

# 林洋能源 (601222.SH)

## 光伏项目储备丰富，加速储能产业布局

### 核心观点:

- **2021H1 扣非业绩同比增长 1.3%，业务结构优化提升利润率水平。** 公司发布 2021 年半年报，上半年实现营收 27.09 亿元 (同比-8.2%)、扣非归母净利润 5.21 亿元 (同比+1.3%)，收入增速下滑主要系海外电表及光伏 EPC 收入下降所致。受益于高毛利率光伏运营业务收入占比提升，公司 2021H1 毛利率及净利率水平分别可达 37.05% 和 20.11%，分别同比提升 1.28 和 1.47 个 pct。
- **储备光伏项目充裕保障成长，坐拥 5GW 整县分布式光伏潜力空间。** 公司 2021H1 实现光伏运营收入 7.61 亿元 (同比+2.7%)、发电量 10.16 亿千瓦时 (同比+5.8%)，现在手并网运营规模已超 1.6GW、在建规模 0.6GW 和储备平价项目超 6GW (其中已备案项目超 2GW)，成长空间广阔。此外公司加速布局中东部地区就整县屋顶分布式光伏项目，每县平均潜在开发规模达 300MW，总计开发潜力规模可达 5GW。
- **多方合作布局储能赛道，储备储能项目资源已超过 1.2GWh。** 公司一方面与华为签署合作框架协议，打造磷酸铁锂储能专用电池的储能系统解决方案的储备；另一方面与亿纬锂能合资建设 10GWh 的储能电池项目，该项目现已开工。储能电芯和系统集成方面的技术、项目储备亦强化公司在储能领域竞争力，现已与国网南通和安徽省蚌埠五河县政府等签订运营合作协议，储备储能项目资源已超过 1.2GWh。
- **盈利预测及投资建议：“储能+光伏”综合服务商，维持“买入”评级。** 预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.74/0.94/1.17 元/股，对应最新 PE 值分别为 17.87/14.03/11.27x。公司加速光伏+储能双产业布局，新轮景气周期开启。综合可比公司估值和业绩增速，我们给予 2021 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值 14.75 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 光伏平价进展不及预期；光伏项目建设进度不及预期；EPC 业务订单获取不及预期；智能电表海外业务扩张受阻。

### 盈利预测:

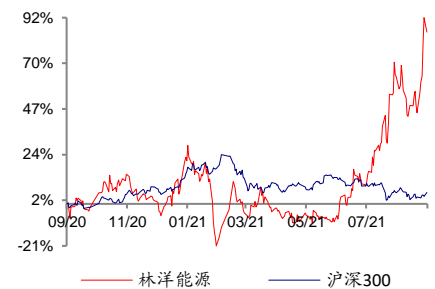
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,359	5,799	7,740	9,571	11,574
增长率 (%)	-16.4	72.6	33.5	23.7	20.9
EBITDA (百万元)	1,431	1,927	2,264	2,649	3,111
归母净利润 (百万元)	700	997	1,323	1,685	2,098
增长率 (%)	-9.9	42.4	32.6	27.4	24.5
EPS (元/股)	0.40	0.57	0.74	0.94	1.17
市盈率 (P/E)	12.20	13.89	17.87	14.03	11.27
ROE (%)	6.8	9.1	10.7	12.0	12.9
EV/EBITDA	8.52	9.18	12.53	10.69	8.97

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	13.18 元
合理价值	14.75 元
前次评级	买入
报告日期	2021-09-06

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001

010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

### 分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

### 分析师:

李蒙



SAC 执证号: S0260519080007

010-59136706



gflimeng@gf.com.cn

请注意, 陈子坤, 李蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

林洋能源 (601222.SH): 单三 2020-10-28

季度业绩同比增长 41%, “电表+光伏”新轮景气周期开启

林洋能源 (601222.SH): 新轮 2020-09-12

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、扣非业绩同比增长 1.3%，毛利率上升至 37% .....	4
二、光伏：在手备案项目超 2GW，发电量同比上升 5.8% .....	7
三、储能：积极布局储能赛道，储备资源已超 1.2GWH .....	7
四、“智能、节能、新能源”综合服务商 .....	8
五、风险提示 .....	10

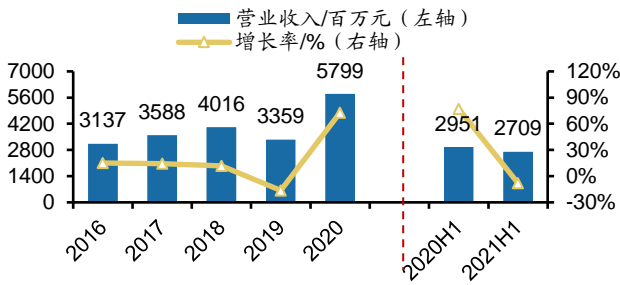
## 图表索引

图 1: 公司 2021H1 营业收入同比下降 8.2%.....	4
图 2: 公司 2021H1 扣非归母净利润同比上升 1.3%.....	4
图 3: 光伏行业 2021H1 实现 16.26 亿元营收.....	4
图 4: 光伏行业 2021H1 收入占比达 60.0% .....	4
图 5: 2021H1 公司毛利率同比上升 1 个 pct 至 37% .....	4
图 6: 公司光伏运营业务毛利率维持在 70%高水平.....	4
图 7: 公司 2021H1 期间费率同比上升 1.3 个 pct .....	5
图 8: 公司 2021H1 财务费用达 1.93 亿元 .....	5
图 9: 公司应付债券及长期借款占比较高 .....	5
图 10: 2021H1 公司负债率为 44.2% .....	5
图 11: 2021H1 公司收现比为 68.3% .....	5
图 12: 2021H1 公司净现比为 16.0% .....	5
图 13: 公司 2021H1 实现经营性现金净流入 0.87 亿元 .....	6
图 14: 2021H1 公司应收账款已达 44.74 亿元.....	6
图 15: 2021H1 应收电补占应收账款的比重为 66.8% .....	6
图 16: 公司光伏业务 2021H1 实现收入 16.26 亿元.....	7
图 17: 2021H1 光伏 EPC 收入规模达 8.65 亿元.....	7
图 18: 2020 年公司并网运营规模达 1.61GW .....	7
图 19: 2021H1 年公司发电量同比+5.8% .....	7
表 1: 2021H1 公司应收账款分类中光伏发电补贴组合的坏账准备比例为 0.46%.6	
表 2: 2021 年以来公司在储能业务领域签署了多项合作协议 .....	8
表 3: 公司收入拆分及预测表 (2021E~2023E, 单位亿元) .....	9
表 4: 林洋能源及同业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2021/9/3) ..	10

## 一、扣非业绩同比增长 1.3%，毛利率上升至 37%

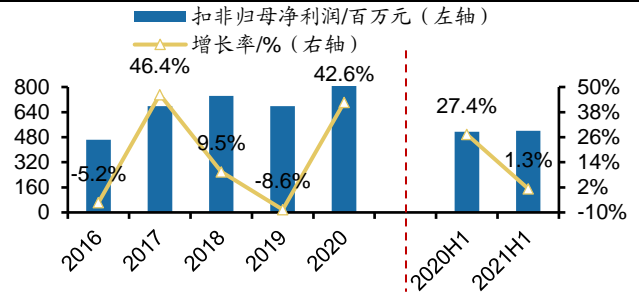
2021H1公司扣非业绩同比上升1.3%，光伏业务占比持续上升。公司2021H1实现营业收入27.09亿元（同比-8.2%），实现扣非归母净利润5.21亿元（同比+1.3%），2021H1收入下降主要系海外电表收入下降及光伏EPC收入下降所致。2021H1光伏EPC收入达7.61亿元，占公司收入比重达60.0%，同比上升5pct，智能电表收入达9.54亿元。

图 1：公司 2021H1 营业收入同比下降 8.2%



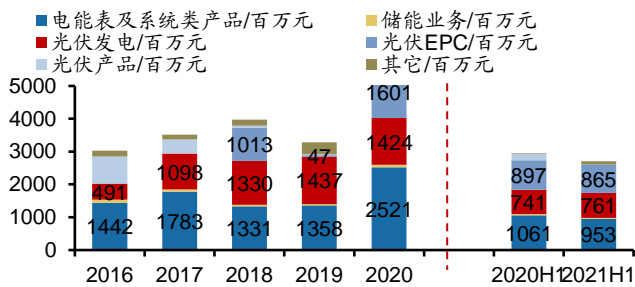
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 2：公司 2021H1 扣非归母净利润同比上升 1.3%



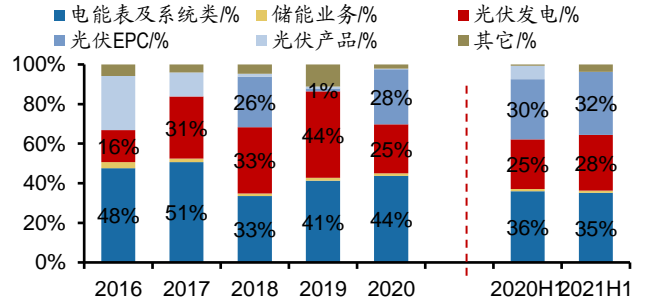
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 3：光伏行业 2021H1 实现 16.26 亿元营收



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

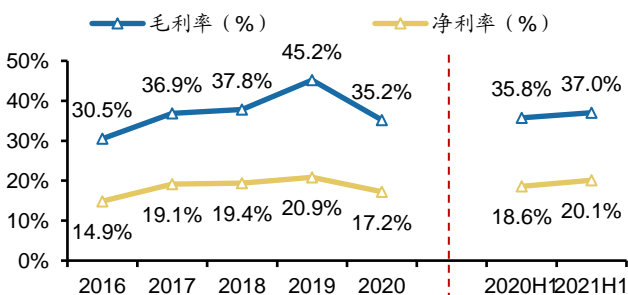
图 4：光伏行业 2021H1 收入占比达 60.0%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

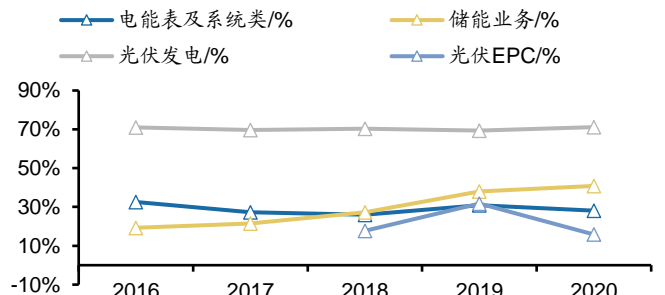
受益于光伏运营收入占比上升，2021H1 毛利率和净利率水平分别达 37.05% 和 20.11%。2021H1 公司毛利率为 37.05%，较同期上升 1.28pct，主要系高毛利率的光伏发电收入占比有所上升所致，同时净利率可达 20.11%。从分业务毛利率来看，2020 年光伏发电毛利率可达 71.1%，显著高于其余业务，2020 年储能业务毛利率为 40.9%。

图 5：2021H1 公司毛利率同比上升 1.28pct 至 37.05%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

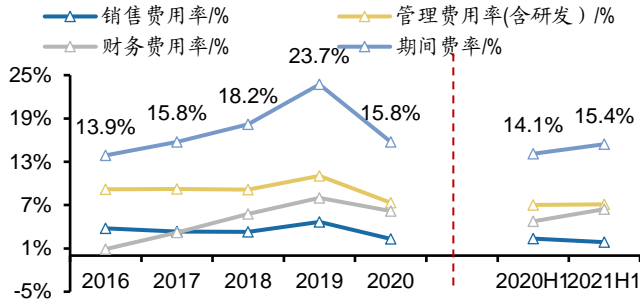
图 6：公司光伏运营业务毛利率维持在 70% 高水平



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

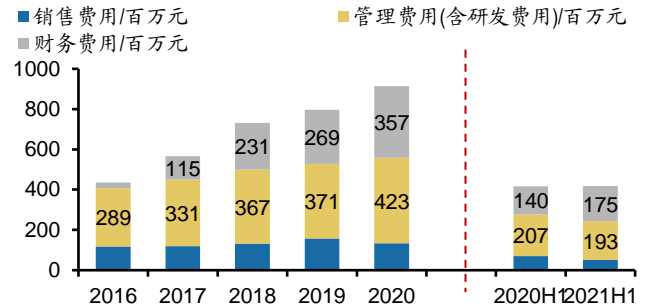
**2021H1期间费用率15.4%，财务费用为1.93亿元。**公司2021H1期间费率达15.4%（同比+1.3pct），其中财务费用达1.75亿元（同比+24.9%），财务费用上升主要系租赁利息增加所致，财务费用率上升至6.5%；此外管理费用（含研发）达1.93亿元，财务费用率（含研发）达7.1%。从公司负债结构来看，2021H1公司应付债券及长期借款分别达27.84亿元和25.59亿元，资产负债率为44.2%，保持较低水平。

图 7：公司2021H1期间费率同比上升1.3个pct



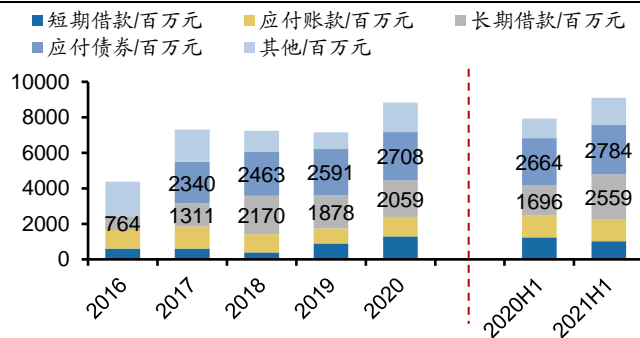
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 8：公司2021H1财务费用达1.93亿元



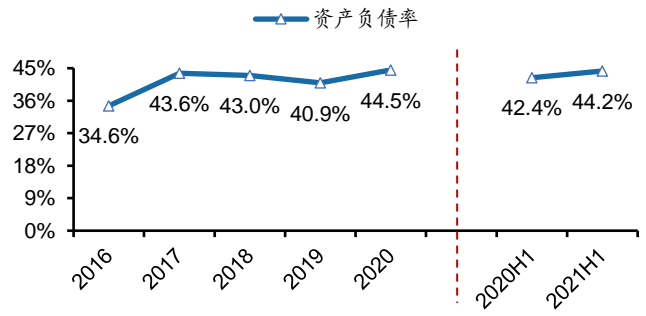
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 9：公司应付债券及长期借款占比较高



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

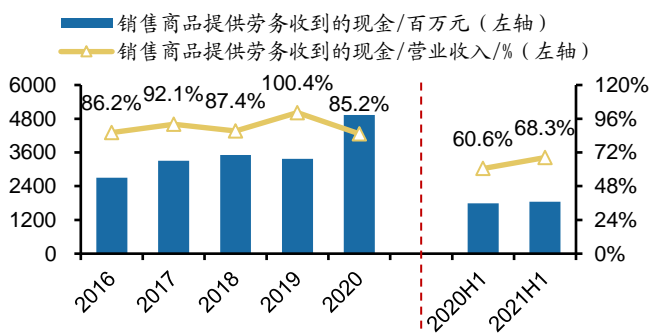
图 10：2021H1公司负债率为44.2%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

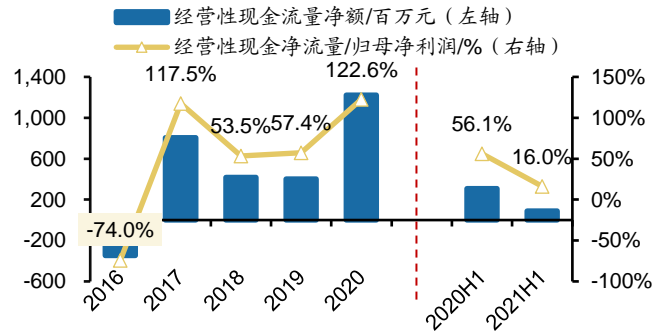
**2021H1收现比为68.3%，同比上升7.7pct。**公司大力发展光伏运营业务取得出色成果，但受到可再生能源发展基金“国补”支付滞后的影响，公司历史单位净利润对应经营现金净流入除2017年外，均低于0.6，2021H1净现比为16%，现金流回情况较差。2021H1公司销售商品提供劳务收到的现金和营业收入的比值为68.3%，同比上升7.7pct。

图 11：2021H1公司收现比为68.3%



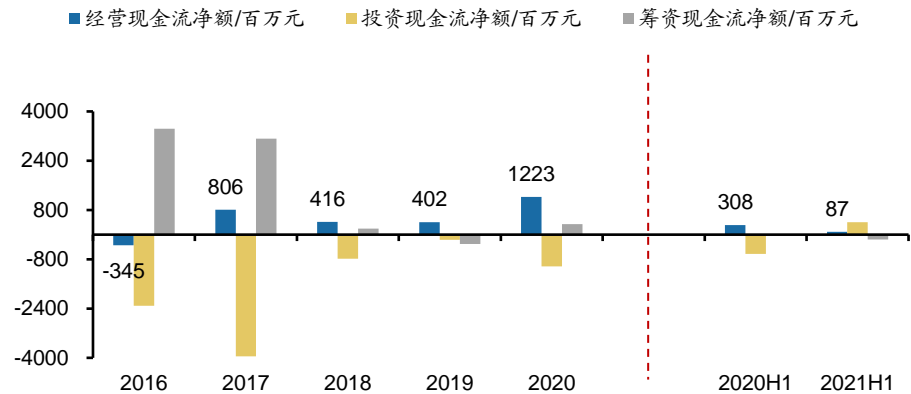
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 12：2021H1公司净现比为16.0%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

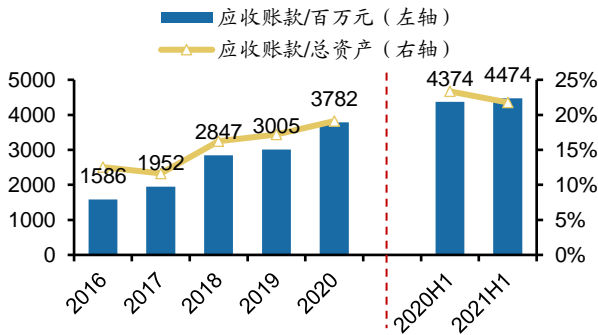
图 13: 公司2021H1实现经营性现金净流入0.87亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

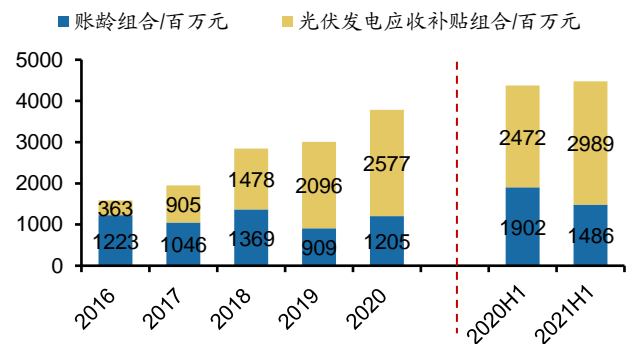
2021H1公司应收电费补贴上升至29.89亿元,“国补”支付滞后的影响仍较为明显。从应收账款体量来看,2021H1公司应收电费补贴体量上升至29.89亿元(同比+20.9%),是公司应收账款增长的主要原因,应收电费补贴占营收的比重同比上升10.3个pct至66.8%，“国补”支付滞后的影响仍较为明显。2021H1公司应收账款体量达44.74亿元,占总资产的21.8%，较2020H1下降1.6个pct。

图 14: 2021H1公司应收账款已达44.74亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2021H1应收电补占应收账款的比重为66.8%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 2021H1 公司应收账款分类中光伏发电补贴组合的坏账准备比例为 0.46%

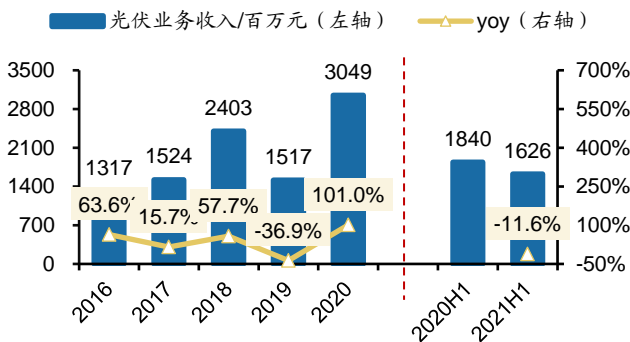
应收账款分类	期末账面余额/百万元	坏账准备比例	期末账面价值/百万元
账龄组合	1617.83	8.19%	1485.26
光伏发电应收补贴组合	3002.48	0.46%	2988.82
合计	4620.31	3.16%	4474.08

数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、光伏：在手备案项目超 2GW，发电量同比上升 5.8%

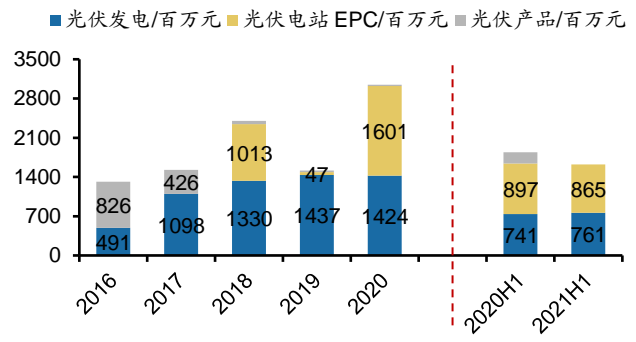
2021H1公司光伏业务实现收入16.26亿元，其中光伏运营业务占46.8%。公司光伏业务收入可分为电站发电运营、光伏EPC建造以及光伏产品销售业务。2021H1公司实现光伏运营收入7.61亿元(同比+2.7%)，占当期光伏业务中收入的比重为46.8%；EPC业务受结算周期的影响波动较大，2021H1实现收入8.65亿元；光伏产品业务由外销逐步转向自建电站使用，因此收入规模收缩趋势明显，公司完成光伏设备商向光伏运营及EPC综合服务商的转变。

图 16：公司光伏业务2021H1实现收入16.26亿元



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

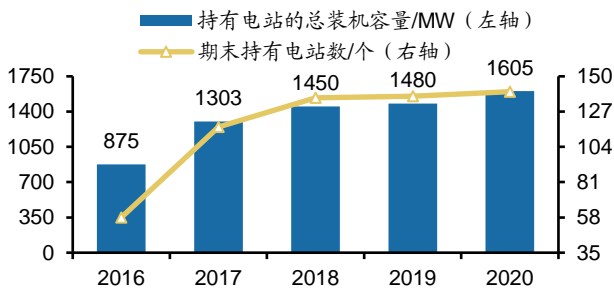
图 17：2021H1光伏EPC收入规模达8.65亿元



数据来源：信用评级报告，公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

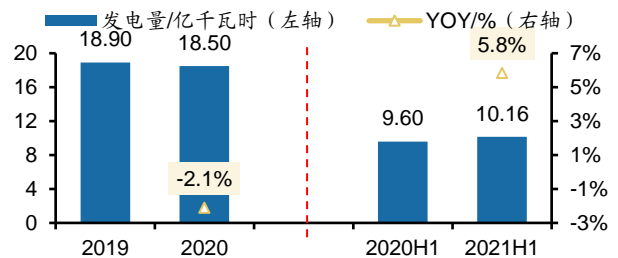
储备光伏项目充裕保障成长，布局5GW整县分布式光伏潜力空间。自2013年以来，公司先后在江苏、安徽、山东、内蒙古等地实现了光伏电站布局，根据2021半年报披露，公司光伏电站装机容量已超1.6GW，2021H1光伏发电量达10.16亿千瓦时(同比+5.5%)。目前公司在建光伏电站项目约0.6GW，在手储备项目超过6GW(其中已备案项目超过2GW)，成长空降广阔。此外公司加速布局中东部地区就整县屋顶分布式光伏项目，每县平均潜在开发规模达300MW，总计开发潜力规模可达5GW。

图 18：2020年公司并网运营规模达1.61GW



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 19：2021H1年公司发电量同比+5.8%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

## 三、储能：积极布局储能赛道，储备资源已超 1.2GWh

积极布局储能业务，储备储能项目资源已超1.2GWh。根据2021半年报披露，储能

板块爆发性增长下，凭借公司在洗能源板块的多年积累，公司未来将全力推进储能业务发展。2021年以来公司在储能业务领域签署了多项合作协议，包括与华为共同打造磷酸铁锂储能专用电池的储能系统解决方案的储备；另一方面与亿纬锂能合资建设10GWh的储能电池项目，该项目现已开工。储能电芯和系统集成方面的技术、项目储备亦强化公司在储能领域竞争力，现已与国网南通和安徽省蚌埠五河县政府等签订运营合作协议，储备储能项目资源已超过1.2GWh。

**表 2：2021 年以来公司在储能业务领域签署了多项合作协议**

时间	合作方	项目	备注
2021.06	华为数字能源技术有限公司	基于磷酸铁锂储能专用电池的储能系统解决方案	
2021.06	湖北亿纬动力有限公司	10GWh 储能专用磷酸铁锂电池生产基地项目	
2021.06	如东 100MW/200MWh 海上风电配套集中式共享储能	电站示范项目	
	国网南通综合能源服务有限公司	1.5GW 光伏发电项目	与合作伙伴（湖北能源集团股份有限公司、
2021.07	安徽省蚌埠五河县人民政府	0.5GW 风力发电项目	东方日升新能源股份有限公司、湖北
		400MW/800MWh 集中式共享储能电站	亿纬动力有限公司）组成的联合体
2021.07	三峡资本控股有限公司、启东市人民政府	2GW 分布式能源及配套储能等项目	
			光伏+风电+抽蓄+电化学储能总建设
2021H1	湖北荆门发改委	3GW 荆门市百万千瓦级风光一体化重大基地项目	规模不少于 3GW，其中包含不少于
			200MWh 电化学储能项目

数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

## 四、“智能、节能、新能源”综合服务商

我们将公司业务分为电表、光伏运营、光伏EPC、节能业务、其他产品等，并分别对其做出核心假设测算未来三年营收及成本规模：

**电能表及系统类产品：**伴随十四五新轮节能电表采购需求的持续释放，我们预计电能表等产品生产量2021~2023年同比增速分别达30%、25%和20%，对应产销率均可达100%，平均销售单价为240元/台；预测2021~2023年毛利率为28.5%、28.5%和28.5%，2021~2023年电能表及系统类产品营收同比增速分别为37.31%、25%和20%。

**光伏发电运营：**预测各省市2021~2023年总装机容量增速为50%、30%和20%；2021~2023年利用小时数增速分别为5%、10%、10%；受平价影响，2021~2023各地区上网电价逐年降低；预测2021~2023年业务毛利率分别为68%、66.5%、65%，2021~2023年光伏发电运营营收同比增速分别为62.79%、36.46%和32%。

**光伏EPC：**预计2021~2023年营收复合增速分别为5%、5%、5%，根据历史毛利率取均值，预测2021~2023年毛利率为15%、15%、15%。

**节能业务及其他业务：**营收保持5%的复合增速及历史毛利率水平。

**表 3: 公司收入拆分及预测表 (2021E~2023E, 单位亿元)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	33.59	57.99	77.40	95.71	115.74
Yoy (%)	-16.39%	72.68%	33.47%	23.66%	20.93%
营业成本合计	18.41	37.59	48.44	58.65	69.74
毛利率 (%)	45.17%	35.19%	37.42%	38.72%	39.74%
电能表及系统类产品					
电能表及系统类产品	13.58	25.21	34.61	43.26	51.91
Yoy (%)	2.08%	85.55%	37.31%	25.00%	20.00%
电表成本	9.39	18.12	24.75	30.93	37.12
电表毛利率	30.90%	28.10%	28.50%	28.50%	28.50%
光伏发电运营					
光伏发电运营收入	14.36	14.24	23.18	31.64	41.76
Yoy (%)	7.97%	-0.83%	62.79%	36.46%	32.00%
光伏发电运营成本	4.40	4.11	7.42	10.60	14.62
光伏发电运营毛利率	69.34%	71.13%	68.00%	66.50%	65.00%
光伏 EPC					
光伏 EPC 收入	0.47	16.01	16.82	17.66	18.54
Yoy (%)	-95.34%	3292.80%	5.00%	5.00%	5.00%
光伏 EPC 成本	0.32	13.48	14.29	15.01	15.76
光伏 EPC 毛利率	31.76%	15.81%	15.00%	15.00%	15.00%
节能业务					
其他光伏产品收入		0.75	0.79	0.83	0.87
Yoy (%)		6.56%	5.00%	5.00%	5.00%
其他光伏产品成本		0.44	0.47	0.50	0.52
其他光伏产品毛利率		40.85%	40.00%	40.00%	40.00%
其他产品					
其他产品收入		1.43	1.51	1.58	1.66
Yoy (%)		-0.51%	5.00%	5.00%	5.00%
其他产品成本		1.15	1.20	1.26	1.33
其他产品毛利率		20.14%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务收入	0.75	0.34	0.50	0.75	1.00
其他业务成本	0.58	0.28	0.30	0.35	0.40

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**盈利预测及投资建议: “储能+光伏”综合服务商, 维持“买入”评级。**预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.74/0.94/1.17 元/股, 对应最新 PE 值分别为 17.87/14.03/11.27x。公司加速光伏+储能双产业布局, 新轮景气周期开启。综合可比公司估值和公司业绩增速, 我们给予 2021 年 20 倍 PE 估值, 对应合理价值 14.75 元/股, 维持“买入”评级。

表 4: 林洋能源及同业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2021/9/6)

代码	简称	市值/亿元	收盘价 元/股	EPS 元/股			PE 倍		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300360.SZ	炬华科技	46.96	9.31	0.58	0.73	0.94	15.32	12.80	9.89
600236.SH	桂冠电力	486.34	6.17	0.28	0.29	0.30	16.00	21.49	20.26

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注同业公司来自 Wind 一致预期。考虑到后续光伏电站平价后其估值应该向传统水力发电企业靠拢, 故选取水力发电公司作为对标。

## 五、风险提示

光伏平价进展不及预期; 光伏项目建设进度不及预期; EPC业务订单获取不及预期; 智能电表海外业务扩张受阻。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>7,303</b>	<b>9,744</b>	<b>10,721</b>	<b>12,522</b>	<b>15,934</b>
货币资金	2,033	2,780	2,035	2,205	3,846
应收及预付	3,231	3,949	5,266	6,508	7,866
存货	798	761	980	1,187	1,412
其他流动资产	1,241	2,254	2,440	2,622	2,810
<b>非流动资产</b>	<b>10,165</b>	<b>10,065</b>	<b>11,269</b>	<b>11,917</b>	<b>12,532</b>
长期股权投资	95	101	111	121	131
固定资产	8,889	8,577	9,701	10,271	10,807
在建工程	234	320	370	420	470
无形资产	117	119	122	125	127
其他长期资产	831	948	964	980	996
<b>资产总计</b>	<b>17,468</b>	<b>19,809</b>	<b>21,990</b>	<b>24,440</b>	<b>28,466</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,665</b>	<b>4,030</b>	<b>4,501</b>	<b>4,916</b>	<b>6,488</b>
短期借款	901	1,291	1,133	956	1,884
应付及预收	1,224	1,834	2,364	2,863	3,404
其他流动负债	540	905	1,004	1,098	1,200
<b>非流动负债</b>	<b>4,487</b>	<b>4,790</b>	<b>5,090</b>	<b>5,390</b>	<b>5,690</b>
长期借款	1,878	2,059	2,259	2,459	2,659
应付债券	2,591	2,708	2,808	2,908	3,008
其他非流动负债	18	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	<b>7,152</b>	<b>8,820</b>	<b>9,591</b>	<b>10,306</b>	<b>12,178</b>
股本	1,758	1,749	1,794	1,794	1,794
资本公积	4,714	4,685	4,685	4,685	4,685
留存收益	3,308	4,217	5,576	7,304	9,449
归属母公司股东权益	10,291	10,965	12,369	14,096	16,242
少数股东权益	25	24	30	37	46
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,468</b>	<b>19,809</b>	<b>21,990</b>	<b>24,440</b>	<b>28,466</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>402</b>	<b>1,223</b>	<b>1,048</b>	<b>1,518</b>	<b>1,901</b>
净利润	703	1,002	1,328	1,693	2,107
折旧摊销	461	473	420	479	519
营运资金变动	-1,003	-600	-1,033	-979	-1,068
其它	240	348	333	325	343
<b>投资活动现金流</b>	<b>-173</b>	<b>-1,029</b>	<b>-1,624</b>	<b>-1,106</b>	<b>-1,087</b>
资本支出	-344	-165	-1,573	-1,073	-1,073
投资变动	48	-963	-121	-121	-121
其他	122	98	70	88	108
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-298</b>	<b>344</b>	<b>-170</b>	<b>-242</b>	<b>826</b>
银行借款	1,277	2,780	41	23	1,128
股权融资	0	2	45	0	0
其他	-1,575	-2,437	-256	-265	-302
<b>现金净增加额</b>	<b>-59</b>	<b>496</b>	<b>-745</b>	<b>170</b>	<b>1,641</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,885</b>	<b>1,827</b>	<b>2,780</b>	<b>2,035</b>	<b>2,205</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,827</b>	<b>2,322</b>	<b>2,035</b>	<b>2,205</b>	<b>3,846</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-16.4%	72.6%	33.5%	23.7%	20.9%
营业利润增长	-2.1%	44.5%	32.6%	27.2%	24.4%
归母净利润增长	-9.9%	42.4%	32.6%	27.4%	24.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.2%	35.2%	37.4%	38.7%	39.7%
净利率	20.9%	17.3%	17.2%	17.7%	18.2%
ROE	6.8%	9.1%	10.7%	12.0%	12.9%
ROIC	5.5%	7.2%	8.4%	9.0%	9.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.9%	44.5%	43.6%	42.2%	42.8%
净负债比率	69.3%	80.3%	77.4%	72.9%	74.8%
流动比率	2.74	2.42	2.38	2.55	2.46
速动比率	2.38	2.18	2.11	2.24	2.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.19	0.29	0.35	0.39	0.41
应收账款周转率	1.12	1.53	1.53	1.53	1.53
存货周转率	4.21	7.62	7.89	8.06	8.20
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.40	0.57	0.74	0.94	1.17
每股经营现金流	0.23	0.70	0.58	0.85	1.06
每股净资产	5.85	6.27	6.90	7.86	9.06
<b>估值比率</b>					
P/E	12.20	13.89	17.87	14.03	11.27
P/B	0.83	1.26	1.91	1.68	1.46
EV/EBITDA	8.52	9.18	12.53	10.69	8.97

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,359</b>	<b>5,799</b>	<b>7,740</b>	<b>9,571</b>	<b>11,574</b>
营业成本	1,841	3,759	4,844	5,865	6,974
营业税金及附加	20	28	46	77	98
销售费用	157	134	310	479	637
管理费用	233	292	464	670	868
研发费用	139	131	232	311	405
财务费用	269	357	367	340	375
资产减值损失	-4	-41	-40	-40	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	81	56	75	93	113
<b>营业利润</b>	<b>798</b>	<b>1,154</b>	<b>1,530</b>	<b>1,946</b>	<b>2,420</b>
营业外收支	-19	-12	-12	-12	-12
<b>利润总额</b>	<b>779</b>	<b>1,141</b>	<b>1,518</b>	<b>1,934</b>	<b>2,408</b>
所得税	76	140	190	242	301
<b>净利润</b>	<b>703</b>	<b>1,002</b>	<b>1,328</b>	<b>1,693</b>	<b>2,107</b>
少数股东损益	3	4	6	7	9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>700</b>	<b>997</b>	<b>1,323</b>	<b>1,685</b>	<b>2,098</b>
EBITDA	1,431	1,927	2,264	2,649	3,111
EPS (元)	0.40	0.57	0.74	0.94	1.17

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。