

西子洁能(002534)

报告日期: 2022年10月26日

## 业绩低于预期; 设立家用储电子公司, 期待熔盐储能订单释放

### ——西子洁能点评报告

#### 投资要点

##### □ 2022年三季报: 传统业务毛利率下滑使业绩承压, 熔盐储能新业务前景可期

1) 2022年前三季度: 实现营收、归母净利润 56.5/1.0 亿元, 同比变动 35%/-71%; Q3 单季度: 营收、归母净利润 21.4/0.05 亿元, 同比变动 52%/-96%, 环比下降 2%/92%。2) 盈利能力: 主要受原材料涨价及市场竞争加剧导致订单盈利水平下降影响, 2022 年前三季度毛利率、净利率分别为 14.9%/2.5%, 分别同比下降 8.7/7.1pct。3) 费用端: 费用管控能力良好, 2022 年前三季度销售/管理/财务费用率分别为 2%/5%/0%, 分别较去年同期下降 0.8/1.7/0.0pct。4) 订单: 2022 年第三季度新增订单 23.9 亿元, 同比高增 86%; 前三季度累计新增订单 62.6 亿元, 同比下降 10.4%。公司订单数量同比降幅收窄。

##### □ 设立家用储电子公司, 进入海外家用储电市场, 储能业务进一步拓展

根据 26 日晚间公告, 公司拟与全资子公司国新投资共同出资设立浙江清凉峰家用储电科技有限公司, 注册资本 1000 万元, 其中公司以自有资金出资 670 万元 (占比 67%)。该子公司有利于扩大公司储能产品销售, 完善新能源产业布局。

##### □ 余热锅炉: 国内规模最大、品种最全余热锅炉龙头, 盈利能力将迎边际改善

公司余热锅炉产品交货周期为 6-12 个月, 今年交付的订单多数受到 2021 年钢材涨价影响, 成本大幅提升。根据中国钢铁工业协会, 当前我国钢材综合价格指数已回落至 110.7 左右, 较 2021 年峰值下降 30%。面对激烈市场竞争, 公司凭借规模、研发、差异化等优势, 订单降幅逐步收窄, 在燃机、干熄焦等类型余热锅炉市占率维持领先。钢材价格回落+强化竞争优势, 盈利能力有望迎来拐点。

##### □ 熔盐储能: 光热+火电灵活性改造+零碳园区三大应用齐发力, 需求景气度攀升

1) 光热电站: 光热发电结合光伏、熔盐储能可实现较低度电成本, 是大基地项目大势所趋。公司自主研发熔盐储能系统成功应用于青海德令哈 50MW 塔式熔盐储能光热电站, 在光热核心设备 (吸热器、换热器等) 领域行业领先。

2) 火电灵活性改造: 根据发改委“十四五”完成 2 亿千瓦存量煤电机组灵活性改造目标, 按 500 元/千瓦测算, 火电灵活性改造市场规模超千亿。公司收购电极锅炉龙头兰捷能源 51% 股权、系统集成龙头赫普能源 15.2% 股权, 拥有核心产品 (电极锅炉)、技术 (储能储能技术), 有望逐步打开火电灵活性改造市场。

3) 零碳园区: 首个订单 (1.9 亿, 绍兴绿电) 已正式产汽试运行, 根据公司官方公众号, 该项目每年可发电 6370 万 kWh, 年供蒸汽 84 万吨, 年可节约标准煤 15.5 万吨, 减排二氧化碳约 29 万吨。随首单示范效应显现, 订单有望迅速复制。

##### □ 盈利预测与估值: 传统业务业绩低于预期, 期待储能业务订单释放

预计 2022-2024 年实现归母净利润 1.8/3.6/5.4 亿元, 同比变动 -56%/97%/49%, 对应 PE 77/39/26 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示** 原材料价格波动、新业务订单不及预期、市场竞争加剧风险

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	6578	8097	8045	9562
(+/-) (%)	23%	23%	-1%	19%
归母净利润	420	184	363	542
(+/-) (%)	-39%	-56%	97%	49%
每股收益(元)	0.57	0.25	0.49	0.73
P/E	34	77	39	26

资料来源: 浙商证券研究所

<http://www.stocke.com.cn>

#### 投资评级: 买入(维持)

**分析师: 王华君**

 执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

**分析师: 张杨**

 执业证书号: S1230522050001  
 zhangyang01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 19.26
总市值(百万元)	14,237.03
总股本(百万股)	739.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《余热锅炉龙头: 熔盐储能景气度攀升, 将迎盈利拐点——西子洁能点评报告》2022.09.05
- 《浙商机械【西子洁能】深度: 余热锅炉龙头, 熔盐储能打开成长空间》2022.05.20

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	9917	11951	12258	13691
现金	3754	4880	5125	5278
交易性金融资产	182	254	218	236
应收账款	1225	1492	1544	1828
其它应收款	165	182	181	224
预付账款	736	764	736	940
存货	1707	2018	1858	2331
其他	2148	2360	2597	2854
<b>非流动资产</b>	4023	4178	4164	4377
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	472	567	623	686
固定资产	1057	1366	1357	1346
无形资产	414	455	516	601
在建工程	487	110	128	142
其他	1593	1680	1540	1602
<b>资产总计</b>	13941	16129	16422	18068
<b>流动负债</b>	7742	9779	9966	11338
短期借款	349	377	610	557
应付款项	4085	5338	5063	6009
预收账款	13	0	0	0
其他	3295	4064	4293	4772
<b>非流动负债</b>	2185	2192	2189	2189
长期借款	348	348	348	348
其他	1836	1844	1841	1840
<b>负债合计</b>	9927	11971	12155	13527
少数股东权益	376	398	442	506
归属母公司股东权益	3637	3759	3826	4035
<b>负债和股东权益</b>	13941	16129	16422	18068

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	824	1441	507	819
净利润	470	206	406	606
折旧摊销	108	89	102	108
财务费用	(15)	31	29	28
投资损失	(19)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	1327	1554	(268)	647
其它	(1048)	(419)	257	(552)
<b>投资活动现金流</b>	(501)	(208)	(174)	(256)
资本支出	494	(10)	(100)	(100)
长期投资	(1076)	(94)	(57)	(62)
其他	80	(104)	(18)	(93)
<b>筹资活动现金流</b>	1035	(107)	(89)	(409)
短期借款	(51)	28	233	(53)
长期借款	248	0	0	0
其他	837	(134)	(322)	(357)
<b>现金净增加额</b>	1357	1126	244	154

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6578	8097	8045	9562
营业成本	5177	6860	6560	7708
营业税金及附加	31	45	40	49
营业费用	178	170	177	191
管理费用	383	421	442	497
研发费用	402	437	467	516
财务费用	(15)	31	29	28
资产减值损失	17	(21)	(42)	(17)
公允价值变动损益	4	0	0	0
投资净收益	19	19	19	19
其他经营收益	63	64	63	63
<b>营业利润</b>	491	238	454	671
营业外收支	18	(8)	(3)	2
<b>利润总额</b>	509	229	451	674
所得税	39	23	45	67
<b>净利润</b>	470	206	406	606
少数股东损益	50	22	43	65
<b>归属母公司净利润</b>	420	184	363	542
EBITDA	599	342	573	803
EPS (最新摊薄)	0.57	0.25	0.49	0.73

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.83%	23.09%	-0.64%	18.85%
营业利润	-44.26%	-51.60%	91.03%	47.87%
归属母公司净利润	-38.56%	-56.11%	96.54%	49.42%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.30%	15.28%	18.46%	19.39%
净利率	7.15%	2.55%	5.04%	6.34%
ROE	10.86%	4.51%	8.61%	12.30%
ROIC	10.10%	4.94%	8.62%	12.33%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.21%	74.22%	74.02%	74.87%
净负债比率	7.26%	6.06%	7.88%	6.70%
流动比率	1.28	1.22	1.23	1.21
速动比率	1.06	1.02	1.04	1.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.54	0.49	0.55
应收账款周转率	7.20	7.03	6.44	6.96
应付账款周转率	1.94	1.92	1.64	1.84
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.57	0.25	0.49	0.73
每股经营现金	1.11	1.95	0.69	1.11
每股净资产	4.92	5.08	5.18	5.46
<b>估值比率</b>				
P/E	33.87	77.18	39.27	26.28
P/B	3.91	3.79	3.72	3.53
EV/EBITDA	34.58	30.31	18.19	12.79

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>