

青达环保 (688501.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

不改行业景气判断,龙头业绩持续释放

业绩简评

- 4月11日晚间公司披露22年年报,22全年实现营收7.6亿元,同比+21.4%;实现扣非归母净利润0.5亿元,同比+17.5%。营收符合我们预期,利润端暂受新设子公司所产生费用拖累。

经营分析

- 公司业绩与新增火电/火电灵活性改造需求密切相关,我们不改行业景气判断。(1)火电保供角度看:“十四五”新增火电需求约为2.8亿千瓦,对应23~25年均新增0.63亿千瓦,相比22年同比+40%(21/22年分别新增0.46/0.45亿千瓦);(2)火电调节角度看:灵活性改造是唯一可释放现存机组容量空间的方案,“十四五”规划2亿千瓦改造目标。由于改造进度需与新能源并网进度匹配,改造需求或存在年份间差异、但总量确定性高;(3)火电亏损顾虑渐远,新增装机/改造意愿度有望提升。当前Q5500市场煤价下探至1000~1100元/吨区间+多数中长协电价锁定20%的上浮比例,火电企业已逐步摆脱度电亏损,相比过去两年,对火电投资信心更足。
- 公司传统业务放量在即,灵活性改造相关业务势头较好。公司传统业务(除渣系统+余热回收系统)22年实现营收合计5.3亿元,同比+13%;全负荷脱硝业务实现营收1.7亿元(同比+37%),其中销量为20台(同比+5台),单价约859万元/台(同比+2.6%),营收占比扩至22.6%(同比+2.6pct)。
- 公司22年利润受管理费用拖累。公司10M22投资设立青达低碳绿氢产业技术研究院(青岛)有限公司,对应报告期内职工薪酬、办公费以及新增办公楼折旧等管理费用大幅提升43.5%,管理费率升至8%(同比+1.2pct)。

盈利预测、估值与评级

- 借新增火电/火电灵活性改造行业东风,公司业绩增长有望提速。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润1.2/1.7/2.3亿元,EPS分别为1.23/1.78/2.45元,对应PE分别为18倍、12倍和9倍,维持“买入”评级。

风险提示

- 火电新建装机规模不及预期、火电灵活性改造进度不及预期风险等。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.87元

相关报告:

1.《火电扩建/改造如火如荼,共推业绩成长-青达环保首次覆盖》,2023.1.5



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	628	762	1,041	1,453	1,912
营业收入增长率	12.62%	21.38%	36.55%	39.65%	31.56%
归母净利润(百万元)	56	59	116	168	232
归母净利润增长率	17.04%	4.82%	98.62%	44.76%	37.86%
摊薄每股收益(元)	0.590	0.619	1.229	1.779	2.453
每股经营性现金流净额	-0.44	0.69	-0.13	-0.67	-0.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.37%	7.32%	12.86%	15.88%	18.16%
P/E	37.13	41.78	17.80	12.29	8.92
P/B	2.74	3.06	2.29	1.95	1.62

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	558	628	762	1,041	1,453	1,912
增长率		12.6%	21.4%	36.5%	39.6%	31.6%
主营业务成本	-382	-428	-505	-685	-948	-1,240
%销售收入	68.6%	68.1%	66.2%	65.8%	65.2%	64.9%
毛利	175	200	257	356	505	672
%销售收入	31.4%	31.9%	33.8%	34.2%	34.8%	35.1%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-7	-10	-13
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-37	-44	-53	-72	-101	-133
%销售收入	6.5%	7.0%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
管理费用	-35	-43	-61	-78	-109	-143
%销售收入	6.3%	6.8%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%
研发费用	-25	-31	-33	-45	-62	-82
%销售收入	4.6%	5.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	74	78	106	154	223	300
%销售收入	13.3%	12.3%	14.0%	14.8%	15.3%	15.7%
财务费用	-13	-11	-11	-14	-21	-32
%销售收入	2.4%	1.8%	1.4%	1.3%	1.5%	1.7%
资产减值损失	-11	-9	-23	-5	-9	-4
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	0	-1	1	1	2	3
%税前利润	n.a	n.a	1.8%	0.7%	1.0%	1.1%
营业利润	57	72	79	145	204	276
营业利润率	10.1%	11.4%	10.4%	13.9%	14.0%	14.4%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	57	71	79	144	203	275
利润率	10.1%	11.3%	10.4%	13.9%	14.0%	14.4%
所得税	-6	-8	-8	-16	-22	-30
所得税率	10.9%	10.6%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	50	64	71	129	181	245
少数股东损益	3	8	12	12	12	13
归属于母公司的净利润	48	56	59	116	168	232
净利率	8.6%	8.9%	7.7%	11.2%	11.6%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	50	64	71	129	181	245
少数股东损益	3	8	12	12	12	13
非现金支出	19	19	38	21	30	31
非经营收益	11	9	5	16	25	37
营运资金变动	-126	-133	-49	-178	-298	-330
经营活动现金净流	-45	-42	65	-12	-63	-17
资本开支	-11	-32	-61	-43	-56	-68
投资	0	-135	49	0	0	0
其他	4	0	3	1	2	3
投资活动现金净流	-7	-167	-8	-42	-54	-65
股权募资	4	223	0	0	0	0
债权募资	101	49	17	111	266	259
其他	-28	-40	-31	-28	-39	-54
筹资活动现金净流	76	232	-15	82	227	205
现金净流量	24	23	42	28	111	123

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	155	231	256	284	394	517
应收款项	435	526	526	716	996	1,311
存货	239	260	391	441	607	794
其他流动资产	105	186	234	264	335	415
流动资产	935	1,203	1,408	1,705	2,333	3,036
%总资产	84.1%	85.1%	83.4%	84.8%	87.3%	88.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	75	95	126	151	185	226
%总资产	6.7%	6.7%	7.5%	7.5%	6.9%	6.6%
无形资产	35	35	49	50	51	52
非流动资产	177	211	279	306	340	382
%总资产	15.9%	14.9%	16.6%	15.2%	12.7%	11.2%
资产总计	1,112	1,414	1,687	2,011	2,673	3,418
短期借款	255	282	298	412	678	937
应付款项	272	238	420	474	656	858
其他流动负债	66	109	131	171	213	262
流动负债	593	628	849	1,057	1,547	2,057
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	15	13	11	15	20
负债	603	644	862	1,068	1,562	2,076
普通股股东权益	502	758	800	904	1,061	1,279
其中：股本	71	95	95	95	95	95
未分配利润	239	290	328	433	589	807
少数股东权益	7	12	26	38	50	63
负债股东权益合计	1,112	1,414	1,687	2,011	2,673	3,418

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.672	0.590	0.619	1.229	1.779	2.453
每股净资产	7.073	8.008	8.449	9.554	11.203	13.505
每股经营现金净流	-0.635	-0.441	0.689	-0.130	-0.665	-0.184
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.120	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	9.51%	7.37%	7.32%	12.86%	15.88%	18.16%
总资产收益率	4.29%	3.95%	3.47%	5.79%	6.30%	6.79%
投入资本收益率	8.63%	6.59%	8.46%	10.09%	11.09%	11.73%
增长率						
主营业务收入增长率	5.36%	12.62%	21.38%	36.55%	39.65%	31.56%
EBIT增长率	4.34%	4.78%	37.21%	44.33%	45.24%	34.74%
净利润增长率	3.08%	17.04%	4.82%	98.62%	44.76%	37.86%
总资产增长率	7.69%	27.07%	19.36%	19.16%	32.95%	27.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	257.5	236.0	205.7	206.0	206.0	206.0
存货周转天数	215.4	213.1	235.6	236.0	236.0	236.0
应付账款周转天数	199.3	184.3	194.7	195.0	195.0	195.0
固定资产周转天数	48.9	45.1	60.2	53.0	45.7	41.5
偿债能力						
净负债/股东权益	19.47%	-3.32%	-5.16%	4.69%	17.98%	25.02%
EBIT利息保障倍数	5.5	7.0	10.1	11.3	10.5	9.3
资产负债率	54.20%	45.53%	51.07%	53.13%	58.44%	60.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-01-05	买入	27.50	34.59~34.59

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402