

601222.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 7.85

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.4)	(2.4)	(12.5)	17.5
相对上证综指	(16.8)	(3.4)	(13.1)	6.4

发行股数 (百万)	2,060.17
流通股 (百万)	2,060.17
总市值 (人民币 百万)	16,172.33
3个月日均交易额 (人民币 百万)	196.46
主要股东	
启东市华虹电子有限公司	34.72

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年4月27日收市价为标准

相关研究报告

《林洋能源》20221206
《林洋能源》20221120
《林洋能源》20221101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业：电力

证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

联系人：许怡然

yiran.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030006

林洋能源

传统业务稳健经营，储能光伏打开向上空间

公司协同推进“智能、新能源、储能”三大板块。智能电表板块有望受益于新一轮电表替换周期带来的需求增长；传统 EPC 业务有望受益于硅料供应瓶颈缓解迎来量价齐升，同时公司有序推进 20GW TOPCon 产能建设，预计将为公司贡献业绩新增长点；储能方面公司积极布局上中下游，有望凭借产业链综合优势与充沛的在手订单实现较快增长。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司协同推进“智能、新能源、储能”三大板块：林洋能源成立于 1995 年，业务领域由智能电表逐步丰富拓展至智能电表、新能源、储能三大板块。其中，智能电表板块经营稳健，为公司“现金牛”业务；光储业务快速扩张，是公司业绩增长的新驱动。
- 智能电表板块经营稳健：公司智能电表产品种类齐全。公司在国内市场的收入主要随国网、南网招标情况波动，市占率维持稳定，有望受益于智能电表替换周期带来的需求增长；同时公司的海外电表销售亦可作为公司业绩的有力补充，板块整体呈现稳定向好态势。
- 光伏 EPC 业务有望伴随硅料供应宽松迎来反转：2022 年公司新能源板块阶段性承压，主要是硅料价格压制光伏电站开工节奏与下游 EPC 环节盈利能力。未来伴随硅料供应紧张缓解，2023 年公司电站业务或迎来反转。
- 拟投建 20GW TOPCon 电池产能，二次进入光伏制造业务：2022 年 12 月，公司公告拟投资建设 20GW TOPCon 电池产能（一期 12GW，二期 8GW），其中第一阶段的 6GW 产能预计于 2023 年年中投产。由于未来几年内高效 N 型电池片产能仍相对稀缺，我们预计 TOPCon 电池片有望在短期内保持较强的溢价能力，同时公司作为光伏制造行业的二次进入者，具备技术、资源、资金等方面的优势，因此我们认为其项目有望顺利推进，达产后预计将对公司业绩产生积极影响。
- 高瞻远瞩布局储能新赛道：公司在储能上中下游均有布局，产业链综合优势较强。我们认为，公司当前在手订单充沛，有望受益于储能需求的高景气度，实现较快的业绩增长。

估值

- 当前股本下，结合公司年报与行业上下游价格变化情况，我们将公司 2023-2025 年预测每股收益调整至 0.55/0.74/0.93 元（原 2023-2025 年预测为 0.63/0.80/-元），对应市盈率 14.2/10.5/8.4 倍；维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期、新技术和新产品投建节奏不达预期、国际贸易摩擦风险、光伏组件价格超预期、光伏电站补贴拖欠与限电风险、电表需求不达预期、新能源政策风险、消纳风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	5,297	4,944	9,143	16,952	22,822
增长率(%)	(8.7)	(6.7)	84.9	85.4	34.6
EBITDA(人民币 百万)	1,816	1,455	2,297	3,467	4,413
归母净利润(人民币 百万)	930	856	1,139	1,534	1,915
增长率(%)	(6.7)	(8.0)	33.1	34.7	24.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.42	0.55	0.74	0.93
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.63	0.80	-
调整幅度(%)			(12.2)	(6.9)	-
市盈率(倍)	17.4	18.9	14.2	10.5	8.4
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(倍)	14.8	11.1	10.7	10.0	8.7
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
股息率(%)	1.8	2.1	3.0	0.9	1.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

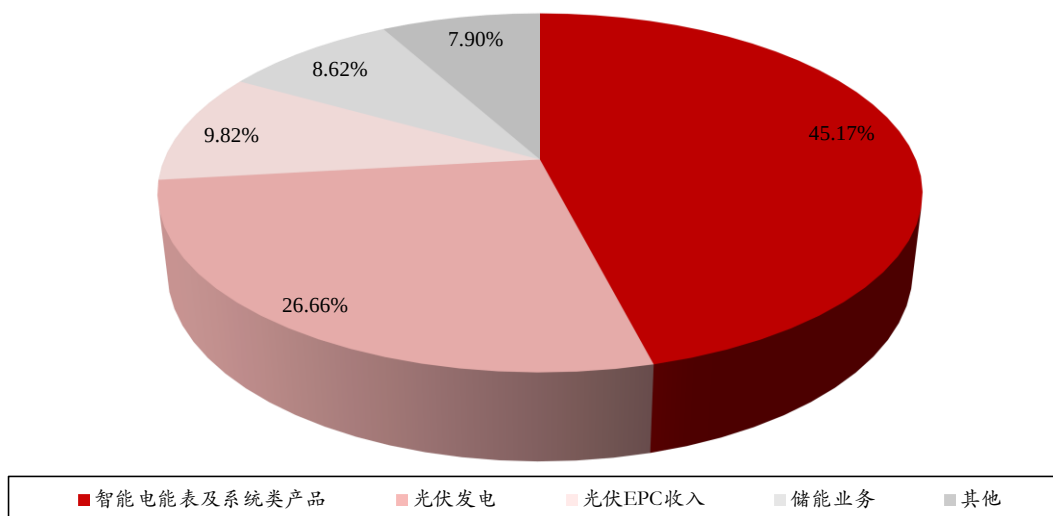
目录

公司协同推进“智能、新能源、储能”三大板块	4
智能板块稳健经营	7
深耕光伏行业多年，光伏制造业务再出发.....	9
EPC 业务有望迎来量价齐升	9
TOPCON 电池前景良好，公司相具备竞争优势	10
高瞻远瞩布局储能新赛道.....	12
公司在储能领域进行全产业链布局.....	12
双碳战略明确支撑储能发展，国家和地方出台多项政策	12
公司在手项目充足，氢能技术亦有布局.....	14
盈利预测与估值	15
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 林洋能源发展历史.....	4
图表 2. 林洋能源股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）.....	4
图表 3. 2022 年林洋能源收入结构对比.....	5
图表 4. 2017-2023Q1 林洋能源收入情况.....	5
图表 5. 2017-2023Q1 林洋能源归母净利润情况.....	5
图表 6. 2017-2023Q1 林洋能源资产负债率情况.....	6
图表 7. 2017-2022 年林洋能源现金流情况.....	6
图表 8. 林洋能源智能电表板块主要产品.....	7
图表 9. 林洋能源智能电表收入情况.....	7
图表 10. 2011-2022 年国网智能电表招标量.....	8
图表 11. 2012-2022 年林洋智能电表中标量及占比.....	8
图表 12. 林洋能源智能电表的海外布局.....	8
图表 13. 林洋能源光伏产业链业务布局范围.....	9
图表 14. 2023 年全球硅料月度产能与其对应的硅片累积产出量.....	9
图表 15. 2022-2023 年硅料价格趋势.....	10
图表 16. 林洋光伏电池片投产计划.....	10
图表 17. N 型 TOPCon 电池效率刷新情况.....	10
图表 18. 不同技术路线组件价格对比.....	11
图表 19. 2022-2025 年全球 N 型电池片供需关系.....	11
图表 20. 林洋能源储能集成化能源管理系统（EMS）.....	12
图表 21. 林洋能源智慧能源路由器(PCS).....	12
图表 22. 中国储能技术行业相关政策.....	13
图表 23. 各省对于强配储能要求（不完全统计）.....	13
图表 24. 储能装机需求量.....	14
图表 25. 林洋能源典型储能项目中标情况.....	14
图表 26. 2021-2030 年全球绿氢需求预测.....	14
图表 27. SAK1600 系列碱性电解水制氢装备.....	14
图表 28. 林洋能源营业收入与毛利率预测.....	15
图表 29. 林洋能源可比上市公司估值比较.....	16
利润表(人民币 百万).....	19
现金流量表(人民币 百万).....	19
财务指标.....	19
资产负债表(人民币 百万).....	19

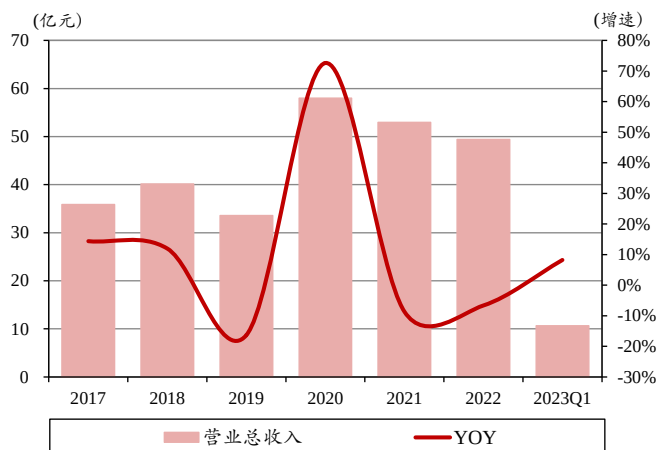
图表 3. 2022 年林洋能源收入结构对比



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

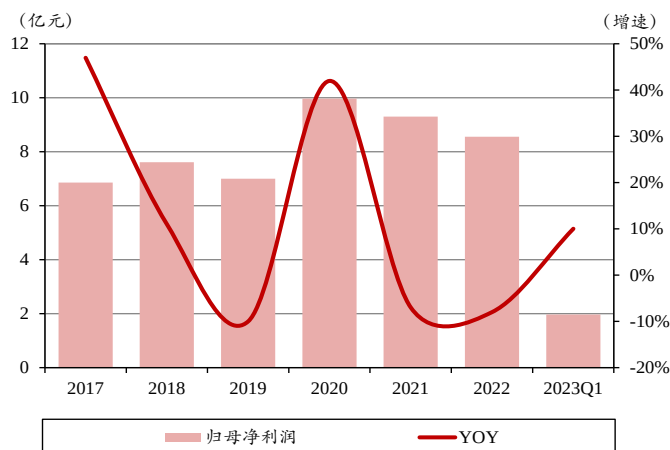
公司收入利润整体平稳，光伏供需瓶颈缓解有望驱动公司业绩较快增长：2017-2022 年，公司营业收入从 35.88 亿元增长至 49.44 亿元，年均复合增速为 6.62%；归母净利润从 6.86 亿元增长至 8.56 亿元，年均复合增速为 4.53%；2023 第一季度公司实现营业收入 10.65 亿元，同比上升 8.22%，实现归母净利润 1.97 亿元，同比上升 10.03%。公司近两年业绩略有承压，主要是由于硅料供应瓶颈带动光伏上游产业链涨价，部分项目出现开工延期或无法开工的情况，光伏板块业绩增长受阻。进入 2023 年，伴随硅料产能的陆续释放，我们预计光伏供需瓶颈有望缓解，公司业绩有望重回增长。

图表 4. 2017-2023Q1 林洋能源收入情况



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

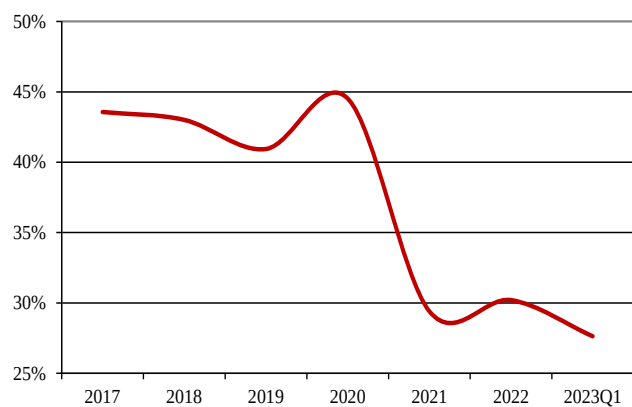
图表 5. 2017-2023Q1 林洋能源归母净利润情况



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

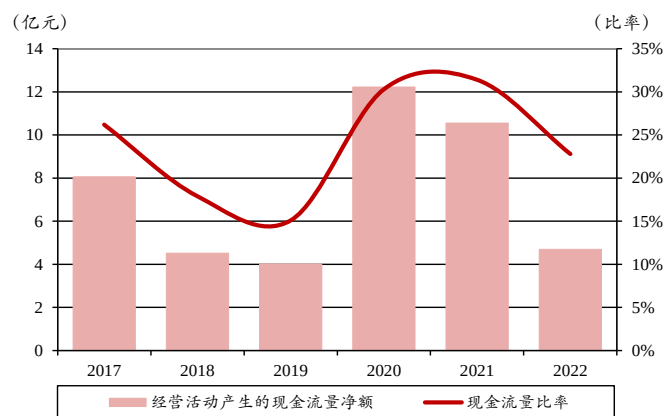
现金流充裕，新业务拓展无后顾之忧：受益于智能电表与光伏发电业务持续为公司带来稳定现金流，2017-2022 年公司资产负债率整体呈现改善趋势，从 43.57% 下降至当前的 30.20%；同时公司现金流量比率维持在 10% 以上的较高水平。我们认为，当前公司具备良好的偿债能力和雄厚的资金实力，可以为其业务拓展提供充足的支持。

图表 6. 2017-2023Q1 林洋能源资产负债率情况



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

图表 7. 2017-2022 年林洋能源现金流情况



资料来源：公司年报，公司季报，中银证券

智能板块稳健经营

产品种类齐全，畅销海内外市场：公司智能板块主营产品覆盖智能电表、用电信息采集终端、用电信息管理系统及AMI（先进计量体系架构）解决方案、低压智能断路器、智能配电产品及相关解决方案、电力运维服务、电力物联网智能终端及解决方案等，是领先的智能配用电产品及系统解决方案提供商。目前，公司国内订单主要通过参加国网、南网、地方电力公司招标等方式获得；海外则通过战略合作、自主开拓、代理商合作、合资或收购兼并等方式获得海外电力公司订单以及为合作伙伴提供产品和服务。经过 20 多年的发展，公司产品已经销往全国各个省市，并远销 30 多个国家和地区。

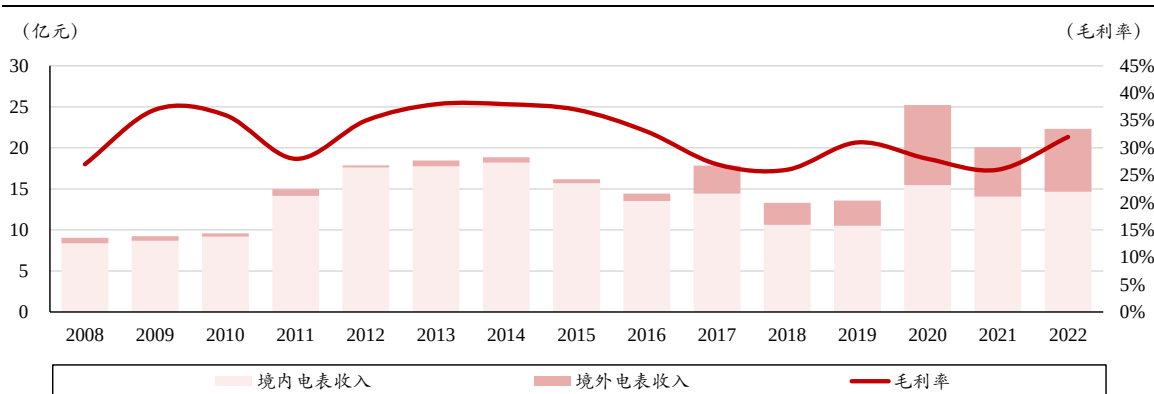
图表 8. 林洋能源智能电表板块主要产品



资料来源：公司官网，中银证券

营业收入波动上升，毛利率基本稳定：2011 年我国开始大规模采用智能电表替换传统电表，电表行业进入成长周期，公司智能板块营业收入体量亦在这一时期迈上新台阶。2018 年前后，我国基本实现智能电表的全面覆盖，导致行业招标量有所下行；但由于智能电表寿命约为 10 年，2020 年以来，随着第一批智能电表迎来更换，新一轮电表增长周期到来，公司收入体量亦有望随之上行。同时，由于行业已经发展至成熟阶段，公司产品盈利能力相对稳定，近五年毛利率基本稳定在 25%-30% 上下，我们预计这一板块有望为公司持续供应稳定的业绩。

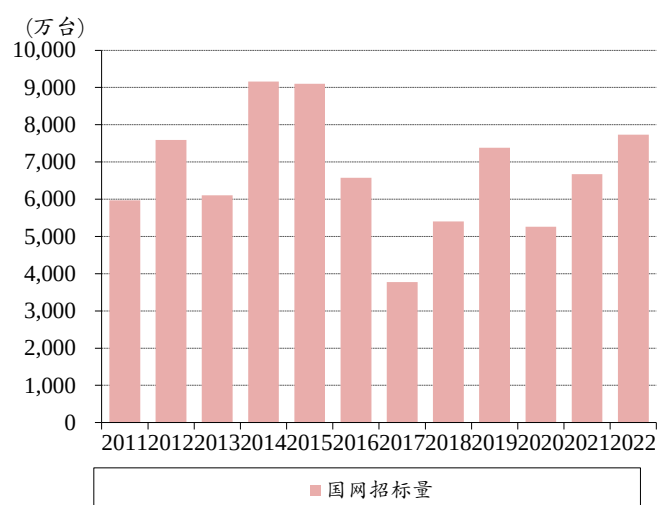
图表 9. 林洋能源智能电表收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

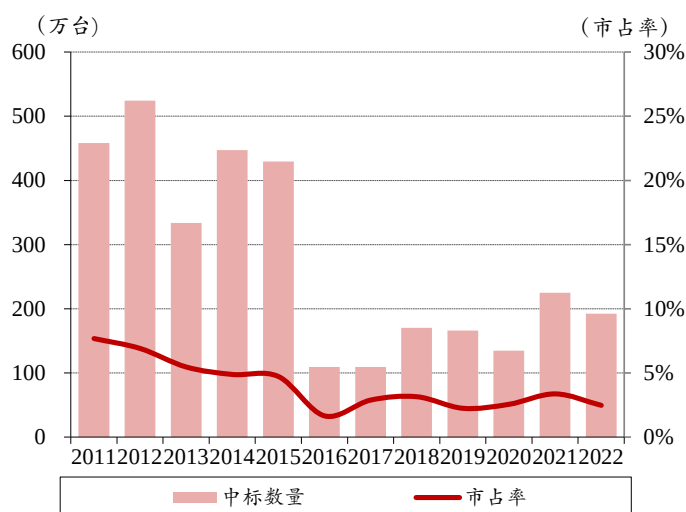
国内市场收入随国网招标量变化，林洋能源市占率相对稳定：公司智能电表业务在国内的销售量基本与我国电网对智能电表产品的招标量呈正相关关系，2011-2015 年的首轮智能电表推广周期中，公司的中标量维持在较高水平，2016-2020 年，公司中标量跟随电网招标量的趋势变化，表现较为平稳。近五年来，公司在国网的市占率基本稳定在 3% 上下，由于整体格局相对分散，公司已属于业内第一梯队。

图表 10. 2011-2022 年国网智能电表招标量



资料来源：国网电子商务平台，中银证券

图表 11. 2012-2022 年林洋智能电表中标量及占比



资料来源：公司年报，国网电子商务平台，中银证券

海外市场布局广泛，平滑国内需求波动：作为国内最大的智能电表出口企业之一，目前公司产品覆盖全球 30 多个国家和地区，在全球智能电表市场树立了良好的品牌形象和竞争优势。公司在海外的收入情况逐步上升，稳健向好，特别在 2020 年公司在智能板块的海外业务有大幅度增长，沙特的项目分别中标了 2.63 亿元和 7,000 万元，弥补了国内招标数降低导致公司境内业务业绩下降的短缺，并且使得公司 2020 年营业收入增长显著。我们认为，公司海外市场的收入有望作为公司业绩的有力补充，平滑国内市场带来的周期波动。

图表 12. 林洋能源智能电表的海外布局

地区	合作
欧洲、亚太	与瑞士兰吉尔集团通过 ODM、JDM 等方式全面深化合作，实现智能电表销售超 75 万台
中东	与央企如：中电装备以及沙特、德国等国家知名企业合作，巩固在沙特的份额
东亚	在韩国伙伴的深度合作，报告期内智能电表出口超 50 万台，预计全年达 130 万台
东欧	在波兰电力局 PGE 和 STONE 共中标约人民币 2.76 亿元智能电表项目

资料来源：公司公告，中银证券

深耕光伏行业多年，光伏制造业务再出发

深耕光伏行业多年，上下游资源丰富：公司围绕光伏产业链多个环节展开业务布局，目前在电池片、组件、电站 EPC、电站运营等多个环节有所涉猎。在中游制造环节，公司早期曾布局一体化光伏制造业务，后续于 2010 年退出；但在 2022 年 12 月公司对外公告新建 TOPCon 电池产线，此次布局为公司二次进入光伏制造板块，有望凭借先前在产业内积累的技术与资源实现较为顺利的业务拓展。在下游建设运营环节，公司于 2012 年、2018 年先后进入分布式光伏电站、光伏 EPC 环节，现已与国电投、中广核、华能、中能、三峡、中电建、中能建等央企达成合作，丰富的下游资源亦将为公司光伏全产业链的发展提供有效支持。

图表 13. 林洋能源光伏产业链业务布局范围



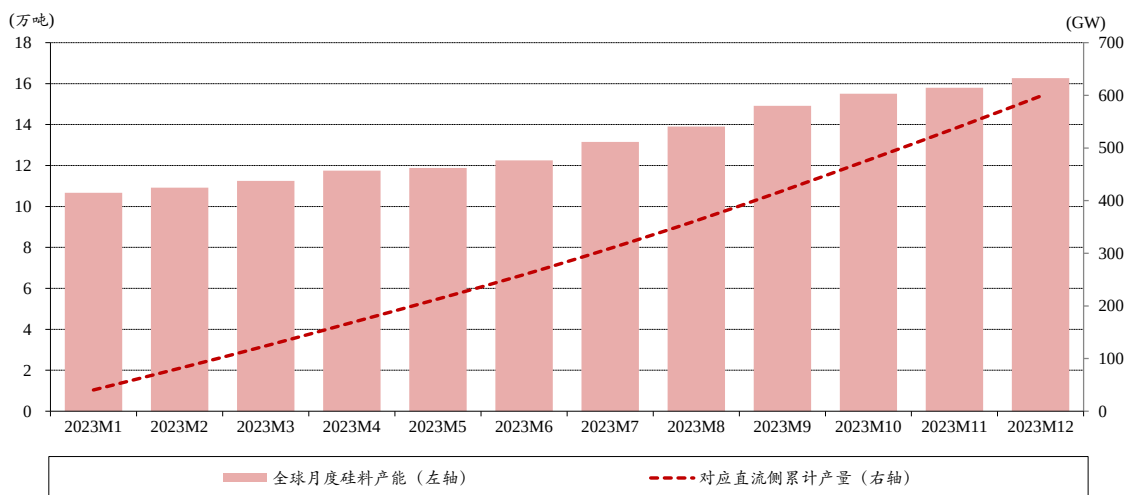
资料来源：公司公告，中银证券

注：粉色底色为公司有布局的业务板块

EPC 业务有望迎来量价齐升

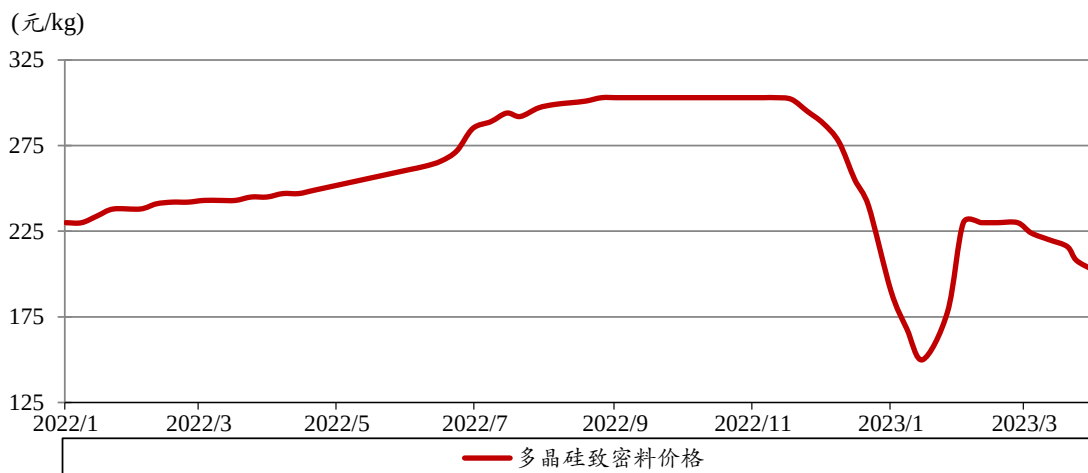
EPC 业务有望受益于光伏组件价格下降，量利齐升：根据我们在《光伏行业 2023 年投资策略：变局与机遇》中的统计，伴随硅料企业新产能的投产，我们预计 2023 年全年硅料有效产能将超过 150 万吨，对应硅片有效产出量有望接近 600GW，折合交流侧装机量约 500GW，远超我们对于 2023 年全球光伏新增装机需求约 340GW 的预期。在此情况下，我们认为随着 2023 年硅料供应的逐步释放，硅料价格回落有望带动组件成本与售价的持续降低，下游 EPC 等环节的盈利有望修复；同时，安装成本的下降亦有望刺激地面电站开工，带动需求呈现增长态势，公司 EPC 业务有望随行业向好，迎来量利齐升。

图表 14. 2023 年全球硅料月度产能与其对应的硅片累积产出量



资料来源：CPIA，可再生能源协会，中银证券

图表 15. 2022-2023 年硅料价格趋势

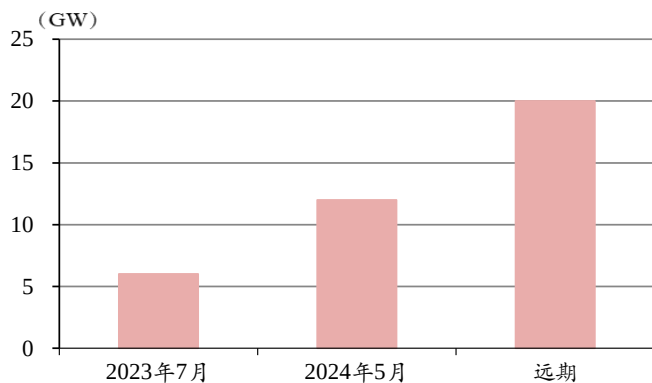


资料来源：PV Infolink，中银证券

TOPCon 电池前景良好，公司相具备竞争优势

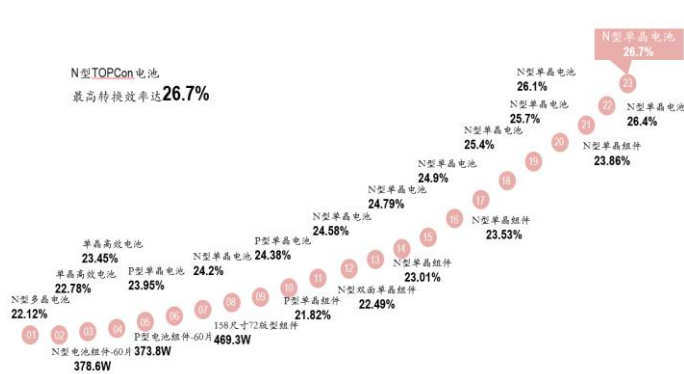
进军 N 型电池领域，或为公司创造新的利润增长点：2022 年公司进军 TOPCon 电池领域，公告拟在南通市投资建设 20 GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池生产基地及新能源相关产业项目，一期第一阶段的 6GW 产能拟于 23 年 7 月竣工投产，第二阶段的 6GW 产能拟于 2024 年 5 月达产，二期初步规划 8GW 产能规模。我们认为，TOPCon 作为更高效的 N 型电池技术路线，其理论转换效率可达 28.7%，显著高于此前主流 PERC 电池 24.5% 的理论转换效率极限，是未来技术迭代发展的方向之一，其前景普遍被行业看好。

图表 16. 林洋光伏电池片投产计划



资料来源：公司公告，中银证券

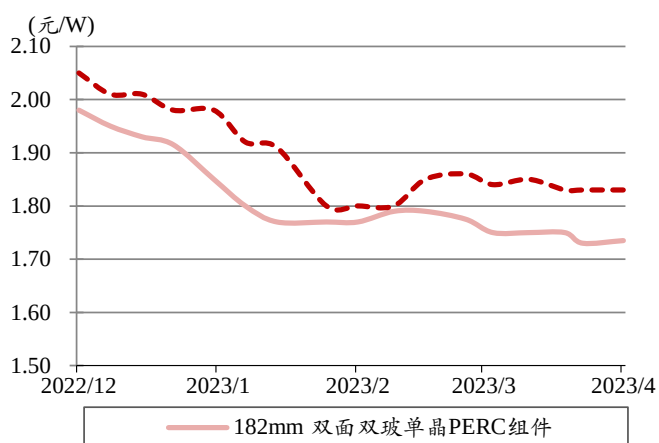
图表 17. N 型 TOPCon 电池效率刷新情况



资料来源：晶科能源，中来股份，中银证券

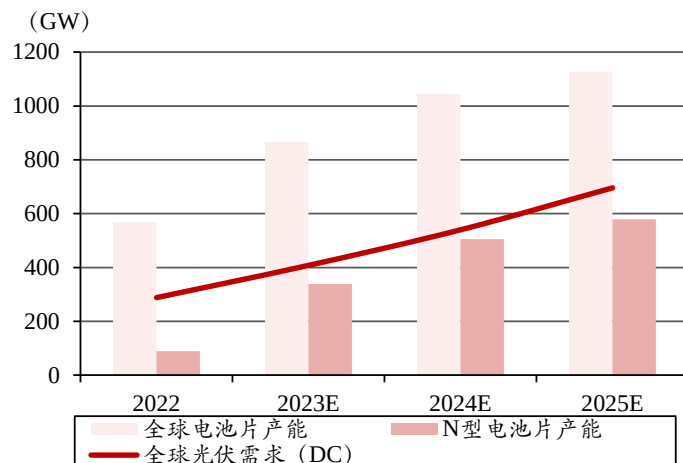
高效电池片预计在未来几年内保持较强的溢价能力：相比于传统电池片，TOPCon 电池因背面隧穿氧化层的技术结构和 N 型衬底的设计而具备更高的转换效率，除此之外，其高双面率、低温度系数的特点也使得它在高温下的发电量更加突出。得益于上述性能方面的优化提升，当前 TOPCon 与传统 PERC 电池片的平均价差约为 0.08 元/W。同时，尽管当前电池片整体供需宽裕，但高效 N 型电池产能不足，根据集邦咨询的统计，2023-2025 年底，全球 N 型电池片产能预计将分别达到 338GW、505GW、579GW，低于我们对于上述年份全球光伏需求总量的预期。因此我们判断，由于高效 N 型电池片能在未来的 2-3 年内仍处于持续稀缺状态，其溢价能力有望在较长一段时间内保持在较高的水平。

图表 18. 不同技术路线组件价格对比



资料来源: PVInfoLink, 中银证券

图表 19. 2022-2025 年全球 N 型电池片供需关系



资料来源: 集邦咨询, 中银证券

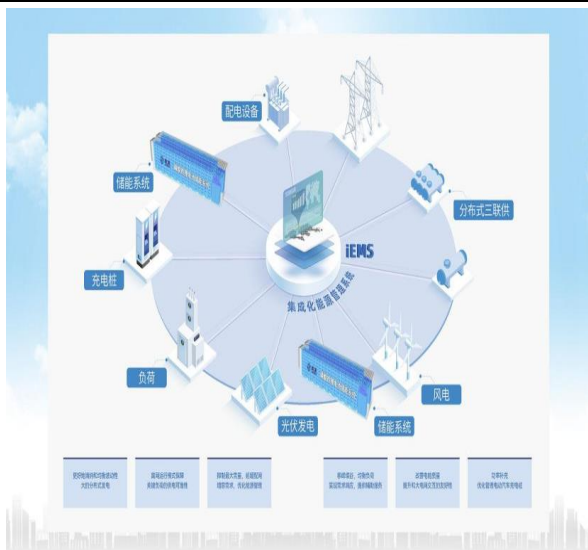
林洋能源相比行业内其他新进入者具备技术、资源、资金优势：我们看好公司作为光伏行业资深参与者进入 TOPCon 领域的综合竞争力，主要是由于公司具备技术、资源、资金等方面的优势。技术方面，公司相比其他新进入者具备更深厚的研发储备，公司在退出光伏制造业务之后仍然持续关注行业内的技术变革，早在 2016 年就已成立专业化的国际团队专注于 N 型电池及组件的研发，2017 年公司第一片 N 型高效双面单晶电池片成功下线，2018 年公司自主研发的 400MW N 型高效双面单晶电池、组件实现量产，2019 年公司引进并打通 N 型 TOPCon 技术路线，实现量产效率 23.1%。我们认为，公司充足的经验积累与深厚的技术储备有望支撑其投资项目较快落地。资源方面，由于公司已是第二次进入光伏制造领域，此前在供应链、下游客户资源、品牌优势等方面积累的优势仍可以继续发挥作用，同时由于公司在 EPC 与电站运营方面亦有布局，新业务预计能够和其下游业务产生一定的协同效应。资金方面，公司当前现金充裕，资产负债率较低，可以为新业务的拓展提供充足资金支持。

高瞻远瞩布局储能新赛道

公司在储能领域进行全产业链布局

公司在储能上中下游均有布局：相比行业内其他友商，公司在产业链上、中、下游均有涉猎，可发挥较强协同作用。上游电芯环节，公司与 2021 年 8 月与亿纬动力成立合资子公司，共同投资建设年产能 10GWh 储能专用电池项目，公司持有该公司 35% 的股权，项目规划 3 条高速电芯生产线，满产后年产 LF280K 电芯超 1100 万只，2022 年 11 月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，我们预计，稳定的电芯供应将形成公司未来竞争的一大优势。中游系统集成领域是公司储能方面的核心业务布局，公司专注于“BMS+PCS+EMS”的“3S”融合储能系统设计，致力于为客户提供“高安全、长寿命、高效率、低衰减、智能化、高收益”的锂离子电池大容量储能系统定制化解决方案。此外，公司与华为数字能源技术有限公司已签署战略合作协议，合作研发大规模锂离子储能相关产品及系统解决方案。下游应用场景方面，公司凭借多年经营电站的经验，与各发电企业，央企和政府的合作关系较为紧密，同时公司智能电表下游客户以南网、国网等电网公司为主，因此后续公司在储能电站侧、电网侧的渠道预计较为畅通。

图表 20. 林洋能源储能集成化能源管理系统 (EMS)



资料来源：公司官网，中银证券

图表 21. 林洋能源智慧能源路由器(PCS)



资料来源：公司官网，中银证券

双碳战略明确支撑储能发展，国家和地方出台多项政策

国家双碳战略实施明确提出支撑储能技术发展：2020年9月22日，习近平总书记在联合国大会一般性辩论上向全世界宣布，“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”。2022年8月，为深入贯彻落实党中央、国务院有关部署，做好科技支撑碳达峰碳中和工作，科技部等九部门联合印发了《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》。其中“能源绿色低碳转型支撑技术”中提到储能技术，提出要研发压缩空气储能、飞轮储能、液态和固态锂离子电池储能、钠离子电池储能、液流电池储能等高效储能技术；研发梯级电站大型储能等新型储能应用技术以及相关储能安全技术。

国家出台多项政策支持储能产业发展：我国能源体量大，但能源结构复杂且具有一定的特殊性，而储能产业是能源结构转型的关键和推手，加快储能产业的发展，对推动经济发展和建设健康的能源产出与消费体系具有重要意义。政府部门从 2018 年开始就通过制定出台多种政策来规范和推动储能技术与产业的发展，包括制定行动计划指南、探讨参与电力现货市场交易等政策。尤其是 2022 年发布具有重要意义的《“十四五”新型储能发展实施方案》，明确到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件；到 2030 年，新型储能全面市场化发展。市场机制、商业模式、标准体系成熟健全。

图表 22. 中国储能技术行业相关政策

时间	部门	政策
2018.07	国家发改委	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》
2018.08	国家能源局	《供电监管办法修订征求意见稿》
2019.02	国家电网	《关于促进电化学储能健康有序发展的指导意见》
2019.06	国家能源局、国家发改委、科技部、工信部	《2019-2020 年储能行动计划》
2019.07	国家发改委、能源局	《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》2019-2020 年行动计划
2021.07	国家发改委、能源局	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》
2021.09	能源局	《新型储能项目管理规范（暂行）》
2022.01	国家发改委、能源局	《“十四五”新型储能发展实施方案》
2022.05	国家发改委、能源局	《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》
2022.11	国家能源局	《电力现货市场基本规则（征求意见稿）》 《电力现货市场监管办法（征求意见稿）》

资料来源：各部委官网，中银证券

地方政府出台多项储能支持政策。地方政府对于储能产业也非常重视，各地出台了一系列政策，支持本地储能产业发展。2021 年至今，全国共有 24 个省区发布了能源配储能政策，其中，不少地方对分布式光伏配套建设储能都提出了明确要求。例如，山东省是国内首个出台电力现货市场储能支持政策的省份，政策中明确新型储能示范项目进入电力现货市场后，充电时为市场用户，从电力现货市场直接购电；放电时为发电企业，在现货市场直接售电。

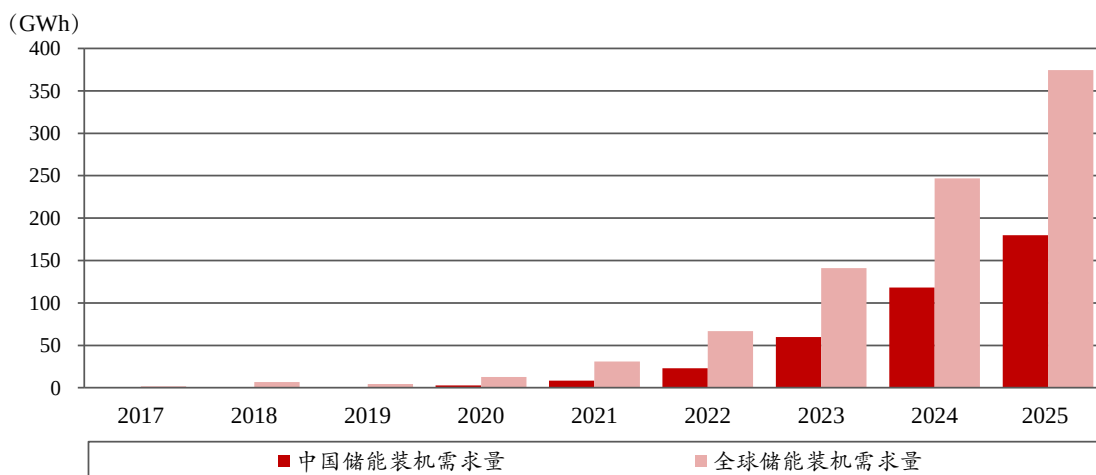
图表 23. 各省对于强配储能要求（不完全统计）

省份	强制配储份额	主要内容
内蒙古	15%、2h	2025 年建成并网新型储能规模达到 500 万千瓦新建保障性保障性配储不低于 15%、2 小时市场化配储不低于 15%、4 小时
陕西	10%~20%、2h	陕北、关中地区和延安市按照 10%配储榆林市按照 20%配储
河南	10%~20%	I 类区配 10%2h 储能 II 类区 15%、2h 储能 II 类区 20%、2h 储能
山东	10%、2h	规模 50 万千瓦，风电、光伏配 10%、2h 储能
甘肃	5%~20%	600 万千瓦存量新能源项目；河西 5 市配置 10%-20%、2h 储能；其他地区配置 5%-10%、2h 配套储能设施
海南	10%	每个申报项目规模不得超过 10 万千瓦；需配套建设 10%的储能装置
新疆	10%	2021 年新增 20 万千瓦光伏项目，需配 10%储能
贵州	10%	2021 年新增光伏项目，在消纳受限区域需配 10%储能
青海	10%2h	新增水电与新能源、储能容量配比达到 1:2:02
山西	5%~10%	山西大同新增新能源项目需配 5%储能大同、朔州、忻州、阳泉四市 240 万风电光伏项目配置 10%的储能
宁夏	10%、2h	6 新能源示范项目需配 10%2h 储能

资料来源：各部委官网，中银证券

储能市场空间较大，具备发展潜力：2022 年，国内储能装机需求量为 22.95GWh，同比增长 175.90%，全球装机需求为 66.61GWh，同比增长 115.53%，增长速度显著。根据我们在《储能行业系列报告之一：储能产业乘风而起，技术路线百花齐放》中的预测，我们预计 2023 年，全球的储能电池需求量将达到 260GWh，到 2025 年将增长至 625GWh，年均复合增速将达到 54.9%，为公司在储能板块的业务拓展带来较大的空间。

图表 24. 储能装机需求量



资料来源：公司官网，中银证券

公司在手项目充足，氢能技术亦有布局

储能项目储备充足，有望利用光伏 EPC 的资源协同开发：公司全面布局储能产业链，一方面受益于行业需求的高速增长，另外一方面凭借公司在光伏行业多年的底蕴，公司储能拿单能力有望保持在较高水平，公司传统光伏 EPC 客户也有望成为公司储能业务的潜在客户。截至 2022 年底，公司在手各类储能项目资源超过 6GWh，包括和央企国企合作配套，光储方案自用和合作为第三方提供配套储能等。

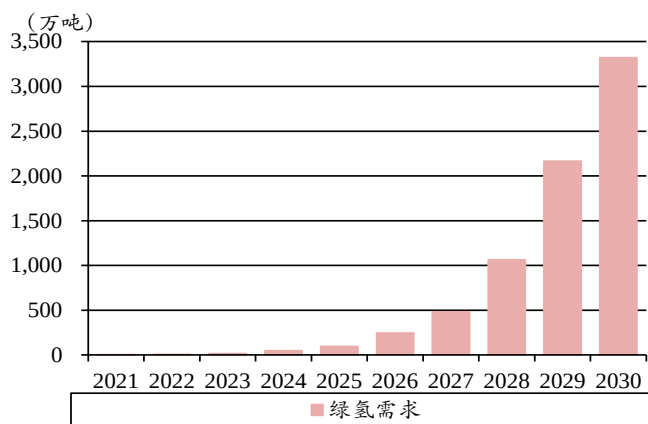
图表 25. 林洋能源典型储能项目中标情况

时间	项目名称
2022 年 5 月	华能巴彦诺日公 300MW 风电 EPC 项目储能设备
2022 年 10 月	第二标段新源智储 2022 年度储能设备第二次框架招标项目

资料来源：公司公告，中银证券

公司布局氢能路线，已发布碱性电解槽产品：除电化学储能技术路径之外，公司还积极响应氢能领域的战略性机遇，布局新能源制氢核心装备业务，子公司林洋创业投资（上海）有限公司与上海舜华新能源系统有限公司合资成立清耀（上海）新能源科技有限公司，布局电解水制氢设备。2022 年 11 月，该子公司正式发布新产品“全自动并/离网 SAK1600 系列碱性电解水制氢装备”，直流能耗 4.2kWh/m³，产氢量可达 500Nm³/h。我们认为，当前绿氢行业潜在市场空间广阔，若公司能够在订单方面取得突破，氢能板块预计也将为公司业绩增长做出贡献。

图表 26. 2021-2030 年全球绿氢需求预测



资料来源：香橙会氢能数据库，IEA，中银证券

图表 27. SAK1600 系列碱性电解水制氢装备



资料来源：东方财富网，中银证券

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑电表行业发展已进入成熟期，预计公司 2023-2025 年智能电表产品收入保持稳定增长、毛利率基本持平。
- 2) 考虑 2023 年硅料产能释放有望促进下游需求释放，同时产业链其他环节盈利能力有望逐步修复，预计公司 2023 年受益于量价齐升，EPC 板块业绩将迎来较大幅度增长，2024-2025 年保持稳定增长。
- 3) 公司光伏发电业务为传统业务，预计其发电量、盈利能力整体维持平稳，2023 年收入预计下滑较多，主要是因为 2022 年公司转让出售部分电站，存量装机有所减少。
- 4) 考虑储能行业高景气与公司在手订单充沛，预计公司 2023-2025 年储能业务将维持较快增长。
- 5) 考虑公司产能逐步释放，预计 2023-2025 年公司光伏电池片业务有望高速增长。

图表 28. 林洋能源营业收入与毛利率预测

	2023E	2024E	2025E
电能表及系统类产品			
收入（百万元）	2,568.16	2,953.39	3,396.39
同比增长(%)	15.00	15.00	15.00
毛利率(%)	32.00	31.50	31.50
太阳能电站 EPC			
收入（百万元）	2,100.00	4,003.20	5,264.00
同比增长(%)	332.67	90.63	31.49
毛利率(%)	17.50	16.50	16.00
光伏发电			
收入（百万元）	741.13	808.98	936.69
同比增长(%)	-43.78	9.15	15.79
毛利率(%)	71.00	71.00	71.00
储能			
收入（百万元）	1,200.00	2,250.00	4,125.00
同比增长(%)	181.72	87.50	83.33
毛利率(%)	18.00	20.00	22.00
光伏电池片			
收入（百万元）	1,980.00	6,300.00	8,400.00
同比增长(%)	0.00	218.18	33.33
毛利率(%)	15.00	15.00	14.50
其他			
收入（百万元）	553.33	636.33	699.96
同比增长(%)	15.00	15.00	10.00
毛利率(%)	20.00	20.00	20.00
营业收入合计（百万元）			
	9,142.62	16,951.89	22,822.04
同比增长(%)	84.93	85.42	34.63
综合毛利率(%)			
	25.59	21.75	21.22

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 91.43 亿元、169.52 亿元、228.22 亿元，分别同比增长 84.93%、85.42%、34.63%；归属于上市公司股东的净利润分别为 11.39 亿元、15.34 亿元、19.15 亿元，分别同比增长 33.09%、34.69%、24.81%；在当前股本下，每股收益分别为 0.55 元、0.74 元、0.93 元。

相对估值：我们选取与公司业务相近的正泰电器、钧达股份、晶科科技、金冠股份、芯能科技、南都电源等标的作为可比公司进行估值比较，根据 2023 年 4 月 27 日收盘价计算，公司 2022-2024 年对应市盈率分别为 18.9、14.2、10.5 倍，2023-2024 年估值低于行业平均水平，考虑到公司加速发展光伏制造、储能等新业务为公司业绩增长带来新动能，我们维持公司的买入评级。

图表 29.林洋能源可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	评级
					2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E		
正泰电器	601877.SH	26.00	558.99	558.99	2.11	2.63	3.17	12.32	9.89	8.20	2.61	增持
钧达股份	002865.SZ	100.53	199.87	199.87	5.08	11.08	11.87	19.79	9.07	8.47	14.05	增持
晶科科技	601778.SH	4.64	165.69	165.69	0.11	0.18	0.22	40.77	25.94	20.66	1.49	未有评级
金冠股份	300510.SZ	4.90	40.60	40.60	0.06	0.22	0.34	84.19	22.49	14.45	1.72	未有评级
芯能科技	603105.SH	14.70	73.50	73.50	0.38	0.52	0.66	38.68	28.38	22.32	4.14	未有评级
南都电源	300068.SZ	20.78	179.72	179.72	0.38	1.01	1.51	54.68	20.54	13.75	3.43	未有评级
行业平均值								41.74	19.38	14.64	4.57	
林洋能源	601222.SH	7.85	161.72	161.72	0.42	0.55	0.74	18.89	14.20	10.54	1.39	买入

资料来源：万得，中银证券

注：股价与市值截止日 2023 年 4 月 27 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

投资建议

公司协同推进“智能、新能源、储能”三大业务板块。智能电表板块经营稳健，作为国内最大的智能电表企业之一，目前公司产品覆盖全球 30 多个国家和地区，未来板块业绩有望呈现稳定向好态势。此外，公司积极布局拓展高增长业务；储能方面，公司上下游协同布局，与亿纬合资建设 10GWh 储能电芯保障供应，且在手储能项目已超 6GWh，为后续板块业绩高增长奠定坚实基础；光伏方面，公司传统 EPC 业务有望受益于硅料供应宽松，迎来量利齐升，新规划 20GW TOPCon 电池产能有望贡献业绩新增量，我们认为公司兼具资金、技术、产业链资源等优势，有望在重回光伏制造领域的过程中取得较高的业绩增速。维持 **买入** 评级。

风险提示

价格竞争超预期：光伏产业链部分环节有产能过剩的隐忧，如价格竞争出现超预期的情况，或对产业链环节盈利能力造成不利影响。

新技术和新产品投建节奏不达预期：公司目前 TOPCon 电池片产线仍在建设中，若产能的建设速度、产品的性能表现不及预期，公司产品的竞争力或不足，可能会对公司的销售规模和业绩产生不利影响。

国际贸易摩擦风险：对海外市场的出口是中国光伏制造企业销售的主要组成部分，如后续国际贸易摩擦超预期升级，可能会对公司的销售规模和业绩产生不利影响。

光伏组件价格超预期坚挺或上涨：公司 EPC 业务盈利能力、需求规模与组件价格密切相关，若组件价格处于高位，可能抑制下游电站经济性导致终端需求景气度下行，同时挤压产业链其他环节盈利空间，对公司的销售规模和业绩产生不利影响。

光伏电站补贴拖欠与限电风险：公司部分在运营电站投产时间较早，享受国家或地方补贴电价，若光伏电站补贴拖欠或限电，可能影响电站发电产生的收益。

电表需求不达预期：公司电表产品需求与国网、南网招标需求密切挂钩，若招标量明显下滑可能导致板块出货量下降。

新能源政策风险：目前风电行业整体景气度与行业政策的导向密切相关，如政策方面出现不利变动，可能影响行业整体需求，从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

消纳风险：随着我国新能源发电装机容量的提升，其发电出力的不连续性对电网造成的消纳压力逐步增大，如电网企业限制后续新能源发电的新增消纳空间，将对风力发电需求造成不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,297	4,944	9,143	16,952	22,822
营业收入	5,297	4,944	9,143	16,952	22,822
营业成本	3,424	3,150	6,803	13,264	17,979
营业税金及附加	31	34	50	85	114
销售费用	119	127	155	271	365
管理费用	276	372	366	559	753
研发费用	139	143	219	339	456
财务费用	307	36	302	766	1,124
其他收益	68	65	65	65	65
资产减值损失	13	(24)	5	(20)	(35)
信用减值损失	(7)	(119)	(30)	(40)	(50)
资产处置收益	34	97	30	30	35
公允价值变动收益	0	37	0	0	0
投资收益	31	5	35	140	250
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,141	1,144	1,351	1,842	2,295
营业外收入	3	10	35	15	15
营业外支出	29	38	30	30	30
利润总额	1,115	1,116	1,356	1,827	2,280
所得税	183	252	217	292	365
净利润	932	864	1,139	1,534	1,915
少数股东损益	2	8	0	0	0
归母净利润	930	856	1,139	1,534	1,915
EBITDA	1,816	1,455	2,297	3,467	4,413
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.45	0.42	0.55	0.74	0.93

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,347	13,538	21,152	35,543	39,229
货币资金	2,861	4,709	3,657	6,781	6,847
应收账款	3,979	3,104	10,102	14,384	18,581
应收票据	40	12	90	99	155
存货	589	1,508	2,271	5,098	4,891
预付账款	236	142	614	860	1,138
合同资产	103	114	264	473	526
其他流动资产	2,539	3,949	4,154	7,849	7,091
非流动资产	10,162	7,763	11,178	14,289	16,642
长期投资	400	613	613	613	613
固定资产	8,398	5,882	9,371	12,750	15,212
无形资产	100	110	94	79	63
其他长期资产	1,264	1,158	1,100	848	754
资产合计	20,509	21,301	32,330	49,832	55,871
流动负债	3,365	4,437	12,903	26,197	29,909
短期借款	825	730	5,678	13,346	15,994
应付账款	987	1,409	3,127	5,716	6,270
其他流动负债	1,554	2,298	4,098	7,135	7,645
非流动负债	2,668	1,996	3,909	6,735	7,339
长期借款	2,102	1,593	3,418	6,288	6,870
其他长期负债	566	404	490	447	469
负债合计	6,033	6,433	16,812	32,932	37,248
股本	2,060	2,060	2,060	2,060	2,060
少数股东权益	36	81	81	81	81
归属母公司股东权益	14,440	14,786	15,437	16,818	18,542
负债和股东权益合计	20,509	21,301	32,330	49,832	55,871

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	932	864	1,139	1,534	1,915
折旧摊销	502	479	774	1,094	1,344
营运资金变动	(1,106)	(86)	(5,147)	(5,640)	(2,556)
其他	727	(247)	233	598	838
经营活动现金流	1,055	1,010	(3,001)	(2,413)	1,541
资本支出	(406)	(739)	(4,200)	(4,200)	(3,700)
投资变动	142	(299)	0	0	0
其他	254	2,360	65	170	285
投资活动现金流	(9)	1,323	(4,135)	(4,030)	(3,415)
银行借款	(424)	(604)	6,773	10,538	3,230
股权融资	2,026	(172)	(488)	(153)	(192)
其他	(2,474)	(203)	(200)	(817)	(1,098)
筹资活动现金流	(872)	(979)	6,085	9,567	1,940
净现金流	174	1,354	(1,052)	3,124	66

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(8.7)	(6.7)	84.9	85.4	34.6
营业利润增长率(%)	(1.1)	0.3	18.1	36.3	24.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(6.7)	(8.0)	33.1	34.7	24.8
息税前利润增长率(%)	(4.8)	(25.7)	56.0	55.8	29.3
息税折旧前利润增长率(%)	(2.0)	(19.9)	57.9	50.9	27.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(6.7)	(8.0)	33.1	34.7	24.8
获利能力					
息税前利润率(%)	24.8	19.7	16.7	14.0	13.4
营业利润率(%)	21.5	23.1	14.8	10.9	10.1
毛利率(%)	35.4	36.3	25.6	21.8	21.2
归母净利润率(%)	17.6	17.3	12.5	9.1	8.4
ROE(%)	6.4	5.8	7.4	9.1	10.3
ROIC(%)	6.7	5.7	5.4	5.6	6.3
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.5	0.7	0.7
净负债权益比	0.1	(0.1)	0.4	0.8	0.9
流动比率	3.1	3.1	1.6	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	5.1	4.1	4.0	3.8	3.8
费用率					
销售费用率(%)	2.2	2.6	1.7	1.6	1.6
管理费用率(%)	5.2	7.5	4.0	3.3	3.3
研发费用率(%)	2.6	2.9	2.4	2.0	2.0
财务费用率(%)	5.8	0.7	3.3	4.5	4.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.5	(1.5)	(1.2)	0.7
每股净资产(最新摊薄)	7.0	7.2	7.5	8.2	9.0
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.4	18.9	14.2	10.5	8.4
P/B(最新摊薄)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	14.8	11.1	10.7	10.0	8.7
价格/现金流(倍)	15.3	16.0	(5.4)	(6.7)	10.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371