

博奇環保 (2377 HK)

轉型成爲環保管家

博奇環保是中國生態環境治理行業的領先企業。公司的原業務聚焦於傳統火電以及非電領域的大氣污染治理，目前正逐步向綜合型環保管家轉型，爲客戶提供綜合性的工業污水和固廢處理服務。基於公司目前較好的資產負債率以及充裕的現金水平，我們預期公司將通過項目併購來加速業務擴張，未來幾年將有望驅動公司在收入和盈利兩端實現加速增長。

- 2020年盈利表現具備韌性。**2020年受疫情及封城措施影響，公司的煙氣治理項目明顯延誤并拖累了公司的業務表現。收入同比下降10.4%至16.46億人民幣，主要受煙氣治理項目EPC和特許權建造收入下降所致。毛利潤則受BOT項目運維收入增加，工業污水處理以及新的節能業務等顯著支持下有所增長。主要的費用開支維持良好控制，并在研發費用端增加投入，研發開支同比增長39.4%。公司全年實現淨利潤人民幣2.08億元，同比增長13.7%，并宣布派發股息每股7.4港仙，對應全年股息派發率爲29.4%。
- 加速污水處理業務擴張。**博奇環保積極尋求向污水處理業務轉型，主要因1) 隨著煙氣治理行業滲透率逐步接近100%，業務的發展周期已接近尾聲；以及2) 隨著工業園區廢水零排放要求的提出，將在工業污水治理方面帶來新的業務發展機會。公司2019年以人民幣3億元對價收購山西潞寶工業園污水處理中心以介入焦化行業污水治理項目，該項目2020年爲公司貢獻人民幣4,400百萬毛利，并且毛利率高達48.4%。展望未來，管理層計劃通過積極的併購策略加速污水治理業務的擴張，具體併購目標將針對工業污水治理細分市場。
- 發展新思路。**博奇環保2020年通過與天津鐵廠簽署能源管理合同(EMC)形式開發了一項新的節能業務，該項目總投資人民幣2.78億元。項目利用企業的幹熄焦實現餘熱發電，并將電力返銷天津鐵廠。除EMC合同以外，博奇也正積極物色幾個新的環保細分市場項目機遇，包括油田固廢及水泥窯協同處置等。我們預料公司將在上述幾個細分領域將獲得新項目并實現持續業務擴張。
- 有足够的財務空間支持未來業務發展。**博奇的財務管理審慎且穩健，在2020年實現正向自由現金流，并維持淨現金水平。我們認爲公司具備空間增加杠桿率以支持其項目併購擴張策略。此外，公司在4月份對合資格員工授予312萬股期權，行權期覆蓋未來4年。我們認爲新的項目併購以及員工激勵計劃將有望驅動公司未來盈利增長。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20A
營業收入(百萬元人民幣)	1,745	1,836	1,646
淨收入(百萬元人民幣)	395	183	208
每股盈利(元人民幣)	0.44	0.18	0.21
每股盈利變動(%)	n/a	-58.8	15.5
市場平均盈利預測(人民幣)	n/a	n/a	n/a
市盈率(倍)	3.6	8.8	7.7
市淨率(倍)	0.7	0.7	0.7
股息率(%)	4.7	1.6	3.8
股本回報率(%)	20.4	8.0	8.6
淨負債(%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券

未評級

當前股價

HK\$1.93

中國環保行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	1,954
3月平均流通量(百萬港元)	7.01
52周內股價高/低(港元)	2.8/1.0
總股本(百萬)	1,007

資料來源：彭博

股東結構

曾之後	21.57%
程裏全	16.73%
New Asia Ltd	15.11%
流通股	28.10%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	32.0%	31.5%
3-月	-22.4%	-21.0%
6-月	4.3%	-12.1%
12-月	48.5%	24.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：Deloitte

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它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并不時自行及/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信息，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49(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，未在美國金融業監督局(“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士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息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，并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。