

2021年08月31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

## 项目储备充足，分布式及储能增量可期 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,799	7,323	8,845	10,216
同比（%）	72.6%	26.3%	20.8%	15.5%
归母净利润（百万元）	997	1287	1634	2010
同比（%）	42.4%	29.1%	27.0%	23.0%
每股收益（元/股）	0.56	0.72	0.91	1.12
P/E（倍）	19.86	15.39	12.12	9.85

### 投资要点

- **2021H1 实现归母净利润 27.09 亿元，同比下降 8.20%，基本符合我们的预期。**公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 27.09 亿元，同比下降 8.20%；实现利润总额 6.31 亿元，同比增长 2.46%；实现归属母公司净利润 5.44 亿元，同比下降 0.96%。
- **国内电表中标陆续落地，海外电表以点带面。**2021 年上半年电表业务实现营收 9.5 亿元，同比-10.5%，其中海外销售近 4 亿元，占比约 40%，主要布局欧洲、亚太、南美等重点区域市场，海外市场持续放量。国内市场看，2021 年上半年公司在国网、南网、地方电力中标数量及金额均名列前茅，在国网合计中标约 3.27 亿元，在南网合计中标约 1.17 亿元，后续项目落地、增长强定性强。
- **光伏电站储备充足，整县推进超市场预期。**2021H1 光伏 EPC 保持稳定，实现营收 8.65 亿元，同比略降 3.6%。截至 2021 年 6 月底公司自持光伏电站超 1.6GW，在建光伏电站项目约 600MW，稳健增长。往后看，公司在手储备项目超 6GW（启东 2GW+、安徽 2GW 和荆门 3GW），其中已备案项目超 2GW。另外，公司充分享受整县推进带来的政策红利，公司计划在 20 个县推行“林洋零碳方案”，每个县潜在开发规模在 300MW 左右，公司计划十四五期间落地 5GW 整县推进项目，超市场预期。
- **智能化电站运维模式，运营效益凸显。**2021 年上半年公司光伏发电量达到 10.16 亿 kWh，同比增长 5.5%，对应营收 7.61 亿元，同比增长 2.7%，毛利率一直保持在 70%以上。公司建立智慧平台，提供智能化、专业化、标准化的运维解决方案，接入电站超过 2.5GW，拥有专业运维人员超过 300 人，占比提升至 15%，且公司碳资产开发工作有序进行，业绩增量可期。
- **储能业务扬帆起航，加速储备储能项目资源。**2021H1 公司储能业务收入 0.31 亿元，主要来自于储能产品和系统集成。2021 年 7 月底开始国家储能政策陆续健全，公司抓住行业快速增长的风口，以合作模式推进储能业务开拓：1) 公司与亿纬动力合资打造磷酸铁锂电池产能，总投资 30 亿元，公司预计年产能 10GWh；2) 与华为数字能源签订战略合作框架协议，合作研发大规模锂离子储能相关产品和系统解决方案。公司目前储备项目资源超过 1.2GWh，计划未来三年再开发储备 5GWh 储能项目，或将成为新的业绩增长点。
- **投资建议：**我们维持 2021-2023 年的归母净利润预测，分别为 12.87/16.34/20.10 亿元，同比+29.1%/+27.0%/+23.0%，对应 EPS 为 0.72/0.91/1.12 元，给予 2022 年 18 倍 PE，对应目标价 16.38 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.04
一年最低/最高价	5.41/12.35
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	19801.38

### 基础数据

每股净资产(元)	6.17
资产负债率(%)	44.23
总股本(百万股)	1793.60
流通 A 股(百万股)	1793.60

### 相关研究

- 1、《林洋能源（601222）：20 年报&21Q1 点评：海外电表业务超预期增长，电站运营效益凸显》2021-05-03
- 2、《林洋能源（601222）三季报业绩点评：电表业务持续发力，电站投资未来可期》2020-10-28
- 3、《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

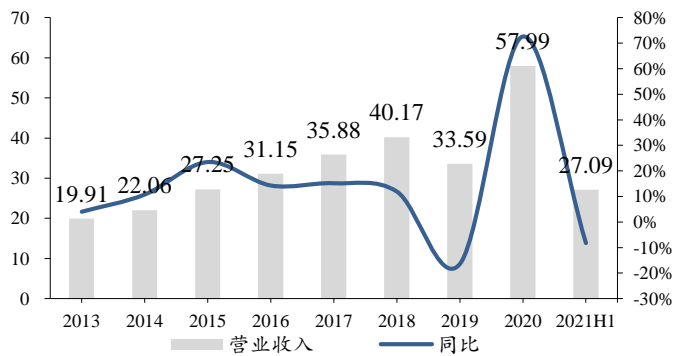
**2021H1 实现归母净利润 27.09 亿元，同比下降 8.20%，基本符合我们的预期。** 公司发布 2021 年半年报，2021 上半年实现营业收入 27.09 亿元，同比下降 8.20%；实现利润总额 6.31 亿元，同比增长 2.46%；实现归属母公司净利润 5.44 亿元，同比下降 0.96%。其中 2021Q2，实现营业收入 17.53 亿元，同比下降 22.54%，环比增长 83.41%；实现归属母公司净利润 3.72 亿元，同比下降 11.01%，环比增长 115.75%。

**表 1: 2021H1 收入 27.09 亿元，同比下降 8.20%；盈利 5.44 亿元，同比下降 0.96%**

林洋能源	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入 (亿元)	27.09	29.51	-8.2%	17.53	22.63	-22.5%	9.56	83.4%
毛利率 (%)	37.0%	35.8%	1.3pct	35.0%	33.8%	1.2pct	40.7%	-5.7pct
营业利润 (亿元)	6.30	5.93	6.1%	4.25	4.67	-9.0%	2.04	107.9%
利润总额 (亿元)	6.31	6.15	2.5%	4.26	4.64	-8.2%	2.05	107.9%
归属母公司净利润 (亿元)	5.44	5.50	-1.0%	3.72	4.18	-11.0%	1.72	115.8%
扣非归母净利润 (亿元)	5.21	5.15	1.3%	3.62	4.13	-12.2%	1.59	127.8%
归母净利率 (%)	20.1%	18.6%	1.5pct	21.2%	18.5%	2.7pct	18.0%	3.2pct
股本 (亿股)	17.49	17.49	-	17.49	17.49	-	17.49	-
EPS (元/股)	0.31	0.31	-1.0%	0.21	0.24	-11.0%	0.10	115.8%

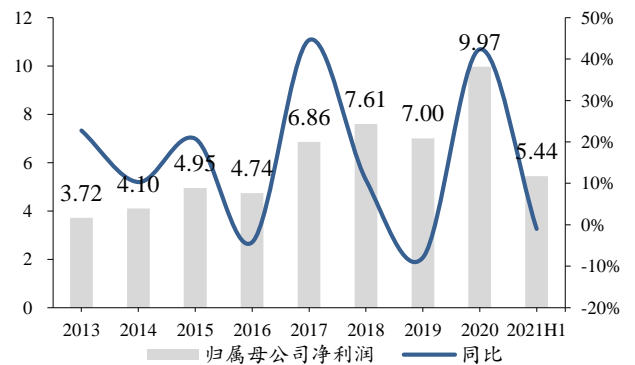
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 1: 2021H1 收入 27.09 亿元，同比-8.20% (亿元)**



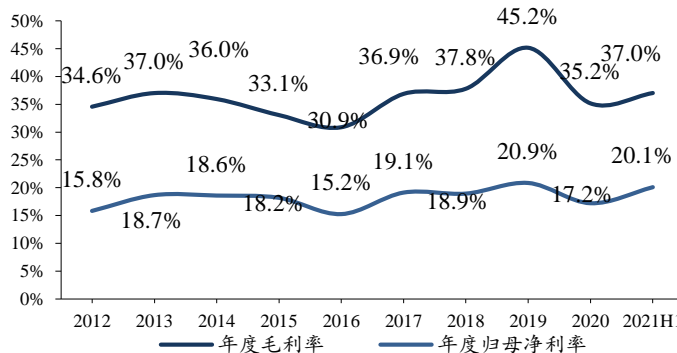
数据来源：WIND，东吴证券研究所

**图 2: 2021H1 归母净利润 5.44 亿元 (亿元)**



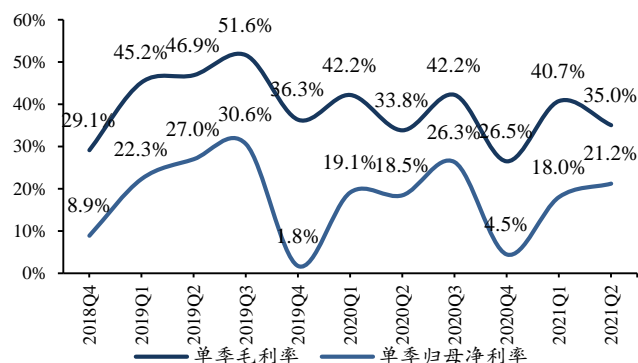
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: 2021H1 毛利率、归母净利率同比+1.28, +1.47pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q2 毛利率、归母净利率同比+1.21、+2.75pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

国内电表中标陆续落地, 海外电表以点带面。2021 年上半年电表业务实现营收 9.5 亿元, 同比-10.5%, 其中海外销售近 4 亿元, 占比约 40%, 主要布局欧洲、亚太、南美等重点区域市场, 在欧洲、亚太、南美等市场实现电表销售约 60 万台, 在韩国市场实现电表销售约 65 万台, 在波兰、乌克兰等市场实现电表销售超 80 万台, 海外市场持续放量。国内市场看, 2021 年上半年公司在国网、南网、地方电力中标数量及金额均名列前茅, 在国网合计中标约 3.27 亿元, 在南网合计中标约 1.17 亿元, 后续项目落地、增长强定性强。

表 2: 公司 2021 年招标及中标项目

交易方	签订时间	主要内容	金额 (亿元)	备注
中国南方电网有限责任公司	2021年7月	南方电网公司2021年计量产品第一批框架招标项目	1.00	公司本次中标项目分别为单相智能电能表、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。
国家电网有限公司	2021年6月	国家电网有限公司2021年第二十三批采购(营销项目第一次电能表(含用电信息采集)招标采购)	3.27	公司为此项目A级单相智能电能表、B级三相智能电能表、C级三相智能电能表、集中器及采集器(含能源控制器公变)和专变采集终端(含能源控制器专变)的中标人, 共中8个标包。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 2021H1 海外市场销量

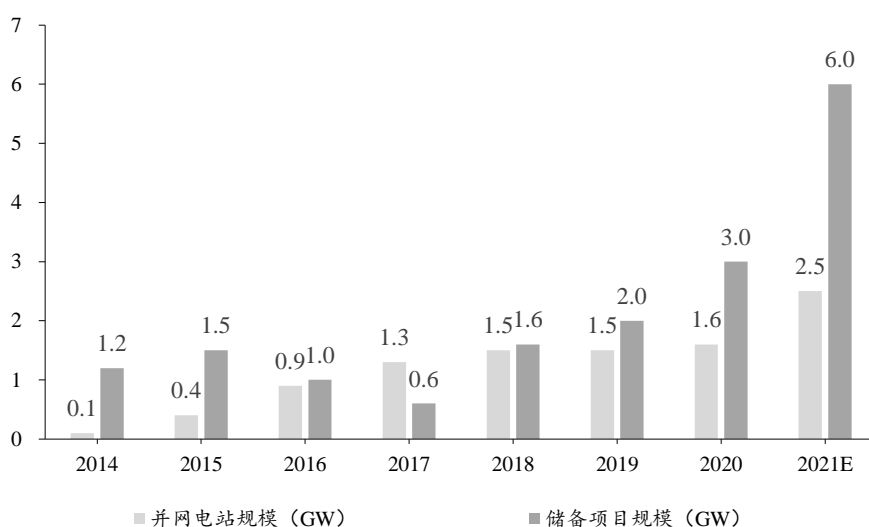
合作企业	市场	销量 (万台)
士兰吉尔集团	欧洲、亚太、南美等市场	60
韩国经销商	韩国市场	65
Elgama	波兰、乌克兰等市场	80

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**光伏电站储备充足，整县推进超市场预期。**2021H1 光伏 EPC 保持稳定，实现营收 8.65 亿元，同比略降 3.6%。截至 2021 年 6 月底公司自持光伏电站超 1.6GW，在建光伏电站项目约 600MW，稳健增长。往后看，公司在手储备项目超 6GW（启东 2GW+、安徽 2GW 和荆门 3GW），其中已备案项目超 2GW。另外，公司充分享受整县推进带来的政策红利，公司计划在 20 个县推行“林洋零碳方案”，每个县潜在开发规模在 300MW 左右，公司计划十四五期间落地 5GW 整县推进项目，超市场预期。分布式电站开发运维收益率远高于大型地面电站，我们预计明年公司自持+EPC 项目规模达 2GW 以上，其中分布式占比将提升至 40%左右，公司盈利结构有望明显改善。

**智能化电站运维模式，运营效益凸显。**2021 年上半年公司光伏发电量达到 10.16 亿 kWh，同比增长 5.5%，对应营收 7.61 亿元，同比增长 2.7%，毛利率一直保持在 70%以上。公司建立智慧平台，提供智能化、专业化、标准化的运维解决方案，接入电站超过 2.5GW，拥有专业运维人员超过 300 人，占比提升至 15%，大大提升了电站运维效益，且公司碳资产开发工作有序进行，业绩增量可期。

图 5：公司自持电站及储备项目规模（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**储能业务扬帆起航，加速储备储能项目资源。**2021H1 公司储能业务收入 0.31 亿元，主要来自于储能产品和系统集成。2021 年 7 月底开始国家储能政策陆续健全，公司抓住行业快速增长的风口，以合作模式推进储能业务开拓：1）公司与亿纬动力合资打造磷酸铁锂电池产能，总投资 30 亿元，公司预计年产能 10GWh；2）与华为数字能源签订战略合作框架协议，合作研发大规模锂离子储能相关产品和系统解决方案。公司目前储备项目资源超过 1.2GWh，计划未来三年再开发储备 5GWh 储能项目，或将成为新的业绩增

长点。

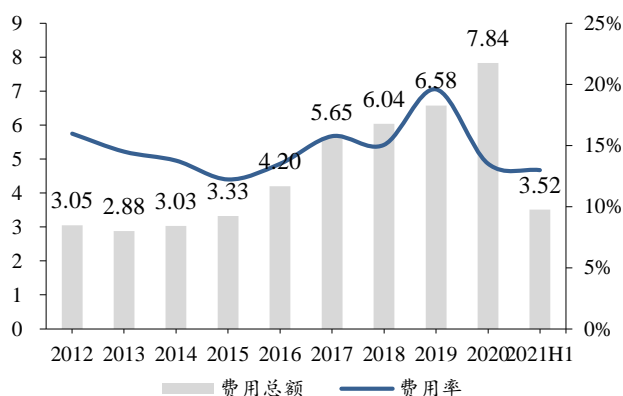
表 4: 储能项目储备

地区	合作对象	储备量 ( MW/MWh )
江苏省南通	国网南通综合能源服务有限公司	100MW/200MWh
安徽省蚌埠	安徽省蚌埠五河县人民政府	400MW/800MWh
湖北省荆门	联合体 ( 湖北能源集团、东方日升、亿纬动力 ) 与湖北荆门发改委	不少于200MWh

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

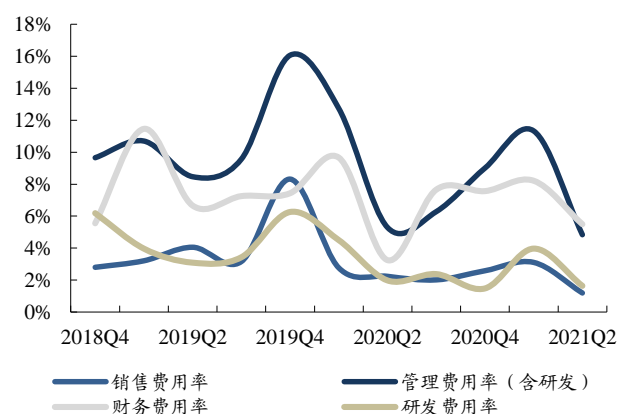
期间费用率有所上升, 费用控制良好。公司 2021H1 费用同比增长 3.14% 至 3.52 亿元, 期间费用率上升 1.43 个百分点至 12.97%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比下降 27.37%、下降 6.87%、下降 11.97%、上升 24.89% 至 0.5 亿元、1.93 亿元、0.67 亿元、1.75 亿元; 费用率分别下降 0.49、上升 0.1、下降 0.11、上升 1.71 个百分点至 1.86%、7.12%、2.46%、6.45%。2021Q2, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 -58.85%/-29.20%/-35.85%/+30.99%, 费用率分别为 1.18%/4.83%/1.64%/5.49%。其中财务费用增长较多主要系租赁利息的增加所致。

图 6: 2021H1 期间费用 3.52 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 7: 2021Q2 期间费用率 11.51%, 同比+0.75pct

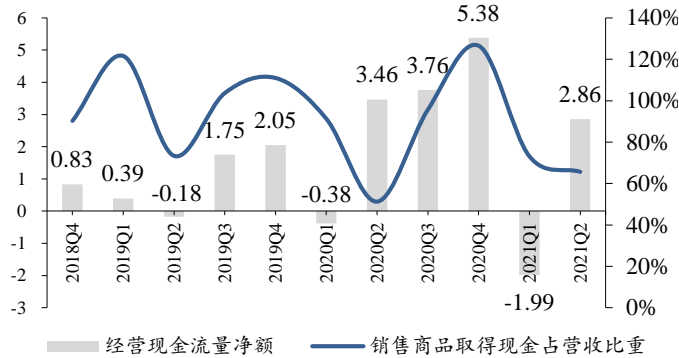


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2021H1 现金流有所恶化, 预收款项大幅下降。2021H1 经营活动现金流量净流入 0.87 亿元, 同比下降 71.70%, 其中 2021Q2 经营活动现金流量净额 2.86 亿元; 销售商品取得现金 18.5 亿元, 同比增长 3.50%。期末预收款项 0.5 亿元, 比期初下降 55.00%。期末应收账款 44.74 亿元, 较期初增长 6.92 亿元, 应收账款周转天数上升 63.59 天至 274.26

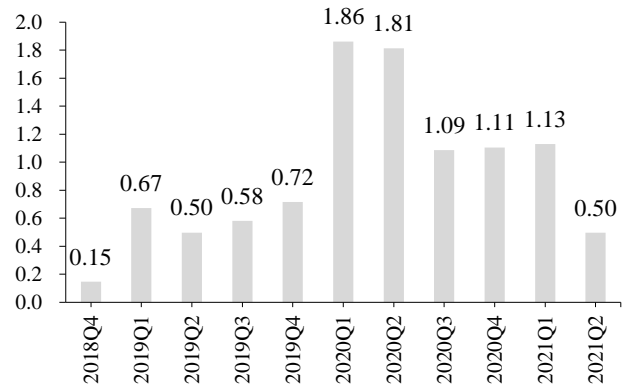
天。期末存货 5.58 亿元，较期初下降 2.03 亿元；存货周转天数下降 5.07 天至 69.59 天。经营活动现金流量净流入下降主要系购买商品支付的现金增加所致。

图 8：2021Q2 现金净流入 2.86 亿元（亿元）



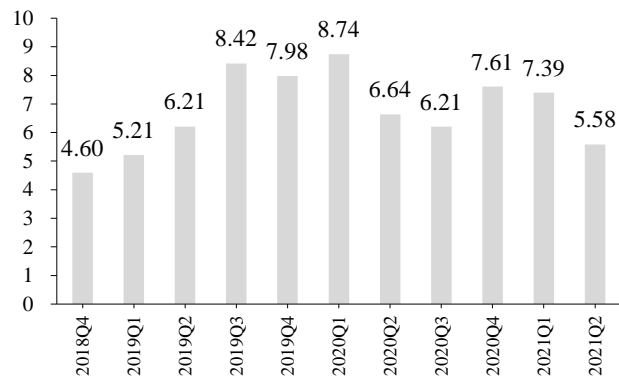
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 9：2021Q2 期末预收款项 0.5 亿元（亿元）



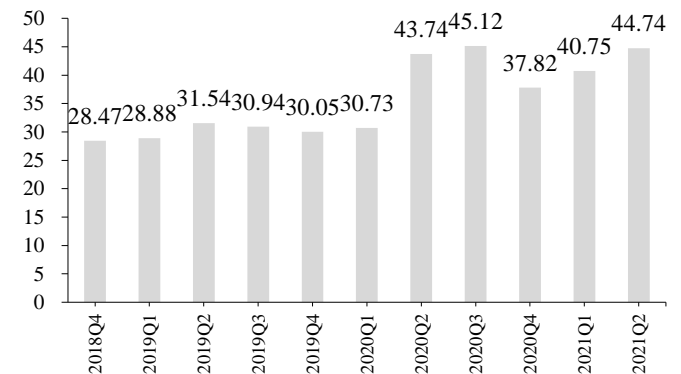
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10：2021Q2 期末存货 5.58 亿元（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11：2021Q2 期末应收账款 44.74 亿元（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

**投资建议：**我们维持 2021-2023 年的归母净利润预测，分别为 12.87/16.34/20.10 亿元，同比+29.1%/+27.0%/+23.0%，对应 EPS 为 0.72/0.91/1.12 元，给予 2022 年 18 倍 PE，对应目标价 16.38 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不及预期，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>9744</b>	<b>11161</b>	<b>12854</b>	<b>15219</b>	<b>营业收入</b>	<b>5799</b>	<b>7323</b>	<b>8845</b>	<b>10216</b>
现金	2780	2686	3114	4219	减:营业成本	3759	4668	5638	6516
应收账款	3943	5217	6300	7277	营业税金及附加	28	44	53	51
存货	761	767	927	1071	营业费用	134	330	354	358
其他流动资产	2260	2490	2512	2652	管理费用	423	696	840	919
<b>非流动资产</b>	<b>10065</b>	<b>10305</b>	<b>10476</b>	<b>10623</b>	财务费用	357	237	223	212
固定资产	8898	9136	9304	9449	加:投资净收益	56	80	89	80
无形资产	119	115	111	107	<b>营业利润</b>	<b>1154</b>	<b>1482</b>	<b>1887</b>	<b>2299</b>
其他非流动资产	948	948	948	948	加:营业外净收支	-12	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>19809</b>	<b>21466</b>	<b>23329</b>	<b>25842</b>	<b>利润总额</b>	<b>1141</b>	<b>1502</b>	<b>1907</b>	<b>2319</b>
<b>流动负债</b>	<b>4030</b>	<b>4772</b>	<b>5393</b>	<b>5775</b>	减:所得税费用	140	195	248	278
短期借款	1861	1500	1500	1500	少数股东损益	4	20	25	31
应付账款	1834	2737	3195	3565	<b>归属母公司净利润</b>	<b>997</b>	<b>1287</b>	<b>1634</b>	<b>2010</b>
其他流动负债	335	535	697	711	EBIT	1483	1630	2013	2424
<b>非流动负债</b>	<b>4790</b>	<b>4790</b>	<b>4790</b>	<b>5290</b>	EBITDA	1918	2086	2505	2950
长期借款	2059	2059	2059	2059					
其他非流动负债	2731	2731	2731	3231	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8820</b>	<b>9562</b>	<b>10183</b>	<b>11065</b>	每股收益(元)	0.56	0.72	0.91	1.12
少数股东权益	24	38	55	77	每股净资产(元)	6.11	6.62	7.30	8.20
归属母公司股东权益	10965	11866	13091	14700	发行在外股份(百万股)	1793.6	1793.6	1793.6	1793.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>19809</b>	<b>21466</b>	<b>23329</b>	<b>25842</b>	ROIC(%)	8.4%	9.0%	11.1%	12.9%
					ROE(%)	9.1%	10.8%	12.5%	13.7%
					毛利率(%)	35.2%	36.3%	36.3%	36.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	17.2%	17.6%	18.5%	19.7%
经营活动现金流	1223	1291	1491	1673	资产负债率(%)	44.5%	44.5%	43.6%	42.8%
投资活动现金流	-1029	-637	-655	-666	收入增长率(%)	72.6%	26.3%	20.8%	15.5%
筹资活动现金流	344	-747	-409	98	净利润增长率(%)	42.4%	29.1%	27.0%	23.0%
现金净增加额	496	-94	428	1105	P/E	19.86	15.39	12.12	9.85
折旧和摊销	435	455	493	527	P/B	1.81	1.67	1.51	1.35
资本开支	-294	-631	-649	-660	EV/EBITDA	14.93	14.08	11.97	10.46
营运资本变动	-110	-457	-645	-878					

数据来源: WIND, 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>