

公司研究

全面布局储能业务，TOPCon 产能投产在即

——林洋能源（601222.SH）2022 年年报及 2023 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 49.44 亿元，同比减少 7%；实现归母净利润 8.56 亿元，同比减少 8%。2023 年 Q1 实现营业收入 10.65 亿元，同比增长 8%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比增长 10%。

点评：

加速储能业务拓展，持续完善上下游产业链条布局：2022 年，公司与亿纬动力的合资公司亿纬林洋建设的 10GWh 储能电芯项目顺利竣工投产。此外，公司在江苏启东建设储能电池模块及直流侧系统制造基地，总规划为年产 6GWh。同时，公司与华为数字能源签订战略合作框架协议，合作研发创新的大规模锂离子储能相关产品和系统解决方案。

TOPCon 产能投产在即，将贡献全新营收增量：2022 年 12 月，公司投资 100 亿元，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。目前项目一期正在建设中，一期工厂已经封顶，项目计划一期第一阶段 6GW 生产线在 2023 年 7 月通线流片，一期第二阶段 6GW 生产线将于 2024 年中投产。

智能电表业务持续增长，海外市场表现亮眼：公司在国网 2022 年电能表（含用电信息采集）招标采购中，合计中标金额约 8.56 亿元；在南网 2022 年计量产品框架招标项目中，中标金额约 3.14 亿元。国网南网中标金额较 2021 年增长 25.74%。作为国内最大的智能电表出口企业之一，2022 年智能板块海外市场实现同比增长 28% 的销售业绩。

EPC 业务 22 年整体承压，23 年有望恢复：2022 年，因新能源产业链价格持续上涨、国家调整光伏用地政策等外部因素，光伏电站开工、建设受到一定影响。在此期间，公司持续做好资源储备和前期开工准备，截至 2022 年底，公司项目储备超 6GW。随着 2023 年光伏产业链价格进入下行通道，公司 EPC 业务有望快速恢复。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 TOPCon 产能的投产，我们上调公司 23-24 年盈利预测、新增 25 年盈利预测，预计公司 23-25 年实现归母净利润 12.21/16.01/18.77 亿元（上调 11%/上调 14%/新增），当前股价对应 23-25 年 PE 为 13/10/9 倍。公司储能业务全面布局、电池片业务开始出货，将为公司未来发展提供强劲增长动能，维持“买入”评级。

风险提示：项目建设及政策不及预期、市场竞争激烈、海外业务开拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,297	4,944	9,563	15,793	19,628
营业收入增长率	-8.66%	-6.66%	93.42%	65.15%	24.28%
净利润（百万元）	930	856	1,221	1,601	1,877
净利润增长率	-6.69%	-8.00%	42.68%	31.12%	17.22%
EPS（元）	0.45	0.42	0.59	0.78	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.44%	5.79%	7.81%	9.42%	10.12%
P/E	17	19	13	10	9
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-28

买入（维持）

当前价：7.85 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

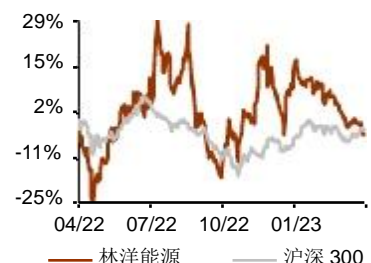
联系人：和霖

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.60
总市值(亿元)	161.72
一年最低/最高(元)	6.43/10.81
近 3 月换手率	73.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.65	-8.19	13.63
绝对	-0.88	-12.29	17.15

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,297	4,944	9,563	15,793	19,628
营业成本	3,424	3,150	6,609	11,528	14,571
折旧和摊销	445	420	559	607	645
税金及附加	31	34	48	79	98
销售费用	119	127	245	405	494
管理费用	276	372	622	1,027	1,256
研发费用	139	143	277	458	559
财务费用	307	36	230	292	349
投资收益	31	5	5	5	5
营业利润	1,141	1,144	1,584	2,076	2,434
利润总额	1,115	1,116	1,584	2,076	2,434
所得税	183	252	358	469	549
净利润	932	864	1,226	1,607	1,884
少数股东损益	2	8	5	6	7
归属母公司净利润	930	856	1,221	1,601	1,877
EPS(按最新股本计)	0.45	0.42	0.59	0.78	0.91

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,055	1,010	1,558	1,810	2,507
净利润	930	856	1,221	1,601	1,877
折旧摊销	445	420	559	607	645
净营运资金增加	833	-119	2,770	3,807	2,284
其他	-1,154	-146	-2,993	-4,205	-2,299
投资活动产生现金流	-9	1,323	-620	-500	-300
净资本支出	-390	-710	-505	-505	-305
长期投资变化	269	354	0	0	0
其他资产变化	112	1,679	-115	5	5
融资活动现金流	-872	-979	-865	1,805	-289
股本变化	311	0	0	0	0
债务净变化	-3,134	-570	-268	2,342	381
无息负债变化	346	970	1,512	3,514	2,184
净现金流	155	1,439	73	3,115	1,918

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.4%	36.3%	30.9%	27.0%	25.8%
EBITDA 率	34.4%	33.2%	25.3%	19.4%	17.8%
EBIT 率	25.7%	24.4%	19.4%	15.5%	14.5%
税前净利润率	21.1%	22.6%	16.6%	13.1%	12.4%
归母净利润率	17.6%	17.3%	12.8%	10.1%	9.6%
ROA	4.5%	4.1%	5.2%	5.2%	5.4%
ROE (摊薄)	6.4%	5.8%	7.8%	9.4%	10.1%
经营性 ROIC	7.3%	7.1%	8.9%	9.6%	10.1%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	29%	30%	33%	44%	46%
流动比率	3.07	3.05	2.66	1.97	1.93
速动比率	2.90	2.71	2.33	1.73	1.70
归母权益/有息债务	4.13	5.06	5.89	3.40	3.45
有形资产/有息债务	5.80	7.19	8.71	6.07	6.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	20,509	21,301	23,404	30,623	34,750
货币资金	2,861	4,709	4,781	7,896	9,814
交易性金融资产	1,553	1,676	1,676	1,676	1,676
应收帐款	3,979	3,104	5,130	7,614	9,463
应收票据	40	12	23	38	47
其他应收款 (合计)	780	1,733	1,408	2,010	2,106
存货	589	1,508	1,960	2,843	3,302
其他流动资产	196	508	508	508	508
流动资产合计	10,347	13,538	15,912	23,232	27,700
其他权益工具	43	43	43	43	43
长期股权投资	269	354	354	354	354
固定资产	8,398	5,882	5,942	5,906	5,628
在建工程	40	287	193	147	103
无形资产	100	110	107	105	103
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	423	337	337	337	337
非流动资产合计	10,162	7,763	7,492	7,390	7,050
总负债	6,033	6,433	7,677	13,533	16,098
短期借款	825	730	313	2,505	2,756
应付账款	987	1,409	2,430	4,239	5,358
应付票据	608	1,089	1,729	3,015	3,811
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	23	23	23
流动负债合计	3,365	4,437	5,979	11,785	14,320
长期借款	2,102	1,593	1,643	1,693	1,723
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	55	55	55	55
非流动负债合计	2,668	1,996	1,698	1,748	1,778
股东权益	14,476	14,868	15,727	17,089	18,652
股本	2,060	2,060	2,060	2,060	2,060
公积金	7,816	7,982	8,104	8,264	8,452
未分配利润	4,667	4,970	5,702	6,898	8,266
归属母公司权益	14,440	14,786	15,641	16,997	18,553
少数股东权益	36	81	86	92	99

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.25%	2.57%	2.57%	2.57%	2.52%
管理费用率	5.21%	7.52%	6.50%	6.50%	6.40%
财务费用率	5.79%	0.72%	2.41%	1.85%	1.78%
研发费用率	2.62%	2.90%	2.90%	2.90%	2.85%
所得税率	16%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.22	0.18	0.12	0.16	0.18
每股经营现金流	0.51	0.49	0.76	0.88	1.22
每股净资产	7.01	7.18	7.59	8.25	9.01
每股销售收入	2.57	2.40	4.64	7.67	9.53

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	17	19	13	10	9
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.8	9.2	7.0	6.3	5.6
股息率	2.8%	2.3%	1.5%	2.0%	2.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

国投瑞银