

西子洁能(002534)

报告日期: 2022年09月04日

## 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

#### 投资要点

- 2022年上半年: 原材料涨价利润承压, 订单策略“从量到质”, 保证盈利能力**
  - 1) **2022年中报:** 2022H1 实现营收、归母净利润 35.1/1.0 亿元, 同比变动 26%/ -61%; Q2 单季度营收、归母净利润 21.8/0.6 亿元, 同比变动 20%/ -68%, 环比增长 63%/44%。
  - 2) **盈利能力:** 2022H1 毛利率、净利率分别为 17.5%/3.6%, 同比下降 7/7pct; Q2 单季度毛利率、净利率分别为 16.8%/3.5%, 同比下降 7/7pct, 环比下降 2/0.3pct。
  - 3) **费用端:** 2022H1 销售/管理/财务费用率分别为 2%/5%/0%, 均同比下降; 研发费用率 6%, 同比提升 1pct。
  - 4) **订单:** 2022H1 新增订单 38.6 亿元, 同比下滑 32%; 截至 2022 年 6 月底, 在手订单 77.4 亿元, 同比基本持平。
- 余热锅炉龙头: 营收同比增长 25%, 订单质量为王, 毛利率有望迎向上拐点**

2022 年上半年余热锅炉业务实现营收 11.9 亿元 (营收占比 34%), 同比增长 25%; 新增订单 14.6 亿元, 同比下降 15%; 受原材料价格波动影响, 毛利率 19%, 同比下降 9pct。公司是国内规模最大、品种最全的余热锅炉厂商, 水泥窑、燃机、干熄焦等类型余热锅炉市占率均位居市场前列。
- 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:** 具备高发电品质、强调峰能力、高调频速度等优势, 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, 公司作为核心设备 (吸热器、换热器等) 供应商将受益。
  - 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、受让系统集成龙头赫普能源 14% 股权, 有望逐步打开火电灵活性改造市场。
  - 3) **零碳园区:** 可通过消纳风光绿电, 利用熔盐储能供热系统及汽轮发电系统实现对园区供热、供电, 并可全负荷顶峰满足电网需求响应, 公司该业务首个订单 (1.9 亿, 绍兴绿电) 即将完工, 后续储备项目充足, 随首单示范效应显现, 订单有望迅速复制。
- 积极储备新能源前沿技术, 致力成为节能环保设备、能源利用解决方案龙头**

2022 年上半年, 公司实现清洁能源装备收入 4.4 亿元, 同比下降 40%, 毛利率 16%; 解决方案业务 13.8 亿元, 同比增长 69%, 毛利率 14%; 备件及服务业务 4.2 亿元, 同比增长 77%, 毛利率 19%。公司积极参与新一代光伏电池技术研究开发, 储备熔盐储能、全钒液流电池、氢燃料电池、固体储热等前沿技术, 致力于成为全球领先的节能环保设备和能源利用整体解决方案供应商。
- 盈利预测与估值**

预计 2022-2024 年实现归母净利润 2.6/6.1/8.6 亿元, 同比变动 -39%/137%/41%, 对应 PE 51/21/15 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

#### 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 ¥17.73  
 总市值(百万元) 13,106.04  
 总股本(百万股) 739.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《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

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	6578	8827	9699	11433
(+/-) (%)	23%	34%	10%	18%
归母净利润	420	258	611	864
(+/-) (%)	-39%	-39%	137%	41%
每股收益(元)	0.57	0.35	0.83	1.17
P/E	31	51	21	15

资料来源: 浙商证券研究所

## 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	12255	13230	15082
现金	3754	4880	5337	5828
交易性金融资产	182	254	218	236
应收账款	1225	1626	1858	2184
其它应收款	165	199	218	267
预付账款	736	806	852	1067
存货	1707	2129	2150	2646
其他	2148	2360	2597	2854
<b>非流动资产</b>	4023	4179	4165	4379
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	1541	1604
<b>资产总计</b>	13941	16434	17396	19460
<b>流动负债</b>	7742	10002	10579	12010
短期借款	349	256	333	311
应付款项	4085	5633	5859	6822
预收账款	13	0	0	0
其他	3295	4113	4386	4877
<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	12194	12768	14198
少数股东权益	376	407	480	583
归属母公司股东权益	3637	3832	4148	4679
<b>负债和股东权益</b>	13941	16434	17396	19460

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6578	8827	9699	11433
营业成本	5177	7239	7591	8750
营业税金及附加	31	49	49	58
营业费用	178	238	262	309
管理费用	383	512	548	629
研发费用	402	538	601	709
财务费用	(15)	28	17	10
资产减值损失	17	(23)	(51)	(20)
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	329	763	1072
营业外收支	18	(8)	(3)	2
<b>利润总额</b>	509	321	760	1074
所得税	39	32	76	107
<b>净利润</b>	470	289	684	967
少数股东损益	50	31	73	103
<b>归属母公司净利润</b>	420	258	611	864
EBITDA	599	431	871	1184
EPS (最新摊薄)	0.57	0.35	0.83	1.17

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.83%	34.19%	9.87%	17.88%
营业利润	-44.26%	-32.91%	131.61%	40.46%
归属母公司净利润	-38.56%	-38.55%	136.59%	41.35%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.30%	18.00%	21.73%	23.47%
净利率	7.15%	3.27%	7.05%	8.45%
ROE	10.86%	6.26%	13.78%	17.47%
ROIC	10.10%	6.73%	13.93%	17.71%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.21%	74.20%	73.40%	72.96%
净负债比率	7.26%	4.96%	5.34%	4.64%
流动比率	1.28	1.23	1.25	1.26
速动比率	1.06	1.01	1.05	1.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.58	0.57	0.62
应收账款周转率	7.20	7.31	6.76	6.93
应付账款周转率	1.94	1.96	1.72	1.82
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.57	0.35	0.83	1.17
每股经营现金	1.11	2.11	1.17	1.50
每股净资产	4.92	5.18	5.61	6.33
<b>估值比率</b>				
P/E	31.18	50.75	21.45	15.17
P/B	3.60	3.42	3.16	2.80
EV/EBITDA	34.58	21.18	10.16	7.11

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	824	1559	863	1107
净利润	470	289	684	967
折旧摊销	108	89	102	108
财务费用	(15)	28	17	10
投资损失	(19)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	1327	1706	12	620
其它	(1048)	(533)	67	(578)
<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	(225)	(233)	(361)
短期借款	(51)	(94)	77	(22)
长期借款	248	0	0	0
其他	837	(131)	(310)	(338)
<b>现金净增加额</b>	1357	1126	456	491

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>