

江苏林洋能源股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100331】

**评级对象:** 江苏林洋能源股份有限公司公开发行可转换公司债券

### 林洋转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2021年6月21日

**前次跟踪:** AA/列入评级观察名单/AA(列入评级观察名单)/2021年2月3日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2017年8月18日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	12.13	14.07	15.79	14.24
刚性债务	38.67	42.03	52.93	52.78
所有者权益	83.78	82.24	81.77	81.27
经营性现金净流入量	0.42	1.47	-0.23	-1.30
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	174.69	174.68	198.09	200.58
总负债	75.13	71.52	88.20	89.62
刚性债务	61.93	59.95	73.58	70.99
所有者权益	99.55	103.16	109.89	110.95
营业收入	40.17	33.59	57.99	9.56
净利润	7.65	7.03	10.02	1.73
经营性现金净流入量	4.52	4.02	12.23	-1.99
EBITDA	15.18	15.35	19.20	—
资产负债率[%]	43.01	40.94	44.53	44.68
权益资本与刚性债务比率[%]	160.75	172.08	149.35	156.30
流动比率[%]	279.59	274.00	241.76	300.96
现金比率[%]	87.50	115.31	117.63	132.44
利息保障倍数[倍]	3.77	3.64	4.73	—
净资产收益率[%]	7.88	6.94	9.40	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.13	15.47	36.52	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.88	3.12	2.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.22	5.21	6.27	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.25	0.29	—

注:根据林洋能源经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

黄梦姣 hmj@shxsj.com

陈婷婷 ctt@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对江苏林洋能源股份有限公司(简称林洋能源、发行人、该公司或公司)及其发行的林洋转债的跟踪评级反映了2020年以来林洋能源在产品认可度、光伏发电收入、财务结构等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在原材料价格、资金占用压力、收入波动、资本性支出压力及可转债转股等方面继续面临风险。

#### 主要优势:

- **电能表产品市场认可度较高。**跟踪期内,林洋能源主导的智能电表产品仍保持较高的市场认可度,具有较强的竞争优势。跟踪期内随着海外市场的开拓,电能表业务规模快速增长。
- **光伏发电收入对业绩形成支撑。**林洋能源光伏发电业务可保持较稳定的收入和现金流入,且该业务盈利水平较高,并网电站大部分已纳入国补目录,长期享受国家补贴政策,可对公司经营业绩形成支撑。
- **财务结构稳健。**跟踪期内,林洋能源负债经营程度保持在较合理水平,权益资本对债务的保障度较高,货币资金及理财产品较为充裕,可为短期刚性债务的偿付提供较好保障。

#### 主要风险:

- **光伏原材料价格上涨。**自2020年下半年以来,光伏原材料价格持续上涨,在光伏行业向平价上网过渡阶段,新建光伏电站盈利已有所弱化,成本上涨将加大行业内企业新建电站的盈利压力。
- **经营资金占用压力。**林洋能源光伏发电及电能表业务形成较大规模应收账款,其中应收光伏补贴款到位周期长,经营资金占用压力较大,且需关注应收账款回收风险。

- **光伏 EPC 项目收入波动风险。**林洋能源光伏 EPC 项目收入受合同签订时点、签订规模、建设周期及收入结算周期影响，存在较大波动，后续项目签订规模也存在一定不确定性。
- **资本性支出压力。**跟踪期内，林洋能源在建光伏电站项目规模有所上升，存在一定资本性支出压力。
- **可转债到期未转股风险。**如林洋能源股票价格低迷或未达到债券持有人预期等原因导致可转债未转股，公司需对可转债偿付本息，增加资金压力。近期公司股票价格低迷，转股进度慢，不能转股风险有所上升。

#### ➤ 未来展望

本评级机构给予公司主体信用等级为 AA，考虑到实际控制人被监管机构采取的留置措施已解除，实际控制人已正常履职，决定调整评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，决定调整上述债券信用等级为 AA。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 江苏林洋能源股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照江苏林洋能源股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“林洋转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据林洋能源提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对林洋能源的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

除林洋转债外，该公司未发行其他债务融资工具。截至 2021 年 3 月末，共有 20.70 万元林洋转债已转换为公司股票，累计转股数为 2.38 万股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.00135%。尚未转股的可转债金额为 299979.30 万元，占可转债发行总量的 99.9931%。2020 年 7 月 17 日实施的最新转股价格为 8.54 元/股。

**图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
林洋转债	30.00	29.99793	6 年	1.50 (累 进利率)	2017 年 10 月	30 亿元/2017 年 7 月	未到期，正 常付息

资料来源：林洋能源

林洋转债募集资金 30.00 亿元，拟以其中 23.30 亿元投入 320MW 光伏发电项目，6.70 亿元投入 600MW 高效太阳光伏电池及组件项目。截至 2021 年 3 月末，320MW 光伏发电项目已并网 192MW；600MW 高效太阳光伏电池及组件项目一期 300MW 已投产，组件投产后主要用于 EPC 电站建设及 OEM 代工。

**图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（截至 2021 年 3 月末）**

项目名称	总投资 (亿元)	拟使用募集 资金 (亿元)	已投资 (亿元)	已使用募集资金 (亿元)
320MW 分布式光伏发电项目	24.00	23.30	12.68	12.68
600MW 高效太阳光伏电池及组件 项目	6.76	6.70	4.38	4.38
<b>合计</b>	<b>30.76</b>	<b>30.00</b>	<b>17.06</b>	<b>17.06</b>

资料来源：林洋能源

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

### A. 电工仪器仪表行业

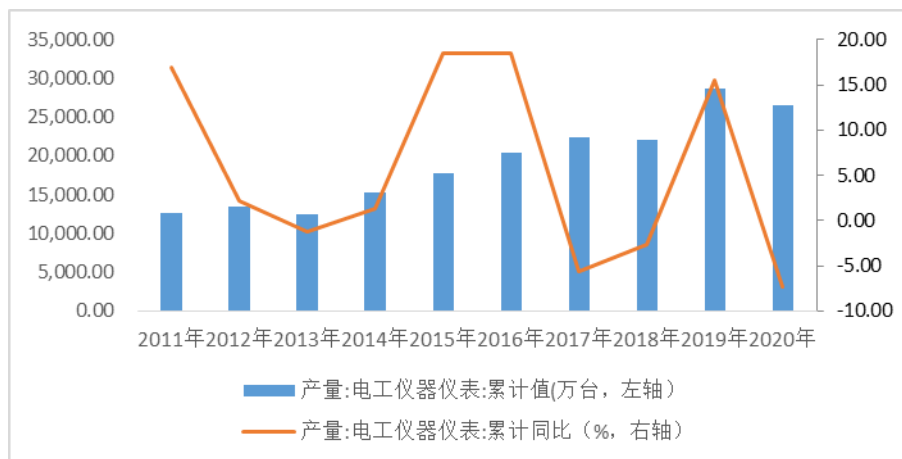
我国电工仪器仪表行业受电网投资需求变化及电表更换需求变化影响，周期性波动较明显。2020 年受疫情影响，同时电网公司投资趋于谨慎，全年需求有所下滑。此外，行业竞争加剧给行业内企业带来较大的经营压力。但电表轮换持续为行业需求带来一定支撑，且国家电网物联网的建设普及将为电表行业带来一定需求释放及长期发展空间。

### 行业概况

电工仪器仪表主要用于电力基础设施建设，因此行业发展受电力系统建设影响较大，同时也受到电能表轮换周期影响。2014-2016 年政府大规模电网基础设施建设投资带动行业持续增长，但随着主干电网的逐渐饱和，行业增速放缓甚至出现负增长。近年来电网投资有所波动，2020 年受疫情影响，同时电网公司投资趋于谨慎，电网基本建设投资完成额为 4699 亿元，同比下降 6.20%。电工仪器仪表行业 2017~2018 年较为低迷，2019 年以来，电能表陆续进入新一轮更换期，电工仪表需求开始恢复。2020 年受疫情及电网投资下降的影响，电工仪表产量为 2.65 亿台，同比下降 7.30%。未来电能表的轮换需求将为行业

带来支撑。此外，国家电网规划于 2021 年初步建成泛在电力物联网，2030 年入网智能感知终端达到 20 亿台套（2019 年初为 5.4 亿台套），而智能电表为感知终端核心设备之一，长期需求空间有望得到提升。

**图表 3. 我国电工仪器仪表产品产量及增速情况（单位：万台，%）**



资料来源：Wind

### 政策环境

2019 年 1 月，中国国家电网公司提出了建设“三型两网”的目标，“三型”是指打造“枢纽型、平台型、共享型”企业，而“两网”是指“坚强智能电网”和“泛在电力物联网”。2019 年 3 月国家电网提出泛在电力物联网建设两阶段战略规划，计划 2021 年初步建成泛在电力物联网，2024 年全面建成，并规划到 2030 年，接入国网电力物联网系统的终端设备达到 20 亿台套。智能电表和用电信息采集系统产品为“两网”建设的关键智能终端产品之一，随着泛在电力物联网建设的推进和落实，包括智能电表在内的新一代智能终端产品的覆盖率有望进一步提升。

### 竞争格局/态势

基于产品计量属性的要求，电网公司对电能表精密度要求较高，因此生产经验丰富、产品质量及生产能力较有保证及技术研发和服务等综合能力均较强的企业才能保持业务量的稳定。同时，电能表产品的研发生产涉及微电子技术、计算机技术、通信技术、自动控制技术以及新材料技术等多个领域，属于技术密集型、知识密集型，存在较高的技术壁垒。从国家电网近几年的招投标中标情况看，三星电气、威胜集团、该公司、华立科技、海兴电力、许继仪表等前十大智能电表生产厂商（每年前十大企业名单会存在一定变化）单相智能表合计占据市场份额约在 39% 左右，三相智能电表在 61% 左右。智能电表招标供过于求，市场竞争激烈，除了在技术壁垒较高的三相智能电表领域中标企业较为集中以外，单相电能表中企业市场份额非常分散。同时，国家电网采取的均衡策略也制约了行业集中度的提高，导致单个企业的市场占有率不超过 5%。

近年来，下游市场对电能表产品计量精度、运行稳定性以及功能等方面要求的不断提高推动了我国电能表产品升级换代。且随着新的技术标准体系的实

施及国家电网公司主导的“四表合一”<sup>1</sup>、智慧城市、售电侧改革、两网建设等的推进，将加剧智能电表行业的变革及洗牌，具有研发和质量优势企业有望在市场竞争中保持有利地位。

**图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020 年/末，亿元，%）**

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收帐款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
三星医疗	70.93	28.74	3.96	7.64	136.96	35.86	9.61	12.31
威胜控股	39.49	31.57	1.11	5.20	112.70	49.63	3.44	1.87
海兴电力	28.06	41.45	2.57	4.27	70.69	23.70	4.79	4.12
<b>林洋能源</b>	<b>57.99</b>	<b>35.19</b>	<b>1.71</b>	<b>4.82</b>	<b>198.09</b>	<b>44.53</b>	<b>10.02</b>	<b>12.23</b>

资料来源：新世纪评级整理。

### 风险关注

电工仪表行业周期性明显，受宏观经济及电网投建相关政策的影响较大。同时因行业集中度低，随着市场趋于饱和，企业间竞争较为激烈。技术研发、产品质量和产品价格将成为企业竞争的关键。

### B. 光伏发电行业

近年来在新能源市场需求日益增长的带动以及国家政策的大力扶持下，太阳能光伏电站装机容量快速扩张，但受电力消纳能力的制约，部分地区弃光限电问题仍较突出，此外国家新能源补贴资金缺口不断加大，补贴延迟情况明显。2018 年“光伏 531 政策”后，国内新增光伏装机容量大幅减少；2020 年上半年随着组件价格下降，新增装机容量出现回升；下半年以来随着疫情恢复，新增装机容量大幅增长，并带动原材料价格上涨。目前补贴政策明显退坡，行业向平价上网过渡，原材料价格上涨进一步加大了行业内企业盈利压力。长期看随着“平价上网”的逐步实现，预计国内光伏行业仍将有广阔的发展空间。

光伏行业主要指通过制造太阳能组件和建设光伏应用系统将太阳能转化为电能的各种制造工艺过程，从多晶硅到电池片，电池片再到光伏组件，进而到不同规模的光伏应用系统构成了光伏行业的各个生产环节和应用终端。光伏行业产业链由上游的多晶硅和硅片制造、中游的电池片和组件制造以及下游的光伏发电系统电站构成。该公司的光伏相关业务主要涉及国内光伏下游的光伏电站自持运营。

近年来，在全球环境污染、能源短缺等问题日益严峻的情况下，太阳能光伏发电因其清洁、安全、便利和高效等特点，在全球范围内发展迅速；加之受益于各国尤其是中国的光伏发电扶持政策的大力推动，全球光伏新增装

<sup>1</sup> “四表合一”是国家电网公司主导的利用电力系统现有采集平台实现电、水、气、热四项公共事业数据一体化远程采集抄收模式，旨在全面支撑“智慧城市”建设，满足用户“智能、方便”的需求，将电表、水表、煤气表、热力表进行智能整合管理，建立一套电、水、气、热收费、缴费、信息发布和查询的平台。



机容量持续较快增长，但增速自 2017 年以来有一定回落。据国际能源署(IEA)统计，截至 2019 年末，全球累计光伏装机容量达到 627GW，较 2018 年末增长 18.33%，近 5 年复合增长率为 27.46%；2019 年全球新增光伏装机容量为 114.9GW，同比增长 12.43%。从装机总容量看，中国为全球光伏最大市场，2019 年末中国累计装机容量为 208.25GW，约占全球的 1/3。

但受 2018 年“光伏 531 政策”的影响，加之国家光伏补贴政策的不不断退坡，我国的光伏新增装机容量需求出现大幅减少，2018~2019 年我国新增光伏装机容量分别为 44.26GW 和 30.11GW，分别同比下降 15.82% 和 31.97%。

2020 年上半年光伏新增装机容量小幅回升，下半年以来随着疫情恢复，装机量大幅增长。2020 年我国新增光伏装机容量为 48.20GW，同比增长 60.08%。

**图表 5. 中国光伏发电装机容量情况 (单位: GW)**

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
中国光伏累计装机容量	43.18	77.42	130.00	174.26	204.30	252.88
中国新增装机容量	15.13	34.24	52.58	44.26	30.11	48.20
中国新增装机容量增速	75.32%	126.31%	53.56%	-15.82%	-31.97%	60.08

资料来源: Wind

光伏消纳方面，2020 年全国平均弃光率为 2%，与去年基本持平，光伏消纳问题较为突出的西北地区弃光率降至 4.8%，同比降低 1.1 个百分点，尤其是新疆、甘肃弃光率进一步下降，分别为 4.6% 和 2.2%，同比降低 2.8 和 2.0 个百分点。

过去受光伏发电成本偏高制约，我国光伏行业长期高度依赖政策扶持进行发展。我国主要通过电价补贴和设定装机容量目标来大力促进国内光伏产业的发展。但为实现平价上网的目标，加之因我国光伏装机容量规模的持续快速发展导致可再生能源的财政补贴压力不断增加，国家的光伏补贴标准呈现不断退坡趋势。与此同时，成本下降趋势为行业内企业带来盈利空间。2018 年“531 光伏政策”出台后，当年新增装机需求大幅下滑，导致上游光伏组件价格大幅下降。2019 年，光伏政策优先支持无补贴项目，产业链价格进一步下降。根据 IRENA 数据，2010-2019 年全球光伏电站加权平均总成本降幅达到 79%。2020 年上半年，光伏原材料价格进一步下降，但下半年以来，随着疫情逐步得到控制，光伏电站装机需求反弹，快速增长的需求导致上游原材料硅料供不应求，价格回升，2021 年以来硅料价格进一步上涨。2020 年，硅料、单晶硅片价格涨幅分别约 16% 和 4%；2021 年第一季度硅料、多晶硅片涨幅分别约 47% 和 20%。在光伏发电行业平价上网趋势下，原材料价格上升将给下游组件及发电企业造成盈利压力。

近年来，国家光伏补贴不断退坡，光伏电站步入平价上网阶段。2020 年 4 月 2 日，国家发改委进一步下调了光伏发电的补贴标准，I~III 类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时 0.35 元(含税，下同)、0.40 元、0.49 元；“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式补贴标准调整为每千瓦时 0.05 元；户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.08 元。

2021年4月，国家发改委发布《关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知（征求意见稿）》，提出2021年起，对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏和新核准陆上风电项目发电（以下简称“新建项目”），中央财政不再补贴。

光伏发电企业售电收入中一半以上来自国家补贴。我国光伏发电补贴均来自财政部辖下的可再生能源发展基金，2014年以来可再生能源发展基金已出现入不敷出的现象。根据能源局的统计，截至2018年末，可再生能源补贴资金缺口累计已经超过1400亿元，补贴拖欠给项目持有企业持续带来压力。近期，财政部提前发布2021年新能源补贴预算，可再生能源电价附加补助金额总计59.24亿元，其中光伏预算资金33.84亿元。2020年11月，财政部办公厅发布《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，更改了此前“光伏发电需要于2017年7月底前全容量并网，光伏领跑者和2019年竞价项目并网时间可延长至2019年12月底”的时间限制，明确2006年及以后年度按规定完成核准（备案）手续并且完成全容量并网的所有项目均可申报进入补贴清单。上述政府文件将有助于推进光伏行业补贴滞后问题的解决。

**图表 6. 我国光伏产业相关政策情况**

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2018.5	国家发展改革委、财政部、国家能源局	《关于2018年光伏发电有关事项的通知》	暂不安排2018年普通光伏电站建设规模，在国家未下发文件启动普通电站建设工作前，各地不得以任何形式安排需国家补贴的普通电站建设；安排10GW左右规模用于支持分布式光伏项目建设，同时考虑今年分布式光伏已建情况，明确各地5月31日（含）前并网的分布式光伏发电项目纳入国家认可的规模管理范围，未纳入国家认可规模管理范围的项目，由地方依法予以支持；自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元，I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.5元、0.6元、0.7元（含税），新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）。
2018.11	国务院扶贫办、发改委、财政部等13个部委机关	《关于开展扶贫扶志行动的意见》	规范产业扶贫和光伏扶贫，财政资金和村集体资产入股形成的收益主要支持村集体开展扶贫
2018.11	能源局	《国家发展改革委国家能源局关于印发清洁能源消纳行动计划（2018-2020年）的通知》	到2020年基本解决清洁能源消纳问题，2018-2020年每年确保全国光伏发电利用率高于95%，弃光率低于5%。
2019.1	国家发展改革委、国家能源局	《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》	开展平价上网项目和低价上网试点项目建设；优化平价上网项目和低价上网项目投资环境；保障优先发电和全额保障性收购；鼓励平价上网项目和低价上网项目通过绿证交易获得合理收益补偿；促进风电、光伏发电通过电力市场化交易无补贴发展；降低就近直接交易的输配电价及收费；扎实推进本地消纳平价上网项目和低价上网项目建设；结合跨省跨区输电通道建设推进无补贴风电、光伏发电项目建设等。
2019.4	国家发展改革委	《关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》	将集中式光伏电站标杆上网电价改为指导价，新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不得超过所在资源区指导价。I-III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元（含税，下同）、0.45元、0.55元；“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式补贴标准调整为每千瓦时0.10元；户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元。
2020.4	国家发展改革委	《2020年光伏发电上网电价政策》	I-III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.35元（含税，下同）、0.40元、0.49元；“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式补贴标准调整为每千瓦时0.05元；户用分布

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2021.4	国家发展改革委	《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知（征求意见稿）》	式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.08 元。原则上均按照市场竞争方式确定上网电价，不得超过所在资源区指导价。 2021 年起，对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏和新核准陆上风电项目发电（以下简称“新建项目”），中央财政不再补贴。2021 年，新建项目保障收购小时数以内的发电量，上网电价继续按“指导价+竞争性配置”方式形成。

资料来源：新世纪评级整理。

国内光伏电站投资运营商以五大电力集团为代表的中央企业以及以组件制造业务为主、向下游产业链延伸的民营企业为主。由于光伏电站开发运营属于资本密集型行业，企业需雄厚的资金实力进行投资建设，以及较强的技术水平进行开发运营，大型国有企业拥有较强的竞争优势。同时，民营企业运行机制较灵活，通过资本市场融资，竞争力也逐步加强。

**图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）**

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据			
	营业收入	毛利率	应收帐款周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
协鑫新能源	49.35	63.45	0.96	450.36	81.04	-12.18	42.39
中节能太阳能	53.05	48.42	0.68	391.54	63.82	10.19	21.20
林洋能源	57.99	35.19	1.71	198.09	44.53	10.02	12.23

资料来源：新世纪评级整理。

### 风险关注：

**政策变动风险。**我国太阳能光伏行业发展对政策支持依赖较高，近年来国家对光伏电站路条的审批趋严，对光伏电站上网电价补贴逐步减少，一段时间内对光伏行业整体运行和景气度产生负面影响，从而导致行业企业经营效益下滑。

**原材料价格波动。**在光伏电站平价上网趋势下，2020 年下半年以来原材料价格上涨进一步压缩了产业链盈利空间，光伏发电企业经营压力加大。

**弃光限电问题。**国内大型地面电站主要建设在西北地区，当地消纳能力有限，且远距离输配电设施建设不够完善，导致电力供需在光照资源丰富地区内部及西北内陆和东南沿海地区之间的不平衡，进而造成严重的弃光限电问题。

**政府补贴发放滞后。**我国光伏发电企业高度依赖政府补贴，但近年来随着我国光伏装机容量规模的不断快速增长，国家可再生能源补贴缺口不断扩大，使得政府补贴发放不断放缓，进而增加了光伏企业的营运资金压力和成本。

**投资回收周期长。**光伏电站投资成本大，回收周期长。投资现金为一次性支出，而电费收入将在未来电站运营的漫长周期内逐步收回，现金流出和流入并不匹配，客观上增大了企业现金流负担。总体来看，资金实力及电站运维、设计和成本控制能力将成为决定光伏发电企业信用品质的主要因素。

## 2. 业务运营

2020年，随着海外电能表订单大幅增长及EPC承接项目规模增加，该公司营业收入快速增长。光伏发电业务主要由2018年5月光伏新政出台前已并网电站提供稳定支撑，并网项目大部分已进入国补目录，维持了较高的盈利水平。但光伏EPC业务受合同签订量及建设结算周期影响而易产生较大波动。公司光伏电站项目因补贴到位滞后而形成较大规模应收款，2020年以来公司进入国补目录项目大幅增加，后续到位补贴款有望增长。

该公司多年来立足于电能表业务发展，在智能电表市场具有较强的竞争力，同时公司积极布局光伏发电产业，加快东部地区分布式光伏电站的建设及并网，并在原LED照明业务的基础上，积极拓展合同能效管理、节能改造等业务，形成了“智能、节能、新能源”三大业务板块共同发展的格局。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
电工仪表	国内	规模/品牌/渠道/技术
光伏	国内	规模/政策/资本/技术/成本

资料来源：林洋能源

2020年，该公司营业收入为57.99亿元，较上年增长72.63%，其中，电能表业务收入为25.80亿元，较上年增长59.95%，主要因海外电能表业务快速增长；光伏业务收入为30.49亿元，较上年增长100.99%，主要因光伏EPC业务承接项目量增加。但后续光伏EPC收入受项目签订量及建设结算周期影响，易产生较大波动。2021年第一季度，海外电能表及光伏EPC增长延续，当期营业收入为9.56亿元，较上年同期增长38.95%。

2020年，该公司毛利率为35.19%，较上年下降10.00个百分点，主要因毛利率相对较低的光伏EPC业务规模扩大所致。2021年第一季度，公司毛利率为40.74%，较上年同期小幅下降。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计	40.17	33.59	57.99	9.56	6.88
其中：核心业务营业收入（亿元）	38.89	31.75	57.04	9.35	6.75
在营业收入中所占比重（%）	96.81	94.52	98.36	97.78	98.11
其中：（1）电工仪表	14.32	16.13	25.80	3.94	1.76
在核心业务收入中所占比重（%）	36.82	50.81	45.23	42.18	26.11
（2）光伏	24.03	15.17	30.49	5.29	4.81
在核心业务收入中所占比重（%）	61.79	47.78	53.45	56.60	71.21
（3）LED	0.54	0.45	0.75	0.11	0.18

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
在核心业务收入中所占比重 (%)	1.39	1.41	1.31	1.22	2.68
毛利率 (%)	37.81	45.19	35.19	40.74	42.18
其中：电工仪表 (%)	25.12	27.65	28.08	26.33	28.80
光伏 (%)	46.26	66.72	41.52	52.03	47.53
LED (%)	27.28	37.99	40.85	32.45	42.21

资料来源：林洋能源

### A. 电工仪表

该公司电工仪表业务主要产品包括单相电能表、三相电能表以及用电信息管理终端及系统产品等，其中电能表以智能电表为主，并有部分电子式电能表，销售给非电力行业客户及大部分海外客户。2020 年，公司电工仪表业务收入为 25.80 亿元，较上年增长 59.95%，增长主要来自海外业务，当年电能表境外销售收入为 1.44 亿美元，较上年增加 1.01 亿美元；国内业务方面，公司在国网、南网招标中的中标金额有所下降，但因中标中国电力技术装备有限公司沙特智能电表项目（由公司向中国电力技术装备有限公司供货），国内电能表业务收入也有所增长。

为适应下游市场对电能表及用电信息管理系统及终端产品性能、功能要求的发展变化及不同客户的个性化要求，该公司基本采取“以销定产”的生产模式，除储备少量常规产品外，其余完全根据订单安排生产，所生产产品结构主要依当年中标订单情况进行调整。2020 年因海外订单增加，三相电能表产量大幅上升。

图表 10. 公司电工仪表产品产量情况（单位：万台）

产品类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度	2020 年第一季度
单相电能表	605.25	632.41	574.04	107.94	82.93
三相电能表	121.85	133.99	483.09	51.62	47.78
用电信息系统	71.56	49.37	52.15	6.40	4.51
合计	798.66	815.76	1,109.28	165.96	135.22

资料来源：林洋能源

该公司境内销售主要通过参与国家电网、南方电网集中招投标及自营销售的方式进行。公司主要客户为国家电网公司、南方电网公司及其下属企业、地方电网公司等。2020 年公司在国网电能表招标采购中的中标金额为 3.80 亿元，较上年下降 20.17%；在南网及相关各省公司电能表招标采购中的中标金额为 3.38 亿元，较上年下降 41.62%。当年公司在国网、南网招标中的排名分别为第 9 位（较上年下降 1 位）和第 2 位。此外当年公司中标中国电力技术装备有限公司（简称“中电装备”）沙特智能电表项目，中标总金额 3.33 亿元，带动国内电能表业务收入增长。

海外业务方面，近年来随着海外市场智能电表的部署和电网公司数字化转型的推进，对智能电表及用电信息系统的需求持续增长。该公司与中电装备、沙特 Energy Care Holding Co.Ltd（简称“ECC”）、瑞士兰吉尔等国内外大型企

业建立合作关系，拓展海外市场，目前，中东、欧洲及亚太为重点市场。大额订单方面，2020 年公司与沙特 ECC 签订约 4.48 亿元人民币销售合同，子公司 ELGAMA 在 PGE 公司和 Innogy 公司的智能电能表招标中中标约 1.02 亿元人民币，带动海外业务收入大幅增长。2021 年 5 月末，公司已签订合同的在手海外订单金额合计 1.10 亿美元。

**图表 11. 公司电工仪表主要产品销售情况（单位：万台，亿元）**

产品类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度		2020 年第一季度	
	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入
单相电能表	592.47	6.84	617.50	6.90	567.80	6.00	105.63	1.00	86.49	0.92
三相电能表	128.23	3.53	127.91	3.75	463.37	14.56	38.74	1.33	8.81	0.26
用电信息系统	75.27	2.94	52.28	2.93	47.17	1.80	4.68	0.34	3.07	0.20
<b>合计</b>	<b>795.97</b>	<b>13.31</b>	<b>797.69</b>	<b>13.58</b>	<b>1,078.34</b>	<b>22.36</b>	<b>149.05</b>	<b>2.67</b>	<b>98.37</b>	<b>1.38</b>

资料来源：林洋能源

货款结算方面，跟踪期内未发生明显变化，对于境内销售，该公司通过国家电网公司、南方电网公司集中招标销售的产品通常可在发货前收到客户一定比例的预付款，交货验收合格后收取货款至 90%，其余留作质保金，在约定的质保期满后收取；公司通过自营销售的产品一般在交货后可收取货款的 90%，其余留作质保金待质保期满后收取。公司自发货后确认收入，货款结算周期一般为 3~4 个月。对于境外销售，结算方式及账期根据合同条款而各不相同，如沙特 ECC 订单为发货后前三个月每月收取一定比例，发货后 8 个月内收取货款至 90%，剩余 10% 留作质保金。需关注海外业务汇兑风险。

## B. 光伏业务

该公司自 2012 年进入光伏行业，开展光伏发电、光伏组件的生产销售，2018 年 5 月《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》出台后，公司新建光伏电站放缓，但根据国家政策，已投入运营的发电项目的标杆电价补贴参照获批时的补贴政策，且期限原则上为 20 年，对公司已建成并网的光伏电站的后续盈利形成保障。在自建电站减少的同时，公司自 2018 年开始拓展光伏电站 EPC 总承包业务寻求新的盈利来源，但受工程承接量及结算时点影响，收入波动较大。公司光伏组件生产目前主要供应于自建电站及光伏 EPC 项目，对外销售规模较小。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司光伏业务收入分别为 30.49 亿元和 5.29 亿元，分别较上年同期增长 100.99% 和 9.78%，增长主要来源于光伏 EPC 业务。同期光伏业务毛利率分别为 41.52% 和 52.03%，分别较上年同期下降 25.2 个百分点、上升 4.5 个百分点，2020 年毛利率下降主要因毛利率较低的光伏 EPC 业务收入占比提高，而光伏发电毛利率仍保持在较高水平。

**图表 12. 光伏业务收入明细（单位：亿元，%）**

业务	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度		2020 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
光伏发电（电费）	13.30	70.35	14.37	69.36	14.24	71.13	3.36	70.35	2.97	65.01

光伏电站 EPC	10.13	17.73	0.47	31.76	16.01	15.81	1.81	22.01	1.79	18.51
光伏产品	0.59	-6.59	0.33	1.92	0.23	-2.22	0.12	-8.39	0.05	50.06
<b>光伏业务合计</b>	<b>24.02</b>	<b>46.26</b>	<b>15.17</b>	<b>66.72</b>	<b>30.49</b>	<b>41.52</b>	<b>5.29</b>	<b>52.03</b>	<b>4.81</b>	<b>47.53</b>

资料来源：林洋能源

### 光伏发电

在光伏发电政策红利的驱动下，该公司自 2013 年开始自建光伏电站，与项目当地政府签订光伏发电战略合作协议<sup>2</sup>，并在当地成立全资或控股项目公司，从事光伏发电项目投资、开发、建设和运营。此外，公司还直接收购了部分电站项目，如内蒙古项目等。内蒙古地区为集中式光伏电站，其他地区以分布式光伏电站为主。公司在获得地方政府项目建设及上网安排的批复后开始建设，一座 20MW 装机容量的光伏电站建设期一般为 6~9 个月。

自 2018 年 5 月光伏新政出台后，光伏补贴退坡，该公司新建自持的光伏电站减少，且新建电站逐渐过渡至以平价上网项目为主。截至 2021 年 3 月末，公司自建光伏电站装机容量为 1605MW，较上年同期末增加 125MW。受疫情影响，2020 年上网电量小幅下降，2021 年第一季度已回升。2020 年及 2021 年第一季度，上网电量分别为 17.81 亿千瓦时和 4.36 亿千瓦时，分别较上年同期下降 2.20%、增长 16.58%。公司内蒙古电站弃光率在 2-3%，其他电站无弃光。

该公司目前运营电站仍以补贴项目为主，电价中补贴部分占比较高。2020 年，公司实现光伏发电收入 14.24 亿元，其中补贴收入为 8.14 亿元；当年公司收到补贴款 4.61 亿元，补贴到位滞后，形成经营占款。2020 年 11 月财政部办公厅《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》发布后，公司进入补贴目录的项目增加，截至 2021 年 4 月末，公司已公示进入补贴目录的项目为 1145MW，其中 2020 年及 2021 年第一季度分别有 613MW 和 75MW 公示进入补贴目录；尚有 246MW 未进入（预计可进入，正在申报中）。公司后续每年收到补贴款金额有望增加。

2021 年 3 月末已并网电站中，平价上网电站装机容量合计 176MW，2020 年及 2021 年第一季度产生电费收入分别为 0.43 亿元和 0.20 亿元，平均毛利率为 38.67%，毛利率水平明显低于补贴项目，但现金回笼情况较好。近年来光伏电站标杆上网电价逐年下降，但因公司电站多数为“531 新政”前并网的补贴项目，按获补时的光伏标杆电价计算电费收入，保持了较高的盈利水平。

图表 13. 截至 2021 年 3 月末公司累计并网光伏电站项目情况

地区	装机容量 (MW)	发电量(亿千瓦时)		上网电量(亿千瓦时)		电费收入(亿元)	
		2020 年	2021 年第一季度	2020 年	2021 年第一季度	2020 年	2021 年第一季度
内蒙古	135	2.51	0.52	2.43	0.52	1.88	0.37

<sup>2</sup> 合作形式一般为：由公司负责项目资金的落实、项目建设、项目建成后的运营管理，享有光伏电站的收益权；政府帮助协调当地屋顶、荒山、荒地、农地资源及其相关业主的关系等，确保项目建设，同时负责协调电网公司为公司项目办理并网手续、协商并网方案等。

地区	装机容量 (MW)	发电量(亿千瓦时)		上网电量(亿千瓦时)		电费收入 (亿元)	
		2020 年	2021 年 第一季度	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年	2021 年 第一季度
江苏	435	4.62	1.20	4.13	1.11	3.66	0.91
安徽	584	6.17	1.55	6.02	1.53	4.41	1.12
山东	308	3.48	0.79	3.46	0.79	2.90	0.64
辽宁	24	0.27	0.05	0.27	0.05	0.22	0.04
河北	21	0.33	0.07	0.32	0.07	0.25	0.06
河南	98	1.18	0.29	1.18	0.29	0.92	0.23
<b>合计</b>	<b>1605</b>	<b>18.56</b>	<b>4.47</b>	<b>17.81</b>	<b>4.36</b>	<b>14.24</b>	<b>3.36</b>

资料来源：林洋能源

图表 14. 公司并网光伏电站平均上网电价（元/千瓦时，含税）<sup>3</sup>

地区	2018 年	2019 年	2020 年
内蒙古	0.88	0.87	0.86
江苏	0.93	0.88	0.87
安徽	0.83	0.80	0.81
山东	0.96	0.93	0.91
辽宁	0.91	0.90	0.90
河北	0.91	0.91	0.90
河南	0.90	0.90	0.88

资料来源：林洋能源

跟踪期内，该公司在建光伏电站规模上升，除自持电站外，部分计划出售。截至 2021 年 3 月末，公司在建的光伏电站装机容量为 662.5MW（2020 年 3 月末在建规模为 167.50MW），总投资 23.14 亿元，累计已投资 4.46 亿元，其中除总投资 4.60 亿元的项目使用银行贷款外，其余均使用自有资金。公司在建光伏电站项目均为平价上网项目。在建项目中，拟自持项目 162.50MW；拟出售项目 489.00MW，预计出售价款合计 19.15 亿元，其中 3 个项目已签订合同，2 个项目已确定出售对象，合同正在签订。含山陶厂项目将于建成后出售，其余 4 个项目出售后由公司继续建设，预计按项目建设进度回款，少量余款（不超过 5%）留至项目验收合格或并网后收取，回款预计计入合同资产，按完工百分比确认收入。关注后续出售进展及款项实际回笼情况。

图表 15. 截至 2021 年 3 月末在建光伏电站项目投资情况

地区	装机容量 (MW)	总投资(亿元)	已投资(亿元)	预计运营时间	资金来源	预期回报率	预计出售时间
江苏	22.50	0.77	0.11	2021.4-2021.6	自有资金	8%-10%	-
安徽	50.00	2.00	0.93	2021.6	自有资金	8%	-
山东	90.00	2.97	0.26	2021.9-2021.12	自有资金	9%	-
<b>小计</b>	<b>162.50</b>	<b>5.74</b>	<b>1.30</b>	-	-	-	-

<sup>3</sup> 平均上网电价由脱硫标杆电价和可再生能源补贴价格组成，不包含地方度电补助部分。电价中补贴部分约占 40-50%。



安徽	289.00	9.52	3.08	-	自有资金/IFC 贷款	-	2021.6
河北	200.00	7.50	1.55	-	自有资金	-	2021.6
<b>小计</b>	<b>489.00</b>	<b>17.02</b>	<b>4.63</b>	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>651.50</b>	<b>22.76</b>	<b>5.93</b>	-	-	-	-

资料来源：林洋能源

### 光伏 EPC

2018 年以来，该公司先后与中广核、中电建、中能建、中国通建、大唐、华为及国网电商等国企央企形成战略合作关系，开拓光伏 EPC 业务。EPC 项目收入和成本按完工百分比法确认，工程款在并网后支付至 85%-90%，其余质保金在一年内支付。

截至 2021 年 3 月末，该公司 EPC 项目已完工 4 个，合同金额合计 24.00 亿元，累计已投资 20.81 亿元，累计回笼资金 22.51 亿元；在建项目 1 个，合同金额 8.50 亿元，累计已投资 5.16 亿元，累计回笼资金 5.27 亿元。EPC 项目建设周期一般不超过一年，获得工程款基本可覆盖投入资金，建设期通过一定短期借款补充短期资金周转需求。

**图表 16. 截至 2021 年 3 月末公司 EPC 项目情况（亿元）**

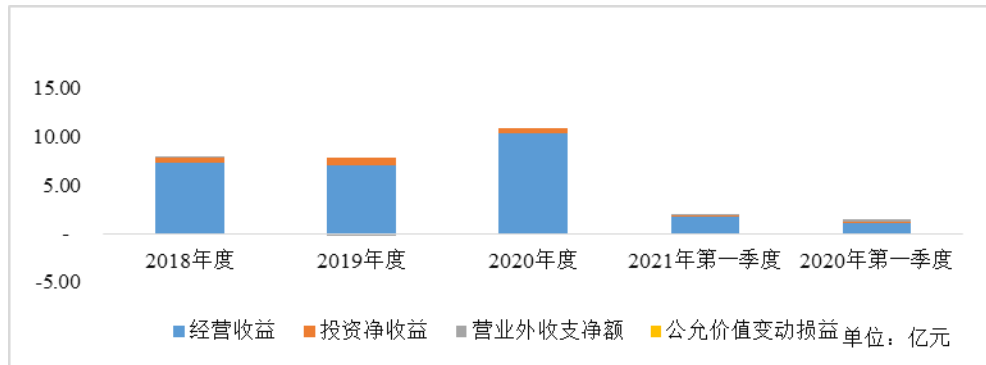
项目	合同金额	累计已投资	建设周期	项目进度	累计已回笼金额	2020 年结转收入	2021 年第一季度结转收入
200MW 泗洪天岗湖领跑者基地项目	12.00	10.90	2018.3-2019.3	已完工	11.49	-	-
灌云南岗 98 兆瓦项目	4.00	3.33	2019.9-2020.6	已完工	3.89	3.59	
泗洪光伏领跑奖励激励基地 2 号农光互补项目	4.00	3.29	2019.10-2020.9	已完工	3.57	3.46	0.14
泗洪光伏领跑奖励激励基地 3 号农光互补项目	4.00	3.29	2019.10-2020.9	已完工	3.56	3.42	0.18
<b>已完工项目小计</b>	<b>24.00</b>	<b>20.81</b>	-	-	<b>22.51</b>	<b>10.47</b>	<b>0.32</b>
承德围口 200MW 项目	8.50	5.16	2020.7-2021.6	98%	5.27	4.78	1.49
<b>在建项目小计</b>	<b>8.50</b>	<b>5.16</b>	-	-	<b>5.27</b>	<b>4.78</b>	<b>1.49</b>
<b>合计</b>	<b>32.50</b>	<b>25.97</b>	-	-	<b>27.78</b>	<b>15.25</b>	<b>1.81</b>

资料来源：林洋能源

2020 年及 2021 年第一季度，该公司光伏 EPC 业务实现收入分别为 16.01 亿元和 1.81 亿元，2020 年收入大幅增长，主要因 2019 年签订的多个项目与 2020 年结算收入。该业务收入受项目签订量及工程建设结算周期影响，易产生较大波动。

## (2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构



资料来源：根据林洋能源所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来源于经营收益，2020年及2021年第一季度经营收益分别为10.23亿元和1.73亿元，分别较上年同期增长45.94%和54.40%。此外，投资净收益及政府补贴也为整体盈利提供一定补充。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计（亿元）	40.17	33.59	57.99	9.56	6.88
毛利（亿元）	15.19	15.18	20.40	3.89	2.90
期间费用率（%）	18.72	23.72	15.77	22.64	25.15
其中：财务费用率（%）	6.32	8.00	6.15	8.22	9.67
全年利息支出总额（亿元）	2.91	2.95	3.06	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

2020年及2021年第一季度，该公司营业收入分别为57.99亿元和9.56亿元，分别较上年同期增长72.63%和38.95%，增长主要因海外电能表及光伏EPC业务增长所致。毛利率分别为35.19%和40.74%，分别较上年同期下降10.00个百分点和1.44个百分点，2020年毛利率下降主要因毛利率较低的光伏EPC收入占比上升。受上述影响，2020年及2021年第一季度，公司毛利分别为20.40亿元和3.89亿元，分别较上年同期增长34.41%和34.22%。

2020年及2021年第一季度，该公司期间费用分别为15.77%和22.64%，因收入增长相对较快，费用率较上年同期有不同程度下降。公司期间费用以管理费用和财务费用为主。此外因电费收入及电表销售具有季节性，一季度收入在全年中相对较少，费用率较高。2020年，公司资产减值损失及信用减值损失合计0.74亿元，较上年大幅增长，其中应收账款坏账损失及合同资产减值损失合计0.52亿元，主要为按账龄计提。

**图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.55	0.81	0.56	0.15	0.06
其中：理财产品（亿元）	0.55	0.63	0.56	0.16	0.07
营业外收入及其他收益（亿元）	0.38	0.38	1.07	0.18	0.34
其中：政府补助（亿元）	0.32	0.37	1.05	0.18	0.34

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司投资收益分别为 0.56 亿元和 0.15 亿元，主要来源于理财收益。同期营业外收入及其他收益合计分别为 1.07 亿元和 0.18 亿元，以政府补助为主，2020 年增长主要因软件退税款及绿色制造解决方案供应商补助等增加。整体而言，跟踪期内，公司主业收入及盈利增速高于费用增速，带动整体利润增长，2020 年及 2021 年第一季度，公司净利润分别为 10.02 亿元和 1.73 亿元，分别较上年同期增长 42.37% 和 30.84%

### **(3) 运营规划/经营战略**

该公司视收益率选择自建光伏电站，同时部分电站计划转让，跟踪期内在建项目增加，其中多数项目预计将于 2021 年 6 月出售并按建设进度回款，自持项目投资规模不大；此外持续进行光伏 EPC 电站建设。公司拟出售电站及 EPC 电站资金回笼周期较短，建设期存在一定垫资压力，但总体可控。

## **管理**

**跟踪期内，该公司股权结构未发生变化。2021 年 2 月，公司实际控制人被监察机关采取留置措施配合调查，后于当月解除留置措施。**

2021 年 3 月末，该公司控股股东为启东市华虹电子有限公司（简称“华虹电子”），实际控制人为陆永华，跟踪期内未发生变化。期末华虹电子对公司持股比例为 40.90%，股份均未质押。

2020 年末，华虹电子资产总额为 243.75 亿元，负债总额为 125.61 亿元。2020 年实现营业收入 67.82 亿元，净利润 11.00 亿元。该公司为华虹电子下属核心子公司，除公司运营的业务外，华虹电子下属还包括房地产及交通工程业务。

关联交易方面，2020 年，该公司自关联方采购商品、接受劳务支出金额 0.21 亿元；向关联方出售商品、提供劳务收入 0.78 亿元，主要为向江苏华源仪器仪表有限公司销售电表及配件。2020 年末，公司应收关联方款项合计 0.27 亿元，应付关联方款项合计 0.06 亿元。此外，华虹电子、陆永华、毛彩虹等向公司提供了担保，截至 2020 年末未到期担保余额为 34.71 亿元。

据林洋能源于 2021 年 2 月 2 日发布的公告，林洋能源实际控制人、董事

长兼总经理陆永华接到留置通知，正在协助监察机关配合相关调查事项；又据 2 月 18 日公告，公司接到陆永华通知，监察机关已解除对其留置措施，陆永华于 2021 年 2 月 18 日起正常上班，继续履行其担任的各项职务。

跟踪期内，该公司无重大不良行为记录。

**图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021.5.13	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.28	无	无	不涉及	不涉及
诉讼	最高人民法院被执行人信息查询平台	2021.5.28	无重大诉讼	无重大诉讼	无重大诉讼	无重大诉讼
工商	工商企业信用信息公示系统	2021.5.28	无	无	无	无
质量	林洋能源及公开信息	2021.5.28	无	无	无	无
安全	林洋能源及公开信息	2021.5.28	无	无	无	无

资料来源：根据林洋能源所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

跟踪期内，随着业务规模扩大及光伏 EPC 项目投入增加，该公司资产负债率有所上升，但仍处于较合理水平。公司光伏电站及电能表业务形成较大规模应收账款，且光伏补贴款回款周期长，持续产生资金占用压力。公司现金类资产较充足，且已并网光伏电站脱硫标杆电价部分可持续产生稳定现金流，短期刚性债务偿付压力可控。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年至 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

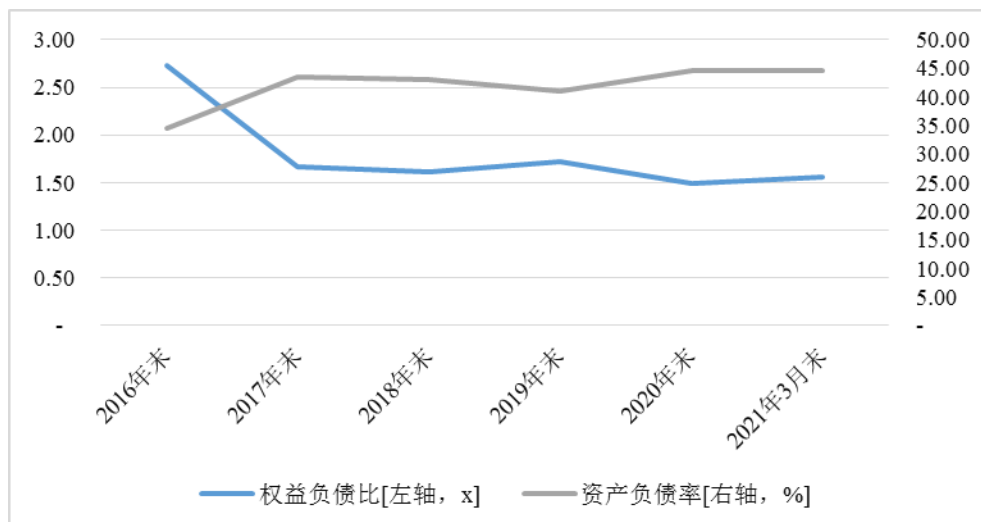
该公司发行“林洋转债”30 亿元，2020 年末 27.08 亿元负债现值部分计入应付债券，6.49 亿元权益现值部分计入其他权益工具，权益现值部分实属债务<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 如作为负债计算，2020 年末资产负债率将为 47.86%。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

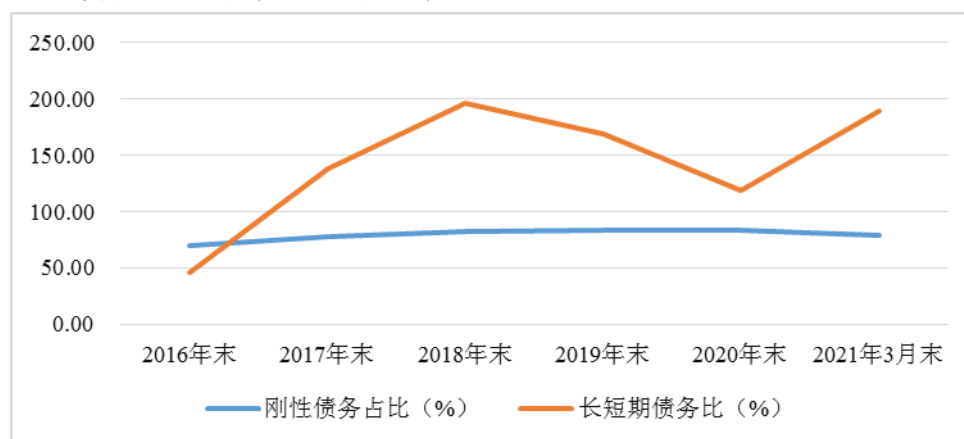


资料来源：根据林洋能源所提供数据绘制。

2020 年末，该公司负债总额为 88.20 亿元，较上年末增长 23.32%，主要随着业务规模扩大及 EPC 项目投入增加，短期资金周转需求上升。年末资产负债率为 44.53%，较上年末上升 3.59 个百分点，仍维持在较合理水平。2021 年 3 月末，公司负债总额为 89.62 亿元，资产负债率为 44.68%，较上年末保持稳定。

### (2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	30.26	56.71	61.93	59.95	73.58	70.99
应付账款 (亿元)	10.52	12.51	10.16	8.39	11.05	8.85
预收账款 (亿元)	0.34	0.28	0.15	0.72	1.11	1.13

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
其他应付款 (亿元)	0.28	1.45	1.08	0.86	0.45	0.38
刚性债务占比 (%)	69.13	77.59	82.43	83.82	83.42	79.21
应付账款占比 (%)	24.04	17.12	13.52	11.73	12.53	9.87
预收账款占比 (%)	0.79	0.38	0.19	1.00	1.25	1.26
其他应付款占比 (%)	0.64	1.98	1.44	1.20	0.51	0.42

资料来源：根据林洋能源所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司融资多用于光伏电站建设，负债以长期为主。而 2020 年随着业务规模扩大及 EPC 投入增加，短期资金周转需求上升，流动负债占比有所提高；2021 年一季度，公司将部分短期借款置换为长期，流动负债占比下降。2019-2020 年末及 2021 年 3 月末公司长短期债务比分别为 168.36%、118.84% 和 189.25%。

2020 年末，该公司流动负债为 40.30 亿元，较上年末增长 51.23%，主要由短期刚性债务和应付账款构成。年末，短期刚性债务为 25.90 亿元，较上年末增长 69.76%，包括短期借款 12.91 亿元、应付票据 7.29 亿元和一年内到期的长期借款 5.70 亿元，其中短期借款较上年末增长 43.29%，主要因海外电表及 EPC 业务增长导致资金周转需求增加，应付票据较上年末增长 132.67%，主要因 EPC 业务规模扩大，支付采购材料款增加。应付账款为 11.05 亿元，较上年末增长 31.74%，主要因业务增长导致原材料采购增加。2021 年 3 月末，公司流动负债降至 30.99 亿元，其中因公司增加长期借款置换部分短期借款，短期借款减少至 10.32 亿元；因部分采购款已结算，应付票据、应付账款分别减少至 5.23 亿元、8.85 亿元。

2020 年末，该公司非流动负债为 47.90 亿元，较上年末增长 6.75%，主要为长期借款和应付债券等中长期刚性债务。其中，长期借款为 20.59 亿元，较上年末增长 9.64%，主要为光伏电站建设产生的融资。应付债券为 27.08 亿元，系 2017 年发行的“林洋转债”。2021 年 3 月末，公司非流动负债增至 58.64 亿元，主要因公司增加长期借款置换部分短期借款，长期借款增至 24.25 亿元；此外新增租赁负债 6.70 亿元，主要为屋顶电站产生的屋顶租赁及地面电站产生的土地租赁，按新租赁准则的要求对每份长期租赁合同按租赁金额及剩余租赁年限确认租赁负债。

### (3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第 一季度末
短期刚性债务合计	17.23	14.80	12.20	15.26	25.90	19.28
其中：短期借款	6.02	5.99	3.97	9.01	12.91	10.32
一年内到期非流动负债	0.78	1.55	2.21	3.11	5.70	3.73

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
应付票据	10.40	7.22	5.96	3.13	7.29	5.23
其他短期刚性债务	0.02	0.04	0.06	-	-	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>13.03</b>	<b>41.91</b>	<b>49.73</b>	<b>44.69</b>	<b>47.67</b>	<b>51.71</b>
其中：长期借款	7.64	13.11	20.35	18.78	20.59	24.25
应付债券	-	23.40	24.63	25.91	27.08	27.46
其他中长期刚性债务	5.39	5.41	4.75	-	-	-
<b>综合融资成本（年化，%）<sup>5</sup></b>	<b>4.45</b>	<b>4.57</b>	<b>4.56</b>	<b>4.56</b>	<b>4.29</b>	<b>4.25</b>

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

2020 年末，该公司刚性债务合计 73.58 亿元，较上年末增长 22.74%；2021 年 3 月末刚性债务为 70.99 亿元。公司刚性债务以中长期为主，构成上以银行借款和债券为主。2021 年 3 月末，银行借款合计 38.30 亿元，其中抵质押借款为 19.90 亿元，抵质押物主要包括土地使用权、房产、光伏电站、电站收费权等；保证借款为 18.34 亿元，保证方主要为华虹电子、陆永华、毛彩虹，以及公司对子公司担保。

融资成本方面，跟踪期内该公司银行借款平均融资成本小幅下降。期限分布上，债务以 1 年以内和 2-3 年为主。利率分布上，可转债利率较低，银行借款利率主要在 3-5%。

**图表 24. 公司 2021 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构**

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不 含 2 年）	2~3 年（不 含 3 年）	3~5 年（不 含 5 年）	5 年及以上
3%以内	0.58	-	30.83	-	-
3%~4%（不含 4%）	7.30	3.20	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	5.34	0.45	6.07	0.42	7.50
5%~6%（不含 6%）	0.82	0.04	0.00	0.84	1.95
<b>合计</b>	<b>14.03</b>	<b>3.69</b>	<b>36.90</b>	<b>1.26</b>	<b>9.45</b>

资料来源：林洋能源。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 25. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度
营业周期（天）	219.30	235.42	280.06	442.65	289.31	-
营业收入现金率（%）	86.60	92.11	87.18	100.38	85.16	73.13
业务现金收支净额（亿元）	-0.50	7.75	8.35	4.77	17.17	-2.19
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.15	0.31	-3.83	-0.75	-4.94	0.20

<sup>5</sup> 不含林洋转债。

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-3.65	8.06	4.52	4.02	12.23	-1.99
EBITDA(亿元)	7.65	11.93	15.18	15.35	19.20	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.36	0.27	0.26	0.25	0.29	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	16.76	7.25	5.22	5.21	6.27	-

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2020年，因回款周期相对较短的光伏EPC业务收入占比提升，且当年原材料备货相对减少，该公司营业周期较上年缩短153.34天至289.31天。2020年及2021年第一季度营业收入现金率分别为85.16%和73.13%，均较上年同期有所下降，主要因补贴资金到位存在不确定性，以及海外销售增长较快而部分预计于2021年回款。随着电能表及光伏EPC业务增长带来现金流入增加，2020年经营活动产生的现金流量净额较上年大幅增长至12.24亿元。2021年第一季度，光伏上游原材料价格上升，公司增加原材料备货，经营活动产生的现金流净额为-1.99亿元。

2020年，该公司EBITDA为19.20亿元，较上年增长25.09%，主要因利润总额增长。当年EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖程度均有所提高。

## (2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.43	-14.62	4.00	1.38	-9.09	3.89
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-22.72	-26.19	-11.98	-3.44	-1.65	-1.70
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	0.32	0.38	-
投资环节产生的现金流量净额	-22.89	-39.49	-7.40	-1.73	-10.29	2.19

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

2020年，该公司回收投资与投资支付净流出9.09亿元，主要为理财产品购买与赎回形成。公司光伏电站建设持续产生投资支出，体现于购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金，2020年为1.76亿元，支出较上年减少。2020年及2021年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-10.29亿元和2.19亿元。



### (3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度
权益类净融资额	26.56	-0.84	-0.99	-3.41	-3.60	-0.65
可转债净融资额	-	29.70	-	-	-	-
债务类净融资额	7.78	2.25	2.22	0.43	7.05	-1.31
其中：现金利息支出	-0.43	-1.06	-1.33	-2.01	1.81	-0.38
筹资环节产生的现金流量净额	34.34	31.11	1.23	-2.98	3.44	-1.96

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

该公司资金需求主要来源于光伏电站建设及营运资金周转。跟踪期内，公司主要通过银行借款筹集资金，此外每年产生一定分红支出。2020 年及 2021 年第一季度公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 3.44 亿元和-1.96 亿元。

### 4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	54.63	70.09	70.76	73.03	97.44	93.25
	43.18%	41.79%	40.51%	41.81%	49.19%	46.49%
其中：货币资金 (亿元)	27.75	25.42	21.83	20.33	27.80	25.21
交易性金融资产 (亿元)	-	-	-	10.01	19.37	15.63
应收账款 (亿元)	15.86	19.52	28.47	30.05	37.82	40.75
存货 (亿元)	2.99	3.89	4.60	7.98	7.61	7.39
其他流动资产 (亿元)	6.60	19.02	13.44	1.42	0.73	0.48
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	71.90	97.64	103.92	101.65	100.65	107.33
	56.82%	58.21%	59.49%	58.19%	50.81%	53.51%
其中：固定资产 (亿元)	57.39	80.24	88.91	88.89	85.77	86.43
在建工程 (亿元)	2.34	3.35	1.87	2.34	3.20	2.56
其他非流动资产 (亿元)	6.85	10.05	8.52	5.70	6.59	6.63
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	8.06	7.75	5.04	8.86	7.91	7.05
期末抵质押融资余额 (亿元)	7.58	8.36	13.01	12.80	20.36	19.90
受限资产账面余额/总资产 (%)	6.37	4.62	2.88	5.07	3.99	3.51

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

2020 年末，该公司资产总额为 198.09 亿元，较上年末增长 13.40%，以非流动资产为主。年末，流动资产为 97.44 亿元，较上年末增长 33.43%，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成。其中，货币资金为 27.80 亿元，较上年末增长 36.77%，包含受限使用的货币资金 4.58 亿元，主要用作保证金，此外 0.38 亿元为用于担保的定期存单；此外包括可转债募集

资金 4.20 亿元。交易性金融资产为 19.37 亿元，较上年末增长 93.60%，为理财产品，包括 18.51 亿元银行理财产品及 0.86 亿元信托理财产品，风险分类为低风险或保本浮动收益，以一年以内短期或非固定期限为主，收益率以 2.10%-3.60% 为主；其中包含 8.74 亿元可转债募集资金。应收账款为 37.82 亿元，随着业务规模扩大而较上年末增长 25.86%，其中来自电能表业务 10.48 亿元，较上年末增长 30.51%，主要应收对象为国家电网、南方电网及其下属企业，以及沙特 ECC 等海外客户；来自光伏发电业务 26.85 亿元，较上年末增长 21.49%，主要为应收补贴款<sup>6</sup>26.01 亿元，其中已进国补目录和未进国补目录的的应收补贴款分别为 15.03 亿元和 10.98 亿元；来自光伏 EPC 业务 1.81 亿元，较上年末增长 82.83%。账龄分布上，1 年以内、1-2 年、2-3 年、3 年以上占比分别为 53.40%、22.73%、14.13%和 9.74%。年末计提坏账准备 1.50 亿元，当年计提 0.30 亿元，主要为按账龄计提。当年应收账款周转速度为 1.71 次，较上年提升 0.56 次。存货为 7.61 亿元，较上年末下降 4.70%，主要包括原材料 1.97 亿元、库存商品 2.45 亿元和合同履行成本 2.74 亿元。2021 年 3 月末，公司流动资产为 93.25 亿元，较上年末下降 4.30%，其中应收账款增至 40.75 亿元，电能表业务、光伏发电、光伏 EPC 业务应收账款分别为 9.09 亿元、29.01 亿元和 2.97 亿元，其中已进国补目录和未进国补目录的的应收补贴款分别为 20.32 亿元和 7.64 亿元。

**图表 29. 公司应收账款分布情况**

板块	账龄	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
电能表	国内	8.03	6.98	5.64	5.17
	国外	0.98	1.05	4.84	4.87
	小计	9.01	8.03	10.48	10.04
光伏发电	脱硫标杆及业主	0.53	0.79	0.84	1.05
	光伏补贴应收款	14.78	21.31	26.01	27.96
	小计	15.32	22.1	26.85	29.01
光伏 EPC	小计	5.16	0.99	1.81	2.97
其他	小计	0.14	0.22	0.17	0.25
	<b>合计</b>	<b>29.63</b>	<b>31.34</b>	<b>39.32</b>	<b>42.27</b>

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

2020 年末，该公司非流动资产为 100.65 亿元，主要包括固定资产、在建工程和其他非流动资产等。其中，固定资产为 85.77 亿元，较上年末下降 3.50%，主要包括 75.34 亿元光伏电站、5.84 亿元房屋及建筑物、3.99 亿元机器设备。在建工程为 3.20 亿元，较上年末增长 36.78%，主要为光伏电站建设。其他非流动资产为 6.59 亿元，较上年末增长 15.64%，主要包括待抵扣进项税重分类 4.22 亿元及合同资产 1.65 亿元。

2020 年末，该公司受限资产合计 7.91 亿元，占总资产的比重为 3.99%，

<sup>6</sup> 其中尚未进入补贴目录的项目按照上网电量乘以（能源局认定的电价减去脱硫标杆电价）计算应收补贴款。

主要包括用作保证金及担保的受限货币资金 4.58 亿元、用于抵押融资的固定资产 2.87 亿元。此外，公司还以评估价值合计 56.90 亿元的多项光伏电站收益权及购售电合同为质押物获取融资，所涉及项目 2020 年贡献收入 4.84 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年	2020 年	2021 年第一季度末
流动比率 (%)	181.31	227.90	279.59	274.00	241.76	300.96
速动比率 (%)	170.27	212.92	257.14	238.32	219.94	272.66
现金比率 (%)	94.57	83.78	87.50	115.31	117.63	132.44

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司流动比率、速动比率主要随流动负债变化而波动，而因货币资金增长，现金比率上升。但公司流动资产中应收光伏电站补贴款规模较大，回款周期长，实际流动性弱于指标显示。

## 6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司无对外担保。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要经营电工仪表业务，并管理其他业务及项目子公司。2020 年末，公司本部资产总额为 144.50 亿元，较上年末增长 9.89%，主要包括货币资金 15.79 亿元、交易性金融资产 13.71 亿元、应收账款 13.28 亿元、其他应收款 9.53 亿元、长期股权投资 53.51 亿元和其他非流动资产 29.20 亿元，其中其他应收款主要为与子公司间往来款，长期股权投资主要为对子公司投资，其他非流动资产主要为对光伏项目公司的项目投资资金划拨。

2020 年末，该公司本部负债总额为 62.73 亿元，较上年末增长 27.35%，主要包括刚性债务 52.93 亿元和应付账款 6.32 亿元。年末，公司本部资产负债率为 43.41%，较上年末上升 5.95 个百分点。

2020 年，该公司本部营业收入为 25.56 亿元，较上年增长 43.61%，净利润为 2.73 亿元，较上年增长 82.93%。整体而言，偿债资源在本部及子公司分布较合理。

## 外部支持因素

2021 年 3 月末，该公司获得银行授信总额为 42.60 亿元；其中贷款授信合计 36.51 亿元，已使用 22.35 亿元。公司综合授信中，合计 14.20 亿元来自

五大国有商业银行及政策性银行。

**图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已使用贷 款授信	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	42.60	36.51	22.35	2.20-4.65	保证、抵押、 质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	2.00	2.00	2.00	3.70	保证、抵押
工农中建交五大商业银行（亿元）	12.20	8.90	8.33	3.85-4.65	保证、抵押
其中：大型国有金融机构占比（%）	33.33	29.86	46.22	-	-

资料来源：根据林洋能源所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

## 跟踪评级结论

2020 年，随着海外电能表订单大幅增长及 EPC 承接项目规模增加，该公司营业收入快速增长。光伏发电业务主要由 2018 年 5 月光伏新政出台前已并网电站提供稳定支撑，并网项目大部分已进入国补目录，维持了较高的盈利水平。但光伏 EPC 业务受合同签订量及建设结算周期影响而易产生较大波动。公司光伏电站项目因补贴到位滞后而形成较大规模应收款，2020 年以来公司进入国补目录项目大幅增加，后续到位补贴款有望增长。

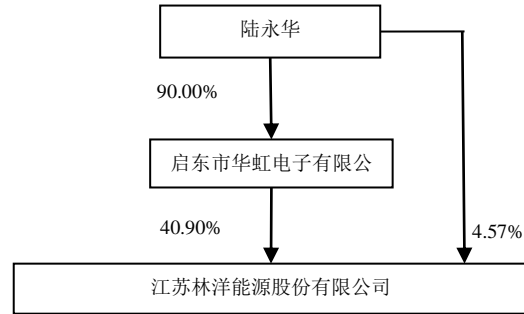
跟踪期内，该公司股权结构未发生变化。2021 年 2 月，公司实际控制人被监察机关采取留置措施配合调查，后于当月解除留置措施。

跟踪期内，随着业务规模扩大及光伏 EPC 项目投入增加，该公司资产负债率有所上升，但仍处于较合理水平。公司光伏电站及电能表业务形成较大规模应收账款，且光伏补贴款回款周期长，持续产生资金占用压力。公司现金类资产较充足，且已并网光伏电站脱硫标杆电价部分可持续产生稳定现金流，短期刚性债务偿付压力可控。

该公司主体级别为 AA，考虑到公司实际控制人已被解除留置措施并正常履职，本评级机构决定调整公司评级展望为稳定，调整林洋转债信用等级至 AA。

附录一：

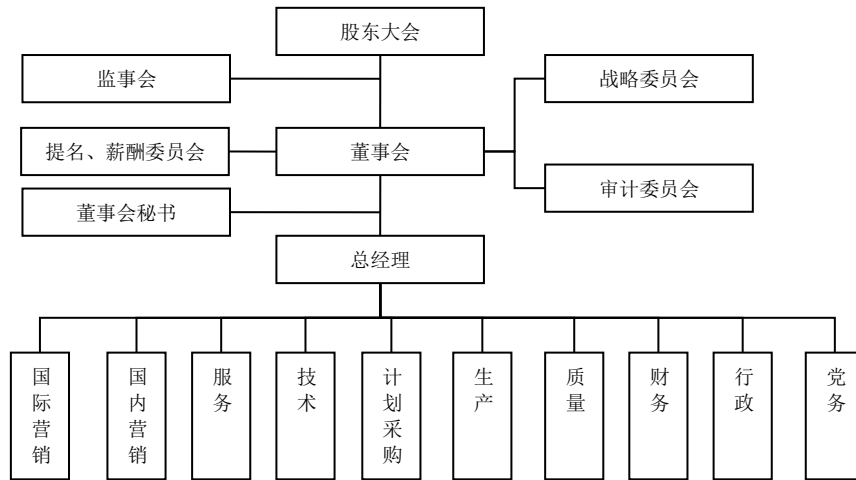
公司与实际控制人关系图



注：根据林洋能源提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据林洋能源提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
启东市华虹电子有限公司	公司之控股股东	—	电工仪表, 光伏产品, 光伏电站, LED产品, 交通工程	96.49	118.14	67.82	11.00	11.47	-
<b>江苏林洋能源股份有限公司</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>电工仪表, 光伏产品, 光伏电站, LED产品</b>	<b>52.93</b>	<b>81.77</b>	<b>25.56</b>	<b>2.73</b>	<b>-0.23</b>	<b>仅母公司</b>
内蒙古乾华农业发展有限公司	主要子公司	100	光伏电站	2.34	4.63	1.88	1.11	0.88	-
冠县华博农业科技有限公司	主要子公司	100	光伏电站	-	3.50	1.04	0.60	0.53	-

注：根据林洋能源 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
资产总额 [亿元]	174.69	174.68	198.09	200.58
货币资金 [亿元]	21.83	20.33	27.80	25.21
刚性债务[亿元]	61.93	59.95	73.58	70.99
所有者权益 [亿元]	99.55	103.16	109.89	110.95
营业收入[亿元]	40.17	33.59	57.99	9.56
净利润 [亿元]	7.65	7.03	10.02	1.73
EBITDA[亿元]	15.18	15.35	19.20	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.52	4.02	12.23	-1.99
投资性现金净流入量[亿元]	-7.40	-1.73	-10.29	2.19
资产负债率[%]	43.01	40.94	44.53	44.68
权益资本与刚性债务比率[%]	160.75	172.08	149.35	156.30
流动比率[%]	279.59	274.00	241.76	300.96
现金比率[%]	87.50	115.31	117.63	132.44
利息保障倍数[倍]	3.77	3.64	4.73	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	280.06	442.65	289.31	—
毛利率[%]	37.82	45.19	35.19	40.74
营业利润率[%]	19.76	23.76	19.90	21.39
总资产报酬率[%]	6.40	6.15	7.77	—
净资产收益率[%]	7.88	6.94	9.40	—
净资产收益率*[%]	7.90	6.93	9.38	—
营业收入现金率[%]	87.18	100.38	85.16	73.13
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.13	15.47	36.52	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.88	3.12	2.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.22	5.21	6.27	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.25	0.29	—

注：表中数据依据林洋能源经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	6
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	6
		流动性	2
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2017年8月18日	AA/稳定	陈婷婷、翁斯喆	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">电气设备行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">电气设备行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化(含最近一次评级)	2021年2月3日	AA/列入评级观察名单	黄梦姣、陈婷婷	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">电气设备行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(电气设备)MX-GS014(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	本次评级	2021年6月21日	AA/稳定	黄梦姣、陈婷婷	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">电气设备行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(电气设备)MX-GS014(2019.8)</a>	-
林洋转债	历史首次评级	2017年8月18日	AA	陈婷婷、翁斯喆	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">电气设备行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">电气设备行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化(含最近一次评级)	2021年2月3日	AA(列入评级观察名单)	黄梦姣、陈婷婷	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">电气设备行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(电气设备)MX-GS014(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	本次评级	2021年6月21日	AA	黄梦姣、陈婷婷	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">电气设备行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(电气设备)MX-GS014(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。