

林洋能源 (601222.SH)

布局 TOPCon 发力高效电池制造，光储一体化战略未来可期

核心观点:

- **布局 TOPCon 延伸拓展高效制造领域，紧跟行业新一代发展趋势。** 12月2日，公司发布投资公告，拟与南通市经济技术开发区管委会签订投资协议，分两期投资建设 20GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池项目，其中一期 12GW 投资金额 50 亿元，二期 8GW 投资金额 50 亿元。公司力争在 2022 年 12 月底前开工一期一阶段 6GW，并于 2023 年 7 月底前竣工投产，一期二阶段 6GW 计划于 2024 年 3 月投产，5 月达成 12GW 生产能力。此次整体投资进展积极紧凑，体现林洋能源强势回归高效光伏制造决心。2022 年以来，国内 TOPCon 电池产能快速扩张，TOPCon 电池大规模量产得证，公司依托原有系统集成与 EPC 业务，打造“电池片+组件+光储系统集成”的全产业链业态，确保业务高成长。
- **携手亿纬锂能打造储能全产业链，光储一体化未来可期。** 11月18日，公司公告合资公司亿纬林洋（公司持股 35%，亿纬锂能持股 65%）建设的年产 10GWh 储能电池项目第一条产线已正式投产，第二三条产线将陆续完成调试投产，预计到明年上半年将形成 10GWh 储能电芯生产能力，确保公司在储能行业高成长背景下的电芯保供能力，支撑公司储能业务全面拓展。此外，合资公司林洋亿纬（公司持股 85%，亿纬锂能持股 15%）规划的 4 条 6GWh 柔性智慧储能 PACK 及直流系统产线中的第一条 1.5GWh 已投产。目前公司已形成从 PACK、系统集成到终端运营的全产业链一体化布局，依托林洋新能源协同开拓“新能源+储能”市场，项目储备丰富，并计划在 22 年实现 600MWh 系统集成订单交付，未来三年累计不低于 5GWh 储能系统，光储一体化未来可期。
- **盈利预测与投资建议。** 公司致力于打造光储一体化领域龙头企业，预计 2022-2024 年 EPS 为 0.40/0.52/0.69 元/股。考虑可比公司估值给予 2023 年 25 倍 PE，对应合理价值 13.08 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 储能机制出台低预期；硅料降价低预期；新技术路线风险。

盈利预测:

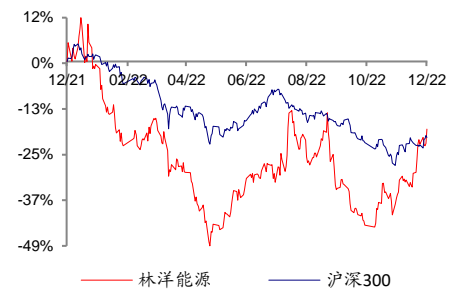
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,799	5,297	5,280	7,856	12,326
增长率 (%)	72.6	-8.7	-0.3	48.8	56.9
EBITDA (百万元)	1,959	1,870	1,833	2,373	2,979
归母净利润 (百万元)	997	930	834	1,074	1,429
增长率 (%)	42.4	-6.7	-10.4	28.8	33.0
EPS (元/股)	0.57	0.45	0.40	0.52	0.69
市盈率 (x)	13.89	26.86	24.11	18.72	14.08
ROE (%)	9.1	6.4	5.5	6.6	8.0
EV/EBITDA (x)	9.03	13.99	10.77	9.05	7.73

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	9.76 元
合理价值	13.08 元
前次评级	买入
报告日期	2022-12-04

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

请注意, 陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

林洋能源 (601222.SH): 储 2022-11-13

能业务快速放量, 静待光伏

盈利恢复

林洋能源 (601222.SH): 储 2022-05-31

能行业步入快车道, 电力能

源翘楚乘风起航

联系人: 陈龙 021-38003623

shchenlong@gf.com.cn

联系人: 高翔

gaoxiang@gf.com.cn

一、盈利预测

我们将公司业务分为电表、光伏运营、光伏EPC、节能及储能业务、其他产品等，并分别对其做出核心假设测算未来三年营收及成本规模：

电能表及系统类产品：伴随十四五新轮节能电表采购需求的持续释放，我们预计电能表等产品生产量2022~2024年同比增速为10%，对应产销率均可达100%；目前智能电表行业受益于高端化和智能化，单套价格呈现持续走高的趋势，2021年因为海外订单比例下滑导致单价有所回落，但预期后面会稳步恢复，预计平均销售单价分别为220、230和240元/台；预测2022~2024年毛利率维持26%，2022~2024年电能表及系统类产品营收同比增速分别为8.66%、15.00%和14.78%。

光伏发电运营：根据公司近期股权转让协议，预测各省市2022~2024年总装机容量同比增速分别为-27.83%、-14.38%和8.45%；受平价影响，2022~2024各地区上网电价呈逐年降低趋势；预测2022~2024年业务毛利率维持在70%，2022~2024年光伏发电运营营收同比增速分别为-28.07%、-13.48%和9.70%。

光伏EPC：受光伏组件价格大涨的影响，2022年光伏EPC进度低预期，随着近期硅料价格走低，光伏EPC项目有望重启，预计2022~2024年营收同比增速分别为-45.93%、177.50%、57.66%。预计光伏EPC业务盈利水平保持稳健，预测2022~2024年毛利率维持在15%。

节能及储能业务：目前公司储备储能项目资源已超3GWh，2022年公司计划实现约600MWh规模的系统集成业务交付，储能板块营收与业绩有望实现突破性增长，随着储能项目加速落地，预计2022~2024年营收同比增速分别为1187.22%、92.68%、153.16%，毛利率随着锂电成本下行与规模化效应逐步提升分别为9%、12%、13%。

表 1：公司收入拆分及预测表（2022E~2024E，单位亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	57.99	52.97	52.80	78.56	123.26
YOY (%)	72.63%	-8.66%	-0.31%	48.78%	56.90%
营业成本合计	37.59	34.24	34.00	54.53	89.33
毛利率 (%)	35.19%	35.35%	35.60%	30.58%	27.53%
电能表及系统类产品					
电能表及系统类产品	25.21	20.09	21.83	25.10	28.82
YOY (%)	85.55%	-20.29%	8.66%	15.00%	14.78%
电表成本	18.12	14.79	16.15	18.58	21.32
电表毛利率	28.10%	26.38%	26.00%	26.00%	26.00%
光伏发电运营					
光伏发电运营收入	14.24	14.54	10.46	9.05	9.92
YOY (%)	-0.83%	2.08%	-28.07%	-13.48%	9.70%
光伏发电运营成本	4.11	4.20	3.14	2.71	2.98
光伏发电运营毛利率	71.13%	71.13%	70.00%	70.00%	70.00%

光伏 EPC					
光伏 EPC 收入	16.01	14.80	8.00	22.20	35.00
YOY (%)	3292.80%	-7.61%	-45.93%	177.50%	57.66%
光伏 EPC 成本	13.48	12.39	6.80	18.87	29.75
光伏 EPC 毛利率	15.81%	16.28%	15.00%	15.00%	15.00%
节能及储能					
节能及储能收入	0.75	0.64	8.20	15.80	40.00
YOY (%)	6.56%	-15.15%	1187.22%	92.68%	153.16%
节能及储能成本	0.44	0.35	7.46	13.75	34.40
节能及储能毛利率	40.85%	44.68%	9.00%	12.00%	13.00%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议: “智能+储能+新能源”综合服务商, 维持“买入”评级。预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.40/0.52/0.69 元/股, 对应最新 PE 值分别为 24.11/18.72/14.08x。公司加速光伏+储能双产业布局, 新轮景气周期开启。综合可比公司估值和业绩增速, 我们给予 2023 年 25 倍 PE 估值, 对应合理价值 13.08 元/股, 维持“买入”评级。

表 2: 公司同业对比 (日期收盘价 2022 年 12 月 2 日)

公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
正泰电器	619.62	28.82	1.58	2.20	2.70	3.18	34.07	13.10	10.68	9.05
晶科科技	156.30	5.40	0.12	0.14	0.22	0.28	68.39	38.49	24.47	19.49
天合光能	1460.17	67.31	0.87	1.70	3.04	4.01	90.44	39.68	22.15	16.77
科士达	321.04	55.12	0.64	1.06	1.54	2.04	39.17	52.10	35.85	27.04
盛弘股份	120.95	58.92	0.55	0.84	1.38	1.94	66.39	70.18	42.62	30.41

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 同行业公司盈利预测来自 Wind 一致预期

二、风险提示

(一) 储能机制出台低预期

电力市场化改革涉及我国电价政策的深度调整, 政策出台周期较长, 储能作为新兴行业, 若政策支持力度不及预期, 可能影响储能电站收益进而影响设备需求。

(二) 硅料降价低预期

硅料价格直接影响光伏组件成本, 进而影响下游运营商收益率, 22 年受上游原材料供应紧缺及海外需求高涨影响硅料价格全年保持高位, 若 23 年硅料降价进度不及预期, 可能影响运营商安装积极性, 进而影响公司光伏 EPC 业务进展。

(三) 新技术路线风险

TOPCon 作为电池片新技术路线, 仍面临 HJT 等多种技术路线之争, 若其他路线降本速度快于预期, 可能会导致 TOPCon 需求不及预期。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,744	10,347	12,686	13,634	17,410
货币资金	2,780	2,861	4,880	3,141	3,200
应收及预付	3,949	4,254	4,570	6,386	9,028
存货	761	589	758	1,135	1,606
其他流动资产	2,254	2,642	2,477	2,973	3,576
非流动资产	10,065	10,162	9,289	10,703	12,018
长期股权投资	101	269	279	289	299
固定资产	8,577	8,398	7,495	8,829	10,015
在建工程	320	40	40	90	190
无形资产	119	100	104	108	111
其他长期资产	948	1,355	1,371	1,387	1,403
资产总计	19,809	20,509	21,975	24,337	29,428
流动负债	4,030	3,365	3,489	4,161	7,201
短期借款	1,291	825	800	200	1,216
应付及预收	1,834	1,594	1,770	2,839	4,160
其他流动负债	905	946	919	1,122	1,825
非流动负债	4,790	2,668	3,163	3,763	4,363
长期借款	2,059	2,102	2,502	2,802	3,102
应付债券	2,708	0	100	400	700
其他非流动负债	23	566	561	561	561
负债合计	8,820	6,033	6,652	7,923	11,564
股本	1,749	2,060	2,060	2,060	2,060
资本公积	4,685	7,516	7,516	7,516	7,516
留存收益	4,217	4,967	5,801	6,875	8,304
归属母公司股东权益	10,965	14,440	15,274	16,348	17,777
少数股东权益	24	36	49	65	87
负债和股东权益	19,809	20,509	21,975	24,337	29,428

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,799	5,297	5,280	7,856	12,326
营业成本	3,759	3,424	3,400	5,453	8,933
营业税金及附加	28	31	32	43	62
销售费用	134	119	119	177	277
管理费用	292	276	370	471	740
研发费用	131	139	158	236	370
财务费用	357	307	286	312	375
资产减值损失	-41	13	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	56	31	16	24	0
营业利润	1,154	1,141	1,068	1,374	1,823
营业外收支	-12	-25	-10	-11	-10
利润总额	1,141	1,115	1,058	1,363	1,813
所得税	140	183	212	273	363
净利润	1,002	932	847	1,090	1,450
少数股东损益	4	2	13	16	22
归属母公司净利润	997	930	834	1,074	1,429
EBITDA	1,959	1,870	1,833	2,373	2,979
EPS (元)	0.57	0.45	0.40	0.52	0.69

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,223	1,055	1,481	687	907
净利润	1,002	932	847	1,090	1,450
折旧摊销	473	502	501	714	813
营运资金变动	-600	-619	-58	-1,303	-1,577
其它	348	240	192	184	221
投资活动现金流	-1,029	-9	323	-2,145	-2,123
资本支出	-165	-390	433	-2,042	-1,997
投资变动	-963	142	-121	-121	-121
其他	98	238	11	19	-5
筹资活动现金流	344	-872	215	-282	1,275
银行借款	2,780	1,733	375	-300	1,316
股权融资	2	14	0	0	0
其他	-2,437	-2,618	-160	18	-41
现金净增加额	496	155	2,019	-1,740	59
期初现金余额	1,827	2,322	2,861	4,880	3,141
期末现金余额	2,322	2,478	4,880	3,141	3,200

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	72.6%	-8.7%	-0.3%	48.8%	56.9%
营业利润增长	44.5%	-1.1%	-6.3%	28.6%	32.7%
归母净利润增长	42.4%	-6.7%	-10.4%	28.8%	33.0%
获利能力					
毛利率	35.2%	35.4%	35.6%	30.6%	27.5%
净利率	17.3%	17.6%	16.0%	13.9%	11.8%
ROE	9.1%	6.4%	5.5%	6.6%	8.0%
ROIC	7.4%	6.2%	5.4%	6.3%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	29.4%	30.3%	32.6%	39.3%
净负债比率	80.3%	41.7%	43.4%	48.3%	64.7%
流动比率	2.42	3.07	3.64	3.28	2.42
速动比率	2.18	2.80	3.34	2.90	2.10
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.26	0.24	0.32	0.42
应收账款周转率	1.53	1.33	1.22	1.30	1.46
存货周转率	7.62	8.99	6.96	6.92	7.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	0.45	0.40	0.52	0.69
每股经营现金流	1	1	1	0	0
每股净资产	6.27	7.01	7.41	7.94	8.63
估值比率					
P/E	13.89	26.86	24.11	18.72	14.08
P/B	1.26	1.73	1.32	1.23	1.13
EV/EBITDA	9.03	13.99	10.77	9.05	7.73

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。