



增持（维持）

所属行业：电力设备/其他电源设备 II
当前价格(元)：11.28

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

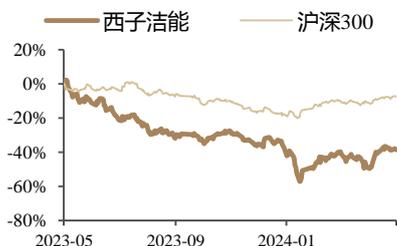
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	20.00	2.17	22.21
相对涨幅(%)	16.20	-0.36	14.43

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《西子洁能(002534.SZ)：三季度盈利同比改善，光热订单批量突破》，2023.11.2

西子洁能(002534.SZ)：计提资产减值拉低23年利润，在手订单充足静待花开

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报和2024年一季报，2023年公司实现营收80.79亿元，同比+10.01%，归母净利润5458.19万元，同比-73.23%。24Q1公司实现营收11.52亿元，同比-25.79%，归母净利润2.58亿元，同比+949.51%，扣非归母净利润1496.8万元，同比+3.43%。
- 研发保持高投入，计提资产减值3.5亿元，影响全年利润表现。**2023年公司毛利率、销售净利率分别达到16.46%、1.43%，较2022年分别同比上升0.93pct、下降2.14pct。23Q4公司实现营业收入24.88亿元，同比+47.04%，实现归母净利润-790.27万元，同比-107.92%。费用方面，2023年公司全年研发费用达4.20亿元，同比+1.36%，销售费用达2.03亿元，同比+24.64%，管理费用达3.53亿元，同比-0.19%；此外，公司全年财务费用为730.25万元，由于利息支出较去年同期增加2126.3万元，致使公司财务费用较去年同期增加2601.6万元。此外公司2023年计提资产减值3.47亿元，一定程度上影响了全年的利润表现。
- 余热锅炉加速发展，清洁能源装备和解决方案业务保持稳定。**分产品来看：
(1)余热锅炉：2023年实现收入33.43亿元，同比+46.69%，占营收比重41.38%，毛利率为15.24%，同比上升0.52pct；公司“新型炉排1100T/D超大容量垃圾焚烧余热锅炉”荣获国内首台套，自此公司连续6年获得国家首台套。
(2)清洁能源装备：23年实现收入7.71亿元，同比-1.99%，毛利率19.72%，同比上升6.50pct。
(3)解决方案：23年实现收入31.21亿元，同比-5.60%，毛利率13.89%，同比上升0.37pct。
- 在手订单充足，转让可胜技术部分股权。**2023年公司实现新增订单68亿元，其中余热锅炉新增订单19.5亿元，清洁能源装备新增订单11亿元，解决方案新增订单32亿元，备件及服务新增订单5.5亿元；截至2023年底，公司实现在手订单65.5亿元，为公司稳步发展提供有力支撑。2024年一季度，公司实现新增订单13.4亿元，其中余热锅炉新增订单3.5亿元，清洁能源装备新增订单3.8亿元，解决方案新增订单5.0亿元，备件及服务新增订单1.2亿元；截至2024年3月31日，公司在手订单68.0亿元。2024年3月，公司将持有的可胜技术4.3033%股权转让，交易对价合计为1.83亿元，24Q1公司投资收益大幅增长，从而拉高归母净利润增速。
- 投资建议与估值：**预计随着火电灵活性改造+光热电站+零碳园区的发展，公司订单量有望快速提升，助推业绩实现快速增长，我们预计公司2024年-2026年的收入分别为82.52亿元、88.02亿元、93.97亿元，营收增速分别达到2.1%、6.7%、6.8%，归母净利润分别为3.22亿元、3.63亿元、4.70亿元，净利润增速分别达到490.7%、12.7%、29.3%，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**政策不及预期；原材料价格波动风险；技术迭代风险；市场竞争风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	739.21		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	730.82	营业收入(百万元)	7,344	8,079	8,252	8,802	9,397
52 周内股价区间(元):	7.86-18.79	(+/-)YOY(%)	11.6%	10.0%	2.1%	6.7%	6.8%
总市值(百万元):	8,338.23	净利润(百万元)	204	55	322	363	470
总资产(百万元):	15,749.31	(+/-)YOY(%)	-51.5%	-73.2%	490.7%	12.7%	29.3%
每股净资产(元):	5.56	全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.07	0.44	0.49	0.64
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	15.5%	16.5%	16.5%	17.2%	18.1%
		净资产收益率(%)	5.5%	1.4%	7.8%	8.4%	10.2%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.44	0.49	0.64
每股净资产	5.28	5.57	5.86	6.21
每股经营现金流	0.42	-0.35	2.71	-0.69
每股股利	0.10	0.15	0.20	0.29
价值评估(倍)				
P/E	178.43	26.12	23.17	17.92
P/B	2.36	2.05	1.94	1.83
P/S	1.04	1.02	0.96	0.90
EV/EBITDA	15.60	13.13	8.91	8.84
股息率%	0.8%	1.3%	1.7%	2.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.5%	16.5%	17.2%	18.1%
净利润率	1.4%	5.6%	5.9%	7.1%
净资产收益率	1.4%	7.8%	8.4%	10.2%
资产回报率	0.3%	1.9%	1.8%	2.3%
投资回报率	3.9%	4.6%	5.1%	5.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.0%	2.1%	6.7%	6.8%
EBIT 增长率	122.5%	43.7%	27.8%	27.5%
净利润增长率	-73.2%	490.7%	12.7%	29.3%
偿债能力指标				
资产负债率	72.7%	72.7%	74.2%	73.0%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.7
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	82.3	82.3	82.3	82.3
存货周转天数	88.1	88.1	88.1	88.1
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5
固定资产周转率	4.3	4.4	4.1	3.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	55	322	363	470
少数股东损益	61	138	156	201
非现金支出	551	358	252	236
非经营收益	-39	-226	-22	11
营运资金变动	-320	-851	1,252	-1,425
经营活动现金流	308	-258	2,002	-506
资产	-350	-137	-366	-343
投资	-21	-512	-309	-306
其他	12	275	84	90
投资活动现金流	-359	-374	-591	-558
债权募资	44	876	876	876
股权募资	186	0	0	0
其他	-148	-206	-272	-370
融资活动现金流	81	670	604	505
现金净流量	32	37	2,015	-560

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 21 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,079	8,252	8,802	9,397
营业成本	6,750	6,889	7,286	7,696
毛利率%	16.5%	16.5%	17.2%	18.1%
营业税金及附加	44	45	48	51
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	203	182	176	169
营业费用率%	2.5%	2.2%	2.0%	1.8%
管理费用	353	363	370	376
管理费用率%	4.4%	4.4%	4.2%	4.0%
研发费用	420	431	463	497
研发费用率%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%
EBIT	310	445	569	726
财务费用	7	44	77	83
财务费用率%	0.1%	0.5%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-259	-185	-37	-9
投资收益	61	281	88	94
营业利润	142	497	566	743
营业外收支	-13	38	38	38
利润总额	129	536	604	781
EBITDA	519	619	784	953
所得税	13	75	85	109
有效所得税率%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
少数股东损益	61	138	156	201
归属母公司所有者净利润	55	322	363	470

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,841	3,878	5,893	5,333
应收账款及应收票据	2,011	2,084	2,287	2,377
存货	1,399	1,971	1,593	2,171
其它流动资产	3,482	3,755	3,848	4,073
流动资产合计	10,733	11,687	13,621	13,955
长期股权投资	547	403	410	440
固定资产	1,862	1,891	2,143	2,392
在建工程	291	254	230	215
无形资产	508	593	653	702
非流动资产合计	5,220	5,556	6,042	6,512
资产总计	15,953	17,243	19,664	20,468
短期借款	545	1,100	1,654	2,209
应付票据及应付账款	5,346	4,742	6,026	5,470
预收账款	9	0	0	0
其它流动负债	3,396	4,076	3,963	3,987
流动负债合计	9,297	9,917	11,643	11,666
长期借款	427	707	986	1,266
其它长期负债	1,877	1,919	1,960	2,002
非流动负债合计	2,304	2,625	2,947	3,268
负债总计	11,601	12,543	14,590	14,934
实收资本	739	739	739	739
普通股股东权益	3,904	4,114	4,332	4,590
少数股东权益	448	586	742	943
负债和所有者权益合计	15,953	17,243	19,664	20,468

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。