

博奇环保 (2377 HK)

转型成为环保管家

博奇环保是中国生态环境治理行业的领先企业。公司的原业务聚焦于传统火电以及非电领域的大气污染治理，目前正逐步向综合型环保管家转型，为客户提供综合性的工业污水和固废处理服务。基于公司目前较好的资产负债率以及充裕的现金水平，我们预期公司将通过项目并购来加速业务扩张，未来几年将有望驱动公司在收入和盈利两端实现加速增长。

- 2020年盈利表现具备韧性。**2020年受疫情及封城措施影响，公司的烟气治理项目明显延滞并拖累了公司的业务表现。收入同比下降10.4%至16.46亿人民币，主要受烟气治理项目EPC和特许权建造收入下降所致。毛利润则受BOT项目运维收入增加，工业污水处理以及新的节能业务等显著支持下有所增长。主要的费用开支维持良好控制，并在研发费用端增加投入，研发开支同比增长39.4%。公司全年实现净利润人民币2.08亿元，同比增长13.7%，并宣布派发股息每股7.4港仙，对应全年股息派发率为29.4%。
- 加速污水处理业务扩张。**博奇环保积极寻求向污水处理业务转型，主要因1) 随着烟气治理行业渗透率逐步接近100%，业务的发展周期已接近尾声；以及2) 随着工业园区废水零排放要求的提出，将在工业污水处理方面带来新的业务发展机会。公司2019年以人民币3亿元对价收购山西潞宝工业园污水处理中心以介入焦化行业污水处理项目，该项目2020年为公司贡献人民币4,400万毛利，并且毛利率高达48.4%。展望未来，管理层计划通过积极的并购策略加速污水处理业务的扩张，具体并购目标将针对工业污水处理细分市场。
- 发展新思路。**博奇环保2020年通过与天津铁厂签署能源管理合同(EMC)形式开发了一项新的节能业务，该项目总投资人民币2.78亿元。项目利用企业的干熄焦实现余热发电，并将电力返销天津铁厂。除EMC合同以外，博奇也正积极物色几个新的环保细分市场项目机遇，包括油田固废及水泥窑协同处置等。我们预料公司将在上述几个细分领域将获得新项目并实现持续业务扩张。
- 有足够的财务空间支持未来业务发展。**博奇的财务管理审慎且稳健，在2020年实现正向自由现金流，并维持净现金水平。我们认为公司具备空间增加杠杆率以支持其项目并购扩张策略。此外，公司在4月份对合格员工授予312万股期权，行权期覆盖未来4年。我们认为新的项目并购以及员工激励计划将有望驱动公司未来盈利增长。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20A
营业收入(百万元人民币)	1,745	1,836	1,646
净收入(百万元人民币)	395	183	208
每股盈利(元人民币)	0.44	0.18	0.21
每股盈利变动(%)	n/a	-58.8	15.5
市场平均盈利预测(人民币)	n/a	n/a	n/a
市盈率(倍)	3.6	8.8	7.7
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7
股息率(%)	4.7	1.6	3.8
股本回报率(%)	20.4	8.0	8.6
净负债(%)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券

未评级

当前股价

HK\$1.93

中国环保行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	1,954
3月平均流通量(百万港元)	7.01
52周内股价高/低(港元)	2.8/1.0
总股本(百万)	1,007

资料来源：彭博

股东结构

曾之後	21.57%
程里全	16.73%
New Asia Ltd	15.11%
流通股	28.10%

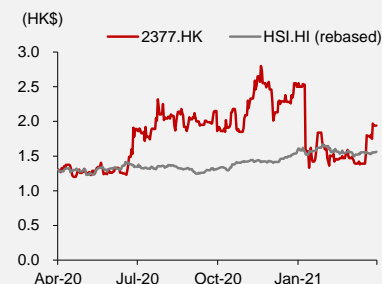
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	32.0%	31.5%
3-月	-22.4%	-21.0%
6-月	4.3%	-12.1%
12-月	48.5%	24.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：Deloitte

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。