

## 智能电表稳健发展，储能光伏破浪前行

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 智能电表 2022 年 1-11 月电网中标金额已达 11 亿，业务国内外双轮驱动；2) 光伏运营自持已达 1.6GW，在手已核准资源增至 3.4GW，储备资源超 6GW，22 年 EPC 业务有望受益组件降价而加快储备资源开发，布局 TOPCon 光伏电池生产，计划 2023M7 和 2024M3 各投产 6GW 产能；3) 储能上游方面亿纬林洋年产 10GWh 储能电池项目已如期投产，中游公司专注“3S”融合储能系统集成解决方案，先后中标能建 2.7 亿订单及预中标中电国际 5 亿订单，下游以“集中式共享储能电站”发展建立合作，2022H1 公司纯储备资源超 4GWh。
- **智能电表：稳健发展，内外双修打开空间。** 国网十四五期间投资额将超 2.9 万亿元，打开智能电表市场增长空间，21 年国网招标智能电表金额上，公司占比 3.3%，位居前列。公司电网中标额有所提升，由 20 年 7.2 亿元增至 21 年的 9.3 亿元，22 年 1-11 月总中标额已达 11.0 亿元，21 年业务毛利率为 26%，较为稳定。智能电表境内外双轮驱动，21 年电表境外业务营收 6.0 亿元，占比 30%。
- **光伏运营及 EPC：自持项目储备充足，EPC 建设有望提速，拓展 TOPCon 光伏电池生产。** 17-21 年公司光伏并网装机量由 1.3GW 稳增至 1.6GW，在手已核准装机量由 0.6GW 快增至 3.4GW，储备光伏项目超 6GW；高电价推动发电业务高毛利率保持 70% 左右。EPC 业务由于组件价格高企有所停滞，2020-2021 年 EPC 项目投资由 21 亿元降至 9 亿元，当期投入金额由 12 亿降至 4.2 亿，当期工程收入由 15.3 亿降至 3.5 亿元，受益于组件价格下降，23 年增速有望回升，公司以“开发+EPC+运维”模式与央国企合作，21 年业务毛利率达 16%，处于同行较高水平。公司拓展 TOPCon 光伏电池生产，计划 2023M7 和 2024M3 各投产 6GW 产能。
- **储能：项目如期投产，订单充足助力成长。** 储能业务上下游产业布局，上游合资的亿纬林洋（持股 35%）主营磷酸铁锂储能电芯生产，年产能 10GWh，21 年 11 月第一条产线正式投产；中游合资的林洋亿纬储能（持股 85%），专注“BMS+PCS+EMS”的 3S 融合储能系统集成解决方案，2022 年已中标（包含预中标）7.7 亿元；下游方面公司以“集中式共享储能电站”模式与多加能源公司、政府等形成合作关系，2022H1 末公司储能储备资源超 4GWh。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 22-24 年归母净利润 CAGR 达 20.0%，我们给予公司 23 年 22 倍 PE，目标价 13.86 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 组件价格不及预期；光伏建设不及预期；储能及海外订单不及预期，TOPCon 光伏电池项目进展不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	5296.57	5113.34	11359.34	20922.89
增长率	-8.66%	-3.46%	122.15%	84.19%
归属母公司净利润(亿元)	930.47	860.68	1288.09	1606.18
增长率	-6.69%	-7.50%	49.66%	24.69%
每股收益EPS(元)	0.45	0.42	0.63	0.78
净资产收益率 ROE	6.44%	5.69%	7.94%	9.15%
PE	21.6	23.4	15.6	12.5
PB	1.39	1.32	1.23	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠  
执业证号: S1250522100001  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn  
联系人: 刘洋  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	20.60
流通 A 股(亿股)	20.60
52 周内股价区间(元)	6.21-13.66
总市值(亿元)	201.07
总资产(亿元)	205.51
每股净资产(元)	6.97

### 相关研究

## 目录

<b>1 专注电力能源发展，三能并进业绩稳健</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕电力能源领域，员工持股激发动力 .....	1
1.2 业务三轮驱动，业绩稳健发展.....	2
1.3 盈利水平稳中有增，负债状况显著优化.....	4
<b>2 智能电表：订单充沛稳健发展，海外拓展打开空间</b> .....	<b>6</b>
2.1 产品丰富订单充沛，电表业务稳健发展 .....	6
2.2 积极拓展全球版图，海外业绩平稳提升 .....	9
<b>3 光伏业务：自持项目储备充足，EPC 建设有望加速</b> .....	<b>10</b>
3.1 储备项目保障未来，自持运营效率凸显 .....	10
3.2 国企合作优势互补，EPC 业务有望加速.....	12
3.3 投资 TOPCon 光伏电池生产基地，拓展产业链布局 .....	14
<b>4 储能业务：储能项目如期投产，订单充足助力成长</b> .....	<b>15</b>
4.1 电化学储能空间广阔，政策催化加速发展.....	15
4.2 储能储备订单充沛，电池项目如期投产 .....	16
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>20</b>
5.1 盈利预测.....	20
5.2 相对估值.....	21
<b>6 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图目录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司发展历程.....	1
图 3: 2021 年公司电表/光伏发电/光伏 EPC 营收占比合计 94%.....	3
图 4: 2021 年公司光伏发电毛利占比达 56%.....	3
图 5: 公司三大产品 (智能产品/储能产品/新能源产品) .....	3
图 6: 智慧能效管理云平台 .....	4
图 7: 平台功能.....	4
图 8: 2022Q1-Q3 公司营收达 36 亿(-13%).....	4
图 9: 2022Q1-Q3 公司归母净利润达 7.3 亿元(-13%).....	4
图 10: 2022Q1-Q3 公司净利率率提升至 21%.....	5
图 11: 2017-2021 年公司分业务毛利率.....	5
图 12: 2022Q1-Q3 公司期间费用率降至 12.8%.....	5
图 13: 2022Q3 公司资产负债率降至 27.7%.....	5
图 14: 2022Q1-Q3 公司经营活动现金流净额达到 4.7 亿元.....	6
图 15: 2022Q3 末公司货币资金达 31.2 亿元.....	6
图 16: 2022Q3 末公司应收款达 42.2 亿元.....	6
图 17: “十四五”期间电网投资额将超 2.9 万亿元.....	7
图 18: 2021 年单相智能电表招标量 5775 万台 (占比 87%) .....	7
图 19: 2021 林洋能源在国网智能电表招标额中占比 3.3%.....	7
图 20: 公司 6 大智能产品丰富 (电能表、采集终端等) .....	8
图 21: 公司 6 大解决方案.....	8
图 22: 2017-2021 年生产量/销售量维持在 800-1100 万台.....	8
图 23: 2022 年 1-11 月公司总中标金额已达 11.0 亿元.....	8
图 24: 2022-23 智能配用电业务营收有望回升 .....	9
图 25: 2017-2021 年公司智能配用电业务毛利率稳定.....	9
图 26: 公司业务布局全球 30 余个国家和地区.....	9
图 27: 2021 年智能电表境外营收 6 亿元 (占比 30%) .....	10
图 28: 2017-2021 年电表业务呈波动上升.....	10
图 29: 2017-2020 年公司海外销售额提升明显 .....	10
图 30: 2017-2021 年公司电表业务境内与境外毛利率.....	10
图 31: 2021 年并网电站装机量达 1.6GW .....	11
图 32: 2021 年在手已核准电站装机量增至 3.4GW (+75%) .....	11
图 33: 2021 年公司上网电量达 19.2 亿度 (+8%) .....	11
图 34: 2021 年公司光伏运营营收达 14.5 亿元 (+2%) .....	11
图 35: 公司光伏电站主要分布在安徽/江苏/山东等地.....	12
图 36: 公司打造一站式运维服务 .....	12
图 37: 安徽/江苏/山东等省份电站电价约 0.8 元/千瓦时.....	12
图 38: 2017-2021 年公司光伏发电业务毛利率保持在 70%左右 .....	12
图 39: 预计 2025 年全国新增光伏装机将达到 110GW.....	13

图 40: 通威电池片报价近期止涨 .....	13
图 41: 2021 年公司 EPC 项目投资规模降至 9 亿元 (200MW) .....	13
图 42: 2021 年公司 EPC 业务当期工程收入回落至 3.5 亿元 .....	13
图 43: 公司与央企优势互补强强联合 .....	14
图 44: 2021 年公司 EPC 业务营收达 14.8 亿元 (-8%) .....	14
图 45: 公司 EPC 业务优势 .....	14
图 46: 2018-2021 年公司 EPC 业务毛利率均高于同行 .....	14
图 47: 公司光伏组件产量 .....	15
图 48: 公司 N 型 TOPCon 光伏电池投产计划 .....	15
图 49: 预计 2025/2030 年国内电化学储能装机达 40/110GW .....	16
图 50: 2021 年新增储能中电化学装机 1.8GW (占比 25%) .....	16
图 51: 各省配储要求 .....	16
图 52: 公司专注“3S”融合储能系统 .....	17
图 53: 亿纬林洋 10GWh 储能电池项目竣工投产 (上游) .....	17
图 54: 公司与华为数字能源签署合作协议 (中游) .....	17
图 55: 公司锂电池产品具有 6 大优势 .....	18
图 56: 公司“集中式共享储能电站”商业模式 .....	18
图 57: 公司储能应用案例 .....	18
图 58: 2022H1 末公司储能储备资源超 4GWh .....	18
图 59: 氢能上中下游产业链 .....	19
图 60: 21 年我国氢能产量达 3342 万吨 .....	19
图 61: 预计 2060 年我国氢能需求量超过 1.3 亿吨 .....	19

## 表 目 录

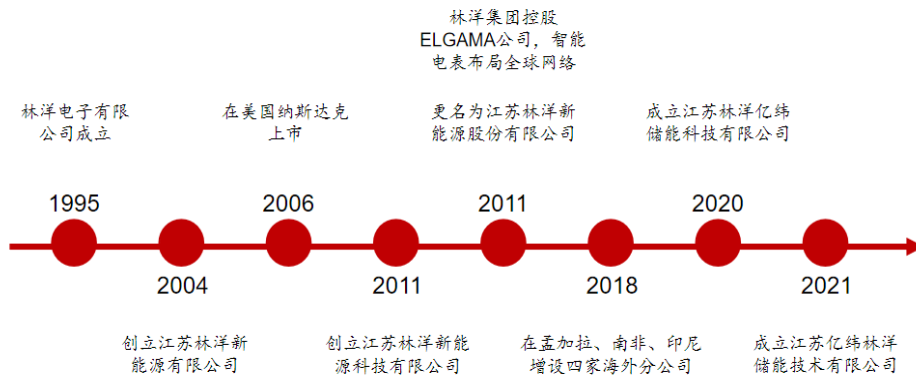
表 1: 公司管理层 .....	2
表 2: 分业务收入及毛利率 .....	20
表 3: 可比公司估值 .....	21
附表: 财务预测与估值 .....	22

# 1 专注电力能源发展，三能并进业绩稳健

## 1.1 深耕电力能源领域，员工持股激发动力

深耕智慧能源 20 余年，公司布局全球引领行业发展。江苏林洋能源股份有限公司成立于 1995 年，前身为成立于 1995 年的林洋电子有限公司，于 2011 年 8 月在上交所主板上市，2015 年更名为林洋能源。公司业务涵盖智能/储能/新能源三大领域，2021 年底公司自持不同类型光伏电站超 1.4GW，平台管理的用户年用电量达 100 亿 kWh，营销网络覆盖全国，遍布世界五大洲，运行在全球各地电网系统的林洋品牌电表及电力终端超过 1.5 亿台，在中国启东/上海/南京/孟加拉/新加坡等国家和地区设有研发中心，在南非/迪拜/澳大利亚等海外国家设有分公司或办事处，公司已成为智慧能源领域极具竞争力的企业之一。

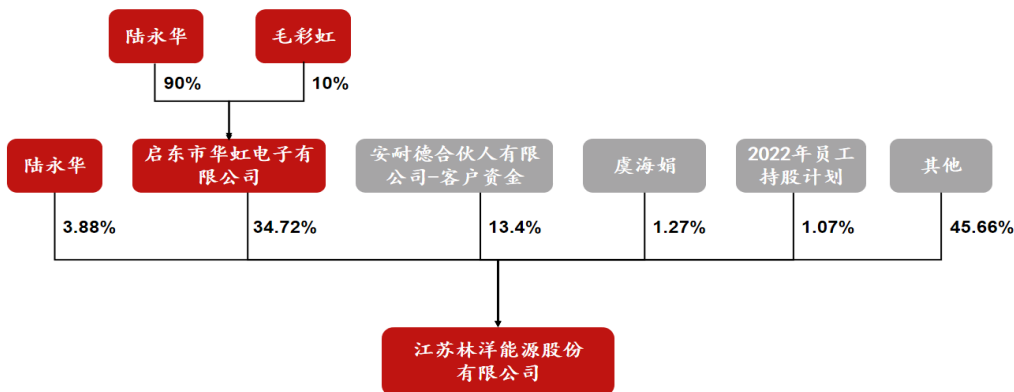
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

控股结构稳定多元，员工持股计划激发内生动力。陆永华夫妻合计持有 38.6% 公司股份，为实际控制人。作为江苏省电力电子应用工程技术研究中心和江苏省能源互联网工程研究中心，公司下设有林洋亿纬储能、林洋电力科技、林洋光伏运维等分公司。公司于 2022 年 1 月通过“员工持股计划”将公司总股本的 1.07% 发放给 103 名员工，共计 2196 万股，有望进一步提升员工主动性和积极性，增强公司发展竞争力。

图 2：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理团队企业管理经验丰富，专业跨度多元。公司的管理团队成员于公司管理方面拥有广泛的经验，并拥有多元化的专业知识结构，若干核心管理层成员，包括执行董事长兼总经理陆永新先生均为林洋能源成员已逾二十年，其他经验丰富的高级管理层成员亦有助于指引公司实现可持续未来增长。

表 1：公司管理层

姓名	职位	主要经历
陆永华	董事长,总经理, 法定代表人	曾任启东长通电脑集团公司总经理, 启东计算机厂副厂长兼南通林洋电子有限公司副总经理, 华虹电子、上海会逸执行董事等职务, 拥有丰富的电力行业等方面的经验。
陆丹青	副董事长	2013 年至今在 Can-wall Intel-tech Development Corporation (加华发展有限公司) 担任总监职务, 拥有丰富企业管理经验。
陆永新	董事	曾任海军无线电研究所助理工程师, 江苏省南通市军分区后勤部助理员、人民武装部副部长, 林洋能源副总经理, 林洋房产总经理, 现兼任安徽华乐房地产有限公司执行董事兼总经理。
虞海娟	董事、副总经理、 财务负责人	曾任启东市长通电脑联合公司现金会计、总账会计、财务总监, 1997 年起就职于江苏林洋能源股份有限公司, 历任财务部主管、财务部长、董事会秘书、财务总监。
崔吉子	董事	2013 年至今任职于华东政法大学, 现任华东政法大学法律学院教授、博士生导师、韩国法研究中心主任, 韩国韩中法学会副会长、《中国法研究》主编等。
甘丽凝	董事	2008 年 4 月至今任职于上海大学悉尼工商学院, 现任上海大学悉尼工商学院财会系副教授、硕士生导师、财会系主任、党支部书记。
苏凯	董事	曾任国家发展改革委环资司干部, 北京赛诺水务科技有限公司副总裁兼首席战略官, 国能山水(深圳)生态科技有限公司董事长。现兼任北京易柯生态科技有限责任公司董事长, 长期从事新能源业务行业, 对节能减排、环境保护等领域深有研究。
周辉	副总经理,财务负责人	曾任上海太阳能科技有限公司部门经理、上海神州新能源发展有限公司副总经理, 2014 年 2 月至今就职, 现任公司副总经理。

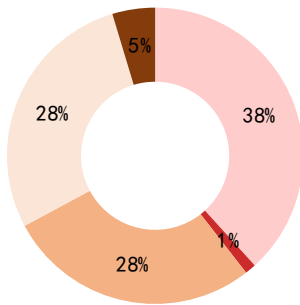
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 业务三轮驱动，业绩稳健发展

立足智能产品发展，大力拓展储能业务。公司依托自身多年在电力能源领域的业务布局和经验积累，聚焦于能源物联网感知及通信技术、高性能锂离子电池储能系统，加大 GW 级能源基地项目储备。公司主营产品包括智能产品（智能电表、采集终端、用电信息系统）、光伏产品及储能产品，是领先的智能配用电产品及系统解决方案提供商。

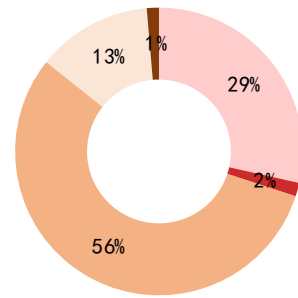
电表和光伏业务为营收核心，光伏发电业务毛利占比过半。从营收结构来看，2021 年智能电表/光伏发电/光伏 EPC 业务营收占比分别为 38%/28%/28%，三者合计 94%，为营收核心。从毛利润结构来看，2021 年智能电表/光伏发电/光伏 EPC 业务毛利占比分别为 29%/56%/13%，其中，光伏发电毛利率显著高于其余业务，毛利占比过半。

图 3：2021 年公司电表/光伏发电/光伏 EPC 营收占比合计 94% 图 4：2021 年公司光伏发电毛利占比达 56%



■ 电表业务 ■ 储能业务 ■ 光伏发电业务 ■ 光伏 EPC 业务 ■ 其他产品

数据来源：公司公告，西南证券整理



■ 电表业务 ■ 储能业务 ■ 光伏发电业务 ■ 光伏 EPC 业务 ■ 其他

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司三大产品（智能产品/储能产品/新能源产品）



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司以“林洋智慧能效管理云平台”为核心，提供定制一站式能源服务解决方案。公司采用包括 LED 节能照明、分布式光伏发电、共享储能、用户侧储能、清洁高效电供暖、建筑节能等技术，为客户提供合同能源管理、能源托管及 EPC 工程等多种合作模式。截至 2021 年底，平台已接入企业 5200 多家、接入采集点数量超过 47000 个、平台运营商 64 家，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，从而为客户提供全面的能效分析和预警，并基于能源消费大数据的深度发掘、分析和利用，为用户提供线上线下一站式综合能源服务，推动安全、经济、高效和绿色用能。

图 6：智慧能效管理云平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

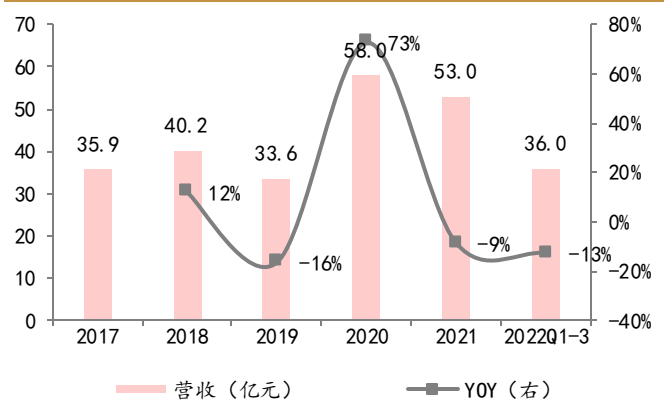
图 7：平台功能



数据来源：公司官网，西南证券整理

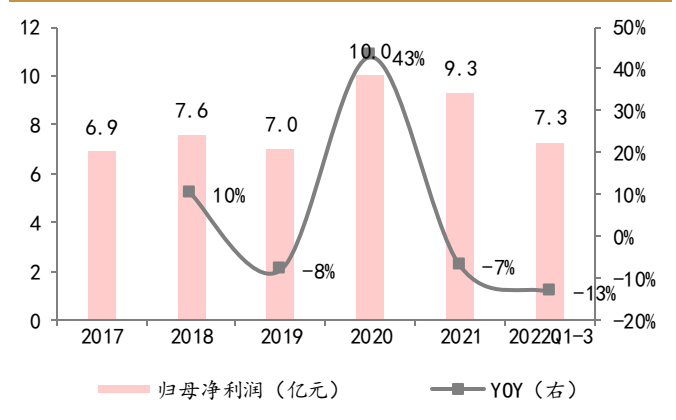
公司经营稳健，营收及归母净利润短期承压。2017-2021 年公司营收由 35.9 亿元增至 53.0 亿元，5 年 CAGR 为 10.2%，历史经营业绩稳健；22Q1-Q3 公司营收 36.0 亿元，同比下降 13%，主要受限于海外电表收入下降及光伏 EPC 收入下降。2017-2021 年公司归母净利润从 6.9 亿元增至 9.3 亿元，5 年 CAGR 为 7.8%；22Q1-Q3 公司实现归母净利润 7.3 亿元，同比下降 13%，后两年利润下滑主要是由于 2020 年公司沙特电表业务集中爆发，与沙特 ECC 签订约 4.48 亿元人民币销售合同，使得当年利润基数较大。2023 年预计随着电表业务提升以及光伏 EPC 回暖，业绩将有所回升。

图 8：2022Q1-Q3 公司营收达 36 亿(-13%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

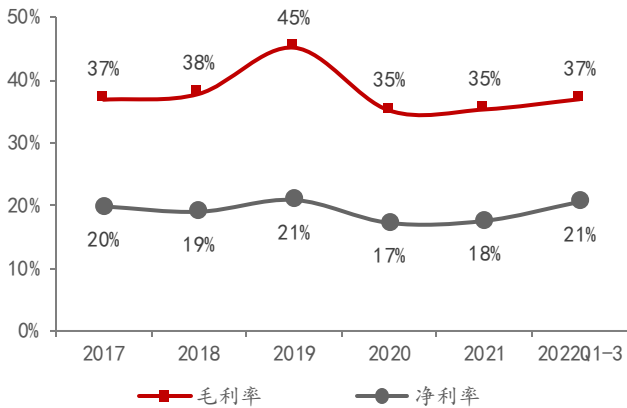
图 9：2022Q1-Q3 公司归母净利润达 7.3 亿元(-13%)



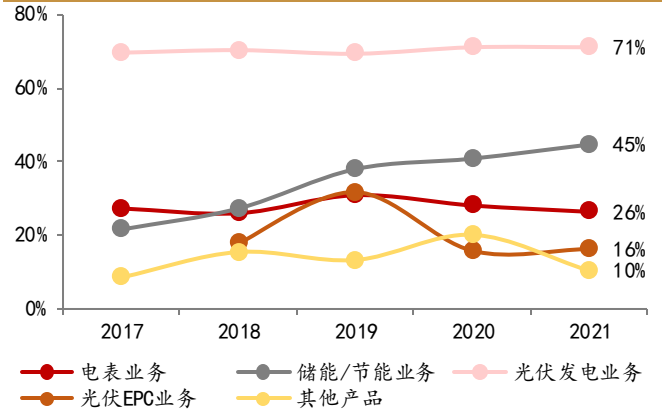
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 盈利水平稳中有增，负债状况显著优化

综合净利率稳中有升，光伏发电业务毛利率显著领先。近五年公司盈利能力有所波动，2020 年以后则稳中有升，毛利率由 2020 年的 35% 增至 2022Q1-3 的 37%，净利率则由 17% 增至 21%。分业务看 2017-2021 年储能业务毛利率上升迅速，由 22% 迅速增至 45%，提升 23pp；光伏发电业务毛利率稳定保持在 70% 左右，显著高于其他业务；光伏 EPC 业务毛利率相对稳定，2021 年达 16%；电表业务毛利率则稳定在 28% 左右。

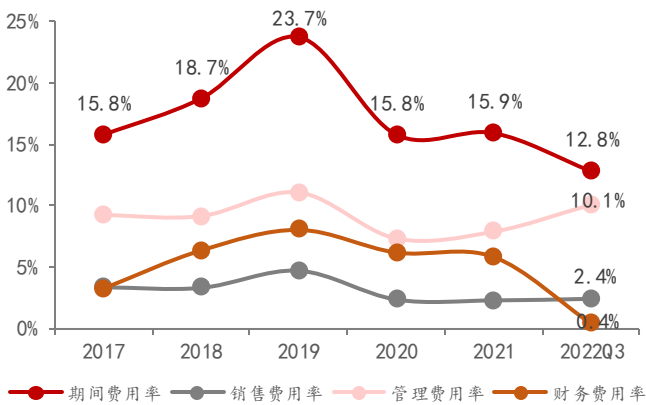
**图 10: 2022Q1-Q3 公司净利率率提升至 21%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

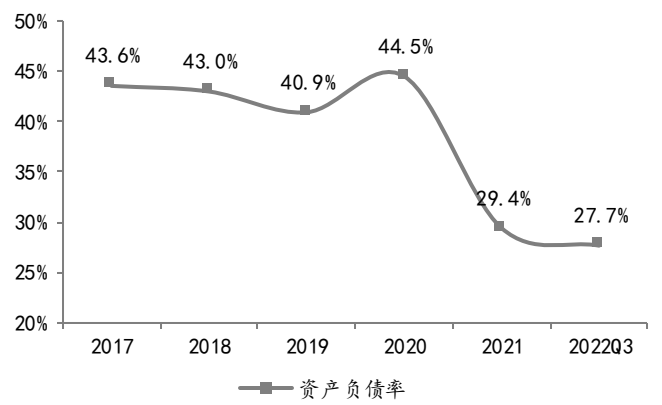
**图 11: 2017-2021 年公司分业务毛利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

期间费用率总体呈下降趋势, 负债水平大幅改善。2017 年到 2022 年 Q1-Q3 公司管理费用率上升 0.9pp, 但财务费用率和销售费用率分别下降 2.8pp/0.8pp, 推动期间费用率总体下降 3.0pp, 其中财务费用率降低系公司转债完成赎回使得公司负债减少。2017-2022Q1-Q3 公司资产负债比率由 43.6% 大幅下降至 27.7%, 下降 15.9pp, 公司资产负债率保持在较低, 表现出良好的偿债能力和抗风险能力。基于稳健财务状况, 公司与多家银行形成紧密合作关系, 融资渠道也较为畅通, 综合授信额度充足。

**图 12: 2022Q1-Q3 公司期间费用率降至 12.8%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

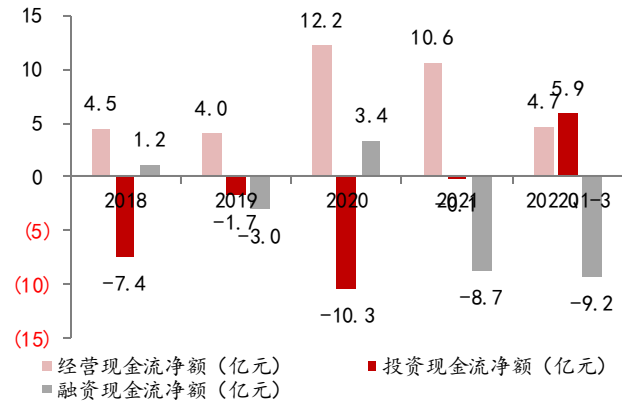
**图 13: 2022Q3 公司资产负债率降至 27.7%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

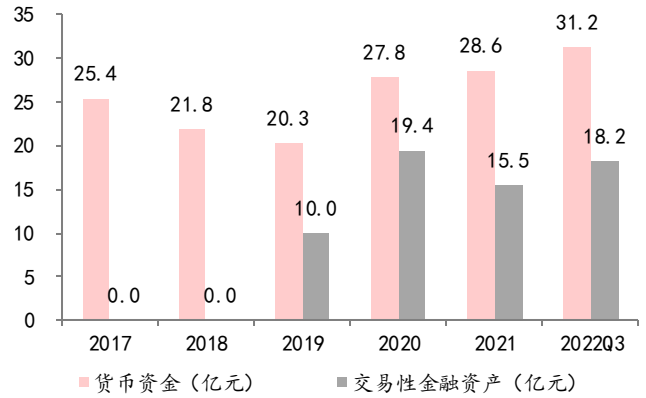
经营活动现金流整体平稳, 货币资金充足。公司筹资活动现金流整体稳定, 经营活动现金流净额 2021 年达 10.6 亿元, 2022Q1-Q3 达 4.7 亿元, 公司大力发展光伏业务取得优质成效, 2018-2019 年因受可再生能源发展基金“国补”支付滞后的影响, 经营性现金流净额较低, 之后现金流回流改善明显。2017-2021 年公司货币资产资金充沛, 由 25.4 亿元增至 28.6 亿元, 2022Q3 末进一步增至 31.2 亿元, 同时拥有 18.2 亿交易性金融资产。

公司应收款较多, 有望在未来可再生能源补贴加速发放时受益。2017-2022Q3 公司应收款由 19.5 亿元增至 42.2 亿元, 公司应收电费补贴体量上升是应收账款增长的主要原因, 截至 2022 年中期光伏发电应收补贴 28.4 亿元, 占比约 86%, “国补”支付滞后的影响仍较为明显。2022 年 3 月财政部发布《2022 年中央和地方预算草案报告》,

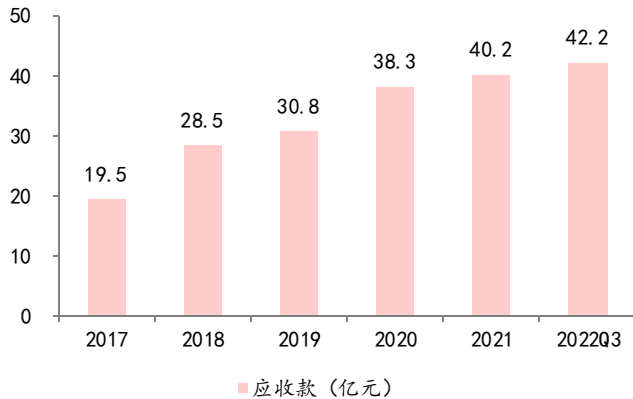
明确提出推动解决可再生能源发电补贴资金缺口，8月电网成立结算公司，有望统筹解决可再生能源发电补贴问题，10月新能源补贴进行核查，2023年新能源发电历史补贴有望加速发放。

**图 14：2022Q1-Q3 公司经营活动现金流净额达到 4.7 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 15：2022Q3 末公司货币资金达 31.2 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

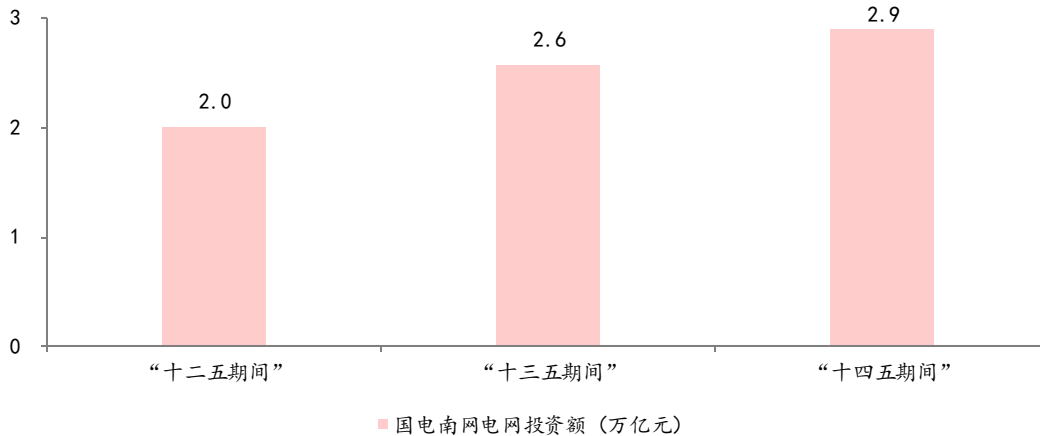
**图 16：2022Q3 末公司应收款达 42.2 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 智能电表：订单充沛稳健发展，海外拓展打开空间

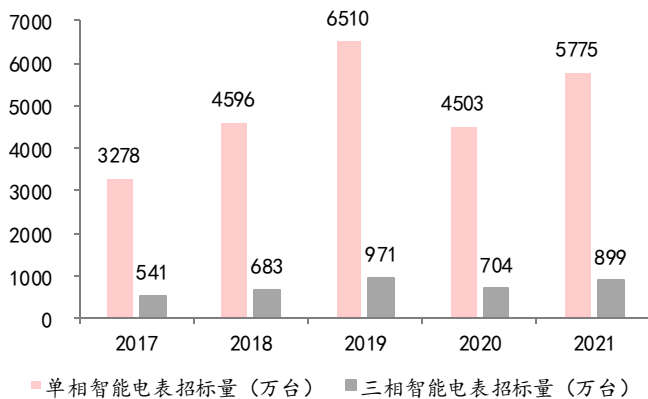
### 2.1 产品丰富订单充沛，电表业务稳健发展

电网投资加速，智能电表市场十四五期间有望保持高增长。国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累积预计将超 2.9 万亿元，这将显著高于“十三五”期间的 2.6 万亿元，和“十二五”期间的 2.0 万亿元，打造新型电力系统推动电网投资加速。电网 7-8 年更换电表，目前已接近更新周期，智能电表市场十四五期间有望保持高增长。

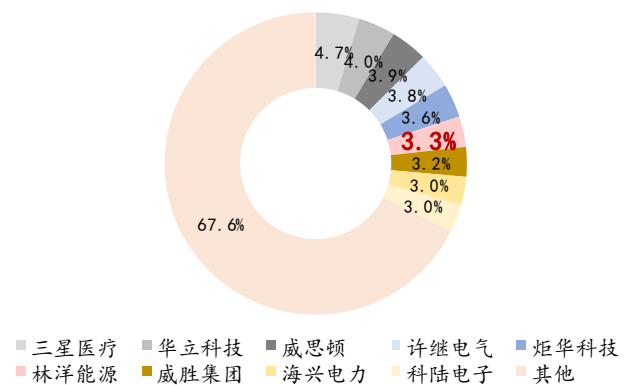
**图 17：“十四五”期间电网投资额将超 2.9 万亿元**


数据来源：国家电网，南方电网，西南证券整理

**国网历次招标中林洋能源位居第一梯队。**国网历次招标中市场格局逐渐稳定，2021 年国网招标智能电表金额上，三星医疗/华立科技/威思顿/许继电气/炬华科技/林洋能源分别占比为 4.7%/4.0%/3.9%/3.8%/3.6%/3.3%，各家市场份额相似，林洋能源位居行业第一梯队。招标量中单相智能电表占比较大，2017-2021 年单相智能电表招标量由 3278 万台增至 5775 万台，同期三相智能电表招标量由 541 万台增至 899 万台，2021 年单相智能电表占比达 87%。

**图 18：2021 年单相智能电表招标量 5775 万台（占比 87%）**


数据来源：观研报告，西南证券整理

**图 19：2021 林洋能源在国网智能电表招标额中占比 3.3%**


数据来源：国家电网，西南证券整理

**公司智能业务产品主要包括电能表、采集终端、通信模块和配网自动化等。**公司产品丰富，包括电能表等，目前拥有 3370 多台智能电网计量产品的年生产能力、840 多万台用电信息采集类产品的年生产能力，超过 1.5 亿台林洋电表及电力终端运行。拥有多场景解决方案：①海外 AMI 智能用电信息管理系统（电网及企业客户内部的基础信息平台）；②智能配电系统解决方案（对配电网领域设备进行监测、控制和保护）；③行业采集解决方案（支持水电气热四表数据采集的用电信息系统）；④物联网智能用电管理解决方案（高效采集及监控电量、电压等用电信息的智能化系统）；⑤智慧用电预付费管控系统（园区等场所用电用水的智能化管控）；⑥精品台区解决方案。

图 20: 公司 6 大智能产品丰富 (电能表、采集终端等)



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

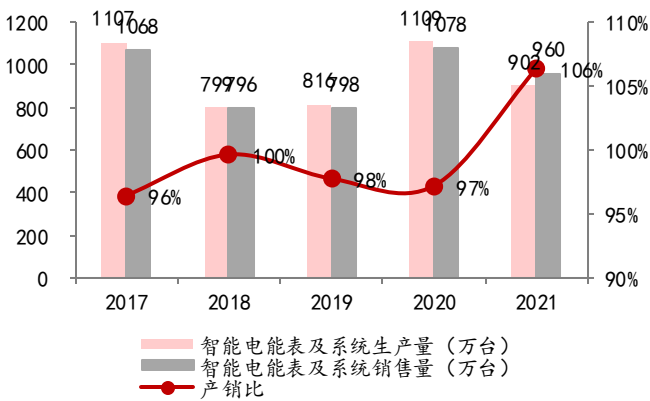
图 21: 公司 6 大解决方案



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

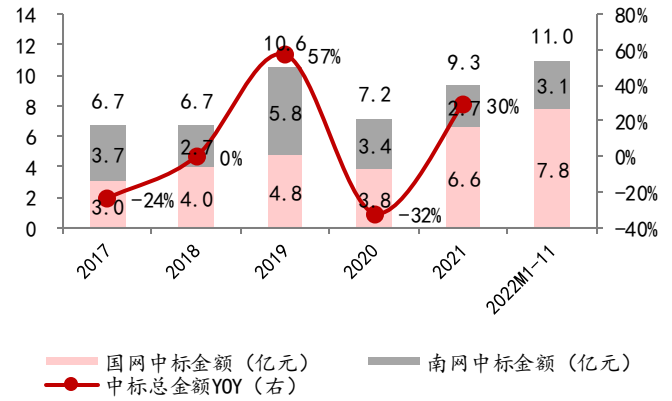
公司电表产销平稳, 电网中标金额稳步提升。2017-2021 年公司智能电表及系统生产量及销售均保持在 800-1100 万台, 较为稳定, 产销比持续保持 100%左右。电网中标金额稳中有升, 2020 年公司中标金额合计 7.2 亿元 (国网 3.8 亿及南网 3.4 亿), 2021 年中标金额增长 30%至 9.3 亿元 (国网 6.6 亿及南网 2.7 亿), 而 2022 年 1-11 月中标金额已达 11.0 亿元, 在去年末基础上增长 18%, 其中国网中标金额 7.8 亿元, 南网中标 3.1 亿元。

图 22: 2017-2021 年生产量/销售量维持在 800-1100 万台



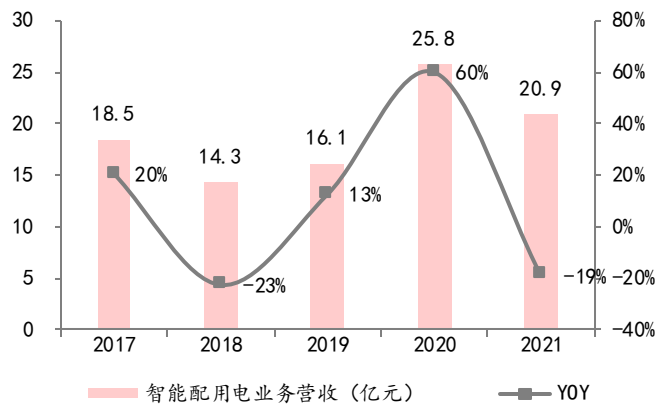
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 2022 年 1-11 月公司总中标金额已达 11.0 亿元

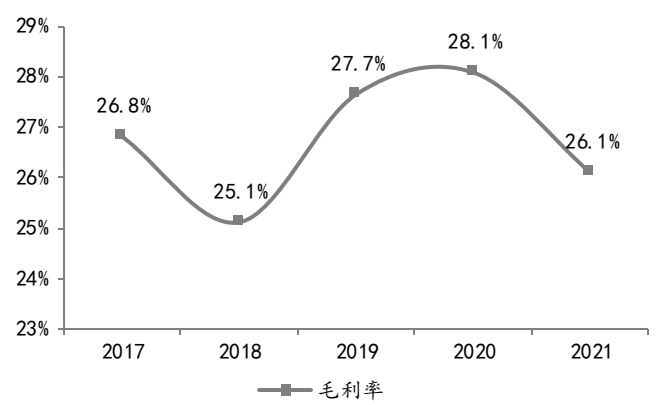


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

智能配用电业务营收预计未来有所提速, 毛利率整体保持稳定。2017-2021 年公司智能配用电业务营收呈波动上升, 2021 年营收下降 19%至 20.9 亿元, 业务营收表现略滞后于电网中标订单, 由于 2021 年及 2022M1-11 订单金额有所增长, 预计 2022-2023 年配用电业务将有所回升。同期毛利率保持稳定, 始终在 25-28%。

**图 24：2022-23 智能配用电业务营收有望回升**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 25：2017-2021 年公司智能配用电业务毛利率稳定**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 积极拓展全球版图，海外业绩平稳提升

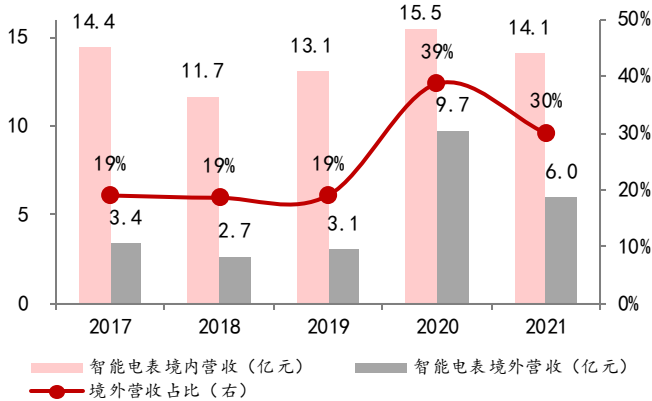
公司持续拓展全球版图。全球多个国家与地区都相继提出智能电网建设规划，公司 2021 年先后启动面向欧亚非及拉丁美洲多个国家的智能电能表等研发项目，开发适合当地用户习惯的全系列智能电能表、通信终端等产品，目前公司已布局全球 30 余个国家和地区。

**图 26：公司业务布局全球 30 余个国家和地区**

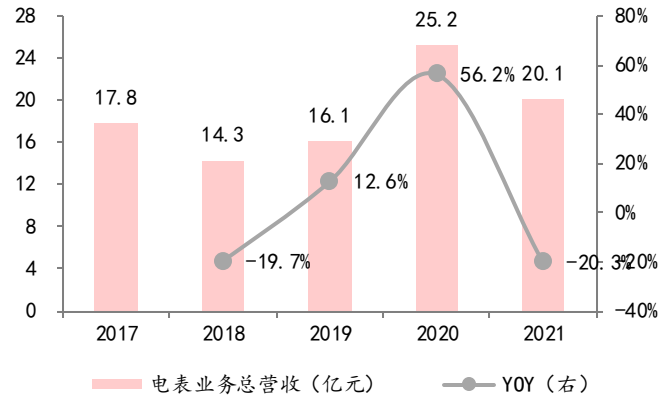

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司智能电表境外营收稳步提升，内外双轮驱动带动发展。公司海内外双轮驱动，推动智能电表业务稳健发展，2017-2021 年电表境内营收相对稳定，2021 年达 14.1 亿元；同期电表境外营收稳步提升，由 3.4 亿提升至 6.0 亿元，2021 年境外业务占比达 30%；推动电表业务总体营收稳步提升，由 17.8 亿元逐渐提升至 20.1 亿元。此外，2017-2020 年公司海外销售额由 4746 万美元快速增长至 2 亿美元，业务拓展效果显著。

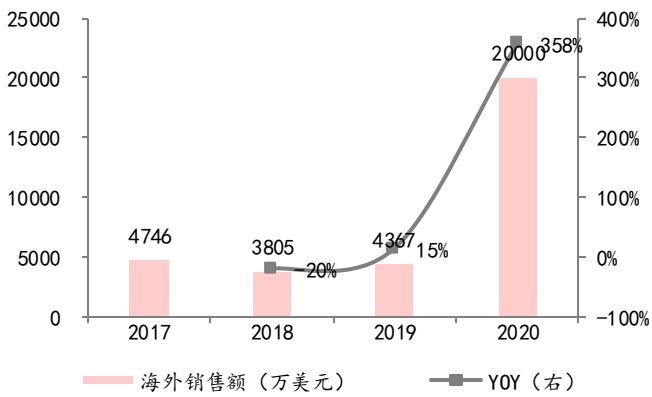
境内电表业务毛利率稳定在 30% 左右，境外电表业务毛利率在 19-28% 之间有所波动。2017-2021 年电表境内业务毛利率保持在 27-33% 之间；同期电表境外业务毛利率保持在 19-28% 之间；电表综合毛利率保持在 26-31%，整体较为稳定。

**图 27：2021 年智能电表境外营收 6 亿元（占比 30%）**


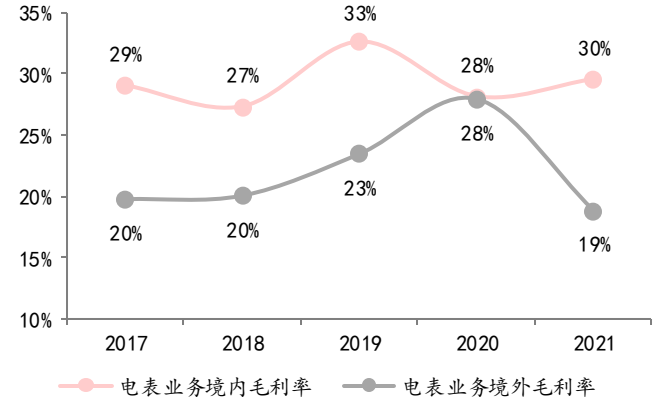
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 28：2017-2021 年电表业务呈波动上升**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 29：2017-2020 年公司海外销售额提升明显**


数据来源：公司公告，西南证券整理（备注：公司未公布 21 年数据）

**图 30：2017-2021 年公司电表业务境内与境外毛利率**


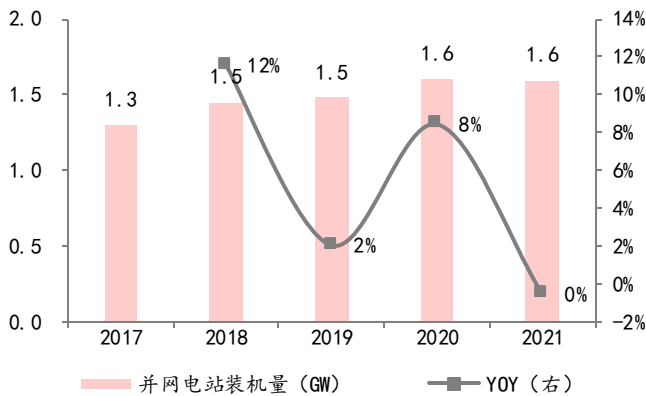
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 光伏业务：自持项目储备充足，EPC 建设有望加速

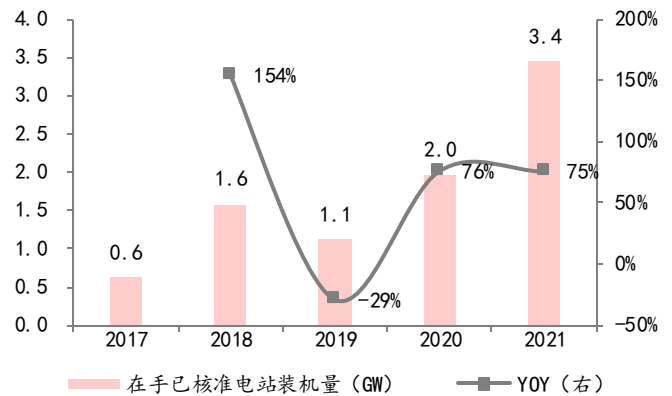
### 3.1 储备项目保障未来，自持运营效率凸显

公司装机规模平稳，在手储备资源超 6GW。2017-2021 年公司并网装机量由 1.30GW 稳步提升至 1.60GW，19 年后装机增速有所放缓，主要是现金流压力拖累。同期在手已核准电站装机量则持续提升，由 0.6GW 持续增长至 3.4GW，公司凭借品牌效应，积极拓展新能源业务资源，目前储备光伏项目超 6GW。

公司不断通过出售部分电站回收现金流。2021 年公司出售 98MW 电站，成交额 2.4 亿元，截至 2022 年 11 月公司先后出售 154MW 和 380MW 电站，合计成交额达 16.72 亿元。

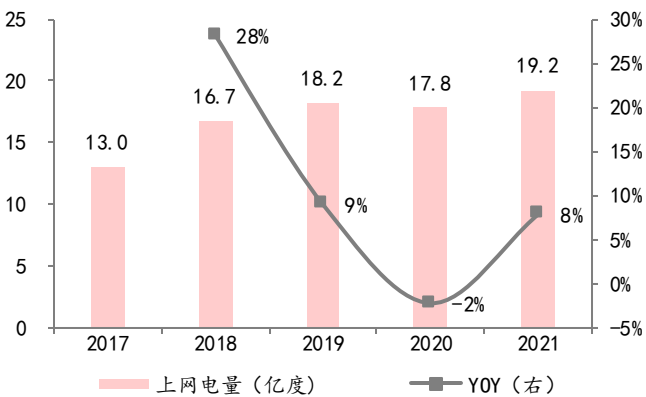
**图 31：2021 年并网电站装机量达 1.6GW**


数据来源：公司公告，西南证券整理

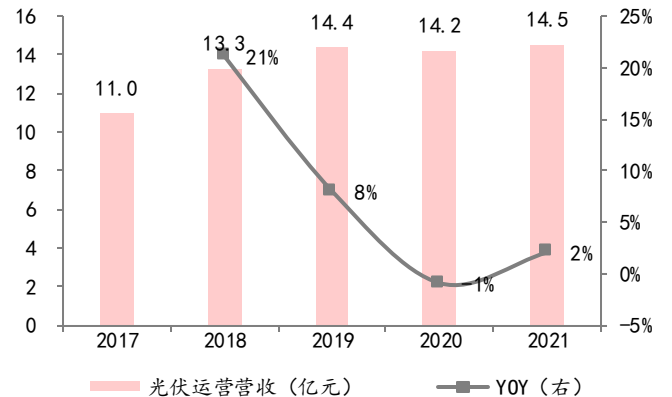
**图 32：2021 年在手已核准电站装机量增至 3.4GW (+75%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

光伏电站上网电量持续增长，光伏运营营收稳步提升。2017-2021 年公司上网电量由 13.0 亿度提升至 19.2 亿度，CAGR 高达 10.2%；同期公司光伏运营营收由 11.0 亿元稳步提升至 14.5 亿元，CAGR 达 7.3%，保持着稳健增长。

**图 33：2021 年公司上网电量达 19.2 亿度 (+8%)**


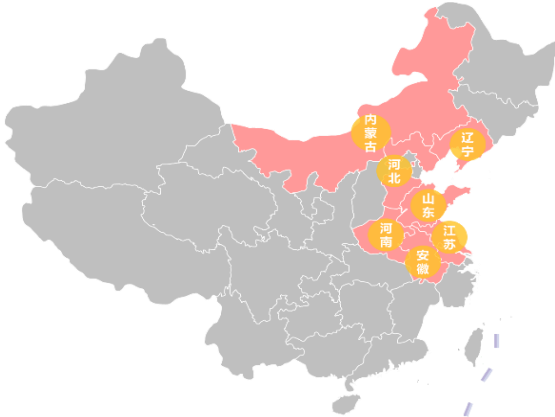
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 34：2021 年公司光伏运营营收达 14.5 亿元 (+2%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

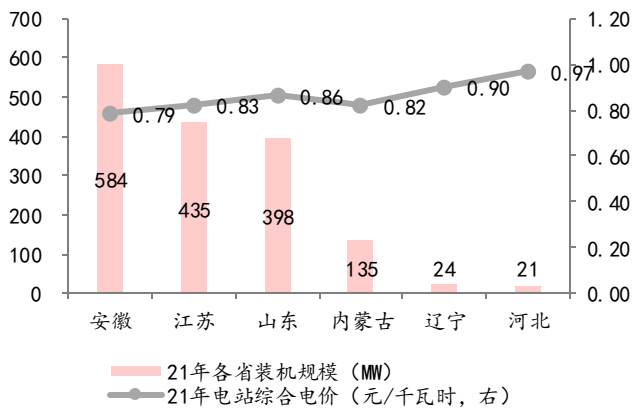
光伏电站主要分布在安徽/江苏/山东等地，高电价造就光伏运营业务高毛利率。公司电站主要分布在 6 省，其中安徽/江苏/山东/内蒙古装机量分别为 584/435/398/135MW，安徽/江苏/山东占比分别为 37%/27%/25%/8%，合计 97%。各省电站综合电价普遍在 0.8 元/千瓦时以上，高电价推动光伏运营业务保持高盈利能力，2017-2021 年光伏运营业务毛利率保持在 70% 左右。公司通过光效光伏运维管理，保全电站资产、提升电站效益、打造品牌效应，在运维电站达 5GW，通过智能运维、评测评估、设备维修、性能优化、指标保障和服务定制，打造一站式光伏运维服务。

图 35：公司光伏电站主要分布在安徽/江苏/山东等地



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：安徽/江苏/山东等省份电站电价约 0.8 元/千瓦时



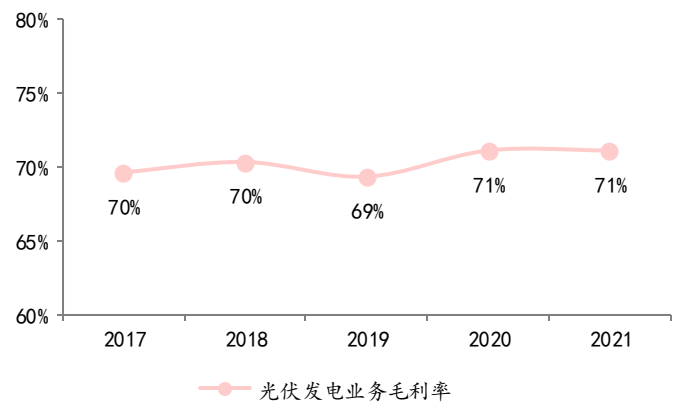
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：公司打造一站式运维服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：2017-2021 年公司光伏发电业务毛利率保持在 70%左右

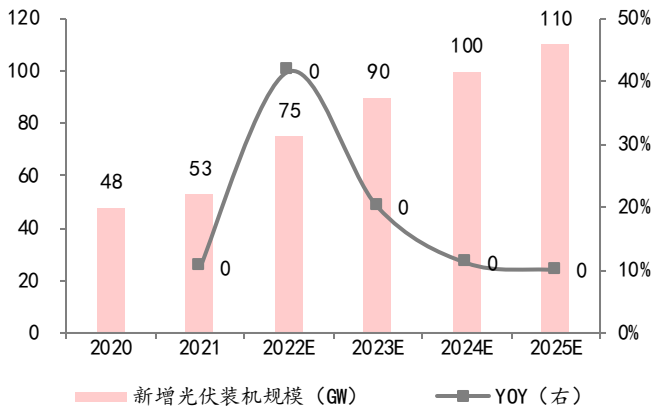


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 国企合作优势互补，EPC 业务有望加速

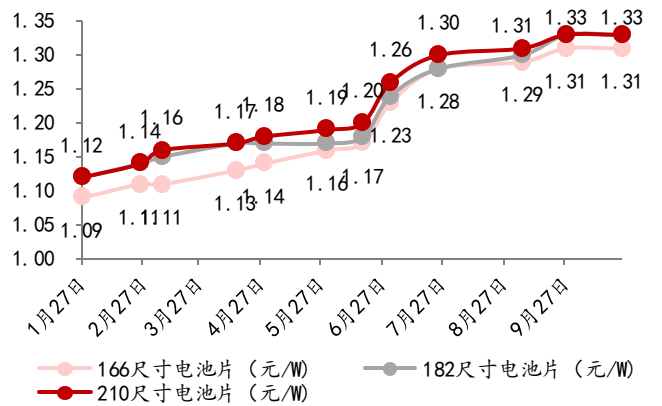
光伏装机持续提升，23 年有望随着组件价格下跌而提速。在双碳战略下，光伏装机持续提升，赛普咨询预测 2022-2025 年预计光伏新增装机规模达 75/90/100/110GW，根据统计局数据 2022 年 1-10 月全国光伏新增装机量已达 58GW。近期光伏上游价格有所企稳，11 月第 3 周国内单晶致密硅料成交均价在 30.5 万元/吨，保持平稳，海外进口硅料价格已小幅下降；M6/M10/G12 单晶硅片现货价格分别是 6.26 元/片、7.41 元/片、9.72 元/片，较 10 月下旬已有小幅下降；通威电池片报价保持平稳，166 尺寸/182 尺寸/210 尺寸电池片价格分别为 1.31/1.33/1.33 元/W；组件价格保持平稳，166 单面组件 1.89-1.92 元/W，单晶 182 和 210 单面 1.96-1.98 元/W，单晶 182 和 210 双面 1.98-2.01 元/W。23 年随着光伏组件价格的下滑，光伏新增装机量有望加速提升。

图 39: 预计 2025 年全国新增光伏装机将达到 110GW



数据来源: 赛普咨询, 西南证券整理

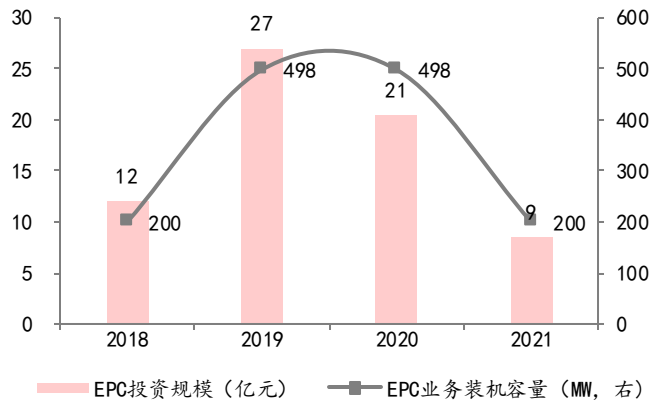
图 40: 通威电池片报价近期止涨



数据来源: 通威股份公告, 西南证券整理

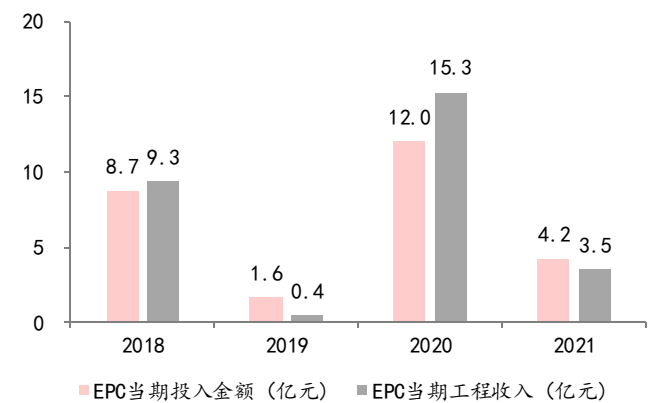
21 年公司 EPC 业务有所回落, 未来有望加速回复, 同期 EPC 当期投入金额和工程收入也呈现类似趋势。2018-2020 年公司 EPC 项目投资规模和装机量稳步提升, 2021 年乃至 2022 年由于光伏组件及辅材价格的持续上涨, EPC 业务有所放缓, 2021 年公司 EPC 项目投资规模降至 9 亿元, 装机容量为 200MW。2018-2020 年公司 EPC 当期投入金额及当期工程收入波动提升, 2021 年 EPC 当期投入金额回落至 4.2 亿, 当期工程收入降至 3.5 亿元。公司计划未来 22-24 年新增开发建设新能源电站超 6GW, 公司储备充足, 预计随着近期上游组件价格的下降, 公司电站 EPC 业务 2023 年有望进入提速阶段。

图 41: 2021 年公司 EPC 项目投资规模降至 9 亿元 (200MW)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 42: 2021 年公司 EPC 业务当期工程收入回落至 3.5 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司以“开发+EPC+运维”模式与央国企合作, EPC 业务保持平稳增长。公司持续加大平价项目及大基地项目的开发力度, 以“开发++EPC+运维”模式与央国企合作, 开发各类“高性价比+高可靠性+高发电量”的光伏电站, 公司凭借资源储备、电网沟通等优势, 充分结合央国企低融资成本、资金充足等优势开展合作, 2017-2021 年公司 EPC 业务营收由 4.3 亿波动增至 14.8 亿元, 2021 年同比下降 8%。

图 43: 公司与央企优势互补强强联合



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

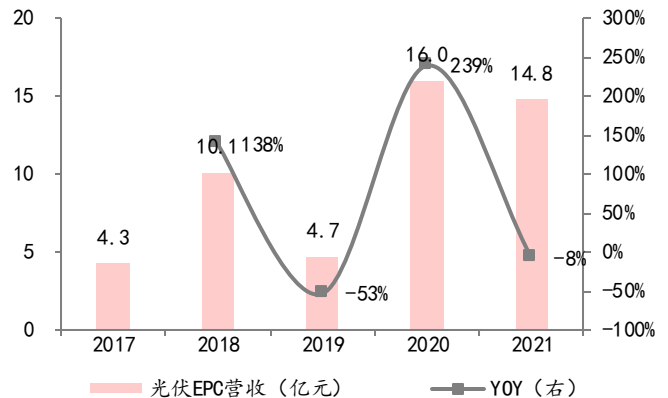
公司 EPC 业务在设计能力、项目管理经验、供应链体系和电站运维上均有优势, 推动业务毛利率高于同行。公司具有卓越设计能力 (能够从源头降低工程造价且涵盖多种类型光伏)、丰富项目管理经验 (具有高效的项目管理体系及 PMS 信息管理系统)、完善供应链体系 (有效管控设备材料成本且与多家品牌厂家签订战略合作协议) 及智能电站运维 (拥有超过 300 人的运维团队并承运超 5GW 光伏电站)。通过规模化采购、集约化管理和施工成本控制等方式, 2018-2021 年公司 EPC 业务毛利率始终高于 16%, 高于同行。

图 45: 公司 EPC 业务优势



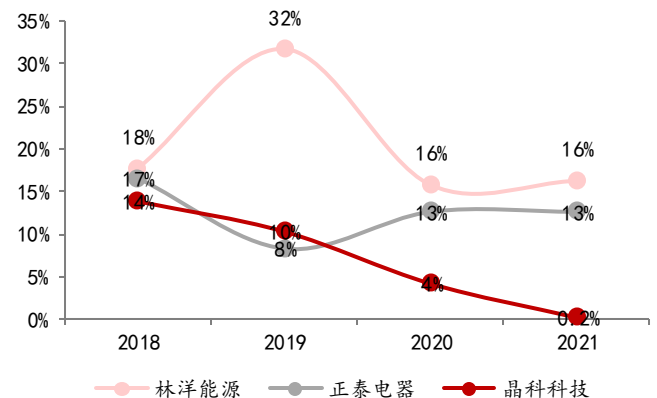
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 44: 2021 年公司 EPC 业务营收达 14.8 亿元 (-8%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 2018-2021 年公司 EPC 业务毛利率均高于同行



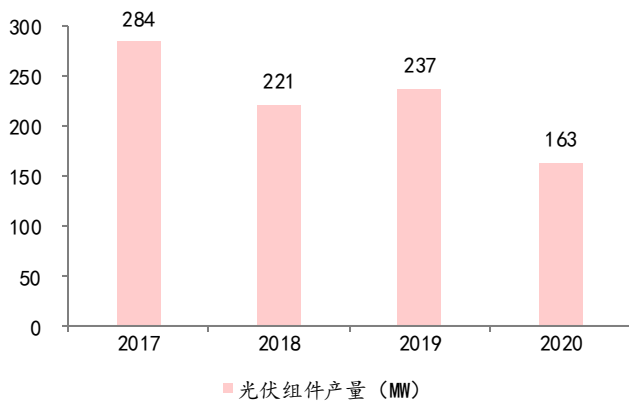
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.3 投资 TOPCon 光伏电池生产基地, 拓展产业链布局

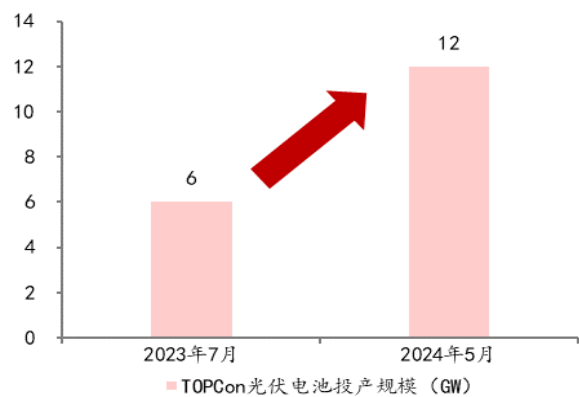
投资建设 20GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池生产基地, 拓展产业链布局。公司积极布局 N 型 TOPCon 光伏电池产业, 拟与南通市经济技术开发区管委会签订投资协议, 投资建设 20GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池生产基地及新能源相关产业项目。项目建设期为 3 年, 一期 12GW 项目投资总额约 50 亿元, 二期 8GW 项目初步测算投资总额约 50 亿元。公司力争在 2022 年 12 月底前开工建设一期第一阶段 6GW 生产线, 在 2023 年 7 月底前竣工投产, 并保证第二阶段 6GW 生产线于 2024 年 3 月投产, 5 月达成 12GW 的生产能力。作为南通市本土企业, 公司得到南通市政府的大力支持, 对于此次厂区整体设计、周边交通和基础设施建设做了超前的整体规划, 一二期合计用地 906 亩。

**TOPCon 比较优势明确，已实现大规模量产。**继 PERC 电池实现普及并逐渐接近其理论极限后，TOPCon、HJT 等新型电池技术逐渐兴起。TOPCon 在上一代 PERC 的基础上更换为 N 型衬底，可实现效率的显著提升，目前 TOPCon 主流电池量产效率约 23.7-23.8%，并在衰减率、双面率、温度系数方面也有明显优势。而与新一代 HJT 技术相比，由于 TOPCon 与 PERC 产线具有兼容性，可在原有产线基础上进行改造升级，边际投入比 HJT 更小。根据 SMM 统计数据，2022 年我国 TOPCon 电池已投产 49.4GW，大规模量产已被逐步验证。

**公司具备光伏组件技术积累，助力新建产能成功落地。**公司是国内较早进入光伏行业的企业，早在 2006 年就以林洋 Solarfun 为主体登陆纳斯达克，位列全球光伏组件 10 强。公司下属新能源研究院研发实力雄厚，拥有先进能源专家、海外博士领衔的技术团队以 30 余件自主知识产权专利，近年来积极开展双面组件光伏系统应用研究，在高效太阳能电池制造领域积累了一定的专业技术和研发经验。2020 年在国家第三批光伏发电应用领跑基地项目和激励基地项目中，林洋、中广核联合体中标泗洪光伏发电应用领跑基地 400MW，该项目全部由林洋采用 EPC 业务模式承建，采用了公司自主研发生产的 N 型双面高效光伏组件，分别于 2018 年和 2020 年按期并网。公司早期的技术、经验、团队和人脉积累，将有助于此次新建 TOPCon 光伏电池生产项目的成功落地，实现“电池片+组件+光储系统集成”的产业链全覆盖。

**图 47：公司光伏组件产量**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 48：公司 N 型 TOPCon 光伏电池投产计划**


数据来源：公司公告，西南证券整理

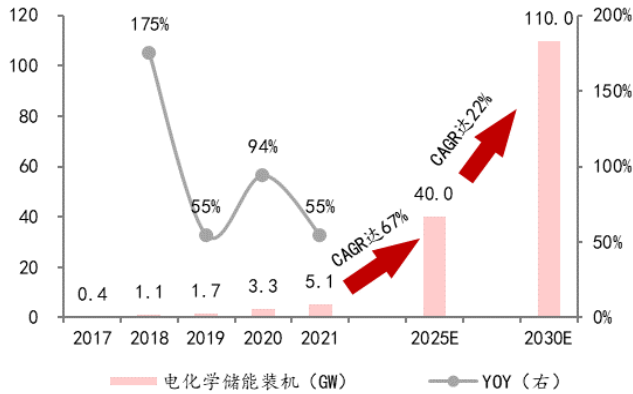
## 4 储能业务：储能项目如期投产，订单充足助力成长

### 4.1 电化学储能空间广阔，政策催化加速发展

我国电化学储能装机规模大幅增长，如期步入规模化高速发展的快车道。2018 年是我国电化学储能发展的元年，电化学储能多项政策的颁布促进了项目的落地和推广，我国电化学储能装机增速一度达到 175%。2020 年新冠疫情之后，我国电化学储能产业再次重启高速增长态势，2020 年新增投运装机容量 1.6GW，累计装机规模 3.3GW，同比增长 91%，2021 年进一步增至 5.1GW，根据中国化学与物理电源行业协会预测，电化学储能装机 2025 年预计达 40GW，2030 年预计达 110GW。

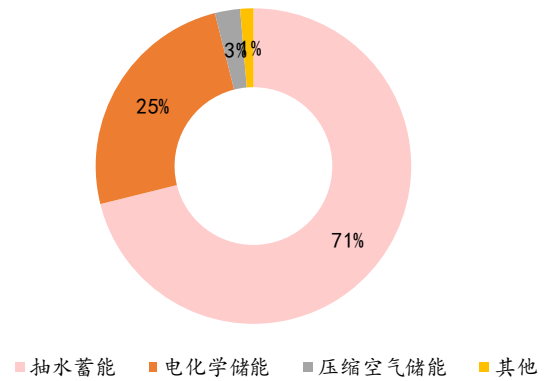
2021 年新增储能装机中电化学储能占比超 20%，其中锂电为核心。2021 年中国新增储能装机 7.4GW，其中抽水蓄能 5.3GW，占比 71%；电化学储能装机 1.8GW，占比 25%；压缩空气储能装机 0.2GW，占比 2.6%。电化学储能技术中，锂电池装机 1.8GW，占比 99%。

图 49：预计 2025/2030 年国内电化学储能装机达 40/110GW



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，西南证券整理

图 50：2021 年新增储能中电化学装机 1.8GW（占比 25%）



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，西南证券整理

各地均出台政策要求新增新能源装机的配储要求，配置比例在 5-20% 之间。2021 年以来各省为提升风光消纳，先后发布新能源配置储能方案，全国共有 25 个省区发布了相关政策，山东枣庄配储规模要求最高，装机容量 15-30% 配置储能，时长 2-4h，大部分省以新能源配置比例 10% 为主。

图 51：各省配储要求

3h 及以上				辽宁 内蒙古 河北(其他)	河北(电网) 上海
2h	甘肃(其他)	安徽	青海 河南 I 山东	甘肃(河西) 陕西 湖北	宁夏 江苏 贵州
1h				江西	
无时长要求			山西 海南 福建	湖南 天津 浙江	广东
储能时长 (h) 储能配置比例	无要求	5%		10%	15%
					20%

数据来源：各省能源局，西南证券整理

## 4.2 储能储备订单充沛，电池项目如期投产

公司推动完善上下游产业链布局，专注“3S”融合储能系统。

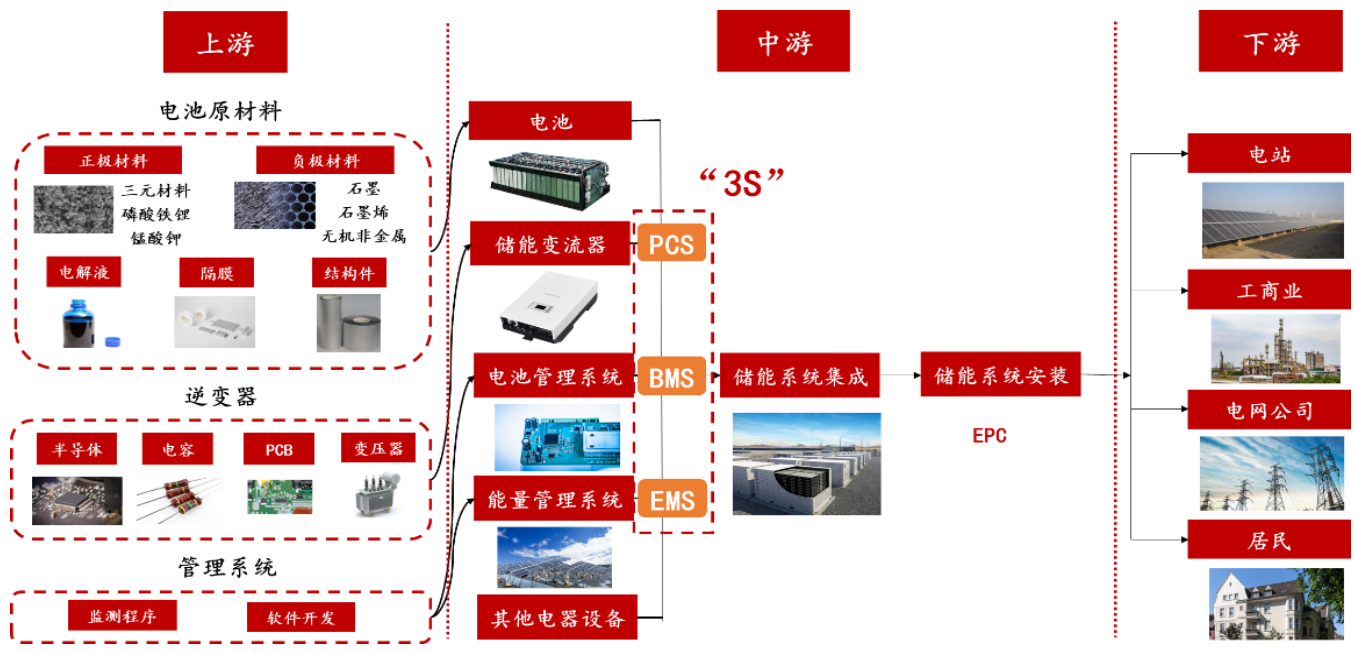
(1) 上游（储能电池领域）：公司与亿纬动力成立合资公司江苏亿纬林洋储能（持股 35%），主营磷酸铁锂储能电芯生产，投资额 30 亿，年产能 10GWh，2022 年 11 月 18 日储能电池项目第一条产线已完成设备安装调试，开始正式投产，项目共有 3 条产线，未来将陆续完成投产。

(2) 中游（储能系统集成领域）：公司与华为数字能源技术有限公司签署战略合作协议，合作研发大规模锂离子储能相关产品及系统解决方案，共同打造基于磷酸铁锂储能专用电池的储能高安全、高性价比系统解决方案；

与亿纬锂能成立林洋亿纬储能（持股 85%），主营“PCS+ BMS+EMS”的储能系统解决方案。公司储能业务围绕电源侧（新能源消纳及辅助服务）、电网侧（调峰调频及应急响应）及用户侧（移峰填谷及微电网应用）等场景，抓住“BMS+PCS+EMS”的“3S”融合储能系统集成解决方案：1) **BMS 电池管理系统**，智能化管理维护电池单元，延长电池寿命；2) **PCS 储能变流器**：控制蓄电池充放电过程，进行直流的交流；3) **EMS 能源管理系统**：用于微电网内部能源控制，保证正常运行。该业务为公司主营业务。2022 年林洋亿纬储能先后中标中能建风电配套储能设备采购（2.7 亿元），预中标中电国际储能项目（5 亿元）。

(3) 下游（用户领域）：公司与多家能源公司、电网公司及政府等形成合作关系。2021 年以来公司与湖北能源集团、国网南通综合能源服务公司、五河县政府、三峡资本、华能集团、安徽省能源集团等公司合作，推动储能项目落地。

图 52：公司专注“3S”融合储能系统



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 53：亿纬林洋 10GWh 储能电池项目竣工投产（上游）



数据来源：公司官网，西南证券整理

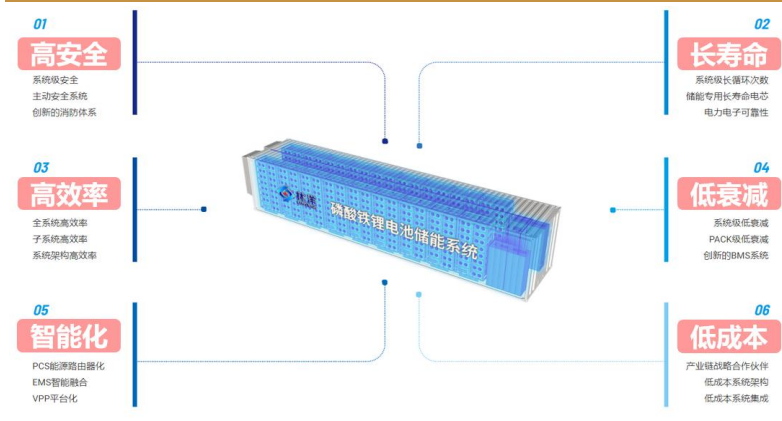
图 54：公司与华为数字能源签署合作协议（中游）



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品具有多重优势，率先推行“集中式共享储能电站”商业模式。公司凭借先进的储能点心生产线、自动化的 PACK 生产基地和智能化系统集成生产和测试线，其锂电池储能系统具有高安全、高寿命、高效率、低衰减、智能化和低成本等多重优势。公司储能业务在行业中率先推出“集中式共享储能电站”的方式，来建设新能源配套储能，既通过新能源场站提供容量租赁服务来获取租金收益，也接受电网调度，通过参与调峰调频获取辅助服务收益，通过“储能容量租赁+辅助服务收益”的商业模式提升效率和效益，该模式的储能项目正在全面推进。

图 55：公司锂电池产品具有 6 大优势



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 56：公司“集中式共享储能电站”商业模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

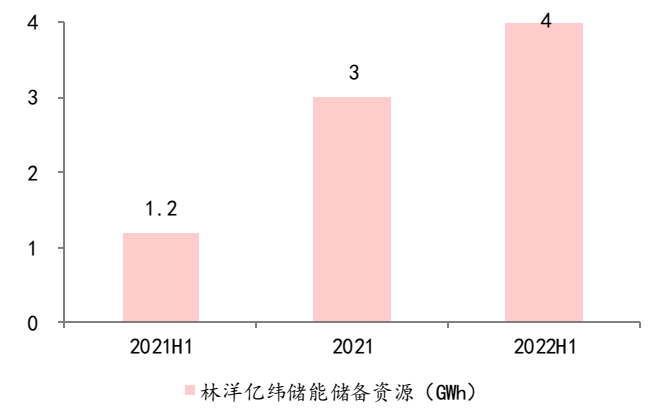
公司累积储能项目资源超 4GWh，后劲十足。公司储能业务加速发展，根据公司规划，2022 年有望实现 600MWh 的系统集成业务交付，未来 3 年力争实现累积建设不低于 5GWh 储能系统，储能业务后劲十足，有望成为新业绩增长点。项目已布局上海、启动、惠州、金泉、永安等多个城市。公司储备储能项目资源越发充沛，2021 年 6 月-2022 年 6 月储备资源由 1.2GWh 迅速达到 4GWh 以上。

图 57：公司储能应用案例



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 58：2022H1 末公司储能储备资源超 4GWh



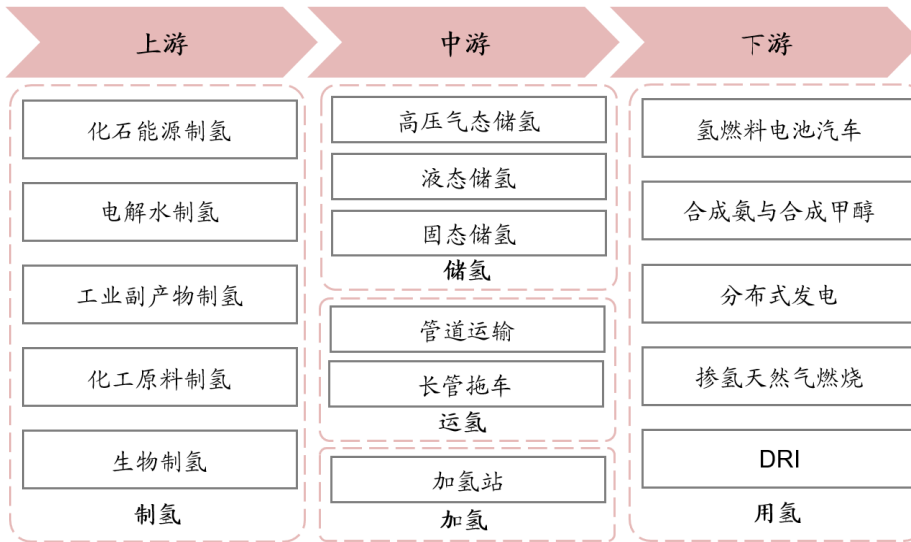
数据来源：公司公告，西南证券整理

此外公司还布局氢能产业：

氢能产业链涉及制氢、储氢、运氢、加氢和用氢五个环节。化石能源重整是全球最主流的制氢方法，电解水制氢也已经形成了完善的设计标准和管理规范，通过工业副产物、生物质等制氢方法也在不断突破和应用。高压气态储氢是我国最常用的储氢技术，运输方

面以长管拖车为主。加氢站是氢能产业链中的重要一环，目前我国已建成加氢站超 270 座，位居世界第一。氢燃料电池车是氢能最常见的终端应用，此外氢能可在工业、建筑等领域也有应用。

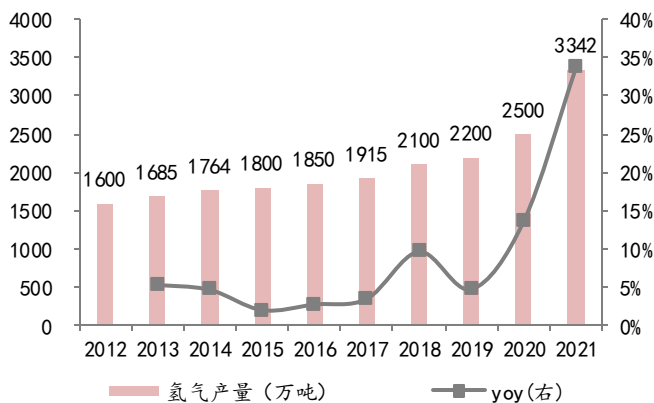
图 59：氢能上中下游产业链



资料来源：中国氢能产业链现状及前景展望，西南证券整理

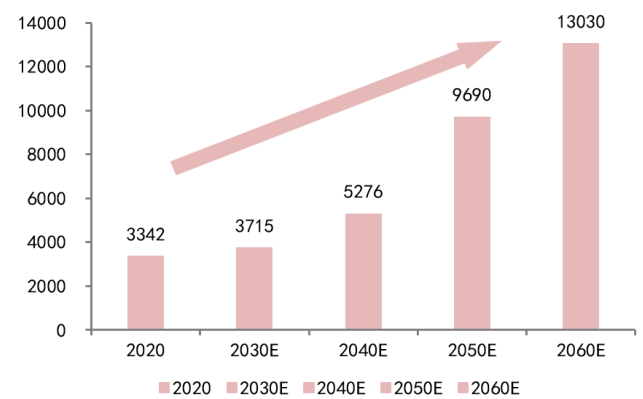
“双碳”目标驱动下，氢能需求量将快速增长。据中国氢能联盟预测，2030 年我国氢能需求量将增至 3715 亿吨，2040 年需求量将增至 5276 亿吨，2050 年将增至 9690 亿吨，2060 年需求量将超过 1.3 万亿吨，2020-2060 年，年复合增长率将达到 3.5%。双碳目标和能源结构转型将维持我国氢能需求量稳步增长。

图 60：21 年我国氢能产量达 3342 万吨



数据来源：中国煤炭工业协会，中国氢能联盟，西南证券整理

图 61：预计 2060 年我国氢能需求量超过 1.3 亿吨



数据来源：中国氢能联盟，西南证券整理

公司积极响应氢能的战略机会，布局制氢核心装备业务。林洋能源子公司林洋创投与上海舜华新能源系统有限公司盒子成立清耀新能源科技有限公司，在“新能源+制氢”领域，发挥双方股东在氢能和可再生能源的协同优势，研发、生产、销售和运营各类电解水制氢设备，计划 5 年内将合资公司打成成为领先的高效制氢装备制造企业，长期发展空间广阔。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

目前公司业务分为电表、光伏发电、光伏 EPC、储能和其他 5 个部分，2023 年新增光伏组件业务，对公司做出如下核心假设：

假设 1：“十四五”期间电表替换有望迎来上升期，假设 2022-2024 年电表销量增速分别为 15%、15%、15%；

假设 2：受平价上网影响，2022 年光伏发电收入略有下降，后续随着装机量的提升收入也将同步增长，预计 2022-2024 年公司光伏发电业务收入增速分别为 -5%、25%、20%；

假设 3：目前光伏组件价格高企，2022 年营收增速放慢，2023 年光伏组件价格有望下跌，光伏建设进度有望提升，预计 2022-2024 年公司 EPC 工程结算额预计增速为 -40%、70%、20%；

假设 4：公司计划在 2023 年 7 月底前投产 TOPCon 光伏电池一期一阶段 6GW 产能，并保证第二阶段 6GW 生产线于 2024 年 3 月投产，5 月达成 12GW 的生产能力，预计 2023-2024 年公司 TOPCon 光伏电池产量分别为 3GW 和 9GW；

假设 5：公司与亿纬锂能共同完成年产 10GWh 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，假设 2022-2024 年储能业务收入增速分别为 100%、550%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电表	收入	2009	2310	2657	3056
	增速	-20.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
光伏发电	收入	1454	1381	1726	2072
	增速	-52.0%	-5.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	71.1%	69.0%	67.0%	66.0%
光伏 EPC	收入	1480	888	1509	1811
	增速	-7.6%	-40.0%	70.0%	20.0%
	毛利率	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
光伏组件	收入	-	-	4110	12330
	增速	-	-	-	200.0%
	毛利率	-	-	20.0%	20.0%
储能	收入	63.7	127.4	828.1	993.7
	增速	-15.2%	100.0%	550.0%	20.0%
	毛利率	45%	40%	40%	40%
其他	收入	291	407	529	661

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	63.4%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	28.9%	28%	28%	28%
合计	收入	5297	5113	11359	20923
	增速	-8.7%	-3.5%	122.2%	84.2%
	毛利率	35.4%	36.2%	29.7%	26.2%

数据来源：Wind，西南证券

## 5.2 相对估值

选取派能科技、晶科科技、天合光能作为可比公司，3家可比公司2022-2024年平均PE为42.6/23.0/17.1倍。预计公司2022-2024年归母净利润分别为8.6/12.9/16.1亿元，EPS分别为0.42/0.63/0.78元。考虑到公司加速光伏及储能产业布局，未来成长性高，出于保守我们给予公司2023年22倍PE，对应目标价13.86元，首次覆盖给予“买入”评级。

表3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688063.SH	派能科技	342.62	2.04	6.89	15.27	22.50	96.5	49.7	22.4	15.2
601778.SH	晶科科技	5.40	0.12	0.14	0.22	0.28	68.4	38.6	24.5	19.3
688599.SH	天合光能	67.31	0.87	1.70	3.06	3.98	90.4	39.6	22.0	16.9
平均值							85.1	42.6	23.0	17.1

数据来源：Wind，西南证券整理（采用wind一致预期，截至2022.12.2收盘）

## 6 风险提示

组件价格不及预期；光伏EPC开发不及预期；储能订单不及预期；海外订单不及预期；TOPCon光伏电池项目进展不及预期等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5296.57	5113.34	11359.34	20922.89	净利润	932.02	864.14	1293.26	1612.63
营业成本	3424.11	3261.71	7984.23	15440.99	折旧与摊销	459.53	451.62	454.80	458.44
营业税金及附加	30.79	35.79	90.87	209.23	财务费用	306.58	304.14	709.00	1404.76
销售费用	119.10	127.83	318.06	669.53	资产减值损失	13.25	15.00	15.00	15.00
管理费用	275.84	281.23	624.76	1171.68	经营营运资本变动	-1102.84	-99.47	-3913.26	-6545.34
财务费用	306.58	304.14	709.00	1404.76	其他	446.78	-3.32	18.08	75.52
资产减值损失	13.25	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1055.32</b>	<b>1532.11</b>	<b>-1423.12</b>	<b>-2979.00</b>
投资收益	31.28	10.00	10.00	10.00	资本支出	451.24	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-460.66	-17.67	152.70	95.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9.42</b>	<b>-117.67</b>	<b>52.70</b>	<b>-4.23</b>
<b>营业利润</b>	<b>1140.60</b>	<b>1097.63</b>	<b>1627.41</b>	<b>2021.70</b>	短期借款	-466.38	-224.80	535.59	6381.38
其他非经营损益	-25.40	-30.79	-30.79	-30.79	长期借款	42.71	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>1115.21</b>	<b>1066.84</b>	<b>1596.62</b>	<b>1990.90</b>	股权融资	3142.89	0.00	0.00	0.00
所得税	183.18	202.70	303.36	378.27	支付股利	-180.29	-208.08	-189.12	-282.68
净利润	932.02	864.14	1293.26	1612.63	其他	-3411.06	-90.12	-557.00	-1252.76
少数股东损益	1.55	3.46	5.17	6.45	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-872.13</b>	<b>-473.00</b>	<b>-160.53</b>	<b>4895.94</b>
归属母公司股东净利润	930.47	860.68	1288.09	1606.18	<b>现金流量净额</b>	<b>155.11</b>	<b>941.44</b>	<b>-1530.94</b>	<b>1912.71</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2861.37	3802.81	2271.87	4184.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5034.61	5162.84	10678.99	19690.83	销售收入增长率	-8.66%	-3.46%	122.15%	84.19%
存货	588.89	593.24	1438.56	2808.33	营业利润增长率	-1.14%	-3.77%	48.27%	24.23%
其他流动资产	1861.91	1742.01	1761.77	1871.64	净利润增长率	-6.94%	-7.28%	49.66%	24.69%
长期股权投资	268.84	268.84	268.84	268.84	EBITDA 增长率	-3.86%	-2.80%	50.60%	39.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8438.72	8101.48	7761.06	7417.01	毛利率	35.35%	36.21%	29.71%	26.20%
无形资产和开发支出	100.10	93.32	86.54	79.76	三费率	13.24%	13.95%	14.54%	15.51%
其他非流动资产	1354.69	1247.09	1139.49	1031.89	净利率	17.60%	16.90%	11.39%	7.71%
<b>资产总计</b>	<b>20509.14</b>	<b>21011.64</b>	<b>25407.12</b>	<b>37352.87</b>	ROE	6.44%	5.69%	7.94%	9.15%
短期借款	824.80	600.00	1135.59	7516.96	ROA	4.54%	4.11%	5.09%	4.32%
应付和预收款项	1808.69	1732.08	4213.96	8137.06	ROIC	9.24%	8.80%	12.50%	12.89%
长期借款	2101.85	2151.85	2201.85	2251.85	EBITDA/销售收入	36.00%	36.25%	24.57%	18.57%
其他负债	1297.31	1335.35	1559.22	1820.55	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6032.64</b>	<b>5819.28</b>	<b>9110.62</b>	<b>19726.41</b>	总资产周转率	0.26	0.25	0.49	0.67
股本	2060.17	2060.17	2060.17	2060.17	固定资产周转率	0.62	0.62	1.45	2.79
资本公积	7516.22	7516.22	7516.22	7516.22	应收账款周转率	1.36	1.28	1.82	1.73
留存收益	4967.00	5619.60	6718.56	8042.07	存货周转率	5.00	5.44	7.79	7.24
归属母公司股东权益	14440.13	15152.54	16251.50	17575.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.35%	—	—	—
少数股东权益	36.37	39.82	45.00	51.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>14476.49</b>	<b>15192.36</b>	<b>16296.50</b>	<b>17626.46</b>	资产负债率	29.41%	27.70%	35.86%	52.81%
负债和股东权益合计	20509.14	21011.64	25407.12	37352.87	带息债务/总负债	48.51%	49.87%	39.93%	51.80%
					流动比率	3.07	3.77	2.63	1.72
					速动比率	2.90	3.57	2.40	1.55
					股利支付率	19.38%	24.18%	14.68%	17.60%
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1906.71	1853.40	2791.21	3884.89	<b>每股指标</b>				
PE	21.61	23.36	15.61	12.52	每股收益	0.45	0.42	0.63	0.78
PB	1.39	1.32	1.23	1.14	每股净资产	7.03	7.37	7.91	8.56
PS	3.80	3.93	1.77	0.96	每股经营现金	0.51	0.74	-0.69	-1.45
EV/EBITDA	9.39	9.13	6.92	6.20	每股股利	0.09	0.10	0.09	0.14
股息率	0.90%	1.03%	0.94%	1.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	