

增长确定，期待突破

——南海发展深度报告

报告关键点：

- 供水业务、污水处理业务和垃圾发电业务的大量在建项目投产保证了公司未来三年确定性增长。
- 供水“批发”面临瓶颈、污水处理基数较小、垃圾发电一次性增长后公司缺乏足够的增长点支撑2011年以后的发展，区域性瓶颈渐显。
- 公司相对于大盘的估值水平已处于历史高位，在没有基本面突破的情况，其相对估值水平难以进一步提升。

报告摘要：

- 区域优质市政公用事业公司：**公司供水主业盈利能力突出，现金流充裕；在拓展供水领域的同时，公司积极进入污水处理和垃圾发电业务，成为南海区最大的市政公用事业公司。
- 我国供水行业稳步发展：**城市供水行业市场化改革相对较早，发展稳定，进入了行业发展成熟期；以“四元”水价为基础的水价改革稳步前进；投融资和运营能力成为供水企业的核心价值。
- 公司供水业务“批发”面临瓶颈，“零售”期待拓展：**公司经过多年发展，已垄断了南海区近90%的批发市场，外延扩张有限，同时受制于经济下滑，供水内生增长率乏力；然而公司有望凭借批发领域的垄断地位，优异的水务管理能力和预期的水价提升拓展南海区零售市场，突破供水业务发展瓶颈。
- 我国城市生活污水行业处于快速发展期：**我国城市生活污水处理领域发展迅猛，处于产业快速发展期；由于地区政府的融资需求，逐渐形成了“BOT+照付不议”的产业模式，其盈利模式与长期债券类似。
- 公司污水处理业务空间较大：**南海区政府十分重视节能减排，有助于公司污水处理业务的发展；同时，公司现有污水处理的在建项目预期在09年将全部建成，09-10年污水处理毛利润有望保持年均37%的增长。
- 公司垃圾焚烧发电业务期待二期项目：**公司二期项目万事俱备，已解决了土地、环保、民生等问题，只待投产；然而由于一期项目不具有代表性，需要密切关注二期项目的盈利能力。
- 增长确定、期待突破：**公司未来三年的确定性在宏观经济不明朗时期显得较为可贵，对于现有股价具有一定支撑；然而作为防守型公司，其相对大盘的估值水平已处于历史高位，在基本面没有突破的情况下，相对估值水平难以进一步提升；综合基本面和行业估值水平，给予25倍PE，合理股价为10.4元，给予“中性-A”投资评级。

评级：

中性-A

上次评级：

目标价格：10.40 元

期限：3 个月 上次预测：

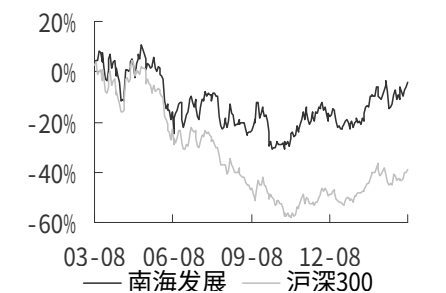
现价：9.65 元

报告日期：2009-03-19

市场数据

总市值(百万元)	2,615.81
流通市值(百万元)	1,876.06
总股本(百万股)	271.07
流通股本(百万股)	194.41
12 个月最高/最低	6.70/14.90 元
十大流通股东(%)	29.31%
股东户数	26,347

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.92	(3.26)	34.31
绝对收益	7.58	12.84	(4.42)

研究员

诸勤秒	助理行业分析师
021-68765175	zhuqm@essence.com.cn
张龙	首席行业分析师
021-68766113	zhanglong@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	411.9	423.9	465.6	541.9	660.7
Growth(%)	12.1%	2.9%	9.8%	16.4%	21.9%
净利润	94.7	98.1	115.9	123.3	148.2
Growth(%)	7.6%	3.1%	18.0%	5.7%	17.1%
毛利率(%)	50.0%	46.0%	47.6%	45.0%	44.2%
净利润率(%)	22.5%	22.6%	24.3%	22.1%	21.2%
每股收益(元)	0.34	0.35	0.42	0.44	0.52
每股净资产(元)	3.36	3.63	3.88	4.21	4.54
市盈率	27.6	26.8	22.7	21.5	18.3
市净率	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1
净资产收益率(%)	10.4%	10.0%	11.0%	10.8%	12.1%
ROIC(%)	10.2%	9.8%	9.5%	8.8%	9.1%
EV/EBITDA	9.9	14.8	12.7	11.6	9.0
股息收益率	1.6%	1.5%	1.9%	2.0%	2.3%

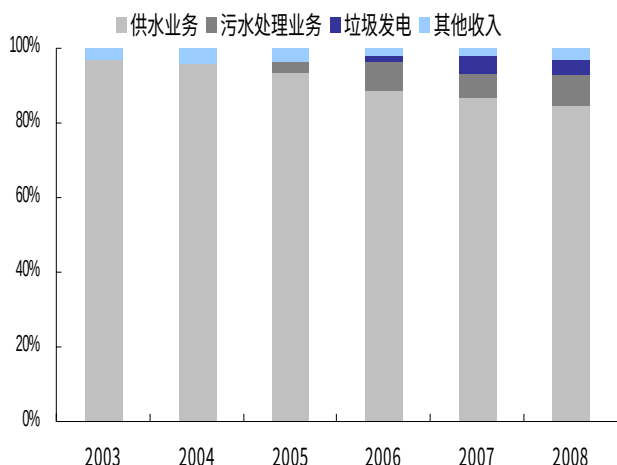
前期研究成果

1. 区域优质市政公用事业公司

公司立足于全国百强县前 5 的佛山市南海区，大力发展市政公用事业，发展战略明确。自上市以来不断壮大主业、扩大其在南海区供水市场占有率，同时积极寻找优质市政公用事业项目，2005 年进入污水处理领域，2006 年进入垃圾焚烧发电领域，成为南海区最大的市政公用事业公司。

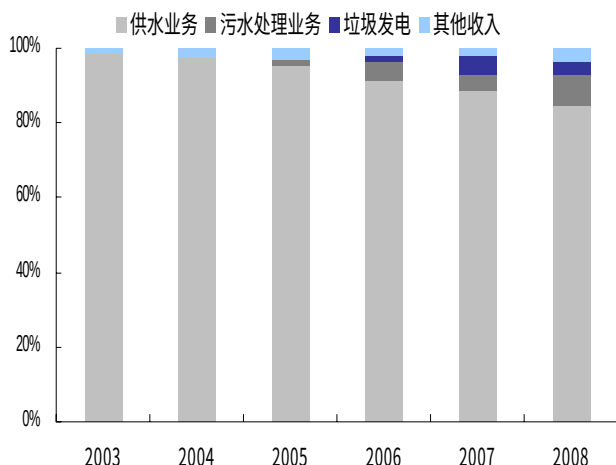
1.1. 主业多元化发展

图 1 公司收入结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2 公司毛利润结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 1 公司三大主营业务覆盖区域 (含在建项目)

	供水业务	污水处理	垃圾发电
桂城街道	是	是	
大沥镇	是	否	
狮山镇	是	部分覆盖	
罗村街道	是	是	全覆盖
里水镇	是	否	
九江镇	部分覆盖	是	
西樵镇	否	否	
丹灶镇	否	是	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

供水业务作为公司的第一大主营业务，多年来贡献了公司 85% 以上的收入和毛利润。且经过不断发展，已覆盖了南海区 8 镇中 6 个镇，市场占有率 2007 年高达 86%。2005 年，公司进入了南海区污水处理领域，并迅速抢占了桂城、罗村、九江和丹灶的全部污水处理业务，部分覆盖了狮山镇市场。2006 年，公司获得了南海区唯一垃圾焚烧发电项目，成为了三大主营业务都具有一定垄断份额的区域性公司。

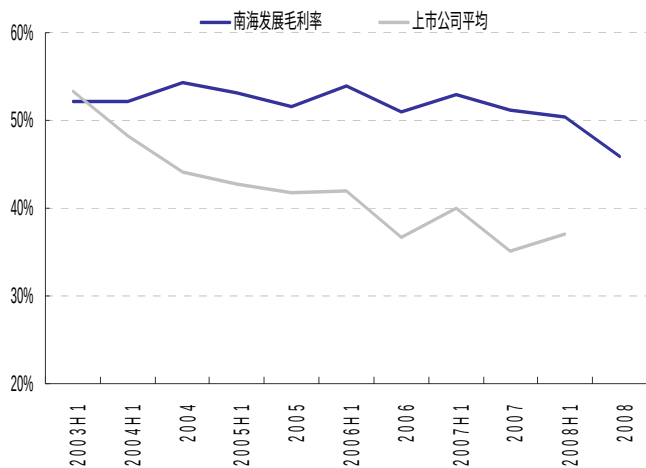
1.2. 供水盈利能力突出

公司管理优异，多次在上市公司董事会治理价值排名中名列前茅。其供水业务运营能力十分突出，毛利率水平远高于行业平均水平。

公司现以自来水生产业务为主，分销为辅；利用自来水“批发”业务中独特的转供水方式，不但提高了产能利用率，而且有效降低了供水漏失率，近年漏失率稳定在 6-8%，远低于我国 20% 的平均水平。

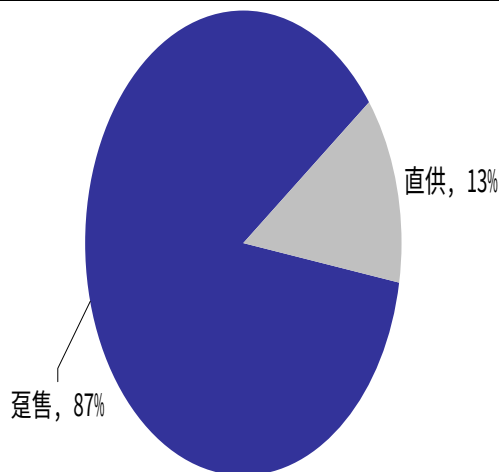
公司深度分析

图 3 上市公司供水业务毛利率比较



数据来源: WIND 安信证券研究中心

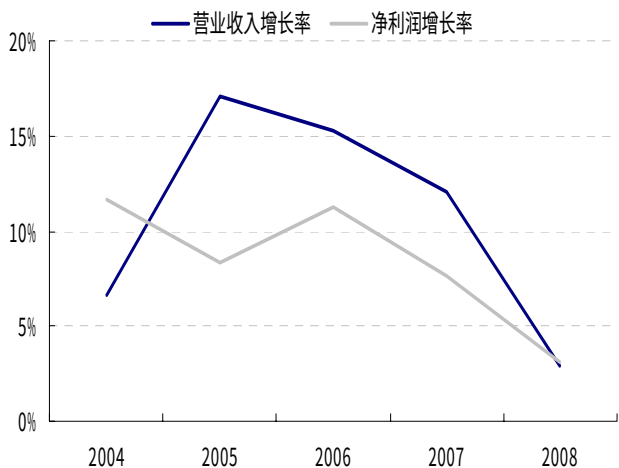
图 4 2008 年公司趸售与直供水比例



数据来源: 公司调研 安信证券研究中心

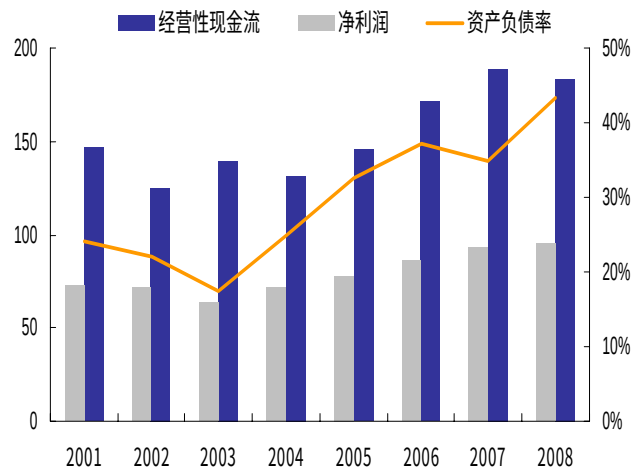
1.3. 发展稳定、财务稳健

图 5 公司营业收入及净利润增长率



数据来源: WIND 安信证券研究中心

图 6 公司经营情况



数据来源: WIND 安信证券研究中心

公司供水主业提供的充裕现金流保证了其他业务的开拓能力。2005 年至今公司大力发展污水处理业务和垃圾焚烧发电业务,使公司既利用了其市政公用事业良好运营管理能力,又保证了公司持续稳定的发展。

2009-2011 年,公司大部分在建或拟建项目即将投产,尤其污水处理和垃圾发电业务的成型将促进公司的持续增长。

表 2 2009-2010 年公司在建及规划项目

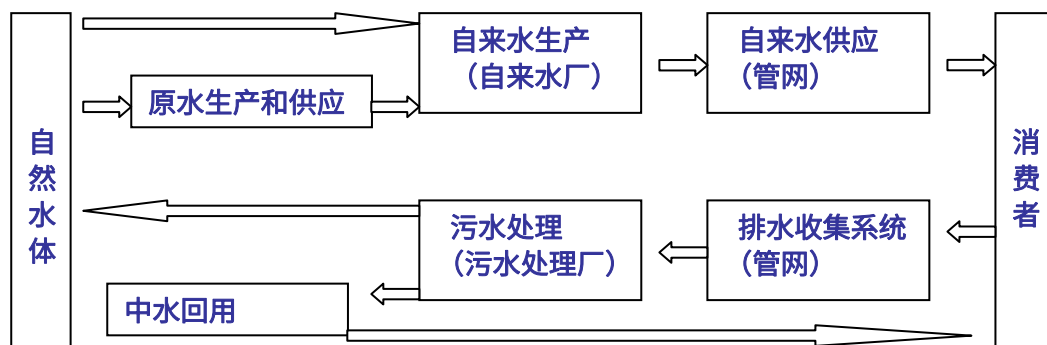
	预期投产时间	新增产能
供水业务		
南海第二水厂扩建工程	09.4	25 万立方米/日
污水处理业务		
平洲二期	09.4	5 万立方米/日
丹灶	09.6	2 万立方米/日
松岗	09.4	1 万立方米/日
九江	09 年底	2 万立方米/日
垃圾焚烧发电业务		
绿电二期	10 年底	1800 吨/日

数据来源: 公司调研 安信证券研究中心

2. 我国供水行业稳步发展

2.1. 城市供水行业产业链

图 7 城市供水行业产业链



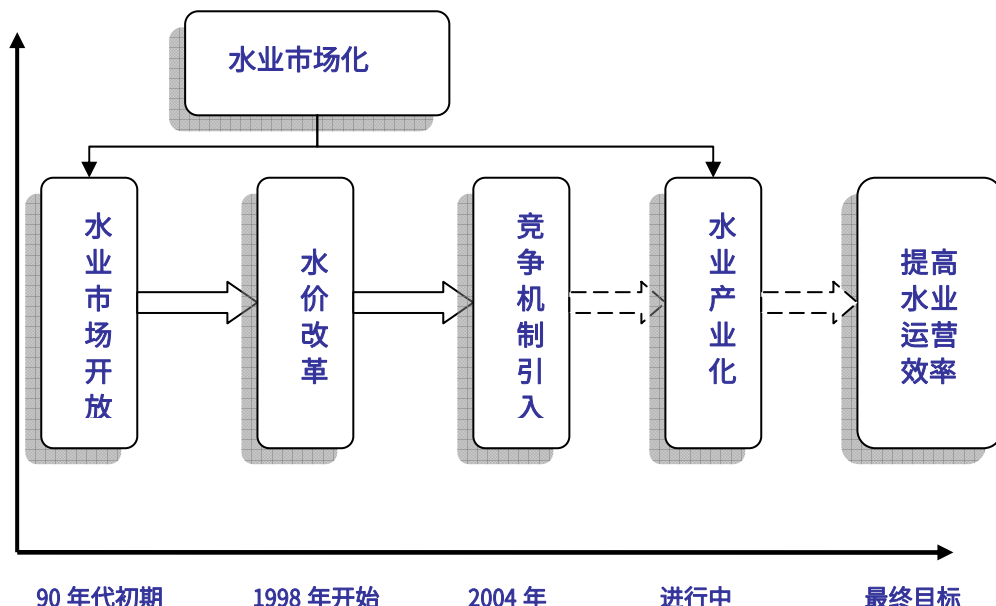
数据来源：安信证券研究中心

我国城市水务行业产业链如图所示，其中原水生产和供应、自来水生产和供应属于供水产业链，排水收集系统、污水处理和中水回用属于污水处理产业链。

2.2. 城市供水行业市场化发展深化

上世纪 90 年代，经济的快速增长、城市化进程的加快促使了我国城市供水行业改革。面对不断增长的供水需求，巨大的投资压力使得地方政府开放了水业投资市场，引入了大量资本，水业投资主体多元化。1998 年以来以水价改革和引入竞争机制为核心的改革加速了其市场化进程。至今，我国供水行业正逐步向产业化发展，并最终达到提高水业运营效率的目的。

图 8 我国城市供水行业发展路径



数据来源：安信证券研究中心

2.3. 城市水价四元体系

1998 年《城市供水价格管理办法》的出台，拉开了我国水价改革的序幕，并逐渐形成了以水资源费、水利工程供水价格、城市供水价格和污水处理费为四元的城市水价体系。而供水行业市场化的深化也将伴随水价体系的不断完善。

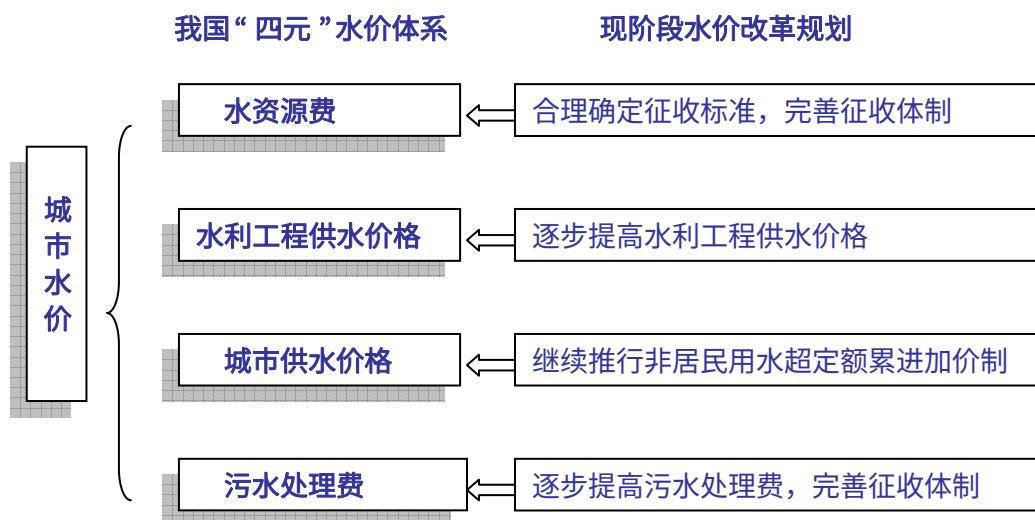
表 3 城市供水价格相关法规

日期	相关法规	相关部门
1998.9.23	城市供水价格管理办法	国家计委、建设部
2002.4.1	关于进一步推进城市从水价格改革工作的通知	国家计委、财政部、建设部、水利部、国家环保总局
2002.9.10	关于推进城市污水、垃圾处理产业化发展的意见	国家计委、建设部、国家环保总局
2002.10.1	中华人民共和国水法	人大
2004.1.1	水利工程供水价格管理办法	国务院、水利部
2006.4.15	取水许可和水资源费征收管理条例	国务院
2009.1.1	水资源费征收使用管理办法	财政部、发改委、水利部

数据来源：安信证券研究中心

主管城市供水行业的建设部表示，我国水价的改革不会参照发达国家的“绝对市场化”路线，而将在充分考虑百姓和社会承受能力的情况下逐步改革。但是水价上涨的趋势是确定的。

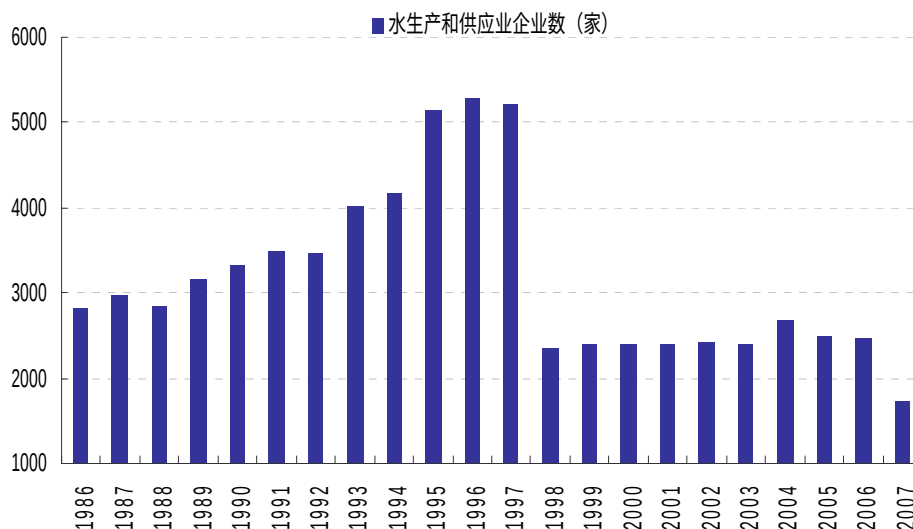
图 9 我国水价体系



数据来源：安信证券研究中心

2.4. 城市供水行业的市场格局

图 10 我国城市供水企业数



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

城市供水行业作为地方政府管辖的公用事业，具有明显的区域性特点，这也导致 1997 年以前我国拥有为数众多的地方小型供水企业，且大部分属于事业单位，经营效率十分低下。近十年来，随着供水行业市场化改革，出现了以下的几大特点：

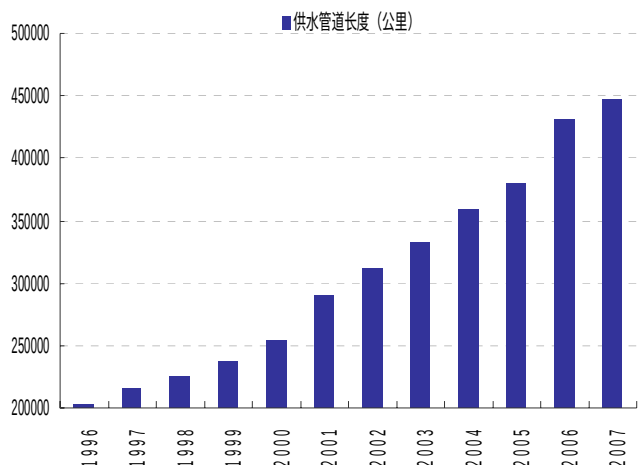
表 4 城市供水行业市场格局

特点	内容	说明
多元化主体	国有事业单位	大部分小型供水企业；改制、兼并重组中
	国有企业	国企改制；以首创股份、深圳水务等为代表
	民营企业	桑德集团、金州集团等
	外资企业	国外大型水务公司；以威立雅、苏伊士为代表
经营机制转变	特许经营制	经营权竞争；委托经营、BOT/TOT 等模式
	产权转让	所有权竞争；首创股份、南海发展等
区域经营	以区域经营为主	南海发展、武汉控股、中原环保等
	大型跨区域企业出现	在各地“跑马圈地”；首创集团、威立雅等

数据来源：安信证券研究中心

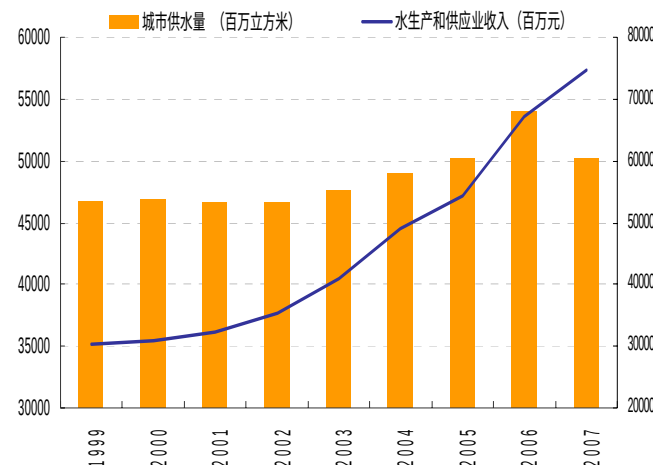
2.5. 投资运营能力成为供水企业核心价值

图 11 我国供水管道长度 (公里)



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 12 我国供水量与供水收入

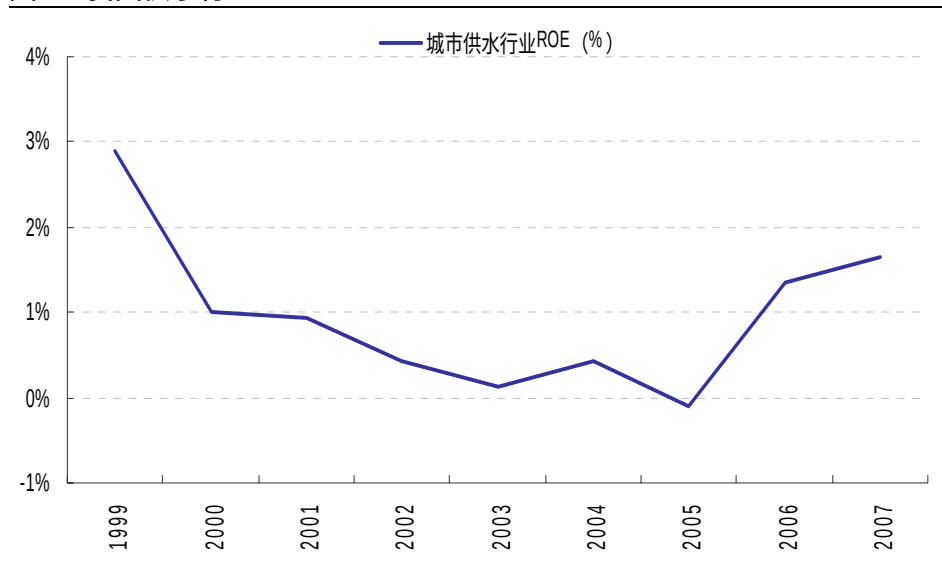


数据来源：CEIC 安信证券研究中心

经过多年的投资建设，我国城市供水设施已基本建设完毕，城市用水普及率已超过93%，未来投资将更多的集中于供水管网的建设和改造。

如上图所示，1999年以来，我国城市供水量增长十分缓慢，同期供水收入增长迅速，反映了城市供水产能进入饱和阶段，而仅依靠水价的上升提高了供水行业的总收入。

图 13 我国供水行业 ROE



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

城市供水行业整体盈利能力的低下主要有两方面的原因：一是因为仍有相当数量的国有供水事业单位尚未改制，或者改制了但未形成真正的现代企业制度，经营效率低下；二是因为水价的低廉，很多地区甚至不能覆盖企业的运营成本。

城市供水行业市场化改革的进行，一方面会促使更多的企业改制、兼并重组，提高经营效率；另一方面，如此低的 ROE 水平必然会制约了市场进入者的兴趣，供水主体的市场化必然要求水价的提高，以使行业 ROE 回归正常水平。

供水行业作为一个具有区域垄断性的公用事业，其产权或特许经营权属于稀缺性资源，在城市供水行业整体产能饱和、水价预期提高的背景下，“跑马圈地”成为了众多市场进入者的选择。

因此，投资运营能力将成为水务公司的核心价值。良好的投资能力可以保证在外延扩张、兼并重组区域性国有供水事业单位时抢占先机；而优秀的运营能力保证内生发展时提高效率、降低成本。

3. 南海发展供水业务“批发”面临瓶颈、“零售”期待拓展

自来水生产和供应业务一直都是公司收入和利润的绝对来源，供水业务的发展决定了公司业绩的增长。

3.1. “批发”面临瓶颈

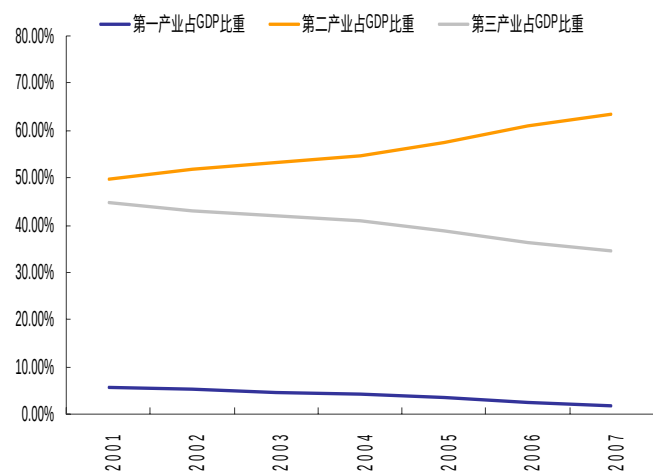
表 5 南海区自来水生产和供应业务概况

自来水生产和供应模式			2008 年供水量 (万立方米/日)
南海发展			89.44
桂城街道		直供、分销	
大沥镇		转供	
狮山镇		转供	
罗村街道		转供、分销	
里水镇			
	南线	转供	5
	北线	在建, 预计 09.4 实现转供	
九江镇			15
	九江自来水公司	直供、分销	
	铂锦水务公司	尚未覆盖	
西樵镇		尚未覆盖	
丹灶镇		尚未覆盖	

数据来源：公司调研 安信证券研究中心

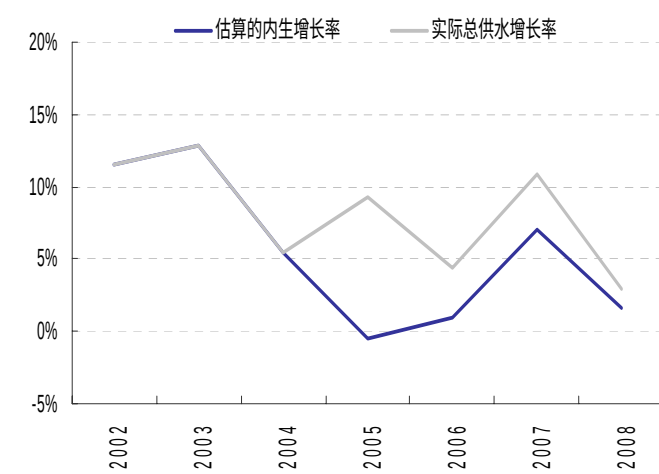
从上表可知，随着里水镇北线转供水的实现，公司将完全覆盖南海区内除西樵镇、丹灶镇和九江镇部分地区的所有自来水制水业务，日均供水量约 95 万立方米，而剩余地区的日均供水量仅 15 万立方米，剩余扩张空间仅 16%左右。这是限制公司供水业务发展的主要原因。

图 14 南海区经济结构



数据来源：南海区统计年鉴 安信证券研究中心

图 15 南海发展供水量增长率



数据来源：公司公告 安信证券研究中心估算

南海区经济结构中，工业占了较大的比重，2001-2007 年，第二产业占 GDP 的比重逐年上升，最高达到 63.59%。工业作为用水大户，在宏观经济向好时提高了南海区的供水内生增长率；反之，在宏观经济趋坏时也将形成较大的负面效应，这在 08 年已经体现出来。

在扣除了九江、里水和小塘的外延增长后，2001-2008 年估算的内生年均增长率约为 5.1%。考虑 08 下半年以来经济的下滑对供水需求的影响，估计 2009-2010 内生增长

有限。未来，随着珠三角“腾笼换鸟”政策的实施，低端制造业的转移、高端制造业的成型将降低内生供水量的增长率。因此，即使未来宏观经济走好，内生增长率的乏力将较难改变。

3.2. “零售”期待拓展

公司也认识到了自来水生产领域所面临的瓶颈，为此在逐步覆盖南海区自来水生产领域的同时，也尝试地进入自来水供应领域。2008 年公司控股了罗村水务公司，实现了在罗村街道自来水生产和供应一体化。

自来水零售业务作为一个更需要运营管理能力的业务，在公司优异管理能力和水价上调预期下，有望成为公司未来的另一增长点。

一个具有参考意义的例子为公司 2004.11 收购的九江自来水公司。

表 6 九江自来水公司经营数据

	收购前	2005	2006	2007	2008
供水量（万立方米）		1743	1621	1695	1646
产能利用率（%）		37%	34%	36%	35%
漏损率（%）	40%	26%	20%	18%	20%
综合税后水价（元/立方米）	1.4	1.4	1.63	1.63	1.63
九江净利润（百万元）	亏损	0.634	2.198	2.608	2.599

数据来源：安信证券研究中心估算

说明：综合水价假设工业用水占 60%、居民 20%、其他 20%；

政府在 2004.12 和 2005.11 先后两次提高了九江自来水销售价格，加上公司对于漏损率的有效控制，九江自来水公司迅速实现了扭亏为盈，2008 年的 ROE 为 5.7%，这还是在供水量基本没有增长，产能利用较低的情况下实现的。

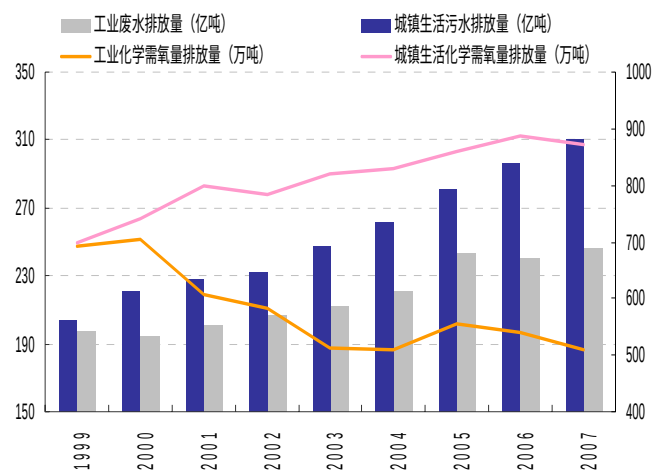
未来公司有望凭借其在南海区供水的垄断地位抢占该市场。一旦大规模进入零售市场，公司将会直接受益于水价的上调，同时凭借优异水务运营能力，“零售”业务有望在“批发”基本饱和后，成为公司供水业务新的增长点。

4. 污水处理空间较大

4.1. 我国城市生活污水处理业处于快速发展期

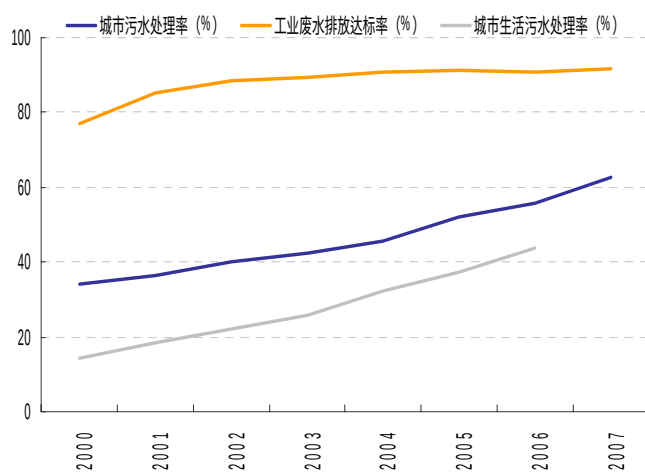
4.1.1. 城市生活污水处理

图 16 1999-2007 年我国污水排放量



数据来源：中国环境统计年鉴 安信证券研究中心

图 17 2000-2007 年我国污水处理率



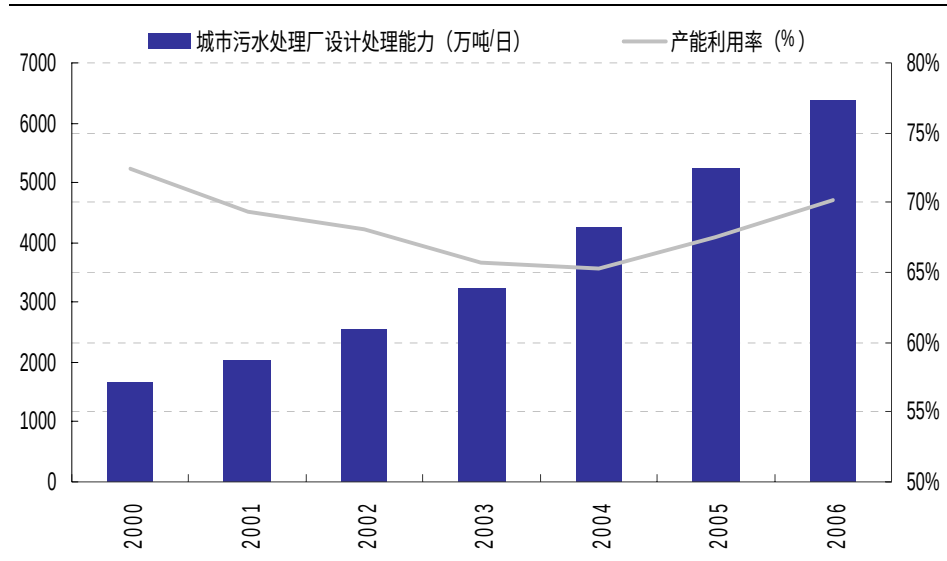
数据来源：中国环境统计年鉴 安信证券研究中心

我国历来对于工业废水较重视，治理较早，近年来排放达标率已超过 90%，化学需氧量排放量呈下降趋势；而生活污水方面，其排放量和化学需氧量仍呈上升态势，严重阻碍了我国节能减排计划。

随着国家对于城市生活污水问题的重视，行业正处于快速发展时期。如图 18 所示，城市生活污水处理率从 2000 年的 14.5% 上升到 2006 年的 43.8%，增长迅猛。然而与发达国家 90% 的处理率相比仍有很大的差距，未来发展空间仍较大。

与城市供水行业产能饱和不同的是，我国城市污水处理能力严重不足。2000-2006 年，我国城市污水处理厂设计处理能力从 1659 万吨/日增长到了 6370 万吨/日，年均增长 25.14%。另一方面，产能利用率不足也制约了生活污水处理能力，这与污水收集管网的建设滞后相关。

图 18 2000-2006 年我国城市污水处理设计能力及利用率



数据来源：中国环境统计年鉴 安信证券研究中心

4.1.2. 城市生活污水处理行业的市场格局

一方面是国家对于节能减排要求的不断提高，一方面是地方政府无法应付庞大的生活污水处理设施建设的资本投入，引入市场资本成为了污水处理业自然的选择。2004 年，随着建设部《市政公用事业特许经营管理办法》的颁布实施，特许经营制度在污水处理业迅速普及，其程度远高于供水行业。以“BOT/TOT+照付不议协议”为代表的特许经营方式成为了各个地方政府的首选。

较普遍的模式是：地方政府规划——>招标——>各类企业竞标——>BOT/TOT+照付不议——>企业建设、运营、移交——>地方政府再次对经营权招标——>委托运营一定期限——>再次招标。由此形成一个良性循环，既解决了初期政府资金缺乏，又在后期形成有限经营权竞争，达到提高整个行业运营效率的目的。

在此发展路径下，逐渐形成了一批具有投融资优势的企业，如首创集团、创业环保、威立雅等，凭借较高的投资融资能力获得了多个地区的污水处理业务。而一些具有区域性优势的企业，也在区域内不断发展，如南海发展。

4.1.3. 城市生活污水处理行业的盈利模式

污水处理费作为城市水价的“四元”之一，其收费标准的高低却对污水处理企业经营状况并没有直接的影响。

其收入模式为：污水处理费由地方政府收取，然后政府根据与企业签订的照付不议协议中的价格支付给企业。由于我国污水处理费较低，一般难以覆盖污水处理企业的成

本，所以不足部分由地方政府财政支出。

对于企业来说，照付不议协议在价格和处理量上都有确定，企业基本规避了所有的风险，能够在较长的一段时间内获得稳定回报。因此，该行业的盈利模式类似长期债券。

4.2. 南海发展污水处理业务空间较大

4.2.1. 南海区政府十分重视污水处理

表 7 南海区污水处理相关文件

时间	相关文件	主要内容
2003	南价函[2003]71 号	调整城市污水处理费，按排水量计算；
		2005.1.1 调整为 0.63 元/吨；
2006.1.18	南海区十一五规划	城镇生活污水集中处理率不低于 70%；
		工业废水排放达标率为 95%；
2006	南海近期建设规划	对 2006-2010 年南海区污水处理厂进行了详细规划
		污水处理费全区统一为 0.70, 2008 后非居民调整为
2007	南价[2007]47 号	0.90
	2008-2010 年汾江河（佛山水	完成汾江河重点区域的截污和污水管网建设，沿岸
2008.1.30	道）综合整治工作方案	新增污水处理能力 30 万吨/日
	佛山市南海区 2008 年主要污	在 08.6 前促使现役污水厂达满负荷运作；实现区域
2008.6.20	染物排放总量控制计划	限批，凡 COD 超计划停止一切项目审批

数据来源：南海区人民政府 安信证券研究中心

南海区政府历来十分重视节能减排，上表列举了其关于污水处理方面的相关文件。2009 年初，区政府决定投资逾 30 亿元建设污水管网，以保证现役及规划的污水处理厂的满负荷运作。而这也将有利于公司污水处理厂产能利用率的提高。

同时，区政府还决定在公司平洲二期 5 万立方米/日的产能投产后，仍暂时保留桂城污水处理厂，以实现 2010 年的 COD 目标。

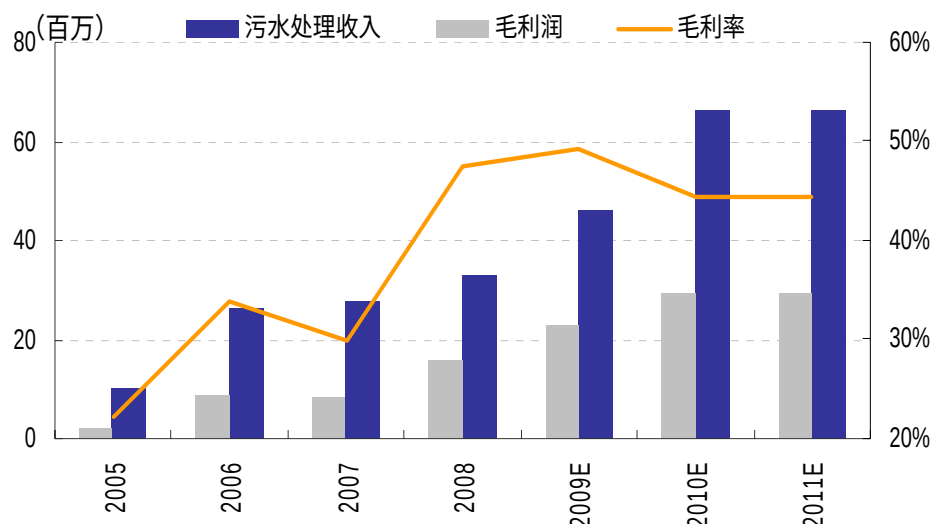
4.2.2. 公司污水处理进入爆发期

表 8 南海发展污水日均处理能力（万立方米/日）

	2007	2008	2009E	远期	说明
平洲	5	5	10	27.5	平洲二期预计 09.4 投产
桂城	2.5	2.5	2.5	0	桂城预计 2010 年关闭
罗村		0.5	0.5		
松岗			1	11.1	预计 09.4 投产
丹灶	0.3	0.3	2.3	24	横江和城区预计 09.6 投产
九江			2	5	九江首期预计 09 年底投产
合计	7.8	8.3	18.3	67.6	

数据来源：公司调研 安信证券研究中心

公司自 2005 年进入南海区污水处理领域来发展迅速，已在南海区 8 个镇中覆盖了桂城、罗村、丹灶、九江和狮山 5 个镇。2009 年随着平洲二期、松岗、丹灶和九江污水项目的相继投产，其污水处理能力将增长 120%以上，且远期规划的处理能力更是高达 67.6 万立方米/日，是现有产能（包括在建）的 3.7 倍，污水处理业务发展空间巨大。

图 19 2005-2011 年南海发展污水处理业务


数据来源：安信证券研究中心

根据照付不议协议估算，仅考虑现有项目的投产，预计至 2010 年，公司污水处理收入将为 2008 年的一倍；同时，由于南海区政府对于节能减排力度加大，污水处理的产能利用率上升有望提高毛利率水平，从而加速毛利润增长。预计毛利润将从 2008 年的 1571 万增加至 2010 年的 2960 万，年均约 37% 的增长率。

5. 垃圾发电业务期待二期项目

垃圾焚烧发电业务作为公司至今以来最大投资额的项目，得到了众多的关注。按照规划，公司将共投资 7.9 亿兴建 2200 吨/日处理能力的大型垃圾焚烧发电厂。

表 9 南海发展绿电公司相关规划

	处理能力 (吨/日)	经营状况	预算 (亿元)	说明
一期	400	受托经营	1.4	改为 2009.6 交割一期资产
二期	1800	筹建	6.5	预计 2009.5-2010 年底
合计	2200		7.9	

数据来源：公司调研 安信证券研究中心

5.1. 万事俱备

公司运营的垃圾发电厂一期项目通过有效的烟气控制、污水处理、恶臭污染物和噪声污染等控制技术，解决了垃圾发电的“后顾之忧”。不但被周边的居民所接受（该电厂临近大学区），而且解决了二期项目的土地问题，从而扫平了该项目的最大障碍。

同时，绿电公司还在 07 和 08 年先后被认定为资源综合利用企业，享受主营业务收入增值税即征即退及企业所得税免征的税后优惠政策。考虑二期项目的技术水平较一期会有所提高，持续获得该认定的可能性较大。

南海区政府对于节能减排的重视同样也利于二期项目的运营。据了解，该区 8 个镇已落实了每日垃圾输送至垃圾发电厂的指标。现南海区垃圾总量约为 2600 吨/天，相对于二期建成后的 2200 吨日均处理量，较高的产能利用率将有所保证。

5.2. 关注盈利能力

需要注意的是，公司一期资产的运营情况于二期不具代表性。首先，由于 06-08 年一直处于委托运营期，未计算折旧，使得一期的毛利率较高；实际上，公司承认如果计入折旧，该项业务处于亏损状态；之所以投资该项目是因为二期项目以及土地问题能

得到解决。其次，垃圾发电作为一个典型规模效应的项目，一期 400 吨/日的成本结构难以代表二期 1800 吨/日的成本结构。因此，对于二期项目的盈利能力需要密切的关注。

考虑南海区政府对于 BOT 和照付不议协议的熟悉，以及整个垃圾发电项目高额的投资额，预计该项目最终形成以下双赢局面：在现有电价和垃圾补贴价下，项目净资产回报率 8-10% 左右，政府的财政负担较小；而公司通过成本控制和电价的可能性上调在未来获得超额收益。

延续该推论，并假设电价和垃圾收费不变，估算结果如下表：

表 10 垃圾发电业务经营情况

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
垃圾发电收入（百万元）	5.72	19.46	20.12	23.76	59.40	166.32
垃圾发电毛利率（%）	42.48%	60.48%	45.14%	45.69%	34.95%	36.67%
管理费用（百万元）	1.69	6.27	3.44	2.38	5.94	13.31
财务费用（百万元）				0.00	3.00	21.00
净利润（百万元）	0.74	5.50	5.64	8.48	11.82	26.68

数据来源：安信证券研究中心

说明：即征即退增值税计入收入，2007-08 已调整；无所得税；

2011 年，随着二期项目投产一年，其收入成本结构将基本稳定；2668 万的净利润，约 60% 的资产负债率得到 8.4% 的 ROE，符合假设区间。未来，随着成本控制和电价上调，该业务 ROE 有望稳定提升。

6. 未来三年增长确定，然期待突破

6.1. 盈利预测

按照公司现有业务进行预测，汇总公司三大主营业务如下表所示：

表 11 南海发展主营业务收入预测

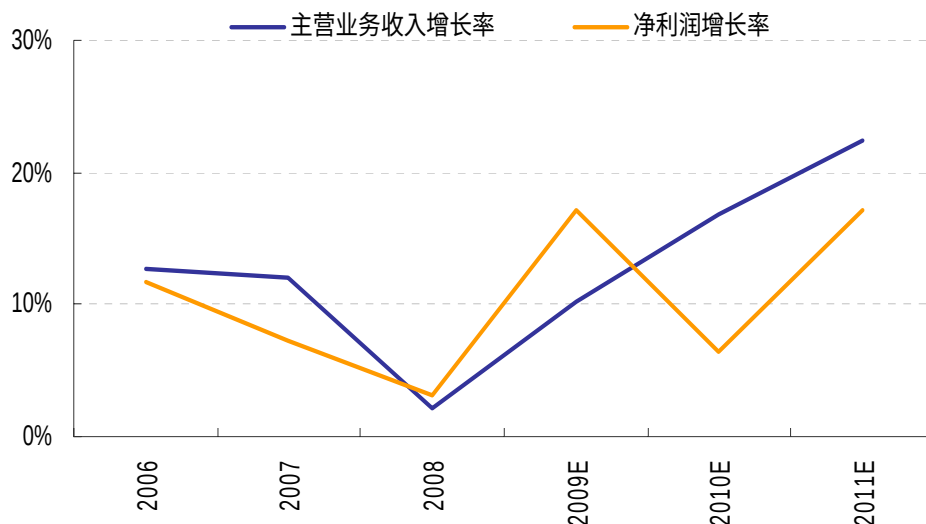
	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
供水业务收入（百万元）	308.64	327.01	356.82	359.72	383.21	403.67	415.78
自来水毛利率	51.52%	50.89%	51.27%	45.86%	47.19%	46.61%	46.63%
污水处理业务收入（百万元）	10.23	26.57	27.78	33.10	46.37	66.57	66.25
污水处理毛利率	22.09%	33.76%	29.84%	47.49%	49.19%	44.46%	44.32%
垃圾焚烧发电收入（百万元）		5.72	18.06	18.72	23.76	59.40	166.32
垃圾发电毛利率		42.48%	57.42%	41.04%	45.69%	34.95%	36.67%
公司主营业务收入（百万元）	318.87	359.30	402.66	411.53	453.35	529.64	648.34
增长率		12.68%	12.07%	2.20%	10.16%	16.83%	22.41%
净利润（百万元）	77.49	86.51	92.84	95.77	115.04	123.34	148.24
增长率		11.64%	7.31%	3.16%	17.20%	6.50%	17.10%

数据来源：安信证券研究中心

其中自来水供水业务由于 08 年南海区地铁建造和大量水表集中到期更换，导致了毛利率较以往大幅下降，预计 09 年以后该项支出减少，但由于二厂扩建达产导致折旧增加，而产能利用率的下降使得 09-11 年的毛利率水平难以回升至历史平均水平。

2009-2011 年，随着里水镇转供水、污水处理 BOT 项目及垃圾发电二期的陆续投产，收入有望保持稳定增长。而净利润由于受污水业务基础较小，垃圾发电业务毛利率下降，财务费用上升等因素，其增长率略低于收入增长率，未来三年年均约 13.5%。09-11 年 EPS 分别为 0.417 元、0.441 元、0.516 元。

图 20 2009-2011 年公司主营业务收入及毛利润增长率预测



数据来源：安信证券研究中心

综合而言，未来三年，在污水处理和垃圾焚烧发电等大量在建项目的集中投产下，公司有望保持持续增长。然而，在供水业务外延扩张空间十分有限、内生增长后继乏力；污水处理业务基数较小、贡献有限；以及垃圾发电业务一次性增长的情况下，2011 年以后公司增长缺乏支持点。

公司未来可以期待的增长点可能来自：大规模进入自来水“零售”领域，并凭借其运营能力和水价上调获得较好盈利；污水处理项目远期规划在政府的推动下迅速实施；进入其他区域的市政公用事业领域。

公司管理层也认识到了发展的瓶颈，相信公司会努力把握住每个机会，这在公司污水处理和垃圾发电业务的发展上也可见一斑，我们对此保持谨慎乐观。

6.2. 估值及评级

图 21 南海发展相对大盘估值水平 PE (TTM)



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

在我国宏观经济低迷和不明朗时期，公司增长的确定性有助于现有股价的支撑。然而，作为一个典型防守型公司，其相对于大盘的估值水平已处于历史高位，在公司没有较大亮点的情况下，其相对估值难以再进一步提升。

综合行业估值水平和基本面情况，给予公司 25 倍 PE，合理股价 10.4 元，在公司基本面没有较大突破前，首次评级给予“中性-A”投资评级。

未来公司面临的主要风险为：如果未来中国经济陷入中长期通缩，工业企业的受困会严重影响公司供水的增长率，使得占公司主要利润来源的供水业务难以增长。

表 12 水务行业盈利及估值

简称	每股收益		市盈率 PE		市净率 PB (MRQ)
	08A/E	09E	08A/E	09E	
行业均值	0.2874	0.2925	28.53	28.01	2.69
首创股份	0.0960	0.1383	64.48	44.76	2.99
创业环保	0.1419	0.1638	43.62	37.79	2.95
合加资源	0.2693	0.3952	40.85	27.83	4.83
洪城水业	0.1928		44.40		2.48
南海发展	0.3533	0.4170	26.80	21.5	2.60
城投控股	0.5525	0.4863	19.37	22	2.42

数据来源：WIND 安信证券研究中心

说明：南海发展、合加资源 08 年年报已公布，其余均为预期数；南海发展盈利估值来自安信证券研究中心，其余取自 WIND

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-3-19

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	411.9	423.9	465.6	541.9	660.7	成长性					
减:营业成本	206.1	228.9	244.2	298.0	368.9	营业收入增长率	12.1%	2.9%	9.8%	16.4%	21.9%
营业税费	2.6	2.9	2.8	3.0	3.0	营业利润增长率	6.3%	-14.4%	17.3%	5.8%	17.6%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	7.6%	3.1%	18.0%	5.7%	17.1%
管理费用	34.5	35.4	39.1	45.5	55.5	EBITDA 增长率	6.8%	-10.3%	24.1%	18.2%	20.9%
财务费用	18.6	26.9	28.9	35.0	44.6	EBIT 增长率	9.3%	-7.9%	15.7%	8.2%	19.4%
资产减值损失	0.2	0.6	-1.1	0.0	0.1	NOPLAT 增长率	11.2%	11.3%	16.7%	8.8%	22.0%
加:公允价值变动收益	-3.4	-	-	-	-	投资资本增长率	15.2%	20.8%	17.4%	18.8%	-5.6%
投资和汇兑收益	4.5	-	-	-	-	净资产增长率	5.5%	8.0%	6.8%	8.6%	7.7%
营业利润	151.0	129.3	151.6	160.5	188.7	利润率					
加:营业外净收支	2.5	1.8	-	-	-	毛利率	50.0%	46.0%	47.6%	45.0%	44.2%
利润总额	153.6	131.1	151.6	160.5	188.7	营业利润率	36.7%	30.5%	32.6%	29.6%	28.6%
减:所得税	58.8	33.0	35.8	37.2	40.5	净利润率	22.5%	22.6%	24.3%	22.1%	21.2%
净利润	94.7	98.1	115.9	123.3	148.2	EBITDA/营业收入	56.1%	48.9%	55.2%	56.1%	55.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	41.2%	36.8%	38.8%	36.1%	35.3%
货币资金	62.1	150.8	59.2	43.4	94.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	865	739	741	902	871
应收帐款	10.1	19.1	6.8	7.9	9.7	流动营业资本周转天数	-40	32	19	-31	-41
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	120	205	164	65	70
预付帐款	68.7	143.1	14.2	30.0	30.0	应收帐款周转天数	5	10	9	4	4
存货	12.8	14.8	15.4	18.8	23.2	存货周转天数	11	12	12	11	11
其他流动资产	1.3	0.4	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	1,212	1,330	1,391	1,356	1,200
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	980	1,125	1,219	1,237	1,071
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	13.2	5.1	5.1	5.1	5.1	ROE	10.4%	10.0%	11.0%	10.8%	12.1%
投资性房地产	27.0	26.1	25.2	24.2	23.3	ROA	6.8%	5.7%	6.2%	5.6%	6.8%
固定资产	895.8	844.2	1,073.7	1,643.3	1,552.2	ROIC	10.2%	9.8%	9.5%	8.8%	9.1%
在建工程	140.5	306.9	234.2	36.5	66.5	费用率					
无形资产	157.1	211.9	419.1	395.8	372.6	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	11.4	10.6	12.0	12.0	12.0	管理费用率	8.4%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%
资产总额	1,400.0	1,733.1	1,864.8	2,217.1	2,189.3	财务费用率	4.5%	6.3%	6.2%	6.5%	6.7%
短期债务	165.0	310.0	309.9	315.8	315.6	三费/营业收入	12.9%	14.7%	14.6%	14.9%	15.1%
应付帐款	74.5	94.3	56.7	98.0	121.3	偿债能力					
应付票据	4.3	-	4.0	4.9	6.1	资产负债率	34.9%	43.2%	43.6%	48.5%	43.8%
其他流动负债	88.1	126.5	74.5	88.1	108.6	负债权益比	53.6%	76.1%	77.4%	94.1%	78.1%
长期借款	154.4	218.2	368.2	568.2	408.2	流动比率	0.47	0.62	0.21	0.20	0.29
其他非流动负债	2.0	-	-	-	-	速动比率	0.43	0.59	0.18	0.16	0.24
负债总额	488.4	749.0	813.4	1,075.1	959.8	利息保障倍数	9.14	5.81	6.24	5.59	5.23
少数股东权益	27.5	41.7	44.1	65.9	72.9	分红指标					
股本	208.5	271.1	271.1	271.1	271.1	DPS(元)			0.18	0.19	0.22
留存收益	675.6	671.3	736.3	805.0	885.5	分红比率	44.9%	39.2%	42.5%	42.5%	42.5%
股东权益	911.6	984.1	1,051.5	1,142.0	1,229.5	股息收益率					
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	94.7	98.1	115.9	123.3	148.2	EPS(元)			0.42	0.44	0.52
加:折旧和摊销	70.0	64.7	76.7	108.6	134.3	BVPS(元)			3.88	4.21	4.54
资产减值准备	0.2	0.6	-1.1	0.0	0.1	PE(X)					
公允价值变动损失	3.4	-	-	-	-	PB(X)					
财务费用	13.8	19.2	27.2	28.9	35.0	P/FCF	-				
投资收益	-4.5	-	-	-	-	P/S					
少数股东损益	1.9	2.3	2.8	3.8	8.3	EV/EBITDA					
营运资金的变动	-50.3	-26.5	113.5	35.5	38.7	CAGR(%)	9.2%	14.8%	17.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	188.2	183.4	336.8	306.2	374.1	PEG					
投资活动产生现金流量	-212.1	-302.2	-439.8	-457.3	-50.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	36.5	207.6	12.8	120.2	-264.2	REP					

资料来源:安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

诸勤秒，助理行业分析师，毕业于上海财经大学，经济学硕士。2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034