

青达环保 (688501.SH)

全负荷脱硝业务大幅增长，灵活性改造需求持续提升

核心观点:

- **火电灵活性改造需求提升，公司全负荷脱硝业务收入大幅增长。**公司发布 2021 年业绩快报: 全年实现营业收入 6.29 亿元(同比+12.85%)，实现归母净利润 0.56 亿元(同比+17.97%)。公司传统业务保持平稳经营，值得重点关注的是，全负荷脱硝系统实现收入大幅增长，系火电灵活性改造需求不断释放。公司为火电灵活改造稀缺标的，设备技术具备先发优势，我们预期伴随着双碳推进及电力辅助服务市场加速改革，全负荷脱硝业务有望迎来放量期，为公司注入强劲的增长动能。
- **十四五期间火电灵活性改造的投资规模为 55-165 亿元，期待市场空间持续释放。**新能源大规模并网将导致电力系统调峰负担加大，我国当前火电机组调峰能力不足，按照改造投资 30-90 元/kW 测算，测算对应十四五期间市场规模约 55-165 亿元。公司立足炉渣处理及烟气余热利用业务，围绕火电灵活性改造进行布局环保侧(全负荷脱硝)及储能消纳侧(电极锅炉及蓄热罐)，设备技术具备先发优势。
- **电力辅助服务市场化改革加速，市场空间释放可期。**我国电力辅助服务付费机制持续理顺，目前已有部分城市峰谷价差持续拉大，峰谷价差的全国化将为火电企业推动灵活性改造提供基础。此外，伴随“双碳”推进以及能源结构转型，火电灵活性改造的政策力度也将持续提高。从历史来看，政策释放将带动订单爆发，进而催化行情启动，公司作为火电灵活性改造先行者及稀缺标的，有望率先受益。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润为 0.56/0.80/1.12 亿元，对应 PE 为 32.27/22.71/16.16 倍。公司业务具备需求空间大、释放快等优势，给予 2022 年 35 倍 PE，对应 29.45 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产品开发不及预期；政策推进不及预期；技术迭代风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	529	558	629	788	1,068
增长率(%)	-9.8	5.4	12.8	25.3	35.5
EBITDA(百万元)	78	82	81	114	160
归母净利润(百万元)	46	48	56	80	112
增长率(%)	-15.4	3.1	17.4	42.1	40.6
EPS(元/股)	0.65	0.67	0.59	0.84	1.18
市盈率(x)	-	-	32.27	22.71	16.16
ROE(%)	10.2	9.5	6.3	8.3	10.4
EV/EBITDA(x)	0.83	1.21	21.01	16.12	12.88

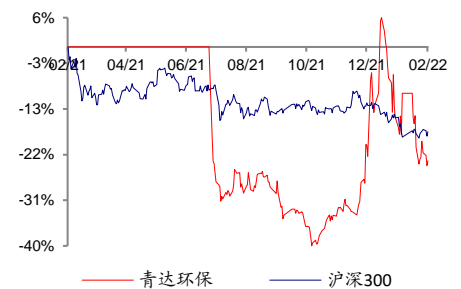
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	19.11 元
合理价值	29.45 元
前次评级	买入
报告日期	2022-02-24

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

分析师:

姜涛



SAC 执证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意, 姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

青达环保(688501.SH):火电灵活性改造先行者, 政策

理顺市场空间释放可期

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	914	935	1,320	1,565	1,966	
货币资金	137	155	390	379	333	
应收及预付	529	424	517	658	906	
存货	212	239	282	366	511	
其他流动资产	35	116	131	162	216	
非流动资产	120	177	236	292	327	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	77	75	131	185	216	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	28	34	36	39	43	
其他长期资产	15	68	68	68	68	
资产总计	1,033	1,112	1,556	1,857	2,293	
流动负债	563	593	652	869	1,188	
短期借款	188	248	275	407	575	
应付及预收	271	269	294	366	491	
其他流动负债	105	75	83	97	121	
非流动负债	15	10	10	10	10	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	15	10	10	10	10	
负债合计	578	603	662	879	1,197	
股本	71	71	95	95	95	
资本公积	164	164	465	465	465	
留存收益	219	267	323	403	515	
归属母公司股东权	454	502	883	963	1,075	
少数股东权益	1	7	10	15	20	
负债和股东权益	1,033	1,112	1,556	1,857	2,293	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	529	558	629	788	1,068	
营业成本	364	382	430	534	718	
营业税金及附加	4	4	5	6	9	
销售费用	39	37	47	55	75	
管理费用	29	35	44	51	69	
研发费用	22	25	31	39	53	
财务费用	11	13	14	18	26	
资产减值损失	0	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
营业利润	54	57	66	94	132	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	54	57	66	94	132	
所得税	7	6	7	10	15	
净利润	48	50	59	84	118	
少数股东损益	1	3	3	4	6	
归属母公司净利润	46	48	56	80	112	
EBITDA	78	82	81	114	160	
EPS (元)	0.65	0.67	0.59	0.84	1.18	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	-28	-45	-36	-56	-138	
净利润	48	50	59	84	118	
折旧摊销	7	8	9	13	16	
营运资金变动	-104	-126	-118	-170	-297	
其它	21	22	14	18	26	
投资活动现金流	-16	-7	-68	-69	-51	
资本支出	-15	-11	-68	-69	-51	
投资变动	0	0	0	0	0	
其他	-1	4	0	0	0	
筹资活动现金流	72	76	338	114	143	
银行借款	225	261	27	131	169	
股权融资	0	4	24	0	0	
其他	-153	-188	288	-18	-26	
现金净增加额	26	24	235	-11	-46	
期初现金余额	60	87	155	390	379	
期末现金余额	87	111	390	379	333	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-9.8%	5.4%	12.8%	25.3%	35.5%
营业利润增长	-13.3%	3.9%	17.2%	42.1%	40.6%
归母净利润增长	-15.4%	3.1%	17.4%	42.1%	40.6%
获利能力					
毛利率	31.2%	31.4%	31.7%	32.2%	32.8%
净利率	9.0%	9.0%	9.4%	10.6%	11.0%
ROE	10.2%	9.5%	6.3%	8.3%	10.4%
ROIC	9.4%	8.6%	5.4%	6.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	55.9%	54.2%	42.5%	47.3%	52.2%
净负债比率	127.0%	118.3%	74.0%	89.9%	109.3%
流动比率	1.62	1.58	2.02	1.80	1.66
速动比率	1.23	1.01	1.42	1.22	1.06
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.50	0.40	0.42	0.47
应收账款周转率	1.25	1.53	1.40	1.38	1.35
存货周转率	2.49	2.33	2.23	2.15	2.09
每股指标 (元)					
每股收益	0.65	0.67	0.59	0.84	1.18
每股经营现金流	-0.40	-0.63	-0.38	-0.59	-1.46
每股净资产	6.40	7.07	9.33	10.17	11.36
估值比率					
P/E	-	-	32.27	22.71	16.16
P/B	-	-	2.05	1.88	1.68
EV/EBITDA	-	-	21.01	16.12	12.88

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。