

2023年04月12日

证券研究报告·2022年年报点评

青达环保 (688501) 环保

当前价: 21.87元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 全负荷脱硝业务高速增长，持续加大研发投入

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 2022 年实现收入 7.6 亿元 (+21.4%), 实现归母净利润 0.59 亿元 (+4.8%), 扣非归母净利润 0.52 亿元 (+17.5%)。
- **行业红利进一步释放, 公司营收稳步增长。** 2022 年公司实现营收 7.6 亿元 (+21.4%), 归母净利润 0.59 亿元 (+4.8%), 扣非归母净利润 0.52 亿元 (+17.5%)。单 Q4 实现营收 4.2 亿元, 同比增加 200%, 环比增加 20.8%; Q4 归母净利润为 0.46 亿元, 同比增加 600%, 环比增加 4.5%。业绩总体稳中向好, 其中营收增幅主要系报告期内主营业务销售收入稳健增长, 特别是全负荷脱硝系统销售收入较上年大幅增长所致, 另外新增脱硫废水零排放系统主营业务收入。公司主要收入来自于电力、热力行业, 采购具有一定的季节性, 项目多集中在第四季度完成验收, 故 Q4 业绩占比较高。此外 2022 年公司政府补助 0.04 亿元 (-69.7%)。
- **灵活性改造稳步落地, 全负荷脱硝业绩持续释放。** 2022 年公司环境保护专用设备制造实现营收 7.57 亿元 (+22.2%), 毛利率为 33.4%。国家“双碳”目标提出后, 风光发电量占比提升的同时火电行业灵活性资源短缺, 未来火电行业在煤电机组改造升级过程中, 将重点统筹煤电节能改造、供热改造及灵活性改造。公司近年来大力发展节能环保技术, 2022 年全负荷脱硝工程实现营收 1.7 亿元 (+36.8%), 预计未来全负荷脱硝工程营收将持续增长。报告期末公司存货 3.9 亿元, 同比增加 50.4%。
- **持续加大研发投入, 核心技术优势明显。** 2022 年公司费用研发投入 0.33 亿元 (+4.5%), 占营收比例为 4.3%。报告期内, 公司新增发明专利申请 24 项, 实用新型专利申请 26 项, 软件著作权申请 4 项。公司始终以市场为导向, 以创新为驱动, 助力碳中和, 打造覆盖固、液、气废领域环保处理。公司将继续加大研发投入, 凭借独有的核心技术, 预计未来公司将持续获得行业红利。
- **盈利预测:** 预计 2023-2025 年归母净利润复合增速为 52.6%, EPS 分别为 1.26 元、1.71 元、2.20 元。
- **风险提示:** 原材料价格上涨、灵活性改造需求不及预期、项目建设不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	762.16	1064.66	1374.26	1669.28
增长率	21.38%	39.69%	29.08%	21.47%
归属母公司净利润 (百万元)	58.58	119.37	162.06	208.23
增长率	4.82%	103.79%	35.76%	28.49%
每股收益 EPS (元)	0.62	1.26	1.71	2.20
净资产收益率 ROE	8.54%	15.02%	17.36%	18.74%
PE	35.35	17.34	12.78	9.94
PB	2.51	2.16	1.84	1.55

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠

执业证号: S1250522100001

电话: 13003109597

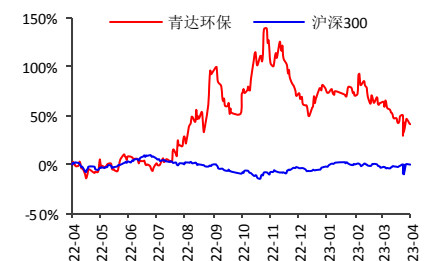
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 刘洋

电话: 18019200867

邮箱: ly21@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: Wind

## 基础数据

总股本(亿股)	0.95
流通 A 股(亿股)	0.62
52 周内股价区间(元)	12.33-38.82
总市值(亿元)	20.78
总资产(亿元)	16.87
每股净资产(元)	8.45

## 相关研究

1. 青达环保 (688501): 业绩稳健提升, 技术投入有所加大 (2022-10-26)
2. 青达环保 (688501): 火电灵活性改造稀缺标的, 开辟第二增长曲线 (2022-09-09)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：炉渣节能环保处理系统，2023-2025 年除渣系统销量为 80、92、100 台，干式除渣系统销售平均价格为 500 万元/台，湿式除渣系统销售平均价格为 570 万元/台。

假设 2：低温烟气余热深度回收系统，依托公司完善的产品结构，产品销量稳步增长，2023-2025 年销量分别为 40、50、60 台，销售单价为 380 万元/台。

假设 3：全负荷脱硝系统，火电灵活性改造需求持续释放，产品销量保持快速增长，2023-2025 年销量分别为 45、65、85 台，平均售价为 900 万元/台。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
炉渣节能环保处理系统	收入	405	425	492	535
	增速	12.0%	4.8%	15.8%	8.9%
	毛利率	36.5%	35%	35%	35%
低温烟气余热深度回收系统	收入	123	152	190	228
	增速	16.3%	24.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	21.7%	22%	22%	22%
全负荷脱硝工程	收入	172	405	585	765
	增速	36.8%	135.8%	44.4%	30.8%
	毛利率	36.7%	37%	37%	38%
其他	收入	61	81	105	138
	增速	74.4%	33%	30%	31%
	毛利率	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	761	1063	1372	1666
	增速	21.2%	39.7%	29.1%	21.5%
	毛利率	33.7%	33.4%	33.7%	34.2%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	762.16	1064.66	1374.26	1669.28	净利润	70.53	143.82	195.25	250.88
营业成本	504.67	708.55	910.92	1097.61	折旧与摊销	12.37	11.14	11.52	12.08
营业税金及附加	4.71	7.64	9.70	11.60	财务费用	10.58	12.16	13.33	13.17
销售费用	52.72	74.53	96.20	116.85	资产减值损失	-12.05	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	61.02	85.17	109.94	133.54	经营营运资本变动	84.52	-321.23	-220.22	-204.41
财务费用	10.58	12.16	13.33	13.17	其他	-100.73	62.61	17.29	19.96
资产减值损失	-12.05	-15.00	-15.00	-15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>65.22</b>	<b>-106.50</b>	<b>2.18</b>	<b>76.68</b>
投资收益	2.17	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	-32.88	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.32	0.32	0.26	其他	24.50	2.50	-1.08	0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-8.38</b>	<b>-57.50</b>	<b>-61.08</b>	<b>-59.94</b>
<b>营业利润</b>	<b>79.28</b>	<b>161.42</b>	<b>218.99</b>	<b>281.26</b>	短期借款	-4.17	251.30	193.42	121.54
其他非经营损益	-0.33	-0.38	-0.41	-0.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>78.95</b>	<b>161.04</b>	<b>218.58</b>	<b>280.88</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.42	17.22	23.33	30.00	支付股利	-17.04	-11.91	-28.31	-36.60
净利润	70.53	143.82	195.25	250.88	其他	6.28	-12.16	-13.33	-13.17
少数股东损益	11.95	24.45	33.19	42.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-14.93</b>	<b>227.23</b>	<b>151.78</b>	<b>71.76</b>
归属母公司股东净利润	58.58	119.37	162.06	208.23	<b>现金流量净额</b>	<b>41.95</b>	<b>63.24</b>	<b>92.88</b>	<b>88.51</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	256.16	319.40	412.28	500.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	530.40	809.02	1033.85	1245.91	销售收入增长率	21.38%	39.69%	29.08%	21.47%
存货	391.30	492.90	645.36	785.47	营业利润增长率	10.30%	103.61%	35.66%	28.44%
其他流动资产	230.15	209.08	247.12	282.23	净利润增长率	10.77%	103.92%	35.76%	28.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.87%	80.70%	32.00%	25.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	125.88	136.64	147.01	156.83	毛利率	33.78%	33.45%	33.72%	34.25%
无形资产和开发支出	34.18	73.03	111.87	150.72	三费率	16.31%	16.14%	15.97%	15.79%
其他非流动资产	119.31	118.57	117.82	117.08	净利率	9.25%	13.51%	14.21%	15.03%
<b>资产总计</b>	<b>1687.39</b>	<b>2158.63</b>	<b>2715.32</b>	<b>3239.02</b>	ROE	8.54%	15.02%	17.36%	18.74%
短期借款	275.79	527.09	720.51	842.05	ROA	4.18%	6.66%	7.19%	7.75%
应付和预收款项	452.70	560.77	728.65	893.13	ROIC	9.13%	13.91%	13.82%	14.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.41%	17.35%	17.74%	18.36%
其他负债	133.25	113.21	141.65	165.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>861.74</b>	<b>1201.07</b>	<b>1590.82</b>	<b>1900.23</b>	总资产周转率	0.49	0.55	0.56	0.56
股本	94.67	94.67	94.67	94.67	固定资产周转率	7.50	8.58	11.19	13.39
资本公积	340.52	340.52	340.52	340.52	应收账款周转率	1.65	1.90	1.71	1.70
留存收益	364.26	471.72	605.47	777.10	存货周转率	1.54	1.60	1.60	1.53
归属母公司股东权益	799.87	907.33	1041.08	1212.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.28%	—	—	—
少数股东权益	25.78	50.23	83.42	126.07	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>825.65</b>	<b>957.57</b>	<b>1124.50</b>	<b>1338.78</b>	资产负债率	51.07%	55.64%	58.59%	58.67%
负债和股东权益合计	1687.39	2158.63	2715.32	3239.02	带息债务/总负债	32.00%	43.89%	45.29%	44.31%
					流动比率	1.66	1.54	1.48	1.49
					速动比率	1.20	1.13	1.07	1.07
					股利支付率	29.09%	9.98%	17.47%	17.58%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.62	1.26	1.71	2.20
					每股净资产	8.72	10.11	11.88	14.14
					每股经营现金	0.69	-1.12	0.02	0.81
					每股股利	0.18	0.13	0.30	0.39
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	102.23	184.72	243.84	306.51					
PE	35.35	17.34	12.78	9.94					
PB	2.51	2.16	1.84	1.55					
PS	2.72	1.94	1.51	1.24					
EV/EBITDA	18.81	11.44	9.08	7.33					
股息率	0.82%	0.58%	1.37%	1.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn