

西子洁能 (002534.SZ)

优于大市

资深余热锅炉装备制造商，打造光热发电设备龙头+核电设备供应商

核心观点

资深余热锅炉装备制造商，进军核能和清洁能源装备制造。西子洁能成立于1955年，前身为中国余热锅炉企业杭州锅炉集团股份有限公司，是国内最早从事余热锅炉研发和制造的企业之一。1998年公司进入核电常规岛设备制造领域，现已成为中广核集团、中核集团合格供应商，并且拥有民用核安全2、3级设备制造许可证，进入核级设备制造领域，2025年8月设立杭州西子核能科技有限公司。上市后，公司加大新能源领域投入，2017年完成国内首套光热发电熔盐系统的研发。

成立核能公司拓展核电装备制造领域。公司2018年获颁“民用核安全设备制造许可证(核2、3级压力容器、储罐、热交换器)”。截至目前，公司先后为全国多座核电站提供186台常规岛压力容器和换热器，435台核2、3级压力容器和储罐，成为中广核集团、中核集团等长期战略合作伙伴。2025年8月，西子洁能设立合资公司杭州西子核能科技有限公司，打造公司核电领域关键技术平台，Wind数据显示西子洁能持股比例为60%，目前，西子洁能加快推进崇贤制造基地核电专用清洁车间建设，该车间规划面积6480平方米，可承接核级压力容器、储罐、换热器等高端产品制造。项目分两期推进，一期预计2025年9月底投入使用。此外，公司积极向三代核电、四代核电及核聚变领域拓展，打造公司未来新的增长点。

光热发电设备制造龙头，光热发电和熔盐储能有望成为业绩增长点。公司我国光热发电领域龙头，在目前光热发电项目中市占率超40%。2021年12月，公司发行11.10亿元可转债，募集资金中10.3亿元用于建设浙江西子新能源有限公司新能源科技制造产业基地，项目建设期2.5年，投产期2.5年。基地建成后形成580台套光热太阳能吸热器、换热器及导热油换热器、锅炉的生产能力。

我国积极推进光热发电发展，市场空间广阔。“积极发展光热发电”已写入《能源法》；《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》指出光热发电规模化利用将成为我国新能源产业新增长点，力争“十四五”期间，全国光热发电每年新增开工规模达到3GW左右，推动“光热+光伏+储能”一体化项目落地。目前光热发电单位千瓦投资约为1.4-1.7万元/kW，预计随着技术发展，建设成本将逐步下降。假设我国未来每年新增3GW光热发电，按照光热发电投资强度1.4万元/kW计算，预计光热发电建设领域市场空间约为420亿元/年，其中熔盐储能约占光热发电系统成本的20%-30%，对应市场空间约为84-126亿元。

熔盐储能是光热发电重要系统，可用于火电灵活性改造和工商业储能。熔盐储能是一种基于高温熔盐显热特性的大规模长时储能技术，通过将电能或热能转化为熔盐的热能储存，实现能源的时空转移。其核心原理是利用熔盐在290-600℃温度区间的高比热容特性，通过冷热双罐循环系统完成能量储存与释放。熔盐储能有能量密度高、储热时间长、规模化成本低等诸多优势，与新能源特性互补性强，具有一定推广潜力。除作为光热发电核心系统外，熔盐储能还可用于火电灵活性改造、工商业储能

公司研究·财报点评

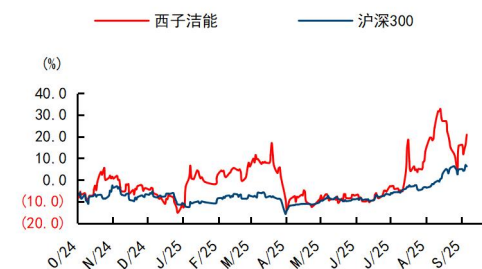
电力设备·其他电源设备 II

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001	证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	19.10 - 20.11 元
收盘价	14.69 元
总市值/流通市值	10800/10635 百万元
52周最高价/最低价	16.50/8.90 元
近3个月日均成交额	240.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

等应用场景。

风险提示：市场竞争风险、原材料涨价风险、订单不及预期、项目投产及产能爬坡不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。综合考虑公司现有业务发展，光热发电和熔盐储能订单增长和核电车间投产等因素，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 71.6/85.8/97.2 亿元，同比增速 11%/20%/13%；归母净利润分别为 4.26/5.91/7.04 亿元，同比增长-3%/39%/19%；2025-2027 年 EPS 分别为 0.58/0.80/0.96 元。综合绝对估值和相对估值结果，我们认为公司股票价值在 19.10-20.11 元之间，较当前股价有 30%-37%的溢价。

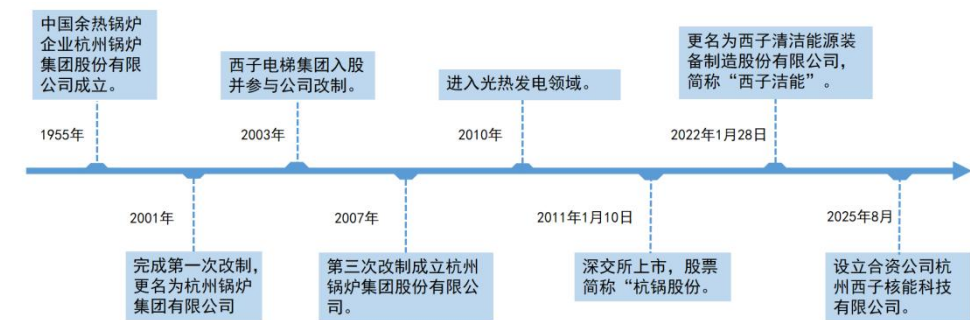
盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,079	6,437	7,162	8,583	9,725
(+/-%)	10.0%	-20.3%	11.3%	19.8%	13.3%
归母净利润(百万元)	55	440	426	591	704
(+/-%)	-73.2%	705.7%	-3.2%	38.7%	19.2%
每股收益(元)	0.07	0.60	0.58	0.80	0.96
EBIT Margin	5.1%	6.7%	6.3%	7.0%	7.6%
净资产收益率(ROE)	1.4%	10.4%	9.5%	14.5%	15.5%
市盈率(PE)	198.9	24.6	25.4	18.3	15.3
EV/EBITDA	38.3	34.7	34.6	30.1	26.7
市净率(PB)	2.78	2.56	2.40	2.64	2.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

西子洁能成立于 1955 年，前身为中国余热锅炉企业杭州锅炉集团股份有限公司，是国内最早从事余热锅炉研发和制造的企业之一。2001 年通过职工持股方式完成第一次改制，更名为杭州锅炉集团有限公司，2003 年西子电梯集团入股并参与公司改制，2007 年第三次改制成立杭州锅炉集团股份有限公司。2011 年 1 月 10 日，公司在深交所上市，股票简称“杭锅股份”，而后于 2022 年更名为西子清洁能源装备制造股份有限公司，简称“西子洁能”。

图1：西子洁能发展历程

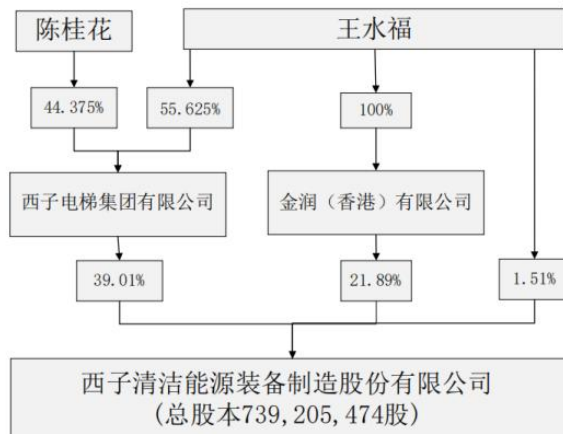


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司从创始时期单一设备制造商逐渐转型为综合解决方案提供商，致力于成为全球的清洁能源装备及解决方案供应商。成立初期，公司专注于余热锅炉的研发制造，出品了国产化首台套 9H 级、9F 级、9E 级、6F 级、6B 级燃机余热锅炉，产品覆盖 GE、SIEMENS 等国际主要燃机供应商的各类主力发电机型；据公司官网介绍，截至 2022 年 4 月累计生产干熄焦余热锅炉 260 余套，市场占有率达 60% 以上，可提供 75t/h~670t/h 各种压力等级的循环流化床锅炉、75t/h~440t/h 的各级多参数煤气锅炉以及石化余热锅炉等设备。1998 年公司进入核电常规岛设备制造领域，现已成为中广核集团、中核集团合格供应商，并且拥有民用核安全 2、3 级设备制造许可证，进入核级设备制造领域，2025 年 8 月设立杭州西子核能科技有限公司。上市后，公司加大新能源领域投入，2017 年完成国内首套光热发电熔盐系统的研发。

实控人为前任董事长王水福先生，新任董事长顺利接棒。截至 2024 年底，公司第一大股东西子电梯集团有限公司持有 39.01% 股权，第二大股东金润（香港）有限公司持有 21.89% 股权，第三大股东杭州市实业投资集团有限公司持股 13.59%。实际控制人为公司前任董事长、公司控股股东及公司第二大股东董事长王水福，直接或间接持有公司 62.41% 股份，由于公司回购股份注销及可转债转股，截至 2025 年 8 月 29 日已被稀释至 60.73%。2025 年 4 月 24 日，公司前董事长王水福先生辞去董事长、董事、法定代表人职务，董事会增补其子王克飞为公司董事；5 月 16 日，公司董事会同意选举王克飞先生担任公司董事长及法定代表人。

图2：截至 2024 年底公司控股股东及实控人持股情况

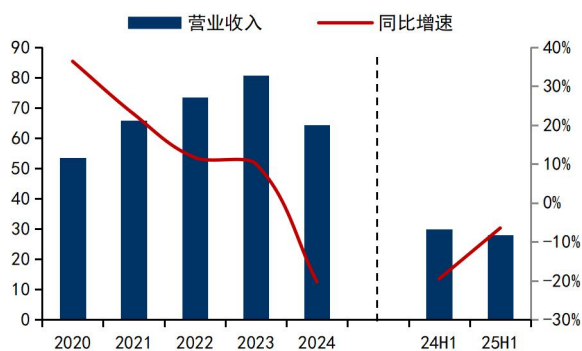


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年营收下降但多重因素导致归母净利润明显提升。2024 年公司实现营业收入 64.37 亿元，同比下降 20.33%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比大幅增加 705.74%，主要受益于订单质量改善、费用管控加强费用率水平下降、资产减值计提减少、投资收益增加等因素影响。其中，公司处置可胜公司股权取得收益等因素导致投资收益同比增加 2.51 亿元；上年因长期股权投资减值、商誉减值、合同资产减值等损失导致资产减值大幅增长，2024 年资产减值损失同比减少 2.11 亿元。

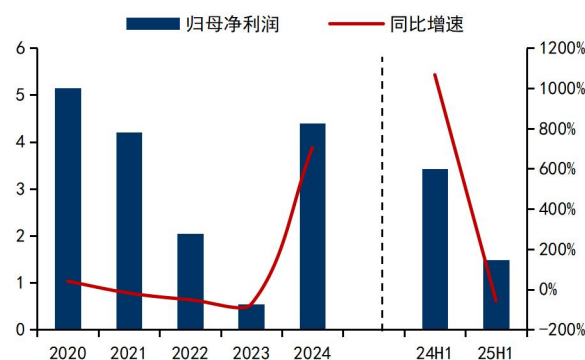
2025 年上半年营业收入小幅下降，归母净利润主要因投资收益而下降。2025 年上半年，公司实现营业收入 27.94 亿元，主要系项目收入确认时间节点导致余热锅炉营收同比降低所致；实现归母净利润 1.48 亿元，同比下降 56.81%，主要系本期无上期处置可胜公司股权等投资收益导致。

图3：公司营业收入及增速（单位：亿元）



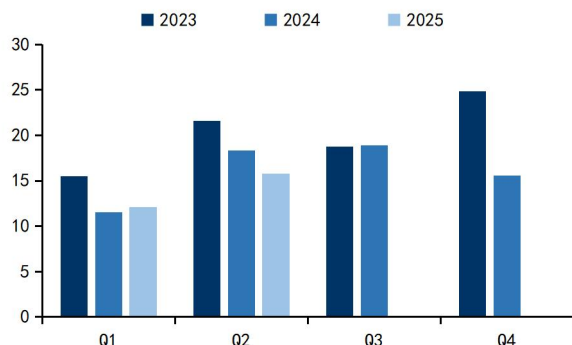
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



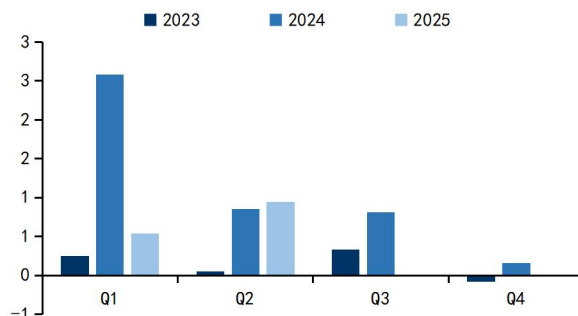
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



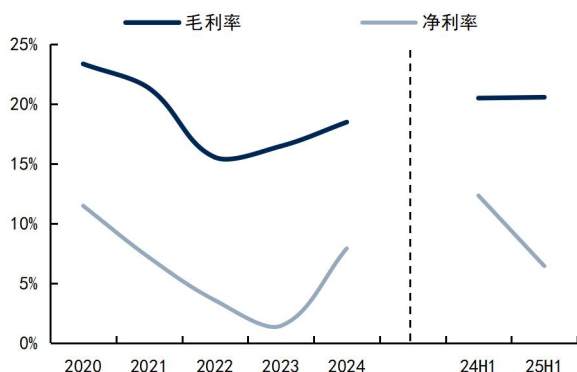
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率随订单结构优化而提升，费用率持续优化。2024 年公司毛利率为 18.47%，同比提高 2.01pct，主要系毛利率水平较高的清洁能源装备营收占比提高所致；净利率为 7.90%，同比大幅提高 6.47pct，主要系投资收益等因素导致净利润明显增长所致。公司销售费用率为 1.37%，同比降低 1.14pct，公司自 2024 年 1 月 1 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 18 号》“关于不属于单项履约义务的保证类质量保证的会计处理”规定，将预提的保证类质量保证费用计入主营业务成本，不再计入“销售费用”；管理费用率 4.68%，同比提高 0.31pct；财务费用率-0.11%，同比降低 0.20pct，主要系利息支出减少，利息收入增加所致；研发费用率 6.09%，同比提高 0.89pct；公司销售期间费用率合计 12.03%，同比降低 0.14pct。

2025 年上半年，公司毛利率为 20.55%，同比略微提高 0.07pct；净利率为 6.43%，同比回落 5.90pct，主要系无上年同期投资收益等因素所致。公司销售费用率为 1.74%，同比降低 0.64pct，主要系上年同期财报尚未将预提的保证类质量保证费用计入主营业务成本所致；管理费用率为 4.96%，同比降低 0.02pct；财务费用率为 0.85，同比提高 0.75pct，主要系银行存款利率水平较上年同期下降导致利息收入减少以及人民币兑美元汇率较年初升值导致汇兑损失增加所致；研发费用率 6.46%，同比降低 0.39pct；公司销售期间费用率合计 14.01%，同比降低 0.30%。

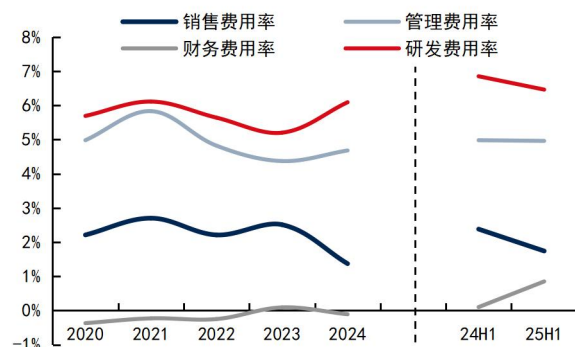
持续保持较高水平研发支出。公司研发费用率多年保持在 6%左右水平，支撑公司产品迭代和进军清洁能源解决方案等新领域。传统能源方向主要推进技术升级，提升传统能源综合利用效率等方面；新能源方面，在光热发电、熔盐储能、碳捕集、氢能综合利用、固态氧化物燃料电池等方面加大研发投入，探索新能源技术创新应用；核电方面，聚焦核岛关键设备的研发生产制造，积极拓展核电设备国际合作，加快向三代核电、四代核电、可控核聚变等领域，核设施的实物保护等方向布局；同时构建新老能源协同发展体系，开发传统能源+新能源复合技术路径，重点推进熔盐储能技术在火电机组灵活性改造中的商业应用，并同步推进煤气炉耦合储热系统、干熄焦余热锅炉整合储热技术等跨领域融合方案。

图7：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

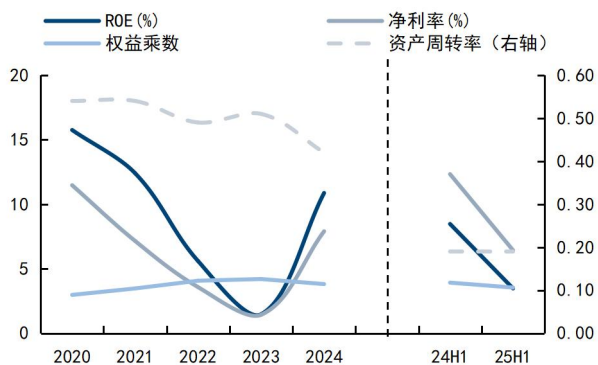
ROE 受净利率影响波动较大，资产周转率和权益乘数下降。2024 年公司 ROE 为 10.87%，同比大幅提高 9.40pct，主要系净利率同比增长所致；资产周转率为 0.42 次，同比下降 0.09 次；权益乘数为 3.81，同比降低 0.39。2025 年上半年公司 ROE 为 3.47%，同比下降 5.00pct，主要系净利率同比下降所致；资产周转率为 0.19 次，同比持平，权益乘数为 3.54，同比下降 0.38。

经营性现金流改善，在手现金比较充足。2024 年公司经营性现金净流入 5.68 亿元，同比增长 84.4%，公司改善销售合同质量，提升公司发货前收款比例，并加强应收账款的催收管理，积极回笼资金，经营现金流明显改善；投资性现金净流出 1.66 亿元，同比减少 53.8%，主要因素包括：1）收到可胜公司、中光新能源公司股权转让款，处置股权投资回笼资金较好，2）投资支出的资金主要包括新能源科技制造产业基地项目支付的工程款，及报告期末存放时间超过三个月以上的定期存款余额 4.7 亿元，3）2023 年支付赫普股权收购款；融资性现金流转为净流出 10.91 亿元，主要系到期归还银行贷款所致。

2025 年上半年，公司经营性现金净流入 1.77 亿元，同比大幅增长 704.5%，公司加强应收款管理，积极回笼货款，并利用多种结算工具加强现金收支平衡管理，经营性现金流明显改善；投资性现金流转为净流出 1.92 亿元，主要系加强现金管理、购买结构性理财产品及大额定期存单，而上年同期收到股权转让款所致；融资性现金净流出 4.03 亿元，同比减少 41.5%，主要系报告期内分红及归还银行贷款所致。截至 2025 年上半年，公司在手货币资金 34.13 亿元，占总资产的比例为 23.2%，在手现金相对充足。

资产负债结构持续下降，偿债能力有所提升。截至 2025 年上半年，公司资产负债率为 34.13%，同比降低 2pct，较年初降低；公司速动比率为 1.11，同比提高 0.12。2025 年 8 月 28 日，公司股价触发可转债提前赎回条件并实施，9 月 19 日收市后仍未转股的“西子转债”将被强制赎回；Wind 显示，截至 9 月 5 日收盘，“西子转债”债券余额为 4.71 亿，未转股比例 42.47%。随着可转债赎回或转股，公司偿债能力将进一步提升。

图9：公司毛利率、净利率情况



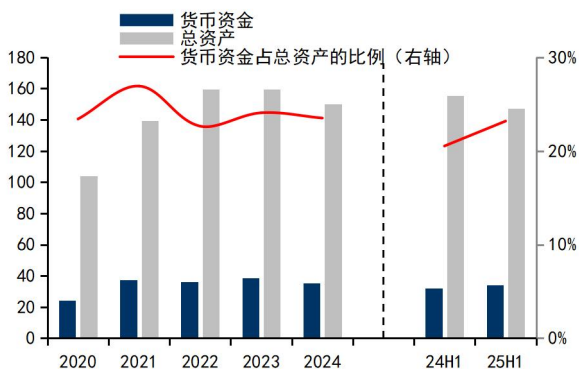
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司费用率情况



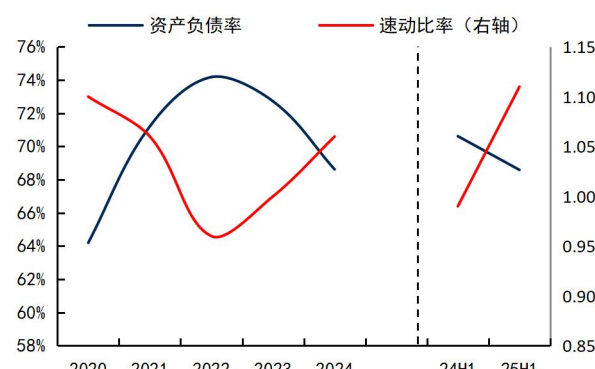
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司在手现金情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司资产负债率及速动比率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

账期约为3-4个月，加强应收账款管理。截至2025年上半年，公司应收票据及应收账款合计17.39亿元，同比减少24.80%，占总资产的百分比为11.82%，同比下降3.07pct。2022-2024年，公司账期在90-110天区间波动。公司目前加强应收账款管理，回款情况有所改善，2025年账期有望缩短。

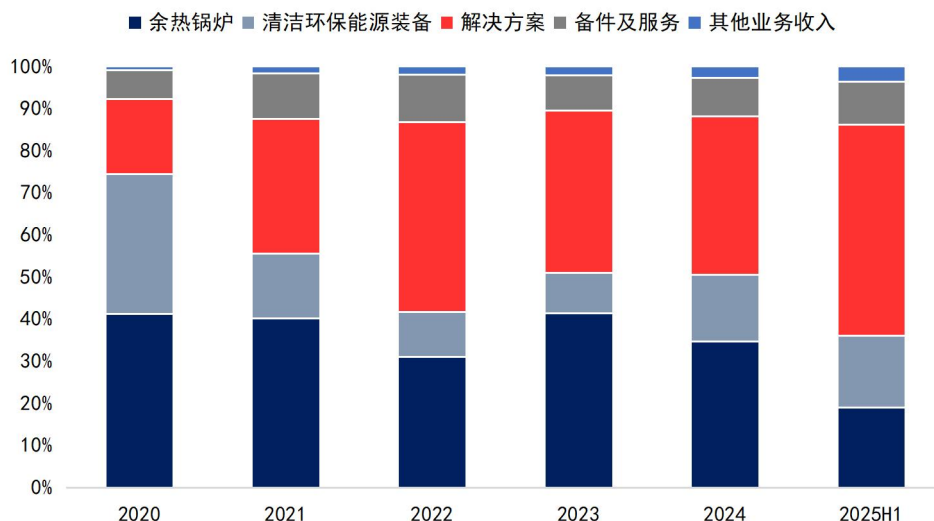
图13：公司应收账款及应收票据和账期情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

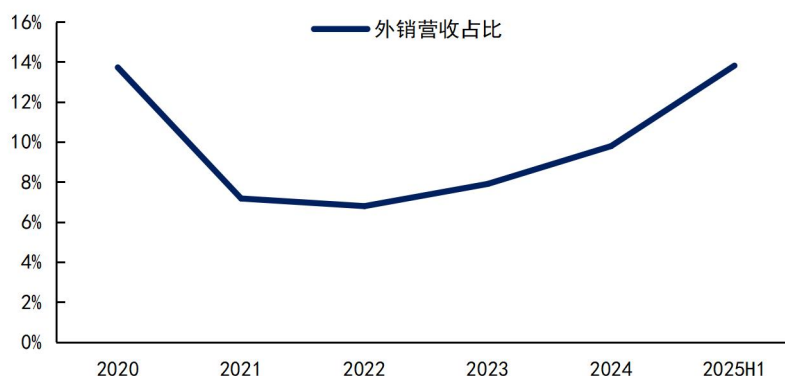
公司主业为装备制造，包括余热锅炉、清洁能源装备、储能设备等，并提供整体解决方案及备件服务。公司主要以“产品直销+工程总承包 EPC”的业务模式，实行订单式生产模式，客户主要包括电力企业、具有节能减排项目需求的工商企业及境内外工程总承包商等。部分产品远销海外多国，2024 年外销营业收入占比达 9.79%，2022 年以来公司外销营收占比持续上升。

图14：公司营业收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15：公司外销营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：西子洁能主要业务及产品

产品分类	产品	具体情况
余热锅炉类	燃机余热锅炉	国产化首台套 9H 级、9F 级、9E 级、6F 级、6B 级余热锅炉，产品覆盖 GE、SIEMENS、MHI、ANSALDO、ALSTOM 等国际主要燃机供应商的各类主力发电机型
	干熄焦余热锅炉	已形成熄焦量 75t/h~260t/h 的全系列、多参数的自然循环和强制循环干熄焦余热锅炉，完成中温中压、次高温次高压、高温高压、高温超高压及双压参数所有炉型的首台套设计制造
	烧结机余热锅炉	
	石化余热锅炉	丙烷脱氢装置余热锅炉
	水泥窑余热锅炉	
其他锅炉	热水锅炉	
	电站锅炉 循环流化床锅炉	提供从 75t/h~670t/h 各种压力等级的循环流化床锅炉，65t/h、130(150)t/h、250t/h 和 480t/h 循环流化床锅炉已出口国外。
	煤粉炉	
其他设备	煤气锅炉	形成 75t/h~440t/h 的各级、多参数的国内最全面煤气锅炉系列产品
	电站辅机	高压加热器、低压加热器、除氧器、冷凝器
锅炉类	垃圾焚烧锅炉	
	生物质锅炉	
	L 型及 D 型天然气锅炉	
清洁能源装备	废水废气废物（包括污泥）锅炉	
	电极锅炉	具有高效率、无污染、无排放、自动控制无人值守的特点，可作为燃煤、燃油、燃气锅炉的有效替代或补充
	熔盐设备	
	熔盐吸热器	
	熔盐换热器	
核电设备	熔盐储罐	
	核电常规岛辅机	承接了阳江核电、台山核电的高压加热器和低压加热器并先后获得了阳江、防城港、方家山、福清等核电项目的多套 STR、SRI 换热设备
	民用核二三级设备	
其他设备	低氮燃烧、SCR\SNCR 设备	
	盾构机	拥有浙江省先进的盾构机整机制造基地，国产化率高达 73%。2008 年首台盾构机“西子号”用于南京和苏州地铁隧道的挖掘工程。目前产品打入国际市场。
	光热	建立研发与工程化平台，西子洁能在光热领域的研究已超过了 10 年。德令哈 10MW 水工质电站已稳定运行 8 年；单塔、熔盐工质改造完成已稳定运行 5 年。德令哈 50MW 熔盐塔式光热电站已稳定运行超过 3 年。
	熔盐储能	通过利用冷盐吸热转化为热盐来储存热量，最终实现热、电、冷的综合能源服务，具有成本低、热容高、品味高、安全性好等优点
	电化学储能	锂离子电池、液流电池系统及解决方案，为电源侧、电网侧、用户侧提供储能、调峰、调频、重要公共设施应急电源等服务。
换热器、压力容器	氢燃料电池	高温固体氧化物燃料电池分布式发电系统
	导热油换热器	
	石化化工换热器	
解决方案	气化炉	容器、热交换器
	海水淡化装置	
	零碳工厂	以光伏、熔盐储能、电化学储能以及氢燃料电池等能源为核心，通过“智慧”大脑对多种新能源和储能技术进行有机整合，提供电、冷、热、压缩空气等动力，打造“零碳工厂”
备件及服务	电厂灵活性改造	
	过热器	
	省煤器	
	技术服务	
	项目改造工程	
	维修维保	

资料来源：中国广核公司公告，国信证券经济研究所整理

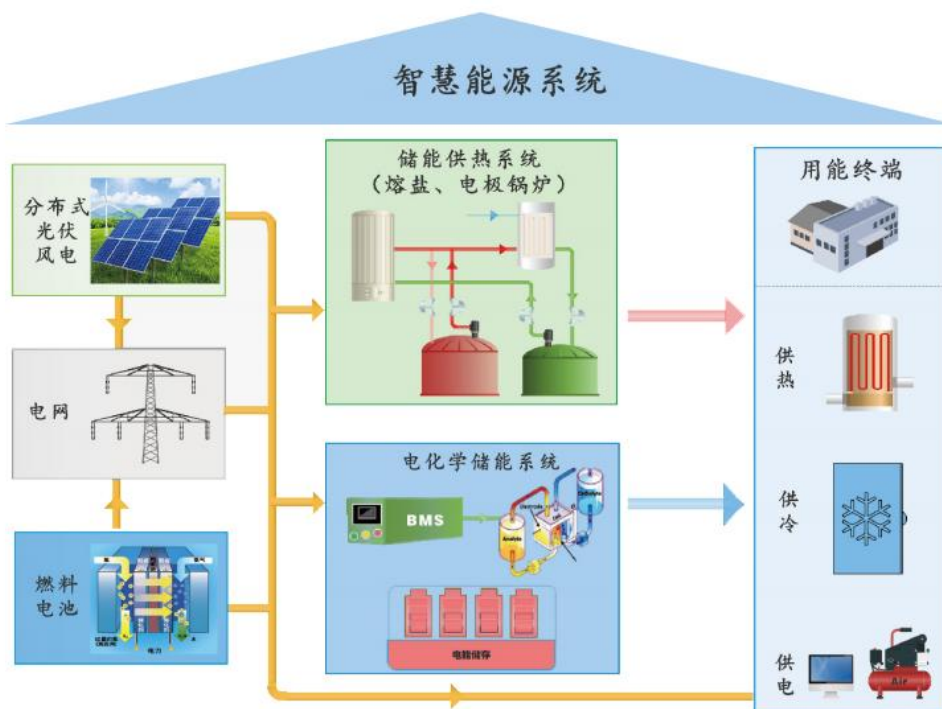
西子洁能依靠多年从事锅炉行业积累的丰富经验，对各类电站锅炉、工业锅炉产品（燃机余热锅炉、干熄焦余热锅炉、CFB、气炉、煤粉炉、垃圾炉等）拥有丰富的改造经验。充分整合各类资源、能够提供灵活的模块化菜单式服务以及含系统技改、可研、检修、安装等内容的成套改造总承包服务。公司运用物联网技术形成智慧能源系统，实现同步动态监测和为客户提供准确的运行指导。

图16: 锅炉设备成套改造



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 智慧能源服务



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

深耕光热发电领域，订单进入批量化阶段。公司从 2010 年开始，致力于光热发电技术包括太阳能吸热器、熔盐储热-蒸汽发生系统等关键热力设备及系统的研究。公司参加了国家首批光热发电示范项目青海中控德令哈 50MW 项目，系我国首座、全球第三座规模化运行的塔式光热储能站，项目已成功运行，三年累计发电量达到 4.39 亿 kWh，此外公司中标了金塔中光 100MW 光热等多个项目的熔盐吸热器、换热器及系统订单，光热订单进入批量化阶段，根据公司管网，截至 2025 年 3

月已为国内 16 座光热电站项目提供技术装备。公司“适用于光电发热领域、以熔盐为传热介质的关键热力装备及系统”被评为 2020 年度浙江省装备制造业重点领域国内首台（套）、2021 年度国家能源领域首台（套）技术装备。

光热发电是指利用大规模阵列镜面收集太阳能热，通过换热装置提供蒸汽推动汽轮机做功的发电技术。光热发电主要由镜场（聚光系统）、储热系统和热电转换系统组成，根据镜场的设计一般可分为槽式、塔式、碟式（盘式）和菲涅尔式四种类型，主要差异在于聚光镜设计和聚光方式。其中碟式光热直接将热能转化为机械能驱动发电机，是温度参数最高、系统效率最高的光热发电形式，但其设计难以适配大型储能，而更适合分布式能源，还需要斯特林发动机进行能量输出，系统成本较高。槽式和塔式光热发电则是目前成熟度最高、规模化潜力最大的光热发电形式，且可适配熔盐储能建设大型发电基地，有望成为光热发电的主流形式。

图18: 槽式光热发电系统



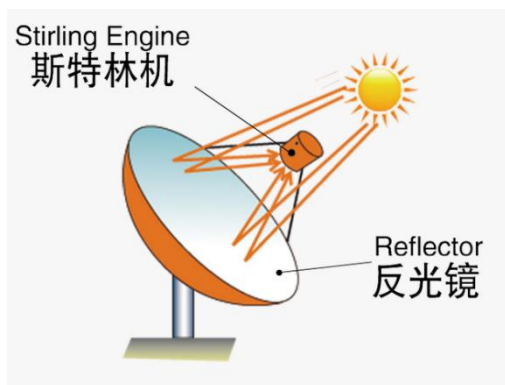
资料来源：央视网《时尚科技秀》、国信证券经济研究所整理

图19: 塔式光热发电系统



资料来源：中新网、国信证券经济研究所整理

图20: 碟式光热发电系统



资料来源：首航高科官网、国信证券经济研究所整理

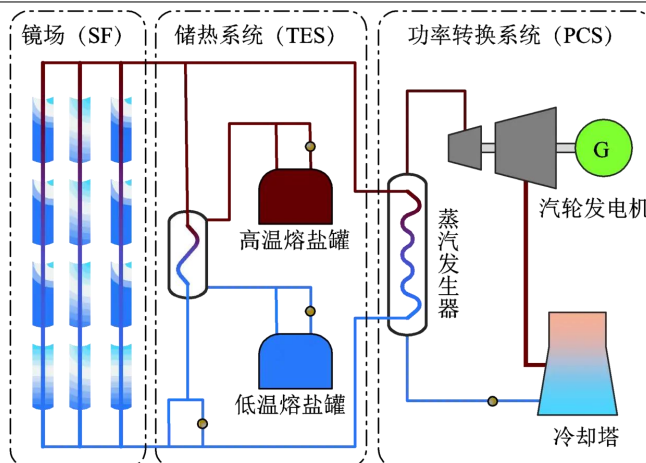
图21: 菲涅尔式光热发电系统



资料来源：索比光伏网、国信证券经济研究所整理

槽式太阳能热发电系统利用槽式抛物面聚光镜将太阳光聚焦到位于焦线处的集热管上，将集热管内保持流动的传热流体（如导热油）加热到约 400℃，高温传热流体通过蒸汽发生系统产生高温高压的蒸汽推动汽轮发电机组发电。

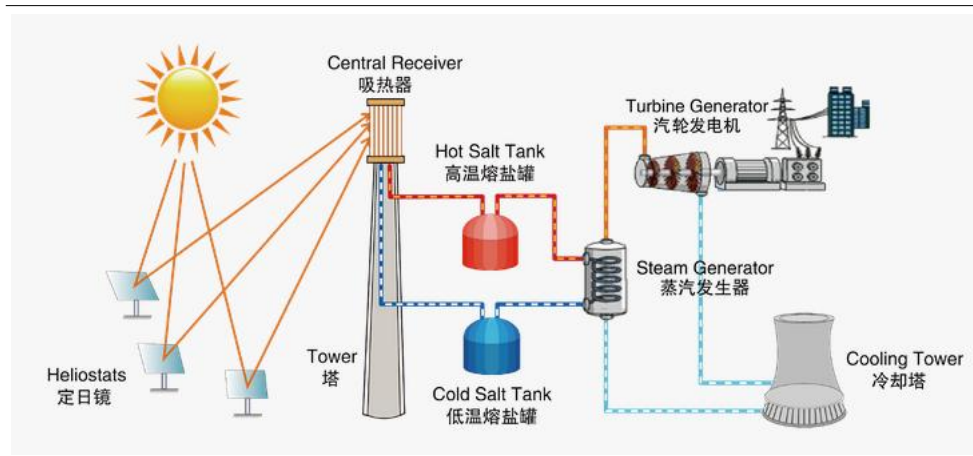
图22: 槽式光热电站基本结构



资料来源: 电气技术杂志社, 国信证券经济研究所整理

塔式太阳能热发电系统为点式聚焦集热系统, 利用大规模自动跟踪太阳的定日镜场阵列, 将太阳光精准反射到吸热器上, 加热吸热器内流动的工质(熔盐)到 500℃ 以上, 将高温的熔盐进行储存, 再通过高温熔盐与水进行热交换, 产生高温高压的蒸汽, 推动汽轮机发电机组发电。

图23: 塔式光热电站基本结构



资料来源: 首航高科官网, 国信证券经济研究所整理

我国积极推进光热发电发展, 市场空间广阔。国务院《2030 年前碳达峰行动方案》明确提出积极发展太阳能光热发电, 推动建立光热发电与光伏发电、风电互补调节的风光热综合可再生能源发电基地; 《“十四五”可再生能源发展规划》提出有序推进长时储热型光热发电发展, 在青海、甘肃、新疆、内蒙古、陕北等资源优质区域, 发挥光热发电储能调节能力和系统支撑能力, 建设长时储热型光热发电项目, 推动光热发电与风电、光伏发电一体化建设运行; “积极发展光热发电”已写入《能源法》; 《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》指出光热发电规模化利用将成为我国新能源产业新增长点, 力争“十四五”期间, 全国光热发电每年新增开工规模达到 3GW 左右, 推动“光热+光伏+储能”一体化项目落地。

目前光热发电单位千瓦投资约为 1.4-1.7 万元/kW, 预计随着技术发展, 建设成本将逐步下降。假设我国未来每年新增 3GW 光热发电, 按照光热发电投资强度 1.4

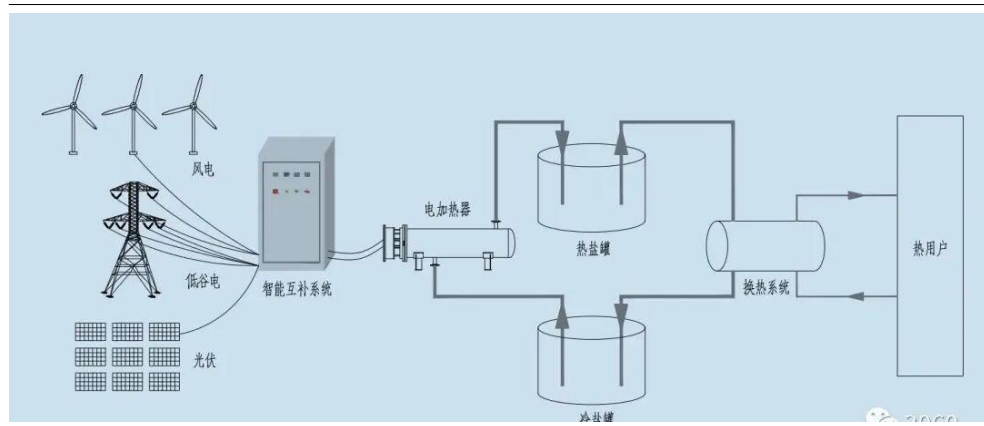
万元/kW 计算，预计光热发电建设领域市场空间约为 420 亿元/年，其中熔盐储能约占光热发电系统成本的 20%-30%，对应市场空间约为 84-126 亿元。

西子洁能是目前我国光热发电领域龙头，市占率超 40%，在光热发电领域具有先发优势。2021 年 12 月，公司发行 11.10 亿元可转债，募集资金中 10.3 亿元用于建设浙江西子新能源有限公司新能源科技制造产业基地，项目建设期 2.5 年，投产期 2.5 年。基地建成后将主要生产太阳能吸热器、光热及储能系统储换热设备、核电辅机、导热油换热器、节能环保有关的余热锅炉等能源管理设备，形成 580 台套光热太阳能吸热器、换热器及导热油换热器、锅炉的生产能力。

熔盐储能是光热发电重要系统，应用场景广泛。熔盐储能是一种基于高温熔盐显热特性的大规模长时储能技术，通过将电能或热能转化为熔盐的热能储存，实现能源的时空转移。其核心原理是利用熔盐在 290-600℃ 温度区间的高比热容特性，通过冷热双罐循环系统完成能量储存与释放。熔盐储能有能量密度高、储热时间长、规模化成本低等诸多优势，与新能源特性互补性强，具有一定推广潜力。除作为光热发电核心系统外，熔盐储能还可用于火电灵活性改造、工商业储能等应用场景。

熔盐储能工作原理可分为储能和释能阶段。**储能阶段：**低谷电或可再生能源驱动电加热器将冷盐罐中的熔盐加热至 565℃（受热分解问题限制最高温度不超过 600℃），高温熔盐存储于热盐罐（储能密度达 350-400 kWh/m³）。**释能阶段：**高温熔盐流经蒸汽发生器，将热能传递给水产生过热蒸汽，驱动汽轮机发电或直接用于工业供热，放热后的熔盐返回冷盐罐循环使用，冷罐熔盐温度也维持在 290℃。

图24：熔盐储能系统示意图



资料来源：中国无机盐工业协会，国信证券经济研究所整理

熔盐储能技术蒸汽系统主要由熔盐材料、熔盐储罐、熔盐泵、电加热器、换热器、除氧器、控制系统和各种水泵以及管道阀门等组成。熔盐储能系统可采用冷热熔盐双罐设计，根据不同的运行模式，通过改变熔融盐的流向，来决定系统是储热还是放热。

熔盐是一种低成本、长寿命、传热储热性能好的高温高通量和低运行压力的介质，在储热中使用的熔盐通常是硝酸盐混合物，如光热电站中使用的熔盐就是硝酸钠和硝酸钾的混合物；熔盐储热材料主要包括碳酸盐、氯化盐、氟化盐和硝酸盐。目前主流熔盐包括二元盐 Solar Salt（60%硝酸钠+40%硝酸钾，熔点 220℃，最高工作温度 600℃）、三元盐 Hitecsalt（53%硝酸钾+40%亚硝酸钠+7%硝酸盐，熔点 142℃，最高工作温度 454℃）和三元盐 HitecXL（45%硝酸钾+48%硝酸钙+7%

硝酸钠，熔点 120°C ，最高工作温度 480°C ）等。

图25: 立式熔盐储罐



资料来源：西子洁能官网，国信证券经济研究所整理

图26: 卧式熔盐储罐



资料来源：西子洁能官网，国信证券经济研究所整理

图27: 熔盐储能蒸发器



资料来源：西子洁能官网，国信证券经济研究所整理

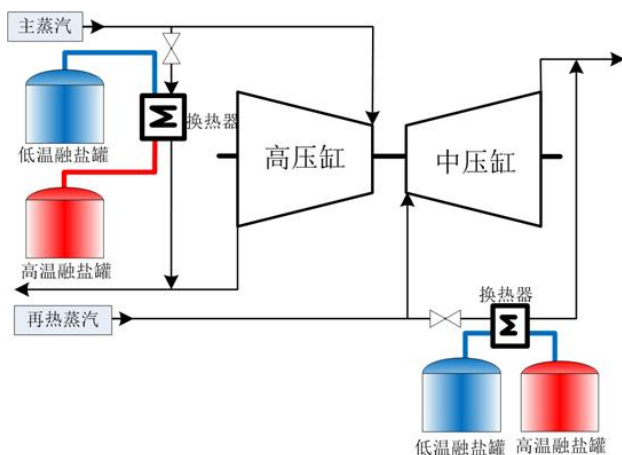
图28: 熔盐储能过热器



资料来源：西子洁能官网，国信证券经济研究所整理

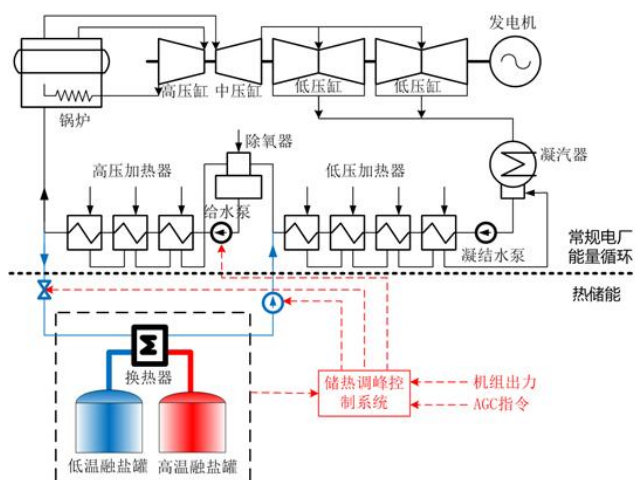
在火电灵活性调峰应用中，可通过高压旁路、再热器出口抽汽，或安装在回热系统高加旁路的方式设置熔盐储能系统。其中，抽汽方式嵌入的熔盐储能可实现火电机组的“热电解耦”和“炉机解耦”，火电深度调峰时，锅炉可保持正常运行负荷，旁路抽汽加热熔盐储存多余热量，使汽机运行在低负荷调峰工况。以 2025 年 8 月 30 日投产的 1000MWh 全国最大“煤电+熔盐”储能项目国家能源集团宿州电厂为例，项目采用“主蒸汽+热再蒸汽+四抽蒸汽”的三路抽汽方案，熔盐工作温度范围为 $190\sim 390^{\circ}\text{C}$ ，在保证最大供热量连续供热 5 小时的情况下，深度调峰的最低发电负荷可降低至 30%；在需要顶尖峰 100%额定发电负荷运行时，由熔盐系统提供的蒸汽可连续供热 4 小时。回热方式则利用调节流经高加（高压加热器）的锅炉给水流量，改变各级高加的抽汽量，从而快速调节汽轮机输出功率；当降负荷时，增加给水流量，更多蒸汽抽入高加，汽轮机出力减少，多余的锅炉给水经过换热器将热能存储到熔盐罐；当增加负荷时，减少流经高加的给水流量，减小汽轮机抽汽，增加汽轮机功率输出，其余的锅炉给水经由熔盐罐加热后送入锅炉，从而满足调峰需求。

图29：熔盐热储能在汽轮机旁路系统的应用示意图



资料来源：张勇，《热储能在火电厂灵活性改造中的应用》，北极星电力网，2019，国信证券经济研究所整理

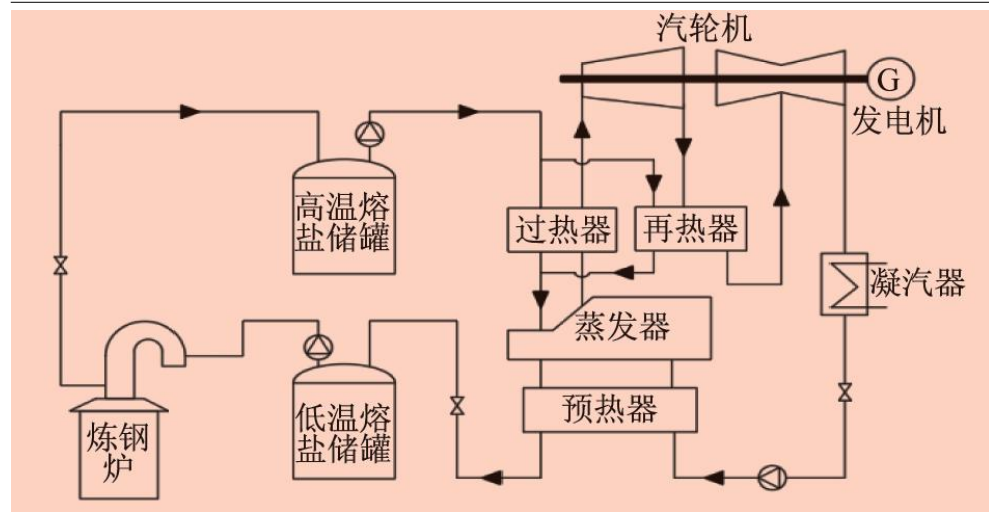
图30：熔盐热储能在火电厂回热系统的应用



资料来源：张勇，《热储能在火电厂灵活性改造中的应用》，北极星电力网，2019，国信证券经济研究所整理

熔盐储能还可应用于工商业储能领域并进行余热回收，密切关联工商业热负荷。对具有热负荷需求的钢铁、化工等行业，熔盐储能一方面可利用谷电发热，降低企业用能成本，另一方面可回收生产过程余热，提高系统能量利用效率。以钢铁炉熔盐余热回收系统为例，炼钢过程中高温烟气与熔盐换热，经加热后的高温熔盐可依次经过过热器、蒸发器和预热器重新成为低温熔盐，过程中可预热反应/保护气体或造渣剂溶液、冷却系统导热油等提升能量利用效率，也可加热水产生高温蒸汽推动汽轮机发电。

图31：钢铁炉熔盐余热回收发电系统原理



资料来源：中国无机盐工业协会，国信证券经济研究所整理

2021年10月，国家发改委、国家能源局发布了《全国煤电机组改造升级实施方案》，要求新建机组全部实现灵活性制造、现役机组灵活性改造应改尽改。2024年12月，国家发改委、国家能源局发布的《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025~2027年）》强调，按照2027年实现存量煤电机组“应改尽改”原则制定灵活性改造推进方案。2021年以来，全国煤电机组累计完成灵活性改造3亿千瓦以上，全国灵活调节煤电规模超过6亿千瓦，到2027年预计还需完成灵活性

改造 2~4 亿千瓦¹。按照 4 亿千瓦火电调峰深度由 50%负荷改造为 30%负荷，按照配储 6 小时计算，采用熔盐储能方式每千瓦火电需要配储 1.2kWh。按照熔盐储能灵活性改造单位造价 300-350 元/kWh，市场渗透率 20%-25%测算，预计到 2027 年市场空间约为 288-420 亿元。

成立核能公司拓展核电装备制造领域。2025 年 8 月，西子洁能设立合资公司杭州西子核能科技有限公司，打造公司核电领域关键技术平台。Wind 数据显示，西子洁能持股比例为 60%，杭州杭州西智聚联科技合伙企业(有限合伙)持股 30%，杭州西子思联科技合伙企业(有限合伙)持股 10%。公司 1998 年与法国 ALSTOM 公司合作进入核电常规岛装备制造领域，在核电常规岛给水加热设备上形成自主核心技术，2008 年独立自主获得某大型核电项目相关订单，2018 年获颁“民用核安全设备制造许可证(核 2、3 级压力容器、储罐、热交换器)”，成为当时浙江省唯一获此资质的大型上市企业。截至目前，公司先后为全国多座核电站提供 186 台常规岛压力容器和换热器，435 台核 2、3 级压力容器和储罐，成为中广核集团、中核集团等长期战略合作伙伴。目前，西子洁能加快推进崇贤制造基地核电专用清洁车间建设，该车间规划面积 6480 平方米，可承接核级压力容器、储罐、换热器等高端产品制造。项目分两期推进，一期预计 2025 年 9 月底投入使用。此外，公司积极向三代核电、四代核电及核聚变领域拓展，打造公司未来新的增长点。

图32：西子洁能民用核安全设备制造许可证



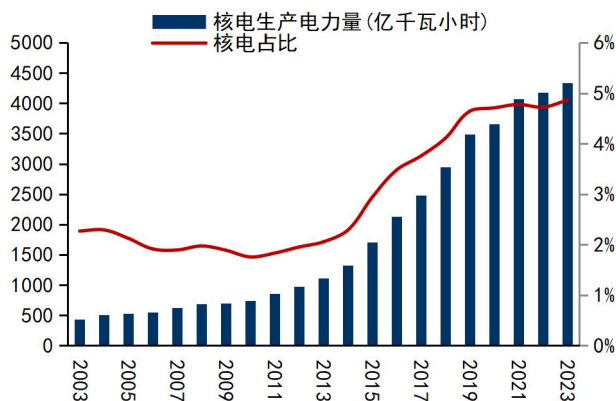
资料来源：西子洁能、中国核电网《民用核安全设备制造许可证》，国信证券经济研究所整理

我国核电行业发展全球领先，核电核准常态化。我国商运核电机组数量达到 58 台，总装机 6100.8 万千瓦，位列全球第三；在建及已核准未开工机组合计 54 台，累计装机容量 6501 万千瓦。但我国核电发电量在全国发电量中的占比较低，2023 年仅占 4.72%，低于世界平均水平。2025 年 4 月 27 日，经国务院常务会议审议，核准 10 台 1200MW 级核电机组，包括中广核台山 3/4 号、防城港 5/6 号；中核三门 5/6 号；国电投海阳 5/6 号；华能霞浦 1/2 号。自 2019 年重启核电核准以来，

¹ 电联新媒《深度 | 如何实现煤电深度调峰的“不可能三角”》

这是我国连续第四年核准 10 台及以上核电机组，累计已核准 54 台核电机组。2024 年防城港 4#、漳州 1#和国和一号示范工程 1#投产，预计 2025 年漳州 2#、惠州 1#和国和一号示范工程 2#投产，2026-2028 年分别有 5/8/6 台机组投产，将迎来密集投产期。

图33：我国历年核电发电量及核电占比



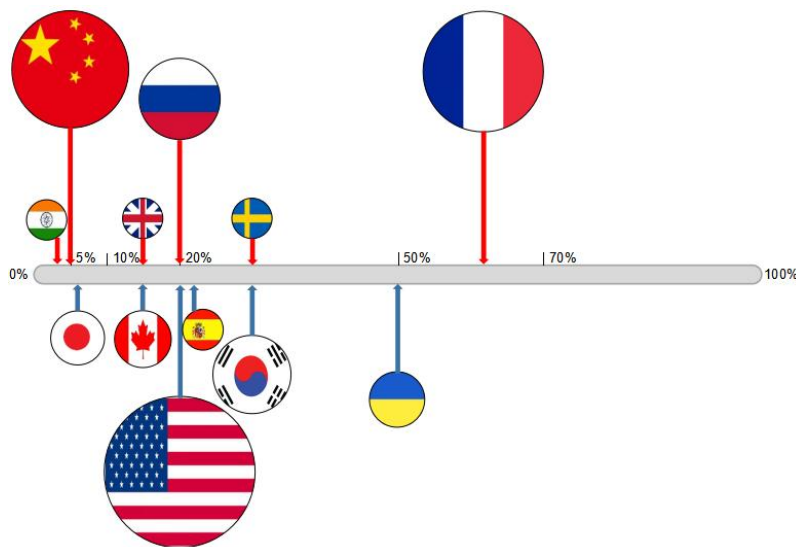
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：我国历年核准核电台数



资料来源：国务院常务会议，国信证券经济研究所整理

图35：全球各国核电装机（面积）和核电发电量在本国电力中的占比



资料来源：IAEA、中国核能行业协会，国信证券经济研究所整理

“三步走行至中场”，四代堆和聚变堆迎来发展。我国在 1983 年 1 月召开的“核能发展技术政策论证会”上首次提出并制定了“热堆-快堆-聚变堆”的核能利用三步走战略，已成为我国核电发展的指导。目前，我国三代热堆核电已经基本成熟，正在推动新型热堆如高温气冷堆、钍基熔盐堆的商业化落地；快堆示范工程已投入运行，2025 年 7 月完成百万千瓦那冷堆对商业堆设计，具备上报审批条件，三步走已行至中场；聚变堆发展提速，BEST 装置计划于 2027 年建成并成为世界首个紧凑型聚变能实验装置，开展氘氘燃烧试验，在 2030 年代启动演示发电，实现商业化可控核聚变的确定性已浮现。

三代核电批量化建设，四代核电及聚变试验堆设备需求有望放量。目前我国已连续四年核准不少于 10 台核电机组，以华龙一号为主流堆型，目前投资强度约为 1.6 万元/kW，对应每年核电建设市场空间约为 1920 亿元，其中核岛设备、常规岛设备价值量约占 1200 亿元。四代核电方面，目前仅石岛湾高温气冷堆投产、江苏徐圩高温气冷堆获核准，暂未形成批量化建设；聚变堆则主要以试验堆和等离子体实验装置设备招标为主，目前 BEST 项目处于建设阶段，CFETR 项目和中国聚变能源有限公司装置，以及能量奇点、星环聚能等公司设备需求，预计聚变装置设备招标需求有望迎来高峰期。

盈利预测

假设前提

公司业务营收主要由订单驱动。分板块看，公司余热锅炉产品订单主要受下游电力、钢铁、化工等行业的需求决定，现阶段我国工业余热资源比较丰富但利用比例较低，余热锅炉在节能改造等方面仍有一定的空间。清洁能源环保装备主要包括光热发电中储能关键部件、核电设备和火电灵活性改造等综合解决方案，其中光热发电和熔盐储能有望在新型电力系统重承担重要作用，订单量有望迎来爆发式增长；我国核电核准常态化，随着公司核电设备基地投产和产能爬坡，有望持续获取核电设备订单；火电灵活性改造存量较大，在电力系统清洁转型过程中持续性较强。备件业务方面，随着公司装备产品销量增长，EPC 解决方案项目数量增加，预计备件订单有望获得稳定增长。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

余热锅炉业务：根据行业发展情况和公司本身业务情况，假设余热锅炉业务 2025-2027 年完成订单量为 23.0/23.5/23.9 亿元，年增长率为 2%；毛利率保持 2024 年 18%水平。

清洁能源环保装备：假设公司现有车间 2025-2027 年新增并完成订单量为 11.4/12.6/13.8 亿元，年增长率为 10%；公司核电和光热发电车间按计划年内投产，假设车间产能在两到三年内完成爬坡，预计 2025-2027 年贡献订单增量为 4/15/23 亿元；2025 毛利率保持 2024 年 23%水平，随着新车间产能利用率提高，2026-2027 年毛利率提升为 24%/25%。

解决方案：假设 2025-2027 年新增并完成订单量为 25.5/26.7/28.1 亿元，年增长率为 5%，毛利率保持 2024 年 12%水平。

备件及服务：假设 2025-2027 年新增并完成订单量为 6.0/6.3/6.6 亿元，毛利率保持 2024 年 26%水平。

表2：公司业务关键假设及测算

	2024	2025E	2026E	2027E
余热锅炉业务				
营业收入（百万元）	22.3	23.0	23.5	23.9
YoY	-33%	3%	2%	2%
毛利率	18%	18%	18%	18%
清洁能源环保装备业务				
营业收入	10.3	15.4	27.6	36.8
YoY	33%	50%	79%	34%
毛利率	23%	23%	24%	25%

解决方案业务

营业收入	24.2	25.5	26.7	28.1
YoY	-23%	5%	5%	5%
毛利率	12%	12%	12%	12%

备件及服务业务

营业收入	5.9	6.0	6.3	6.6
YoY	-12%	5%	5%	5%
毛利率	26%	26%	26%	26%
所得税率	14.5%	15%	15%	15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和测算

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件，综合考虑公司现有业务发展，光热发电和熔盐储能订单增长和核电车间投产等因素，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 71.6/85.8/97.2 亿元，同比增速 11%/20%/13%；归母净利润分别为 4.26/5.91/7.04 亿元，同比增长-3%/39%/19%；2025-2027 年 EPS 分别为 0.58/0.80/0.96 元。

表3：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6437	7162	8583	9725
营业成本	5248	5820	6902	7749
销售费用	88	146	174	198
管理费用	341	370	425	469
财务费用	(7)	(32)	(37)	(42)
投资收益	312	50	100	100
营业利润	589	582	796	943
利润总额	595	580	795	942
归属于母公司净利润	440	426	591	704
EPS	0.60	0.58	0.80	0.96
ROE	10.4%	9.5%	14.5%	15.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

我们的预测模型中，公司未来业绩增长受核电和光热发电设备新增完成订单及受益于影响较大。现将公司 2025 年的归母净利润与核电和光热发电设备新增完成订单量和毛利率做敏感性分析，订单量在原始值 4 亿元的基础上提高 1 亿元，会使归母净利润较原始预测提升 1.8%；毛利率在原始值 23%的基础上提高 1pct，就会使归母净利润较原始预测提升 2.4%。

表4：2025 年归母净利润随核电和光热发电设备新增完成订单及毛利率敏感性分析（百万元）

归母净利润		核电和光热发电设备新增完成订单量（百万元）				
		200	300	400	500	600
毛利率	21%	388.8	394.9	401.1	407.2	413.3
	22%	399.0	405.9	412.7	419.6	426.5
	23%	410.5	418.2	425.9	433.7	441.4
	24%	419.3	427.7	436.1	444.5	452.9
	25%	429.5	438.6	447.8	457.0	466.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：18.89–20.11 元

输入条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定目标权益资本比为 50%，3 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.80，无风险利率采用 10 年期国债到期收益率 2.5%，风险溢价为 7.00%，债务资本成本为 3.5%，计算得出 WACC 值为 6.68%。

FCFF 估值结果：在永续增长率为 1% 的假设条件下，测算出西子洁能对应每股权益价值为 18.89–20.11 元，高于目前股价 29%–37%。

表5：公司盈利预测假设条件（%）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-20.3%	11.3%	19.8%	13.3%
毛利率	18.5%	18.7%	19.6%	20.3%
管理费用/营业收入	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
销售费用/营业收入	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用/营业收入	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
营业税及附加/营业收入	0.74%	0.6%	0.56%	0.56%
所得税税率	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	33.4%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所假设

表6：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.70	T	15.0%
无风险利率	2.50%	Ka	7.40%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.80
公司股价（元）	14.69	Ke	8.11%
发行在外股数（百万）	735	E/(D+E)	80.0%
股票市值(E, 百万元)	10800	D/(D+E)	20.0%
债务总额(D, 百万元)	1848	WACC	7.09%
Kd	3.5%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 19 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		6.9%	7.0%	7.09%	7.2%	7.3%
永续增长率变化	1.3%	21.05	20.62	20.20	19.80	19.41
	1.2%	20.78	20.36	19.95	19.56	19.18
	1.1%	20.52	20.11	19.71	19.33	18.96
	1.0%	20.27	19.87	19.48	19.10	18.74
	0.9%	20.02	19.63	19.25	18.89	18.53
	0.8%	19.79	19.40	19.04	18.68	18.33
	0.7%	19.56	19.19	18.83	18.48	18.14

资料来源：国信证券经济研究所测算

相对法估值：19.10-20.90 元

我们认为能源低碳转型趋势下，核电、光热发电和熔盐储能成长空间广阔。我们选取同为能源装备制造业，可提供余热锅炉、光热发电等设备的东方电气、上海电气、海陆重工作为可比公司，2025-2027 年可比公司对应的 PE 估值均值分别为 41/25/21X。根据我们测算，2026 年公司进入业绩快速增长阶段，预计归母净利润为 5.9 亿元，参考可比公司估值水平，给予公司 2026 年 24-26 倍 PE，对应权益市值 140.4-153.66 亿元，对应 19.10-20.90 元/股合理价值，较目前股价有 30%-42%的溢价空间。

表8：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	
002534.SZ	西子洁能	13.60	108	0.58	0.80	0.94	0.58	19	25	18	16	10.4%	1.63	优于大市
	可比公司													
601727.SH	上海电气	8.10	1,259	0.05	0.09	0.17	0.21	168	92	46	39	1.4%	1.12	无
600875.SH	东方电气	19.38	657	0.94	1.23	1.47	1.61	17	16	13	12	7.7%	0.37	无
002255.SZ	海陆重工	8.32	69	0.45	0.53	0.59	0.66	12	16	14	13	9.8%	0.93	无
	均值								41.1	24.6	21.1			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司取自 Wind 一致预期。

投资建议

综合上述估值，我们认为公司股票价值在 19.10-20.11 元之间，较当前股价有 30%-37%的溢价。我们认为，能源低碳转型趋势下，光热发电和熔盐储能有望快速发展，叠加核电核准常态化，公司新增产线将带来业绩增长。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 19.10-19.36 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，主要系我们认为未来核电行业成长确定性较强。若能源装备制造行业未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2026 年平均动态 PE 作为相对估值的参考；

最终，我们选取能源装备制造业的东方电气、上海电气和海陆重工作为可比公司，可比公司 2025-2027 年对应的 PE 估值均值分别为 41/25/21X，给予公司 2026 年 24-26 倍 PE。可能未充分考虑市场整体变化带来的估值偏高的风险。

盈利预测的风险

在对公司业务的未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断。若未来公司未来订单量或产线新增产量不及预期，或者随着公司产品迭代和市场竞争加剧，公司产品毛利率下降，可能导致业绩降低。

经营及其它风险

1、光热发电和核电的行业风险。若未来光热发电和核电行业发展不及预期，可能导致公司订单减少，业绩下降；

2、上游原材料涨价风险。公司设备制造需要采购相应原材料和基础设备，若上游显著涨价，可能导致营业成本增加，盈利减少；

3、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响公司订单情况，影响公司收入和净利润水平；

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3841	3530	4239	4123	4736	营业收入	8079	6437	7162	8583	9725
应收款项	2167	2083	2134	2558	2898	营业成本	6750	5248	5820	6902	7749
存货净额	1399	1552	1719	2043	2297	营业税金及附加	44	47	40	48	55
其他流动资产	3326	2874	3198	3832	4341	销售费用	203	88	146	174	198
流动资产合计	10733	10038	11290	12556	14272	管理费用	391	341	370	425	469
固定资产	2169	2248	2225	2245	2332	财务费用	7	(7)	(32)	(37)	(42)
无形资产及其他	508	517	543	571	601	投资收益	61	312	50	100	100
投资性房地产	1996	1762	1762	1762	1762	资产减值及公允价值变动	(258)	(47)	100	0	0
长期股权投资	547	448	440	432	424	其他收入	(345)	(394)	(387)	(374)	(452)
资产总计	15953	15013	16260	17566	19390	营业利润	142	589	582	796	943
短期借款及交易性金融负债	1190	232	232	232	232	营业外净收支	(13)	6	(1)	(1)	(1)
应付款项	5346	4770	5283	6280	7058	利润总额	129	595	580	795	942
其他流动负债	2761	2968	3312	3939	4430	所得税费用	13	86	87	119	141
流动负债合计	9297	7970	8827	10451	11720	少数股东损益	61	69	67	85	96
长期借款及应付债券	1475	1546	1616	1651	1686	归属于母公司净利润	55	440	426	591	704
其他长期负债	830	785	785	785	785						
长期负债合计	2304	2331	2401	2436	2471	现金流量表（百万元）					
负债合计	11601	10301	11228	12887	14191	净利润	55	440	426	591	704
少数股东权益	448	492	536	591	654	资产减值准备	190	(211)	116	23	(46)
股东权益	3904	4220	4496	4087	4545	折旧摊销	176	178	188	189	193
负债和股东权益总计	15953	15013	16260	17566	19390	公允价值变动损失	190	(211)	116	23	(46)
						财务费用	7	(7)	(32)	(37)	(42)
关键财务与估值指标						营运资本变动	103	15	314	242	166
每股收益	0.07	0.60	0.58	0.80	0.96	其它	(405)	356	(154)	(105)	(33)
每股红利	0.10	0.20	0.20	1.36	0.34	经营活动现金流	308	568	1005	964	939
每股净资产	5.28	5.74	6.12	5.56	6.18	资本开支	(423)	(210)	(307)	(260)	(264)
ROIC	10.64%	10.29%	12%	16%	19%	其它投资现金流	25	0	0	0	0
ROE	1.40%	10.42%	9.47%	14.45%	15.49%	投资活动现金流	(359)	(166)	(299)	(252)	(256)
毛利率	16%	18%	19%	20%	20%	权益性融资	186	19	0	0	0
EBIT Margin	5%	7%	6%	7%	8%	负债净变化	(201)	33	70	35	35
EBITDA Margin	7%	9%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(74)	(147)	(149)	(1000)	(246)
收入增长	10%	-20%	11%	20%	13%	其它融资现金流	135	(1309)	0	0	0
净利润增长率	-73%	706%	-3%	39%	19%	融资活动现金流	81	(1091)	3	(828)	(70)
资产负债率	76%	72%	72%	77%	77%	现金净变动	227	(311)	710	(116)	613
股息率	0.7%	1.4%	1.4%	9.3%	2.3%	货币资金的期初余额	3613	3841	3530	4239	4123
P/E	198.9	24.6	25.4	18.3	15.3	货币资金的期末余额	3841	3530	4239	4123	4736
P/B	2.8	2.6	2.4	2.6	2.4	企业自由现金流	0	350	577	680	725
EV/EBITDA	38.3	34.7	34.6	30.1	26.7	权益自由现金流	0	(925)	674	747	796

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032