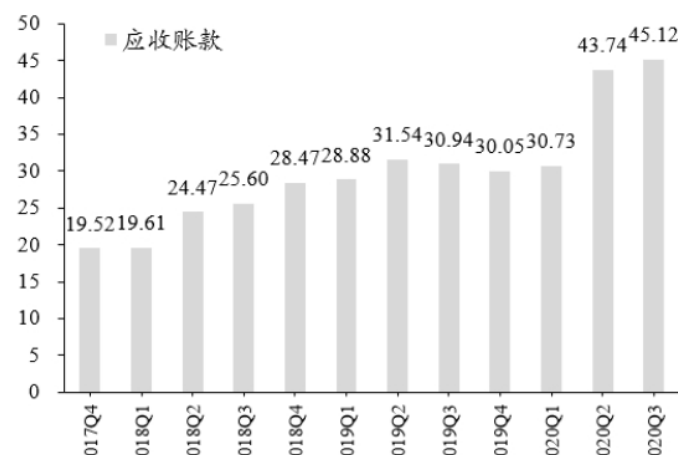
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 15: Q1-3 期末存货 6.21 亿元，较期初-1.78 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 16: Q1-3 期末应收账款 45.12 亿元，较期初+15.07 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

8. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 20-22 年业绩为: 10.43/12.52/14.86 亿元, 同比+48.9%、+20.0%、+18.7%, 对应 EPS 为 0.60/0.72/0.85。目标价 10.08 元, 对应 21 年 14 倍 PE, 维持“买入”评级。

9. 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	12236.8	12759.9	14493.8	营业收入	3359.2	5698.8	5932.6	6823.6
现金	2032.6	4455.9	5289.7	6256.5	减:营业成本	1841.2	3606.8	3591.0	4104.1
应收账款	3135.6	4059.4	4226.0	4860.6	营业税金及附加	20.1	34.2	35.6	34.1
存货	798.3	592.9	590.3	674.6	营业费用	156.9	239.3	243.2	279.8
其他流动资产	1336.1	3128.6	2654.0	2702.1	管理费用	240.8	573.8	591.2	679.4
非流动资产	10165.5	10631.7	11074.4	11491.2	财务费用	268.7	239.7	246.9	232.4
长期股权投资	94.5	80.5	66.5	52.5	加:投资净收益	81.1	80.0	89.0	80.0
固定资产	9123.1	9607.1	10067.8	10502.5	其他收益	-114.4	46.1	47.5	46.0
无形资产	117.4	113.5	109.5	105.6	营业利润	798.3	1131.0	1361.1	1619.8
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	22868.5	23834.3	25985.0	利润总额	779.3	1151.0	1381.1	1639.8
流动负债	2665.2	4324.3	4338.1	4784.1	减:所得税费用	75.8	92.1	110.5	131.2
短期借款	1212.6	500.0	500.0	500.0	少数股东损益	3.1	15.9	19.1	22.6
应付账款	1152.4	3409.2	3345.1	3710.5	归属母公司净利润	700.4	1043.1	1251.6	1486.0
其他流动负债	300.3	415.1	493.0	573.6	EBIT	1128.6	1282.7	1511.0	1764.2
非流动负债	4487.0	7487.0	7487.0	7987.0	EBITDA	1561.9	1755.0	2031.6	2334.0
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					
负债合计	7152.2	11811.3	11825.1	12771.2	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	25.3	36.4	49.7	65.6	每股收益(元)	0.40	0.60	0.72	0.85
归属母公司股东权益	10290.6	11020.8	11959.5	13148.3	每股净资产(元)	5.85	6.30	6.84	7.52
负债和股东权益总计	17468.1	22868.5	23834.3	25985.0	发行在外股份(百万股)	1757.7	1748.9	1748.9	1748.9
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	ROIC(%)	6.7%	7.7%	9.0%	10.3%
经营活动现金流	402.0	1379.3	2102.0	1742.6	ROE(%)	6.8%	9.5%	10.5%	11.3%
投资活动现金流	-172.9	-930.4	-955.3	-978.6	毛利率(%)	45.2%	36.7%	39.5%	39.9%
筹资活动现金流	-298.4	1974.5	-312.9	202.8	EBITMargin(%)	33.6%	22.5%	25.5%	25.9%
现金净增加额	-58.5	2423.4	833.7	966.8	销售净利率(%)	20.9%	18.3%	21.1%	21.8%
折旧和摊销	433.4	472.3	520.6	569.8	资产负债率(%)	40.9%	51.6%	49.6%	49.1%
资本开支	-460.9	-944.4	-969.3	-992.6	收入增长率(%)	-16.4%	69.6%	4.1%	15.0%
营运资本变动	-77.5	-139.2	324.4	-321.0	净利润增长率(%)	-7.9%	48.9%	20.0%	18.7%
企业自由现金流	1016.7	568.8	1265.8	879.2	P/E	19.20	12.83	10.69	9.00
					P/B	1.30	1.21	1.12	1.02
					EV/EBITDA	13.19	14.39	12.44	11.23

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>