



增持（首次）

所属行业：公用事业
当前价格(元)：7.82

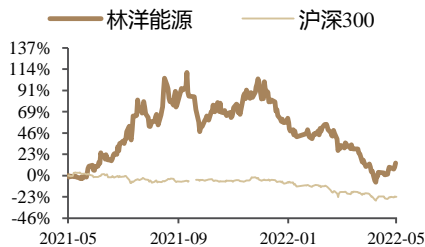
证券分析师

倪正洋
资格编号：S0120521020003
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

郭雪
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | 1.74 | -14.33 | -21.51 |
| 相对涨幅(%) | 5.75 | -8.09 | -7.50 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

林洋能源（601222.SH）： 智能、储能、新能源协同发展， 一流运营商成长性凸显

投资要点

- 积极布局电化学储能全产业链，储能新业务蓄势待发。**新型储能是构建新型电力系统的重要技术，也是催生国内能源新业态的重要领域。因此，新型储能对于能源电力领域绿色转型和实现碳中和目标至关重要。乘着储能政策东风，公司积极布局电化学储能，在手储备项目超 3GWh，其中，上游储能电池端：21 年 6 月携手亿纬锂能成立合资公司，公司持股 35%，投资不超过 30 亿元建设年产 10GWh 储能磷酸铁锂电池项目，预计 2022 年内建成投产；中游储能系统集成领域：与亿纬锂能和华为合作，深化储能系统集成核心竞争力；下游用户端：重点开拓新能源发电+“共享储能”的商业模式，通过建设集中式共享储能电站为新能源电站提供储能资产租赁服务，同时储能电站也可以接受电网调度，通过为电网提供调峰调频等辅助服务获取增值收益。
- 光伏电站运营效益凸显，在手项目充足。**2021 年公司光伏发电收入 14.54 亿，毛利超过 70%。截至 2021 年年底，公司开发建设并持有的已并网运行各类光伏电站装机容量约 1.6GW，储备光伏项目超 6GW，运维光伏项目超 3.5GW。在双控背景下，光伏绿电深市场前景巨大，且公司电站资产分布主要集中于东部全国用电主消纳区，各项目发电时间、上网电量均有保障。相较于纯新能源运营商，公司具有自带高效组件的 EPC 能力，以“开发+EPC+运维”模式与中广核、华能、中能、三峡、中电建、中能建等央企在国内外全面合作。公司低成本融资，新能源电站设计、项目管理，新能源电站智能运维等方面均有优势。
- 智能、储能、新能源三大业务齐发展，打造综合智慧能源系统方案。**公司力争打造“高可靠、高性价比、高收益”的“3S”融合储能产品和系统集成解决方案，布局储能产业链上下游。截至 2021 年底，林洋储备的各类储能项目已超 3GWh，2022 年公司将紧抓储能市场爆发性增长机遇，将打造创新的储能系统集成优势和“集中式共享储能”运营商业模式，2022 年建设规模化的储能 PACK 工厂一期项目 2GWh，未来 3 年累计建设不低于 5GWh 储能项目。2022 年公司通过积极推动智能电网、新能源、储能三大业务板块业务落地，力争实现营业收入超 80 亿元的目标。
- 投资建议与估值：**公司智能电表、新能源和储能三大板块齐头发展，作为储能领域先行者，在“双碳”目标的背景下，未来成长性高。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 81.4 亿元、100.97 亿元、123.4 亿元，增速分别为 53.7%、24%、22.2%，归母净利润分别为 13.25 亿元、17.17 亿元、21.45 亿元，增速分别为 42.4%、29.6%、24.9%。首次覆盖，给予增持投资评级。
- 风险提示：**项目推进不及预期；电价下行的风险；政策推进不及预期；海外项目经营风险。

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|------------|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 总股本(百万股): | 2,060.17 | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流通 A 股(百万股): | 2,060.17 | 营业收入(百万元) | 5,799 | 5,297 | 8,140 | 10,097 | 12,340 |
| 52 周内股价区间(元): | 6.21-14.10 | (+/-)YOY(%) | 72.6% | -8.7% | 53.7% | 24.0% | 22.2% |
| 总市值(百万元): | 15,636.68 | 净利润(百万元) | 997 | 930 | 1,325 | 1,717 | 2,145 |
| 总资产(百万元): | 20,331.07 | (+/-)YOY(%) | 42.4% | -6.7% | 42.4% | 29.6% | 24.9% |
| 每股净资产(元): | 7.15 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.57 | 0.51 | 0.64 | 0.83 | 1.04 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 35.2% | 35.4% | 37.7% | 37.9% | 38.1% |
| | | 净资产收益率(%) | 9.1% | 6.4% | 9.2% | 11.8% | 14.6% |

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 智能电表起家，“智能、储能、新能源”齐头并进 | 5 |
| 1.1. 智慧能源领域优质企业 | 5 |
| 1.2. 股权结构集中，出台持股计划带动员工积极性 | 5 |
| 1.3. 产品丰富、客户群体稳定，涵盖智能、储能、新能源三大领域 | 6 |
| 1.4. 受疫情影响，业绩短期承压，长期盈利可期 | 7 |
| 1.5. 历史拖延补贴有望解决，优化资产结构有效补充流动资金 | 9 |
| 2. 储能集成系统国内领先，在手订单充足打开成长空间 | 11 |
| 2.1. 政策频出助力新型储能，电化学储能大有可为 | 11 |
| 2.2. 积极布局电化学储能全产业链，储能新业务蓄势待发 | 12 |
| 3. 光伏项目增量可期，自带高效组件能力 | 14 |
| 3.1. 碳中和背景下太阳能发电持续受益，进入发展快车道 | 14 |
| 3.2. 在手项目充足，光伏电站运营效益凸显 | 15 |
| 4. 智能、储能、新能源协同发展，打造综合智慧能源系统方案 | 17 |
| 4.1. 深耕智能电表，海内外齐发展 | 17 |
| 4.2. 智能、储能、新能源三大业务齐发展，打造综合智慧能源系统方案 | 18 |
| 5. 盈利预测及投资建议 | 19 |
| 5.1. 盈利预测 | 19 |
| 5.2. 投资建议 | 20 |
| 6. 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 公司发展历程 | 5 |
| 图 2: 公司股权结构（截至 2022 年 3 月 23 日） | 5 |
| 图 3: 营业收入及增速 | 7 |
| 图 4: 归母净利润及增速 | 7 |
| 图 5: 分行业营收占比（%） | 8 |
| 图 6: 公司近年毛利率和净利率 | 8 |
| 图 7: 公司分行业毛利（%） | 8 |
| 图 8: 主要产品毛利占比（%） | 8 |
| 图 9: 公司期间费用率（%）（自 2018 年开始不含研发费用） | 9 |
| 图 10: 公司资产负债率（%） | 9 |

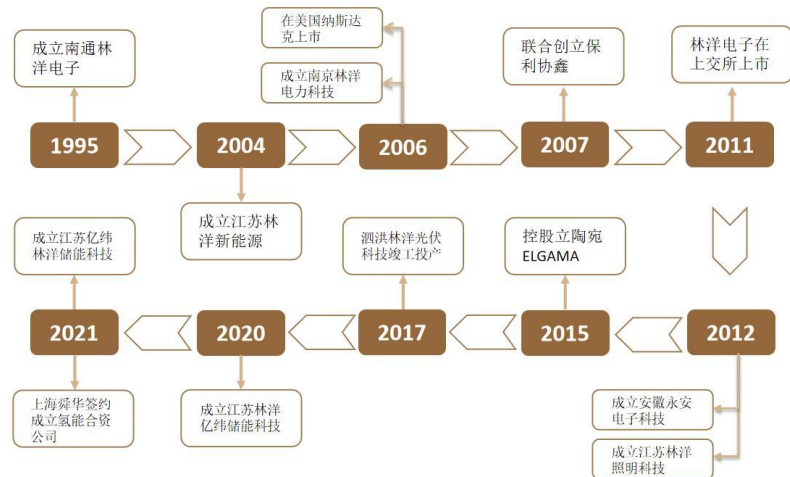
| | |
|---|----|
| 图 11: 公司国内外收入占比 (%) | 9 |
| 图 12: 截至 2021 年底累计装机规模 (%) | 11 |
| 图 13: 2021 年新增储能装机规模 (%) | 11 |
| 图 14: 电化学储能累计装机 | 12 |
| 图 15: 电化学储能新增装机 | 12 |
| 图 16: 保守场景下电化学储能累计投运规模 (MW) | 12 |
| 图 17: 理想场景下电化学储能累计投运规模(MW) | 12 |
| 图 18: 化学储能产业链..... | 13 |
| 图 19: 我国光伏装机容量 (GW) 及增速..... | 15 |
| 图 20: 我国风能太阳能装机量预测 | 15 |
| 图 21: 我国风能太阳能发电量预测 | 15 |
| 图 22: 近年公司在运装机量 (MW) | 16 |
| 图 23: 截至到 2021 年公司电站分布情况..... | 16 |
| 图 22: 近年公司发电量 (亿千瓦时) | 16 |
| 图 23: 2021 年各省电价情况 (元/千瓦时) | 16 |
| 图 26: 2018-2020 年国网智能电表主要供货商排名 (千台) | 17 |
| 图 27: 2019-2020 年南方电网智能电表主要供货商排名 (千台) | 17 |
| 图 28: 2020 年中国企业海外市场份额 (%) | 17 |
| 图 29: 2016-2021 年电能表及终端产品营收..... | 18 |
| 图 30: 2016-2021 年电能表及终端产品毛利..... | 18 |
| 图 31: 智慧能效管理云平台 | 18 |
| | |
| 表 1: 公司部分产品 | 6 |
| 表 2: 中央政府基金预算 (亿元) | 10 |
| 表 3: 公司应收账款 (截至 2021 年底) | 10 |
| 表 4: 各省强制配储政策..... | 11 |
| 表 5: 2021 年公司储能项目..... | 14 |
| 表 6: 2021 年公司光伏项目..... | 16 |
| 表 7: 公司营收预测 | 19 |
| 表 8: 林洋能源可比公司估值..... | 20 |

1. 智能电表起家，“智能、储能、新能源”齐头并进

1.1. 智慧能源领域优质企业

公司前身林洋电子成立于 1995 年，主要经营智能电表业务。2006 年 12 月林洋新能源在美国纳斯达克上市，2011 年 8 月林洋电子股份有限公司在上交所上市，2015 年更名为林洋能源。公司在 2004 年开始涉足光伏领域，2013 年在江苏、安徽、山东、河北、湖南、河南和江西等东部区域，开发了以大量优质工商业屋顶为基础的分布式光伏、地面式集中式电站、以及电站开发建设运营、EPC 等业务。公司在 2015 年通过并购成立了江苏林洋微网科技有限公司开始进入储能业务。截至目前，公司业务涵盖智能、储能、新能源三大领域，产品包含智能电表、用电信息管理系统解决方案，锂离子电池储能系统解决方案，投资、建设、运营光伏电站，光伏 EPC 和运维服务，智慧能效管理云平台及一站式综合能源服务等，已成为智慧能源领域极具竞争力的企业之一。

图 1：公司发展历程

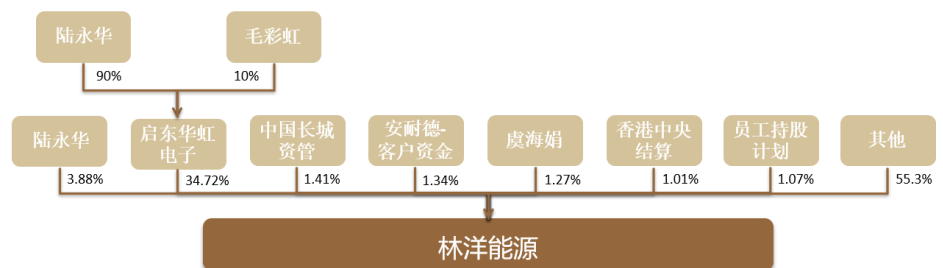


资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 股权结构集中，出台持股计划带动员工积极性

公司股权结构集中，实际控制人为陆永华、毛彩虹夫妇。根据 wind 数据显示，董事长陆永华直接持有公司 3.88% 的股权，通过启东华虹电子间接持有公司 34.72% 的股权；董事长及其妻子直接和间接持有公司股权合计 38.6%。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 23 日）



资料来源：wind，德邦研究所

2022年1月,公司发布2022年员工持股计划,参加总人数不超过103人,发放2195.7万股,约占员工持股计划草案公告时公司总股本的1.07%,回购价格5.50元/股。此次持股计划将深化公司的激励体系,充分调动员工的积极性和创造性,提高员工的凝聚力和公司竞争力,彰显管理层信心。

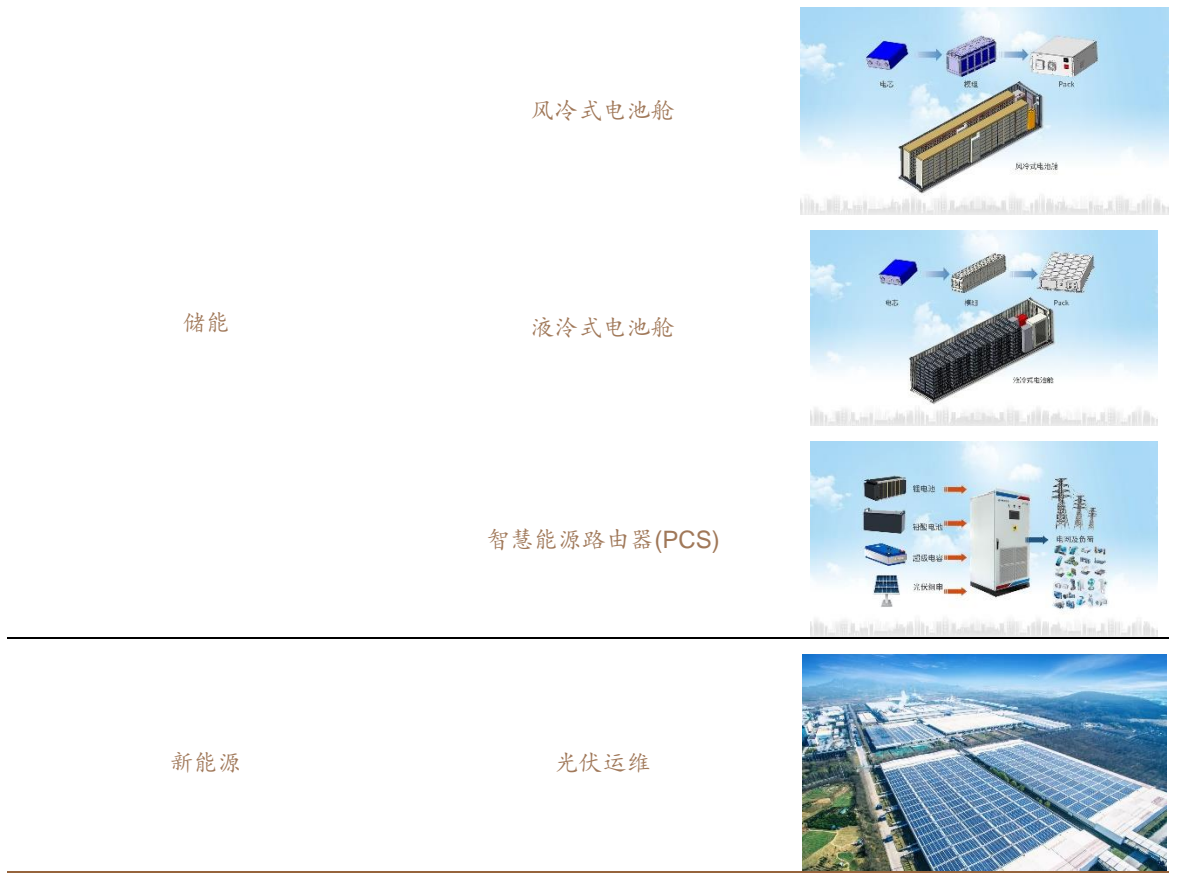
1.3. 产品丰富、客户群体稳定, 涵盖智能、储能、新能源三大领域

公司三大业务领域均有丰富产品,智能领域长期致力于研发、生产、销售各类智能电表、用电管理类产品;储能领域围绕新能源发电配套储能、用户侧储能、用户侧光储系统、调峰调频储能系统等应用场景,以先进的储能系统设计和创新的储能系统集成技术;新能源领域自主研发、制造和销售高效光伏电池、组件及各类光伏应用产品,提供持续可靠的太阳能电力。

公司客户群体稳定,订单数量有保障。在智能电表业务方面,公司在国网、南网、地方电力中标数量及金额均名列前茅。在新能源光伏方面,公司侧重在中东部地区就整县屋顶分布式光伏项目,正在与二十多个县(市、区)的相关单位部门进行开发洽谈和资源调研规划等。

表 1: 公司部分产品

| 类型 | 产品名称 | 图片 |
|------|-------|---|
| | 电能表 |  |
| | 采集终端 |  |
| 智能产品 | 通信模块 |  |
| | 配网自动化 |  |

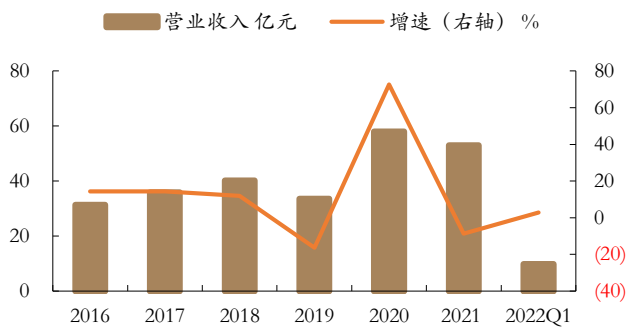


资料来源：公司官网，德邦研究所

1.4. 受疫情影响，业绩短期承压，长期盈利可期

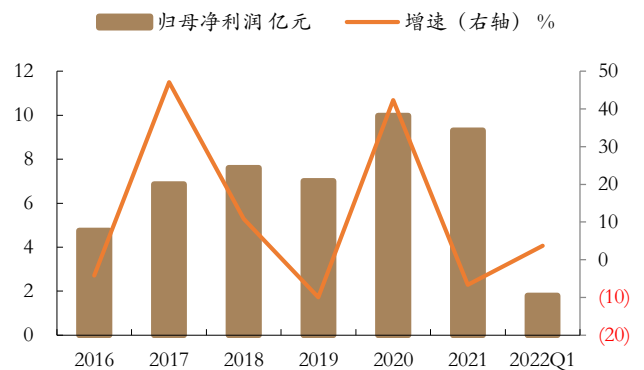
公司近年来业绩稳步增长。根据公司公告，2021 年公司实现营收 52.97 亿元，归母净利润 9.30 亿元。2022 年 Q1 公司实现营收 9.84 亿元，同比上升 2.93%；归母净利润 1.79 亿元，同比上升 3.68%。

图 3：营业收入及增速



资料来源：wind，德邦研究所

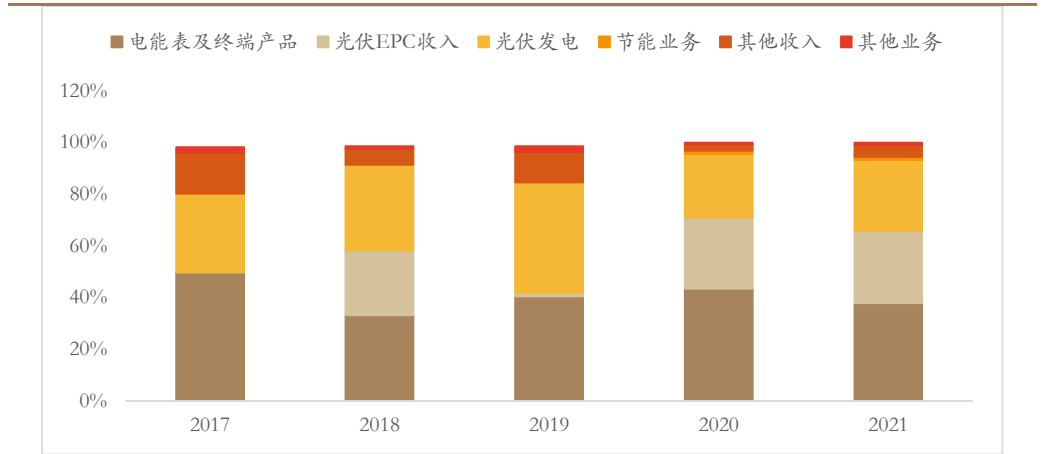
图 4：归母净利润及增速



资料来源：wind，德邦研究所

2021 年光伏发电、智能电表、光伏 EPC 业务营收分别为 14.54、20.10、14.80 亿元，分别占总营收的比例为 27.45%、37.93%、27.93%。从收入结构来看，虽然智能电表占比较 20 年有所下降，但是仍然贡献最多营收。

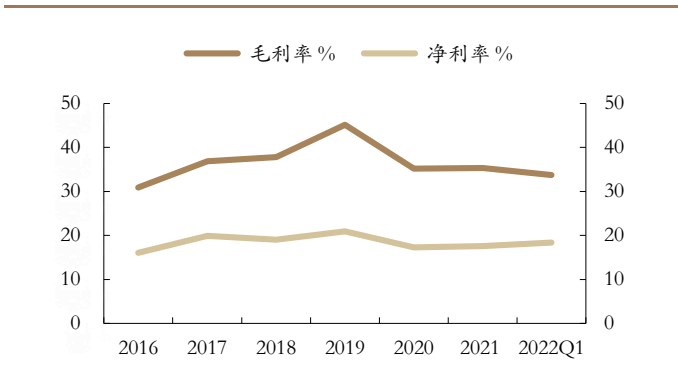
图 5: 分行业营收占比 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

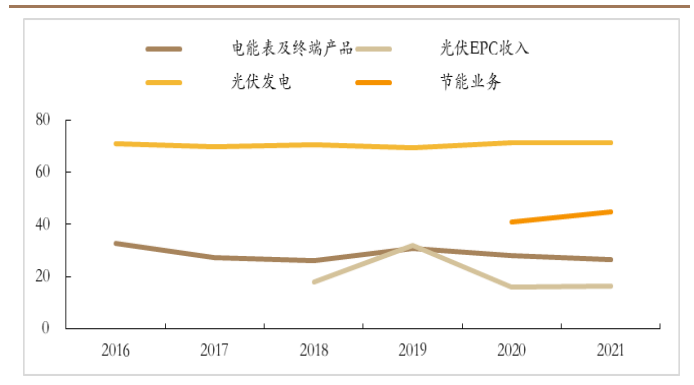
2021 年公司毛利率为 35.35%，基本与上年持平。从分业务毛利率来看，2021 年公司光伏发电、光伏 EPC、智能电表、节能业务业务毛利率分别为 71.13%、16.28%、26.38%、44.68%，光伏发电毛利率显著高于其余业务。整体来看公司主营业务毛利率近年整体保持稳定。

图 6: 公司近年毛利率和净利率



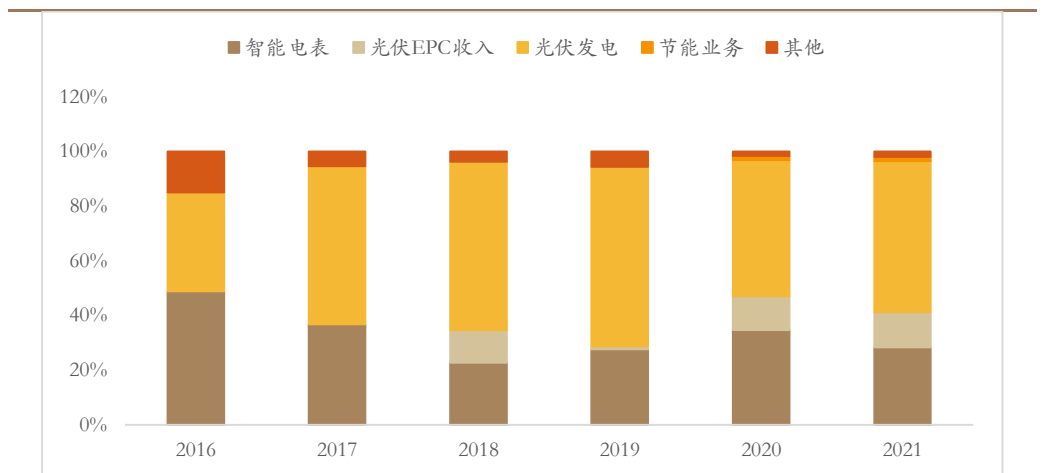
资料来源: wind, 德邦研究所

图 7: 公司分行业毛利 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

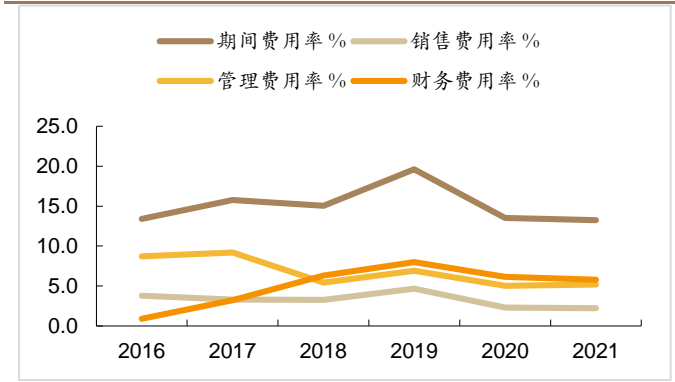
图 8: 主要产品毛利占比 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

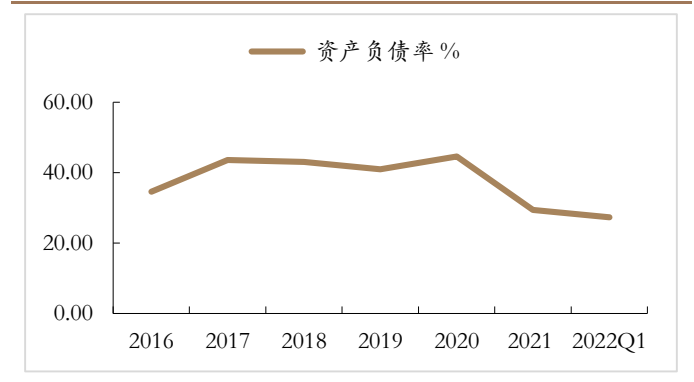
公司 2021 期间费用率达到了 13.2% (自 2018 年开始不含研发费用), 同比下降 0.27pct, 其中财务费用率为 5.79%, 同比下降 0.37 个 pct; 管理费用率上升至 5.21% (自 2018 年开始不含研发费用)。从公司负债结构来看, 2021 公司资产负债率为 29.41%, 保持较低水平。

图 9: 公司期间费用率 (%) (自 2018 年开始不含研发费用)



资料来源: wind, 德邦研究所

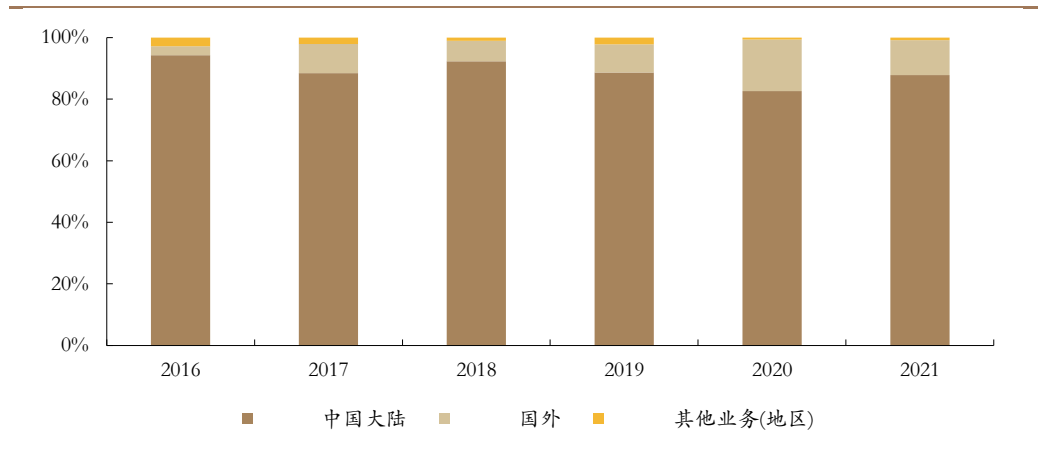
图 10: 公司资产负债率 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

公司 2021 年中国大陆市场收入为 46.49 亿元, 海外市场收入为 6.02 亿元, 受疫情影响, 海外市场同比降低 38.2%。

图 11: 公司国内外收入占比 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

1.5. 历史拖延补贴有望解决, 优化资产结构有效补充流动资金

2022 年政府性基金预算本级支出大幅增加。3 月 24 日财政部公开中央政府性基金预算, 2022 年政府性基金预算本级支出 7183 亿元, 较 2021 年增加 4048 亿元, 相比往年, 今年中央政府性基金本级支出中未披露“可再生能源补贴”科目, 而是与其他项共同列入“其他政府性基金支出”科目, 其他政府性基金支出 4594.47 亿元, 同比 2021 年预算增加超过 3600 亿元。报告中明确提出完善清洁能源支持政策, 大力发展可再生能源, 积极推动解决可再生能源发电补贴资金缺口。国补拖欠问题有望加速解决。

表 2：中央政府基金预算（亿元）

| | 2020 年执行数 | 2021 年预算数 | 2021 年执行数 | 2022 年预算 |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 中央农网还贷资金支出 | 180.57 | 216.65 | 214.59 | 247.5 |
| 铁路建设基金支出 | 513.46 | 536.45 | 536.45 | 594.23 |
| 民航发展基金支出 | 122.59 | 143.13 | 110.28 | 204.09 |
| 旅游发展基金支出 | 0.76 | 0.75 | 0.4 | 0.56 |
| 国家电影事业发展专项资金安排的支出 | 2 | 6.82 | 3.23 | 6.19 |
| 中央水库移民扶持基金支出 | 1.18 | 1.25 | 1.05 | 1.14 |
| 中央特别国债经营基金财务支出 | 632.92 | 632.92 | 632.92 | 632.92 |
| 彩票公益金安排的支出 | 156.65 | 480.45 | 352.55 | 511.96 |
| 国家重大水利工程建设基金安排的支出 | 12.21 | 16.67 | 16.02 | 49.39 |
| 核电站乏燃料处理处置基金支出 | 10.39 | 45.37 | 10.71 | 65.76 |
| 船舶油污损害赔偿基金支出 | 0.35 | 1.92 | 0.17 | 2.35 |
| 废弃电器电子产品处理基金支出 | 24.22 | 30.76 | 30.61 | 32.07 |
| 彩票发行和销售机构业务费安排的支出 | 31.42 | 31.83 | 25.43 | 34.4 |
| 抗疫特别国债财务基金支出 | | 277.35 | 272.35 | 272.35 |
| 可再生能源电价附加收入安排的支出 | 838.65 | 836.03 | | |
| 国有土地使用权出让金收入安排的支出 | 53.28 | 61.68 | | |
| 国有土地收益基金安排的支出 | 0.01 | | | |
| 农业土地开发资金安排的支出 | 0.02 | | | |
| 城市基础设施配套费安排的支出 | 0.41 | 0.91 | 928.43 | 4528.52 |
| 污水处理费安排的支出 | 0.4 | 0.38 | | |
| 抗疫特别国债支出 | 100 | | | |
| 其他政府性基金支出 | 33.13 | 4.54 | | |

资料来源：财政部，德邦研究所

截至 2021 年底，公司被拖欠补贴合计 28.28 亿元。3 月 24 日财政部的中央政府性基金预算增加，有关主管部门正在系统性清查可再生能源补贴欠款，而后将一次性发放历史拖欠补贴。公司绿电补贴有望发放，且补贴发放后，对补贴资金的使用没有限制。

表 3：公司应收账款（截至 2021 年底）

| 应收账款 | 期末账面余额/亿元 | 坏账准备比例/% | 期末账面价值/亿元 |
|------------|-----------|----------|-----------|
| 账龄组合 | 12.65 | 8.96% | 11.52 |
| 光伏发电应收补贴组合 | 28.28 | 0.03% | 28.27 |
| 合计 | 40.93 | / | 39.79 |

资料来源：公司公告，德邦研究所

优化电站资产结构，提高资金使用效率。公司全资子公司安徽林洋于 2022 年 4 月拟将旗下子公司宿州金阳、宿州金耀、萧县华耀、萧县华丰和萧县裕晟 100% 股权转让给武汉绿曦，转让对价为 3.65 亿元，其中涉及光伏装机容量为 154MW。此次交易预计增加税前净利润额约 4085 万元，能有效补充公司流动性现金，为公司未来发展建设储备资金。

2. 储能集成系统国内领先，在手订单充足打开成长空间

2.1. 政策频出助力新型储能，电化学储能大有可为

随着我国碳达峰、碳中和目标的提出，以新能源为中心的非石化能源将逐渐占据主体地位。由于可再生能源发电的波动性、间歇性和不可预测性，其消纳问题以及对电力系统的安全稳定等带来挑战。因此，多省地方政府及电网公司提出新能源配储的发展政策，从鼓励和引导新能源发电配备储能系统，到现在部分省出台文件强制新能源配储，储能行业未来空间巨大。

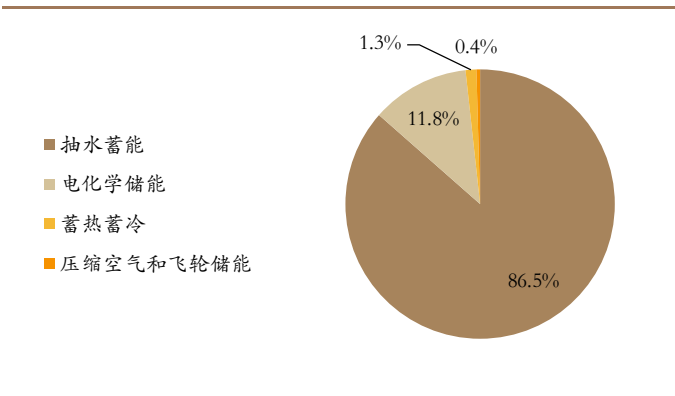
表 4: 各省强制配储政策

| 地区 | 名称 | 配置比例 | 配置小时 |
|-----|------------------------------------|--------|------|
| 内蒙古 | 关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知 | 15% | 2 |
| 新疆 | 关于组织开展阿克苏地区 2021 年光伏发电项目竞争性配置工作的通知 | 10% | |
| 河南 | 关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知 | 10-15% | 2 |
| 湖南 | 关于做好储能项目站址初选工作的通知 | - | 2 |
| 山东 | 关于开展储能示范应用的实施意见(征求意见稿) | 10% | 2 |
| 山西 | 关于做好 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知 | 10% | |
| 甘肃 | 关于加快推进全省新能源存量项目建设工作的通知 | 5-20% | 2 |
| 湖北 | 湖北省能源局关于 2021 年平价新能源项目审查结果的公示 | | - |
| 贵州 | 关于上报 2021 年光伏发电项目计划的通知 | 10% | - |
| 宁夏 | 关于加快促进自治区储能健康有序发展的指导意见(征求意见稿) | 10% | 2 |
| 大同 | 大同市关于支持和推动储能产业高质量发展的实施意见 | 5% | - |
| 青海 | 关于印发支持储能产业发展若干措施(试行)的通知 | 10% | 2 |

资料来源：各地区能源局，各地区发改委，德邦研究所

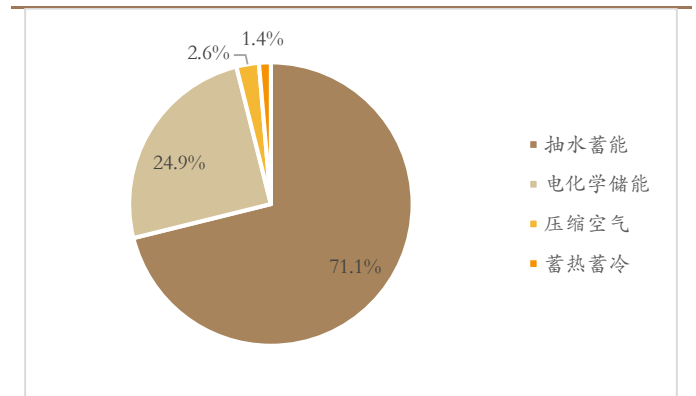
根据 CESA 数据，截至 2021 年底，我国储能项目累计装机规模 43.44GW，同比增长 22%。其中抽水蓄能累计装机规模最大，为 37.57GW，占总装机的 86.5%。电化学储能项目位列总累计装机规模第二，为 5117.1MW，占比 11.8%，在发电侧、电网侧和用电侧均有应用。2021 年，我国新增储能装机规模 7397.9MW，其中抽水蓄能新增装机规模 5262.0 MW，占比 71.1%；电化学储能新增装机规模 1844.6 MW，占比 24.9%；压缩空气储能新增装机规模 190.0 MW，占比 2.6%；蓄冷蓄热新增装机规模 100.0 MW，占比 1.4%。

图 12: 截至 2021 年底累计装机规模 (%)



资料来源：CESA《2022 储能产业应用研究报告》，德邦研究所

图 13: 2021 年新增储能装机规模 (%)

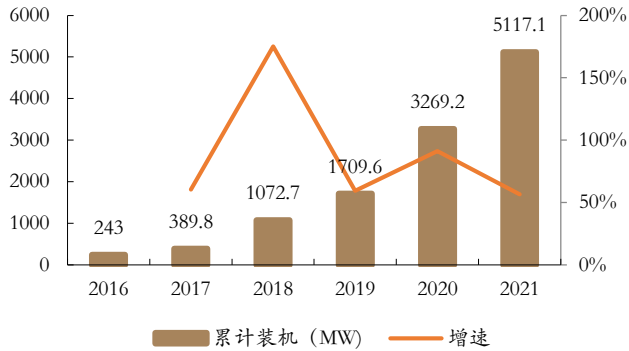


资料来源：CESA《2022 储能产业应用研究报告》，德邦研究所

当前较为成熟的储能形式主要为抽水蓄能和电化学储能。抽水蓄能存在地理条件的制约，并且对生态环境也会造成一定程度的破坏。电化学储能突破了选址的限

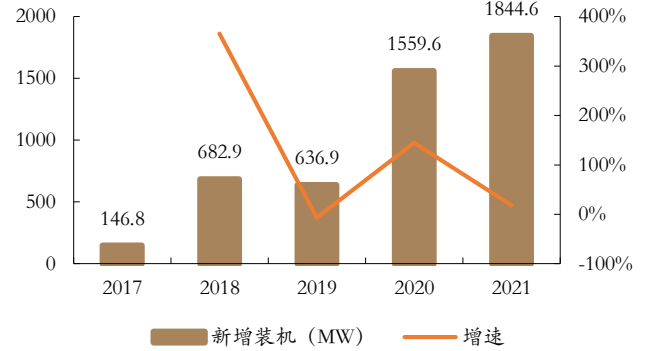
制，并且具备极高的效率，所以电化学储能将成为当前最具潜力的具备大规模发展能力的储能方式。并且受益于新能源汽车产业的发展，锂离子电池成本下降迅速，电化学储能将迎来快速发展阶段。根据 CESA 数据，2021 年，我国电化学储能技术中，锂离子电池储能技术新增装机规模 1830.9 MW，占比高达 99.3%；铅蓄电池储能技术新增装机规模 2.2 MW；液流电池储能技术新增装机规模 10.0 MW；其它电化学储能技术新增装机规模 1.52 MW。

图 14：电化学储能累计装机



资料来源：CESA《2022 储能产业应用研究报告》，德邦研究所

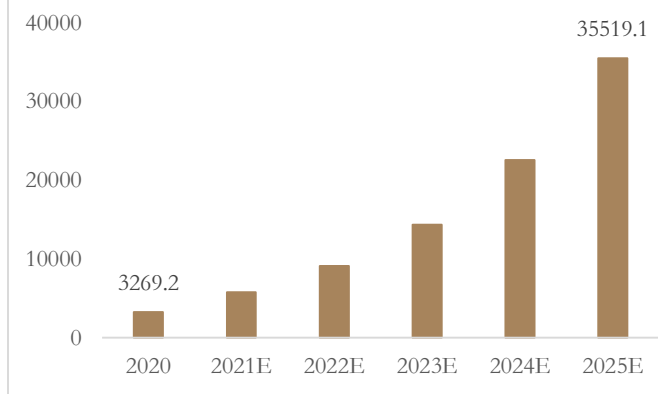
图 15：电化学储能新增装机



资料来源：CESA《2022 储能产业应用研究报告》，德邦研究所

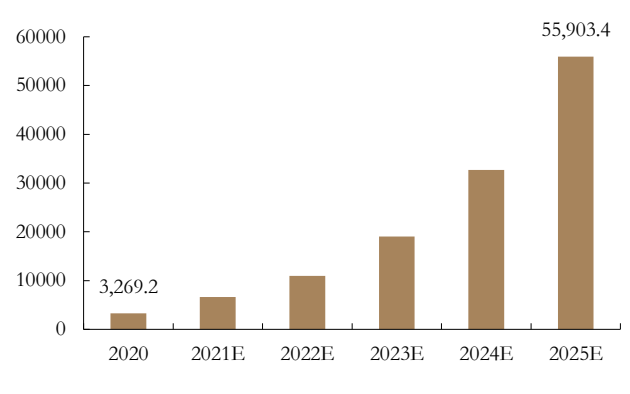
随着风光配储的持续推进，高效灵活的电化学储能方式势必迎来新春。《储能产业研究白皮书（2021 年）》基于保守场景和理想场景分别对电化学储能市场规模进行测算。数据显示，保守估计下，2021 年至 2025 年，电化学储能累计规模复合增长率为 57.4%，2025 年累计装机规模将达到 35.5GW。在理想条件下，2024 到 2025 年将再形成一轮高增长，累计规模分别达到 32.7GW 和 55.9GW。

图 16：保守场景下电化学储能累计投运规模 (MW)



资料来源：储能产业研究白皮书，德邦研究所

图 17：理想场景下电化学储能累计投运规模(MW)



资料来源：储能产业研究白皮书，德邦研究所

2.2. 积极布局电化学储能全产业链，储能新业务蓄势待发

电化学储能的产业链分为由储能电池系统、能量管理系统、储能变流器以及其他软硬件系统的设备提供商为主要环节的上游，以储能系统集成和储能系统安装为主要环节的中游以及以工商业、电网、电站为主要应用场景的下游。

1) 储能系统集成：储能系统集成是一种根据终端需求将电池组、电池管理系统、能量管理系统和储能变流器等多个设备及配套设施进行整合并优化设计用于各

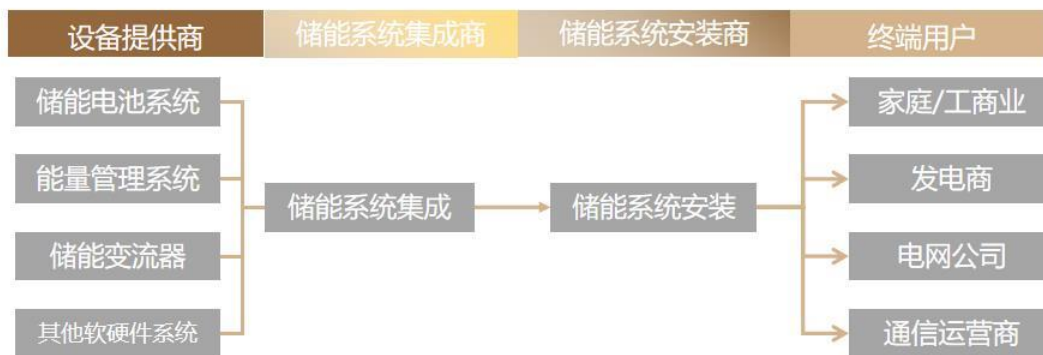
场景的储能系统服务。

2) 储能变流器 (PCS): 可控制蓄电池的充电和放电过程, 进行交直流的变换, 在无电网情况下可以直接为交流负荷供电, 实现电池储能系统直流电池与交流电网之间的双向能量传递等功能。

3) 能量管理系统 (EMS): 作为储能系统决策中枢的“大脑”, 可以实现数据采集及分析、网络监控、能量调度等功能, 将多个主要部件集成为一个完整系统。

4) 电池管理系统 (BMS): 主要负责智能化管理及维护各个电池单元, 监控电池的状态, 防止电池出现过充电和过放电, 同时也能监测温度等关键参数来延长电池的使用寿命。

图 18: 化学储能产业链



资料来源: 派能科技招股说明书, 德邦研究所

公司于 2015 年通过并购成立了江苏林洋微网科技开始进入储能业务, 此后公司储能业务板块围绕新能源发电配套储能、用户侧储能、用户侧光储及微电网、调峰调频储能系统等应用场景, 专注于“BMS+PCS+EMS”的“3S”融合储能系统集成解决方案。公司在行业内率先推广以“集中式共享储能电站”的方式建设新能源配套储能, 通过“储能容量租赁+辅助服务收益”的创新商业模式提升新能源发电侧储能的收益, 目前项目正在江苏、安徽、湖北等省快速有序推进。

公司全面布局储能产业链, 在手储备项目超 3GWh。

1) 上游储能电池端: 21 年 6 月携手亿纬锂能成立合资公司, 公司持股 35%, 投资不超过 30 亿元建设年产 10GWh 储能磷酸铁锂电池项目, 预计 2022 年内建成投产。

2) 中游储能系统集成领域: 公司与亿纬锂能和华为合作, 深化储能系统集成核心竞争力; 其中, 与亿纬锂能在南京成立了持股 85% 合资公司江苏林洋亿纬储能科技, 合资公司目前以系统集成为主, 围绕新能源发电配套储能、用户侧储能、用户侧光储系统、调峰调频储能系统等应用场景, 提供一体化、有针对性的储能产品及系统集成解决方案, 产品包括电池管理系统 (BMS)、储能电池包和电池簇 (Pack 及 Rack)、储能电池仓系统、储能变流器 (PCS)、能源管理系统 (EMS)、温度及消防控制系统等核心技术和产品; 与华为合作, 采用华为智能组串式储能

技术平台，创新研发大规模锂离子储能相关产品和系统解决方案，共同打造基于磷酸铁锂储能专用电池的储能系统解决方案，进一步优化储能电站运营效率和安全性。

3) 下游用户端：公司重点开拓新能源发电+“共享储能”的商业模式，通过建设集中式共享储能电站为新能源电站提供储能资产租赁服务，同时储能电站也可以接受电网调度，通过为电网提供调峰调频等辅助服务获取增值收益。公司也在积极探索将用户侧储能和新能源配套结合的商业模式，通过移峰填谷、辅助服务、需求响应和新能源配套服务等获取收益。

表 5：2021 年公司储能项目

| 时间 | 合作方 | 主要内容 |
|-------------|--------------------|--|
| 2021 年 5 月 | 湖北能源集团、东方日升、湖北亿纬动力 | 光伏+风电+抽蓄+电化学储能总建设规模不少于 3GW，其中包含不少于 200MWh 电化学储能项目。 |
| 2021 年 6 月 | 国网南通综合能源服务公司 | 如东 100MW/200MWh 海上风电配套集中式共享储能电站示范项目 |
| 2021 年 7 月 | 五河县政府 | 1.5GW 光伏发电项目、0.5GW 风力发电项目、400MW/800MWh 集中式共享储能电站 |
| 2021 年 7 月 | 三峡资本、启东市人民政府 | 不少于 2GW 分布式能源及配套储能等项目 |
| 2021 年 9 月 | 潍坊高新区管委会 | 100MW/200MWh 储能共享电站 |
| 2021 年 9 月 | 江苏华能 | 启东 80MW/160MWh 储能共享电站 |
| 2021 年 10 月 | 仙桃市政府 | 200MW 光伏电站配 120MWh 储能 |
| 2021 年 12 月 | 平泉市政府 | 300MW 光伏电站配 45MW/180MWh 储能 |

资料来源：公司公告，德邦研究所

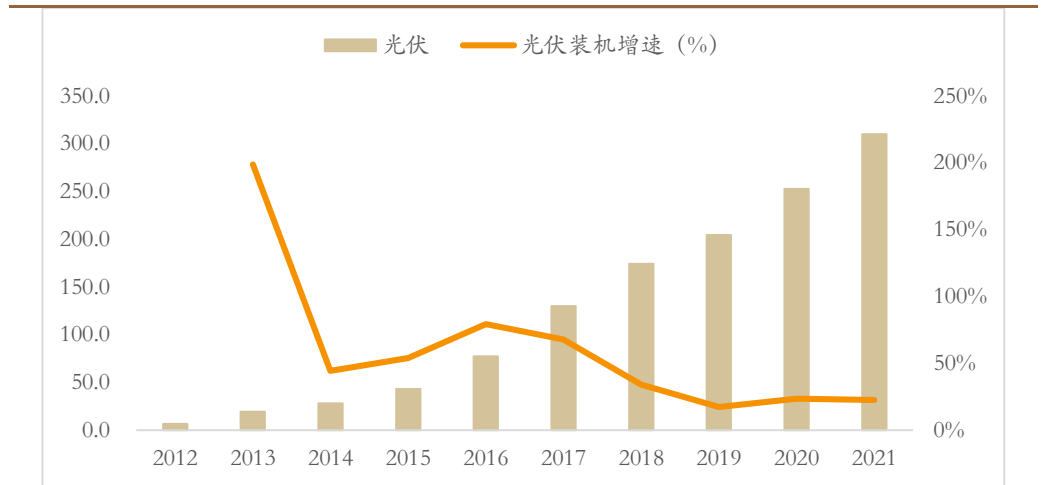
公司不仅仅布局电化学储能，还超前布局氢能行业，专注电解水制氢设备的研发、生产和销售、运营。公司子公司林洋创业投资与上海舜华新能源合作设立电解水制氢设备合资公司，公司持股 40%，目标 5 年内将合资公司打造为行业领先的制氢装备制造企业。上海舜华专注于氢能核心技术和核心装备的自主研发，在氢能相关技术开发和应用有着丰富的经验。合资公司基于双方在氢能和可再生能源领域的协同优势，共同拓展风光制氢的核心装备制造并提供行业领先的新能源发电配套制氢系统解决方案。

3. 光伏项目增量可期，自带高效组件能力

3.1. 碳中和背景下太阳能发电持续受益，进入发展快车道

根据国家能源局数据显示，2021 年全国太阳能发电装机容量约 3.1 亿千瓦，同比增长 20.9%，光伏发电新增 5297 万千瓦。我国实现 2030 年前碳达峰和努力争取 2060 年前碳中和的目标任务艰巨，在今后较长一段时期内，我国风电、光伏都将以更快速度发展，这也为光热行业的发展带来了新的机遇。国家能源局一直积极支持光热发电行业发展，“十四五”期间也将继续支持在资源优质区域，通过与风电、光伏发电基地一体化建设等方式，建设一定规模的光热发电项目，充分发挥光热发电的调节作用和系统支撑能力，保障光热发电产业能够接续发展。

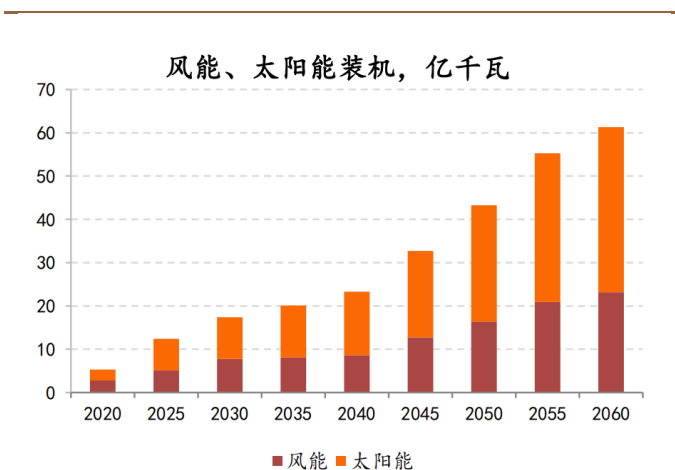
图 19: 我国光伏装机容量 (GW) 及增速



资料来源: 国家统计局, 中电联, CPIA, 德邦研究所

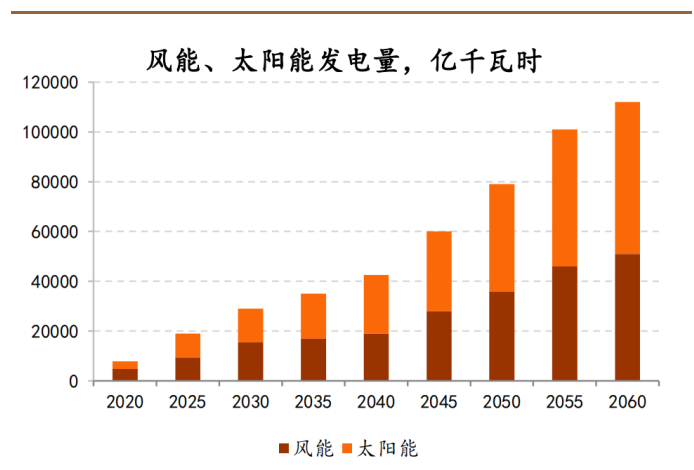
根据中国石油经济技术研究院《2060 年世界与中国能源展望》，预计 2030 和 2060 年仅风能、太阳能发电装机合计将分别达 17.4 和 61.3 亿千瓦左右；预计 2060 年风能、太阳能发电规模合计达 11.2 万亿千瓦时，占发电总量的 60.7%。风、光等可再生能源大规模发展的前景可期，将带动风、光的技术进步、投资优化和规模扩张。

图 20: 我国风能太阳能装机量预测



资料来源: 中国石油经济技术研究院, 德邦研究所

图 21: 我国风能太阳能发电量预测

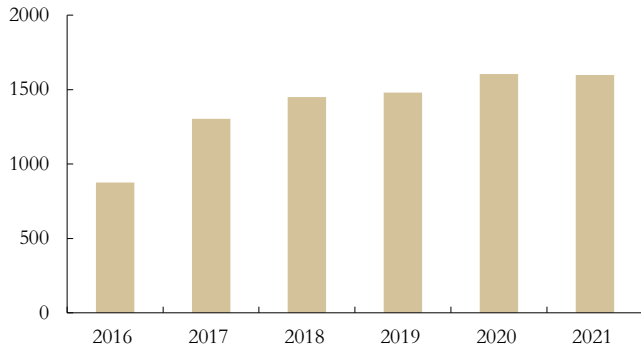


资料来源: 中国石油经济技术研究院, 德邦研究所

3.2. 在手项目充足，光伏电站运营效益凸显

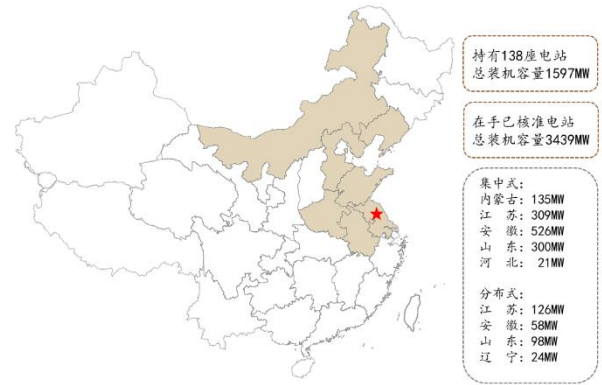
2021 年公司光伏发电收入 14.54 亿，毛利率超过 70%。截至 2021 年年底，公司开发建设并持有的已并网运行各类光伏电站装机容量约 1.6GW，储备光伏项目超 6GW，运维光伏项目超 3.5GW。在双控背景下，光伏绿电深市场前景巨大，且公司电站资产分布主要集中于东部全国用电主消纳区，各项目发电时间、上网电量均有保障。

图 22: 近年公司在运装机量 (MW)



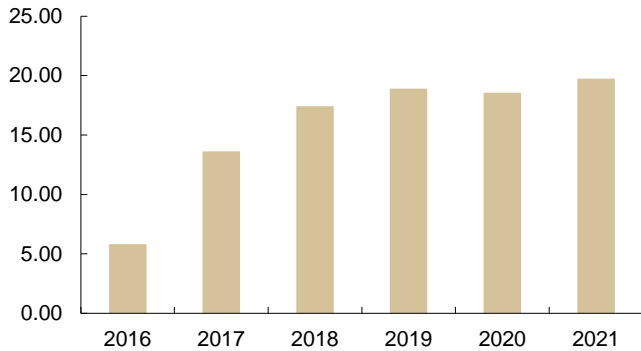
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 23: 截至到 2021 年公司电站分布情况



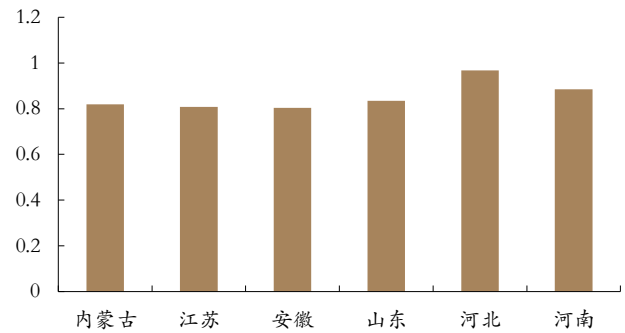
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 24: 近年公司发电量 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 25: 2021 年各省电价情况 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

相较于纯新能源运营商, 公司具有自带高效组件的 EPC 能力, 以“开发+EPC+运维”模式与中广核、华能、申能、三峡、中电建、中能建等央企在国内外全面合作。公司低成本融资, 新能源电站设计、项目管理, 新能源电站智能运维等方面均有优势。未来公司将着重打造风光储一体化基地项目, 以自有新能源项目配套储能为基础聚焦于江苏、山东、安徽、湖北等省的光伏/风电新能源发电配套储能, 为合作伙伴提供新能源及储能系统设备、EPC 工程总包及商业运营支撑服务, 助力电力源网荷储一体化建设和多能互补发展。2021 年公司与多家企业及政府陆续落地多项重磅合作。

表 6: 2021 年公司光伏项目

| 时间 | 合作方 | 主要内容 |
|-------------|------------------|--|
| 2021 年 3 月 | 华能新能源 | 成立华能林洋新能源, 共同开发河北地区优质新能源项目 |
| 2021 年 5 月 | 湖北能源集团、东方日升、亿纬动力 | 共同建设不少于 3GW “光伏+风电+抽蓄+电化学储能”项目 |
| 2021 年 6 月 | 华为数字能源技术 | 在光伏发电、储能与数字能源等领域开展深度合作 |
| 2021 年 7 月 | 五河县人民政府 | 1.5GW 光伏发电项目及 0.5GW 风电发电项目 |
| 2021 年 7 月 | 国电投湖北、安徽分公司 | 合作开发湖北、安徽、河南地区 2GW 左右的项目 |
| 2021 年 8 月 | 三峡资本、中国水利水电、江苏锦汇 | 共同出资设立平台公司用于投资、建设以及运营清洁能源及能源高效利用资产, 在清洁能源及能源高效利用资产领域开展全方位的合作 |
| 2021 年 10 月 | 广西北投能源 | 在广西范围内就光伏电站、储能、氢能及相关新能源产业的合作达成合作意向 |

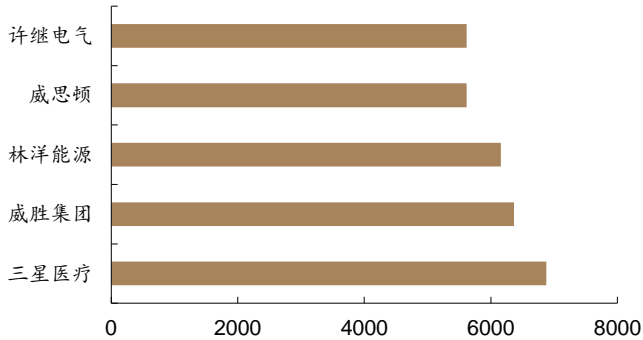
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4. 智能、储能、新能源协同发展，打造综合智慧能源系统方案

4.1. 深耕智能电表，海内外齐发展

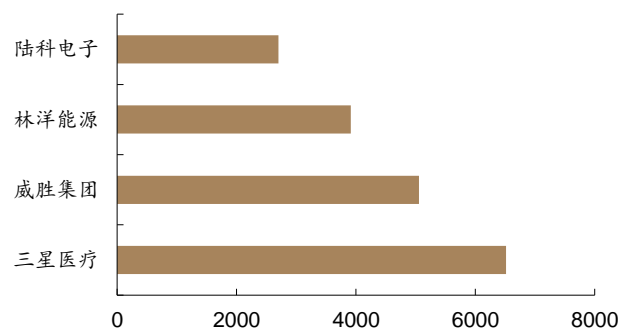
公司智能电表行业极具竞争力，在国网 2021 年电能表（含用电信息采集）招标采购中，合计中标金额约 6.57 亿元；同时，在南网公司 2021 年计量产品框架招标项目中，合计中标 2.73 亿元。历年来公司在国网、南网、地方电力中标数量及金额均名列前茅。

图 26：2018-2020 年国网智能电表主要供货商排名（千台）



资料来源：公司宣讲材料，德邦研究所

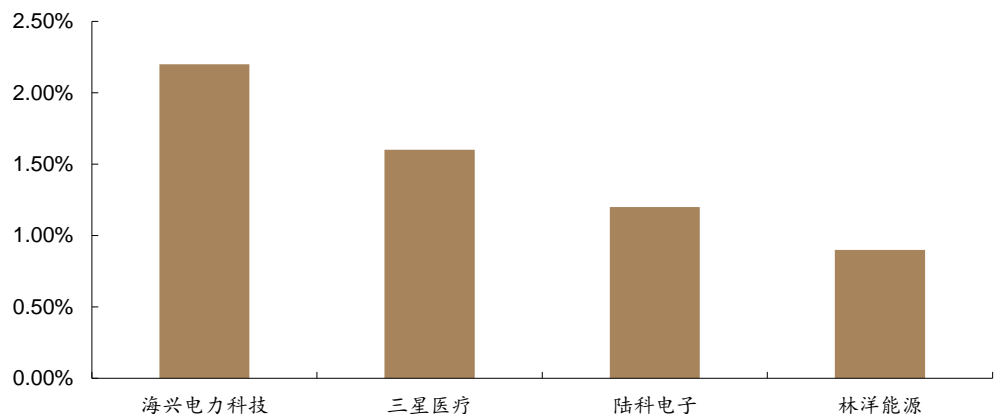
图 27：2019-2020 年南方电网智能电表主要供货商排名（千台）



资料来源：公司宣讲材料，德邦研究所

作为国内最大的电能表出口企业之一，公司积极布局海外市场，在中东、欧洲、亚太等重点市场，通过与中电装备、沙特 ECC、瑞士兰吉尔等知名海内外合作伙伴的全面合作，实现海外业务高速增长。公司先后启动孟加拉、尼日利亚、南非、马来西亚等亚非国家电表项目，开发基于 IEC 和 ANSI 标准并适合当地用户习惯的各种智能电表、通信模块、和主站采集及售电系统等产品，成功实现了与世界主流主站的系统软件对接，使公司产品与世界主流系统厂家实现互联互通。

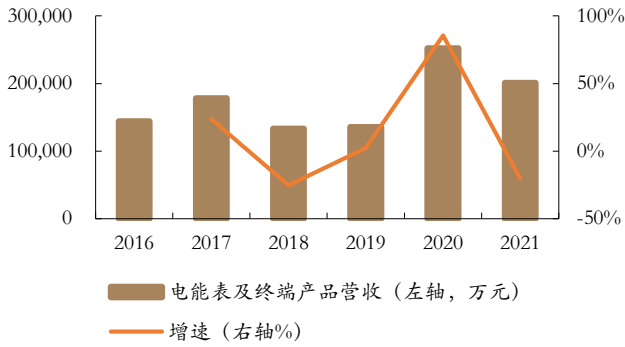
图 28：2020 年中国企业海外市场份额（%）



资料来源：公司宣讲材料，德邦研究所

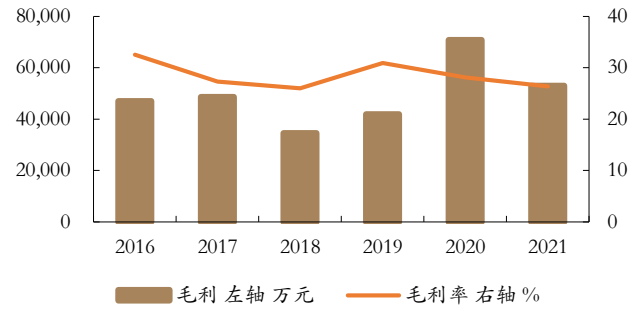
从 2016-2020 年来看，公司智能电表业务营收稳定。公司 2021 年实现智能电表销售收入 20.1 亿元。公司智能电表业务毛利率趋于稳定，基本维持在 28% 左右。

图 29: 2016-2021 年电能表及终端产品营收



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 30: 2016-2021 年电能表及终端产品毛利



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4.2. 智能、储能、新能源三大业务齐发展，打造综合智慧能源系统方案

以“林洋智慧能效管理云平台”为核心，为用户提供一站式综合能源服务解决方案。截至 2021 年 H1，平台已上线约 5300 多家的高能耗工业企业及商业用户，累计年用电量超过 100 亿度，通过在用户能源消费端用能点布署智慧能效采集终端，将工业、商业、建筑楼宇等的电、水、气、热等能源消耗大数据通过互联网采集到智慧能效云服务中心，形成区域性综合智慧能源系统解决方案。

图 31: 智慧能效管理云平台



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

公司力争打造“高可靠、高性价比、高收益”的“3S”融合储能产品和系统集成解决方案，布局储能产业链上下游。截至 2021 年底，林洋储备的各类储能项目已超 3GWh，2022 年公司将紧抓储能市场爆发性增长机遇，将打造创新的储能系统集成优势和“集中式共享储能”运营商业模式，2022 年建设规模化的储能 PACK 工厂一期项目 2GWh，未来 3 年累计建设不低于 5GWh 储能项目。2022 年公司通过积极推动智能电网、新能源、储能三大业务板块业务落地，力争实现营业收入超 80 亿元的目标。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

将公司业务分为电表、光伏、储能和其他，根据公司当前项目储备情况及规划，对公司做出如下核心假设：

1) 智能电表：“十四五”期间，电表替换有望迎来上升期，假设 2022-2024 年智能电表收入增速分别为 15%、12%、12%，毛利率维持在 28%；

2) 光伏：分为光伏 EPC、光伏发电，基于前期充足的项目储备，2022 年公司计划开工 2.5GW 新能源项目。假设 2022-2024 年光伏 EPC 收入增速分别为 100%、20%、20%，光伏发电收入增速分别为 15%、15%、20%，板块合计增速分别为 57.87%、18.19%、20%，毛利率分别为 42%、41.5%、41.3%；

3) 储能系统集成和共享电站：年内，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，储能业务实现巨大突破。假设 2022-2024 年储能集成系统收入增速分别为 1153%、89%、47%，共享电站 2022 年开始逐步产生收入，2023-2024 年收入增速分别为 1920%、97%，储能板块总计业务收入增速分别为 1160.54%、100.5%、49.88%，毛利率假设维持在 44%；

4) 其他业务：假设 2022-2024 年其他收入增速分别为 36.31%、7.58%、8.22%，毛利率假设维持在 28%；

表 7：公司营收预测

| 业务类别 | 项目 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|-----------|--------|----------|---------|--------|
| 电表 | 营业收入 (亿元) | 20.09 | 23.10 | 25.88 | 28.98 |
| | 增速 | | 15.00% | 12.00% | 12.00% |
| | 毛利 | 5.30 | 6.47 | 7.25 | 8.12 |
| | 毛利率 | 26.38% | 28.00% | 28.00% | 28.00% |
| 光伏 | 营业收入 (亿元) | 29.33 | 46.31 | 54.73 | 65.68 |
| | 增速 | | 57.87% | 18.19% | 20.00% |
| | 毛利 | 12.30 | 19.45 | 22.71 | 27.13 |
| | 毛利率 | 41.92% | 42.00% | 41.50% | 41.30% |
| 储能 | 营业收入 (亿元) | 0.64 | 8.03 | 16.10 | 24.13 |
| | 增速 | | 1160.54% | 100.50% | 49.88% |
| | 毛利 | 0.28 | 3.53 | 7.08 | 10.62 |
| | 毛利率 | 44.68% | 44.00% | 44.00% | 44.00% |
| 其他 | 营业收入 (亿元) | 2.91 | 3.96 | 4.26 | 4.61 |
| | 增速 | | 36.31% | 7.58% | 8.22% |
| | 毛利 | 0.84 | 1.11 | 1.19 | 1.29 |
| | 毛利率 | 28.91% | 28% | 28% | 28% |
| 总计 | 营业收入 (万元) | 52.97 | 81.40 | 100.97 | 123.40 |

| | | | | |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 增速 | | 53.69% | 24.04% | 22.22% |
| 毛利 | 18.72 | 30.56 | 38.24 | 47.15 |
| 毛利率 | 35.35% | 37.54% | 37.87% | 38.21% |

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

5.2. 投资建议

公司智能电表、新能源和储能三大板块齐头发展，作为储能领域先行者，在“双碳”目标的背景下，未来成长性高。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 81.4 亿元、100.97 亿元、123.4 亿元，增速分别为 53.7%、24%、22.2%，归母净利润分别为 13.25 亿元、17.17 亿元、21.45 亿元，增速分别为 42.4%、29.6%、24.9%。首次覆盖，给予增持投资评级。

表 8：林洋能源可比公司估值

| 公司代码 | 公司简称 | 股价 (元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|--------|------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 601778.SH | 晶科科技 | 4.89 | 0.13 | 0.28 | 0.32 | 57.65 | 17.71 | 15.25 |
| 601877.SH | 正泰电器 | 35.45 | 1.58 | 2.48 | 2.95 | 18.82 | 14.28 | 12.00 |
| 688063.SH | 派能科技 | 186.8 | 2.04 | 3.96 | 7.42 | 92.67 | 47.14 | 25.19 |
| 688599.SH | 天合光能 | 60.65 | 0.87 | 1.66 | 2.32 | 104.99 | 36.56 | 26.17 |
| 可比公司平均估值 | | | | | | 68.53 | 28.92 | 19.65 |
| 601222.SH | 林洋能源 | 7.59 | 0.51 | 0.64 | 0.83 | 23.78 | 11.80 | 9.11 |

资料来源：wind，德邦研究所（股价为 5 月 18 日收盘价，数据除林洋能源外，其他采用 wind 一致预期）

6. 风险提示

1) 项目推进不及预期：

光伏 epc 和储能项目是公司业绩增长的驱动力之一，若推进不及预期，会对公司业绩带来不利影响。

2) 电价下行的风险

光伏发电和储能项目若受到市场影响，电价下行，将影响公司的业绩和现金流。

3) 政策推进不及预期：

整县推进光伏发电和新能源配储均受政策影响，政策变动可能影响公司对核电及新能源发展的规划及项目投运，进而影响公司业绩。

4) 海外项目经营风险：

公司面临着所在国政治、疫情、汇率以及收款风险等诸多因素，若项目推进不及预期将影响公司的业绩和现金流。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.51 | 0.64 | 0.83 | 1.04 |
| 每股净资产 | 7.01 | 6.99 | 7.04 | 7.11 |
| 每股经营现金流 | 0.51 | 0.59 | 0.78 | 0.66 |
| 每股股利 | 0.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 23.78 | 11.80 | 9.11 | 7.29 |
| P/B | 1.73 | 1.09 | 1.08 | 1.07 |
| P/S | 2.95 | 1.92 | 1.55 | 1.27 |
| EV/EBITDA | 13.99 | 7.05 | 6.00 | 5.28 |
| 股息率% | 1.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 35.4% | 37.7% | 37.9% | 38.1% |
| 净利润率 | 17.6% | 16.3% | 17.0% | 17.4% |
| 净资产收益率 | 6.4% | 9.2% | 11.8% | 14.6% |
| 资产回报率 | 4.5% | 5.2% | 6.1% | 6.7% |
| 投资回报率 | 6.2% | 7.4% | 8.7% | 9.6% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -8.7% | 53.7% | 24.0% | 22.2% |
| EBIT 增长率 | -7.9% | 43.5% | 29.6% | 22.9% |
| 净利润增长率 | -6.7% | 42.4% | 29.6% | 24.9% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 29.4% | 37.7% | 38.0% | 38.3% |
| 流动比率 | 3.1 | 3.2 | 3.8 | 3.9 |
| 速动比率 | 2.8 | 2.9 | 3.4 | 3.5 |
| 现金比率 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.7 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 274.2 | 279.6 | 263.9 | 272.6 |
| 存货周转天数 | 62.8 | 68.3 | 68.3 | 66.5 |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 固定资产周转率 | 0.6 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 930 | 1,325 | 1,717 | 2,145 |
| 少数股东损益 | 2 | 6 | 8 | 9 |
| 非现金支出 | 496 | 569 | 545 | 573 |
| 非经营收益 | 246 | 385 | 470 | 513 |
| 营运资金变动 | -619 | -1,070 | -1,143 | -1,887 |
| 经营活动现金流 | 1,055 | 1,215 | 1,598 | 1,352 |
| 资产 | -390 | -900 | -802 | -780 |
| 投资 | 142 | -1,022 | -1,051 | -1,071 |
| 其他 | 238 | 67 | 105 | 105 |
| 投资活动现金流 | -9 | -1,855 | -1,748 | -1,746 |
| 债权募资 | -434 | 2,275 | 650 | 650 |
| 股权募资 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -452 | -414 | -538 | -604 |
| 融资活动现金流 | -872 | 1,861 | 112 | 46 |
| 现金净流量 | 155 | 1,222 | -38 | -348 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 5,297 | 8,140 | 10,097 | 12,340 |
| 营业成本 | 3,424 | 5,072 | 6,271 | 7,633 |
| 毛利率% | 35.4% | 37.7% | 37.9% | 38.1% |
| 营业税金及附加 | 31 | 55 | 67 | 79 |
| 营业税金率% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.6% |
| 营业费用 | 119 | 389 | 471 | 586 |
| 营业费用率% | 2.2% | 4.8% | 4.7% | 4.8% |
| 管理费用 | 276 | 544 | 668 | 814 |
| 管理费用率% | 5.2% | 6.7% | 6.6% | 6.6% |
| 研发费用 | 139 | 244 | 265 | 339 |
| 研发费用率% | 2.6% | 3.0% | 2.6% | 2.7% |
| EBIT | 1,368 | 1,963 | 2,545 | 3,128 |
| 财务费用 | 307 | 376 | 494 | 563 |
| 财务费用率% | 5.8% | 4.6% | 4.9% | 4.6% |
| 资产减值损失 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 31 | 54 | 75 | 82 |
| 营业利润 | 1,141 | 1,620 | 2,088 | 2,603 |
| 营业外收支 | -25 | -27 | -30 | -28 |
| 利润总额 | 1,115 | 1,593 | 2,058 | 2,575 |
| EBITDA | 1,870 | 2,532 | 3,090 | 3,702 |
| 所得税 | 183 | 262 | 333 | 421 |
| 有效所得税率% | 16.4% | 16.4% | 16.2% | 16.4% |
| 少数股东损益 | 2 | 6 | 8 | 9 |
| 归属母公司所有者净利润 | 930 | 1,325 | 1,717 | 2,145 |

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,861 | 4,083 | 4,045 | 3,696 |
| 应收账款及应收票据 | 4,018 | 6,300 | 7,382 | 9,311 |
| 存货 | 589 | 950 | 1,174 | 1,390 |
| 其它流动资产 | 2,878 | 3,490 | 4,785 | 6,323 |
| 流动资产合计 | 10,347 | 14,823 | 17,385 | 20,721 |
| 长期股权投资 | 269 | 322 | 398 | 497 |
| 固定资产 | 8,398 | 8,522 | 8,630 | 8,709 |
| 在建工程 | 40 | 230 | 380 | 530 |
| 无形资产 | 100 | 92 | 84 | 73 |
| 非流动资产合计 | 10,162 | 10,536 | 10,872 | 11,201 |
| 资产总计 | 20,509 | 25,359 | 28,258 | 31,922 |
| 短期借款 | 825 | 800 | 300 | 200 |
| 应付票据及应付账款 | 1,594 | 2,671 | 3,094 | 3,780 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 946 | 1,114 | 1,214 | 1,389 |
| 流动负债合计 | 3,365 | 4,584 | 4,608 | 5,368 |
| 长期借款 | 2,102 | 2,602 | 2,952 | 3,152 |
| 其它长期负债 | 566 | 2,366 | 3,166 | 3,716 |
| 非流动负债合计 | 2,668 | 4,968 | 6,118 | 6,868 |
| 负债总计 | 6,033 | 9,552 | 10,725 | 12,236 |
| 实收资本 | 2,060 | 2,060 | 2,060 | 2,060 |
| 普通股股东权益 | 14,440 | 14,399 | 14,501 | 14,646 |
| 少数股东权益 | 36 | 1,409 | 3,031 | 5,040 |
| 负债和所有者权益合计 | 20,509 | 25,359 | 28,258 | 31,922 |

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。