



## 增持（维持）

所属行业：工业机械  
当前价格(元)：16.13

### 证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

# 西子洁能（002534.SZ）：短期业绩承压不改上升趋势，熔盐储能支撑长期发展

## 投资要点

- **事件**：2023年1月20日，公司发布2022年度业绩预告，预计2022年归属上市公司股东净利润1.80-2.40亿元，同比下降57.17%-42.90%；预计2022年扣除非经常性损益后净利润为0.18-0.27亿元，同比下降94.67%-92.01%；预计基本每股收益为0.25元/股-0.33元/股。

- **原材料价格上涨，公司短期业绩承压**。2022年公司业绩下降主要系原材料涨价、市场竞争激烈等影响。公司是余热锅炉龙头企业，主要原材料为各类钢材，约占公司生产成本的60%-70%。2020年8月，钢材价格上涨带动公司成本持续上升。由于公司产品交付周期为3-12个月，2021年材料价格上涨，高位采购的材料在2022年实现交付，对当期毛利产生较大影响。此外，近年锅炉行业竞争激烈，订单毛利率也有所下降，影响公司2022年毛利水平。我们预计2023年公司毛利率有望修复，有望带动整体业绩提升。从钢材价格来看，2022年钢材综合价格指数下跌5.45%，并有望逐步恢复正常水平；从订单毛利率来看，公司逐步放弃低毛利率订单，订单质量逐步提升，盈利能力有望得到保障。

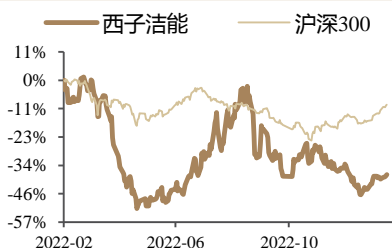
- **火电灵活性改造有望加速，增持赫普能源彰显发展信心**。2023年1月6日，国家能源局综合司发布关于公开征求《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》意见的通知，提出“为支撑‘双碳’战略和系统稳定运行，煤电机组通过灵活性改造和节能减排改造，逐步向清洁低碳化转型，调节能力进一步提升。”政策再次强调推进火电灵活性改造，考虑近期组件价格下降或将推动风光装机加速，灵活性资源需求提升，2023年火电灵活性改造或将提速。公司于2023年1月12日发布公告，拟增持赫普能源10%股权，预计将持有赫普能源25.2%股权，增持股权进一步彰显了公司发展信心。

- **光热+光伏一体化优势显著，光热订单未来可期**。光热电站自带储能、调峰功能，在电网调频、持续电力输出方面优于光伏，光热+光伏一体化发展具备广阔发展空间。国际太阳能光伏网数据显示，截至2022年10月15日，我国光热项目招投标规模1005MW，在建项目规模2695MW，在建规模为已投运规模的4.6倍。公司与塔式光热发电龙头可胜技术合作，可提供吸热器、换热器、熔盐储罐等设备。2022年11月14日，公司成功中标中广核吉西鲁固直流100MW光热发电项目蒸汽发生系统，预计随着光热电站建设加速，未来订单有望稳步提升。

- **投资建议与估值**。公司是余热锅炉行业的龙头企业，预计火电灵活性改造+光热电站+零碳园区的发展，订单量有望快速提升，助推业绩实现快速增长，具备较高成长性。我们预计2022-2024年营业收入分别为86.81亿元、101.12亿元、114.08亿元，增速分别为32.0%、16.5%、12.8%。净利润分别为1.81亿元、4.44亿元、6.91亿元，增速分别为-56.9%、144.9%、55.7%，维持增持评级。

- **风险提示**：政策不及预期；原材料价格波动风险；技术风险；市场竞争风险。

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.72	-2.67	-6.70
相对涨幅(%)	2.30	-11.33	-24.78

资料来源：德邦研究所，聚源数据

## 相关研究

- 1.《西子洁能（002534.SZ）：拟增持赫普能源10%股权，火电灵活性改造业务有望加速推进》，2023.1.13
- 2.《加快推进新型电力系统建设，“新能源+储能”将获长期发展动能》，2023.1.7
- 3.《西子洁能（002534.SZ）：余热锅炉保持景气，熔盐储能静待花开》，2022.11.14

**股票数据**

总股本(百万股):	739.20
流通 A 股(百万股):	725.59
52 周内股价区间(元):	12.46-26.14
总市值(百万元):	11,834.63
总资产(百万元):	15,295.72
每股净资产(元):	4.85

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,356	6,578	8,681	10,112	11,408
(+/-)YOY(%)	36.4%	22.8%	32.0%	16.5%	12.8%
净利润(百万元)	515	420	181	444	691
(+/-)YOY(%)	40.8%	-18.5%	-56.9%	144.9%	55.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.57	0.25	0.60	0.93
毛利率(%)	23.3%	21.3%	17.2%	20.7%	23.2%
净资产收益率(%)	15.2%	11.6%	4.9%	10.8%	14.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.58	0.25	0.60	0.93
每股净资产	4.92	4.97	5.57	6.51
每股经营现金流	1.11	2.48	1.15	3.21
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	55.74	65.78	26.86	17.26
P/B	6.57	3.24	2.89	2.48
P/S	1.81	1.37	1.18	1.05
EV/EBITDA	37.26	27.40	13.09	7.47
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.3%	17.2%	20.7%	23.2%
净利润率	7.2%	2.4%	5.1%	7.0%
净资产收益率	11.6%	4.9%	10.8%	14.4%
资产回报率	3.0%	1.1%	2.3%	3.0%
投资回报率	7.3%	2.8%	5.9%	7.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.8%	32.0%	16.5%	12.8%
EBIT 增长率	-6.4%	-49.6%	164.3%	58.9%
净利润增长率	-18.5%	-56.9%	144.9%	55.7%
偿债能力指标				
资产负债率	71.2%	76.1%	76.2%	76.8%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
现金比率	0.5	0.5	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	50.0	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	91.6	91.6	91.6	91.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	6.2	6.0	6.2	6.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	420	181	444	691
少数股东损益	50	30	70	102
非现金支出	147	108	101	104
非经营收益	18	24	61	99
营运资金变动	188	1,487	174	1,373
经营活动现金流	824	1,831	850	2,370
资产	-970	-533	-188	-250
投资	468	-402	-599	-687
其他	0	24	28	32
投资活动现金流	-501	-911	-759	-906
债权募资	124	952	1,193	1,072
股权募资	44	0	0	0
其他	867	-228	-125	-167
融资活动现金流	1,035	723	1,068	905
现金净流量	1,356	1,644	1,158	2,369

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 30 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,578	8,681	10,112	11,408
营业成本	5,177	7,189	8,023	8,760
毛利率%	21.3%	17.2%	20.7%	23.2%
营业税金及附加	31	42	49	55
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	178	260	306	349
营业费用率%	2.7%	3.0%	3.0%	3.1%
管理费用	383	508	595	675
管理费用率%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
研发费用	402	533	624	708
研发费用率%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%
EBIT	459	231	611	971
财务费用	-15	37	56	83
财务费用率%	-0.2%	0.4%	0.6%	0.7%
资产减值损失	-9	-0	-0	-0
投资收益	19	25	29	32
营业利润	491	220	584	920
营业外收支	18	35	35	35
利润总额	509	255	620	956
EBITDA	589	339	712	1,075
所得税	39	43	105	162
有效所得税率%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
少数股东损益	50	30	70	102
归属母公司所有者净利润	420	181	444	691

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,754	5,398	6,557	8,926
应收账款及应收票据	1,225	1,642	1,765	2,029
存货	1,707	1,951	2,131	2,326
其它流动资产	3,231	3,230	3,226	3,500
流动资产合计	9,917	12,221	13,678	16,781
长期股权投资	472	594	750	853
固定资产	1,057	1,453	1,644	1,731
在建工程	487	441	220	110
无形资产	414	464	534	629
非流动资产合计	4,023	4,887	5,609	6,479
资产总计	13,941	17,108	19,287	23,260
短期借款	349	749	1,149	1,549
应付票据及应付账款	4,085	6,035	5,333	6,952
预收账款	13	0	0	0
其它流动负债	3,295	3,504	4,679	5,167
流动负债合计	7,742	10,289	11,161	13,668
长期借款	348	418	488	558
其它长期负债	1,836	2,318	3,042	3,644
非流动负债合计	2,185	2,737	3,530	4,202
负债总计	9,927	13,026	14,691	17,870
实收资本	739	739	739	739
普通股股东权益	3,637	3,675	4,119	4,810
少数股东权益	376	407	477	580
负债和所有者权益合计	13,941	17,108	19,287	23,260

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。