



2016年03月29日

## 增持(首次评级)

当前价: 10元(协议转让)

目标价: 16.89-21.11元

### 分析师: 陈勇

执业编号: S0300515060002

电话: 010-64408702

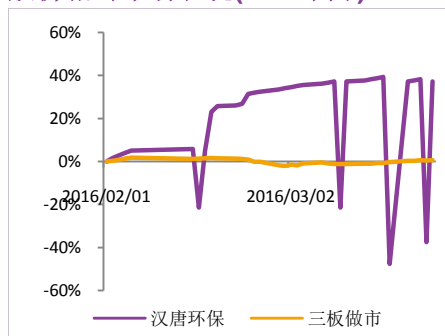
邮箱: cheniyong@lxsec.com

### 研究助理: 李国锋

电话: 64408919

邮箱: liguofeng@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近2个月)



资料来源: wind、联讯证券研究所

### 相关研究

汉唐环保(835217.OC)

# 工业烟气治理服务商，净利润增速超预期

## 投资要点

### ◇ 公司简介

汉唐环保(835217.OC)主要提供工业烟气治理和水处理综合解决方案业务。根据公司业绩公告,预计2015年营业收入约23,000万元-24,000万元,同比增长约4%-8.5%。预计2015年归属于挂牌公司股东的净利润约2,500万元-3,100万元,同比增长约69%-110%。

### ◇ 烟气治理项目经验丰富

在烟气治理行业,公司因资质齐全、项目经验丰富等优势具有一定市场竞争力。针对即将到来的脱硝催化剂失活高峰,公司提前进行技术储备,开展SCR脱硝催化剂再生处置工艺的研究。

### ◇ 拓展业务领域,向综合环境服务商转型

未来公司计划不断拓展环境治理领域,以增强综合服务能力。在工业烟气治理领域,公司正在与多家战略客户洽谈合作,拟通过合资设立子公司方式承接相关客户工业烟气治理业务。同时,公司进军脱硝催化剂再生领域、开展水处理解决方案提供和实施业务,在技术和人员方面已提前储备。

### ◇ 盈利预测与估值

预计公司2016-2018年净利润分别为4,500万元、6,000万元、7,300万元,同比增速分别为60.71%、33.33%、21.67%。预计公司2016-2018年EPS分别为0.84元、1.13元、1.37元。我们认为给予公司20-25倍PE较为合理,对应2016年合理股价为16.89-21.11元/股,给予公司“增持”投资评级。

### ◇ 风险提示

行业竞争加剧风险、下游客户开工率不足的风险、项目施工进度滞后风险。



## 目 录

一、公司简介.....	3
(一) 股权结构.....	3
(二) 公司治理.....	3
(三) 营收结构.....	4
二、烟气治理项目经验丰富.....	6
(一) 项目经验.....	6
(二) 核心技术.....	6
(三) 研发团队.....	6
三、拓展业务领域，向综合环境服务商转型.....	7
(一) 横向业务拓展.....	7
(二) 产业链向上游延伸.....	7
(三) 污水处理业务布局.....	7
四、盈利预测与估值.....	8
五、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 汉唐环保前十名股东持股情况.....	3
图表 2: 2013 年-2015 年营业收入情况.....	4
图表 3: 2013 年-2015 年净利润情况.....	4
图表 4: 2013 年-2015 年上半年公司营收构成(万元).....	5
图表 5: 2015 年上半年毛利结构(%).....	5
图表 6: 2013 年-2015 年上半年公司各业务毛利率(%).....	5
图表 7: 2013 年-2015 年上半年公司期间费用(万元).....	6
图表 8: 2013 年-2015 年上半年公司期间费用率(%).....	6
图表 9: 盈利预测.....	8



## 一、公司简介

汉唐环保(835217.OC)主要提供工业烟气治理和水处理综合解决方案业务。公司依赖专业完整的设计团队、自主开发的装置内烟气流场计算机数值模拟技术、成熟的工程项目管理能力等资源要素可以为火电、钢铁、水泥等行业客户提供和实施具有针对性、运行经济可靠的脱硫、脱硝、除尘及综合治理解决方案。

公司于2009年7月成立于北京,2015年8月公司完成股改,更名为北京汉唐环保科技有限公司。公司于2016年1月在新三板挂牌。截止2016年3月25日,公司总股本5,330.00万股。

### (一) 股权结构

截止2016年3月25日,北京国恒联合科技有限公司直接持有公司19,611,112股股份,持股比例为36.79%,为公司的第一大股东,为公司的控股股东。

北京国恒联合科技有限公司(简称“国恒联合”)、北京蓝卓科技有限公司(简称“蓝卓科技”)均由庞桂芝控股,其中,庞桂芝持有国恒联合69.81%的股份、蓝卓科技80%的股份。国恒联合、蓝卓科技及庞桂芝互为一致行动人。

庞桂芝通过直接持股及通过所控制的国恒联合、蓝卓科技合计控制公司股份的比例达到70.56%,为公司的实际控制人。庞桂芝2009年7月-2015年8月任北京汉唐环保科技有限公司董事长;2015年8月-2016年1月任股份公司董事长。庞桂芝2016年1月22日辞去董事长职务,辞职后不再担任公司其他职务。

图表1: 汉唐环保前十名股东持股情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	北京国恒联合科技有限公司	19,611,112	36.79
2	北京蓝卓科技有限公司	13,000,000	24.39
3	庞桂芝	5,000,000	9.38
4	福建嘉通资产管理有限公司	4,600,000	8.63
5	福建瀚海资产管理有限公司	4,388,888	8.23
6	北京致远通达技术发展有限公司	3,000,000	5.63
7	李玉	2,000,000	3.75
8	刘利杰	900,000	1.69
9	陈楠	500,000	0.94
10	李彩新	200,000	0.38
	合计	53,200,000	99.81

资料来源: wind、联讯证券

### (二) 公司治理

公司董事长董浩骅先生具有丰富的企业管理经验。总经理张志鸿先生为公司技术带头人,积累了丰富的火电生产与烟气治理的实践经验与技术。

董浩骅,男,1970年3月出生,中国国籍,香港永久居民,吉林大学经济学博士,长江商学院高级工商管理硕士(EMBA)。1995年3月至1998年10月,在中国进出口银行总行外国政府贷款转贷部综合处任主任科员;1998年10月至1999年3月,在中纺



机集团财务公司国际部任经理；1999年3月至2001年11月，在宏大投资集团有限公司先后担任财务部部长副总经济师；2001年11月至2002年11月，在中国泛华经济发展有限公司先后担任副总裁常务副总裁；2002年11月至今，在中国锰业控股集团有限公司担任总裁。**2016年2月16日至今，在汉唐环保担任董事长。**

张志鸿，男，1966年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2002年7月-2004年3月任华能邯峰发电厂副总工程师；2004年3月-2009年5月任中国大唐集团科技工程公司副总工程师；2009年5月-2012年1月任北京科技大学北科环境工程公司总经理；2012年1月-2015年8月任北京鸿源龙嘉环保科技有限公司总经理；**2015年8月至今任汉唐环保董事、总经理。**

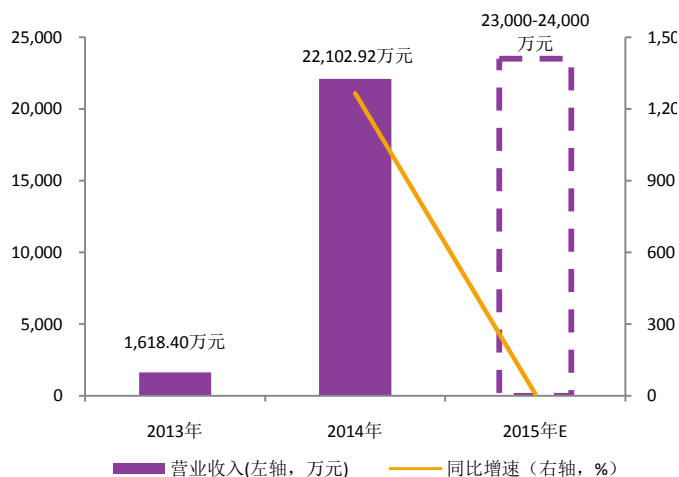
### (三) 营收结构

在工业烟气治理领域，公司可以为客户提供和实施工业烟气脱硫、脱硝、除尘及综合治理的解决方案。在水处理领域，公司目前主要是销售4类水处理、净化的药剂。

**2013年-2015年上半年，公司营业收入分别为1,618.40万元、22,102.92万元和18,453.63万元。**2014年，公司营业收入较2013年同比增长1,265.73%。2013年-2015年上半年，公司净利润为657.98万元、1,475.59万元、1,086.73万元。

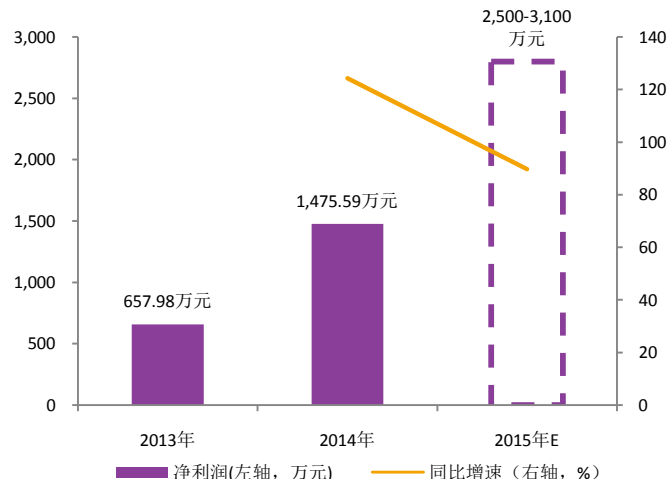
2016年2月公司发布了业绩预告，**预计2015年营业收入约23,000万元-24,000万元，同比增长约4%-8.5%。**预计2015年归属于挂牌公司股东的净利润约**2,500万元-3,100万元，同比增长约69%-110%。**

图表2：2013年-2015年营业收入情况



资料来源：wind、联讯证券

图表3：2013年-2015年净利润情况



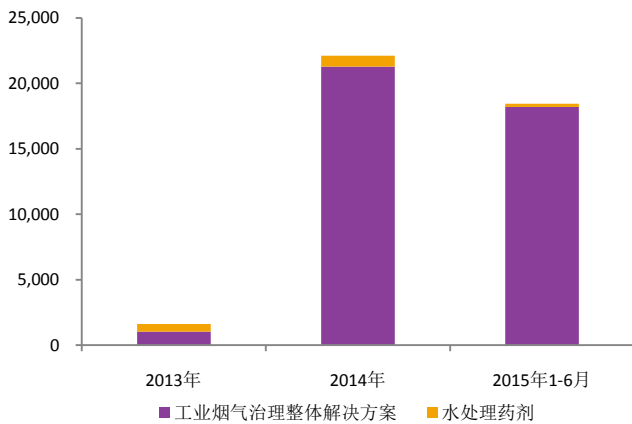
资料来源：wind、联讯证券

根据业务类别来分，2013年，工业烟气治理整体解决方案与水处理药剂的营业收入分别为1028.3万元和590.1万元，占营业收入的比重分别为63.54%和36.46%。

在经过多年技术储备和业务资源积累后，**2014年后，公司业务重心扩展至工业烟气治理的建安工程和设备提供领域，药剂销售未持续扩大。**2015年上半年，工业烟气治理整体解决方案与水处理药剂的收入占比分别为98.68%和1.32%。

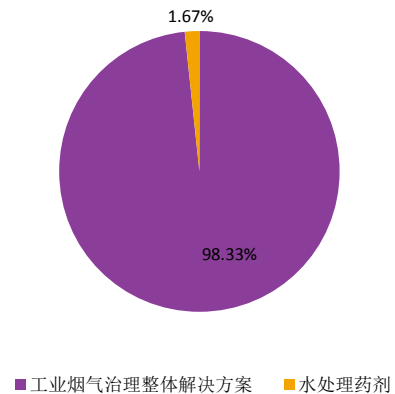


图表4: 2013年-2015年上半年公司营收构成(万元)



资料来源: wind、联讯证券

图表5: 2015年上半年毛利结构(%)

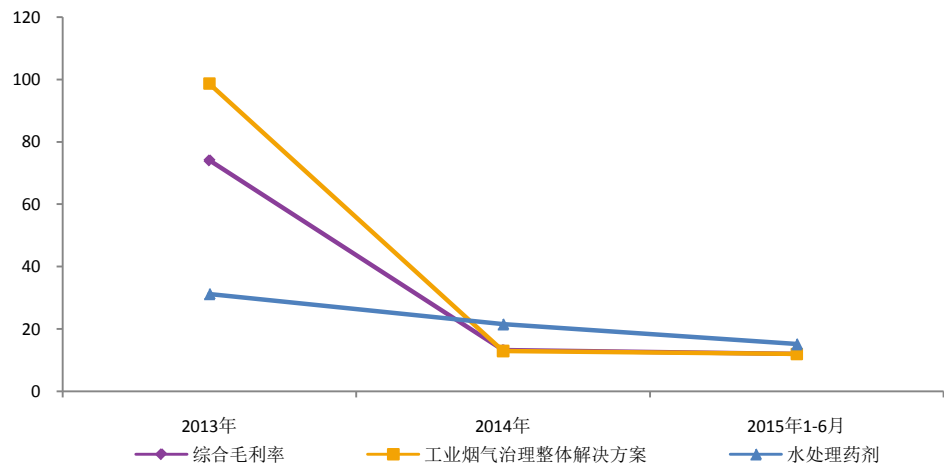


资料来源: wind、联讯证券

从盈利能力来看,公司2013年-2015年上半年综合毛利率分别为74.08%、13.27%、12.04%。2014年公司综合毛利率大幅下降,原因主要是公司在2014年从工业烟气治理技术服务扩展至建安工程与设备销售领域,但2015年6月前,公司由于开展工业烟气治理业务的年限短、资金实力有限、总承包资质不完整,选择与中国电力建设工程咨询有限公司签订战略合作协议,协助其进行项目投标进而获得项目分包,总承包商部分的项目利润由中电建设咨询公司取得。此外,公司为了迅速扩大规模,采取了劳务分包,材料、设备经销的商业模式,让利劳务分包商和材料、设备供应商。上述两原因导致公司毛利率低于同行业对标的上市公司、挂牌公司。

2015年公司主营业务净利润较2014年有了大幅增长,盈利能力得到改善。随着公司获得环保工程总承包业务的资质,以及公司获得国家级高新技术企业认定,带来企业所得税率的降低,公司的综合毛利率有望稳步提升。

图表6: 2013年-2015年上半年公司各业务毛利率(%)



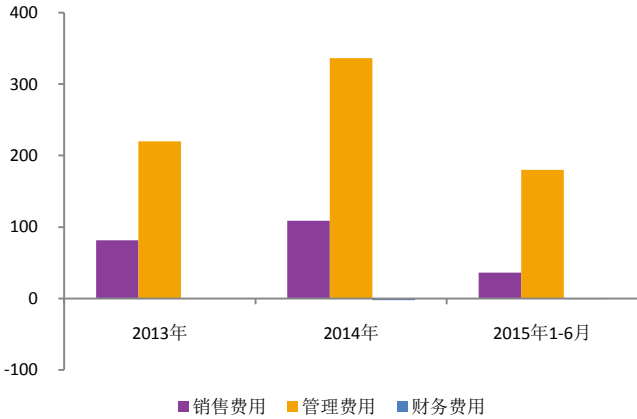
资料来源: wind、联讯证券

2014年公司销售费用为108.93万元,较2013年增长33.94%,主要是增加营销人员和提高薪酬待遇所致。2014年公司管理费用支出为336.17万元,较2013年增长52.74%,上升的原因主要是:2014年公司员工数量和薪资水平提升;随着公司业务规模扩大,2014年度差旅费、办公费、业务招待费支出增加。



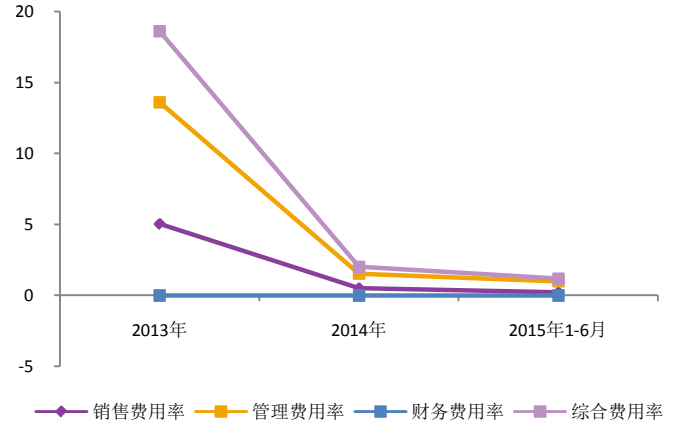
虽然 2014 年公司的期间费用较 2013 年有上涨，但同期营业收入的幅涨更大，使得同期的期间费用率从 18.61% 下降到 2.00%。2015 年上半年，公司期间费用率仅为 1.17%，期间费用率得到了较好的控制。

图表7： 2013 年-2015 年上半年公司期间费用（万元）



资料来源：wind、联讯证券

图表8： 2013 年-2015 年上半年公司期间费用率（%）



资料来源：wind、联讯证券

## 二、烟气治理项目经验丰富

在烟气治理行业，公司因资质齐全、项目经验丰富等优势具有一定市场竞争力。

### （一）项目经验

公司近 2 年来实施了多起大型烟气治理项目，积累了丰富的工程项目和技术经验。

公司具有专业的工业烟气治理项目设计团队，一级注册结构工程师 1 人、注册公用设备工程师（暖通空调）2 人、注册公用设备工程师（给水排水）2 人、注册电气工程师（供配电）1 人。公司通过近一年来多个项目的成功实施积累了成熟的工程项目管理经验，具有二级注册建造师 2 人。

### （二）核心技术

公司自主开发了一套装置内烟气流场模拟的模型，能优化新增烟气治理装置的设备选型和布局设置。同时公司通过专利权转让获得发明专利“烟气脱氮氧化物综合法”。

针对即将到来的脱硝催化剂失活高峰，公司提前进行技术储备，开展 SCR 脱硝催化剂再生处置工艺的研究，该项目目前已从实验室试验阶段进入到工程实践阶段，再生后的催化剂活性可以恢复到 90% 以上。

### （三）研发团队

公司设计、技术、研发部门有专职员工 19 人。

公司总经理张志鸿先生具有丰富工程、技术经验，参与或主持过多项烟气治理领域实用新型和发明专利的研发工作。张志鸿先生在脱硝催化剂再生领域的研究建树可以为公司脱硝催化剂再生工艺的研发和实施工作注入新活力。此外，公司为提前布局水处理领域解决方案业务，聘任在该领域具有丰富工程项目经验和技术研发能力的左永福先生



担任公司水处理研发工程师。

超净排放政策推动了“十三五”期间烟气治理设施的升级改造热潮，但是整个烟气治理行业企业数量众多，行业竞争激烈，项目资源在不断向有巨额资金垫付能力、有技术竞争力、有项目经验的企业聚集。汉唐环保稳步有序推进烟气治理工程项目，初步打造了业内口碑。公司在发展初期依托有实力合作伙伴开展业务，在具备了EPC总承包业务资格后，已于2015年9月签订了金额为1.22亿元的脱硝项目合同，显示了持续的拿单能力。

脱硝催化剂再生技术成亮点，SCR在我国烟气治理市场的占有率高达90%，预计在2016年脱硝催化剂失活将开始呈现爆发式增长。当前催化剂再生领域缺乏技术拉动力，如果公司在该方向上有所突破，将赢得蓝海市场。

### 三、拓展业务领域，向综合环境服务商转型

公司于2015年6月取得环境工程（大气污染防治工程）专项乙级的工程设计资质许可，可作为总承包商直接为客户提供和实施工业烟气的治理解决方案。2016年，公司不断拓展新业务领域，投资、研发储备支持多元化发展。

#### （一）横向业务拓展

在工业烟气治理领域，公司正在与中铝国际工程股份有限公司、陕西环保产业集团有限责任公司、陕西有色冶金矿业集团有限公司等战略客户洽谈合作，拟通过合资设立子公司方式承接相关客户工业烟气治理业务。

#### （二）产业链向上游延伸

公司进军脱硝催化剂再生领域，在技术和人员方面已提前储备。在业务拓展方面，拟率先在陕西省和河北设立脱硝催化剂再生工厂，打造年产4万立方米以上的脱硝催化剂再生产能，并取得《废烟气脱硝催化剂危险废物经营许可证》。

#### （三）污水处理业务布局

公司开展水处理解决方案提供和实施业务，在技术和人员方面已提前储备，包括脱硫废水零排放技术、工业废水深度处理及回用、焦化废水处理技术、有色冶炼废水处理技术、煤化工废水处理工艺、含油废水处理工艺。公司正在申请水污染防治工程专项乙级的设计资质，此外，公司正在与中国石化等战略客户洽谈合作，拟合资设立子公司承接石化行业的水处理业务。

公司通过投资合资公司，承接合作伙伴的烟气治理、水处理项目，证明公司善于把握切入新领域的关键点，为未来的业绩增长奠定了良好基础。公司近期发布了股票定增方案，未来投资扩张预期强烈。现金充裕，增厚了脱硝催化剂再生、水处理领域的外延发展实力。

目前很多环保企业均在拓展多元化布局，特别是原有行业龙头均在积极转型打造环保大平台。只有具备技术+资金+市场的核心竞争力才能引领新领域的谋篇布局。过去2年，公司的业务开展顺利，但市场沉淀时间毕竟较短，技术与业务积累的后发优势能否推动综合转型，有待持续跟踪。



#### 四、盈利预测与估值

根据公司 2016 年 2 月 25 日发布的业绩预告，预计 2015 年 EPS 为 0.47-0.58 元。根据公司的业务情况，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 4,500 万元、6,000 万元、7,300 万元，同比增速分别为 60.71%、33.33%、21.67%。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.84 元、1.13 元、1.37 元。由于公司 2016 年净利润同比增速 60.71%，结合 PEG 指标和新三板的流动性，我们认为给予公司 20-25 倍 PE 较为合理，对应 2016 年合理股价为 16.89-21.11 元/股，给予公司“增持”投资评级。

图表9： 盈利预测

	2014A	2015E <sup>1</sup>	2016E	2017E	2018E
主营收入(万元)	22,102.92	23,500.00	32,000.00	40,000.00	50,000.00
同比	1265.73%	6.32%	36.17%	25.00%	25.00%
净利润(万元)	1,475.59	2,800.00	4,500.00	6,000.00	7,300.00
同比	124.26%	89.75%	60.71%	33.33%	21.67%
EPS(元)	0.28	0.53	0.84	1.13	1.37

注：1.2015 年主营收入与净利润取业绩预告的中位数，分别为 23,500 万元与 2,800 万元。

资料来源：wind、联讯证券

#### 五、风险提示

行业竞争加剧风险、下游客户开工率不足的风险、项目施工进度滞后风险。





## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。