

2009 年 03 月 14 日

市场数据(人民币)

市价(元)	9.28
已上市流通A股(百万股)	194.52
总市值(百万元)	2,515.51
年内股价最高最低(元)	11.05/7.00
沪深 300 指数	2205.42
上证指数	2128.85
2007 年股息率	1.33%


相关报告

- 1 《年报前瞻&重申公司防御价值》，2009.2.23
- 2 《继续强调公司抗周期+有成长的投资价值》，2008.8.21
- 3 《弱周期行业的确定性增长带来高防御价值》，2008.8.8

新能源与公用事业小组
赵乾明

(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

张帅

(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

南海发展 (600323.SH)

——09 年关注公司在垃圾发电领域的动作

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.408	0.445	0.353	0.367	0.431	0.521
净利润增长率	9.85%	9.04%	3.14%	3.88%	17.30%	20.97%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.486	0.634	N/A
市盈率(倍)	20.76	35.26	N/A	25.28	21.55	17.82
行业优化市盈率(倍)	27.94	80.35	37.98	37.98	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	2.11	3.90	N/A	6.51	1.25	0.85
已上市流通A股(百万股)	149.63	149.63	194.52	194.52	194.52	194.52
总股本(百万股)	208.51	208.51	271.07	271.07	271.07	271.07

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件：公布 2008 年年报

- 南海发展于 3 月 14 日公布 2008 年年报：2008 年实现营业收入 423.89 百万元，同比增长 2.90%；归属于母公司所有者净利润 95.77 百万元，同比增长 3.14%；按期末股本摊薄后每股收益 0.353 元。

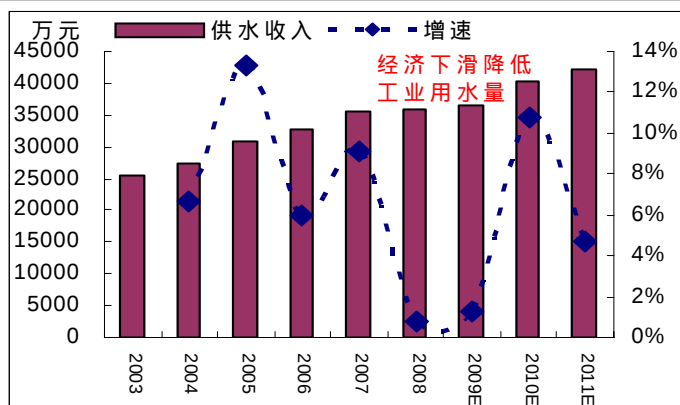
我们的点评与分析
业绩低于我们及市场预期的原因

- 公司 EPS 低于我们之前预期 0.408 元，幅度 13.48%；低于市场平均预期 0.4174 元，幅度 15.43%；业绩大幅低于预期的原因为：
 - ◆ 受宏观经济景气下滑影响，公司已覆盖区域非居民供水量下降幅度超过预期。
 - ◆ 公司下属南海绿电公司环保投入增加，导致下属垃圾发电厂毛利率同比减少 16.36%。

2009 年自来水供水量难以大幅增长

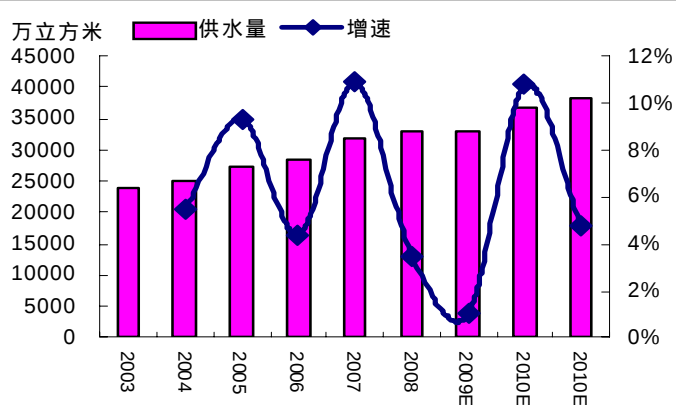
- 2009 年 4 月，公司下属第二水厂三期（产能 25 万方/日）将投入运营；但受宏观经济下滑造成的已覆盖区域供水量下降影响，虽然产能增加、供水区域扩大，2009 年公司供水量同比将很难有大幅上升。
- 我们认为只有等经济见底回升后，第二水厂产能增加才能体现为业绩的贡献，而这直接体现为第二水厂产能利用率的变化。

图表1：南海发展历史供水收入与预测



来源：国金证券研究所

图表2：南海发展历史供水量及预测



污水处理：产能增加 VS 毛利率下降

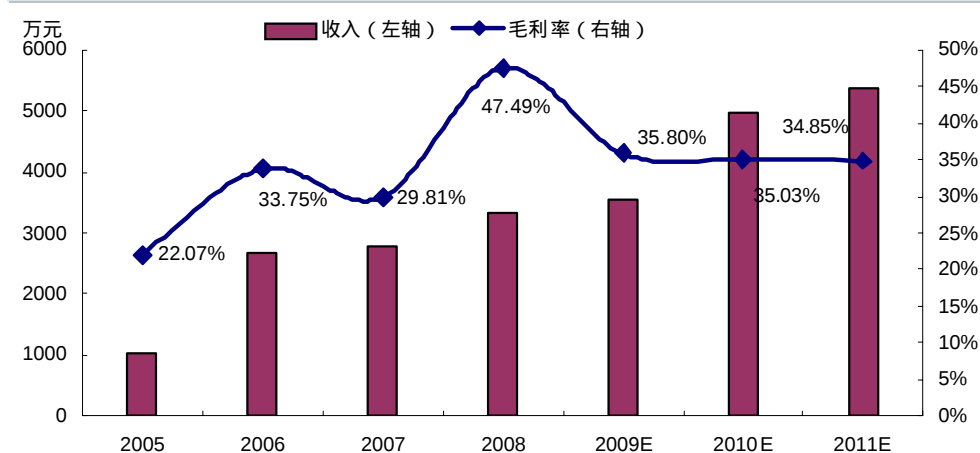
- 2009年4月开始，公司陆续将有平洲污水二期、松岗、罗村等污水处理项目投产；这将直接带来公司污水处理规模和收入的扩大，但由于折旧增加和政府污水输送管道建设进度未跟上造成新建项目产能利用率达不到100%，公司污水处理毛利率将下降。

图表3：公司新建污水处理项目概览

	处理能力 (万立方米/日)	权益	处理单价 (元/立方米)	服务年限	投产日期
丹灶横江	1.30	100.00%	0.95	25	2009年中期
丹灶城区	1.00	100.00%	0.95	25	2009年中期
南海松岗	1.00	96.67%	0.95	25	2009年4月
南海罗村	0.50	85.71%	1.05	25	2009年中期
九江污水	2.00	100.00%	0.89	25	2009年底
平洲二期	5.00	100.00%	0.99	24	2009年4月

来源：国金证券研究所

图表4：公司污水处理收入和毛利率



来源：国金证券研究所

垃圾处理：期待二期项目

- 公司下属子公司南海绿电负责运营的垃圾发电厂二期（处理规模 1500 吨/日）于 2008 年 12 月通过环评；而为了环评，公司也在四季度进行了较大

的环保设施投入，造成垃圾处理业务毛利率同比大幅下降；由于这次环保收入中大部分为一次性投入，2009 年开始毛利率将回升。

- 二期项目对公司的意义不仅仅在于带来一个收入和利润的增长点，其更大的意义是，公司可以通过该项目作为证明自己具备千吨级以上规模垃圾发电项目投资运营资质的平台，并借此未来在广东地区实现跨区域的垃圾发电项目扩张。

图表5：垃圾处理业务盈利预测

项 目	2006	2007	2008	2009	2010	2011
南海环保电厂						
权益	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
处理费用(元/吨)	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
处理能力(吨/日)	370.0	370.0	380.0	400.0	1,900.0	1,900.0
处理量(万吨)	13.51	12.21	12.54	13.20	37.95	62.70
上网电价(元/千瓦时)	0.435	0.435	0.580	0.580	0.580	0.580
垃圾发电能力(千瓦时/吨)	295.00	295.00	295.00	295.00	295.00	295.00
垃圾发电量(亿千瓦时/年)		0.36	0.37	0.39	1.12	1.85
厂用电率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
上网电量(亿千瓦时/年)		0.25	0.26	0.27	0.78	1.29
特许经营期(年)	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
经营收入(万元)		1,908.8	2,335.8	2,458.8	7,068.9	11,679.1
吨投资成本(万元)		35.0	35.0	35.0	36.0	36.0
回报率						
垃圾处理平均价格(元/吨)		147.90	149.26	186.27	186.27	186.27
垃圾处理总量(万吨)		12.21	12.54	13.20	37.95	62.70
垃圾处理收入(万元)	571.61	1805.86	1871.69	2458.76	7068.95	11679.13
垃圾处理成本(万元)	328.93	769.22	1103.54	924.00	2846.25	4702.50
毛利率	42.46%	57.40%	41.04%	62.42%	59.74%	59.74%

来源：国金证券研究所

投资建议：目前看防御性，未来期待固废业务走出南海带来估值提升

08 年业绩低于预期并不改变公司防御性价值

- 自 2008 年 7 月推荐南海发展开始，我们一直强调弱周期的行业属性、新建项目给公司带来的产能增长给予南海发展很强的防御性价值；我们仍然维持此观点，在目前市场环境下继续强调公司的防御性投资价值。
- 公司 2008 年业绩低于预期一方面是受宏观经济周期波动影响，另一方面是受下属垃圾发电项目环评要求带来的一次性环保投入影响；未来随着经济逐渐探底回升和新建项目的陆续投产运营，公司水厂的产能利用率、污水与垃圾处理业务的收入将继续增长；这也是公司防御性投资价值的强力支撑。

未来要重点关注固废业务走出南海的可能性及其带来的估值提升

- 之前在推荐南海发展防御性价值时，我们也多次强调由于公司业务局限于南海地区，其长期成长性受到限制；虽然短期 2-3 年内由于新建项目陆续投产带来的成长性还不错，但并不能因此给予公司过高的估值。
- 但随着下属垃圾发电项目二期的建设和投产，困扰公司的长期成长性问题有望得到解决；如果公司可以通过该项目来证明自己具备千吨级以上规模垃圾发电项目投资运营资质的平台，并借此实现在广东其他地区垃圾发电项目的扩张，公司将从一家地方性公用事业公司转型为一家区域性环保公用事业企业，估值将得到较大提升。
- 目前尚无法判断公司走出南海，在广东其他地区竞标垃圾发电项目的竞争力和可能性，但我们提醒投资者在 2009 年重点关注公司在该领域的规划和动作。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	359	412	424	424	524	593
增长率		14.6%	2.9%	0.1%	23.5%	13.2%
主营业务成本	-181	-206	-229	-229	-279	-310
% 销售收入	50.5%	50.0%	54.0%	53.9%	53.2%	52.3%
毛利	178	206	195	196	245	283
% 销售收入	49.5%	50.0%	46.0%	46.1%	46.8%	47.7%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-3	-4
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-31	-35	-35	-36	-45	-50
% 销售收入	8.6%	8.4%	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润（EBIT）	145	169	157	157	197	229
% 销售收入	40.4%	41.0%	37.0%	37.0%	37.7%	38.6%
财务费用	-13	-19	-27	-26	-40	-39
% 销售收入	3.7%	4.5%	6.3%	6.1%	7.6%	6.5%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0	0
投资收益	4	4	0	3	0	0
% 税前利润	2.7%	2.9%	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%
营业利润	136	151	129	134	157	190
营业利润率	37.8%	36.7%	30.5%	31.6%	30.0%	32.0%
营业外收支	3	3	2	2	2	2
税前利润	139	154	131	136	159	192
利润率	38.6%	37.3%	30.9%	32.0%	30.3%	32.3%
所得税	-52	-59	-33	-34	-40	-48
所得税率	37.8%	38.3%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	86	95	98	102	119	144
少数股东损益	1	2	2	3	3	3
归属于母公司的净利	85	93	96	99	117	141
净利率	23.7%	22.5%	22.6%	23.4%	22.3%	23.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	85	95	98	102	119	144
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	62	70	65	62	66	69
非经营收益	10	17	27	24	40	39
营运资金变动	13	7	-7	66	5	36
经营活动现金净流	171	189	183	253	230	288
资本开支	-128	-188	-307	-202	-198	-59
投资	4	-28	-4	-1	0	0
其他	5	4	8	3	0	0
投资活动现金净流	-119	-212	-302	-200	-198	-59
股权募资	14	6	9	0	-170	0
债权募资	38	92	263	-96	251	-137
其他	-97	-61	-65	-28	-93	-92
筹资活动现金净流	-46	37	208	-124	-13	-229
现金净流量	5	14	89	-71	20	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	49	62	151	80	100	100
应收款项	7	10	19	10	13	13
存货	13	13	15	14	17	19
其他流动资产	47	70	144	93	113	95
流动资产	116	155	328	198	243	227
% 总资产	8.5%	11.1%	18.9%	11.3%	12.6%	11.9%
长期投资	5	40	31	32	31	31
固定资产	1,164	1,036	1,151	1,251	1,251	1,250
% 总资产	85.3%	74.0%	66.4%	71.7%	65.0%	65.9%
无形资产	80	167	221	261	396	388
非流动资产	1,250	1,245	1,405	1,547	1,680	1,671
% 总资产	91.5%	88.9%	81.1%	88.7%	87.4%	88.1%
资产总计	1,366	1,400	1,733	1,744	1,923	1,898
短期借款	210	202	400	304	555	417
应付款项	147	97	115	120	147	164
其他流动负债	31	34	16	67	71	73
流动负债	388	332	531	492	773	654
长期贷款	53	154	218	218	218	219
其他长期负债	67	2	0	0	0	0
负债	508	488	749	710	991	874
普通股股东权益	827	884	942	990	886	975
少数股东权益	31	27	42	44	47	49
负债股东权益合计	1,366	1,400	1,733	1,744	1,923	1,898

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.408	0.445	0.353	0.367	0.431	0.521
每股净资产	3.966	4.240	3.476	3.653	3.267	3.598
每股经营现金净流	0.819	0.903	0.677	0.934	0.849	1.061
每股股利	0.250	0.200	0.180	0.190	0.190	0.190
回报率						
净资产收益率	10.30%	10.50%	10.16%	10.05%	13.18%	14.48%
总资产收益率	6.24%	6.63%	5.53%	5.70%	6.07%	7.44%
投入资本收益率	8.26%	8.21%	7.32%	7.55%	8.68%	10.33%
增长率						
主营业务收入增长率	12.68%	14.65%	2.90%	0.11%	23.50%	13.19%
EBIT增长率	8.59%	13.34%	-7.12%	0.10%	25.87%	15.85%
净利润增长率	9.85%	9.04%	3.14%	3.88%	17.30%	20.97%
总资产增长率	9.22%	2.51%	23.79%	0.66%	10.24%	-1.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.4	5.1	9.8	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	21.9	22.4	22.0	22.0	22.0	22.0
应付账款周转天数	125.2	91.0	51.8	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	1,129.7	793.8	727.0	682.6	517.4	426.0
偿债能力						
净负债/股东权益	24.45%	32.25%	47.52%	42.77%	72.20%	52.35%
EBIT利息保障倍数	11.3	9.1	5.8	6.1	4.9	5.9
资产负债率	37.19%	34.89%	43.22%	40.70%	51.52%	46.03%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	2	2	3	9
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-04-03	买入	9.93	N/A
2 2008-08-08	买入	8.30	10.42 ~ 11.21
3 2008-08-21	买入	8.44	N/A
4 2009-02-23	买入	9.34	N/A

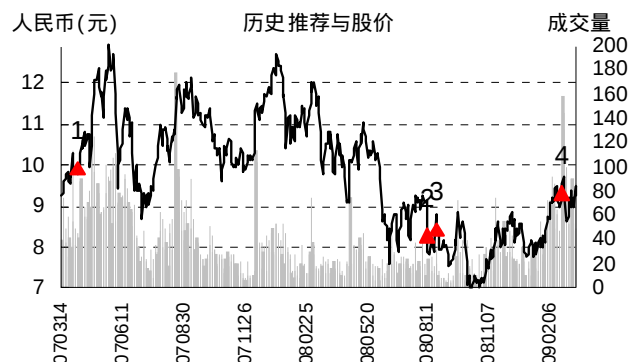
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。