

2022 年 08 月 30 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

西子洁能 (002534)

余热锅炉龙头中报利润符合业绩预告，光热储能先驱 Q2 新单环比大幅抬升

◆ 收入规模持续扩张，盈利能力下滑

2022 年 8 月 29 日晚公司发布了 2022 年半年度报告，根据报告，2022 年 H1 公司实现营业收入 35.11 亿元，同比+25.85%，维持高速增长态势；归母净利润 0.98 亿元，同比-61.43%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比-79.90%；根据公司 2022 年 7 月 15 日披露的业绩预告（归母净利润区间 0.8-1.2 亿、扣非归母净利润 0.44-0.66 亿），公司中报利润均处于预告区间内。公司毛利率 17.50%，同比-7.27pct；净利率 3.64%，同比-6.61pct。公司盈利能力大幅下降主要系原材料涨价影响。2021 年材料价格上涨，高位采购的材料在 2022 年实现交付，对当期毛利影响较大；期间费用率 13.12%，同比-0.86pct，费用管控初显成效。

分业务看，余热锅炉收入 11.92 亿元、同比+25%、收入占比 34%、毛利率 19.27%、同比-8.8pct；清洁能源能源装备收入 4.43 亿元、同比-40.10%、收入占比 13%、毛利率 16%、同比-5.2pct；解决方案收入 13.82 亿元，同比+69%、收入占比 39%、毛利率 14%、同比-4.7pct；备件及服务收入 4.23 亿元、同比+77%、收入占比 12%、毛利率 19%、同比-19pct。

单看 2022Q2，公司营收 21.75 亿元，同比增加 20.49%；归母净利润 0.58 亿元，同比-67.90%；毛利率为 16.75%，同比-6.92pct，环比-1.97pct；净利率为 3.52%，同比增加-7.44pct，环比-0.31pct。

◆ Q2 新增订单环比增长，原材料价格回落有望抬升公司毛利率

受到疫情等宏观因素影响，公司上半年新增订单 38.6 亿元，同比-32%，其中 22Q1 新增订单 12.2 亿元，Q2 新增订单 26.5 亿元，环比+117%。新增订单数量环比大幅增长，或表明公司经营底部反转，逐渐摆脱了疫情等不利因素的影响。截至 2022 年 6 月底，公司在手订单 77.4 亿元，比去年同期微降 0.37%，充足的在手订单有望为公司未来业绩提供充分保障。

与此同时，公司毛利率受到原材料价格上涨影响较大。公司直接材料与外扩件成本合计占公司生产成本的 60%左右，直接材料主要为各种钢板、钢管、型钢等。根据中国钢铁工业协会，国内钢材价格指数自 2020 年以来飞速上涨，2021 年持续高位位置，直到 2022 年初才有明显回落。

投资评级

买入

维持评级

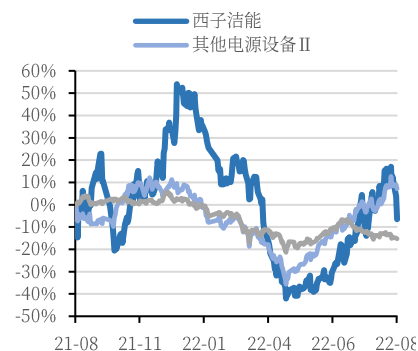
2022 年 08 月 30 日

收盘价(元): 20.10

公司基本数据

总股本(百万股)	739.20
总市值(百万)	14,857.95
流通股本(百万股)	725.29
流通市值(百万)	14,578.34
12 月最高/最低价(元)	35.00/12.24
资产负债率(%)	73.33
每股净资产(元)	4.68
市盈率(TTM)	56.27
市净率(PB)	4.29
净资产收益率(%)	2.73

股价走势图



作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书: S0640521040001
唐保威 研究助理
SAC 执业证书: S0640121040023
联系电话: 18017096787
邮箱: tangbw@avicsec.com

卢正羽 分析师
SAC 执业证书: S0640521060001

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

而公司产品交付周期 3-12 个月，去年订单多在今年交付，故对毛利率影响较大。而今年钢材价格回落，签订的订单，有望在下半年及明年年初交付，彼时公司盈利能力有望回归正常水平。在收入规模持续扩张的情况下，盈利能力提升或将为利润带来更多弹性。

◆ 余热锅炉龙头、光热储能先驱，多方位储能布局助力公司长远发展

公司设有全国余热锅炉行业归口研究所、国家认定企业技术中心，是目前国内规模最大、品种最全的余热锅炉研究、开发、设计和制造基地。公司坚持差异化竞争战略，以余热利用设备、为主导产品，这样既避开了我国三家特大型锅炉企业的正面竞争，又可以在余热锅炉的生产中充分发挥公司的技术和规模优势。

公司推进实施“创新合作战略”，发挥公司在清洁能源发电装备、储能发电装备的技术领先优势，公司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，联营企业包括可胜技术（光热发电）、众能光电（钙钛矿/OPV）、德海艾科（全钒液流电池）、臻泰能源科技（氢燃料电池）等，报告期内，公司收购了兰捷能源科技（上海）有限公司 51% 股权，拥有世界尖端的、浸没式高压电极锅炉技术。此外公司受让了赫普能源环境科技股份有限公司 14% 股权，未来将共同深入参与火电灵活性调峰储能改造多种解决方案。

公司已由单一的产品制造商向节能环保设备和能源利用整体解决方案供应商方向转变，颠覆能源利用方式，公司布局的新能源+储能业务模式已经初步研发完成，即将在储能、调峰等多个场景开展应用。

◆ 投资建议

预计公司 2023、2024 年的归母净利润分别为 6.9 亿元、10.7 亿元，对应目前 PE 分别为 24X /15X，维持买入评级。

◆ 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；锅炉、储能行业政策变动风险等。

◆ 盈利预测

单位/百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5355.67	6578.13	9643.81	13322.69	17924.29
增长率 (%)	36.37%	22.83%	46.60%	38.15%	34.54%
归属母公司股东净利润	515.48	420.29	235.33	690.12	1072.02
增长率 (%)	40.79%	-18.47%	-44.01%	193.26%	55.34%
每股收益 EPS(元)	0.697	0.569	0.318	0.934	1.450
PE	28.82	35.35	63.14	21.53	13.86

资料来源：wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5355.67	6578.13	9643.81	13322.69	17924.29
减：营业成本	4105.62	5177.14	7938.46	10498.30	13913.27
营业税金及附加	25.90	30.89	45.29	62.57	84.18
营业费用	118.25	177.51	241.10	333.07	448.11
管理费用	266.63	383.29	530.41	732.75	985.84
研发费用	304.88	402.08	530.41	732.75	985.84
财务费用	-19.88	-14.83	-37.37	-51.62	-69.45
资产减值损失	7.32	-9.46	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	177.00	18.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.00	4.24	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-297.57	-411.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	712.30	490.98	395.51	1014.88	1576.51
加：其他非经营损益	-19.53	18.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	692.77	509.36	395.51	1014.88	1576.51
减：所得税	78.71	38.99	59.33	152.23	236.48
净利润	614.06	470.37	336.18	862.65	1340.03
减：少数股东损益	98.58	50.08	100.86	172.53	268.01
归属母公司股东净利润	515.48	420.29	235.33	690.12	1072.02
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2437.32	3754.22	6875.50	8970.20	14382.37
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	1404.26	2132.34	3265.66	4087.44	5758.48
其他应收款（合计）	88.57	106.48	98.06	88.57	106.48
存货	927.42	1706.75	2262.48	2986.67	3969.96
其他流动资产	385.29	83.68	83.68	83.68	83.68
长期股权投资	441.00	472.29	472.29	472.29	472.29
金融资产投资	0.00	0.00	181.40	0.00	0.00
投资性房地产	3.56	1048.44	939.09	829.74	720.38
固定资产和在建工程	2038.66	1544.36	1288.83	1033.30	777.77
无形资产和开发支出	272.06	434.53	379.64	324.76	269.88
其他非流动资产	724.33	996.09	224.01	-912.53	-2333.50
资产总计	10409.27	13940.81	16985.08	19368.52	25842.30
短期借款	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
应付和预收款项	5190.75	7026.48	10992.87	12892.18	18613.90
长期借款	100.00	1312.54	1312.54	1312.54	1312.54
其他负债	1391.52	1587.94	458.69	458.69	458.69
负债合计	6682.27	9926.95	12764.10	14663.41	20385.13
股本	739.20	739.20	739.20	739.20	739.20
资本公积	601.51	586.61	586.61	586.61	586.61
留存收益	2042.81	2311.57	2417.83	2729.44	3213.49
归属母公司股东权益	3383.51	3637.38	3743.64	4055.25	4539.30
少数股东权益	343.48	376.48	477.34	649.87	917.87
股东权益合计	3727.00	4013.86	4220.98	4705.11	5457.17
负债和股东权益合计	10409.27	13940.81	16985.08	19368.52	25842.30
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	852.48	823.82	3565.78	2370.55	5813.03
投资性现金净流量	-277.12	-501.47	-0.74	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-46.79	1034.80	-443.77	-275.85	-400.86
现金流量净额	519.54	1356.44	3121.28	2094.70	5412.17

资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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发送或为任何就送发、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。

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。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637