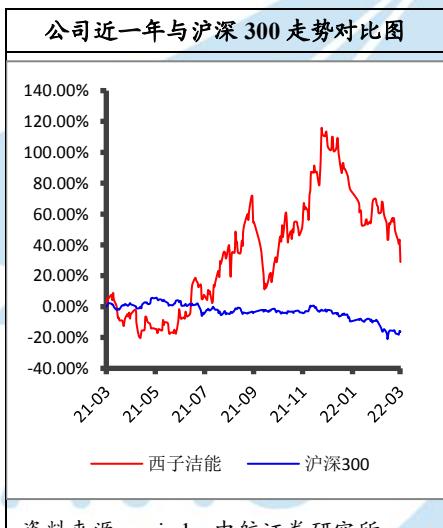


中航证券研究所
 分析师: 邹润芳
 证券执业证书号: S0640521040001
 研究助理: 唐保威
 证券执业证书号: S0640121040023
 分析师: 孙玉浩
 证券执业证书号: S0640522030001
 研究助理: 朱祖跃
 证券执业证书号: S0640121070054

公司投资评级	买入
当前股价	20.08 元

基础数据	
上证指数	3252.20
总股本 (百万)	739.20
流通 A 股 (百万)	725.51
2021 年资产负债率	71.21%
2021 年 ROE(摊薄)	11.55%
PE (TTM)	35.32
PB (LF)	4.24



资料来源: wind, 中航证券研究所

相关报告:
 20210923-中航证券-杭锅股份 (002534.SZ): 余热锅炉龙头、光热储能先驱, 碳中和时代二次成长可期
 20211027-中航证券-杭锅股份 (002534.SZ): 收入增长符合预期, 盈利能力短期承压, 清洁能源业务长期向好
 20211221-中航证券-杭锅股份 (002534.SZ): 可转债发行在即, 募投项目助力公司清洁能源业务布局、加快发展减碳产业

西子洁能 (002534): 收入稳定增长, 盈利承压, 看好公司储能领域发展

行业分类: 机械设备 2022 年 3 月 31 日

■ 营收保持快速增长, 盈利质量有所下降

2022 年 3 月 30 日晚间, 公司发布了《2021 年年度报告》。2021 年全年, 公司实现营业收入 65.78 亿元, 同比+22.83%; 归属母公司股东的净利润 4.2 亿元, 同比-18.47%; 扣非后归属母公司股东的净利润 3.38 亿元, 同比-8.91%; 毛利率为 21.30%, 同比减少 2.04 个百分点; 净利率为 7.15, 同比减少 4.32 个百分点。

公司毛利率、净利率下降主要原因或是由于钢材价格上升带来的成本增加以及公司规模扩张带来的费用增长。

根据中国钢铁业协会, 2021 年钢材综合价格指数一季度到四季度单季度的均值分别为 128.47、149.68、151.80、139.77, Q2-Q4 环比增速分别为 16.51%、1.42%、-7.93%。考虑到公司交付周期 6-12 个月, 假如公司在 Q1 签单、Q2 备货生产、Q3 交付结转, 由于 Q1 的售价已经约定, 则 Q2 钢材成本的上涨就会导致毛利率降低, 使得订单利润下降。然而可以看到 2021Q4 钢材价格已经出现下降态势, 若在 2021Q3 签单、2021Q4 备货生产、2022Q1 交付结转, 则在原材料价格下跌时, 又会带来成本的节约, 使毛利上升。所以拉长周期看, 原材料价格的波动对公司的盈利能力影响是可以熨平的。

此外公司 2021 年期间费用率为 14.41%, 同比增加 1.9 个百分点, 其中管理费用率增加最多。本期末公司员工人数为 2604 人, 比上期末增加了 497 人。员工规模快速增长导致相应费用大幅提高, 本期销售费用、管理费用、研发费用合计同比增加了 2.7 亿元, 三者细分结构中的职工薪酬合计同比增加了 1.4 亿元, 增长贡献占比超过一半。员工规模的提升展现了公司对外积极开拓业务的意向, 新增加的员工有望在适应公司文化和市场环境后持续为公司创造利润。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京东园四区 2 号中航产融大厦 37 层
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562666
 传真: 010-59562666

■ 公司产业链地位稳固，现金流健康

公司期末应收款项合计为 12.25 亿元，同比增加了 2.77 亿元，占营收比例 4%，比例较小；同时公司期末合同负债为 24.26 亿元，同比增加了 7.45 亿元，大于应收款项的增加，合同负债占营收比例约 37%，这或能表明公司对下游有较强的资金占用能力，对下游强势。同时公司期末存货为 17.07 亿元，应付款项为 40.85 亿元，超过存货，表明公司有货物售出但暂未向上游付款，体现了公司对上游资金的占用能力；同时应付款项与存货差值约 24 亿元，超过期末预付款项 7.36 亿元，表明公司对上游总体上是资金占用为主，体现了公司对上游的强势。

公司 2021 年销售商品、提供劳务收到的现金为 51 亿元，占营收比例为 77.53%，比去年提高了 7.29 个百分点；经营活动产生的现金流量净额 8.24 亿元，占净利润的 175%，比去年提高了 36 个百分点。尽管公司盈利能力承压，但是充足的现金流能够为公司提供源源不断的造血能力。

■ 新增订单继续高增，为公司提供业绩保障

公司 2021 年全年新增订单 90.3 亿元，同比+44.71%；期末在手订单 71.42 亿元，同比+30.57%。新增订单中余热锅炉为 36.4 亿元，清洁能源装备为 13.7 亿元，解决方案为 28.6 亿元，备件及服务为 11.6 亿元。考虑到公司的交货周期，2021 年的新增订单为 2022 年提供了充足的业绩保障。

■ 余热龙头、光储先驱，多方位储能布局助力公司长远发展

公司多领域布局新能源时代，目前在新能源的布局已经覆盖光伏、储能、氢能、风能等诸多板块。2021 年 11 月，西子航空零碳工厂正式启用，整合多种新能源和储能技术，为厂区提供电、冷、热、压缩空气等多种能源形式，对于当前建设新能源为主体的新型电力系统，进一步提升电力系统灵活调节能力和安全保障能力，具有积极意义。基于零碳工厂研发及投运的经验，公司正在积极布局基于熔盐储能的零碳产业园开发，多能互补光热发电系统及设备开发等，全面贯彻和落实公司新装备、新能源、新服务的战略方向。

2022 年 3 月，公司签订绿电熔盐储能示范项目合同。该项目是公司多年自主研发的熔盐储能技术的示范应用，将是继西子航空零碳智慧能源工厂后，公司打造的首个绿色零碳产业园项目。看好公司在新能源时代的长远发展。

■ 投资建议

预计公司 22-24 年的归母净利润分别为 8.7 亿元、12.8 亿元、17.5 亿元，对应目前 PE 分别为 19X/13X / 9X，继续重点推荐。

■ 风险提示

宏观经济下行，市场需求下滑；原材料价格出现大幅波动；光热、储能政策变动风险等。

■ 盈利预测

单位/百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5355.67	6578.13	9476.71	13159.43	17710.27
增长率（%）	36.37%	22.83%	44.06%	38.86%	34.58%
归属母公司股东净利润	515.48	420.29	870.76	1280.37	1752.44
增长率（%）	40.79%	-18.47%	107.18%	47.04%	36.87%
每股收益 EPS (元)	0.697	0.569	1.178	1.732	2.371
PE	28.79	35.32	17.05	11.59	8.47

资料来源: wind, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3927.43	5355.67	6578.13	9476.71	13159.43	17710.27
减: 营业成本	3113.54	4105.62	5177.14	7272.97	10024.34	13460.16
营业税金及附加	27.65	25.90	30.89	44.51	61.80	83.18
营业费用	65.73	118.25	177.51	236.92	328.99	442.76
管理费用	185.67	266.63	383.29	521.22	723.77	974.06
研发费用	196.82	304.88	402.08	521.22	723.77	974.06
财务费用	-17.98	-19.88	-14.83	-36.72	-50.99	-68.63
资产减值损失	-21.51	7.32	-9.46	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	72.94	177.00	18.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.04	4.00	4.24	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-218.33	-297.57	-411.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	521.50	712.30	490.98	916.59	1347.75	1844.68
加: 其他非经营损益	-23.62	-19.53	18.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	497.87	692.77	509.36	916.59	1347.75	1844.68
减: 所得税	59.94	78.71	38.99	0.00	0.00	0.00
净利润	437.93	614.06	470.37	916.59	1347.75	1844.68
减: 少数股东损益	71.81	98.58	50.08	45.83	67.39	92.23
归属母公司股东净利润	366.12	515.48	420.29	870.76	1280.37	1752.44
资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1823.51	2437.32	3754.22	6465.96	9205.26	14190.83
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	2280.66	1404.26	2132.34	3054.80	4131.45	5533.13
其他应收款 (合计)	98.06	88.57	106.48	98.06	88.57	106.48
存货	1017.93	927.42	1706.75	1929.73	3082.44	3647.64
其他流动资产	833.50	385.29	83.68	83.68	83.68	83.68
长期股权投资	126.00	441.00	472.29	472.29	472.29	472.29
金融资产投资	181.40	0.00	0.00	181.40	0.00	0.00
投资性房地产	3.71	3.56	1048.44	1048.44	1048.44	1048.44
固定资产和在建工程	1656.91	2038.66	1544.36	1495.61	1446.87	1398.13
无形资产和开发支出	274.54	272.06	434.53	434.53	434.53	434.53
其他非流动资产	324.57	724.33	996.09	927.77	-266.26	-898.11
资产总计	9298.02	10409.27	13940.81	15227.63	20145.49	27049.18
短期借款	0.50	400.39	349.50	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4981.12	5190.75	7026.48	9994.14	13150.12	17609.12
长期借款	30.06	100.00	1312.54	1312.54	1312.54	1312.54
其他负债	801.51	1391.52	1587.94	458.69	458.69	458.69
负债合计	5812.68	6682.27	9926.95	11765.37	14921.36	19380.35
股本	739.27	739.20	739.20	739.20	739.20	739.20
资本公积	706.59	601.51	586.61	586.61	586.61	586.61
留存收益	1806.50	2042.81	2311.57	2903.26	3773.29	4964.09
归属母公司股东权益	3252.35	3383.51	3637.38	4229.07	5099.09	6289.89
少数股东权益	232.98	343.48	376.48	422.31	489.70	581.93
股东权益合计	3485.34	3727.00	4013.86	4651.38	5588.79	6871.82
负债和股东权益合计	9298.02	10409.27	13940.81	16416.76	20510.15	26252.17
现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	905.18	852.48	823.82	3310.85	3048.95	5359.61
投资性现金净流量	278.35	-277.12	-501.47	-0.74	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-338.10	-46.79	1034.80	-598.37	-309.65	-374.04
现金流量净额	846.77	519.54	1356.44	2711.74	2739.30	4985.57

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

孙玉浩，SAC执业证书号：S0640522030001，先进制造组分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户提供。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。