

林洋能源 (601222)

2022年&2023Q1业绩点评:电表、新能源加深布局,储能有望乘风而起

买入 (维持)

2023年04月26日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,944	7,993	11,394	16,301
同比	-7%	62%	43%	43%
归属母公司净利润 (百万元)	856	1,135	1,556	1,868
同比	-8%	33%	37%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.42	0.55	0.76	0.91
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.58	14.01	10.22	8.51

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:**公司发布2022年年报及2023一季报,2022年公司实现营收49.44亿元,同比-7%;归母净利润8.56亿元,同比-8%;其中2022Q4实现营收13.41亿元,同比+14%,环比+5%;归母净利润1.22亿元,同比+44%,环比-62%。2023Q1实现营收10.65亿元,同比+8%,环比-21%;归母净利润1.97亿元,同比+10%,环比61%。业绩基本符合预期。
- **智能电表稳健增长,国内外两开花。**国内市场,2022年公司国网电表中标8.56亿、南网电表中标3.14亿,合计中标11.7亿元,同增25.74%。海外市场上,公司电表出口覆盖30+国家地区,2022年销售业绩同增28%:①与兰吉尔合作深耕西欧与亚太市场,智能电表销量超145万台;②在中东市场进一步巩固沙特智能电表份额,积极拓展阿曼、科威特等;③亚洲市场加深韩国伙伴合作,交付电表110万台;④子公司ELGAMA持续深化本土中东欧市场,交付电表超80万台。
- **电站业务有望加速, TOPCon 即将投产。**2022年组件价格处于高位,影响电站EPC收益率及开工量,同时疫情反复导致相关用地交付延迟,公司EPC整体受影响较大。我们预计2023年随硅料价格下行,光伏EPC业务有望迎量利双升。公司回归光伏制造端,投资100亿建20GW TOPCon电池产能,其中1期工厂已经封顶,1阶段6GW我们预计2023年7月通线流片,2阶段6GW将于2024年中投产,我们预计2023年产量2GW、2024年产量6GW,N型技术逐渐贡献业绩增量。
- **储能布局全面、储备充足有望乘风而起。**公司携手亿纬锂能,全面布局储能:1)成立亿纬林洋合资公司投资30亿建设10GWh电池基地,该项目陆续投产中;2)成立林洋亿纬合资公司围绕储能提供系统解决方案,建设储能电池模块(PACK)及直流侧系统制造基地,年产总规划6GWh,目前已形成第一条1.5GWh规模化PACK产线。2022年来,公司加速储能项目布局,累计储备项目资源超5GWh,未来有望持续贡献业绩增量、乘风而起。
- **盈利预测与投资评级:**基于公司储能业务加速发展,新能源加深布局,我们上调公司2023-2024年盈利预测,我们预计2023-2025年归母净利润为11.4/15.6/18.7亿元,(前值2023/24年为11.1/13.5亿元),同比+33%/37%/20%,给予公司23年20倍PE,对应目标价11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)	7.72
一年最低/最高价	6.14/10.81
市净率(倍)	1.06
流通A股市值(百万元)	15,904.51
总市值(百万元)	15,904.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.25
资产负债率(% ,LF)	27.63
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):事件点评:储能电池项目如期投产,加速公司储能业务发展》

2022-11-22

《林洋能源(601222):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》

2022-11-02

图表目录

图 1:	2022 年营业收入 49.44 亿元, 同比-6.66% (亿元, %)	3
图 2:	2022 年归母净利润 8.56 亿元, 同比-8.00% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q1 营业收入 10.65 亿元, 同比+8.22%, 环比-20.62% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q1 归母净利润 1.97 亿元, 同比+10.03%, 环比+61.01% (亿元, %)	4
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别为 36.29%、17.31%	4
图 6:	2023Q1 毛利率、净利率分别为 36.15%、18.47%	4
图 7:	2022 年期间费用 6.77 亿元, 同比-19.39% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q1 期间费用 2.02 亿元, 同比+10.51%, 环比-6.88% (亿元, %)	5
图 9:	2022 年期间费用率 13.70%, 同比-2.16pct	6
图 10:	2023Q1 期间费用率 18.94%, 同比+0.39pct, 环比+2.79pct	6
图 11:	2022 年经营活动现金净流入 10.1 亿元, 同比-4.27% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q1 经营活动现金净流出-0.75 亿元, 同比-150.97%, 环比-113.89% (亿元, %)	6
图 13:	2022 年期末合同负债 1.07 亿元, 同比-2.68% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q1 期末合同负债 3.22 亿元, 同比+181.23%, 环比+201.28% (亿元, %)	7
图 15:	2022 年期末存货 15.08 亿元, 同比+156.14% (亿元, %)	7
图 16:	2023Q1 期末存货 17.62 亿元, 同比+227.11%, 环比+16.81% (亿元, %)	7
图 17:	2022 年期末应收账款 31.04 亿元, 同比-21.99% (亿元, %)	7
图 18:	2023Q1 期末应收账款 30.98 亿元, 同比-24.17%, 环比-0.18% (亿元, %)	7
表 1:	2022 年收入 49.44 亿元, 同比下降 6.66%; 归母净利润 8.56 亿元, 同比下降 8.00% (单位: 亿元)	3

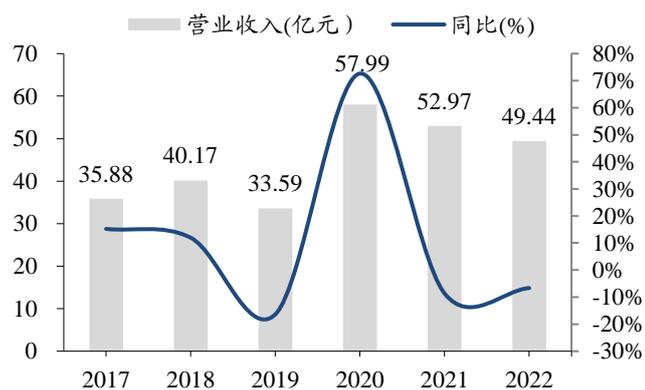
事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 一季报, 2022 年公司实现营收 49.44 亿元, 同比-7%; 归母净利润 8.56 亿元, 同比-8%; 其中 2022Q4 实现营收 13.41 亿元, 同比+14%, 环比+5%; 归母净利润 1.22 亿元, 同比+44%, 环比-62%。2023Q1 实现营收 10.65 亿元, 同比+8%, 环比-21%; 归母净利润 1.97 亿元, 同比+10%, 环比 61%。

表1: 2022 年收入 49.44 亿元, 同比下降 6.66%; 归母净利润 8.56 亿元, 同比下降 8.00% (单位: 亿元)

林洋能源	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	49.44	52.97	-6.66%	10.65	9.84	8.22%	13.41	-20.62%
营业成本	31.50	34.24	-8.02%	6.80	6.52	4.25%	8.79	-22.69%
毛利率	36.3%	35.4%	+0.94pct	36.2%	33.7%	+2.43pct	34.4%	+1.71pct
营业利润	11.44	11.41	0.33%	2.44	2.18	11.64%	2.22	9.72%
利润总额	11.16	11.15	0.08%	2.44	2.26	7.73%	1.96	24.20%
归属母公司净利润	8.56	9.30	-8.00%	1.97	1.79	10.03%	1.22	61.01%
扣非归母净利润	7.01	8.87	-20.95%	1.82	1.59	14.82%	(0.13)	1488.36%
归母净利率	17.3%	17.6%	-0.25pct	18.5%	18.2%	+0.30pct	9.1%	+9.36pct
扣非归母净利率	14.2%	16.7%	-2.56pct	17.1%	16.1%	+0.98pct	-1.0%	+18.09pct

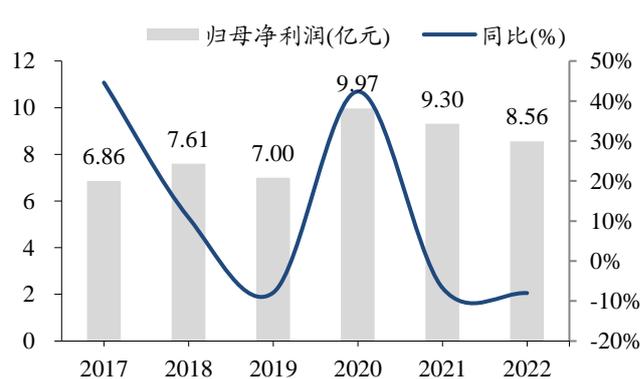
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022 年营业收入 49.44 亿元, 同比-6.66% (亿元, %)



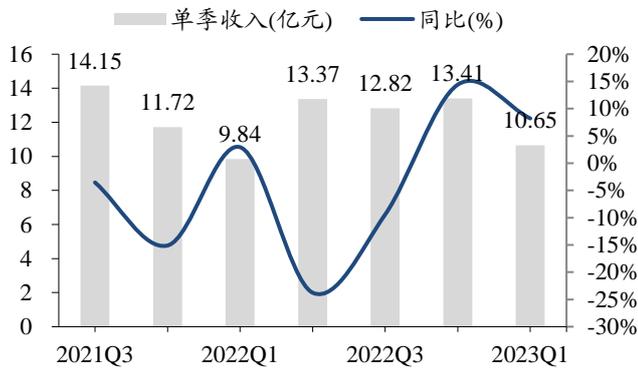
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年归母净利润 8.56 亿元, 同比-8.00% (亿元, %)



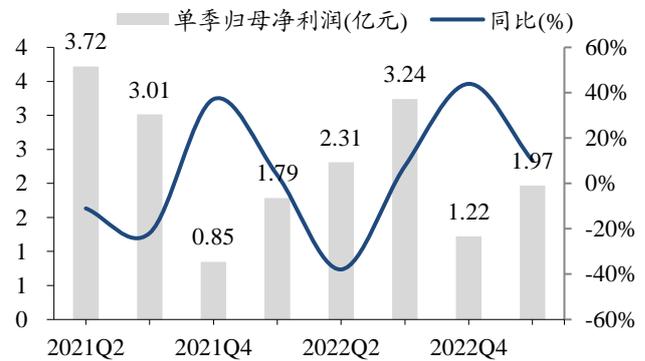
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q1 营业收入 10.65 亿元, 同比+8.22%, 环比-20.62% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1 归母净利润 1.97 亿元, 同比+10.03%, 环比+61.01% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率分别为 36.29%、17.31%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 36.15%、18.47%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

智能电表稳健增长, 国内外两开花。国内市场中, 2022 年公司国网电表中标 8.56 亿、南网电表中标 3.14 亿, 合计中标 11.7 亿元, 同增 25.74%。海外市场上, 公司电表出口覆盖 30+ 国家地区, 2022 年销售业绩同增 28%: ①与兰吉尔合作深耕西欧与亚太市场, 智能电表销量超 145 万台; ②在中东市场进一步巩固沙特智能电表份额, 积极拓展阿曼、科威特等; ③亚洲市场加深韩国伙伴合作, 交付电表 110 万台; ④子公司 ELGAMA 持续深化本土中东欧市场, 交付电表超 80 万台。国内市场份额稳固, 海外业务持续提升, 智能电表业务有望稳健增长。

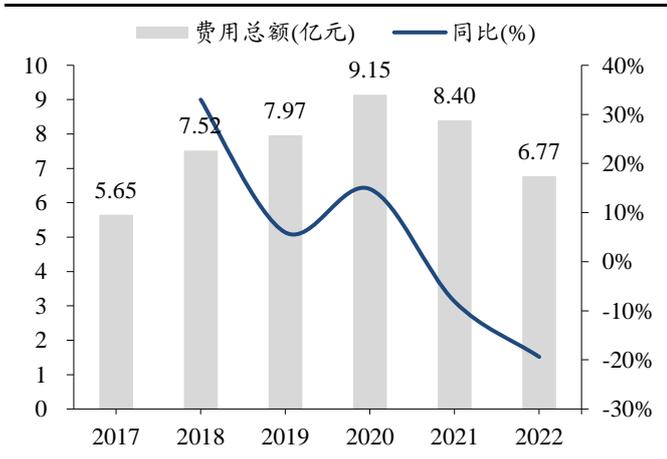
电站业务有望加速, TOPCon 即将投产。2022 年组件价格处于高位, 影响电站 EPC 收益率及开工量, 同时疫情反复导致相关用地交付延迟, 公司 EPC 整体受影响较大。截至 2022 年底公司项目储备超 6GW, 已开工项目达 700MW; 我们预计 2023 年随硅料

价格下行，光伏 EPC 业务有望迎量利双升。公司回归光伏制造端，投资 100 亿建 20GW TOPCon 电池产能，其中 1 期工厂已经封顶，1 阶段 6GW 我们预计 2023 年 7 月通线流片，2 阶段 6GW 将于 2024 年中投产，我们预计 2023 年产量 2GW、2024 年产量 6GW，N 型技术逐渐贡献业绩增量。

储能布局全面，储备充足有望乘风而起。公司携手亿纬锂能，全面布局储能：1) 成立亿纬林洋合资公司投资 30 亿建设 10GWh 电池基地，该项目陆续投产中；2) 成立林洋亿纬合资公司围绕储能提供系统解决方案，建设储能电池模块 (PACK) 及直流侧系统制造基地，年产总规划 6GWh，目前已形成第一条 1.5GWh 规模化 PACK 产线。2022 年来，公司加速储能项目布局，累计储备项目资源超 5GWh，未来有望持续贡献业绩增量、乘风而起。同时公司战略布局氢能，合资公司发布碱性电解水制氢装备，产氢量可达 500Nm³/h，有望受益氢能发展。

控费能力强，2022 年期间费用率稳步下降。公司 2022 年期间费用合计 6.77 亿元，同比下降 19.39%；期间费用率为 13.70%，同比下降 2.16pct，其中销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 6.52%、上升 34.74%、上升 3.20%、下降 88.38% 至 1.27 亿元、3.72 亿元、1.43 亿元、0.36 亿元。公司 2023Q1 期间费用合计 2.02 亿元，同比增长 10.51%，环比下降 6.88%；期间费用率为 18.94%，同比增长 0.39pct，环比增长 2.79pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.18%、8.40%、4.28%、3.08%。

图7: 2022 年期间费用 6.77 亿元, 同比-19.39% (亿元, %)



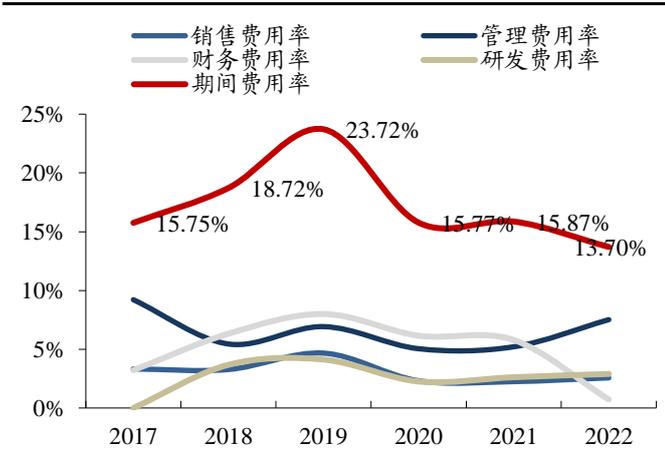
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q1 期间费用 2.02 亿元, 同比+10.51%, 环比-6.88% (亿元, %)



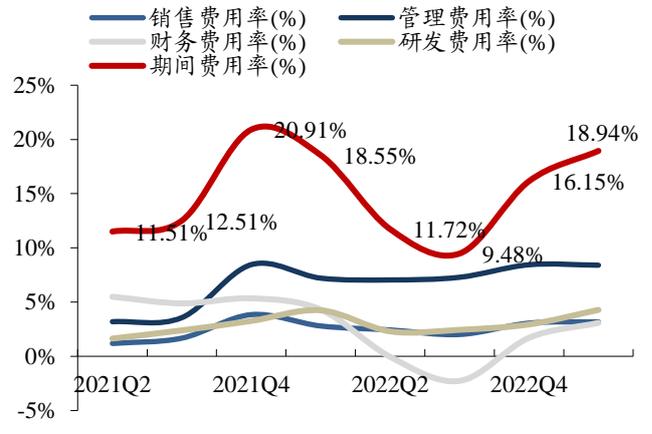
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022年期间费用率 13.70%，同比-2.16pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q1 期间费用率 18.94%，同比+0.39pct，环比+2.79pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

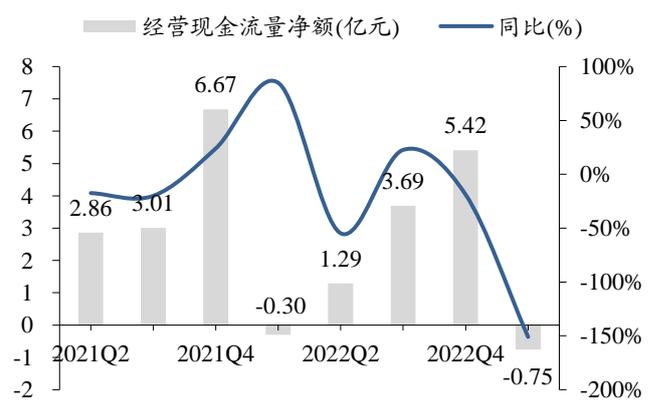
公司应收账款天数同比下降显著，销售商品取得现金维持高水平。2022 年公司经营活动现金流量净流入 10.10 亿元，同比下降 4.27%；销售商品取得现金 52.89 亿元，同比增长 6.96%；应收账款周转天数同比下降 5.89 天至 257.86 天。2023Q1 经营活动现金流量净流出 0.75 亿元，同比下降 150.97%，环比下降 113.89%；销售商品取得现金 9.99 亿元，同比增长 6.64%，环比下降 53.96%。应收账款周转天数同比下降 106.77 天至 262.09 天。

图11: 2022年经营活动现金净流入 10.1 亿元，同比 -4.27% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q1 经营活动现金净流出 -0.75 亿元，同比 -150.97%，环比-113.89% (亿元, %)



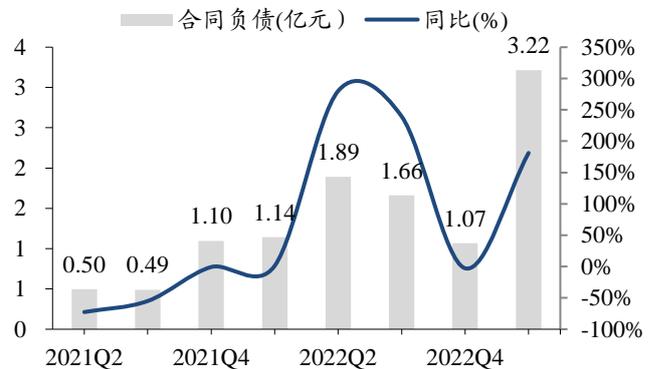
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022 年期末合同负债 1.07 亿元, 同比-2.68% (亿元, %)



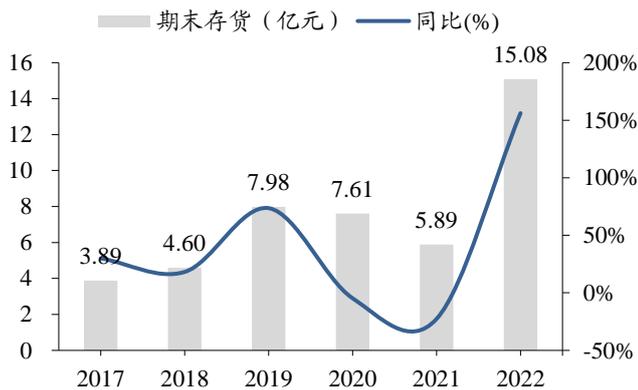
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q1 期末合同负债 3.22 亿元, 同比+181.23%, 环比+201.28% (亿元, %)



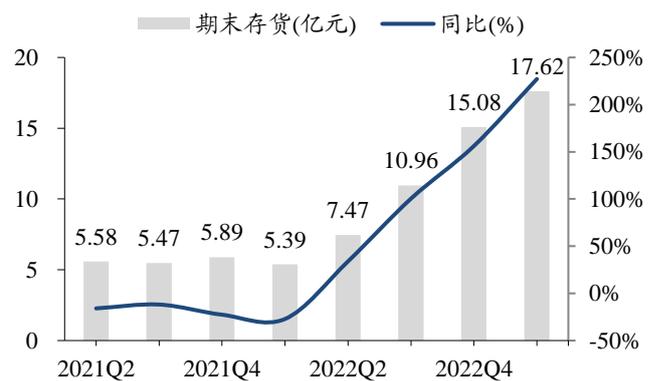
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022 年期末存货 15.08 亿元, 同比+156.14% (亿元, %)



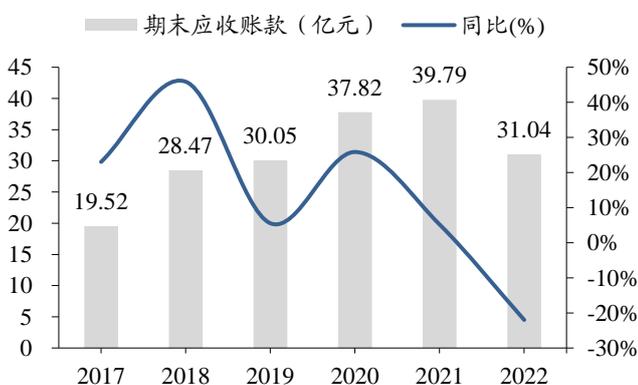
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q1 期末存货 17.62 亿元, 同比+227.11%, 环比+16.81% (亿元, %)



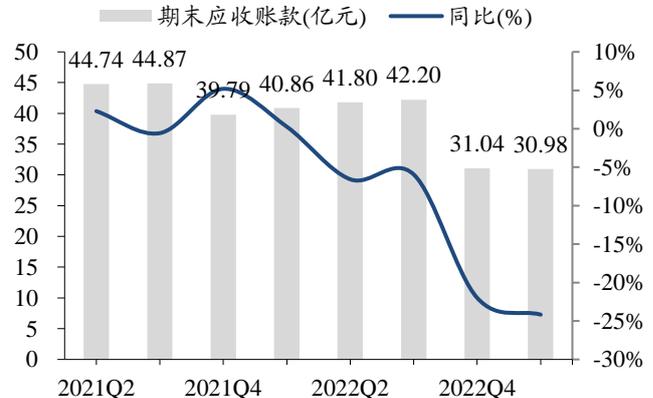
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2022 年期末应收账款 31.04 亿元, 同比-21.99% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2023Q1 期末应收账款 30.98 亿元, 同比-24.17%, 环比-0.18% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级： 基于公司储能业务加速发展，新能源加深布局，我们上调公司 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 11.4/15.6/18.7 亿元，（前值 2023/24 年为 11.1/13.5 亿元），同比+33%/37%/20%，给予公司 23 年 20 倍 PE，对应目标价 11 元，维持“买入”评级。

风险提示： 政策不及预期，竞争加剧。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,538	16,034	19,524	25,447	营业总收入	4,944	7,993	11,394	16,301
货币资金及交易性金融资产	6,385	6,592	4,946	3,698	营业成本(含金融类)	3,150	5,810	8,499	12,801
经营性应收款项	3,703	6,100	8,959	12,541	税金及附加	34	49	71	104
存货	1,508	1,651	2,650	4,587	销售费用	127	200	262	359
合同资产	114	184	263	376	管理费用	372	512	615	807
其他流动资产	1,827	1,508	2,707	4,245	研发费用	143	216	268	375
非流动资产	7,763	8,207	8,080	7,933	财务费用	36	33	38	32
长期股权投资	354	404	454	504	加:其他收益	65	109	154	220
固定资产及使用权资产	6,242	6,778	6,614	6,422	投资净收益	5	56	137	196
在建工程	287	151	100	90	公允价值变动	37	0	0	0
无形资产	110	108	105	101	减值损失	-143	14	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	97	-4	-6	82
长期待摊费用	84	79	119	129	营业利润	1,144	1,349	1,926	2,321
其他非流动资产	687	687	687	687	营业外净收支	-28	-22	-25	-25
资产总计	21,301	24,242	27,603	33,381	利润总额	1,116	1,327	1,901	2,296
流动负债	4,437	5,603	7,211	10,981	减:所得税	252	186	336	415
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,332	1,480	813	601	净利润	864	1,141	1,565	1,881
经营性应付款项	2,497	3,383	5,215	8,485	减:少数股东损益	8	6	8	13
合同负债	107	185	277	419	归属母公司净利润	856	1,135	1,556	1,868
其他流动负债	501	555	907	1,475	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.55	0.76	0.91
非流动负债	1,996	2,546	3,046	3,546	EBIT	1,067	1,207	1,679	1,855
长期借款	1,593	1,893	2,193	2,493	EBITDA	1,539	1,659	2,139	2,329
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.29	27.31	25.41	21.47
租赁负债	337	587	787	987	归母净利率(%)	17.31	14.20	13.66	11.46
其他非流动负债	67	67	67	67	收入增长率(%)	-6.66	61.68	42.55	43.06
负债合计	6,433	8,149	10,257	14,527	归母净利润增长率(%)	-8.00	32.59	37.12	20.03
归属母公司股东权益	14,786	16,006	17,251	18,745					
少数股东权益	81	87	96	108					
所有者权益合计	14,868	16,093	17,346	18,853					
负债和股东权益	21,301	24,242	27,603	33,381					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,010	378	-847	-998	每股净资产(元)	7.18	6.75	7.27	7.90
投资活动现金流	1,323	-1,116	-227	-75	最新发行在外股份(百万股)	2,060	2,060	2,060	2,060
筹资活动现金流	-979	695	-572	-174	ROIC(%)	4.51	5.44	6.71	6.90
现金净增加额	1,439	-43	-1,646	-1,248	ROE-摊薄(%)	5.79	7.09	9.02	9.97
折旧和摊销	471	452	460	474	资产负债率(%)	30.20	33.62	37.16	43.52
资本开支	-710	-872	-273	-211	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.58	14.01	10.22	8.51
营运资本变动	-515	-1,633	-2,012	-2,221	P/B(现价)	1.08	1.14	1.06	0.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

