

西子洁能(002534)

电力设备

发布时间: 2022-09-18

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

## 增持赫普能源深化灵改布局, 前瞻发展光热熔盐储能

**事件:** 公司 2022 年 9 月 17 日发布关于受让赫普能源 1.2% 股权的公告, 交易对价 1632 万元, 交易完成后将持有赫普能源 15.2% 股权。

**点评: 火电灵活性改造前景广阔, 增持赫普能源深化灵改布局。** 为促进电力行业清洁低碳转型, 国家发改委、国家能源局提出“十四五”期间完成 2 亿千瓦煤电机组灵活性改造, 以增加系统调节能力 3-4 千万千瓦。据中电联统计, 灵改成本约为 500-1500 元/kW, 则市场空间约为 1000-3000 亿。公司作为节能环保行业龙头企业之一, 产品(电极锅炉)及技术(熔盐储能)均可用于灵改, 本次增持的标的公司赫普能源主要从事火电机组调峰调频等电力辅助服务业务, 未来公司将深入参与火电灵活性调峰储能改造多种解决方案。随着我国电力市场化改革持续推进, 调峰调频补偿机制逐步完善, 火电企业灵改意愿增强, 灵改技术及解决方案不断成熟, 公司火电灵改相关业务空间广阔。**光热发电方兴未艾, 前瞻发展熔盐储能厚积薄发。** 不同于光伏直接将光能转化为电能, 光热在能量转换过程中经历了热能与机械能, 前者能够解决光伏发电间歇性波动性随机性等问题, 后者则为电力系统提供了宝贵的转动惯量, 同时解决了弃光问题和电网接入问题。公司 2010 年即进入光热发电领域, 自主研发、设计、制造的塔式熔盐储能系统曾应用于中国首座、全球第三座成功并网发电的塔式熔盐储能光热电站, 目前公司在光热领域主要是核心部件供应商(吸热器、换热器)。此外, 依托公司在熔盐储能的技术优势, 公司熔盐储能业务有望扩展至风光储、零碳工厂、零碳园区, 22H1 公司承接绍兴绿电熔盐储能示范项目, 建成后每年可节约标煤 10.5 万吨, 减排 CO<sub>2</sub> 30 万吨。除熔盐储能外, 公司在全钒液流电池、氢燃料电池、固体储热等方面也拥有核心技术储备, 随着储能整体市场空间快速打开, 公司在储能领域有望厚积薄发。

**盈利预测:** 预计 2022-2024 年公司营业收入 85.77/99.10/112.92 亿元, 归母净利润 2.62/6.30/8.29 亿元, EPS 0.35/0.85/1.12 元, 对应 PE 50.77/21.12/16.05 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 余热锅炉订单不及预期, 灵改及储能业务进展不及预期

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,356	6,578	8,577	9,910	11,292
(+/-)%	36.37%	22.83%	30.38%	15.55%	13.94%
归属母公司净利润	515	420	262	630	829
(+/-)%	40.79%	-18.47%	-37.61%	140.36%	31.61%
每股收益(元)	0.70	0.58	0.35	0.85	1.12
市盈率	13.16	54.64	50.77	21.12	16.05
市净率	2.01	6.44	3.54	3.10	2.66
净资产收益率(%)	15.24%	11.55%	6.98%	14.67%	16.60%
股息收益率(%)	2.22%	1.11%	1.08%	0.67%	0.97%
总股本(百万股)	739	739	739	739	739

### 股票数据 2022/09/16

6 个月目标价(元)	--
收盘价(元)	18.01
12 个月股价区间(元)	12.63~33.58
总市值(百万元)	13,313.02
总股本(百万股)	739
A 股(百万股)	739
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	12

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-27%	25%	-16%
相对收益	-24%	30%	0%

### 相关报告

- 《储能经济性诉求驱动, 钠离子电池开启量产之旅》 --20220829
- 《分时电价机制完善, 用户侧储能空间打开》 --20210730
- 《储能系列报告之三: 氢储能潜力巨大, 产业化尚需时日》 --20210728

### 证券分析师: 董佳敏

执业证书编号: S0550516050002  
021-20361230 djm@nesc.cn

### 研究助理: 岳挺

执业证书编号: S0550120110024  
0755-33975865 yueting@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,754	3,847	4,115	4,367
交易性金融资产	182	182	182	182
应收款项	1,225	1,401	1,482	1,639
存货	1,707	1,877	1,840	1,897
其他流动资产	3,049	3,608	3,718	3,894
<b>流动资产合计</b>	<b>9,917</b>	<b>10,916</b>	<b>11,337</b>	<b>11,979</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	472	528	573	613
固定资产	1,057	1,402	1,760	2,129
无形资产	414	421	426	430
商誉	21	157	157	157
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,023</b>	<b>4,783</b>	<b>5,390</b>	<b>5,975</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,941</b>	<b>15,698</b>	<b>16,726</b>	<b>17,954</b>
短期借款	349	649	799	874
应付款项	4,085	5,113	5,240	5,439
预收款项	13	14	14	15
一年内到期的非流动负债	23	25	28	29
<b>流动负债合计</b>	<b>7,742</b>	<b>9,381</b>	<b>9,805</b>	<b>10,245</b>
长期借款	348	248	168	104
其他长期负债	1,836	1,886	1,923	1,951
<b>长期负债合计</b>	<b>2,185</b>	<b>2,134</b>	<b>2,092</b>	<b>2,056</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,927</b>	<b>11,515</b>	<b>11,897</b>	<b>12,301</b>
归属于母公司股东权益合计	3,637	3,757	4,297	4,997
少数股东权益	376	426	532	655
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,941</b>	<b>15,698</b>	<b>16,726</b>	<b>17,954</b>

  

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>6,578</b>	<b>8,577</b>	<b>9,910</b>	<b>11,292</b>
营业成本	5,177	7,115	7,935	9,063
营业税金及附加	31	40	41	43
资产减值损失	-9	0	0	0
销售费用	178	181	188	193
管理费用	383	453	471	483
财务费用	-15	-15	-11	-14
公允价值变动净收益	4	0	0	0
投资净收益	19	24	28	32
<b>营业利润</b>	<b>491</b>	<b>353</b>	<b>821</b>	<b>1,050</b>
营业外收支净额	18	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>509</b>	<b>353</b>	<b>821</b>	<b>1,050</b>
所得税	39	40	85	98
净利润	470	312	736	953
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>420</b>	<b>262</b>	<b>630</b>	<b>829</b>
少数股东损益	50	50	106	123

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>470</b>	<b>312</b>	<b>736</b>	<b>953</b>
资产减值准备	17	7	7	7
折旧及摊销	131	184	219	258
公允价值变动损失	-4	0	0	0
财务费用	32	60	66	68
投资损失	-19	-24	-28	-32
运营资本变动	188	424	112	-34
其他	9	-20	-23	-13
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>824</b>	<b>942</b>	<b>1,089</b>	<b>1,207</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-501</b>	<b>-897</b>	<b>-775</b>	<b>-798</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>1,035</b>	<b>47</b>	<b>-46</b>	<b>-157</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>314</b>	<b>53</b>	<b>304</b>	<b>371</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.58	0.35	0.85	1.12
每股净资产 (元)	4.92	5.08	5.81	6.76
每股经营性现金流量 (元)	1.11	1.27	1.47	1.63
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	22.8	30.4	15.5	13.9
净利润增长率	-18.5	-37.6	140.4	31.6
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	21.3	17.0	19.9	19.7
净利润率	6.4	3.1	6.4	7.3
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	50.02	48.52	46.09	43.79
存货周转天数	91.59	90.67	84.32	74.20
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	71.2	73.4	71.1	68.5
流动比率	1.28	1.16	1.16	1.17
速动比率	0.76	0.66	0.67	0.69
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	2.7	2.1	1.9	1.7
管理费用率	5.8	5.3	4.8	4.3
财务费用率	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
<b>分红指标</b>				
股息收益率	1.1	1.1	0.7	1.0
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	54.64	50.77	21.12	16.05
P/B (倍)	6.44	3.54	3.10	2.66
P/S (倍)	2.02	1.55	1.34	1.18
净资产收益率	11.6	7.0	14.7	16.6

**研究团队简介:**

笪佳敏: 上海交通大学工业工程硕士, 南京大学工业工程本科, 现任东北证券中小盘行业首席分析师。曾任上海通用汽车动力总成新项目部工程师, 宏源证券研究所研究员。2014年以来具有6年证券研究从业经历, 2017年金牛分析师第4名, 多年深厚的产业跟踪和研究经验, 重点覆盖新能源车、电子等领域。

岳挺: 宾夕法尼亚大学博士, 清华大学能源与动力工程本科, CFA、FRM, 2020年加入东北证券, 现任中小盘及新能源车研究员。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员, 具有法律职业资格, 享受深圳市海外高层次人才(孔雀计划)奖励补贴。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A股市场以沪深300指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qjian@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
王若舟	0755-33975865	17720152425	wangrz@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn