

## 2022 年三季报点评：光伏 EPC 业务承压， 储能有望成为新的业绩增长点

2022 年 11 月 25 日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

| 盈利预测与估值     | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 5,297 | 5,236 | 7,333 | 9,912 |
| 同比 (%)      | -9%   | -1%   | 40%   | 35%   |
| 归母净利润 (百万元) | 930   | 835   | 1,112 | 1,348 |
| 同比 (%)      | -7%   | -10%  | 33%   | 21%   |
| 每股收益 (元/股)  | 0.45  | 0.41  | 0.54  | 0.65  |
| P/E (倍)     | 16.76 | 18.68 | 14.02 | 11.57 |

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营收 36.02 亿元，同减 12.65%；实现归母净利润 7.34 亿元，同比减 13.21%。其中 2022Q3，实现营收 12.82 亿元，同减 9.41%，环减 4.13%；实现归母净利润 3.24 亿元，同增 7.62%，环增 40.43%。Q1-3 毛利率为 36.98%，同增 0.65pct，Q3 毛利率 35.84%，同增 0.88pct，环减 4.64pct；Q1-3 归母净利率为 20.37%，同减 0.13pct，Q3 归母净利率 25.30%，同增 4.00pct，环增 8.03pct，业绩基本符合我们的预期。
- **光伏 EPC 业务开工放缓，2023 年有望加速。**2022 年由于硅料价格高居不下，组件价格亦处于高位，影响电站 EPC 业务收益率及开工量，同时 2022 年疫情反复导致相关用地交付延迟，公司 EPC 业务整体受影响较大。预计 2023 年随硅料价格下行，带动组件价格下行，公司光伏 EPC 业务有望迎来量利双升。
- **储能业务加速，布局制氢核心装备。**公司储能业务发展加速，2022 年预计出货 600MWH，目前已累计储备储能项目资源超 4GWh，2023 年预计出货 1GW，同增 65%+，或将成为新的业绩增长点。制造端，与亿纬锂能合作，参股 35%建设 10GWh 磷酸铁锂电池生产基地项目将于 2022 年建成投产，2023 年 Q1 爬坡满产，推动完善储能上下游产业链条布局。同时公司积极响应氢能领域的战略性机遇，设备样机预计将于 2022 年下半年完成。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司 EPC 业务受硅料价格影响暂缓开工，部分电站转让，业绩承压，因此我们下调公司盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 8.4/11.1/13.5 亿元（前值为 12.1/14.8/17.4 亿元），同比-10%/+33%/+21%，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 10.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 7.57       |
| 一年最低/最高价      | 6.14/14.15 |
| 市净率(倍)        | 1.05       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 15,595.48  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 7.22     |
| 资产负债率(% ,LF) | 27.66    |
| 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)：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》

2022-04-29

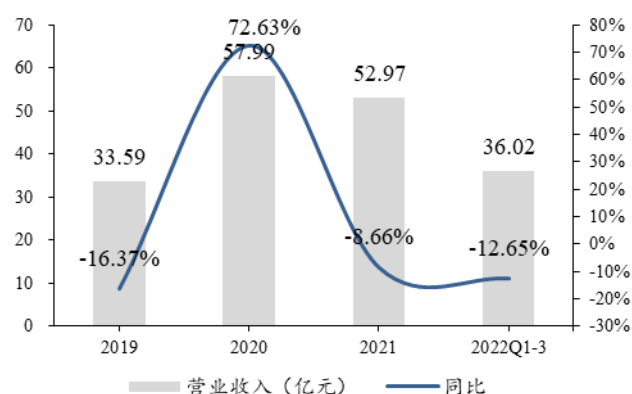
《林洋能源(601222)：项目储备充足，分布式及储能增量可期》

2021-08-31

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、陈璐和郭亚男的指导。

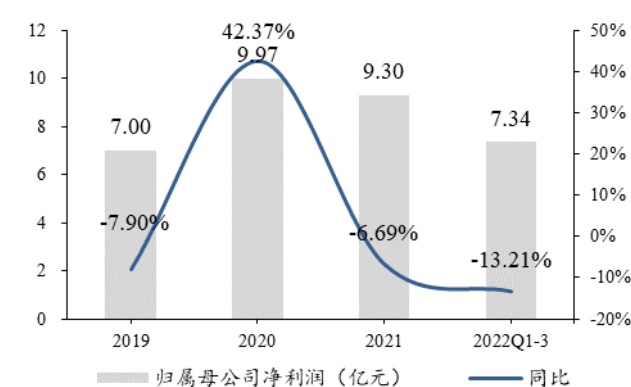
**事件：**公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营收 36.02 亿元，同减 12.65%；实现归母净利润 7.34 亿元，同比减 13.21%。其中 2022Q3，实现营收 12.82 亿元，同减 9.41%，环减 4.13%；实现归母净利润 3.24 亿元，同增 7.62%，环增 40.43%。Q1-3 毛利率为 36.98%，同增 0.65pct，Q3 毛利率 35.84%，同增 0.88pct，环减 4.64pct；Q1-3 归母净利率为 20.37%，同减 0.13pct，Q3 归母净利率 25.30%，同增 4.00pct，环增 8.03pct，业绩基本符合我们的预期。

图1：2022Q1-3 收入 36.02 亿元，同比-12.65%



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图2：2022Q1-3 归母净利润 7.34 亿元，同比-13.21%



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

**光伏 EPC 业务开工放缓，2023 年有望加速。**2022 年由于硅料价格高居不下，组件价格亦处于高位，影响电站 EPC 业务收益率及开工量，同时 2022 年疫情反复导致相关用地交付延迟，公司 EPC 业务整体受影响较大。预计 2023 年随硅料价格下行，带动组件价格下行，公司光伏 EPC 业务有望迎来量利双升。

**储能业务加速，布局制氢核心装备。**公司储能业务发展加速，2022 年预计出货 600MWH，目前已累计储备储能项目资源超 4GWh，2023 年预计出货 1GW，同增 65%+，或将成为新的业绩增长点。制造端，与亿纬锂能合作，参股 35%建设 10GWh 磷酸铁锂电池生产基地项目将于 2022 年建成投产，2023 年 Q1 爬坡满产，推动完善储能上下游产业链条布局。同时公司积极响应氢能源领域的战略性机遇，设备样机预计将于 2022 年下半年完成。

**盈利预测与投资评级：**基于公司 EPC 业务受硅料价格影响暂缓开工，部分电站转让，业绩承压，因此我们下调公司盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 8.4/11.1/13.5 亿元（前值为 12.1/14.8/17.4 亿元），同比-10%/+33%/+21%，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 10.8 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)        |              |              |              |              |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |                  | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>流动资产</b>        | <b>10,347</b> | <b>12,129</b> | <b>13,994</b> | <b>16,962</b> | <b>营业收入</b>      | <b>5,297</b> | <b>5,236</b> | <b>7,333</b> | <b>9,912</b> |
| 现金                 | 4,414         | 6,354         | 6,432         | 6,093         | 减:营业成本           | 3,424        | 3,615        | 5,253        | 7,530        |
| 应收账款               | 4,427         | 4,391         | 5,785         | 8,176         | 营业税金及附加          | 31           | 29           | 40           | 55           |
| 存货                 | 589           | 972           | 1,127         | 1,646         | 销售费用             | 119          | 173          | 202          | 248          |
| 其他流动资产             | 917           | 412           | 650           | 1,047         | 管理费用             | 276          | 335          | 403          | 496          |
| <b>非流动资产</b>       | <b>10,162</b> | <b>10,460</b> | <b>10,184</b> | <b>9,892</b>  | 研发费用             | 139          | 157          | 198          | 238          |
| 长期股权投资             | 269           | 319           | 369           | 419           | 财务费用             | 307          | 76           | 64           | 39           |
| 固定资产               | 8,967         | 9,234         | 8,889         | 8,551         | 资产减值损失           | -6           | -14          | 0            | 0            |
| 在建工程               | 40            | 52            | 61            | 74            | 加:投资净收益          | 31           | 52           | 51           | 119          |
| 无形资产               | 100           | 69            | 39            | 12            | 其他收益             | 68           | 79           | 99           | 134          |
| 其他非流动资产            | 786           | 786           | 826           | 836           | 资产处置收益           | 34           | -3           | -4           | 50           |
| <b>资产总计</b>        | <b>20,509</b> | <b>22,589</b> | <b>24,178</b> | <b>26,854</b> | <b>营业利润</b>      | <b>1,141</b> | <b>993</b>   | <b>1,320</b> | <b>1,609</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>3,365</b>  | <b>3,863</b>  | <b>4,008</b>  | <b>5,102</b>  | 加:营业外净收支         | -25          | -19          | -19          | -21          |
| 短期借款               | 1,393         | 1,541         | 874           | 568           | <b>利润总额</b>      | <b>1,115</b> | <b>974</b>   | <b>1,301</b> | <b>1,588</b> |
| 应付账款               | 1,594         | 1,940         | 2,609         | 3,760         | 减:所得税费用          | 183          | 136          | 185          | 236          |
| 其他流动负债             | 378           | 382           | 525           | 774           | 少数股东损益           | 2            | 3            | 4            | 4            |
| <b>非流动负债</b>       | <b>2,668</b>  | <b>3,268</b>  | <b>3,818</b>  | <b>4,318</b>  | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>930</b>   | <b>835</b>   | <b>1,112</b> | <b>1,348</b> |
| 长期借款               | 2,102         | 2,402         | 2,702         | 3,002         | EBIT             | 1,368        | 927          | 1,237        | 1,346        |
| 其他非流动负债            | 566           | 866           | 1,116         | 1,316         | EBITDA           | 1,870        | 1,491        | 1,810        | 1,930        |
| <b>负债合计</b>        | <b>6,033</b>  | <b>7,131</b>  | <b>7,826</b>  | <b>9,420</b>  | <b>重要财务及估值指标</b> |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 36            | 39            | 43            | 47            |                  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 归属母公司股东权益          | 14,440        | 15,419        | 16,309        | 17,388        | 每股收益(元)          | 0.45         | 0.41         | 0.54         | 0.65         |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>20,509</b> | <b>22,589</b> | <b>24,178</b> | <b>26,854</b> | 每股净资产(元)         | 7.01         | 6.5          | 6.88         | 7.33         |
|                    |               |               |               |               | 发行在外股份(百万股)      | 2,060        | 2,060        | 2,060        | 2,060        |
|                    |               |               |               |               | ROIC(%)          | 6.33         | 4.11         | 5.14         | 5.29         |
|                    |               |               |               |               | ROE(%)           | 6.44         | 5.41         | 6.82         | 7.75         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2021</b>   | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | 毛利率(%)           | 35.35        | 30.96        | 28.36        | 24.03        |
| 经营活动现金流            | 1,055         | 1,988         | 804           | -6            | 销售净利率(%)         | 17.57        | 15.94        | 15.17        | 13.6         |
| 投资活动现金流            | -9            | -1,080        | -269          | -145          | 资产负债率(%)         | 29.41        | 31.57        | 32.37        | 35.08        |
| 筹资活动现金流            | -872          | 782           | -457          | -188          | 收入增长率(%)         | -8.66        | -1.14        | 40.04        | 35.18        |
| 现金净增加额             | 155           | 1,690         | 78            | -339          | 净利润增长率(%)        | -6.69        | -10.29       | 33.26        | 21.19        |
| 折旧和摊销              | 502           | 564           | 574           | 584           | P/E              | 16.76        | 18.68        | 14.02        | 11.57        |
| 资本开支               | -390          | -833          | -230          | -204          | P/B              | 1.08         | 1.16         | 1.1          | 1.03         |
| 其他经营资金             | -619          | -21           | -851          | -1,753        |                  |              |              |              |              |

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

## 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

## 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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

