

Company Report

China Merchants Securities (HK) Co. Ltd
Hong Kong Equity Research

Canvest (1381 HK)

Results in-line, expansion has started

■ New construction projects proceeding smoothly, order increasing fast, 5000t/d new capacity to be added in 2015E

■ Business is growing fast, we expect 2015/16E net profit to increase 72%/29% YoY

■ Revised up TP from HK\$ 2.90 to HK\$ 3.85, maintain BUY

What's new

Canvest reported 2014 revenue of HK\$793mn (+104% YoY) and net profit of HK\$ 191mn (+46% YoY), in line with our HK\$196mn estimate.

Our views

Projects under construction & tech upgrade are proceeding fast.

Both Eco-tech's tech upgrade and Zhanjiang(project 1 &2)new project construction are expected to be finished and begin operation in 3Q15. Zhanjiang projects have comprehensive solid waste classification & collection system and sufficient material supply.

Expansion has started, we expect Canvest to add 5000t/d new capacity this year. External expansion began after adequately funded by IPO, and a 5000t/d new capacity is to be added this year. In practicing due diligence, we believe Canvest will apply high standard to balance growth from organic expansion and M&A. The newly acquired 1500t/d Dongguan Yuefeng project is expected to start construction in 2H15, and we believe more projects will be announced by then.

Valuation

We revised up 2015-17E earnings estimates by 9-40%. We revised up 2015-17E waste processing capacity from 7.8% to 31.3%, and waste processing volume from 2.9% to 19.6%, to factor in newly added capacity from Zhanjiang project 2 and Dongguan Yuefeng's 1500ton project. Accordingly, we raised 2015-17E earnings by 1-18%, 2015-17 net profit by 9-40% to HK\$ 329mn/425mn/436mn. Based the above adjustments, we revised up DCF-based TP to HK\$ 3.85, implying 23x 2015E P/E.

Key risks

M&A is not completed on time.

Financials

RMB mn	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	390	794	1,175	916	1,010
Growth (%)	1%	103%	48%	-22%	10%
Net profit	131	191	329	425	436
Growth (%)	4%	46%	72%	29%	3%
EPS (RMB)	19%	8%	12%	14%	12%
DPS (RMB)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	49.3	33.8	19.6	15.2	14.8
P/B (x)	9.6	2.8	2.4	2.1	1.8
ROE (%)	19%	8%	12%	14%	12%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Li Xiang

86-755-82943045

Lixiang5@cmschina.com.cn

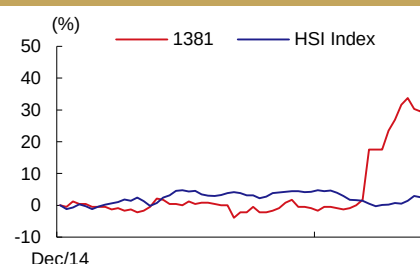
WHAT'S NEW

TP/estimate upgraded

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$3.18
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$3.85 (+19%)
Previous	HK\$2.90

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
1381 HK	35.7	NA	NA
HSI	(1.4)	2.8	14.3

Industry Environmental Protection

Hang Seng Index	24495
HSCEI	12178

Key Data

52-week range (HK\$)	2.22-3.28
Market cap (HK\$ mn)	6460
Avg. daily volume (mn)	7.81
BVPS (HK\$)	1.16

Shareholdings Structure

Harvest Vista Company Limited	65.1%
HSBC International Trustee Limited	65.1%
AEP Green Power, Limited	5.2%
No. of shares outstanding (mn)	2000
Free float	25%

公司报告

招商证券(香港)有限公司

粤丰环保 (1381 HK)

业绩符合预期, 成长空间开启

- 在建项目推进顺利, 订单快速增长, 预计公司2015年新增处理能力5000吨/日
- 业绩快速成长, 预计公司2015/16年净利润同比增长72%/29%
- 上调目标价自2.90港元上调至3.85港元, 维持买入评级, 我们的目标价对应的2015年PE为23x

事件

粤丰环保2014年实现营业收入7.93亿港元, 同比增长104%, 实现净利润1.91亿港元, 同比增长46%, 公司全年业绩和我们预计的1.96亿港元基本一致。

我们的解读

在建和技改项目推进顺利。东莞科伟技改预计今年三季度完工并顺利投产, 公司同时启动了湛江项目一期和二期的建设, 预计也将在今年三季度完工并投产, 目前这两个项目的垃圾配套收运体系完善, 原料供给充足。

扩张启动, 预计今年公司将新增5000吨/日处理能力。在IPO募集资金到位后, 公司外部扩张启动, 公司目前有众多潜在收购项目在洽谈中, 预计2015年公司将新增5000吨/日垃圾处理能力, 在扩张和并购项目质量之间公司将维持平衡, 项目审核严格。目前公司新获取的东莞1500吨/日项目预计将于今年下半年启动建设, 我们预计下半年将有更多项目公布。

盈利预测及估值

上调2015-17年业绩预测9%-40%。上调2015-17年垃圾处理能力7.8%-31.3%, 上调2015-17年垃圾处理量2.9%-19.6%, 反映湛江项目二期和东莞新获取的1500吨项目的影响。相应的, 我们将公司2015-17年营收上调1%-18%, 上调公司2015-17年净利润9%-40%至3.29/4.25/4.36亿港元。在上调业绩预测后, 我们相应的上调了DCF目标价至3.85港元, 维持买入评级。我们的目标价对应23倍的2015年市盈率, 稍稍高出行业龙头光大国际的22x2015年市盈率。

风险因素: 公司外部项目拓展受阻

盈利预测及估值

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	390	794	1,175	916	1,010
同比增长(%)	1%	103%	48%	-22%	10%
净利润	131	191	329	425	436
同比增长(%)	4%	46%	72%	29%	3%
每股盈利(元)	19%	8%	12%	14%	12%
每股股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	49.3	33.8	19.6	15.2	14.8
市净率(X)	9.6	2.8	2.4	2.1	1.8
ROE(%)	19%	8%	12%	14%	12%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

李想

86-755-82943045

Lixiang5@cmschina.com.cn

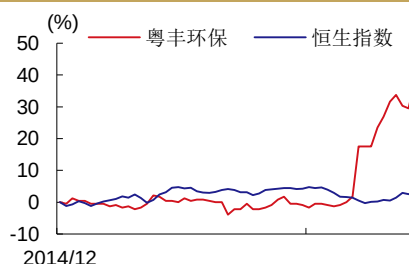
最新变动

目标价/EPS 上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$3.18
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$3.85 (+19%)
前次目标价:	HK\$2.90

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1381 HK	35.7	NA	NA
HSI	(1.4)	2.8	14.3

行业: 环保

恒生指数	24495
国企指数	12178

重要数据

52周股价区间(港元)	2.22-3.28
港股市值(百万港元)	6460
日均成交量(百万股)	7.81
每股净资产(港元)	1.16

主要股东

黎健文	65.1%
Harvest Vista Company Limited	65.1%
臻达发展有限公司	65.1%
HSBC International Trustee Limited	65.1%
总股数(百万股)	2000
自由流通量	25%

公司目前项目推进顺利。湛江项目进度快于预期，该项目采取了一期和二期同时开工启动的模式，预计今年3季度即将投产。新获取的东莞1500吨项目预计也将于今年三季度开工，并于2016年投产。

我们在模型中加入了湛江项目二期和新获取的东莞1500吨项目的影响，上调了公司2015-17年的垃圾处理能力和处理量预测。

上调垃圾处理能力预测

	调整前			调整后			% diff		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
垃圾处理能力	6,400	6,400	6,400	6,900	6,900	8,400	7.8%	7.8%	31.3%
垃圾处理量	1,577	2,281	2,281	1,623	2,481	2,728	2.9%	8.8%	19.6%
发电量	643	916	916	659	987	1,090	2.5%	7.7%	19.0%
平均单位处理费	108	105	105	108	103	94	-0.7%	-1.8%	-10.7%

来源：招商证券（香港）预测

在调整完经营数据预测后，我们相应的也调整了公司2015-17年的业绩预测，我们将公司2015-17年的净利润预测上调了9%-40%。

相应的上调2015-17年业绩预测

	调整前			调整后			% diff		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,161	856	856	1,175	916	1,010	1.2%	7.0%	18.0%
EBIT	452	513	493	465	567	632	2.8%	10.5%	28.2%
净利润	302	363	311	329	425	436	9.0%	17.0%	40.2%
EPS	0.15	0.18	0.16	0.16	0.21	0.22	9.0%	17.0%	40.2%

来源：招商证券（香港）预测

估值：上调目标价至3.85港元

我们采用DCF绝对估值法推导粤丰环保的目标价，得出公司的12个月目标价为3.85港元，潜在回报空间为20%。我们的目标价对应的2015年市盈率和市净率分别为23倍和2.9倍。

DCF目标价推导

我们采用DCF绝对估值法推导粤丰的目标价格，采用的主要假设和计算过程如下：

关键参数假设

关键参数假设	
无风险利率 (%)	3.5%
贝塔系数	0.78
风险溢价 (%)	10.4%
债务成本 (税前) (%)	6.5%
税率 (%)	15.0%
权益成本 (%)	11.6%
目标债务比率 (%)	40.0%
加权平均资本成本 (%)	9.2%
永续增长率 (%)	2.0%

资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

DCF推导

港币：百万元		2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	百万元	297	465	567	632	706	696	685
减：所得税	百万元	-27	-33	-39	-81	-92	-91	-148
减：资本支出	百万元	-160	-250	-70	-70	-70	-70	-70
减：营运资本变动	百万元	-3	-664	-55	-3	-3	-0	-0
加：折旧	百万元	98	122	162	163	166	169	172
自由现金流	百万元	205	-360	565	641	708	705	639
折现因子		1.00	1.09	1.19	1.30	1.42	1.55	1.70
自由现金流现值	百万元	205	-329	474	492	498	454	377
显性预测价值	百万元	7,513						
终值价值的现值	百万元	7,513						
减：净债务(现金)	百万元	-299						
减：少数股东权益	百万元	103						
权益价值	百万元	7,709						
已发行股数	百万股	2,000						
每股价格	HK\$	3.85						

来源：公司资料，招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	389	1,567	1,893	2,356	2,924
现金	50	1,328	1,480	1,964	2,513
短期银行存款	127	127	127	127	127
可供出售金融资产	46	-	46	46	46
应收款项	68	71	196	178	196
其它应收款	90	32	32	32	32
存货	2	1	6	3	3
其他	6	8	6	6	6
非流动资产	851	2,201	2,769	2,677	2,584
土地使用权	171	167	167	167	167
物业、厂房及设备	472	530	951	966	978
无形资产	181	1,271	827	751	676
其他	27	233	823	793	763
资产总计	1,241	3,768	4,662	5,033	5,508
流动负债	154	468	483	407	423
短期借款	88	253	253	253	253
应付账款	64	213	228	153	168
当期所得税负债	3	2	2	2	2
其他	0	0	0	0	0
长期负债	324	882	1,382	1,382	1,382
长期借款	294	776	1,276	1,276	1,276
其他	31	106	106	106	106
负债合计	479	1,349	1,865	1,789	1,805
股本	0	20	20	20	20
储备	676	2,295	2,624	3,049	3,485
少数股东权益	86	103	153	175	198
归属于母公司所有者权益	676	2,315	2,644	3,069	3,505
负债及权益合计	1,241	3,767	4,662	5,033	5,508

现金流量表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	221	365	-110	635	711
净利润	148	235	412	486	540
折旧摊销	42	98	122	162	163
财务费用	27	67	54	81	92
营运资金变动	29	-3	-664	-55	-3
其它	-25	-33	-33	-39	-81
投资活动现金流	-209	-269	-400	-70	-70
资本支出	-33	-275	-400	-70	-70
其他投资	-176	6	0	0	0
筹资活动现金流	-8	1,398	446	-81	-92
借款变动	-103	0	500	0	0
普通股增加	0	1,120	0	0	0
其他	95	278	-54	-81	-92
现金净增加额	4	1,493	-63	484	549

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

利润表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	390	794	1,175	916	1,010
营业成本	-188	-452	-682	-326	-335
毛利	203	342	492	590	675
SG&A	-42	-97	-81	-92	-101
其他业务收入	14	51	54	69	58
其他亏损	-1	0	0	0	0
EBIT	174	297	465	567	632
净利息费用	-26	-62	-54	-81	-92
税前利润	148	235	412	486	540
所得税	-17	-27	-33	-39	-81
利润总额	131	208	379	447	459
少数股东损益	0	17	50	22	23
归属于母公司净利润	131	191	329	425	436
EPS	0.07	0.10	0.16	0.21	0.22

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	1%	103%	48%	-22%	10%
营业利润	-6%	71%	57%	22%	11%
净利润	4%	46%	72%	29%	3%
获利能力					
毛利率	52%	43%	42%	64%	67%
净利率	34%	24%	28%	46%	43%
ROE	19%	8%	12%	14%	12%
ROIC	18%	9%	13%	14%	13%
偿债能力					
资产负债率	39%	36%	40%	36%	33%
净负债比率	49%	-13%	2%	-14%	-28%
流动比率	2.5	3.4	3.9	5.8	6.9
速动比率	2.5	3.4	3.9	5.8	6.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
存货周转率	118.8	890.8	120.0	120.0	120.0
应收帐款周转率	5.7	11.2	6.0	5.1	5.1
应付帐款周转率	6.1	3.7	5.1	6.0	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.07	0.10	0.16	0.21	0.22
每股经营现金	0.11	0.18	-0.05	0.32	0.36
每股净资产	0.34	1.16	1.32	1.53	1.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	49.3	33.8	19.6	15.2	14.8
PB	9.6	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	29.9	16.4	11.0	8.9	8.1

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828