

碧瑶绿色集团 (1397 HK)

2016年10月12日

开拓新机会的雄心壮志

继最近拜访香港主要环境服务供应商碧瑶绿色集团(“碧瑶”)管理层之后,公司在香港市场寻求突破以及进军中国大陆市场的决心令我们印象深刻。我们相信该公司实现其扩张计划之后,应被赋予更高的估值。

- **香港主要环境服务供应商。**碧瑶是一家香港地区的主要环境服务供应商,从事(1)清洁;(2)园艺;(3)虫害管理以及(4)废物处理及回收服务。
- **香港市场的突破。**在当前业务前景稳定的背景下,碧瑶在香港市场寻求机会,如成功推出专业清洁服务。
- **向中国大陆扩张。**碧瑶也期望在中国大陆发掘新的机会,包括获取(1)环境服务合约,及(2)垃圾发电项目。
- **相对同业估值折让。**碧瑶目前股价对应15.0倍历史市盈率,远低于香港上市同业的33.6倍的平均水平。我们认为估值的折让可以通过公司当前业务前景相对同业比较稳定来解释。不过,当公司的扩张计划落地时,估值将得到提升。
- **关键风险。**(1)本地成本上升;(2)潜在项目的应收账款风险;以及(3)项目开发的运营风险。

投资总结

年结于12月31日	2013	2014	2015
营业收入(百万港元)	821	1,029	1,225
变化(%)	27.4	25.3	19.1
净利润(百万港元)	63	18	24
变化(%)	116.4	(71.7)	36.2
每股收益(港元)	不适用	0.05	0.06
变化(%)	不适用	不适用	24.3
市盈率(倍)	不适用	18.6	15.0
每股经营现金流(港元)	不适用	0.05	0.12
市净率(倍)	不适用	1.92	1.74
EV/EBITDA(倍)	4.8	7.9	6.7
每股股息(港元)	不适用	0.01	0.02
息率(%)	不适用	1.5	2.0

注:2013财年和2014财年确认了出售收益和IPO费用。
资料来源:公司

香港及内地 / 环保

无评级

股价	目标价	升/跌
0.87 港元	不适用	不适用

(截至2016年10月11日)

周健锋

(852) 2106 8306
patrick.chow@ebscn.hk

52周股价范围(港元)	0.75-1.11
股息率(%)	1.95

最新重要资料

流通股数(百万股)	114
占总股本比例(%)	27.4
流通市值(百万港元)	99
12个月内日成交额(百万港元)	0.14
12个月内波动(%)	42.4
2016-18财年PEG预测	不适用
2016财年平均净资产收益率预测	不适用
2016财年年净率预测	不适用
2016财年净负债/股东权益预测	不适用

股价表现(%)

	1个月	本年	12个月
绝对值	(1.1)	(13.0)	(2.2)
相对恒生国企指数	1.4	(14.5)	3.5

持股结构(%)

吴永康	66.40
Rays Capital Partners	6.97
吴玉群	6.02

股价走势图



资料来源:彭博

开拓新机会的雄心壮志

香港主要的环境服务供应商

我们已于近期拜访了碧瑶绿色集团（“碧瑶”）的管理层（行政总裁和财务总监）。该公司成立于 1980 年，2014 年在港交所上市，是一家香港地区的主要环境服务供应商，从事 (1) 清洁；(2) 园艺；(3) 虫害管理以及(4)废物处理及回收服务。据市场调查咨询机构 Ipsos 称，2013 年碧瑶是香港排名第一的环境服务供应商，按收入计算，其市场份额为 14.3%。

清洁是公司的主要业务分部，分别在 2015 财年和 2016 财年贡献了 74.4%和 73.9% 的销售额。园艺是其第二大业务，2015 财年和 2016 财年贡献了 17.0%和 17.3% 的总销售额。废物处理及回收业务为第三大业务，涉及到 (1) 替香港特区政府收集如塑料、纸、金属、玻璃及保密材料等废物和可回收品；(2) 废物分类和处理；以及 (3)已处理废物的转售。

清洁服务合约大多数通过投标获得，一般按特定期限，如两到三年，以固定收费签约。合同期间即便劳动成本上升，也不得调整收费。

图 1: 销售额明细

年结于 12 月 31 日 (占总额%)	2013	2014	2015	1H15	1H16
清洁	67.2	71.4	74.4	74.2	73.9
园艺	16.8	14.0	11.8	11.7	10.8
虫害管理	9.1	8.2	6.6	7.3	4.7
废物处理及回收	6.9	6.5	7.3	6.8	10.6
总计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源: 公司

图 2: 按业务分部划分的毛利率

年结于 12 月 31 日 (%)	2013	2014	2015	1H15	1H16
清洁	8.3	8.1	6.0	7.4	7.3
园艺	17.0	17.3	17.0	17.8	17.3
虫害管理	8.1	8.5	7.5	8.6	11.9
废物处理及回收	14.9	10.4	11.2	11.5	14.0
总计	10.2	9.5	7.7	9.0	9.3

资料来源: 公司

拓展新机会

碧瑶的所有业务目前均位于香港。香港特区政府、公共机构和公用事业企业，都是公司主要的客户群，分别占其 2016 年上半年总销售额的 67.3%、8.9%和 5.1%，总占比为 81.3%。

这些客户群非常稳固，但却缺乏快速的业务增长。我们因而认为公司当前的业务前景是稳定的。因此，公司寻求发掘新机会，以开拓新的收入驱动力，包括(1)在香港推出新业务；以及 (2) 向中国大陆扩张。

香港市场的突破

碧瑶已经在香港市场获得一些突破。公司已获得一些专业清洁服务合约，如飞机内部清洁合约。公司此前通过和一家葡萄牙企业合作参与了一个政府废物转运站管理合约的投标。尽管最终未能获得该合约，参与投标有助于增强公司的业务经验。

向中国大陆市场扩张

碧瑶也期望通过与当地合作伙伴的合作获得 (1) 环境服务合约，及 (2) 垃圾发电项目，从而向中国大陆市场扩张。

我们认为公司在香港环境服务业务领域的丰富经验将有助于支持公司未来在中国大陆的类似行业获得成功。不过，由于在垃圾发电业务领域没有往绩记录，碧瑶必须更努力地参与该项业务。

估值

相对同业估值折让

香港上市的环境服务供应商同业数量极少。由于业务性质在一定程度上类似，我们也选取物业管理运营商作为同业进行估值比较。

碧瑶目前股价对应 15.0 倍历史市盈率，远低于香港上市同业的 33.6 倍的平均水平。我们认为估值的折让可以通过公司当前业务前景相对同业比较稳定来解释。不过，当公司扩张计划落地时，其估值将得到提升。

图 3: 同业比较

股票	代码	价格 (本地货币)	市值 (百万港元)	年结于	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			息率 (%)			净负债/股东 权益 (%) Y ₀
					Y ₀	Y ₁	Y ₂	Y ₀	Y ₁	Y ₂	Y ₀	Y ₁	Y ₂	
碧瑶绿色集团	1397 HK	0.87	361	12/2015	15.0	不适用	不适用	1.66	不适用	不适用	2.0	不适用	不适用	53.7
环境服务 / 物业管理														
综合环保集团	923 HK	0.18	882	03/2016	不适用	不适用	不适用	0.76	不适用	不适用	0.0	不适用	不适用	NC
博大绿泽	1253 HK	1.45	4,795	12/2015	25.1	20.9	13.9	7.50	5.98	4.65	0.9	不适用	不适用	3.7
彩生活	1778 HK	5.91	5,911	12/2015	30.4	16.9	13.0	4.06	3.43	2.86	1.6	2.0	2.6	14.2
中海物业	2669 HK	1.61	5,292	12/2015	45.2	不适用	不适用	8.39	不适用	不适用	0.7	1.3	1.8	NC
绿城服务	2869 HK	2.82	7,833	12/2015	不适用	22.2	17.4	不适用	不适用	不适用	0.0	1.1	1.4	NC
均值					33.6	20.0	14.8	5.18	4.70	3.75	0.7	1.4	1.9	9.0
垃圾发电														
光大国际	257 HK	9.33	41,824	12/2015	20.1	15.9	12.8	2.38	2.18	1.95	2.0	2.3	2.8	50.0
绿色动力环保	1330 HK	3.98	4,159	12/2015	15.7	11.3	8.5	1.49	1.34	1.18	0.9	1.2	1.6	56.6
粤丰环保	1381 HK	3.63	7,384	12/2015	26.7	19.0	14.2	3.11	2.65	2.26	0.0	0.6	0.9	41.6
均值					20.8	15.4	11.8	2.33	2.05	1.80	1.0	1.4	1.7	49.4
总均值					27.2	17.7	13.3	3.75	3.38	2.77	0.8	1.4	1.8	29.2

资料来源: 公司、彭博 (市场一致预期)

公司简介

碧瑶绿色集团（“碧瑶”）是香港地区领先的环境服务供应商，从事清洁、园艺、虫害管理以及废物处理和回收服务。

损益表（合并报表）

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2013	2015	2015
销售额	821	1,029	1,225
- 清洁	552	735	911
- 园艺	138	144	144
- 虫害管理	75	84	81
- 废物处理及回收	57	66	89
销售成本	(737)	(930)	(1,130)
毛利	84	98	95
其它收入 (利息收入除外)	4	3	5
出售所得	27	0	0
生物资产的公允价值变动	0	0	1
上市费用	(2)	(13)	0
销售及市场推广开支	(0)	(2)	(2)
行政开支	(34)	(53)	(62)
营运溢利	79	33	36
利息收入	0	0	0
财务成本	(8)	(8)	(8)
联营/合营公司业绩份额	0	0	0
税前利润	70	25	29
税费	(8)	(7)	(5)
税后利润	63	18	24
少数股东权益	0	0	0
净利润	63	18	24
息税折旧摊销前利润	92	52	61
息税前利润	79	33	36
每股盈利 (港元)	不适用	0.047	0.058
每股股息 (港元)	不适用	0.013	0.017

资料来源：公司

现金流量表（合并报表）

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2013	2014	2015
经营活动现金流	6	21	51
净利润	63	18	24
折旧与摊销	14	19	25
营运资本变动	(48)	(25)	(10)
其它	(22)	9	12
投资活动现金流	35	(29)	4
资本性支出净额	35	(22)	2
其它	0	(7)	2
自由现金流	167	48	68
融资活动现金流	(2)	33	(25)
股本变动	0	105	0
债务变动净额	31	(5)	19
支付股息	0	(32)	(5)
其它	(32)	(35)	(39)
净现金流	39	25	29

资料来源：公司

资产负债表（合并报表）

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2013	2014	2015
总资产	394	518	565
流动资产	246	326	385
现金及现金等价物	36	61	90
生物资产	0	0	7
贸易应收款项	194	245	270
预付款项、按金及其它应收款项	11	15	13
存货	4	4	5
其它	0	1	0
非流动资产	147	192	180
固定资产净额	135	172	162
金融资产	12	13	13
其它	0	7	5
总负债	297	330	358
流动负债	230	257	296
短期借款	112	110	126
贸易应付账款	16	17	24
应计费用及其它应付款项	77	105	121
其它	24	25	26
非流动负债	67	73	61
长期借款	9	7	9
其它非流动负债	58	66	52
权益总额	97	188	207
股东权益	97	188	207
少数股东权益	-	-	-
权益及负债总额	394	518	565
净现金 / (负债)	(85)	(55)	(45)
营运资本	16	69	89
运用资本总额	164	260	268
股东及少数股东权益	97	188	207
净负债率 (%)	87.9	29.3	21.8

资料来源：公司

主要财务指标

年结于 12 月 31 日	2013	2014	2015
增长率 (%)			
收益	27.4	25.3	19.1
息税折旧摊销前利润	71.3	(43.3)	16.2
息税前利润	86.2	(57.6)	8.7
净利润	116.4	(71.7)	36.2
每股收益	不适用	不适用	24.3
利润率 (%)			
毛利率	10.2	9.5	7.7
息税折旧摊销前利润率	11.2	5.1	5.0
息税前利润率	9.6	3.2	3.0
净利润率	7.6	1.7	2.0
其它 (%)			
实际税率	11.2	29.3	16.2
派息比率	不适用	27.8	29.3
资本回报率	不适用	6.8	9.0
平均净资产收益率	不适用	12.4	12.2
平均资产收益率	不适用	3.9	4.5
利息覆盖倍数 (倍)	9.5	4.0	4.8

资料来源：公司

中国光大资料研究有限公司证券评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

披露事项

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益（包括持股），与有关上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

分析员保证

负责制备本报告的分析员谨此保证：-

本报告谨反映分析员对调研标的公司及/或相关证券的个人观点及意见；分析员的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析员并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析员没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析员并非本报告的调研标的公司的主管及董事。

免责声明

本报告由中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告期内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告期内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人仕。中国光大资料研究有限公司并不会对任何人仕因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产，未经本公司事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货事务监察委员会所监管，并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址：香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 24 楼

联络电话：(852) 2106-8101