

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

衍生品研究

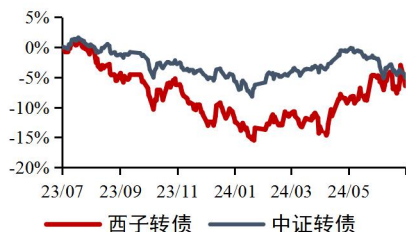
西子转债投资价值分析

双低品种，正股业绩进入拐点右侧

2024年7月18日

衍生品研究/转债分析报告

个券近一年走势



资料来源：最闻

## 相关报告

手机电池份额提升，动力电池逐季减亏中

-冠宇转债投资价值分析 2024.7.2

潜伏光伏产业链的优质标的-福莱转债投资价值分析 2024.6.20

正股小而美的平衡型转债-东亚转债投资价值分析 2024.6.19

## 山证衍生品团队

## 分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxzq.com

## 投资要点：

## 西子转债（127052.SZ）：

AA，债券余额 11.1 亿元，占发行总额 99.99%，剩余期限 3.44 年。最新收盘价 112.02 元，转股溢价率 25.59%，纯债溢价率 5.94%，YTM +0.599%。

## 正股：西子洁能（002534.SZ）：

总市值 74 亿元；我国余热锅炉业领军企业，立足主业，积极转型清洁能源，以熔盐储能为基点，拓展火电灵活性改造、光热发电等新兴业务。当前股价对应 PE TTM 25.7x，PB LF 1.89x。

## 西子转债主要看点：

- 余热锅炉龙头，在手订单充足。Q124 公司在手订单总额 68.0 亿元，为后续业绩提供坚实基础。公司 Q1 新增订单 13.4 亿元，其中余热锅炉 3.5 亿元，清洁环保能源装备 3.8 亿元，解决方案 5.0 亿元，备件及服务 1.2 亿元。公司结合一带一路策略，不断增加海外布点，目前海外订单占比预计已达 15% 左右，成为公司新的增长点。
- 新领域探索或带来惊喜。公司自 2022 年起全方位布局火电灵活性改造与新能源领域。依托新旧能源相结合的业务优势、基于熔盐储能技术积累，公司在光能发电储能、火电灵活性改造、零碳园区等多方面实现突破，承接的青海德令哈 50MW 塔式熔盐储能光热发电等项目达到全球领先水平，为市场订单批量突破奠定坚实基础。
- 钢价回落+甩掉包袱，业绩迎来拐点。公司 2021-23 年营收持续增长，但净利润持续下滑。2021、22 年主要受钢价高企，原材料成本上涨拖累；23 年钢价开始回落，但公司计提资产减值 2.59 亿元、信用减值 0.84 亿元，将存货、长期股权投资、固定资产、商誉、合同资产中的潜在风险进行了审慎评估，形成业绩低点。轻装上阵，公司业绩进入拐点右侧，H124 归母净利润预增 923%至 1195%。即便剔除转让可胜技术股权收益，扣非归母净利润同比增长也可达 216-342%。
- 转债具有吸引力。6 月 26 号下修，目前西子转债是典型双低品种，YTM 为正，同时转债与正股均处估值低位。

## 转债合理估值推导

基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，不考虑下修和强赎，我们认为西子转债合理估值在 125-133 元。

风险提示：政策不及预期、下游需求不及预期、原材料价格波动等



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

