

# 西子洁能 (002534)

## 收入规模增长持续，静待盈利能力改善

### ◆ 三季度营收大幅增长，毛利率显著下滑

2022年10月26日晚公司发布了2022年三季度报告，根据报告，2022年前三季度公司实现营业收入56.52亿元，同比+34.58%，继续保持高速增长；归母净利润1.03亿元，同比-71.25%；扣非归母净利润0.40亿元，同比-87.02%；公司毛利率14.90%，同比-8.67pct；净利率2.50%，同比-7.07pct。毛利率出现大幅下滑，主要系收入增加导致成本增加，同时因原材料涨价影响，导致成本增长幅度大于收入增长幅度，同时因市场竞争加剧订单盈利水平下降；期间费用率11.73%，同比-2.87pct，表明利润率下滑主要是成本增加导致。

单看2022Q3，公司营收21.41亿元，同比增加51.87%；归母净利润0.05亿元，同比-95.51%；毛利率为10.64%，同比-10.54pct，环比-6.11pct；净利率为0.64%，同比-7.60pct，环比-2.88pct。

### ◆ Q3新增订单同比大幅增长，静待公司毛利率回升

2022年第三季度公司新增订单23.91亿元，同比+85.95%，表明公司接单能力显著改善，下游景气度提升。截至2022年9月底，公司在手订单80.47亿元，比去年同期增长4.67%，充足的在手订单有望为公司未来业绩提供充分保障。

与此同时，公司毛利率受到原材料价格上涨影响较大。公司直接材料与外扩件成本合计占公司生产成本的60%左右，直接材料主要为各种钢板、钢管、型钢等。根据中国钢铁工业协会，国内钢材价格指数自2020年以来飞速上涨，2021年持续高位位置，直到2022年初才有明显回落。而公司产品交付周期3-12个月，去年订单多在今年交付，故对毛利率影响较大。而今年钢材价格回落后签订的订单，有望在下半年及明年初交付，彼时公司盈利能力有望回归正常水平。在收入规模持续扩张的情况下，盈利能力提升或将为利润带来更多弹性。

### ◆ 余热锅炉龙头、光热储能先驱，多方位储能布局助力公司长远发展

公司设有全国余热锅炉行业归口研究所、国家认定企业技术中心，是目前国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地。公司坚持差异化竞争战略，以余热利用设备、为主导产品，这样既避开了

投资评级

买入

维持评级

2022年10月28日

收盘价(元): 17.16

### 公司基本数据

总股本(百万股)	739.20
总市值(百万)	12,684.71
流通股本(百万股)	725.50
流通市值(百万)	12,449.61
12月最高/最低价(元)	35.00/12.24
资产负债率(%)	73.57
每股净资产(元)	4.67
市盈率(TTM)	76.56
市净率(PB)	3.68
净资产收益率(%)	2.87

### 股价走势图



### 作者

邹润芳 分析师

SAC执业证书: S0640521040001

唐保威 研究助理

SAC执业证书: S0640121040023

联系电话: 18017096787

邮箱: tangbw@avicsec.com

卢正羽 分析师

SAC执业证书: S0640521060001

闫智 研究助理

SAC执业证书: S0640122070030

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

我国三家特大型锅炉企业的正面竞争，又可以在余热锅炉的生产中充分发挥公司的技术和规模优势。公司设有全国余热锅炉行业归口研究所、国家认定企业技术中心，是目前国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地。公司坚持差异化竞争战略，以余热利用设备、为主导产品，这样既避开了我国三家特大型锅炉企业 的正面竞争，又可以在余热锅炉的生产中充分发挥公司的技术和规模优势。

公司推进实施“创新合作战略”，发挥公司在清洁能源发电装备、储能发电装备的技术领先优势，公司目前在新能源的布局已经覆盖光伏、储能、氢能、风能等诸多板块，联营企业包括可胜技术（光热发电）、众能光电（钙钛矿/OPV）、德海艾科（全钒液流电池）、臻泰能源科技（氢燃料电池）等，报告期内，公司收购了兰捷能源科技（上海）有限公司 51%股权，拥有世界尖端的、浸没式高压电极锅炉技术。此外公司受让了赫普能源环境科技股份有限公司 14%股权，未来将共同深入参与火电灵活性调峰储能改造多种解决方案。

公司已由单一的产品制造商向节能环保设备和能源利用整体解决方案供应商方向转变，颠覆能源利用方式，公司布局的新能源+储能业务模式已经初步研发完成，即将在储能、调峰等多个场景开展应用。

#### ◆ 投资建议

预计公司 2023、2024 年的归母净利润分别为 6.92 亿元、10.36 亿元，对应目前 PE 分别为 18X /12X，维持买入评级。

#### ◆ 风险提示

宏观经济下行，市场需求下滑；原材料价格出现大幅波动；锅炉、储能行业政策变动风险等。

#### ◆ 盈利预测

单位/百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5355.67	6578.13	8895.59	11938.97	15670.96
增长率 (%)	36.37%	22.83%	35.23%	34.21%	31.26%
归属母公司股东净利润	515.48	420.29	233.94	692.46	1036.17
增长率 (%)	40.79%	-18.47%	-44.34%	196.00%	49.64%
每股收益 EPS(元)	0.697	0.569	0.316	0.937	1.402
PE	28.82	35.35	54.22	18.32	12.24

资料来源：wind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (百万元)**

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5355.67	6578.13	8895.59	11938.97	15670.96
减: 营业成本	4105.62	5177.14	7482.43	9400.88	12140.35
营业税金及附加	25.90	30.89	41.78	56.07	73.60
营业费用	118.25	177.51	186.81	250.72	329.09
管理费用	266.63	383.29	400.30	537.25	705.19
研发费用	304.88	402.08	489.26	656.64	861.90
财务费用	-19.88	-14.83	-34.47	-46.26	-60.72
资产减值损失	7.32	-9.46	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	177.00	18.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.00	4.24	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-297.57	-411.54	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>712.30</b>	<b>490.98</b>	<b>329.49</b>	<b>1083.67</b>	<b>1621.55</b>
加: 其他非经营损益	-19.53	18.38	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>692.77</b>	<b>509.36</b>	<b>329.49</b>	<b>1083.67</b>	<b>1621.55</b>
减: 所得税	78.71	38.99	0.00	108.37	162.15
<b>净利润</b>	<b>614.06</b>	<b>470.37</b>	<b>329.49</b>	<b>975.30</b>	<b>1459.39</b>
减: 少数股东损益	98.58	50.08	95.55	282.84	423.22
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>515.48</b>	<b>420.29</b>	<b>233.94</b>	<b>692.46</b>	<b>1036.17</b>
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2437.32	3754.22	6326.67	8363.04	13185.74
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	1404.26	2132.34	2882.38	3705.45	4897.41
其他应收款 (合计)	88.57	106.48	98.06	88.57	106.48
存货	927.42	1706.75	2034.46	2665.98	3404.20
其他流动资产	385.29	83.68	83.68	83.68	83.68
长期股权投资	441.00	472.29	472.29	472.29	472.29
金融资产投资	0.00	0.00	181.40	0.00	0.00
投资性房地产	3.56	1048.44	939.09	829.74	720.38
固定资产和在建工程	2038.66	1544.36	1288.83	1033.30	777.77
无形资产和开发支出	272.06	434.53	379.64	324.76	269.88
其他非流动资产	724.33	996.09	452.03	-591.84	-1767.73
<b>资产总计</b>	<b>10409.27</b>	<b>13940.81</b>	<b>15872.28</b>	<b>18195.11</b>	<b>23499.49</b>
短期借款	400.39	349.50	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	5190.75	7026.48	9886.00	11613.33	16026.63
长期借款	100.00	1312.54	1312.54	1312.54	1312.54
其他负债	1391.52	1587.94	458.69	458.69	458.69
<b>负债合计</b>	<b>6682.27</b>	<b>9926.95</b>	<b>11657.23</b>	<b>13384.56</b>	<b>17797.86</b>
股本	739.20	739.20	739.20	739.20	739.20
资本公积	601.51	586.61	586.61	586.61	586.61
留存收益	2042.81	2311.57	2417.20	2729.87	3197.73
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3383.51</b>	<b>3637.38</b>	<b>3743.01</b>	<b>4055.68</b>	<b>4523.54</b>
少数股东权益	343.48	376.48	472.03	754.87	1178.09
<b>股东权益合计</b>	<b>3727.00</b>	<b>4013.86</b>	<b>4215.04</b>	<b>4810.55</b>	<b>5701.63</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10409.27</b>	<b>13940.81</b>	<b>15872.28</b>	<b>18195.11</b>	<b>23499.49</b>
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	852.48	823.82	3048.72	2326.51	5224.18
投资性现金净流量	-277.12	-501.47	-27.10	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-46.79	1034.80	-449.18	-290.14	-401.49
<b>现金流量净额</b>	<b>519.54</b>	<b>1356.44</b>	<b>2572.45</b>	<b>2036.37</b>	<b>4822.69</b>

资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637