

林洋能源 (601222)

2021 年报&2022 一季报点评：智能电表、新能源强力支撑，储能业务蓄势待发

买入（维持）

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,297	8,132	11,562	15,547
同比	-9%	54%	42%	34%
归属母公司净利润（百万元）	930	1,214	1,484	1,738
同比	-7%	30%	22%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.45	0.59	0.72	0.84
P/E（现价&最新股本摊薄）	14.75	11.31	9.25	7.89

投资要点

- **2021 年实现归母净利润 9.3 亿元，同比-6.69%，符合我们的预期。**公司 2021 年年报和 2022 年一季报显示公司 2021 年实现营收 52.97 亿元，同比-8.66%；实现归属母公司净利润 9.3 亿元，同比-6.69%，略低于市场预期。其中 2021Q4 实现营收 11.72 亿元，同比-15.10%，环比-17.12%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比+37.14%，环比-71.83%。2022Q1 实现营业收入 9.84 亿元，同比+2.93%，环比-16.07%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比+3.68%，环比+110.57%，基本符合我们的预期。
- **国内市场稳健发展，海外业务持续布局。**公司 2021 年智能板块实现销售收入 20.89 亿元，同比-19.03%。国内市场看，2021 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 6.57 亿元，在南网合计中标约 2.73 亿元，合计中标金额 9.3 亿元，同比+33.81%。后续项目落地、增长稳定性强。海外市场看，公司 2021 年海外销售占比约 35%，2022 年会继续提升。目前海外在手订单超 7 亿元，2022 年会继续交付，海外市场持续放量。
- **加快光伏项目储备，深化央企国企 EPC 业务。**公司 2021 年新能源板块实现销售收入 30.37 亿元，同比略降 0.39%。其中 EPC 业务收入实现 14.8 亿元，毛利率 16.28%。截至 2021 年底公司已并网运营的各类光伏电站约 1.6 个 GW，运维电站超过 3.5GW，储备光伏项目超 6GW（启东 2GW+、安徽 2GW 和荆门 3GW），2022 年公司计划开工 2.5GW 新能源项目。电站运维效益逐步提升，业绩增量可期。
- **储能新业务蓄势待发，各类储备项目超 3GWh。**公司注重推动完善储能上下游产业链条布局，2022 年公司将与亿纬锂能共同完成年产 10GWh 磷酸铁锂储能专用电池工厂的建设，并在启东建设年产能超 2GWh 的储能电池 PACK 和系统集成生产、测试基地。公司目前储备项目资源超过 3GWh，我们预计 2022 年底交付完成并确认销售的储能容量不低于 600MWh，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。
- **盈利预测与投资评级：**由于海外运费快速上涨和汇率大幅变化，加之光伏原材料价格上涨，我们下调公司业绩，我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润 12.1/14.8/17.4 亿元（前值 2022/23 年为 16.34/20.10 亿元），同增 30%/22%/17%。我们给予公司 2022 年 14 倍 PE，对应目标价 8.26 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，原材料供给不确定。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.66
一年最低/最高价	6.21/14.10
市净率(倍)	0.93
流通 A 股市值(百万元)	13,720.73
总市值(百万元)	13,720.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.15
资产负债率(% ,LF)	27.32
总股本(百万股)	2,060.17
流通 A 股(百万股)	2,060.17

相关研究

《林洋能源(601222)：项目储备充足，分布式及储能增量可期》

2021-08-31

《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

图表目录

表 1: 2021 年营收 52.97 亿元, 同比下降 8.7%; 盈利 9.3 亿元, 同比下降 6.7% (单位: 亿元)	3
图 1: 2021 年收入 52.97 亿元, 同比-8.66% (亿元, %)	3
图 2: 2021 年归母净利润 9.3 亿元, 同比-6.69% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q1 收入 9.84 亿元, 同比+2.93% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q1 归母净利润 1.79 亿元, 同比+3.68% (亿元, %)	4
图 5: 2021 年毛利率、净利率同比+0.17、+0.37pct (%)	4
图 6: 2022Q1 毛利率、净利率同比-7.02、+0.13pct (%)	4
图 7: 公司历年智能电表招标及中标金额 (亿元)	5
图 8: 2021 年公司智能电表海外市场销量	5
图 9: 公司境外业务毛利率 (%)	5
图 10: 公司自持电站及储备项目规模 (GW)	6
图 11: 公司储能项目储备	6
图 12: 2021 年期间费用 8.4 亿元 (亿元)	7
图 13: 22Q1 期间费用率 18.55%, 同比-4.09pct (亿元, %)	7
图 14: 2022Q1 经营现金净流出 0.3 亿元 (亿元)	8
图 15: 2022Q1 期末合同负债 1.14 亿元 (亿元)	8
图 16: 2022Q1 期末存货 5.39 亿元 (亿元)	8
图 17: 2022Q1 期末应收账款 40.86 亿元 (亿元)	8

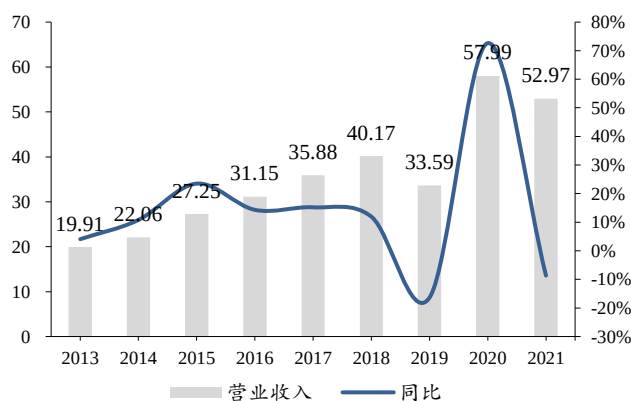
2021 年实现归母净利润 9.3 亿元，同比-6.69%，符合我们的预期。公司 2021 年年报和 2022 年一季报显示公司 2021 年实现营收 52.97 亿元，同比-8.66%；实现归母净利润 9.3 亿元，同比-6.69%，略低于市场预期。其中 2021Q4 实现营收 11.72 亿元，同比-15.10%，环比-17.12%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比+37.14%，环比-71.83%。2022Q1 实现营业收入 9.84 亿元，同比+2.93%，环比-16.07%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比+3.68%，环比+110.57%，基本符合我们的预期。

表1: 2021 年营收 52.97 亿元，同比下降 8.7%；盈利 9.3 亿元，同比下降 6.7%（单位：亿元）

林洋能源	2021	2020	同比	2022Q1	2021Q1	同比	2021Q4	2020Q4
营业收入	52.97	57.99	-8.7%	9.84	9.56	2.9%	11.72	13.81
毛利率	35.4%	35.2%	0.2pct	33.7%	40.7%	-7.0pct	31.9%	26.5%
营业利润	11.41	11.54	-1.1%	2.18	2.04	6.8%	1.59	1.21
利润总额	11.15	11.41	-2.3%	2.26	2.05	10.6%	1.39	0.87
归属母公司净利润	9.30	9.97	-6.7%	1.79	1.72	3.7%	0.85	0.62
扣非归母净利润	8.87	9.68	-8.4%	1.59	1.59	-0.2%	0.63	0.86
归母净利率	17.6%	17.2%	0.4pct	18.2%	18.0%	0.1pct	7.2%	4.5%
股本	20.60	17.49	-	20.60	17.49	-	20.60	17.49
林洋能源	2021	2020	同比	2022Q1	2021Q1	同比	2021Q4	2020Q4

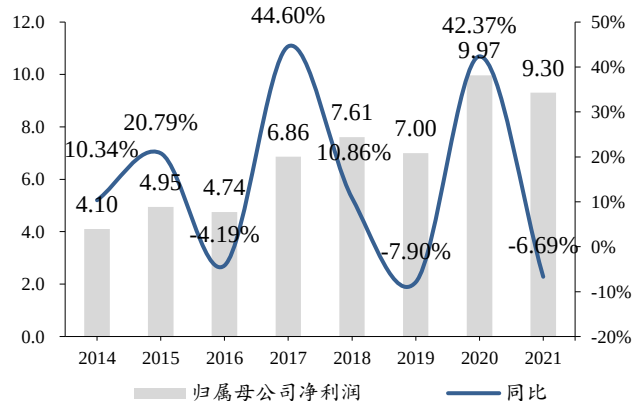
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: 2021 年收入 52.97 亿元，同比-8.66%（亿元，%）



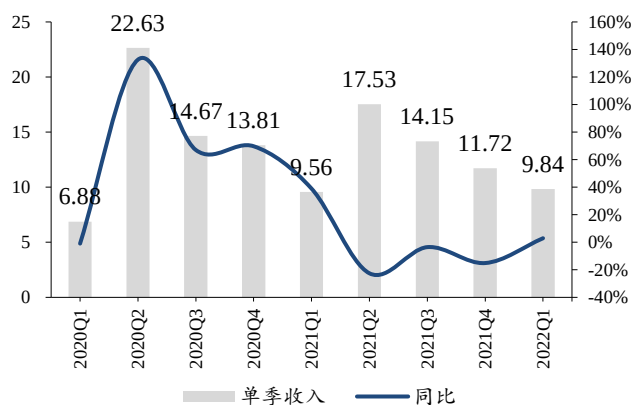
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 2021 年归母净利润 9.3 亿元，同比-6.69%（亿元，%）



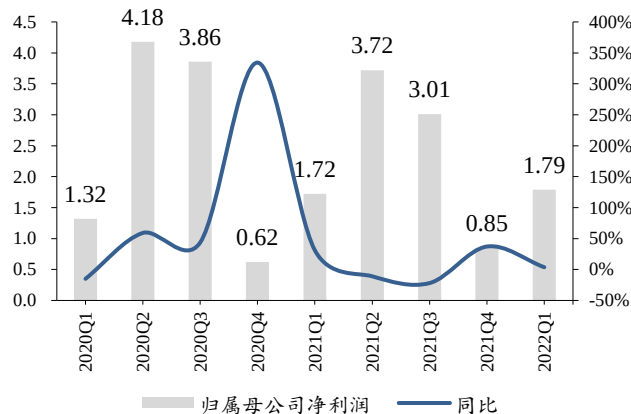
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q1 收入 9.84 亿元, 同比+2.93% (亿元, %)



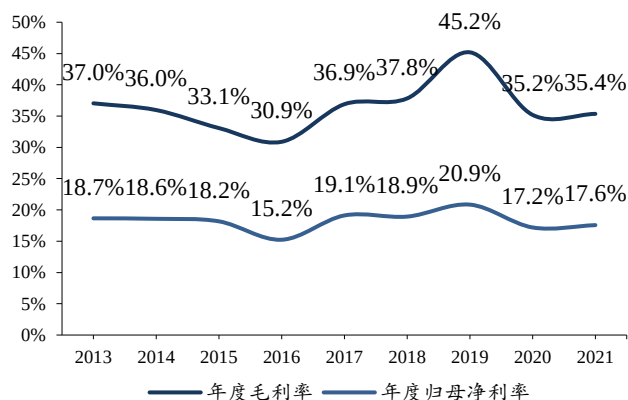
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q1 归母净利润 1.79 亿元, 同比+3.68% (亿元, %)



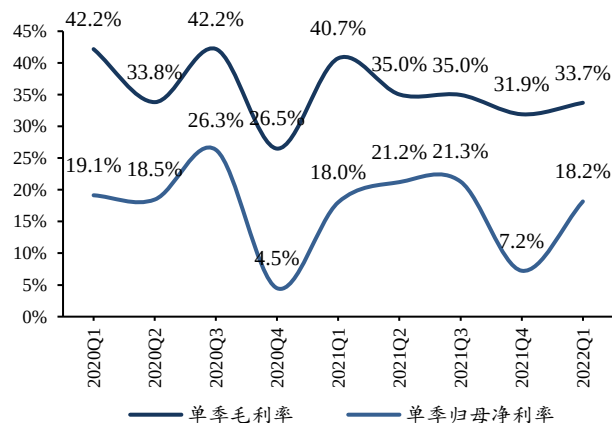
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2021 年毛利率、净利率同比+0.17、+0.37pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

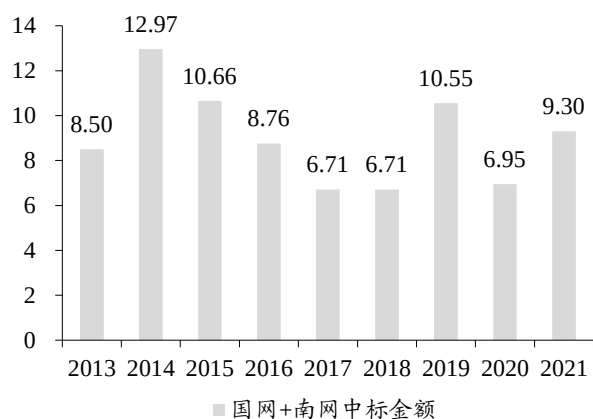
图6: 2022Q1 毛利率、净利率同比-7.02、+0.13pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国内市场稳健发展, 海外业务持续布局。公司 2021 年智能板块实现销售收入 20.89 亿元, 同比-19.03%。国内市场看, 2021 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 6.57 亿元, 在南网合计中标约 2.73 亿元, 合计中标金额 9.3 亿元, 同比+33.81%。后续项目落地、增长稳定性强。海外市场看, 公司 2021 年海外销售占比约 35%, 2022 年会继续提升。海外销售主要通过合作伙伴以及子公司实现, 在欧洲、亚太、南美等市场实现智能电表销售超 100 万台, 在东亚市场实现智能电表出口超 110 万台, 在东欧市场实现电表销售超 100 万台。目前海外在手订单超 7 亿元, 2022 年会继续交付, 海外市场持续放量。

图7：公司历年智能电表招标及中标金额（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

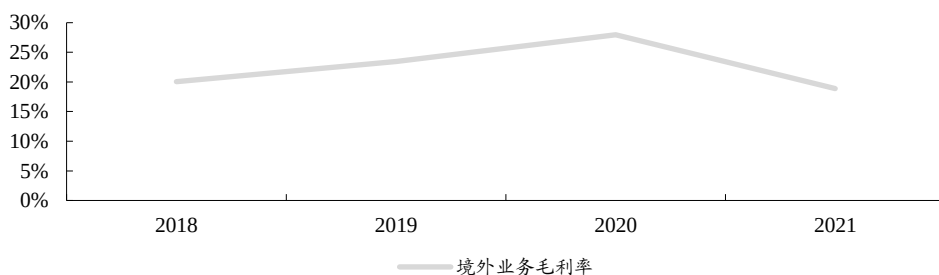
图8：2021 年公司智能电表海外市场销量

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	100
韩国经销商	东亚市场	110
子公司Elgama	波兰等市场	100

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

多重因素叠加致使境外业务毛利率降低。公司 2021 年境外业务毛利率 18.88%，同比下降 9.08pct。2020 年沙特阿拉伯高毛利超大订单交付完成拉低 2021 年毛利率，同时叠加运费的快速上涨、汇率的大幅变化、长单的锁价，使得公司 2021 年境外业务同比大幅下降。2022 年一季度毛利率有所好转，新接订单重新议价，依托于子公司 Elgama 和战略大客户兰吉尔的欧洲订单毛利率也有一定的提升，我们预计 2022 年境外业务毛利率会有明显提升。

图9：公司境外业务毛利率（%）

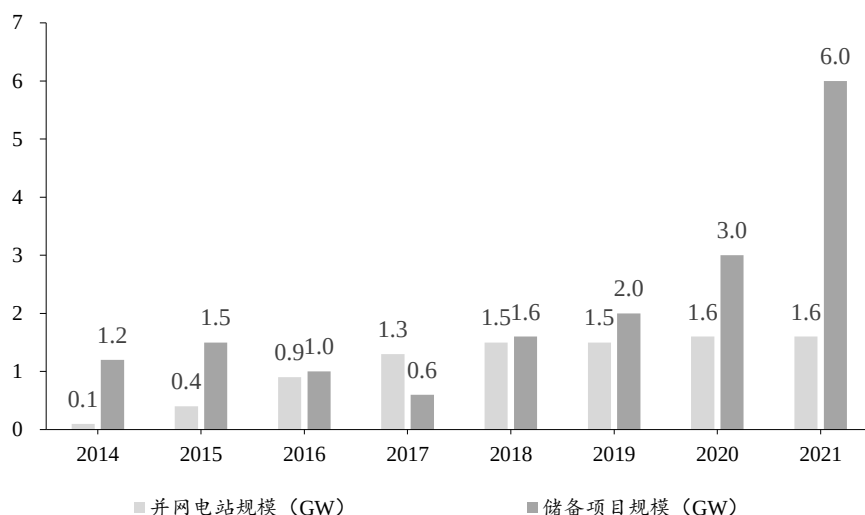


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加快光伏项目储备，深化央国企 EPC 业务。公司 2021 年新能源板块实现销售收入 30.37 亿元，同比略降 0.39%。其中 EPC 业务收入实现 14.8 亿元，毛利率 16.28%。截至 2021 年底公司已并网运营的各类光伏电站约 1.6 个 GW，运维电站超过 3.5GW，储备光伏项目超 6GW（启东 2GW+、安徽 2GW 和荆门 3GW），2022 年公司计划开工 2.5GW 新能源项目。同时公司积极参与绿电交易、碳排放权交易等新型交易模式，提高

各类光伏电站运营效率，2021 年光伏发电量达到 22.18 亿 kWh，同比增长 20%，收入 14.54 亿元，毛利率超过 70%。电站运维效益逐步提升，业绩增量可期。

图10：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

储能新业务蓄势待发，各类储备项目超 3GWh。公司注重推动完善储能上下游产业链条布局，2022 年公司将与亿纬锂能共同完成年产 10GWh 磷酸铁锂储能专用电池工厂的建设，并在启东建设年产能超 2GWh 的储能电池 PACK 和系统集成生产、测试基地。公司目前储备项目资源超过 3GWh，我们预计 2022 年底交付完成并确认销售的储能容量不低于 600MWh，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。

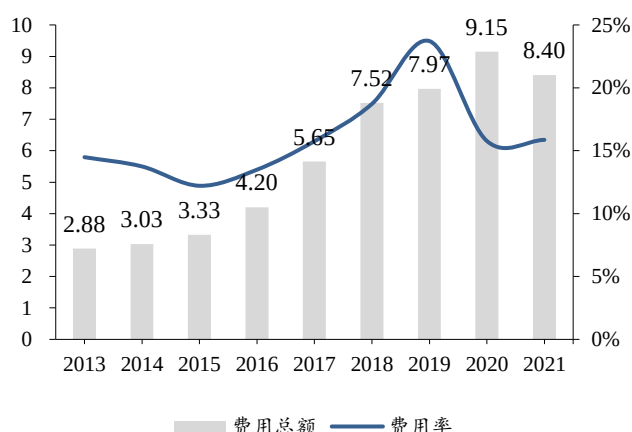
图11：公司储能项目储备

合作对象	储备量 (MW/MWh)
国网南通综合能源服务有限公司	100MW/200MWh
安徽省蚌埠五河县人民政府	540MW/1080MWh
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	200MWh
华能江苏能源开发有限公司	80MW/160MWh
安徽省能源集团有限公司	2022-2025 每年不低于 800MW

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

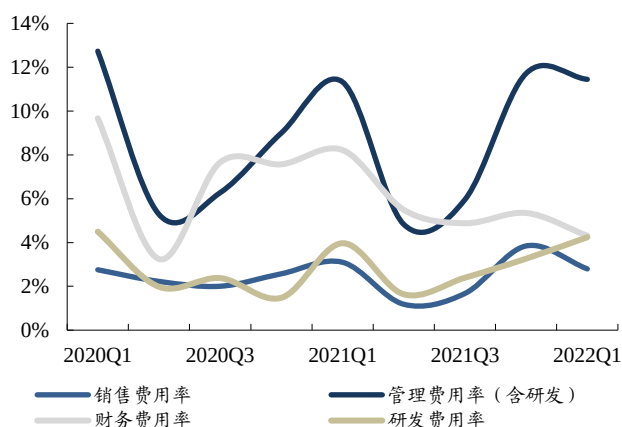
财务费用大幅降低, 公司费用率略有提升。公司 2021 年费用同比下降 8.12% 至 8.4 亿元, 期间费用率上升 0.09 个百分点至 13.49%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比下降 11.29%、下降 2.09%、上升 5.91%、下降 14.09% 至 1.19 亿元、4.15 亿元、1.39 亿元、3.07 亿元; 费用率分别下降 0.07、上升 0.53、上升 0.36、下降 0.37 个百分点至 2.25%、7.83%、2.62%、5.79%。22Q1, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 -7.15%/+4.02%/+10.00%/-46.02%, 费用率分别为 2.79%/11.45%/4.24%/4.31%。其中财务费用大幅减少系公司转债完成赎回使得公司负债减少。2022Q1 费用同比下降 15.67% 至 1.83 亿元, 期间费用率下降 4.09pct 至 18.55%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 7.15%、上升 4.02%、上升 10.00%、下降 46.02% 至 0.28 亿元、1.13 亿元、0.42 亿元、0.42 亿元; 费用率分别下降 0.3、上升 0.12、上升 0.27、下降 3.91 个百分点至 2.79%、11.45%、4.24%、4.31%。

图 12: 2021 年期间费用 8.4 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

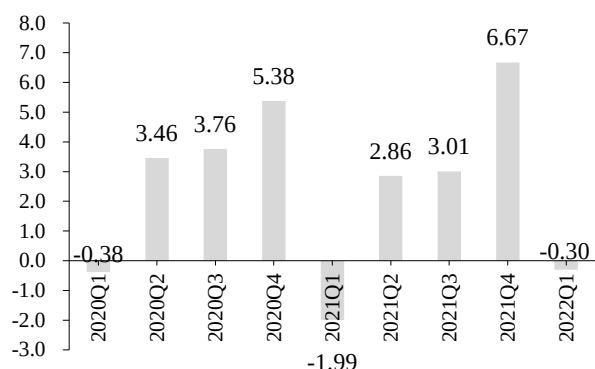
图 13: 22Q1 期间费用率 18.55%, 同比-4.09pct (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

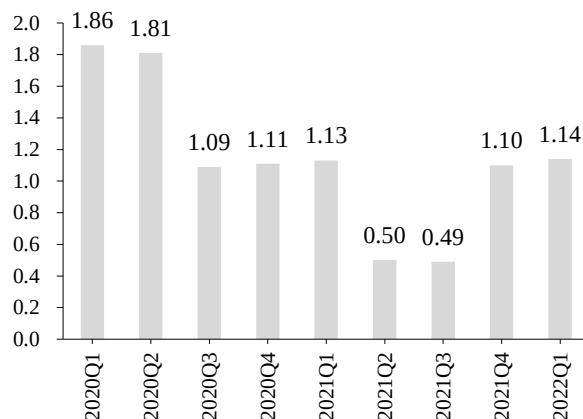
经营现金流维持稳定, 存货有所减少。2021 年经营活动现金流量净流入 10.55 亿元, 同比下降 13.68%, 其中经营活动现金流量净额 5.38 亿元; 销售商品取得现金 49.45 亿元, 同比增长 0.12%。期末预收款项 0.32 亿元, 比年初下降 0.00%。期末应收账款 39.79 亿元, 较期初增长 1.96 亿元, 应收账款周转天数上升 53.08 天至 263.76 天。期末存货 5.89 亿元, 较期初下降 1.72 亿元; 存货周转天数下降 3.72 天至 70.95 天。2022Q1 经营活动现金净流出 0.30 亿元, 同比降低 84.91%。2022Q1 销售商品取得现金增长 9.36 亿元, 同比增长 33.94%。2022Q1 期末存货 5.39 亿元, 同比降低 2.01 亿元。

图14: 2022Q1 经营现金净流出 0.3 亿元 (亿元)



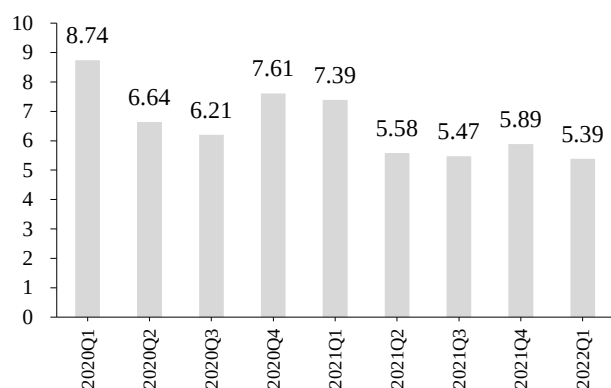
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022Q1 期末合同负债 1.14 亿元 (亿元)



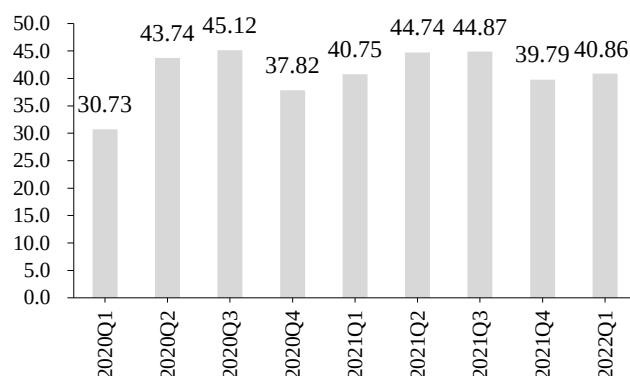
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2022Q1 期末存货 5.39 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2022Q1 期末应收账款 40.86 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 由于海外运费快速上涨和汇率大幅变化, 加之光伏原材料价格上涨, 我们下调公司业绩, 我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润 12.1/14.8/17.4 亿元 (前值 2022/23 年为 16.34/20.10 亿元), 同增 30%/22%/17%。我们给予公司 2022 年 14 倍 PE, 对应目标价 8.26 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 原材料供给不确定等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,347	11,179	13,903	18,005	营业总收入	5,297	8,132	11,562	15,547
货币资金及交易性金融资产	4,414	2,122	1,855	784	营业成本(含金融类)	3,424	5,887	8,640	12,251
经营性应收款项	4,427	6,828	9,141	12,851	税金及附加	31	45	62	87
存货	589	1,584	1,854	2,679	销售费用	119	203	347	389
合同资产	103	158	225	302	管理费用	276	488	636	777
其他流动资产	814	488	829	1,389	研发费用	139	244	312	431
非流动资产	10,162	10,457	10,181	9,889	财务费用	307	43	43	21
长期股权投资	269	319	369	419	加:其他收益	68	122	157	214
固定资产及使用权资产	8,967	9,234	8,889	8,551	投资净收益	31	81	81	187
在建工程	40	52	61	74	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	100	69	39	12	减值损失	6	14	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	34	-4	-6	78
长期待摊费用	76	74	114	124	营业利润	1,141	1,435	1,754	2,069
其他非流动资产	710	710	710	710	营业外净收支	-25	-19	-19	-21
资产总计	20,509	21,636	24,084	27,894	利润总额	1,115	1,416	1,736	2,048
流动负债	3,365	5,314	6,020	7,934	减:所得税	183	198	247	305
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,393	1,541	874	568	净利润	932	1,218	1,489	1,743
经营性应付款项	1,594	3,157	4,290	6,115	减:少数股东损益	2	4	5	5
合同负债	110	121	236	326	归属母公司净利润	930	1,214	1,484	1,738
其他流动负债	268	495	620	925	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.59	0.72	0.84
非流动负债	2,668	559	1,109	1,609	EBIT	1,368	1,264	1,565	1,612
长期借款	2,102	2,402	2,702	3,002	EBITDA	1,870	1,831	2,139	2,196
应付债券	0	2,708	2,708	2,708	毛利率(%)	35.35	27.60	25.28	21.20
租赁负债	541	841	1,091	1,291	归母净利率(%)	17.57	14.92	12.83	11.18
其他非流动负债	25	25	25	25	收入增长率(%)	-8.66	53.53	42.19	34.46
负债合计	6,033	5,873	7,129	9,544	归母净利润增长率(%)	-6.69	30.42	22.29	17.12
归属母公司股东权益	14,440	15,722	16,909	18,300					
少数股东权益	36	41	45	50					
所有者权益合计	14,476	15,763	16,955	18,350					
负债和股东权益	20,509	21,636	24,084	27,894					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,055	479	439	-824	每股净资产(元)	7.01	6.63	7.13	7.72
投资活动现金流	-9	-1,053	-241	-49	最新发行在外股份(百万股)	2,060	2,060	2,060	2,060
筹资活动现金流	-872	-1,968	-464	-198	ROIC(%)	6.33	5.98	7.31	6.96
现金净增加额	155	-2,542	-267	-1,071	ROE-摊薄(%)	6.44	7.72	8.78	9.50
折旧和摊销	502	566	574	584	资产负债率(%)	29.41	27.15	29.60	34.21
资本开支	-390	-834	-232	-176	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.75	11.31	9.25	7.89
营运资本变动	-619	-1,863	-1,402	-2,697	P/B (现价)	0.95	1.00	0.93	0.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

