

## 林洋电子 (002610)

增持 (维持)

## 快速成长的分布式光伏龙头

## 市场数据

报告日期	2015-1-11
收盘价(元)	24.95
总股本(百万股)	355.00
流通股本(百万股)	352.00
总市值(百万元)	8862.00
流通市值(百万元)	8790.00
净资产(百万元)	2788.00
总资产(百万元)	3604.00
每股净资产	7.85

## 相关报告

分析师:

雒凤超

luofc@xyzq.com.cn

S0190513070012

联系人:

曾韬

zengtao@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1991	2715	3642	4721
同比增长	4.1%	36.4%	34.1%	29.6%
净利润(百万元)	372	485	708	823
同比增长	22.8%	30.6%	45.9%	16.2%
毛利率	37.0%	33.8%	36.0%	37.8%
净利润率	18.7%	17.9%	19.4%	17.4%
净资产收益率(%)	14.2%	10.1%	12.9%	13.0%
每股收益(元)	0.86	1.13	1.65	1.91
每股经营现金流(元)	0.57	2.14	1.87	3.17

## 投资要点

- 林洋电子是电表行业龙头之一，2013 年开始布局光伏运营，并进入 LED 等领域。2013 年公司分别实现营业收入和归属母公司股东的净利润 19.9 亿元、3.7 亿元；2014 年前三季度分别实现营业收入和归属母公司的净利润 15.1 亿元、2.5 亿元，同比分别增长 9.25%、20.31%。

## ● 分布式光伏是未来最大看点。

公司的光伏业务包括光伏运营及 EPC 总包，其中分布式是未来最大的看点。分布式光伏是光伏业务的战略重心，公司在 14 年完成装机 80MW，15-16 年新增装机目标分别为 200MW、200-300MW。

公司在分布式光伏业务上的优势与其电表业务密切相关。首先，林洋电子在电表销售过程中已经形成了完善的全国网络，适合分布式光伏小而分散的特点，有利于公司在全国范围内的扩展；其次，公司在电表领域经营多年，与国网及各地电网建立了紧密联系，有利于分布式项目并网及电费结算。此外，公司也已经探索出较为成熟的商业模式。我们认为，分布式是光伏的未来所在，林洋电子将成为其中发展最快最顺利的公司。

地面电站公司通过与内蒙山路集团进行合作。山路集团目前拥有并网集中式电站 380MW 及 350MW 组件产能，与林洋合作建设的内蒙乾华 100MW 电站目前已并网，2015 年计划再并网 100MW。山路集团在手项目资源充足，公司与山路合作可发挥资金上的优势，快速做大电站持有规模，提高资金使用效率。

根据公司的装机计划以及公布的发电数据，我们预计 2015 年光伏发电将贡献收入 4.8 亿元，是公司利润增长的主要来源。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

**公司资金充足，有继续提高杠杆的潜力。**公司目前在手现金约7亿元，加上定增募集资金约18亿元，对应可撬动建设约1GW的光伏项目。公司资产负债率较低，举债空间较大，此外公司还可通过产业基金、证券化等多种方式对自有出资部分再加杠杆，如果充分利用金融工具，公司目前的最高可完成3GW的装机。公司2014年的装机目标已达成，在产业资本涌入抢夺光伏资源的情况下，我们预计林洋电子未来的装机计划和装机进度都有超预期的可能。

公司在EPC方面已开工项目有华电通州湾500MW和攀枝花20MW，通州湾项目计划分10年，每年大概50MW，对应5亿左右营收，攀枝花项目以商业屋顶为主，仍有后续开发潜力。

- **电表业务保持平稳，拓展重心转移海外。**公司是国内电表行业制造龙头，主要产品包括单相电能表、三相电能表及用电信息采集终端，下游客户主要是电网公司。目前公司电表业务市场占有率基本稳定在6%-8%，位居全国前三，营收增速逐年放缓，毛利率稳定于38%左右。2014上半年电能表业务实现营收6.6亿，创下上市以来最低，同比下滑7.9%，再次引发市场对电表业务的担忧。

**有别于市场的观点：**我们认为公司14-17年电表业务仍将维持稳健增长，短期业绩波动是由于收入确认节奏导致。

首先，我们预计2014年将保持平稳增长：电表业务收入确认时间大部分在四季度，具有明显的季节性。截止14年7月，公司在手订单约为14亿元，大部分将于三、四季度交付；我们预计电表14年收入将保持平稳略有增长，预计14年全年营收约为18-19亿。

其次，行业需求从中期来看也将保持平稳：一方面，智能电表已经进入更换期。智能电表的更换周期为5-8年，一般使用5年后就需要更换，2010年安装的智能电表今年将陆续进入更换期，根据之前的安装节奏，2015-2017年更换需求预计在1.3-1.5亿只。另一方面，新增用户和普通电表替换的需求仍然存在。根据国网规划，2015年将完成“户户通电工程”，2017年实现经营区域内智能电表和用电信息采集的全覆盖目标，届时国网覆盖的用户区域将全部安装智能电表；此外农村用户之前安装的是普通电能表，农网改造时也会对该部分电表进行更换。目前我国总人口为13.68亿，平均每户3.02人，按照国网覆盖区域约占78%来算，国网应覆盖约3.51亿户人口，保守估计每户1只，扣除已招标数量后，剩余的需求约为3600万只。综合考虑，我们认为未来三年国网电表招标量将大概率维持平稳。

公司正在大力拓展海外业务，目前进展顺利，虽然体量尚小，但增长迅速，势头良好，未来将成为电表业务主要的增长点。我们预计，公司的电表业务整体将保持接近10%的增速，为公司贡献稳定收益。

- **LED业务逐步放量。**林洋电子在LED板块的布局主要包括项目总包和产品代工两块。项目总包目前在手订单主要是南通新城建设项目，该项目还将持

续 1-2 年，预计 14 年实现营收约 1.2 亿，工程毛利率约 30%，净利率约 20%，后续维持平稳。

公司用于代工光源产品的产能约每月 60 万套，目前已切入欧普、欧特朗等厂商供应链。公司与三星展开战略合作，三星以低于市场价格提供模组，公司负责制造并参与设计，有助于公司提升行业地位。我们预计 14 年将实现收入 1.5 亿元。

公司在 LED 行业的优势主要有两点；一是技术、渠道上的协同效应：LED 在制造端工艺上和设备上和电表重合度比较高，材料采购中元器件的供应商和电表的供应商也高度重合。公司在电表生产中积累毛利率水平、采购及质量控制上的深厚经验，有助于在 LED 领域发挥制造及资源整合的优势，形成协同效应。二是商业模式的选择。公司在 LED 领域的拓展战略是利用与电网的关系，与电力公司和节能服务公司合作获得节能项目，如路灯改造等市政工程和大型景观照明工程。另一方面是通过代工做大产能和销售规模，与先进厂商合作提升设计制造能力，逐渐从依赖项目扩展到成为 ODM 制造商，然后通过合同能源管理模式拓展企业客户。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2014-2016 年的摊薄后 EPS 分别为 1.13 元、1.65 元、1.91 元，对应的 PE 分别为 23、15、13 倍；上调至“买入”评级。
- **风险提示：**风险提示：公司的分布式光伏和地面电站的利润水平对业绩有重大影响，若发电不达预期会影响业绩和估值。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2738	4423	3204	3974
货币资金	1383	2426	728	944
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	709	966	1295	1680
其他应收款	15	22	30	39
存货	404	454	500	550
<b>非流动资产</b>	524	2089	6658	11389
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	56	56	56	56
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	351	1893	6476	11208
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	44	42	41	40
<b>资产总计</b>	3261	6512	9862	15363
<b>流动负债</b>	32	1706	4348	9026
短期借款	0	0	2337	6680
应付票据	97	539	583	587
应付账款	329	899	1166	1469
其他	207	239	263	290
<b>非流动负债</b>	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0
其他	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	649	1723	4365	9043
股本	355	430	430	430
资本公积	1390	3077	3077	3077
未分配利润	765	1141	1792	2549
少数股东权益	4	4	4	4
<b>股东权益合计</b>	2612	4789	5497	6320
<b>负债及权益合计</b>	3261	6512	9862	15363

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	372	485	708	823
折旧和摊销	34	61	221	471
资产减值准备	14	9	24	27
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-20	50	299
投资损失	-13	-12	-12	-12
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-170	-418	195	245
<b>经营活动产生现金流量</b>	245	922	805	1362
<b>投资活动产生现金流量</b>	-46	-1590	-4790	-5190
<b>融资活动产生现金流量</b>	-125	1711	2287	4044
现金净变动	74	1043	-1698	216
现金的期初余额	1282	1383	2426	728
现金的期末余额	1356	2426	728	944

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1991	2715	3642	4721
营业成本	1254	1797	2331	2937
营业税金及附加	13	18	24	31
销售费用	119	130	143	157
管理费用	198	220	261	329
财务费用	-28	-20	50	299
资产减值损失	14	16	16	16
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	13	2	12	12
<b>营业利润</b>	435	567	828	964
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	439	571	833	968
所得税	68	86	125	145
净利润	372	485	708	823
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	372	485	708	823
<b>EPS(元)</b>	0.86	1.13	1.65	1.91

## 主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	4.1%	36.4%	34.1%	29.6%
营业利润增长率	32.9%	30.2%	46.2%	16.3%
净利润增长率	22.8	30.6%	45.9%	16.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	37.0%	33.8%	36.0%	37.8%
净利率	18.7%	17.9%	19.4%	17.4%
ROE	14.2%	10.1%	12.9%	13.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.9%	26.5%	44.3%	58.9%
流动比率	4.33	2.59	0.74	0.44
速动比率	3.68	2.33	0.62	0.38
<b>营运能力</b>				
资产周转率	61.0%	55.6%	44.5%	37.4%
应收帐款周转率	262.5%	303.1%	301.0%	296.6%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.86	1.13	1.65	1.91
每股经营现金	0.57	2.14	1.87	3.17
每股净资产	6.06	11.12	12.77	14.68
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	30.4	23.3	16.0	13.7
PB	4.3	2.4	2.1	1.8

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间  
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;  
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

### 机构销售经理联系方式

<b>机构销售负责人</b>		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
<b>上海地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
<b>北京地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
<b>深圳地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
<b>海外销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。