



增持（维持）

所属行业：电力设备
当前价格(元)：15.80

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）：在手订单充裕，光热发电加速有望带来公司新增长

投资要点

- **事件**：2023年3月31日，公司发布2022年年报，公司2022年实现营业收入73.44亿元，同比增长11.64%；实现归属上市公司股东净利润2.04亿元，同比下降51.5%；2022年扣除非经常性损益后净利润为0.1亿元，同比下降96.93%；基本每股收益为0.28元/股。

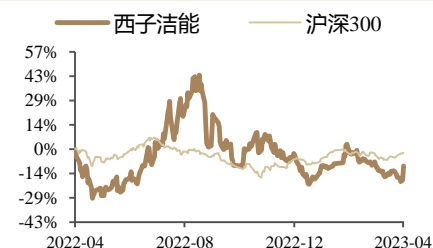
- **在手订单充裕，原材料价格上涨致毛利率下滑**。根据公司2022年年报，公司实现新增订单77.8亿元，其中余热锅炉新增订单31亿元，清洁能源装备新增订单12亿元，解决方案新增订单29.3亿元，备件及服务新增订单5.5亿元；截至2022年底，公司实现在手订单84.2亿元，为公司稳步发展提供有力支撑。2022年公司毛利率为15.53%，比2021年下降5.77pct，解决方案、余热锅炉、备件及服务、清洁能源装备毛利率分别为13.52%、14.72%、18.59%、13.22%，比2021年分别下降5.87pct、6.03pct、6.59pct、5.68pct。毛利率下降主要系原材料涨价、市场竞争激烈等影响；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%。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年毛利率水平。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。我们预计2023年公司毛利率有望修复，公司整体业绩或将提升。

- **积极布局火电灵活性改造，大力拓展储能、太阳能发电、氢能、风电等新能源领域**。2022年，公司收购了兰捷能源科技（上海）有限公司51%股权，业务拓展至世界尖端的浸没式高压电极锅炉领域，公司将推动双方技术在国内火电厂灵活性改造、弃风光电消纳、煤改电区域供热和工业用蒸汽等领域的综合应用；同时公司受让了赫普能源环境科技股份有限公司25.2%股权，布局火电灵活性改造领域，并合作开发“抽汽蓄能”技术，推动公司熔盐储能技术及解决方案在火电灵活性改造领域的应用。公司基于熔盐储能等物理储热、储能领域的实践积累，全方位布局储能、太阳能发电、氢能、风电等新能源领域，从余热利用的领导者向清洁能源的制造者转变。

- **光热发电有望加速，公司技术储备充足，有望打造新增长曲线**。2023年3月20日，国家能源局发布《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》，通知中提出充分认识光热发电规模化发展的重要意义；积极开展光热规模化发展研究工作，力争“十四五”期间，全国光热发电每年新增开工规模达到300万千瓦左右；结合沙漠、戈壁、荒漠地区新能源基地建设，尽快落地一批光热发电项目；提高光热发电项目技术水平等内容。目前，公司已深度参与熔盐储能技术，在光热电站等领域具有领先的技术和市场先发优势。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。根据公司年报情况，我们调整2023、2024年盈利预测，新增2025

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.65	-7.71	-0.13
相对涨幅(%)	-3.00	-8.60	-3.70

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《强化电网安全风险管控，风光功率预测重要性逐步凸显》，2023.2.24
2. 《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》，2023.1.30
3. 《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
4. 《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
5. 《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



年盈利预测。预计 2023-2025 年营业收入分别为 101.46 亿元、114.42 亿元、121.07 亿元，增速分别为 38.2%、12.8%、5.8%。净利润分别为 3.32 亿元、5.8 亿元、7.37 亿元，增速分别为 62.9%、74.7%、27%，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。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	739.20		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	728.66	营业收入(百万元)	6,578	7,344	10,146	11,442	12,107
52 周内股价区间(元):	12.46-25.16	(+/-)YOY(%)	22.8%	11.6%	38.2%	12.8%	5.8%
总市值(百万元):	11,679.40	净利润(百万元)	420	204	332	580	737
总资产(百万元):	15,953.16	(+/-)YOY(%)	-18.5%	-51.5%	62.9%	74.7%	27.0%
每股净资产(元):	5.01	全面摊薄 EPS(元)	0.57	0.28	0.45	0.78	1.00
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	21.3%	15.5%	17.1%	18.8%	20.1%
		净资产收益率(%)	11.6%	5.5%	8.2%	12.6%	13.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.45	0.78	1.00
每股净资产	5.01	5.45	6.24	7.24
每股经营现金流	-0.15	1.37	1.43	1.43
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	51.71	35.18	20.14	15.86
P/B	2.89	2.90	2.53	2.18
P/S	1.59	1.15	1.02	0.96
EV/EBITDA	31.94	18.15	11.11	8.58
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.5%	17.1%	18.8%	20.1%
净利润率	3.6%	3.9%	6.1%	7.5%
净资产收益率	5.5%	8.2%	12.6%	13.8%
资产回报率	1.3%	1.6%	2.7%	3.1%
投资回报率	2.0%	5.0%	7.6%	8.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.6%	38.2%	12.8%	5.8%
EBIT 增长率	-69.6%	245.9%	72.4%	30.6%
净利润增长率	-51.5%	62.9%	74.7%	27.0%
偿债能力指标				
资产负债率	74.2%	77.7%	75.9%	74.6%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	71.8	71.8	71.8	71.8
存货周转天数	104.7	104.7	104.7	104.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	5.3	6.7	8.0	8.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	204	332	580	737
少数股东损益	59	65	114	166
非现金支出	301	105	117	131
非经营收益	-102	50	51	62
营运资金变动	-569	458	192	-40
经营活动现金流	-108	1,010	1,053	1,055
资产	-493	-101	-4	-111
投资	-224	-687	-811	-708
其他	38	14	15	16
投资活动现金流	-679	-773	-801	-803
债权募资	836	701	470	585
股权募资	2	0	0	0
其他	-244	-112	-134	-154
融资活动现金流	594	588	336	431
现金净流量	-179	824	588	683

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 7 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,344	10,146	11,442	12,107
营业成本	6,203	8,413	9,294	9,674
毛利率%	15.5%	17.1%	18.8%	20.1%
营业税金及附加	30	41	47	49
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	163	223	229	218
营业费用率%	2.2%	2.2%	2.0%	1.8%
管理费用	354	492	481	484
管理费用率%	4.8%	4.9%	4.2%	4.0%
研发费用	414	575	652	694
研发费用率%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
EBIT	139	482	831	1,085
财务费用	-19	66	78	90
财务费用率%	-0.3%	0.7%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-68	0	0	0
投资收益	98	20	23	24
营业利润	258	437	795	1,046
营业外收支	4	41	41	41
利润总额	262	478	836	1,087
EBITDA	307	587	947	1,216
所得税	-0	81	142	185
有效所得税率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
少数股东损益	59	65	114	166
归属母公司所有者净利润	204	332	580	737

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,613	4,438	5,026	5,709
应收账款及应收票据	1,998	2,455	2,614	2,716
存货	1,903	2,993	2,416	3,214
其它流动资产	3,371	4,529	4,976	5,129
流动资产合计	10,885	14,415	15,032	16,769
长期股权投资	836	1,072	1,282	1,552
固定资产	1,395	1,519	1,429	1,453
在建工程	405	248	191	120
无形资产	506	590	703	800
非流动资产合计	5,068	5,799	6,566	7,330
资产总计	15,953	20,214	21,598	24,099
短期借款	904	853	802	751
应付票据及应付账款	5,043	6,755	6,470	7,385
预收账款	8	0	0	0
其它流动负债	3,356	4,816	5,320	5,419
流动负债合计	9,311	12,423	12,593	13,555
长期借款	628	877	1,125	1,374
其它长期负债	1,896	2,399	2,671	3,059
非流动负债合计	2,524	3,275	3,796	4,432
负债总计	11,835	15,699	16,389	17,987
实收资本	739	739	739	739
普通股股东权益	3,700	4,032	4,612	5,349
少数股东权益	419	483	598	763
负债和所有者权益合计	15,953	20,214	21,598	24,099

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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	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。
	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经营范围包括证券投资咨询业务。