

公司快评

公用事业行业

水务

南海发展 (600323)
谨慎推荐

首次评级

2009年3月16日

分析师：谢达成

电话：021-68866236

Email: Xiedc@guosen.com.cn

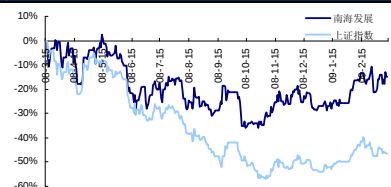
分析师：徐颖真

电话：021-68864007

Email: xuyz@guosen.com.cn

年报业绩点评

08 年成低谷，未来增长确定

一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

市场与公司重要数据

(3月14日)

上证综指	2128.85
52 周日均换手	1.52%
52 周价格波动	6.7-14.9
总股本 (百万股)	271
流通股 (百万股)	194
息率	1.9%

资料来源：国信证券经济研究所

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 收入增长 2.9%，符合预期；净利增长 3.1%，低于市场预期。

公司 08 年全年实现收入 4.24 亿，同比增长 2.9%，在预期之中。净利润 0.96 亿，对应 EPS 为 0.35 元，同比增长 3.1%，低于市场预期，为管网改造费用增加所致。

● 多重因素导致 08 年成业绩增长低谷

08 年公司业绩增长为几年来的低谷，主要是供水受累多方面因素：1、宏观经济下行导致当地工业用水减少，2、当地政府主动产业升级淘汰大量高耗水企业，3、成本上升，原材料价格上涨、电价上调和 9 月份前利率上调。

● 未来三年收入增长稳步回升

09 年收入增长将有所恢复，源于：1、供水恢复 5% 左右增长，基于产业结构调整力度减小以及 5 万吨/日的里水替代工程投产。2、污水 15% 左右增长，源于平洲二期、松岗污水 4 月投产，丹灶横江、城区污水 6 月投产。**绿电二期成为 2010-2011 年主要增长点**，三台机组将于 2010 年后半年相继投产，在这两年收入增长中分别贡献约 42% 和 75%。预计未来三年总收入增长分别为 7.5%、13.8% 和 22.9%。

● 业绩压力主要来自折旧和财务费用

一方面，公司部分已运营项目暂未提折旧，如受托经营的“绿电一期”09 年中期实行资产交割，届时折旧增加对 09 年和 10 年税前利润影响分别为 2% 和 4%；已运营的南海二水厂三期将于 09 年中期转固。另一方面，集中的投资需求导致有息负债率大幅提升，08 年底达 36% (07 年底为 26%)；按当前融资方式算，预计 09 年利息费用达 4300 万，同比增加 60%。

● 盈利预测与投资评级

公司是南海当地的公用事业龙头，凭借趸售模式和成本控制保持业内领先的盈利能力。不考虑水价上调，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.37 元、0.38 元和 0.47 元，对应 PE 水平分别为 25.4、24.7 和 19.6，短期市场可能因公司业绩发布有所调整，但鉴于公司未来几年增长的确定性，首次给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

面临主要风险是：1、宏观经济进一步下行；2、当地产业升级中新旧企业衔接的不及时。

表 1: 南海发展盈利预测与主要财务指标

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	151	62	65	68	营业收入	424	456	519	638
应收款项	19	11	13	16	营业成本	229	239	279	357
存货净额	15	15	16	21	营业税金及附加	3	3	4	4
其他流动资产	143	154	175	215	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	328	242	269	321	管理费用	35	37	41	48
固定资产	1151	1728	1931	1965	财务费用	27	42	63	65
无形资产及其他	212	205	198	191	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	37	37	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1733	2217	2404	2482	营业利润	129	135	133	163
短期借款及交易性金融负债	400	807	754	659	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	35	35	38	51	利润总额	131	137	135	165
其他流动负债	96	97	107	140	所得税费用	33	34	31	34
流动负债合计	531	940	898	849	少数股东损益	2	2	2	3
长期借款及应付债券	218	231	396	445	归属于母公司净利润	96	101	102	128
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	218	231	396	445		2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	749	1170	1295	1294	净利润	96	101	102	128
少数股东权益	42	43	45	46	资产减值准备	0	(1)	0	0
股东权益	942	1003	1065	1142	折旧摊销	60	68	92	106
负债和股东权益总计	1733	2217	2404	2482	公允价值变动损失	1	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	27	42	63	65
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(85)	(2)	25	(3)
每股收益	0.35	0.37	0.38	0.47	其它	1	2	1	2
每股红利	0.14	0.15	0.15	0.19	经营活动现金流	73	168	220	234
每股净资产	3.48	3.70	3.93	4.21	资本开支	(166)	(637)	(289)	(133)
ROIC	9%	8%	7%	8%	其它投资现金流	1	0	0	0
ROE	10%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(157)	(637)	(289)	(133)
毛利率	46%	48%	46%	44%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	37%	39%	38%	36%	负债净变化	64	12	166	48
EBITDA Margin	51%	54%	56%	53%	支付股利、利息	(38)	(40)	(40)	(51)
收入增长	3%	8%	14%	23%	其它融资现金流	112	407	(54)	(95)
净利润增长率	3%	5%	1%	26%	融资活动现金流	173	380	72	(97)
资产负债率	46%	55%	56%	54%	现金净变动	89	(89)	3	3
息率	1.5%	1.6%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	62	151	62	65
P/E	26.3	25.0	24.7	19.6	货币资金的期末余额	151	62	65	68
P/B	2.7	2.5	2.4	2.2	企业自由现金流	(35)	(438)	(21)	152
EV/EBITDA	15.1	15.1	13.2	11.4	权益自由现金流	141	(50)	43	54

资料来源: 国信证券经济研究所, 公司年报

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。