

证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

中航泰达 (836263)

无评级

大气污染防治

重大事件快评

2020 年 07 月 14 日

非电力领域工业烟气治理综合服务商，扎根钢铁行业

证券分析师：彭若恒

pengruoheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司于 2020 年 7 月 14 日进行公开发行申购，完成后将挂牌精选层。公司本次选择以净利润为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”，公司市值按照发行价格 6.89 元/股，全额发行后 13,996 万股计算为 9.64 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 2912/3894 万元，加权平均净资产收益率 10.62/15.37%。公司本次拟公开发行不超过 3,499 万股，募集资金 3.5 亿元（按实际发行安排 2.41 亿），其中 1.5 亿元投入“环保装置平台化运营升级建设项目”。

国信新三板观点：1) 公司为工业烟气治理领域综合服务商，主要服务于国内大中型钢铁企业；2) 公司 2019/2020Q1 实现收入 4.64/0.71 亿元，同比+6.60/-44.18%，归母净利润 2912/1646 万元，同比-25.23/+16.58%，2019 年 EPS 为 0.28 元，PE 为 20.98 倍（按发行价格为 24.84 倍）；4) 风险提示：客户集中度高；回款周期较长；行业环保政策变化；首次发行失败。5) 投资建议：公司为国内最早在钢铁领域布局的环保企业之一，已具备较高的技术水平与行业经验，积累了较稳定的大中型钢铁企业合作客户，在烟气脱硫脱硝相关细分领域内排名靠前，并开始向焦化等行业拓展。本次募投项目将对公司核心业务环保设施专业化运营服务进行智能化和数字化升级，有利于提高服务效率和能力，增强核心竞争力，可持续观察。

评论：

■ 工业烟气治理领域综合服务商，扎根于对钢铁行业企业的服务，相关细分领域内排名靠前

公司最早成立于 2011 年，主营业务发展自 2001 年成立的北京中航科技，为国内工业烟气治理领域综合服务商，主要为钢铁、焦化等非电行业提供工业烟气治理全生命周期服务，包括工程设计、施工管理、设备成套供应等工程总承包服务及环保设施专业化运营服务。

公司较早进入钢铁行业烟气治理服务领域，经过多年业务发展积累了日益丰富的技术实力与行业经验，形成湿法、干法五大核心技术，取得专利 38 项，拥有环境工程设计专项（大气污染防治工程）甲级资质。公司先后为包钢集团、安阳钢铁、昆明钢铁、八一钢铁等国内大中型钢铁公司提供服务，其中包钢四烧项目、昆钢四烧项目分别已连续运营 7 年和 6 年，在钢铁行业烟气治理领域奠定了一定的市场地位，并逐步向焦化、化工等其他非电行业渗透。根据中国环境产业协会，公司在 2018 年度钢铁行业新签脱硫工程处理烟量、脱硝工程处理烟气流量排行中均居于第 2 位；2018 年新签非电燃煤烟气脱硝工程处理烟量排行中，公司居于第 3 位。

■ 公司股权集中，刘斌为控股股东，任公司董事长兼总经理，与其配偶同为实际控制人

公司控股股东刘斌直接持有公司 40.57% 的股份，其配偶陈士华直接持股 17.15%，二人分别持有基联启迪（持有公司 9.59% 的股份）70% 和 30% 股份，此外刘斌持有汇智聚英（持有公司 5.72% 股份）7.53% 股份并担任执行事务合伙人，夫妇二人合计控制公司 72.92% 的股权。其余公司持股 5% 以上股东为张岳（持股 8.72%）和员工持股平台汇智聚英（持股 5.72%）。除董事长兼总经理刘斌外，公司核心管理层还包括董事兼副总经理黄普、副总经理陈思成等 3 人。

表 1：公司核心管理层情况

人员	公司职务、身份	个人履历
刘斌	董事长、总经理、实际控制人	1974 年出生，毕业于东南大学电子工程专业，后获得香港大学中国商业学院金融市场与投资组合管理（FMPM）研究生文凭。曾任任江苏钟山氨纶公司工人；金汉实业经理；中航科技总经理；2011 年起任北京中航泰达环保科技有限公司执行董事、总经理；2015 年至今任基联启迪执行董事、中瑞生态执行董事、汇智聚英执行事务合伙人、北京中航泰达科技有限公司执行董事、北京泰达清源能源技术有限公司执行董事、连云港金信物业管理有限公司执行董事、南京楚诚君子投资有限公司董事、北京市中清慧能能源技术有限公司董事。
陈士华	实际控制人	1972 年出生，大专学历。2011-2015 年任北京中航泰达环保科技有限公司监事；2015-2019 年任中航泰达董事；2019 年至今，任中航科技监事、基联启迪经理、北京泰达清源能源技术有限公司监事、中瑞生态监事、连云港金信物业管理有限公司监事。
黄普	董事、副总经理	1984 年出生，硕士研究生学历，毕业于香港岭南大学国际银行与金融专业；曾任金元证券投行部项目经理；中信建投证券投行部高级经理、副总裁、高级副总裁；2019 年入职中航泰达至今任中航泰达副总经理、董事。
陆得	董事、运营业务负责人	1984 年出生，毕业于江苏海洋大学化学工程与工艺本科专业，后获得香港大学财务与投融资管理研究生文凭。曾任中化（连云港）化学品有限公司担任工艺工程师；2007-2013 年在北京中航泰达科技有限公司历任工艺工程师、运营部经理；2014 年起在公司任运营部经理，负责公司运营业务。2015 年至今任公司董事、运营业务负责人。
陈思成	副总经理	1969 年 6 月出生，工商管理硕士，毕业于美国德克萨斯大学阿灵顿商学院（EMBA）。曾任江苏徐州垞城电力有限责任公司生技部职员；北京百灵天地环保科技股份有限公司副总经理，负责市场拓展及商务活动；北京朗润天一（能源）投资有限公司任副总经理，负责日常经营，业务拓展及项目实施等工作；2014 年起任公司副总经理。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 业务分析：主业为环保工程建造和环保设施专业化运营，后者贡献大部分利润，客户主要为大中型钢铁企业

公司主要业务包括环保工程建造业务及环保设施专业化运营业务两类，其中环保工程建造业务主要以环保工程总承包方式提供：

（1）环保工程总承包服务，主要包括烟气治理工程的工程设计、施工管理、设备成套供应、系统调试、试运行等，保证烟气处理装置的性能达标。

（2）环保设施专业化运营服务，是指为已建成的烟气治理环保设施提供“烟气整包”一体化服务，即通过自主控制原料投入、设备维护、运行系统在线监测等工作，保障自取气点至排放点（烟囱）范围内的所有环保设施的稳定运行，最终实现烟气达标排放。

按产品及服务内容分类，公司主营业务收入则可分为建造收入、运营收入和销售收入，其中建造收入主要为工程总承包服务收入，运营收入主要为运营服务收入，销售收入主要为设备销售收入，其他业务主要为工程管理服务收入。

公司近三年共开展了 10 个主要项目包括 5 个总承包及运营项目和 5 个运营项目，部分项目的类型、技术、效果等具体情况如下表所示：

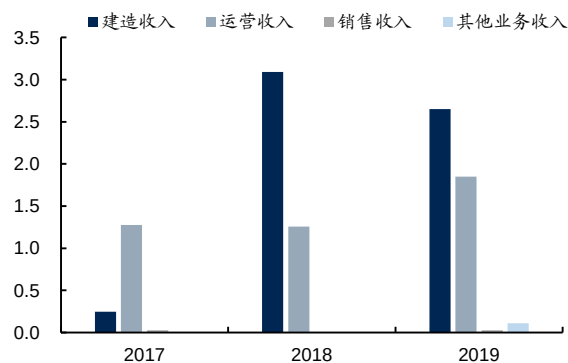
表 2: 公司近三年部分主要项目

项目名称	类型	技术路线	项目亮点	年污染物减排量	图片展示
八一钢铁焦化分厂焦炉烟气脱硫脱硝	总承包及运营	逆流活性炭脱硫脱硝除尘一体化	①国内首批采用逆流活性炭脱硫脱硝除尘一体化工艺成功运用于焦炉烟气治理的项目之一; ②同期进行 3 套脱硫脱硝系统建设; ③SO ₂ 、NO _x 、颗粒物的排放浓度达到焦化行业超低排放标准; ④无白色烟羽, 脱除的 SO ₂ 用于生产硫酸铵产品, 实现废弃物资源化利用	SO ₂ :2,496 吨 NO _x :2,200 吨 颗粒物:150 吨	
德龙钢铁 230m2 烧结机脱硫脱硝一体化工程	总承包及运营	逆流活性炭脱硫脱硝除尘一体化	①国内首批采用活性炭逆流脱硫脱硝除尘一体化工艺成功运用于钢铁烧结烟气治理的项目之一; ②低能耗, 可实现多污染物协同处理, 同时高效脱除 SO ₂ 、NO _x 、粉尘、重金属、二噁英等, 排放浓度均达到钢铁烧结超低排放标准; ③系统内整体自动化程度较高, 能够根据工况动态调整, 保障运行稳定; ④脱除的 SO ₂ 用于生产硫酸盐, 实现废弃物资源化利用	SO ₂ :7,943 吨 NO _x :2,470 吨 颗粒物:411.6 吨	
兴澄特钢淘汰落后产能升级改造项目活性焦烟气净化工程	总承包及运营	逆流活性炭脱硫脱硝除尘一体化	①采用换热降温冷却器+逆流活性炭脱硫脱硝除尘一体化工艺; ②低水耗、脱硫脱硝高效, 脱硫效率达 99%, 脱硝效率达 90%以上, SO ₂ 、NO _x 、颗粒物的排放浓度均达到钢铁烧结的超低排放标准; ③可实现多污染物协同处理, 同时高效脱除 SO ₂ 、NO _x 、粉尘、重金属、二噁英等; ④系统内整体自动化程度较高, 能够根据工况动态调整, 保障运行稳定; ⑤脱除的 SO ₂ 用于生产浓硫酸, 实现废弃物资源化利用	SO ₂ :10,569 吨 NO _x :2,268 吨 颗粒物:362.88 吨	
鑫跃焦化焦炉烟气脱硫脱硝工程	总承包及运营	纯干法脱硫脱硝一体化技术	①公司首个焦化行业烟气治理项目; 烟气处理量 18 万 Nm ³ /h ②SO ₂ 、NO _x 、粉尘等污染物排放浓度满足焦化行业超低排放标准; ③脱硫系统全干态运行, 无废水产生, 无烟气拖尾问题	SO ₂ :527 吨 NO _x :2,470 吨 颗粒物:49.9 吨	
包钢球团项目	运营	旋涡撞击流烟气脱硫除尘技术	①连续运营超 4 年, 脱硫效率达 99.9%以上, 同步运行 100%; ②项目烟气 SO ₂ 浓度超高, 达 9000mg/Nm ³ 以上 (一般项目为 400~2000mg/Nm ³); ③烟气中有较高含量的 HF, 有效解决了 HF 脱除及其腐蚀问题	SO ₂ :93,984 吨 HF:16,853 吨 颗粒物:528 吨	
包钢三烧项目	运营	湿法-空塔喷淋技术	①公司承接的首个非自建运营项目, 2019 年 5 月开始提供运营服务; ②项目同步运行率 100%	SO ₂ :40,336 吨 HF:790 吨 颗粒物:1,399 吨	
昆钢四烧项目	运营	旋涡撞击流烟气脱硫除尘技术	①连续运营超 6 年, 设备完好率 98%; ②烟气处理量为 140 万 Nm ³ /h, 脱硫效率 98%以上, 同步运行率 100%	SO ₂ :41,817 吨 颗粒物:261 吨	

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

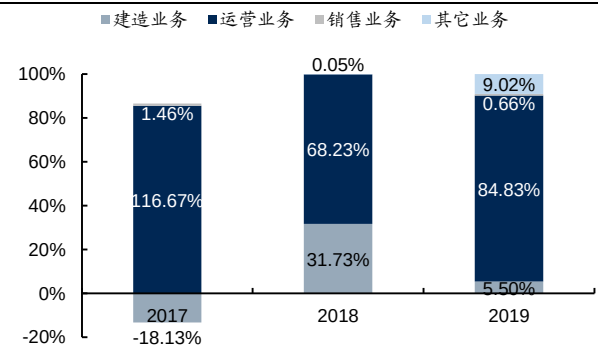
在收入结构方面, 2019 年公司营业收入为 4.64 亿元 (+6.67%), 主营业务收入 4.53 亿元 (+4.10%), 其中建造收入 2.65 亿元 (-14.29%, 主营占比 58.56%), 运营收入 1.85 亿元 (+47.39%占比 40.89%)、销售收入 250 万元。从毛利润结构来看, 公司大部分毛利由运营服务贡献, 2019 年毛利润占比 84.83% (毛利率 50.65%)、建造收入毛利润占比 5.50% (毛利率 2.29%)、销售收入毛利润占比 0.66% (毛利率 29.09%)、此外其他业务贡献毛利润 9.02%。

图 1: 2017-2019 按产品服务分类收入 (亿元)



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017-2019 按产品服务分类毛利润占比



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

公司客户主要为国内大中型钢铁企业如包钢系、八一钢铁等，整体质量较高，且已与公司建立了长期稳定的合作关系，相应的维护及开发成本均较低，但集中度很高，随业务开展近年来有缓步下降的趋势。2017-2019 年公司前五大客户合计销售收入占营收比例分别为 98.26%、92.53%和 90.10%，具体情况如下：

表 3：公司前五大客户情况

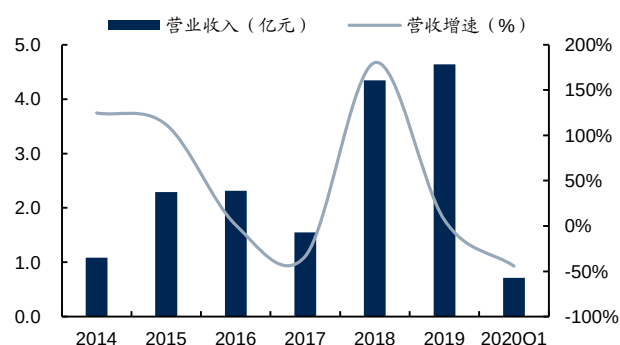
排序	2019 客户名称	营收占比	2018 客户名称	营收占比	2017 客户名称	营收占比
1	内蒙古包钢钢联股份有限公司和内蒙古包钢金属制造有限责任公司	27.05%	新疆八一钢铁股份有限公司	32.01%	包钢集团固阳矿山有限公司和内蒙古包钢钢联股份有限公司	57.92%
2	江阴兴澄特种钢铁有限公司	26.54%	内蒙古包钢钢联股份有限公司、内蒙古包钢金属制造有限责任公司和包钢集团固阳矿山有限公司	21.84%	武钢集团昆明钢铁股份有限公司	19.49%
3	德龙钢铁有限公司	21.59%	德龙钢铁有限公司	16.32%	河北鑫跃焦化有限公司	8.80%
4	河钢乐亭钢铁有限公司	7.89%	河钢乐亭钢铁有限公司	15.33%	北京北科欧远科技有限公司	7.20%
5	新疆八一钢铁股份有限公司	7.03%	武钢集团昆明钢铁股份有限公司	7.03%	安阳钢铁股份有限公司	4.85%
	合计	90.10%	合计	92.53%	合计	98.26%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

从销售模式来看，公司的工程总承包项目客户群体主要为钢铁、焦化企业，普遍采取招标、投标的方式。而运营项目承接主要包括两类，第一类是公司承建的工程总承包项目，后续运营多通过单一来源采购的方式，在项目完工交接后签订运营业务合同，继续由公司提供专业化运营服务。第二类是环保装置已建成且原由业主独立运营的存量项目，此类项目承接过程中业主会对运营服务商的项目案例、历史运营周期等提出要求，并通过招投标或单一来源采购的方式获取订单。

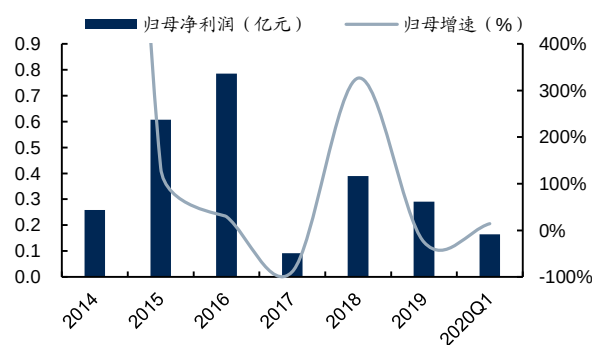
■ 公司财务情况

图 3：2014-2020Q1 营业收入及增速（亿元）



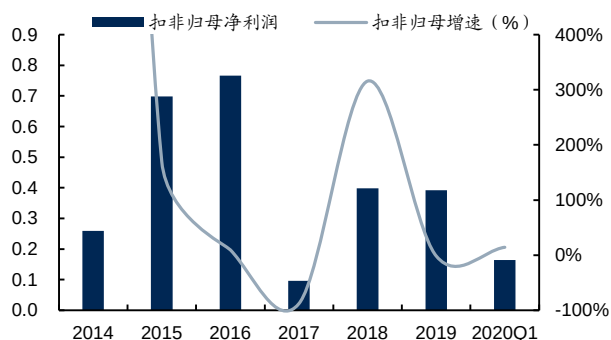
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2014-2020Q1 归母净利润及增速（亿元）



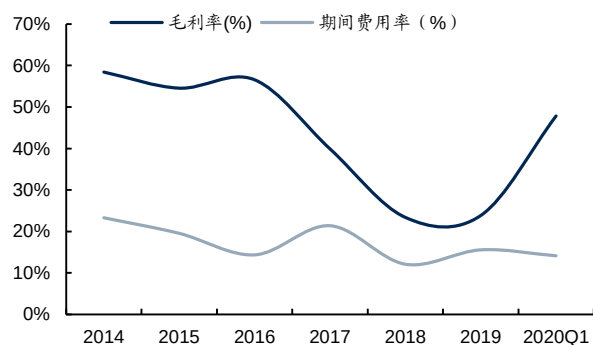
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
 注：2014 年增速为 2888.41%

图 5: 2014-2020Q1 扣非归母及增速 (亿元)



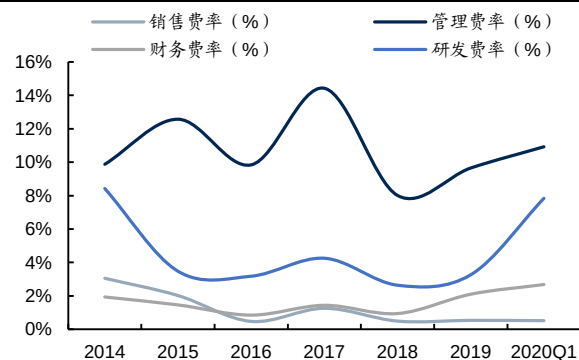
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 2014 年增速 2596.39%

图 6: 2014-2020Q1 毛利率及期间费用率



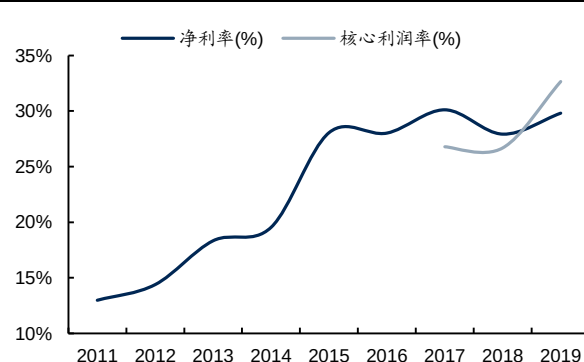
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2014-2020Q1 四项期间费用率



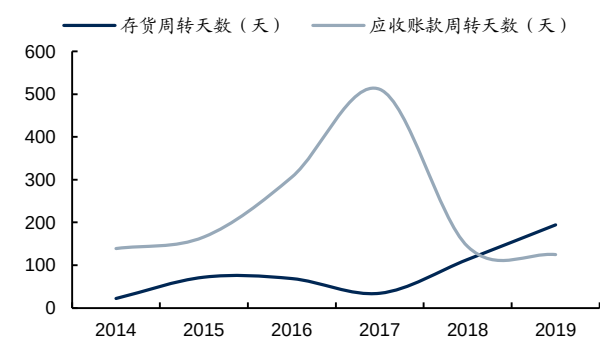
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2014-2019 净利率及核心利润率



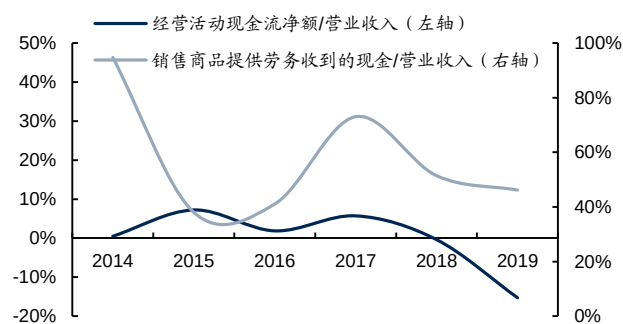
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 9: 2014-2019 存货及应收周转天数

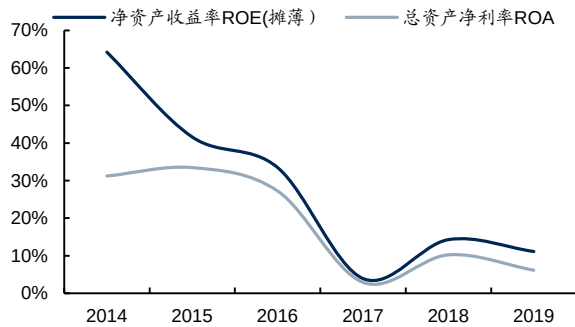


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

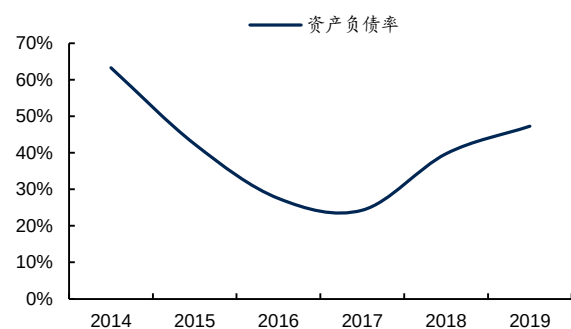
图 10: 2014-2019 现金流情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2014-2019 净资产收益率及总资产净利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2014-2019 资产负债率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 募投项目: 运营服务智能化、数字化升级, 实现精细化管理, 提高服务效率

公司本次拟募集资金 3.5 亿元, 其中 1.5 亿元将拖入“环保装置平台化运营升级建设项目”, 主要内容为将在现有运营业务的基础上, 通过数据采集层、数据中台、数据分析计算模块等架构的开发与搭建, 进行工业物联网运维平台的建设, 提高运营服务的智能化、数字化水平。该项目建成后可实现对生产过程中的烟气污染源及脱硫、脱硝、除尘等各环节的全流程控制、排放数据实时监控、排放出口远程控制、突发性环境污染事故预防等, 并能对水、电等能耗数据进行检测、收集、分析, 反应能耗与运营效率对应关系, 实现运营过程的精细化管理, 有效提高运营服务效率 and 能力。

表 4: 募投项目情况

项目序号	项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投入额 (万元)	备案、环评情况	建设周期
1	环保装置平台化运营升级建设项目	15,269.87	15,000.00	无需办理	3 年
2	补充流动资金	20,000.00	20,000.00	—	—
合计		35,269.87	35,000.00		

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议

公司为国内最早在钢铁领域布局的环保企业之一, 已具备较高的技术水平与行业经验, 积累了较稳定的大中型钢铁企业合作客户, 在烟气脱硫脱硝相关细分领域内排名靠前, 并开始向焦化等行业拓展。本次募投项目将对公司核心业务环保设施专业化运营服务进行智能化和数字化升级, 有利于提高服务效率 and 能力, 增强核心竞争力, 可持续观察。

■ 风险提示: 客户集中度高; 回款周期较长; 行业环保政策变化; 首次发行失败

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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