

青达环保 (688501.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 25.26 元
 目标价格: 30.60 元

火电灵活性改造优势突出，火电投资提速迈向新阶段

投资要点:

➤ **深耕火电节能环保装备，火电提速带来技术产品加速放量。**公司传统业务为湿式炉渣节能环保处理系统，2018年，公司开拓市场进入全负荷脱硝领域和清洁能源消纳领域，是火电节能环保装备龙头。“双碳”目标下，新型电力系统带动火电加速建设保障绿色低碳转型发展，提升节能环保装备需求量，公司技术和产品均有望加速放量，从满足火电机组超低排放标准到锅炉炉渣余热和烟气余热回收降低煤耗，完善灵活性改造市场空间。

➤ **火电灵活性改造高景气，公司全负荷脱硝脱颖而出。**根据发改委提出，存量煤电机组灵活性改造应改尽改，“十四五”期间完成2亿千瓦，推动新能源消纳。截至2022年，公司全负荷脱硝工程业务工程订单量激增，收入大幅增长，占比总营业收入的22.53%，同比增长2.54pct。全负荷脱硝水侧调节技术空间要求、工期投资和系统调节三个特征均优于市场其他技术。公司针对水侧优化专研出三种技术方案：给水旁路、热水再循环和复合热水再循环。

➤ **电力保供压力态势严峻，政策指引火电投资提速。**电规总院预计，2022-2024年国内电力供给态势将愈发紧张，2024年电力供需紧张地区将增至7个，在面临新能源消纳问题时，火电仍是不可或缺分担电力保供压力的电源。2022年9月，国家发改委召开煤炭保供会议，提出2022-2023年火电将新开工1.65亿千瓦，根据国家能源局统计，截至2022年，全国火电企业电源工程完成投资909亿元，同比增长28.4%，投资速度提升，公司其他业务属火电辅机，后续有望迎来招标放量。

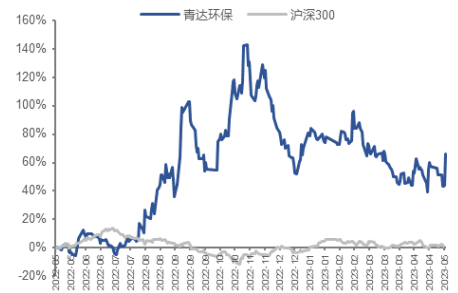
➤ **盈利预测与投资建议：**我们预测2023-2025年公司的营业收入分别为10.04、13.86、18.78亿元，2023-2025年归母净利润分别为1.11、1.72、2.48亿元，对应PE分别为21.46、13.92、9.63倍，结合可比公司情况，给予2023年26倍PE估值，目标价30.60元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**火电投资建设规模不及预期；政策不及预期的风险；收入和经营业绩具有季节性的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	95/62
总市值/流通市值 (百万元)	2391/1558
每股净资产 (元)	8.46
资产负债率 (%)	51.07
一年内最高/最低 (元)	37/14.43

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号: S0210523030001
 邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

研究助理 陈若西
 邮箱: crx30052@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	6.28	7.62	10.04	13.86	18.78
增长率	13%	21%	32%	38%	35%
净利润 (亿元)	0.56	0.59	1.11	1.72	2.48
增长率	17%	5%	90%	54%	45%
EPS (元/股)	0.59	0.62	1.18	1.81	2.62
市盈率 (P/E)	42.79	40.82	21.46	13.92	9.63
市净率 (P/B)	3.2	3.0	2.7	2.2	1.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1：干式炉渣节能环保处理系统更受新建火电厂青睐，需求有望放量。受益于国内火电指标的逐步提升以及固废相关处理政策的推动，其中干式炉渣处理系统能同时实现炉渣余热回收利用，提高锅炉热效率，鳞斗式干渣机属于公司自研新技术，具有竞争优势。我们假设干式炉渣处理系统业务 2023-2025 年产量分别为 55/69/86 台；产销率均为 100%；营收增长率分别为 27.53%/27.36%/27.31%；毛利率分别为 37%/38%/39%。

假设 2：火电灵活性改造高景气，带动公司全负荷脱硝业务。截至 2022 年，公司全负荷脱硝工程业务工程受火电灵活性改造高景气度推动需求放量，订单量和收入保持增长，同比增长 33.33%；我们预计 2023-2025 年公司全负荷脱硝工程整机销量分别为 30/48/77 台，对应营收分别为 2.39/4.09/6.43 亿元；营收增长率分别为 39.46%/70.97%/56.95%；毛利率分别为 39%/40%/41%。

假设 3：火电加速发展有望带动末端废水处理需求增长。公司脱硫废水环保处理系统处于燃煤电厂最末端环节，2022 年公司单独公布其业务收入，考虑其未来火电加速发展末端废水处理需求增长，我们预计 2023-2025 年公司脱硫废水零排放系统整机销量分别为 4/8/12 台，对应营收分别为 0.59/1.23/1.95 亿元；营收增长率分别为 320%/110%/57.5%，毛利率分别为 36%/37%/38%。

我们区别于市场的观点

市场担忧受煤价、能耗等因素影响，煤电建设积极性不足。我们认为：全国推开火电灵活性改造，国家政策导向强有力驱动火电投资提速，强调火电“压舱石”作用，保障新型电力系统下基础电力供应和调峰能力，煤电价值被正确认识。“十四五”期间火电投资呈恢复性增速发展，未来火电厂投资建设规模将稳定增长。

股价上涨的催化因素

国内火电投资增速保持稳定；公司业务订单量增速超预期。

估值和目标价格

我们预测 2023-2025 年公司的营业收入分别为 10.04、13.86、18.78 亿元，2023-2025 年归母净利润分别为 1.11、1.72、2.48 亿元，对应 PE 分别为 21.46、13.92、9.63 倍，结合可比公司情况，给予 2023 年 26 倍 PE 估值，目标价 30.60 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

火电投资建设规模不及预期；政策不及预期的风险；收入和经营业绩具有季节性的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

1	火电灵活性改造如火如荼，火电投资提速带动设备端需求	4
2	布局优质火电灵活性改造路线，全负荷脱硝升级满足深度调峰	7
2.1	全负荷脱硝技术助力火电灵活性提升，业务订单量稳增	7
2.2	脱硝水侧调节技术脱颖而出，干式炉渣处理同步余热利用	9
3	盈利预测与估值	10
4	风险提示	12

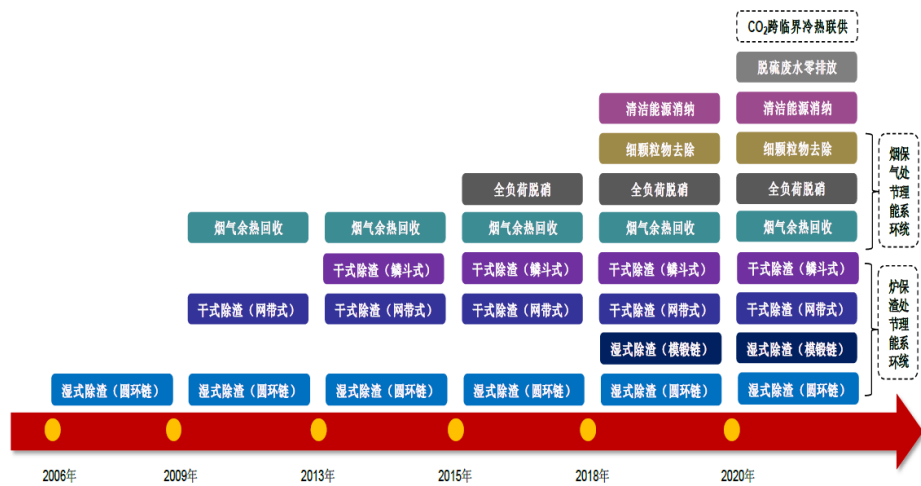
图表目录

图表 1：公司产品演变历程	4
图表 2：公司股权结构（截至 2023 年 Q1）	4
图表 3：公司业务细分领域及产品	5
图表 4：公司 2017-2022 年营业收入情况	5
图表 5：公司 2017-2022 年归母净利润情况	5
图表 6：公司 2017-2022 年毛利率和净利率情况	6
图表 7：公司 2017-2022 年期间费用率情况	6
图表 8：公司 2017-2022 年公司各业务板块细分领域毛利率情况	6
图表 9：SCR 入口烟温分布（290℃为正常运行烟温）	7
图表 10：公司全负荷脱硝水侧优化技术详情	8
图表 11：2018-2022 年公司全负荷脱硝工程产品营业收入及销量情况	8
图表 12：2017-2022 年公司各业务板块细分领域收入情况（单位：百万元）	8
图表 13：水侧优化技术优势对比	9
图表 14：鳞斗式干渣机工艺图	10
图表 15：青达环保收入预测（亿元）	11
图表 16：青达环保可比公司情况	12
图表 17：财务预测摘要	14

1 火电灵活性改造如火如荼，火电投资提速带动设备端需求

青达环保成立于 2006 年，深耕节能环保领域，不断加强技术研发，初期主营产品为湿式炉渣节能环保处理系统，于 2011 年与西安交通大学合作研发低温烟气余热深度回收系统产品并实现销售。2018 年，公司新增全负荷脱硝领域和清洁能源消纳领域业务。截至目前，公司技术和产品包含炉渣节能环保处理系统、烟气节能环保处理系统和清洁能源消纳系统、脱硫废水环保处理系统和零配件。截至 2022 年，公司累计获得发明专利 31 项、实用新型 108 项、外观设计 8 项、软著 12 项，为国内节能环保系统设备龙头企业。

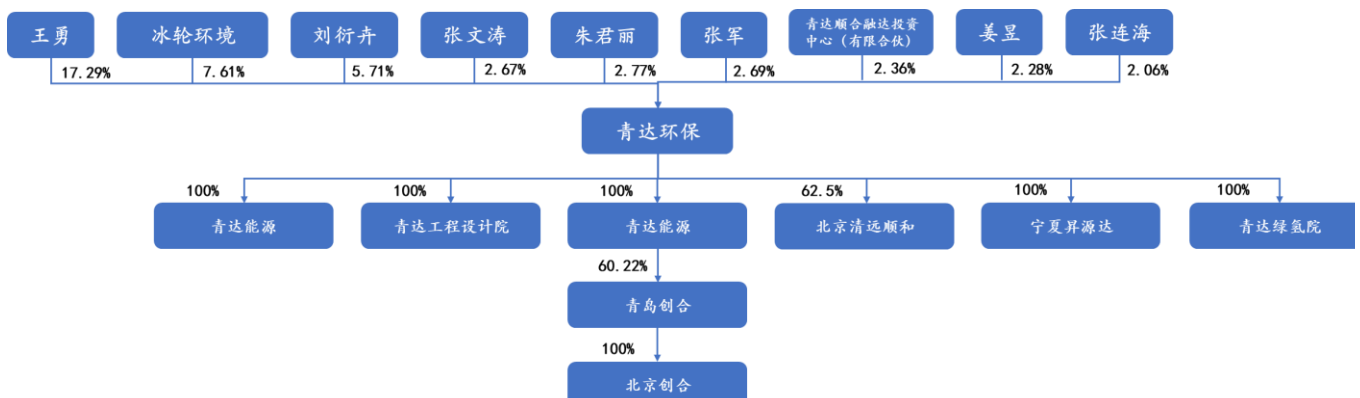
图表 1：公司产品演变历程



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

公司整体股权结构稳定。根据公司公告，截至 2022 年，公司实际控制人为王勇，持股 17.29%。公司 2022 年 10 月，投资设立子公司青达低碳绿氢产业技术研究院（青岛），持股 100%。截至 2023 年第一季度，股东冰轮环境持有公司总股本比例下降到 7.61%，不会导致公司控股股东发生变化，整体股权结构保持稳定。

图表 2：公司股权结构（截至 2023 年 Q1）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

主营四种节能环保产业业务。公司所处行业为节能环保，是国内政策驱动型产业，随着国家“双碳”中长期目标的发布，大量相关政策密集出台，“十四五”时期积极推动节能环保产业，带动绿色经济的发展同时应对环境问题。公司的主营业务主要覆盖煤电机组的节煤降耗改造、环保减排设备的设计、制造和销售，为多领域客户提供炉渣节能环保处理系统、烟气节能环保处理系统、清洁能源消纳系统和脱硫废水环保处理系统。

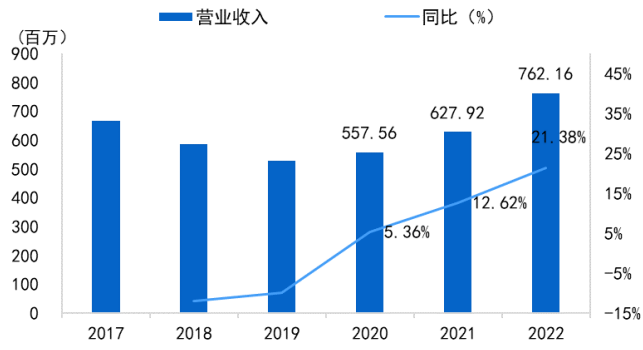
图表 3：公司业务细分领域及产品

主要产品		产品详情	用途介绍	细分行业
炉渣节能环保处理系统	干式炉渣处理系统	鳞斗干渣机、液压破碎关断门、单辊碎渣机、网带输送带	收集、破碎、冷却、输送、存储高温炉渣；高温炉渣余热回收降低锅炉煤耗；脱硫废水再利用和环保处理	炉渣-国内大宗工业固废回收
	湿式炉渣处理系统	刮板捞渣机、刮板输送机、汽化炉捞渣机		
烟气节能环保处理系统	低温烟气余热深度回收系统	低温省煤器	回收烟气余热降低锅炉煤耗、减少脱硫工艺用水，减少烟尘排放（布置在电除尘器前，实现低温静电除尘）	烟气治理-粉尘、SOX、NOX 增效减排
	细颗粒物去除系统	烟气冷凝装置、烟气再热器	细颗粒物去除、有色烟羽及白色烟羽去除、减轻烟卤腐蚀	
	全负荷脱硝系统	水侧优化 1-给水旁路 水侧优化 2-热水再循环（亚临界） 水侧优化 3-复合热水再循环	火力发电机组灵活性调峰、锅炉低负荷脱硝	
清洁能源消纳系统	电极锅炉系统	浸没式高压电极锅炉	火力发电机组灵活性调峰、煤改电、清洁供热、可再生能源消纳	火电灵活性改造-电转热
	蓄热器系统	蓄热罐	火力发电机组灵活性调峰、清洁供热、能源消纳及热能储存	
脱硫废水环保处理系统			废水干燥固化+浓缩减量 燃煤电厂水系统处理末端环节，吨水运行电耗可低至 30kW.h	废水处置排放

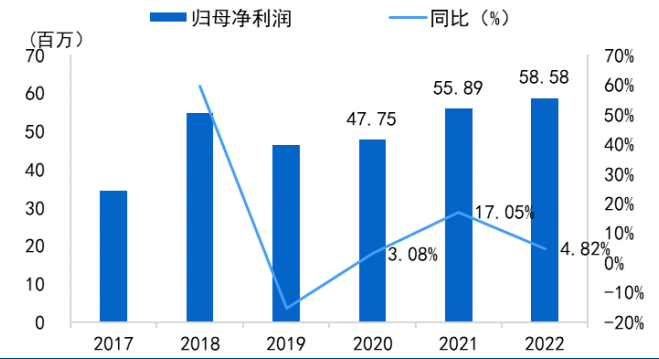
数据来源：公司公告，公司招股书，华福证券研究所

公司营业收入加速增长。截至 2022 年，公司实现营业收入 7.62 亿，同比增长 21.38%，归母净利润 0.59 亿，同比增长 4.82%。公司主营业务稳步发展，受益于国内双碳目标等多重因素推动，全年实现订货额、交货额稳定增长，发展形势稳中向好。

图表 4：公司 2017-2022 年营业收入情况
图表 5：公司 2017-2022 年归母净利润情况



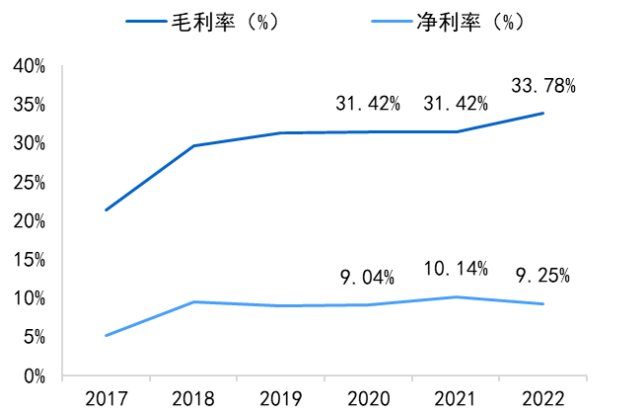
数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

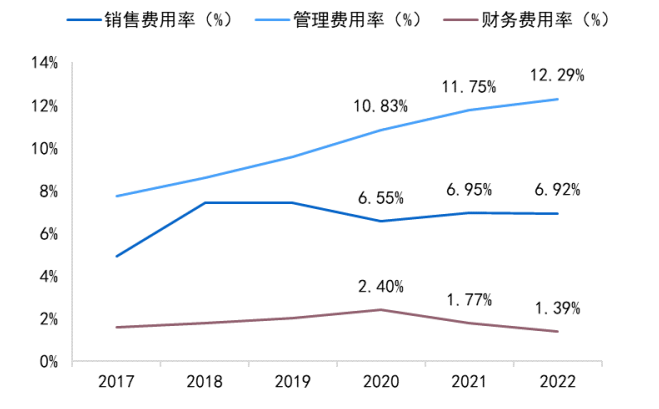
毛利率保持稳定增长，新业务开办增加管理费用。截至2022年，公司毛利率为33.78%，同比增长2.36pct；净利率9.25%，同比下降0.89pct。其中毛利率增长受益于业务结构优化，除低温回收系统毛利率下降，其余业务均实现增长。其中，干式和湿式除渣系统毛利率分别为35.02%和38.44%，同比增长3.25pct和6.12pct。截至2022年，公司管理费用为12.29%，同比增长0.54pct，增长原因主要系新成立子公司发生对应职工薪酬、主要系新成立子公司发生管理费用对应职工薪酬、办公费以及新增办公楼折旧所致。

图表 6：公司 2017-2022 年毛利率和净利率情况



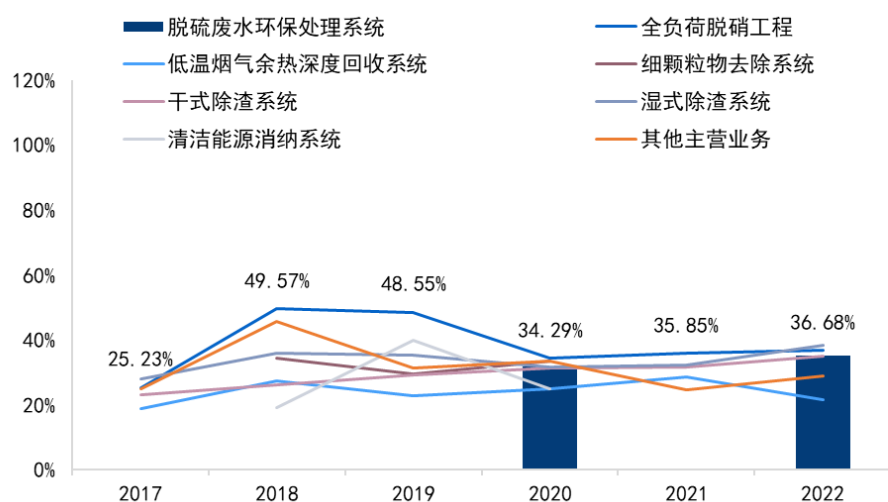
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：公司 2017-2022 年期间费用率情况



数据来源：Wind，华福证券研究所注：管理费用率含研发费用

图表 8：公司 2017-2022 年公司各业务板块细分领域毛利率情况



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

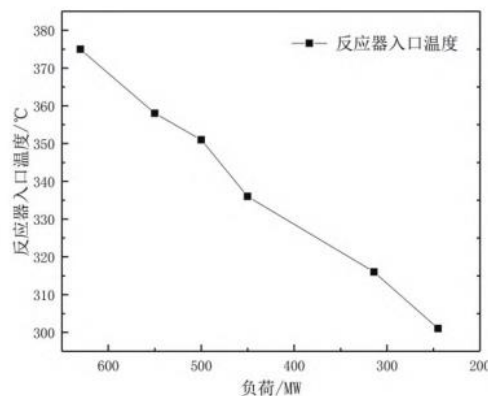
火电投资提速带动辅机业务放量。2023年1月18日，国家能源局发布2022年全国电力工业统计数据，2022年火电完成投资909亿元，同比增长28.4%，火电投资增速明显提速。2022年9月，国家发改委召开煤炭保供会议，提出2022-2023年火电将新开工1.65亿千瓦，未来火电投资将会保持增长。此外，公司其他主营业务属于火电辅机业务：大宗工业固废回收领域的炉渣节能环保处理系统（干式除渣、湿式除渣）；火电灵活性改造-电转热领域的清洁能源消纳系统（电极锅炉、蓄热罐）；电厂废水处置排放的脱硫废水环保处理系统（浓缩减量，干燥固化工艺），后续均有望迎来招标放量。

2 布局优质火电灵活性改造路线，全负荷脱硝升级满足深度调峰

2.1 全负荷脱硝技术助力火电灵活性提升，业务订单量稳增

全负荷脱硝技术确保SCR满足低负荷运行。火电灵活性改造下的燃煤锅炉需要在低负荷下保障脱硝入口的烟温能与催化剂继续反应达到烟气污染物排放标准，目前大部分燃煤发电机组使用SCR（选择性催化还原法）烟气脱硝技术。根据《630MW超临界机组锅炉全负荷脱硝技术路径选型研究》研究，当245MW负荷降低至30%低负荷时，SCR入口烟气温度低于反应温度无法保障NOX排放量达标，因此市场对于脱硝烟温的提升改造需求量增长或将成为必然趋势。公司全负荷脱硝技术通过锅炉省煤器水侧调节技术，减少省煤器内工质从烟气侧的吸热量，确保燃煤锅炉全负荷区间脱硝烟温保持在300℃，提高SCR脱硝系统入口烟温满足正常投运，预计未来全负荷脱硝业务订单量将大幅提升。

图表 9：SCR 入口烟温分布（290℃为正常运行烟温）



数据来源：《630MW超临界机组锅炉全负荷脱硝技术路径选型研究》，华福证券研究所

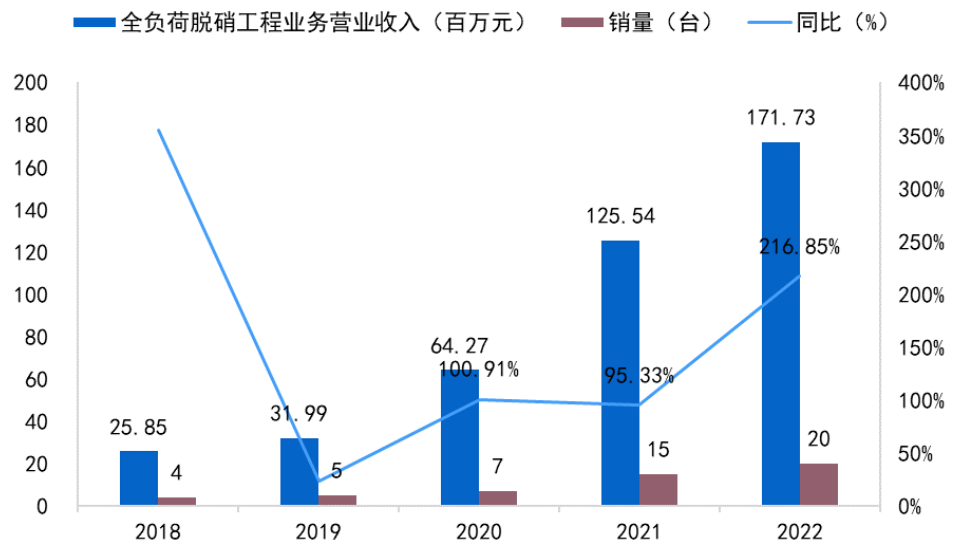
三种水侧优化技术方案，辅助锅炉全负荷运行。公司针对全负荷脱硝系统，有三种技术方案：给水旁路、热水再循环和复合热水再循环，分别可达到10~20℃、30~50℃、30~50℃的最佳加热温度。市场的主流宽脱硝技术路线主要是省煤器外部烟气旁路技术和省煤器给水旁路技术。

图表 10：公司全负荷脱硝水侧优化技术详情

全负荷脱硝水侧优化技术路线	技术详情	升温效果
给水旁路	自主给水管道上引出旁路管道，将一部分给水经此管道引至省煤器出口集箱或连接管。旁路管道加设调节阀门，根据升温需求控制旁路流量。通过减少工质侧的总吸热量，从而有效的提升出口烟温。	10~20℃
热水再循环（亚临界）	在下降管某处取一部分接近于饱和的热水，经增设的再循环管线返送回省煤器入口管道，与锅炉给水汇合后一并进入省煤器入口集箱。通过提高省煤器入口水温，减小换热端差，从而减少工质侧的总吸热量，达到有效的提升省煤器出口烟温的目的。	30℃
复合热水再循环	给水旁路和热水再循环相结合，同时调节进入省煤器的工质流量和温度，大幅降低烟气放热量、提升省煤器出口烟温。大幅减少工质侧的总吸热量，显著的提升省煤器出口烟温。	30~50℃

数据来源：公司官网，华福证券研究所

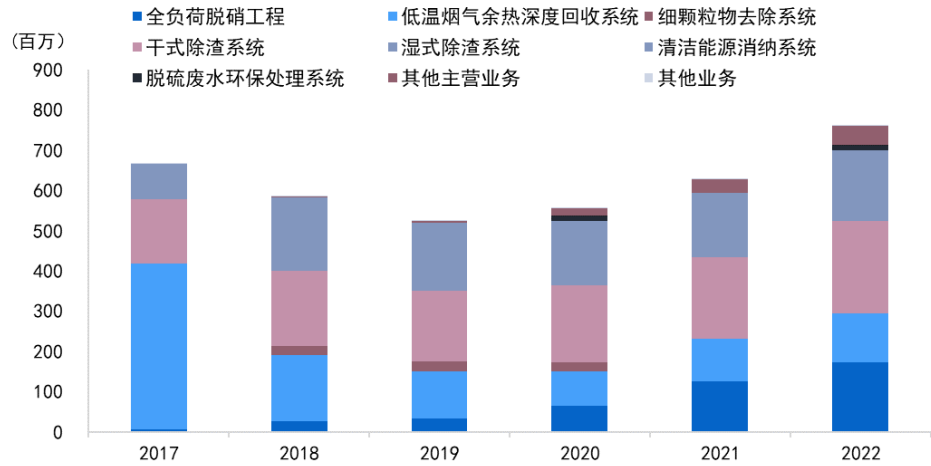
全负荷脱硝订销量持续增长。根据公司公告，截至 2022 年，公司全负荷脱硝系统业务订单量同比增加，营业收入为 1.72 亿，同比增长 17.82%，占比 22.53%，全年全负荷脱硝工程产品整台销量为 20 台。受益于国内火电灵活性改造大幅发展，全负荷脱硝工程订单量增长迅速，随着国内火电灵活性改造大力发展背景下，预计未来公司全负荷脱硝产品销量将持续增长。

图表 11：2018-2022 年公司全负荷脱硝工程产品营业收入及销量情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司全负荷脱硝工程收入占比提升。截至 2022 年，公司的全负荷脱硝工程、干式和湿式炉渣节能环保处理系统、低温烟气余热深度回收业务收入分别占比总营业收入的 22.53%/29.99%/23.18%/16.08%，全负荷脱硝工程同比提升 2.54pct。

图表 12：2017-2022 年公司各业务板块细分领域收入情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 脱硝水侧调节技术脱颖而出，干式炉渣处理同步余热利用

水侧调节技术方案较其他优势明显。公司全负荷脱硝系统水侧优化路线相比另外两种市场上主要的技术方案（烟气旁路技术和分级省煤器），在空间方面、工期投资和系统调节三个主要特征方面均有优势。水侧调节技术所需空间和现场施工量较小，改造工期短且投资、后期维护费用较少，并且系统简单。

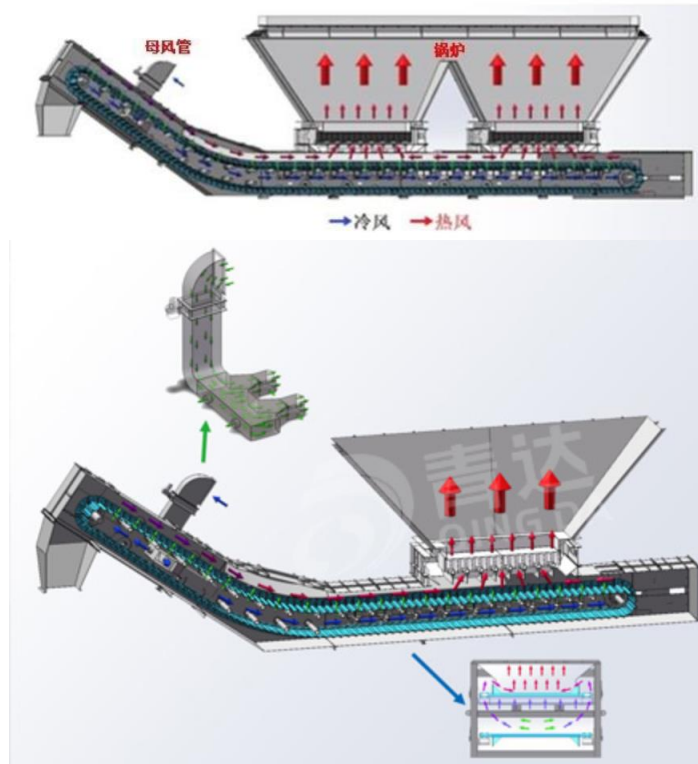
图 13: 水侧优化技术优势对比

	空间要求	工期投资	系统调节
水侧调节	所需空间和现场施工量较小	改造工期短、投资费用较少、后期维护较少	系统简单、可动态调节 SCR 入口烟温；当锅炉再高负荷下 SCR 入口烟温满足要求时，可关闭此系统，维持锅炉的整体效率不变。
烟气旁路调节	空间布置要求较高	超临界锅炉机组尾部烟道需改造成双烟道，改造量大复杂	设置简单，但单烟道锅炉需增加调节挡板调节烟气量；高负荷时旁路烟道不使用易积灰；烟气流场混合导致温度不均匀
分级省煤器	要严格确定省煤器分级比例，面积分割保障系统安全运行	改动量大，改造费用约 2800 万，工程比较复杂、省煤器局部磨损后期需维护	没有增加多余的设备；保证 SCR 脱硝系统正常投运的同时，也能保证不降低锅炉效率

数据来源：公司招股书，《630MW 超临界机组锅炉全负荷脱硝技术路径选型研究》，华福证券研究所

干式除渣系统技术针对新建火电优势明显。截至 2022 年年，公司炉渣节能环保处理系统业务（干式&湿式）营收目前占比为 53.17%，仍超过全负荷脱硝业务，其中干式炉渣环保处理系统占比为 29.99%，高于湿式系统。根据公司公告，干式除渣方案对高温煤渣进行冷却收集处理，在减少有害物质的排放的同时实现炉渣余热回收利用，提高了锅炉热效率，具有节能减排的功能。此外，公司首创并独家生产的鳞斗式干渣机复合炉渣处理系统比传统干燥机装置处理能力更大，符合未来发展趋势，预计“十四五”期间及未来新建火电项目更偏向于选择干式除渣系统方案。

图表 14：鳞斗式干渣机工艺图



数据来源：公司招股书，公司官网，华福证券研究所

3 盈利预测与估值

核心假设：基于公司各项业务过往发展情况和在手资源，结合节能环保及烟气治理细分行业的政策发展，我们对公司经营做出如下假设：

炉渣节能环保处理系统：受益于国内火电指标的逐步提升以及固废相关处理政策的推动，其中干式炉渣处理系统能同时实现炉渣余热回收利用，提高锅炉热效率，鳞斗式干渣机属于公司自研新技术，更受新建火电厂青睐，具有竞争优势。我们假设干式炉渣处理系统业务 2023-2025 年产量分别为 55/69/86 台；产销率均为 100%；营收增长率分别为 27.53%/27.36%/27.31%；毛利率分别为 37%/38%/39%；我们假设湿式炉渣处理系统业务 2022-2024 营收增长率分别为 10%/9%/7%；毛利率分别为 34.09%/34.95%/35.83%。

低温烟气余热回收系统：2022 年年订单量保持稳定增长。我们假设业务 2023-2025 年营收增长率分别为 15%/14%/14%，毛利率保持为 21.50%/21%/20.50%。

全负荷脱硝工程：公司针对锅炉低负荷调峰运行及启动时 SCR 入口烟温低的情况专研的脱硝系统，满足低负荷及深度调峰时脱硝系统正常运行的要求，高度契合火电灵活性改造的需求，2022 年业务订单量同比增速较快。我们假设业务 2023-

2025 年产量分别为 32/51/81 台；产销率均为 95%；营收增长率分别为 39.46%/70.97%/56.95%；毛利率分别为 39%/40%/41%。

细颗粒物去除系统：我们假设业务 2024-2025 年营收增长率保持为 25%/35%，毛利率分别为 36%/37%/38%。

清洁能源消纳系统：公司清洁能源消纳系统产品主要包括电极锅炉系统和蓄热器系统，可用于火电机组灵活性改造，因此我们预计业绩保持平稳增长，因此假设 2024-2025 年营收增长率分别为 25%和 35%，2023-2025 年毛利率均为 40%。

脱硫废水零排放系统：公司脱硫废水环保处理系统处于燃煤电厂最末端环节，2022 年公司单独公布其业务收入，考虑其未来火电加速发展末端废水处理需求增长，我们预计 2023-2025 年公司脱硫废水零排放系统整机销量分别为 4/8/12 台，对应营收分别为 0.59/1.23/1.95 亿元；营收增长率分别为 320%/110%/57%，毛利率分别为 36%/37%/38%。

其他主营业务：业务属于非电行业，22 年增速较高业务拓展较为顺利，我们假设 2023-2025 年其他主营营收增长率分别为 40%/40%/45%，毛利率分别为 33%/35%/37%。

其他业务：其他业务保持稳定状态，我们假设 2023-2025 年营收增长率分别为 20%/20%/25%，毛利率分别为 76.53%/97.86%/88.27%。

期间费用率：假设 2023-2025 年管理费用率因公司 22 年雇佣专业团队管理费控能力有所提升，分别为 7.0%/7.3%/7.4%；销售费用率分别为 6.7%/6.6%/6.5%；研发费用率分别为 4.0%/3.9%/3.8%。

图表 15：青达环保收入预测（亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
干式除渣系统收入	1.92	2.03	2.29	2.92	3.71	4.73
增长率 yoy	8.44%	6.07%	12.43%	27.53%	27.36%	27.31%
毛利率	31.44%	31.77%	35.02%	37.00%	38.00%	39.00%
湿式除渣系统收入	1.57	1.59	1.77	1.94	2.12	2.27
增长率 yoy	8.66%	1.23%	11.41%	10.00%	9.00%	7.00%
毛利率	31.52%	32.32%	38.44%	34.09%	34.95%	35.83%
低温烟气余热深度回收系统收入	0.87	1.05	1.23	1.41	1.62	1.86
增长率 yoy	-26.84%	21.44%	16.33%	15.00%	14.00%	14.00%
毛利率	24.86%	28.43%	21.69%	21.50%	21.00%	20.50%
全负荷脱硝工程收入	0.64	1.26	1.72	2.39	4.09	6.43
增长率 yoy	100.91%	95.33%	36.79%	39.46%	70.97%	56.95%
毛利率	34.29%	35.85%	36.68%	39.00%	40.00%	41.00%

细颗粒物去除系统收入	0.21	-	-	0.06	0.07	0.09
增长率 yoy	-12.70%	-	-	-	25.00%	35.00%
毛利率	33.57%	-	-	36.00%	37.00%	38.00%
清洁能源消纳系统收入	0.03	-	-	0.05	0.06	0.08
增长率 yoy	-88.94	-	-	-	25.00%	35.00%
毛利率	119.44%	-	-	40.00%	40.00%	40.00%
脱硫废水零排放系统收入	-	-	0.14	0.59	1.24	1.95
增长率 yoy	-	-	-	320.00%	110.00%	57.50%
毛利率	0.00%	0.00%	35.27%	36.00%	37.00%	38.00%
其他主营业务收入	0.33	0.34	0.47	0.66	0.93	1.34
增长率 yoy	266.41%	3.91%	39.18%	40.00%	40.00%	45.00%
毛利率	32.64%	24.59%	28.97%	33.00%	35.00%	37.00%
其他业务收入	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
增长率 yoy	0.00%	-46.33%	11.97%	20.00%	20.00%	25.00%
毛利率	57.34%	95.73%	100.00%	76.53%	97.86%	88.27%
营业总收入	5.58	6.28	7.62	10.04	13.86	18.78
增长率 yoy	5.36%	12.62%	21.38%	31.67%	38.12%	35.47%
毛利率	31.42%	31.89%	33.78%	34.79%	36.20%	37.55%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

可比公司估值：公司作为火电节能环保装备龙头，不断研发专业烟气治理设备，在火电及灵活性相关改造政策密集发布的背景下，公司相关火电烟气治理业务有望大幅增长。我们预测 2023-2025 年公司的营业收入分别为 10.04、13.86、18.78 亿元，2023-2025 年归母净利润分别为 1.11、1.72、2.48 亿元，对应 PE 分别为 21.46、13.92、9.63 倍。我们选择以烟气治理业务为主的 ST 龙净、西子洁能、龙源技术和东方电气作为可比公司，可比公司 2023-2025 年 PE 平均估值分别为 23.47、14.07、11.19 倍，高于公司估值水平。考虑到公司全负荷脱硝业务水侧调节和鳞斗式干渣机等设计技术方案行业领跑水平，市场认可度高，给予 2023 年 26 倍 PE 估值，目标价 30.60 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 16：青达环保可比公司情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600388.SH	ST 龙净	16.15	0.75	1.1	1.61	2.18	19.47	14.62	10.05	7.42
002534.SZ	西子洁能	17.49	0.28	0.46	0.74	0.91	52.51	38.14	23.70	19.3
600875.SH	东方电气	17.96	0.92	1.22	1.62	1.94	22.97	14.76	11.06	9.24
300105.SZ	龙源技术	6.93	0.17	0.26	0.61	0.79	46.37	26.35	11.45	8.79
	平均						35.33	23.47	14.07	11.19
688501.SH	青达环保	25.26	0.62	1.18	1.81	2.62	40.82	21.46	13.92	9.63

数据来源：Wind，华福证券研究所注：股价取自 2023 年 5 月 12 日，未覆盖的公司取自 wind 一致预测

4 风险提示

火电投资建设规模不及预期的风险：“十四五”下火电投资回暖，各省多数新增

项目装机容量均在 660、1000 兆瓦级别大型机组，建设周期较长，若新建煤电机组建设规模不及预期，则可能影响公司业务产品销量预期。

政策不及预期的风险：国家政策是火电灵活性改造和火电增量的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，则可能会火电节能环保装备相关产品供需情况改变。

收入和经营业绩具有季节性的风险：公司的主要收入来自电力、热力行业，该行业采购具有一定季节性，项目多集中在第四季度。因此公司收入确认集中于下半年，未来公司上半年经营业绩会出现亏损可能。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 17: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	256	351	485	657	营业收入	762	1,004	1,386	1,878
应收票据及账款	507	664	886	1,217	营业成本	505	654	884	1,173
预付账款	6	10	13	18	税金及附加	5	8	10	14
存货	391	424	302	696	销售费用	53	67	91	122
合同资产	138	171	237	321	管理费用	61	70	101	140
其他流动资产	247	299	380	487	研发费用	33	40	54	71
流动资产合计	1,408	1,749	2,066	3,075	财务费用	11	7	5	12
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-11	-8	-7	-9
固定资产	126	134	160	195	资产减值损失	-12	-7	-9	-9
在建工程	0	0	5	10	公允价值变动收益	0	1	1	1
无形资产	32	32	30	29	投资收益	2	3	2	2
商誉	2	2	2	2	其他收益	5	5	5	5
其他非流动资产	119	120	122	125	营业利润	79	150	232	335
非流动资产合计	279	288	320	360	营业外收入	1	1	0	1
资产合计	1,687	2,037	2,386	3,435	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	276	398	329	825	利润总额	79	150	231	335
应付票据及账款	416	496	672	888	所得税	8	16	24	36
预收款项	0	0	0	0	净利润	71	134	207	299
合同负债	29	29	35	34	少数股东损益	12	23	35	51
其他应付款	4	4	4	4	归属母公司净利润	59	111	172	248
其他流动负债	124	146	185	234	EPS (摊薄)	0.62	1.18	1.81	2.62
流动负债合计	849	1,074	1,225	1,986					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	13	13					
非流动负债合计	13	13	13	13					
负债合计	862	1,086	1,238	1,998					
归属母公司所有者权益	800	902	1,064	1,303					
少数股东权益	26	49	84	134					
所有者权益合计	826	950	1,148	1,437					
负债和股东权益	1,687	2,037	2,386	3,435					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	65	13	266	-242
现金收益	93	159	231	334
存货影响	-131	-33	122	-394
经营性应收影响	-1	-154	-216	-327
经营性应付影响	183	80	176	216
其他影响	-79	-40	-47	-71
投资活动现金流	-8	-24	-49	-60
资本支出	-43	-26	-50	-60
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	35	2	1	0
融资活动现金流	-15	106	-83	474
借款增加	16	122	-68	496
股利及利息支付	-29	-25	-26	-34
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	9	11	12

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	21.4%	31.7%	38.1%	35.5%
EBIT 增长率	8.7%	75.2%	50.7%	46.9%
归母净利润增长率	4.8%	90.2%	54.1%	44.6%
获利能力				
毛利率	33.8%	34.8%	36.2%	37.5%
净利率	9.3%	13.4%	14.9%	15.9%
ROE	7.1%	11.7%	15.0%	17.3%
ROIC	9.5%	13.2%	17.9%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	53.3%	51.9%	58.2%
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5
应收账款周转天数	203	171	166	166
存货周转天数	232	224	148	153
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	1.18	1.81	2.62
每股经营现金流	0.69	0.14	2.81	-2.56
每股净资产	8.45	9.53	11.24	13.76
估值比率				
P/E	41	21	14	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	115	67	46	32

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn