

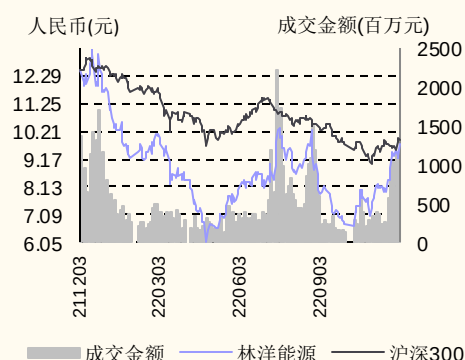
林洋能源 (601222.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 9.76 元

目标价格 (人民币): 11.60 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	20.60
已上市流通 A 股(亿股)	20.60
总市值(亿元)	201.07
年内股价最高最低(元)	13.30/6.05
沪深 300 指数	3871
上证指数	3156

**新能源厚积薄发，储能增量显著****公司基本情况(人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,799	5,297	4,875	10,973	18,286
营业收入增长率	72.63%	-8.66%	-7.96%	125.10%	66.63%
归母净利润(百万元)	997	930	816	1,195	1,754
归母净利润增长率	42.37%	-6.69%	-12.25%	46.40%	46.74%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.45	0.40	0.58	0.85
每股经营性现金流净额	0.70	0.51	0.54	-0.20	-0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.09%	6.44%	5.42%	7.58%	10.43%
P/E	13.89	26.86	24.63	16.82	11.46
P/B	1.26	1.73	1.34	1.27	1.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **“智能+新能源+储能”战略清晰，进军 TOPCon 布局制造领域。**公司聚焦智慧能源领域超 20 年，陆续布局电表、光伏、智慧能效、储能等业务。近日宣布进军 TOPCon 电池领域，布局光伏制造环节，进一步拓宽成长路径。
- **光伏电站：资源能力强、产业链理解深刻，“十四五”厚积薄发。**双碳下能源转型加速，全球光伏装机持续高增。公司深耕光伏领域多年，聚焦开发&建设&运营环节，与多个头部央企平台深度合作，产业链理解深刻、资源获取能力突出。“十四五”公司厚积薄发，多项重磅合作持续落地，21 年底储备项目超 6GW，22 年规划开工 2.5GW，预计 2022-2024 年公司 EPC 确认规模分别为 150/1200/1600MW。
- **光伏制造：乘新技术东风，布局 TOPCon 电池。**12 月 2 日，公司公告计划投资 50 亿扩产 20GW TOPCon 电池产能，预计一期 6GW+6GW 将分别于 2023 年 7 月和 2024 年 3 月投产，预计公司 2023/2024 年 TOPCon 电池片出货量为 2/10GW。
- **储能：前瞻布局、项目充沛，22 年起增量显著。**双碳下新型储能成长空间广阔，公司前瞻布局，与华为、亿纬战略合作，布局储能关键产业链，积极研发创新系统方案、推广共享储能商业模式。2021 年底储备储能项目资源超 3GWh，计划未来 3 年建设不低于 5GWh 储能项目，预计 2022-2024 年储能业务确认规模分别为 550/1100/2200MWh。
- **电表：国内新周期开启&海外需求复苏，公司稳居第一梯队。**新标准下电表招标量价齐升，智能物联表渗透加速，20-22H1 国网招标 121/201/155 亿元，持续高增；海外市场持续收获，需求复苏+汇率因素下海外电表业务预计恢复增长。公司稳居供应商第一梯队，2021 年国网/南网中标份额 3%/9%，预计未来三年有望保持 15%左右稳健增速。

投资建议

- 公司产业链协同优势与资源获取能力突出，新能源及储能储备项目充沛，预计 2022-2024 年公司归母净利润将分别为 8.2/12.0/17.5 亿元，EPS 分别为 0.40/0.58/0.85 元，对应 PE 分别为 24.6/16.8/11.5 倍。给予公司 2023 年 20 倍估值，目标价 11.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 智能电表招标不及预期、上游价格上涨、市场规模测算偏差风险。

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

分析师 SAC 执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

苏晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

内容目录

聚焦智慧能源 支撑双碳落地	4
“智能+新能源+储能”战略清晰 产业链协调优势明显	4
近十年经营稳健 盈利能力突出	5
新能源：多年深耕&厚积薄发 “十四五”加速扩张	6
全球能源转型加速 光伏需求超预期	6
经验及资源优势突出 新能源业务厚积薄发	6
公告布局制造环节，TOPCon 有望贡献超额利润	8
储能：前瞻布局&项目充沛 22 年起增量显著	9
新型储能爆发式增长 22 年规划交付 600MWh	9
积极培育氢能业务 打造新盈利增长点	11
电表：国内新周期开启 海外需求复苏	12
国内：稳居国南网第一梯队 受益于招标金额高增	12
海外：战略合作加速落地 近三年持续收获	15
盈利预测与投资建议	16
盈利预测	16
投资建议及估值	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：公司业务及竞争力总览	4
图表 2：公司发展沿革	5
图表 3：近十年公司营收、归母净利稳健增长（亿元）	5
图表 4：近十年公司盈利能力保持稳健	5
图表 5：2021 年公司电表+EPC+发电营收占比超 90%	6
图表 6：2021 年光伏发电毛利占比约为 50%	6
图表 7：2022-2023E 全球新增装机市场分布预测	6
图表 8：公司 2021 年光伏业务同比基本持平（金额：亿元）	7
图表 9：2021 年底公司在持电站分布（单位：MW）	7
图表 10：2021 年底公司新能源储备项目超 6GW	7
图表 11：2021 年以来公司新能源项目资源开发显著加速	8
图表 12：TOPCon 电池超薄氧化层结构更利于提升转换效率	9
图表 13：不同技术类型组件累计单位兆瓦发电量对比	9
图表 14：TOPCon/PERC 组件参数比较	9
图表 15：国内储能历史新增装机总览（单位：GW）	10
图表 16：2021 年国内新增新型储能装机 2.4GW	10
图表 17：新型储能重点政策（部分）	10
图表 18：公司与华为、亿纬战略合作	11

图表 19: 2021 年以来公司储能项目资源开发加速.....	11
图表 20: 氢能是支撑多环节碳减排的关键能源.....	12
图表 21: 2021 年公司氢能领域合作.....	12
图表 22: 国网智能电表招标金额回顾 (单位: 亿元).....	12
图表 23: 国网智能电表招标数量回顾 (单位: 万只).....	12
图表 24: 2021 年以来电表招标金额持续加速.....	13
图表 25: 新标准落地以来智能物联表渗透率持续提升.....	13
图表 26: 国网智能电表招标金额测算 (亿元).....	13
图表 27: 2021 年国网智能电表格局 (按金额).....	14
图表 28: 2021 年南网智能电表格局 (按金额).....	14
图表 29: 2021-2022H1 公司两网中标金额较快增长 (单位: 亿元).....	14
图表 30: 近三年公司海外电表业务持续收获.....	15
图表 31: 近三年公司海外电表业务增长较快 (金额: 亿元).....	15
图表 32: 公司业务预测总览 (亿元).....	16
图表 33: 可比公司估值比较 (市盈率法, 股价取自 2022 年 12 月 2 日收盘价).....	17

聚焦智慧能源 支撑双碳落地

“智能+新能源+储能”战略清晰 产业链协调优势明显

- **“智能+新能源+储能”战略版图清晰，2022 年经营加速。**公司前身成立于 1995 年，聚焦智慧能源领域超过 20 年，初期深耕电表业务，并陆续布局光伏、智慧能效管理、储能、氢能等领域，2011 年上交所上市，当前形成“智能+新能源+储能”三大业务板块，产品包括智能电表、用电信息管理系统解决方案、电化学储能系统解决方案、光伏电站 EPC 及运营、智慧能效管理云平台、一站式综合能源服务等。其中：
 - 1) 电表业务：国内保持第一梯队，2021 年在国网实现中标金额 6.57 亿元，份额 3.27%，排名第七，在南网实现中标金额 2.73 亿元，中标份额达 9.37%，排名第三。海外推进大客户战略（兰吉尔等）、自主品牌拓展（子公司 ELGAMA）、国家级合作（沙特等）等，以点带面，产品覆盖全球 30 多个国家和地区，2020 年以来海外市场已进入收获期。2021 年公司电表及终端业务营收 20.89 亿元，同比下降 19.04%，主要由于 2020 年沙特市场集中交付带来的高基数影响。
 - 2) 新能源业务：深耕光伏电站开发、建设、运营领域多年，并较早布局光伏制造环节，对光伏产业链理解深刻，项目资源获取能力突出，已与多个头部央企平台战略合作。公司光伏电站建设经验已超 6GW，截至 2021 年底公司自持光伏电站规模 1.6GW，储备项目规模超 6GW，运维项目规模超 3.5GW。2021 年公司光伏业务营收 30.37 亿元，同比下降 0.39%，主要由于项目建设节奏因素，公司储备资源较多、2022 规划开工规模较大。
 - 3) 储能业务：公司较早布局储能业务，聚焦新能源配套储能、用户侧储能、用户侧光储及微电网、调峰调频等场景，专注于“BMS+PCS+EMS”融合储能系统设计，率先推广“集中式共享储能电站”，已与华为数字能源、亿纬锂能等头部平台深度合作。2021 年公司加速拓展储能项目，储备储能项目资源超 3GWh，2022 年计划交付 600MWh 储能系统集成业务。

图表 1：公司业务及竞争力总览

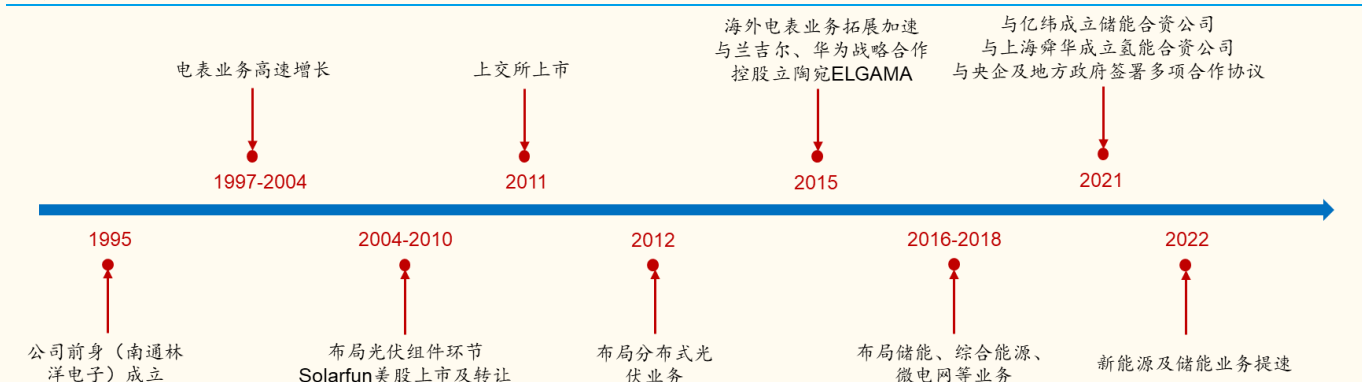
业务板块	具体产品	下游及客户	业务占比 (2021)	竞争力&行业地位
智能板块	智能电表、采集终端、通信模块、智能配用电产品等	国网、南网、海外电力公司、海外电表厂商等	38%	国内：国网第一梯队供应商，2021 年国网集采份额约 3%，排名第七，南网集采份额 9%，排名第三。 海外：国内头部电表出口厂商之一，聚焦欧洲、亚太、南美、东亚等市场，近三年海外电表业务占比持续提升
新能源板块	光伏 EPC、光伏电站运营等	央企国企、地方政府等	57%	光伏领域深耕多年，建设经验超 6GW，2021 年底自持光伏电站 1.6GW，储备项目超 6GW，运维项目超 3.5GW，22 年规划开工规模 2.5GW 以上
节能、储能及其他	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	央企国企、地方政府、工业园区等	5%	布局较早，项目经验丰富，已与华为数字能源、亿纬等头部品牌战略合作，2021 年底储能项目储备超 3GWh，22 年交付预计 600MWh 以上

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- **电表及光伏领域沉淀多年，储能等新兴业务加速培育。**公司 2000 年以前进入电表领域，沉淀超过 20 年，多年来保持国网南网份额领先优势；2004 年集团进入光伏制造领域，并结合产业链发展节奏前瞻调整战略方向，并于 2012 年布局分布式光伏电站业务；2015 年以来公司积极布局储能、微电网、智慧能效管理、氢能等新兴领域，为中长期发展储备多级增长驱动力。当前公司形成智能+新能源+储能业务版图，产

业链协同优势明显，管理层持续前瞻性布局。

图表 2：公司发展沿革

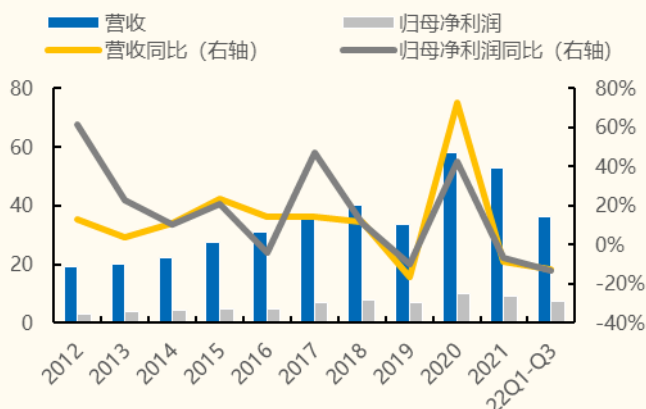


来源：公司官网，公司公告，公司公众号，国金证券研究所

近十年经营稳健 盈利能力突出

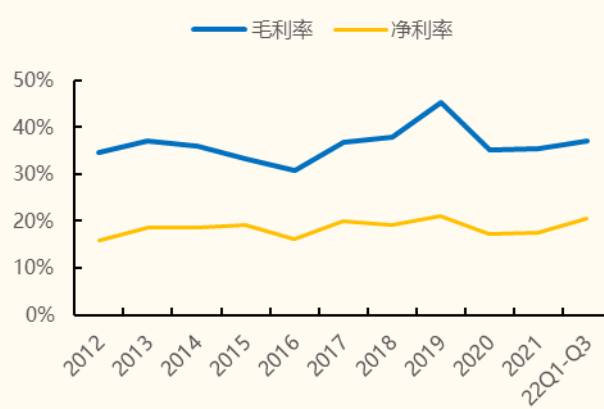
- **近十年经营稳健，盈利能力保持较高水平。**公司深耕智能电表、新能源等领域多年，对产业发展节奏理解深刻，资源获取能力突出，并积极塑造产业链协同优势，近十年营收业绩持续稳健增长，2012-2021年公司营收、归母净利润复合增速为 11.97%/13.27%，其中 2019、2021 年经营波动分别由于 EPC 确认节奏延后、2020 年沙特市场集中交付高基数影响。
- 2022 年前三季度公司营收、归母净利润分别为 36.02/7.34 亿元，同比下降 12.65%/13.21%，主要由于上游价格保持高位、疫情扰动等原因。公司近十年盈利能力保持稳健，毛利率、净利率平均维持在 35%/18% 左右，体现制造端较强成本控制能力以及优质光伏资源获取能力，2022 年前三季度公司毛利率与净利率分别达 36.98%/20.63%。

图表 3：近十年公司营收、归母净利稳健增长（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：近十年公司盈利能力保持稳健



来源：wind，国金证券研究所

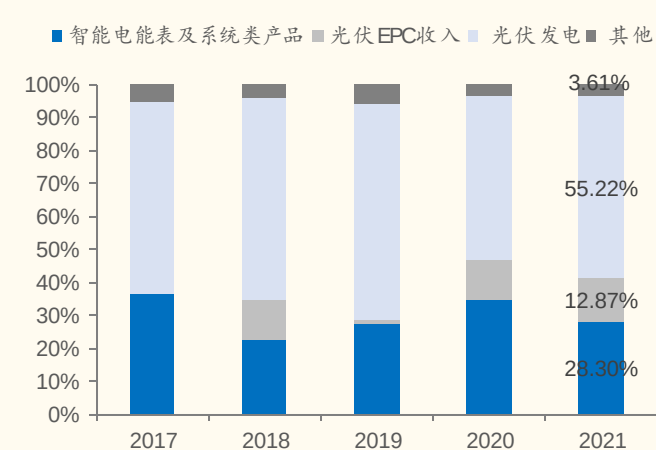
- **2021 年电表+EPC+发电营收占比超过 90%，发电业务毛利占比约 50%。**公司核心业务为智能电表、光伏 EPC、光伏发电，2021 年上述业务营收占比合计超过 90%，2022H1 光伏 EPC 业务占比为 16.21%，同比下降 15.71pct。近三年公司光伏 EPC 营收占比波动较大，主要与项目开工及并网节奏有关。光伏发电业务毛利占比较高，近三年保持在 50%以上。

图表 5: 2021 年公司电表+EPC+发电营收占比超 90%



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 2021 年光伏发电毛利占比约为 50%



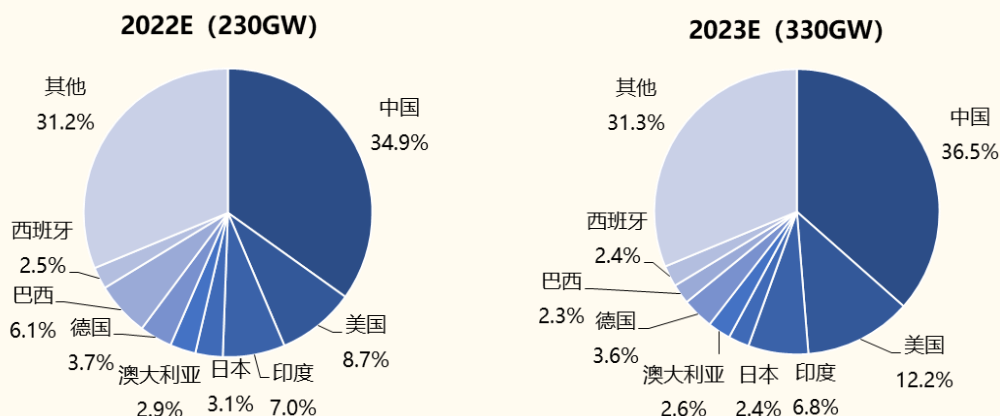
来源: wind, 国金证券研究所

新能源: 多年深耕&厚积薄发 “十四五” 加速扩张

全球能源转型加速 光伏需求超预期

- 能源转型成为全球共识，全球光伏装机需求持续高增。2020 年 9 月中国宣布努力在 2060 年实现碳中和、2030 年之前实现碳达峰，欧盟、美国、日本等主要经济体也制定了执行周期 30-40 年的碳中和目标，能源转型逐步成为全球共识。2021 年起在平价、疫情、双碳等因素的共同作用下，全球新能源“潜在需求规模”急速扩张，光伏成为全球绝大部分地区最低成本电源的趋势已不可逆转，在各国将“加速清洁能源转型、提升能源独立性”提升到战略诉求高度的背景下，光伏需求将持续维持高增长，预计中性情境下 2022-2024 年全球新增装机分别为 230/330/413GW，同比增速 35.3%/43.5%/25.2%，CAGR 达 34.4%。

图表 7: 2022-2023E 全球新增装机市场分布预测



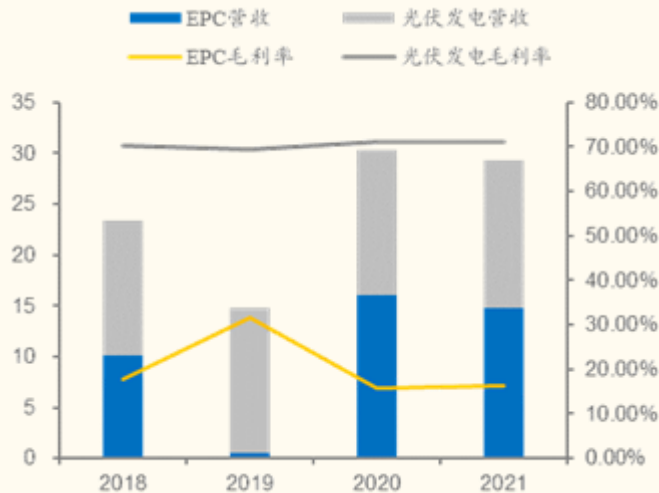
来源: CPIA、SPE、SEIA, 国金证券研究所预测

经验及资源优势突出 新能源业务厚积薄发

- 林洋: 深耕多年、产业链完备，聚焦开发&建设&运营环节。公司 2004 年切入新能源领域，目前主要涵盖开发、设计、建设、投资、运营环节，光伏产业链完备。2021 年公司光伏营收 30.37 亿元，同比基本持平，其中 EPC、发电业务营收分别为 14.80/14.54 亿元，毛利率

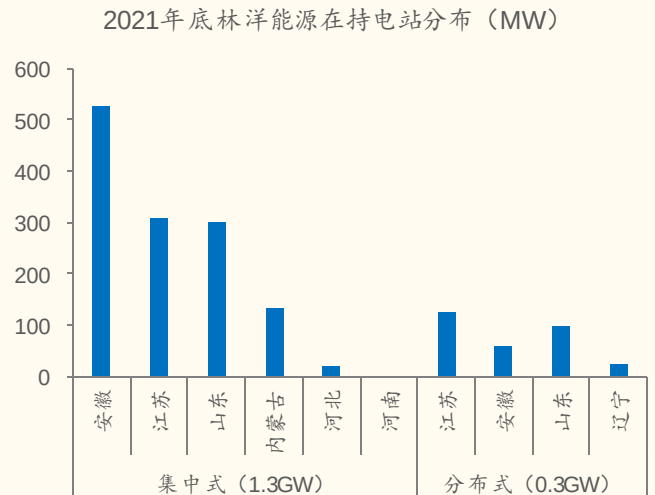
分别为 16.28%/71.13%，近三年光伏发电业务平稳增长，光伏 EPC 业务由于确认节奏有所波动。截至 2021 年底，公司自持光伏电站规模超过 1.6GW，主要分布在安徽、江苏、山东等中东部及内蒙古地区，其中集中式与分布式规模分别约为 1.3/0.3GW。

图表 8：公司 2021 年光伏业务同比基本持平（金额：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2021 年底公司在持电站分布（单位：MW）

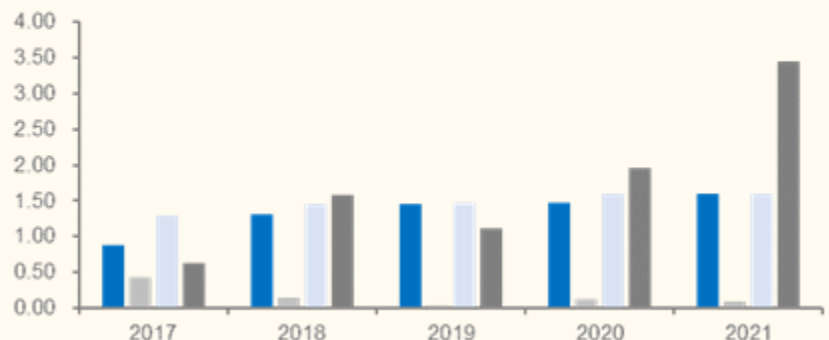


来源：公司公告，国金证券研究所

- **巩固优势、厚积薄发，2021 年新能源项目储备高增。**公司在光伏领域沉淀近 20 年，光伏电站建设经验超 6GW，并对光伏产业链理解深刻，具备项目高效率开发、低成本建设优势。公司与电网、地方政府等建立深厚关系，并积极推进与头部央企平台战略合作，具备较强资源开发与获取能力。双碳背景下各央企平台新能源装机规划提速，公司基于较强资源开发能力，加速落地多项重磅合作，2021 年末储备光伏项目已超 6GW，较 2020 年底增长 50%以上，2022 年起新能源业务预计显著加速。

图表 10：2021 年底公司新能源储备项目超 6GW

■ 期初电站存量规模 (GW) ■ 期间新增电站规模 (GW)
■ 期末电站存量规模 (GW) ■ 在手储备项目 (GW)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2021 年以来公司新能源项目资源开发显著加速

序号	合作方	项目情况
1	华能新能源	成立华能林洋（河北）新能源科技，与华能新能源加强在河北地区的共同开发
2	国电投湖北、安徽分公司	拟“十四五”完成湖北、安徽、河南地区 2GW 左右项目合作开发
3	湖北能源集团、东方日升、亿纬动力	与湖北荆门发改委签订协议，拟“十四五”共同建设“光+风+抽蓄+电化学储能”，总规模不少于 3GW
4	广西北投能源投资集团	在广西就光伏、储能、氢能及相关新能源产业的合作达成框架性的合作意向
5	三峡资本、中国水利水电第四工程局、江苏锦汇集团	合资设立三峡绿色能源投资有限公司，在清洁能源与能源高效利用资产领域全方位合作
6	华为数字能源	在光伏、储能与数字能源等领域开展深度合作
7	安徽省五河县政府	拟通过“风光储+”与地方特色相结合的模式，“十四五”投资建设 1.5GW 光伏+0.5GW 风电项目
8	启东市政府、潍坊高新区管委会、平泉市政府、彝良县政府等	签订合作框架协议，推广分布式光伏、储能、充电系统、智慧能源管理系统在内的“林洋零碳方案”
9	唐县人民政府	签订合作框架协议，在唐县开发 500MW 光伏+500MW 风电项目、500kV 汇集站项目 500MW/1GWh 共享储能站项目
10	平泉市人民政府	签订 300MW 光伏+储能发电项目协议
11	安徽无为市经济开发区	将在无为市经济开发区投资建设 100MW/200MWh 共享储能电站
12	中国电力国际发展有限公司	预中标第二标段储能电池预制舱 2 的 40%，招标容量为 500MWh-1000MWh，其中采购容量 500MWh，备用容量 500MWh

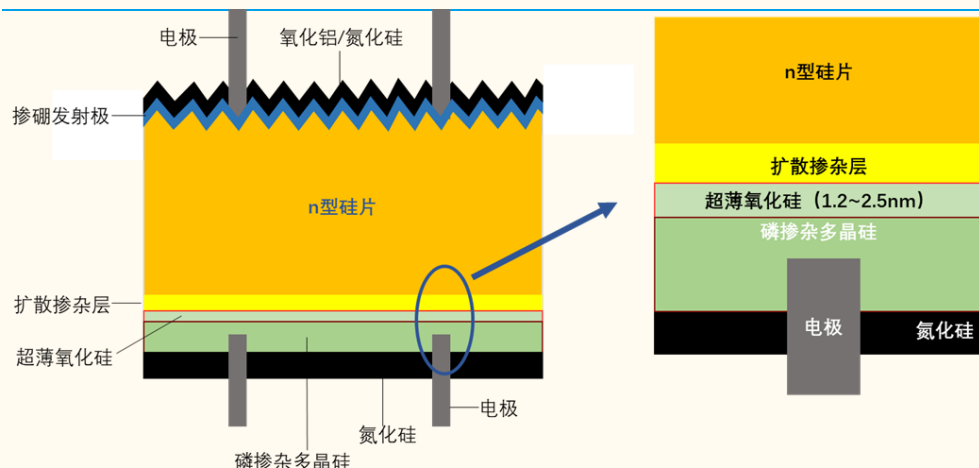
来源：公司公告，公司公众号，国金证券研究所

- **2022 年规划开工 2.5GW，新能源业务预计高增。**“十四五”公司积极响应双碳大战略，新能源项目开发显著提速，2021 年以来多项重磅合作持续落地，基于 2021 年底在手的充沛项目储备，2022 年公司规划开工 2.5GW 新能源项目，较过去三年平均建设规模大幅上台阶，预计 2022 年新能源业务快速增长。此外，公司积极布局绿电交易、碳排放权交易等新型交易模式，随着电力市场体系完善、碳排放权交易市场启动，公司光伏绿色电力交易有望带来新业绩增量。

公告布局制造环节，TOPCon 有望贡献超额利润

- 12 月 2 日，公司公告 TOPCon 投资协议，计划投资 50 亿扩产 20GW TOPCon 电池产能，其中一期 12GW，二期 8GW，预计一期一阶段 6GW 于 2022 年 12 月底前开工、2023 年 7 月底前投产，一期二阶段 6GW 于 2024 年 3 月投产。
- **TOPCon 电池结构较 PERC 更具优势，效率提升明显。**TOPCon 电池技术拥有的隧穿氧化层钝化接触（Tunnel Oxide Passivated Contact）基于选择性载流子原理。TOPCon 技术结构下的电池以 N 型硅衬底，背面覆盖了一层沉积在超薄隧穿氧化硅层上的掺杂多晶硅薄层，形成了较好的钝化接触结构。该结构为硅片背面打造了一个良好的界面钝化，其中的超薄氧化层可以阻挡少子空穴复合，使多子电子隧穿进入多晶硅层，促进电子在多晶硅层横向传输时被金属收集，从而有效地降低了表面复合和金属接触复合，提高开路电压 V_{oc} 和填充因子 FF，提高光电转换效率。

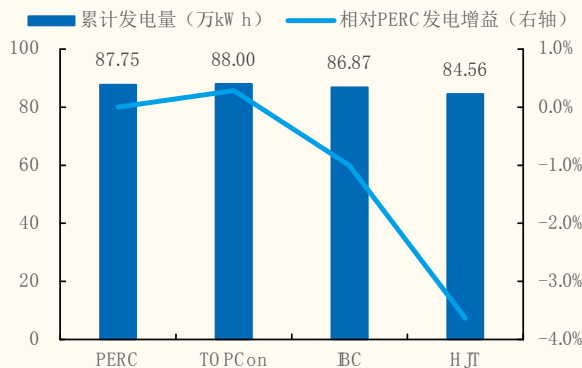
图表 12: TOPCon 电池超薄氧化层结构更利于提升转换效率



来源：中科院宁波材料所、国金证券研究所

- 2023 年 TOPCon 电池具备高效率、低成本优势，有望供不应求，超额盈利有望维持。根据国家光伏、储能实证中心（大庆基地）在 2022 年二、三季度的实证数据，在不同技术类型的组件产品中，N-TOPCon 组件发电量最好，且具有较高的双面率和较低运行温度，实证期内 1MW 的 TOPCon 组件累计发电量为 88 万 kWh，相较于同等装机容量下 PERC 组件发电增益 0.28%。我们预计，在 TOPCon 电池片渗透率提升的早期阶段，有望因供不应求及高效率优势获得超额利润。

图表 13: 不同技术类型组件累计单位兆瓦发电量对比



来源：国家光伏、储能实证中心、国金证券研究所

图表 14: TOPCon/PERC 组件参数比较

参数	PERC	TOPCon
首年衰减	≤2.5%	≤1%
之后每年衰减	0.55%	0.4%
实测首年发电增益	-	+2~3.5%
LCOE	2.42	2.27
IRR	12.34%	13.19%

来源：晶科能源、国金证券研究所

储能：前瞻布局&项目充沛 22 年起增量显著

新型储能爆发式增长 22 年规划交付 600MWh

- 双碳驱动新型储能爆发式增长，2021 国内新增 2.4GW。双碳背景下新能源将成为电力系统主体，新能源发电具有间歇性、波动性等特点，且受天气影响，导致出力特性与用电规律错位，需配套储能以平滑系统波动性、提升新能源消纳能力、强化系统调峰调频能力，电化学储能作为兼具灵活性与可靠性的调节方式，可优化电力系统灵活性及安全性，“十四五”期间将迎来爆发式增长。根据 CNESA 数据，2021 全球新型储能新增投运规模达 10.2GW，同增 117%，其中中国新型储能新增投运规模达 2.4GW，同增 54%，截至 2021 年底国内已投运新型储能装机规模为 5.7GW。

图表 15：国内储能历史新增装机总览（单位：GW）



来源：CNESA，国金证券研究所

图表 16：2021 年国内新增新型储能装机 2.4GW



来源：CNESA，国金证券研究所

- **重磅政策持续落地，新型储能市场机制加速完善。**2021 年 7 月《关于加快推动新型储能发展的指导意见》印发，指出 2025 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 30GW 以上；随后《关于进一步完善分时电价机制的通知》、《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模》、《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》等重磅政策持续落地，新能源配储要求清晰、市场机制逐步完善。

图表 17：新型储能重点政策（部分）

地区	时间	政策	要点
发改委&能源局	2021 年 7 月	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	2025 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机 30GW 以上
发改委	2021 年 8 月	《关于进一步完善分时电价机制的通知》	合理确定峰谷电价价差，上年或当年预计最大系统峰谷差率超过 40% 的地方，峰谷电价价差原则上不低于 4:1，其他地区原则上不低于 3:1
发改委&能源局	2021 年 8 月	《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模》	超出保障性并网外的规模强制配套 15%+4h，20% 以上优先并网
发改委&能源局	2022 年 3 月	《“十四五”新型储能发展实施方案》	明确发展目标和重点任务
发改委&能源局	2022 年 6 月	《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》	定义独立储能身份，完善市场机制，对储能成本进行合理疏导

来源：发改委，能源局，国金证券研究所

- **储能业务前瞻布局，与华为、亿纬战略合作。**公司 2015 年以来加速布局储能业务，基于电表及新能源业务多年客户资源，聚焦新能源配套、用户侧、光储及微电网、调峰调频场景，近几年建成林洋总部工业园微电网项目、上海汽车城博物馆微电网项目、上海军工路光充储项目、亿纬厂区用户侧储能项目等，储能建设经验较为丰富。2020 年以来公司与华为数字能源、亿纬锂能等深度合作布局储能产业链关键环节，基于“BMS+PCS+EMS”模式，率先推广“集中式共享储能电站”商业模式。

图表 18：公司与华为、亿纬战略合作

时间	合作方	合作情况
2020、2021	亿纬锂能	2020 年成立合资公司：江苏林洋亿纬储能科技，林洋控股 85%，聚焦储能系统集成领域，侧重产品销售与集成服务 2021 年成立合资公司：江苏亿纬林洋储能技术，林洋参股 35%，投资 30 亿元建设年产能 10GWh 储能专用 LFP 电池生产基地，预计 2022 年投产，强化上游供应与成本把控能力
2021	华为数字能源	强化公司储能相关产品的技术实力和系统解决方案服务能力，基于华为智能组串 PCS 的系统方案，优化大规模&高效率&长寿命方案能力

来源：公司公告，公司公众号，国金证券研究所

- **储能项目储备充沛，2022 年规划交付 600MWh。**2021 年以来公司加速布局储能项目，基于“新能源+储能”协同拓展市场，并积极推进共享储能商业模式，持续落地多项储能合作协议，截至 2021 年底储备储能项目资源超 3GWh，其中湖北仙桃 200MW 光伏+120MWh 共享储能项目、五河风光储一体化项目一期均已开工。根据公司公告，2022 年规划交付约 600MWh 规模的储能系统集成业务，未来 3 年累计建设不低于 5GWh 储能项目，公司储能业务实现跨越式发展。

图表 19：2021 年以来公司储能项目资源开发加速

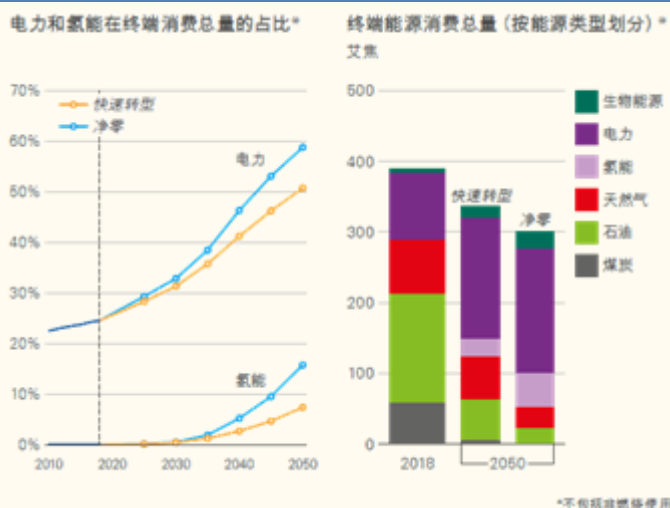
序号	合作方	项目情况
1	国网南通综合能源服务有限公司	打造如东 100MW/200MWh 海上风电配套集中式共享储能电站示范项目
2	安徽省蚌埠五河县政府	通过“风光储+”与地方特色结合的模式，共同投资建设 1.5GW 光伏项目、0.5GW 风电项目、540MW/1080MWh 集中式共享储能电站
3	湖北能源集团、东方日升、亿纬动力	与湖北荆门发改委签订协议，包含不少于 200MWh 电化学储能项目
4	华能江苏能源开发有限公司	拟在启东通过合资公司建设 80MW/160MWh 的储能共享电站
5	安徽省能源集团	签订合作框架协议，在新能源、储能、光伏运维、碳资产托管等领域全面合作，规划“十四五”完成安徽、陕西 3GW 左右项目合作开发，22-25 年每年实现不低于 800MW 的新项目开发合作
6	内蒙古达茂旗	林洋将在达茂旗计划分期、分批建设 2-5GWh 共享储能项目，并开发清洁能源供暖以及申报源网荷储一体化项目
7	安徽无为市经济开发区	将在无为市经济开发区投资建设 100MW/200MWh 共享储能电站
8	中国电力国际发展有限公司	预中标第二标段储能电池预制舱 2 的 40%，招标容量为 500MWh-1000MWh，其中采购容量 500MWh，备用容量 500MWh

来源：公司公告，公司公众号，国金证券研究所

积极培育氢能业务 打造新盈利增长点

- **积极培育氢能业务，可再生能源制氢空间广阔。**氢能具有易储存及运输、能量密度高、零污染等特点，为支撑碳减排的关键能源形式，将在工业（工业产品的零碳制造）、交通（氢燃料电池汽车）、电力（氢能发电）、建筑（家用燃料电池系统）等领域发挥重要作用。新能源发电制氢可有效解决新能源消纳及存储问题，满足零碳要求，随着制氢设备规模化、新能源发电成本下降等，新能源制氢发展空间广阔。公司积极布局与培育氢能业务，2021 年与上海舜华、广西北投能源投资集团等展开氢能领域合作，发挥双方协同优势，聚焦电解水制氢设备及氢储解决方案。基于新能源及储能客户资源、自持优质光伏电站等优势，未来有望打造新的盈利增长点。

图表 20：氢能是支撑多环节碳减排的关键能源



来源：《中国氢能产业发展报告 2020》，BP 能源，国金证券研究所

图表 21：2021 年公司氢能领域合作

时间	合作方	合作情况
2021 年 8 月	上海舜华	成立合资公司上海舜华林洋氢科技有限公司，林洋创投持股 40%，聚焦电解水制氢设备的研发、生产、销售、运营和维护，优化氢储解决方案
2021 年 10 月	广西北投能源投资集团	在广西就光伏电站、储能、氢能及相关新能源产业的合作达成框架性的合作意向，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

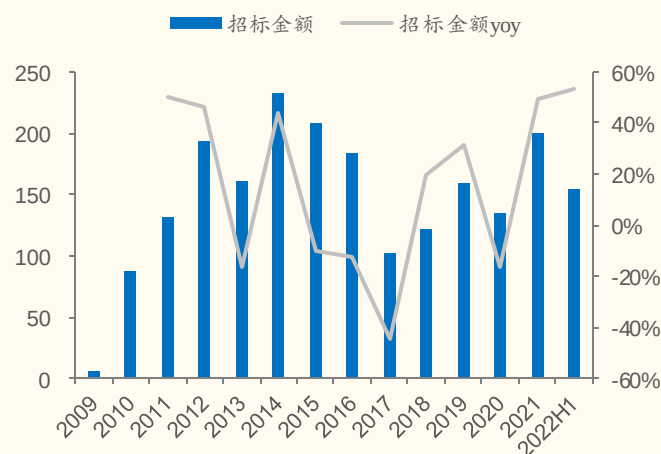
来源：公司公告，公司公众号，国金证券研究所

电表：国内新周期开启 海外需求复苏

国内：稳居国网第一梯队受益于招标金额高增

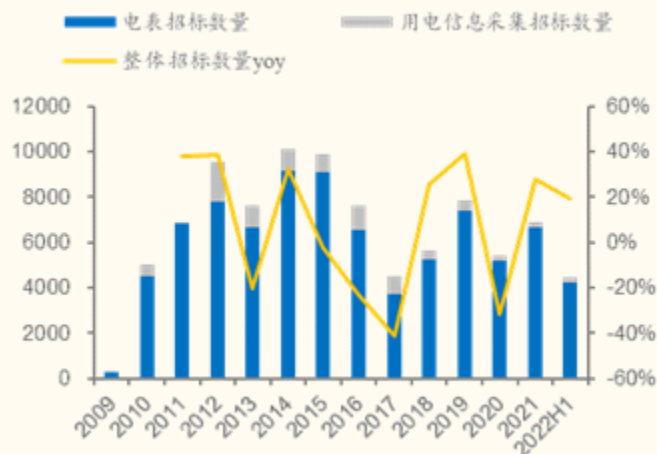
- **新标准下量价齐升，智能电表新周期开启。**自 2009 年国家电网开始部署使用智能电表，我国智能电表发展主要经历了四个阶段。
- **1) 2009-2015 智能电表大规模铺设阶段：**智能电网周期下，智能电表大规模铺设，2014-2015 年国网智能电表招标数量超过 9000 万只/年，招标金额超过 200 亿元/年。
- **2) 2016-2018 年招标下行阶段：**随着智能电表覆盖率超过 90%，2017 年国网智能电表招标数量一度降至 3700 万只左右。
- **3) 2019 年以来新一轮上行周期有望开启：**智能电表逐步进入集中更换阶段，驱动招标量回升，随着 2020 年电表新标准落地，新一代智能电表招标有望迎来新一轮上行周期，2021 年招标量已回升至 6700 万只左右。

图表 22：国网智能电表招标金额回顾（单位：亿元）



来源：国网电子商务平台，国金证券研究所

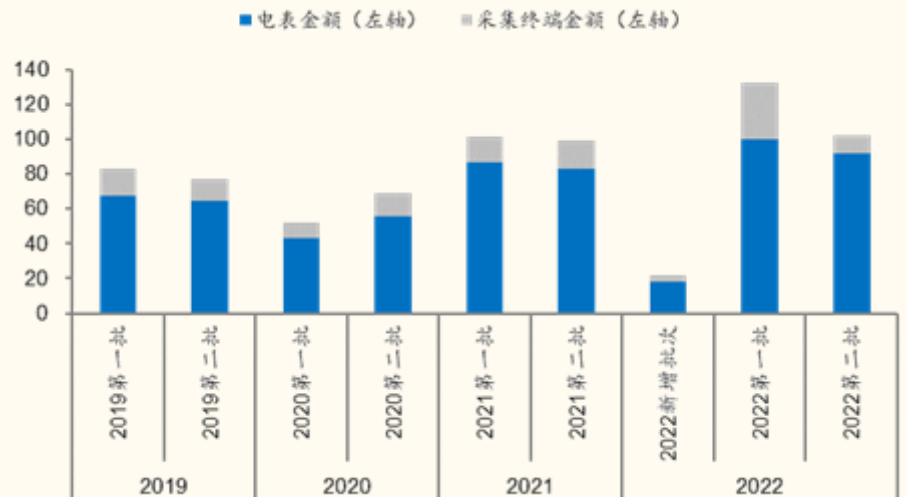
图表 23：国网智能电表招标数量回顾（单位：万只）



来源：国网电子商务平台，国金证券研究所

- **国网 2022 年招标金额同增 27%。**2022 年 1 月、4 月、11 月国网分别发布了新增批次与 2022 年第一批、第二批电表招标项目，合计招标金额为 256 亿元左右，同比增长 27%。

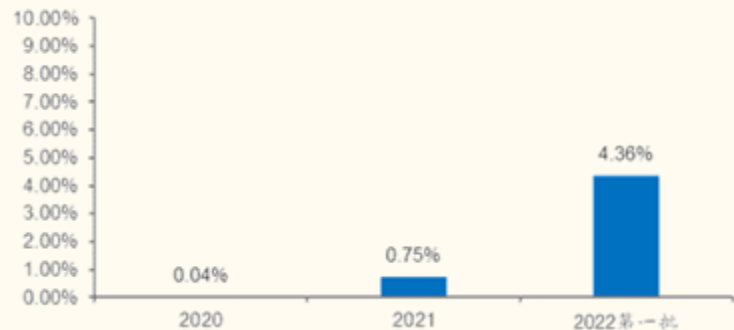
图表 24：2021 年以来电表招标金额持续加速



来源：国网电子商务平台，国金证券研究所

- 考虑到 1) 上一轮铺设的智能电表陆续进入更换期、2) 新型电力系统背景下新一代电表渗透有望加速、3) 当前招标数量距离 2014-2015 年的高峰仍有较大差距，“十四五”期间国网智能电表招标数量预计持续增长；4) 2020 年出台的新标准电表单价增幅较大 (+30%左右)，且单价相对较高的高配版智能物联表渗透率提升，有望支撑国网电表招标金额较快增长。假设 2022-2024 年国网智能电表招标数量分别为 7500/8000/8500 万只，物联表渗透率分别为 8%/15%/25%，2023-2024 年国网电表与采集终端合计招标金额有望达 340/418 亿元，分别同比增长 33%/23%。

图表 25：新标准落地以来智能物联表渗透率持续提升



来源：国网电子商务平台，国金证券研究所

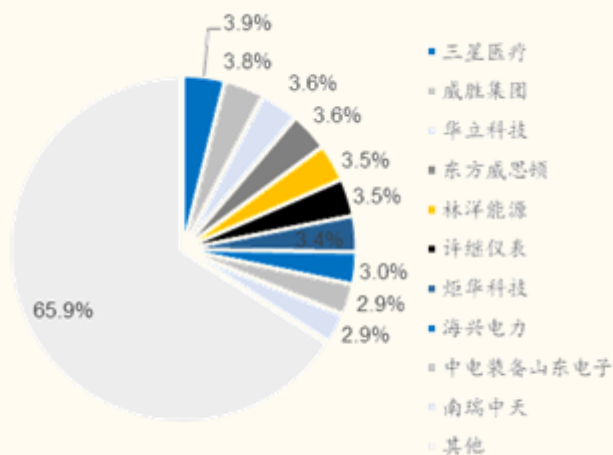
图表 26：国网智能电表招标金额测算 (亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
国网智能电表招标量 (万只)	7380	5261	6674	7500	8000	8500
智能物联表渗透率		0.04%	0.75%	8%	15%	25%
2020 版-智能电表单价假设 (元)		188	250	220	215	210
2020 版-智能物联表单价假设 (元)		-	1300	1300	1200	1100
国网智能电表招标金额 (亿元)	132	99	170	210	290	368
国网采集终端招标金额 (亿元)	28	22	31	46	50	50
国网智能电表及采集终端合计招标金额 (亿元)	160	121	201	256	340	418
yoy		-24%	66%	27%	33%	23%

来源：国网电子商务平台，国金证券研究所

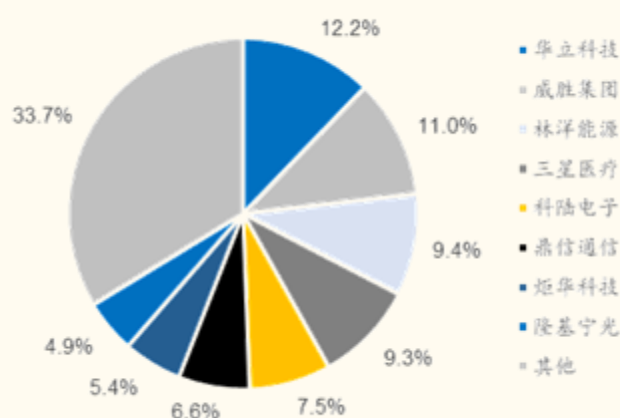
- 国南网智能电表中标格局较为分散且保持相对稳定。以国网为例，2021 年国网两批招标项目中，按金额统计，智能电表前五中标人分别为三星医疗、威胜集团、华立科技、东方威思顿、林洋能源，份额分别为 3.9%/3.8%/3.6%/3.6%/3.5%，CR5 为 18.4%、CR10 为 34.1%，近十年 CR5 维持 15%-20%水平，格局较为分散，且格局相对稳定。南网格局相对集中，2021 年前五名分别为华立科技、威胜集团、林洋能源、三星医疗、科陆电子，份额分别为 12.2%/11.0%/9.4%/9.3%/7.5%，CR5 为 49.40%。未来随着高配版物联表渗透率提升，集中度有望缓慢提升。

图表 27：2021 年国网智能电表格局（按金额）



来源：国网电子商务平台，国金证券研究所

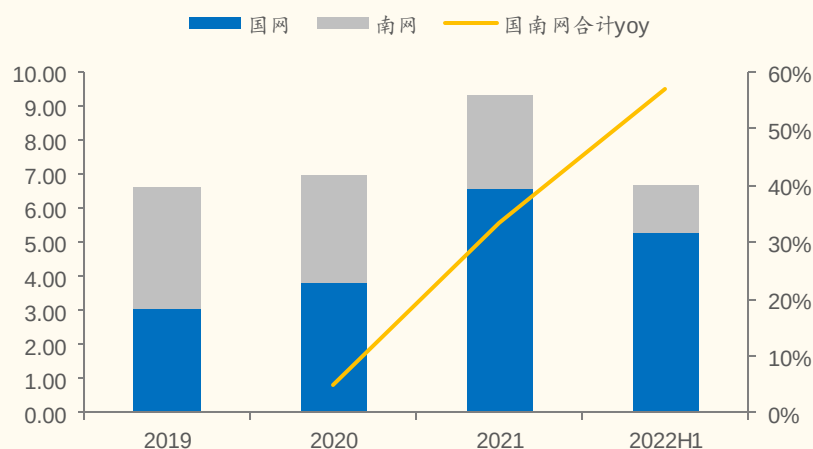
图表 28：2021 年南网智能电表格局（按金额）



来源：国网电子商务平台，国金证券研究所

- 林洋国内电表份额稳居第一梯队，2021-2022H1 中标金额快速增长。公司深耕电能表行业超过 20 年，在国网、南网及地方电力公司等招标环节中份额保持第一梯队。2021 年公司国网、南网中标金额分别为 6.57/2.73 亿元，合计增速约 33%；2022 年上半年公司国网、南网中标金额分别为 5.29/1.40 亿元，合计增速约 57%，国内中标金额保持较快增速。

图表 29：2021-2022H1 公司两网中标金额较快增长（单位：亿元）



来源：国网电子商务平台，公司公告，国金证券研究所

海外：战略合作加速落地 近三年持续收获

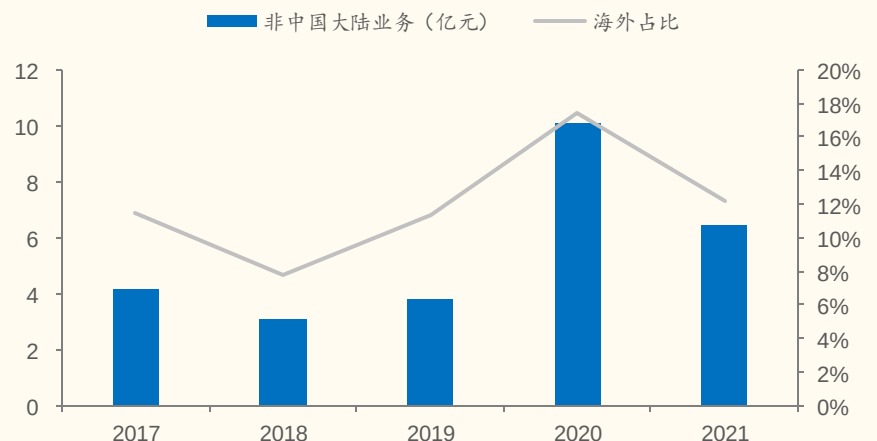
- 海外市场已步入收获期，2021 年波动由于沙特市场高基数影响。公司 2004 年电表业务开始走向国际市场，2015 年与全球电表龙头品牌兰吉尔战略合作，近年来坚持大客户战略+自主品牌拓展并行，以点带面持续拓展海外市场，电表产品已覆盖全球 30 多个国家和地区，并与兰吉尔在欧洲、亚太、南美等市场全面合作。2020 年以来公司海外市场持续收获，海外电表业务规模较快提升，其中 2021 年公司海外电表业务同比下滑主要由于 2020 年沙特市场集中交付带来的高基数影响。

图表 30：近三年公司海外电表业务持续收获

海外市场	2019 年重点海外项目	2020 年重点海外项目	2021 年重点海外项目
欧洲、非洲、亚太、南美等市场	在孟加拉、尼日利亚等市场取得零的突破	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；与中电装备、沙特 ECC、瑞士兰吉尔等海内外知名企业达成全面合作	与瑞士兰吉尔集团在欧洲、亚太、南美等市场全面深化合作，实现智能电表销售超 100 万台
中东市场	在沙特电力公司（SEC）组织的 1000 万台智能电表部署项目中成为最主要的智能电表和通讯模块供应商之一		与中电装备、沙特 ECC、德国 K&S 等海内外知名企业合作
东亚市场	与韩国合作伙伴一起成为韩国电力（KEPCO）的主要智能电表供应商		与韩国合作伙伴深度合作，出口智能电表超 110 万台
东欧市场	子公司 Elgama 中标波兰最大电力局 PGE42 万台 TOU 表项目，同时在乌克兰赢得了基辅电力公司（DTEK）首批 28 万台智能电表合同		子公司 Elgama 持续抢占波兰等市场，并获连续中标，销售电表超 100 万台

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：近三年公司海外电表业务增长较快（金额：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 海外需求向好，2022 年海外电表业务有望恢复较快增长。考虑到海外疫情常态化下电表需求复苏、汇率因素使得国内电表企业出口优势提升等因素，2022 年海外电表需求向好。公司基于智能电表及 AMI 系统解决方案的全球化、区域化、本地化融合推广，持续深化战略大客户合作，并推进 JDM 合作模式，海外份额有望持续提升，2022 年海外

电表业务有望恢复较快增长。根据公司公告，公司全资子公司 ELGAMA 6 月 6 日中标波兰电力公司 STOEN OPERATOR 的智能电能表招标项目，中标金额折算成人民币约为 1.68 亿元。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- **新能源业务：**1) 光伏 EPC：2021 年底公司储备光伏项目已超 6GW，2022 年公司规划开工 2.5GW 新能源项目，受到硅料涨价影响大部分将在 2023-2024 年确认，假设 2022-2024 年公司 EPC 确认规模分别为 150/1200/1600MW，对应收入分别为 5/33/52 亿元，考虑到 2022 年上半年上游价格较高，预计未来随着上游价格下降，公司 2022-2024 年毛利率有望稳健提升，预计分别为 11%/15%/15%。2) 光伏发电：公司自持电站以优质的平价电站为主，预计规模保持稳定，预计发电业务收入分别为 12/11/11 亿元，考虑到公司较强资源获取能力，预计毛利率保持在 71%；3) 电池片：一期 6GW+6GW TOPCon 电池片产能分别计划 2023 年 7 月底和 2024 年 3 月投产，由于 TOPCon 处于渗透率提升初期阶段，公司产品有望实现满产满销，预计 2023/2024 年分别出货 2/10GW，考虑到硅料降价贡献及 TOPCon 高效优势，预计毛利率分别为 18%、21%。
- **储能业务：**截至 2021 年底储备储能项目资源超 3GWh，根据公司公告，2022 年规划交付约 600MWh 储能系统集成业务，且未来 3 年累计建设不低于 5GWh 储能项目。假设公司 2022-2024 年储能业务确认规模分别为 550/1100/2200MWh，则对应储能业务营收分别为 8/16/31 亿元，考虑到业务规模化、成本优化、未来上游价格下降等因素，公司毛利率有望稳健提升，预计分别为 10%/15%/15%。

图表 32：公司业务预测总览（亿元）

营收拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
电表板块	25.80	20.09	23.23	26.59	30.80
yoy	89.99%	-22.13%	15.62%	14.46%	15.85%
毛利率	28.10%	26.38%	28.00%	29.00%	30.00%
光伏发电板块	14.24	14.54	12.02	11.24	11.26
yoy	-0.90%	2.11%	-17.32%	-6.52%	0.16%
毛利率	71.13%	71.13%	71.00%	71.00%	71.00%
光伏 EPC 板块	16.01	14.80	5.25	39.60	52.00
yoy	3291.95%	-7.56%	-64.53%	654.29%	31.31%
毛利率	15.81%	16.28%	11.00%	15.00%	15.00%
TOPCon 电池片业务				16.36	58.00
yoy					254.52%
毛利率				18.34%	20.69%
储能及其他板块	1.94	2.13	8.25	15.95	30.80
yoy	-62.46%	10.00%	-	93.33%	93.10%
毛利率	25.61%	31.56%	10.00%	15.00%	15.00%
总收入	57.99	52.97	48.75	109.73	182.86
yoy	72.64%	-8.66%	-7.97%	125.10%	66.63%
毛利率	35.19%	35.35%	33.73%	24.62%	22.78%

来源：wind，国金证券研究所预测

- **电表业务：**考虑到上一轮铺设的智能电表陆续进入更换期、新型电力系统背景下新一代物联表渗透有望加速等因素，预计公司电能表及终端业务营收分别为 23/27/31 亿元，同比增长 16%/14%/16%，综合考虑单价较高物联表占比提升、海外业务占比提升等因素，预计公司 2022-2024 年毛利率稳定在 30%附近。
- **费用假设：**考虑到 2021 年底公司新能源及储能项目资源储备规模较大，2022 年起公司主要业务增速预计保持较高水平，公司费用率有望稳步下降，预计公司 2022-2024 年销售费用率分别为 2.20%/1.90%/1.80%、管理费用率分别为 7.70%/4.90%/4.80%、研发费用率保持在 2.80%/2.0%/2.0%。

投资建议及估值

- 公司智能+新能源+储能战略版图清晰，具备产业链协同优势与较强资源获取能力，2021 年底新能源及储能储备项目充沛。双碳大背景下，公司电表业务预计稳健增长，新能源与储能业务较快扩张，氢能等新兴业务有望额外增量，预计 2022-2024 年公司归母净利润将分别为 8.2/12.0/17.5 亿元，EPS 分别为 0.40/0.58/0.85 元，对应 PE 分别为 24.6/16.8/11.5 倍。
- 我们采用 PE 估值法，选取正泰电器、阳光电源、晶科科技、海兴电力、炬华科技 5 家可比公司对林洋能源进行估值。2022-2024 年 5 家可比公司的中位数 PE 分别为 28.7、18.9、14.9 倍，参考可比公司估值，结合公司业务结构与增速，给予公司 2023 年 20 倍估值，目标价 11.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 33：可比公司估值比较（市盈率法，股价取自 2022 年 12 月 2 日收盘价）

代码	名称	市值 (亿元)	股价(元)	净利润(亿元)					PE				
				2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
601877.SH	正泰电器	620	28.82	64.3	34.0	47.3	58.0	68.5	9.6	18.2	13.1	10.7	9.1
300274.SZ	阳光电源	1,784	120.09	19.5	15.8	30.7	54.1	72.4	91.3	112.7	58.1	33.0	24.6
601778.SH	晶科科技	156	5.40	4.8	3.6	4.1	6.4	8.0	32.8	43.3	38.5	24.5	19.5
300360.SZ	炬华科技	80	15.87	2.9	3.2	4.4	6.0	7.6	27.3	25.2	18.2	13.3	10.5
603556.SH	海兴电力	94	19.22	4.8	3.1	6.0	7.1	8.7	19.5	29.9	15.7	13.3	10.8
	中位数								36.1	45.9	28.7	18.9	14.9
601222.SH	林洋能源	201	9.76	10.0	9.3	8.2	12.0	17.5	20.2	21.6	24.6	16.8	11.5

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **智能电表招标不及预期**
国内智能电表需求主要来自国网与南网统一招标项目，若未来国南网电表招标金额不及预期，可能会影响公司智能电表业务收入。
- **上游价格上涨风险**
如果上游原材料如芯片、电芯、组件等价格出现较大幅度上涨，可能会影响公司新能源及储能项目建设进度，或者导致毛利率下降。
- **市场规模测算偏差风险**
报告中市场规模等数据的测算基于一定前提假设，存在实际无法达到、不及预期的风险。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,359	5,799	5,297	4,875	10,973	18,286
增长率		72.6%	-8.7%	-8.0%	125.1%	66.6%
主营业务成本	-1,841	-3,759	-3,424	-3,231	-8,271	-14,120
%销售收入	54.8%	64.8%	64.6%	66.3%	75.4%	77.2%
毛利	1,518	2,040	1,872	1,644	2,702	4,165
%销售收入	45.2%	35.2%	35.4%	33.7%	24.6%	22.8%
营业税金及附加	-20	-28	-31	-24	-55	-91
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-157	-134	-119	-107	-208	-329
%销售收入	4.7%	2.3%	2.2%	2.2%	1.9%	1.8%
管理费用	-233	-292	-276	-375	-538	-878
%销售收入	6.9%	5.0%	5.2%	7.7%	4.9%	4.8%
研发费用	-139	-131	-139	-136	-219	-366
%销售收入	4.1%	2.3%	2.6%	2.8%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	970	1,455	1,308	1,001	1,682	2,501
%销售收入	28.9%	25.1%	24.7%	20.5%	15.3%	13.7%
财务费用	-269	-357	-307	-49	-304	-492
%销售收入	8.0%	6.2%	5.8%	1.0%	2.8%	2.7%
资产减值损失	0	-74	6	-23	-27	-28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	81	56	31	50	70	90
%税前利润	10.4%	4.9%	2.8%	5.2%	5.0%	4.4%
营业利润	798	1,154	1,141	978	1,421	2,072
营业利润率	23.8%	19.9%	21.5%	20.1%	12.9%	11.3%
营业外收支	-19	-12	-25	-25	-25	-25
税前利润	779	1,141	1,115	953	1,396	2,047
利润率	23.2%	19.7%	21.1%	19.6%	12.7%	11.2%
所得税	-76	-140	-183	-133	-195	-287
所得税率	9.7%	12.2%	16.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	703	1,002	932	820	1,200	1,760
少数股东损益	3	4	2	4	5	6
归属于母公司的净利润	700	997	930	816	1,195	1,754
净利率	20.9%	17.2%	17.6%	16.7%	10.9%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	703	1,002	932	820	1,200	1,760
少数股东损益	3	4	2	4	5	6
非现金支出	461	547	496	438	444	468
非经营收益	240	274	246	194	212	370
营运资金变动	-1,003	-600	-619	-348	-2,276	-3,955
经营活动现金净流	402	1,223	1,055	1,104	-420	-1,356
资本开支	-344	-165	-390	329	-655	-705
投资	48	-963	142	-400	-100	-100
其他	122	98	238	50	70	90
投资活动现金净流	-173	-1,029	-9	-21	-685	-715
股权募资	0	2	14	125	0	0
债权募资	244	850	-434	-196	2,581	4,632
其他	-543	-507	-452	-538	-735	-1,136
筹资活动现金净流	-298	344	-872	-610	1,847	3,495
现金净流量	-59	496	155	473	742	1,424

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,033	2,780	2,861	3,186	3,821	5,166
应收款项	3,157	3,976	4,971	4,760	8,091	13,482
存货	798	761	589	1,128	2,443	3,791
其他流动资产	1,315	2,227	1,926	2,216	2,651	3,162
流动资产	7,303	9,744	10,347	11,290	17,005	25,602
%总资产	41.8%	49.2%	50.4%	54.3%	63.4%	71.6%
长期投资	136	160	462	562	662	762
固定资产	9,171	8,946	8,475	7,611	7,706	7,838
%总资产	52.5%	45.2%	41.3%	36.6%	28.7%	21.9%
无形资产	228	234	176	383	527	661
非流动资产	10,165	10,065	10,162	9,497	9,809	10,149
%总资产	58.2%	50.8%	49.6%	45.7%	36.6%	28.4%
资产总计	17,468	19,809	20,509	20,787	26,814	35,751
短期借款	1,213	1,861	1,393	1,522	4,103	8,735
应付款项	1,238	1,880	1,648	1,560	3,985	6,802
其他流动负债	215	289	324	416	822	1,329
流动负债	2,665	4,030	3,365	3,498	8,910	16,866
长期贷款	1,878	2,059	2,102	1,802	1,802	1,802
其他长期负债	2,609	2,731	566	393	286	207
负债	7,152	8,820	6,033	5,692	10,998	18,876
普通股股东权益	10,291	10,965	14,440	15,055	15,772	16,824
其中：股本	1,758	1,749	2,060	2,060	2,060	2,060
未分配利润	3,067	3,949	4,667	5,157	5,874	6,926
少数股东权益	25	24	36	40	45	51
负债股东权益合计	17,468	19,809	20,509	20,787	26,814	35,751

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.398	0.570	0.452	0.396	0.580	0.851
每股净资产	5.855	6.270	7.009	7.307	7.656	8.166
每股经营现金净流	0.229	0.699	0.512	0.536	-0.204	-0.658
每股股利	0.050	0.107	0.220	0.159	0.232	0.341
回报率						
净资产收益率	6.81%	9.09%	6.44%	5.42%	7.58%	10.43%
总资产收益率	4.01%	5.03%	4.54%	3.93%	4.46%	4.91%
投入资本收益率	5.47%	7.25%	6.08%	4.67%	6.66%	7.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.37%	72.63%	-8.66%	-7.96%	125.10%	66.63%
EBIT增长率	-2.52%	49.97%	-10.08%	-23.49%	68.05%	48.74%
净利润增长率	-7.90%	42.37%	-6.69%	-12.25%	46.40%	46.74%
总资产增长率	0.00%	13.40%	3.53%	1.35%	29.00%	33.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	317.9	213.6	267.4	330.0	250.0	250.0
存货周转天数	124.7	75.7	71.9	130.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	183.9	94.4	111.5	115.0	115.0	115.0
固定资产周转天数	971.1	542.9	581.2	551.9	243.3	144.7
偿债能力						
净负债/股东权益	25.67%	17.40%	-6.35%	-11.37%	1.47%	20.84%
EBIT利息保障倍数	3.6	4.1	4.3	20.3	5.5	5.1
资产负债率	40.94%	44.53%	29.41%	27.38%	41.01%	52.80%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	11	15	20	33
增持	2	6	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.35	1.32	1.29	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402