

西子洁能(002534)

报告日期: 2023年04月10日

## 一季度新增订单同比高增, 光热政策驱动熔盐储能订单释放

### ——西子洁能点评报告

#### 投资要点

□ 2023年一季度新增订单同比高增长, 随熔盐储能需求释放业绩将迎反转向上

1) 2022年: 实现营业收入73.4亿元, 同比增长11.6%; 实现归母净利润2.0亿元, 同比下降51.5%。公司推行“传统能源+新能源”的发展战略, 掌握熔盐储能核心技术, 在零碳园区、光伏光热储能一体化等领域取得积极进展, 随熔盐储能等新业务拓展、传统业务迎来复苏, 预计公司未来业绩将反转向上。

2) 订单情况: 2022年公司全年累计新增订单77.8亿元, 同比下降13.9%。随下游需求提振、低端产能出清、新业务拓展, 新增订单迎来边际改善。2023年一季度, 公司实现新增订单17.9亿元, 同比增长47%, 其中清洁能源能源装备、解决方案业务增速较快, 分别同比增长89%、147%。

□ 余热锅炉: 国内规模最大、品种最全余热锅炉龙头, 盈利能力将迎边际改善

公司是我国规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发和制造基地, 被认定为国家级企业技术中心和高新技术企业, 产品的设计水平、制造工艺和市场占有率均位居行业前列。面对激烈市场竞争, 公司凭借规模、研发、差异化等优势, 订单降幅逐步收窄, 在燃机、干熄焦等类型余热锅炉市占率维持领先。钢材价格回落+强化竞争优势, 预计2023年盈利能力有望迎来拐点。

□ 熔盐储能: 光热+火电灵活性改造+零碳园区齐发力, 订单有望实现突破

1) 光伏/风电+光热储能一体化: 光热技术结合熔盐储能系统, 可为风光大基地项目提供储能、调峰功能, 是大基地能源综合利用大势所趋。公司自主研发熔盐储能系统成功应用于青海德令哈50MW塔式熔盐储能光热电站, 其平均发电量达成率为全球同类型电站投运后同期的最高纪录; 公司参股光热发电领先厂商可胜技术8%股权, 光热核心设备(吸热器、换热器等)市占率行业领先。

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25.2%股权, 强化灵活性改造核心设备制造能力、系统集成能力与市场开拓能力。

3) 零碳园区: 根据公司公告及官方公众平台, 首个订单(1.9亿, 绍兴绿电)已正式产汽试运行, 该项目每年可发电6370万kWh, 年供蒸汽84万吨, 年可节约标准煤15.5万吨, 减排二氧化碳约29万吨。随首单示范效应显现, 2023-2024年订单有望实现从1到N。

□ 盈利预测与估值: 2022年业绩符合预期, 期待熔盐储能业务订单释放

预计2023-2025年实现归母净利润3.5/5.1/6.0亿元, 同比变动70%/48%/18%, 对应PE 34/23/19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

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,344	8,494	9,664	11,010
(+/-) (%)	12%	16%	14%	14%
归母净利润	204	346	511	603
(+/-) (%)	-51%	70%	48%	18%
每股收益(元)	0.28	0.47	0.69	0.82
P/E	57	34	23	19

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

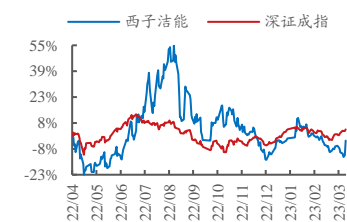
分析师: 张杨  
执业证书号: S1230522050001  
zhangyang01@stocke.com.cn

研究助理: 姬新悦  
18863879909  
jixinyue@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥15.80
总市值(百万元)	11,679.40
总股本(百万股)	739.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《余热锅炉业务利润承压, 期待盈利拐点及熔盐储能订单放量——西子洁能点评报告》 2023.01.29
- 《业绩低于预期; 设立家用储电子公司, 期待熔盐储能订单释放——西子洁能点评报告》 2022.10.27
- 《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》 2022.09.05

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10,885	10,958	12,494	12,855
现金	3,613	3,622	3,341	3,003
交易性金融资产	25	25	25	25
应收账款	1,998	2,470	3,039	3,400
其它应收款	230	200	279	289
预付账款	714	802	983	1,054
存货	1,903	1,782	2,491	2,421
其他	2,402	2,057	2,336	2,664
<b>非流动资产</b>	5,068	6,187	7,544	8,696
金额资产类	13	13	13	13
长期投资	836	1,072	1,282	1,552
固定资产	1,395	1,572	1,764	1,985
无形资产	506	590	703	800
在建工程	405	497	631	679
其他	1,913	2,443	3,150	3,666
<b>资产总计</b>	15,953	17,145	20,038	21,551
<b>流动负债</b>	9,311	10,089	12,370	13,145
短期借款	904	1,156	1,407	1,760
应付款项	5,043	4,864	6,415	6,434
预收账款	8	12	14	15
其他	3,356	4,057	4,533	4,936
<b>非流动负债</b>	2,524	2,524	2,524	2,524
长期借款	628	628	628	628
其他	1,896	1,896	1,896	1,896
<b>负债合计</b>	11,835	12,613	14,894	15,669
少数股东权益	419	486	587	722
归属母公司股东权	3,700	4,046	4,557	5,160
<b>负债和股东权益</b>	15,953	17,145	20,038	21,551

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(108)	929	873	485
净利润	262	413	612	739
折旧摊销	167	104	137	142
财务费用	69	51	64	79
投资损失	(98)	(42)	(48)	(55)
营运资金变动	(569)	463	213	(278)
其它	61	(60)	(104)	(142)
<b>投资活动现金流</b>	(679)	(1,121)	(1,341)	(1,097)
资本支出	(493)	(475)	(578)	(444)
长期投资	(363)	(688)	(811)	(708)
其他	178	42	48	55
<b>筹资活动现金流</b>	594	200	188	273
短期借款	554	252	252	353
长期借款	280	0	0	0
其他	(240)	(51)	(64)	(79)
<b>现金净增加额</b>	(179)	9	(281)	(338)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7,344	8,494	9,664	11,010
营业成本	6,203	7,065	7,950	8,980
营业税金及附加	30	39	43	48
营业费用	163	212	229	268
管理费用	354	442	482	583
研发费用	414	519	576	644
财务费用	(19)	(39)	(26)	(4)
资产减值损失	(68)	60	89	118
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	98	42	48	55
其他经营收益	59	82	88	98
<b>营业利润</b>	258	440	651	786
营业外收支	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	262	440	651	786
所得税	0	26	39	47
<b>净利润</b>	262	413	612	739
少数股东损益	59	68	101	136
<b>归属母公司净利润</b>	204	346	511	603
<b>EBITDA</b>	307	403	609	727
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.28	0.47	0.69	0.82

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>	11.64%	15.66%	13.77%	13.93%
营业收入	(47.50%)	70.57%	48.00%	20.76%
营业利润	(51.50%)	69.60%	47.83%	17.97%
归属母公司净利润				
<b>获利能力</b>	15.53%	16.82%	17.73%	18.43%
毛利率	2.78%	4.07%	5.29%	5.48%
净利率	5.51%	8.55%	11.22%	11.69%
ROE	2.04%	3.74%	5.31%	5.82%
ROIC				
<b>偿债能力</b>	74.18%	73.57%	74.33%	72.71%
资产负债率	287.34%	278.32%	289.57%	266.38%
净负债比率	1.17	1.09	1.01	0.98
流动比率	0.69	0.63	0.54	0.51
速动比率				
<b>营运能力</b>	0.49	0.51	0.52	0.53
总资产周转率	5.01	5.33	5.70	5.33
应收账款周转率	1.85	1.88	1.89	1.87
应付账款周转率				
<b>每股指标(元)</b>	0.28	0.47	0.69	0.82
每股收益	(0.15)	1.26	1.18	0.66
每股经营现金	5.01	5.47	6.16	6.98
每股净资产				
<b>估值比率</b>	57.29	33.78	22.85	19.37
P/E	3.16	2.89	2.56	2.26
P/B	31.94	27.36	18.97	16.84
EV/EBITDA	11.64%	15.66%	13.77%	13.93%

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>