

# 齊合環保 (976 HK)

## 業務逐漸復蘇，追尋新的業務增長點

齊合環保集團（簡稱“齊合環保”）是全球最大的金屬廢棄物回收上市企業之一。公司的業務遍及亞洲、歐洲以及北美。我們近期就公司的業務復蘇之路與齊合環保管理層進行了交流。我們認為公司的存量金屬回收業務正在重回正軌，並在中國通過與中國宏橋（1378 HK, 買入）成立合資公司培育新的業務增長點。目前公司的交易市值僅為 0.33 倍市淨率，對於即將來臨的基本面改善，我們認為公司值得獲得價值重估機遇。我們建議投資者可以將齊合環保納入跟蹤觀察。

- 全球金屬回收領先企業。**齊合環保在 2016 年收購了德國舒爾茨集團（舒爾茨），該公司累積了 150 多年環保回收的專業知識。自此，公司成為全球最大的金屬廢棄物回收上市企業之一，在黑色金屬、有色金屬、報廢汽車、電子廢料、鋁廢料及再生鋁錠等方面具有廣泛的業務。截至 2020 年，公司在亞洲、歐洲和美洲擁有 200 多個加工廠和堆場。
- 業務重歸正軌。**齊合環保在 2019-20 年經歷了盈利波動，主要是由於 1) 中國政府調整了固體廢棄物進口政策；以及 2) 新冠疫情所帶來的經濟及區域封鎖影響。公司董事會於 2020 年更換了管理團隊，新的團隊銳意進行了業務重組，包括 1) 將依賴進口廢料為主的中國業務單元轉移到馬來西亞、印度、泰國等東南亞國家；並且 2) 剝離在美國西南地區的業務，以進一步提高整體業務效率。經過上述調整，公司一季度稅後利潤已自 1Q20 虧損 3,350 萬港元反轉至 1Q21 盈利 5,700 萬港元。我們相信公司的廢金屬回收業務已逐步重回正軌。
- 中國業務尋求新的增長點。**我們相信中國的碳中和發展策略將會為推動中國的金屬環保回收產業，並為公司培育新的增長點帶來良好的機遇。公司的全資子公司舒爾茨與中國宏橋在山東省建立合資公司，以發展年回收 10 萬輛報廢汽車以及 50 萬噸再生鋁生產項目。公司自 2021 年 2 月份已啟動項目建設，計畫於 2021 年底產出第一罐鋁水，並在 2022 年實現一期項目產量爬坡（報廢車回收 5 萬輛及 20 萬噸再生鋁）。
- 正值重估機遇。**我們相信公司目前正在形成雙重催化劑以驅動價值重估。一方面，公司的存量業務的盈利能力正在逐步復蘇，在目前較好的大宗商品價格背景下有望實現盈利端強勁反彈；另一方面，我們認為公司與中國宏橋的山東合營專案的進展情況將增強市場對於公司盈利增長預期。年初至今，公司股價已實現強勁反彈，然而目前估值僅為 0.33 倍市淨率。我們認為齊合環保具備充分的價值重估空間。
- 主要風險：**控股股東的債務償還壓力；市場交易流動性不足。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
營業收入(百萬港元)	3,211	18,491	20,913	15,363	13,368
同比增長 (%)	n/a	475.8	13.1	(26.5)	(13.0)
淨利潤(百萬港元)	(440)	427	401	(129)	(848)
每股盈利(港元)	(0.27)	0.27	0.25	(0.08)	(0.53)
同比增長 (%)	n/a	n/a	(0)	n/a	n/a
市場預測每股盈利(港元)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
市盈率(倍)	n/a	3.4	3.6	n/a	n/a
市帳率(倍)	0.36	0.29	0.28	0.30	0.33
股息率 (%)	nil	nil	nil	nil	nil
股本回報率 (%)	-10.7	8.4	7.8	-2.6	-18.9
淨負債率	81.6	62.7	59.7	40.7	30.9

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

未評級

目標價

HK\$0.91

### 中國環保行業

蕭小川

(852) 3900 0838

robinxiao@cmbi.com.hk

### 公司資料

市值(百萬港元)	1,461
3月平均流通量(百萬港元)	3.0
52周內股價高/低(港元)	1.08/0.18
總股本(百萬)	1,605

資料來源：彭博

### 股東結構

塗建華	60.95%
張明傑	8.94%
流通股	30.11%

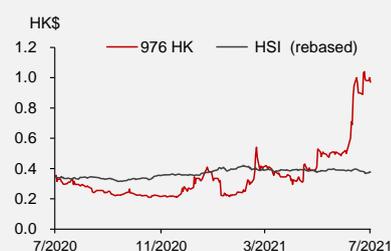
資料來源：港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	94.0%	101.4%
3-月	193.9%	205.7%
6-月	189.6%	196.9%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：PwC

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告  
本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其公司與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第四9(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。