

南海发展(600323)

业绩处于低谷，成长轨迹明确

——南海发展 08 年年报点评

金润

021-38676277

jinrun@gtjas.com

本报告导读：

- 08 年 4 季度是业绩低谷，其成长轨迹明确，08-10 年为污水业务高速成长期，10-11 年为垃圾发电业务高速成长期。目前的市盈率水平未能反映其未来成长性、水务环保运营商的相对稳健性和防御性溢价。

投资要点：

- 08 年业绩低于预期。收入增长 2.9% 低于预期，毛利率下降 3.97%，净利率上升 0.05%。08 年 EPS 为 0.35 元同比增长 2.17%，低于预期。08 年净利润现金含量为 1.91，过去 5 年平均为 1.93，净利润现金含量较高。
- 08 年供水业务收入同比增长 0.8%，毛利率下降 5.41% 至 45.86%。增长低于预期的主要原因是 1) 受宏观经济影响导致工业用水减少；2) 佛山市主动进行产业结构升级，加大节能减排力度，淘汰高耗水企业；3) 电费提价、管网改造费用等成本增加，加息导致财务费用增加。08 年污水业务收入同比增长 19.17%，毛利率提高 17.68% 至 47.49%。主要原因是 1) 下属平洲桂城等保底水量开始按 100% 产能结算，保底收入提高；2) 平洲处理厂投资减少而使折旧减少。08 年垃圾发电业务收入同比增长 3.65%，毛利率下降 16.36% 至 41.04%。主要原因是环保投入增加。
- 供水方面，预计 09 年宏观经济影响及地方产业结构调整等不利因素影响减弱，市场覆盖方面公司已拓展至里水镇，此外，公司在南海市供水市场占有率仍在不断提升，预计 09 年供水业务恢复 4% 的增长。
- 污水处理方面，佛山市政府规划 09 年将污水处理率从 30% 提高至 77%，08-10 年公司污水处理业务将处于高速成长期，已规划产能将提高 111%，此外，公司尚有多项潜在污水处理项目正在落实。未来两年公司污水处理业务进入高速成长期，复合增产率为 35%。平洲二期、松岗污水将于 4 月投产，九江、丹灶横江、城区污水预计年底投产。
- 垃圾发电方面，绿电二期项目 08 年底已通过国家环保部审批，三台 500 吨机组预计将于 2010 年 8 月后相继投产，成为 10-11 年主要增长点。
- 我们对公司 09-11 年 EPS 调整为 0.39、0.45 和 0.55。参考目前水务行业 40-50 倍的高市盈率，作为成长轨迹明确而业绩将触底回升的水务环保运营商，给予 10 年 25 倍 PE，维持目标价 11.5，维持“增持”评级。
- 对于 2012 年后公司成长受区域局限问题，我们认为除具有资金优势和已有跨区域项目经验的首创股份（600008）及创业环保（600874）等外，这种局限性是地方性水务企业的普遍问题。但作为净利润相对稳定和经营现金流优质的水务环保运营商，目前的市盈率水平未能反映其未来成长性、业绩相对稳健性和防御性溢价，行业市盈率水平在 40-50 倍。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	412	424	449	493	584
(+/-)%	12.07%	2.90%	5.89%	9.86%	18.39%
经营利润（EBIT）	151	129	143	165	201
(+/-)%	6.33%	-14.41%	10.52%	15.27%	22.04%
净利润	93	96	105	122	148
(+/-)%	8.43%	3.53%	10.09%	15.64%	24.89%
每股净收益（元）	0.34	0.35	0.39	0.45	0.55
每股股利（元）	0.14	0.14	0.16	0.18	0.22

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	36.66%	30.50%	31.83%	33.40%	34.43%
市盈率	27.67	26.83	24.37	21.07	17.38
股息率（%）	1.45%	1.49%	1.64%	1.90%	2.30%

自来水的生产和供应业/公用事业

评级：

增持

上次评级： 增持

目标价格：

¥11.50

上次预测： ¥11.50

当前价格：

¥9.48

2009.03.23

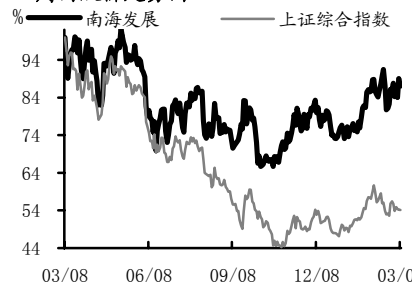
交易数据

52 周内股价区间（元）	6.70 ~ 14.90
总市值（百万元）	2,616
总股本/流通 A 股（百万股）	271/194
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.72
日均成交量（百万股）	2.8
日均成交值（百万元）	26.8

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	942.36
每股净资产	3.48
市净率	2.72
资产负债率	43.22%

52 周内股价走势图



涨幅(%)	12M	3M	1M
绝对涨幅	-23.5	7.0	5.3
相对上证	25.3	-4.0	-0.1

相关报告

城市公用事业之水务篇

2009.2.23

达沃斯论坛全球水破产危机之我见

2009.2.2

首创股份 08 年预减点评：08 业绩经历低谷，09 三大负效应递减

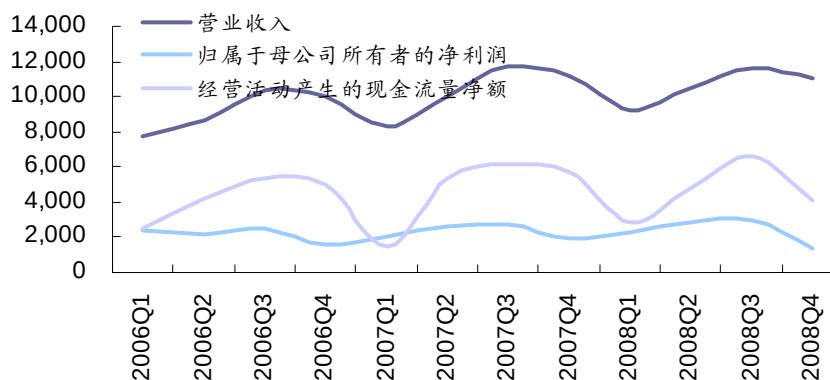
2008.1.22

2009 水务行业投资策略：万里冰雪藏不住，一江春水涌上来

2008.12.01

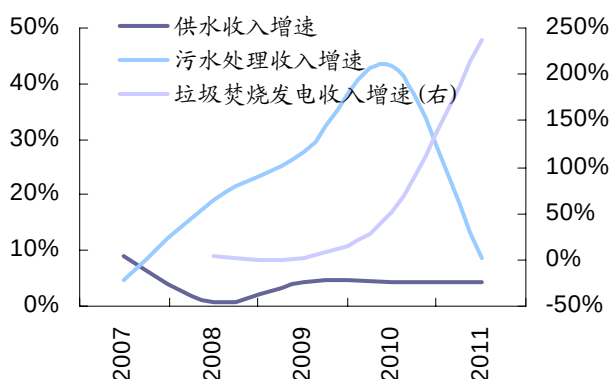
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1: 分季度收入, 净利润和经营现金流情况



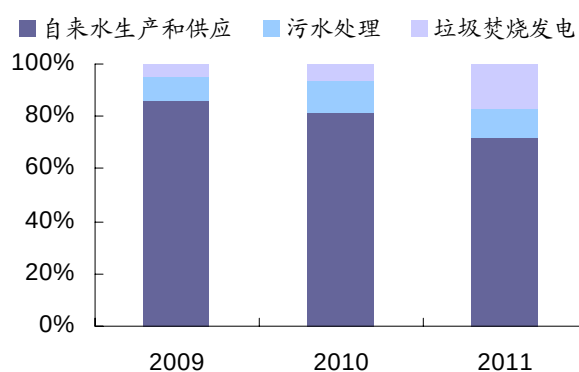
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 2: 分业务成长性



数据来源: 国泰君安证券

图 3: 分业务构成



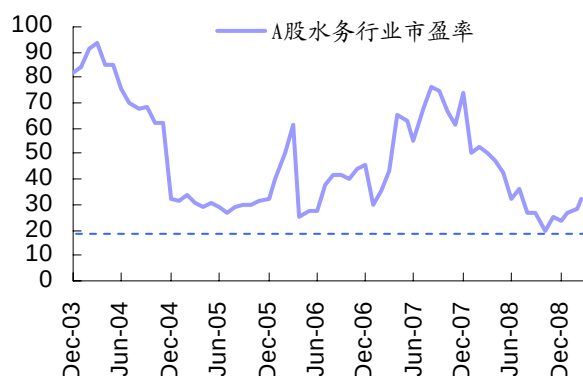
数据来源: 国泰君安证券

图 4: 美国水务企业相对于电力企业的估值溢价



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 5: A 股水务行业历史市盈率水平



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

注: 具体参见我们 08 年 12 月初的水务行业投资策略报告《万里冰雪藏不住, 一江春水涌上来》

表 1: 美国水务环保运营商的防御性溢价

公司	国家	ROE	PB	EV/EBITDA	07PE	08PE	09PE
水务公司							
Veolia	法国	5.54	1.08		19.62	11.11	10.12
Suez	法国	18.82	1.51	6.36	7.96	8.77	8.63
RWE	德国	20.05	2.54		8.92	7.77	7.16
Aqua America	美国	9.62	2.41		26.19	22.08	20.43
California Water	美国	10.00	2.17	9.70	22.18	20.45	19.68
American States Water	美国	7.18	2.03	9.50	23.99	21.03	18.35
SJW Corp	美国	8.74	1.71		21.58	19.20	16.22
Middlesex Water	美国	8.83	1.38		15.81	15.38	13.95
Connecticut Water	美国	8.92	1.64		17.96	16.89	16.08
York Water	美国	9.67	1.95		20.65	18.77	18.11
美国水务公司平均		9.00	1.90	9.60	21.20	19.12	17.55
电力公司							
AMEREN CORPORATION	美国	8.82	0.67		7.49	7.57	7.56
AES CORP	美国	36.12	1.16	5.48	6.42	6.28	5.62
ALLETE INC	美国	10.51	1.07	7.82	9.61	12.40	12.41
ALLEGHENY ENERGY	美国	14.68	1.40	6.99	10.26	9.75	7.85
AMERICAN ELECTRIC POWER	美国	13.29	1.05	6.65	8.52	8.70	8.16
DPL INC	美国	26.46	2.64		10.85	10.00	9.15
DYNEGY INC-CL A	美国	3.86	0.32	9.10	28.33		39.53
FPL GROUP INC	美国	14.62	1.73	7.78	12.87	12.17	10.92
DTE ENERGY COMPANY	美国	9.22	0.74	6.38	9.46	9.45	8.84
DOMINION RESOURCES	美国	18.83	1.78	6.90	9.83	9.63	9.34
IDACORP INC	美国	7.84	0.86	7.10	10.98	10.14	9.69
PINNACLE WEST CAPITAL	美国	6.94	0.77	6.34	12.40	10.92	9.39
WESTAR ENERGY INC	美国	8.82	0.85		13.25	9.53	9.30
RELIANT ENERGY INC	美国	-17.89	0.27	6.07	32.44		16.22
SOUTHERN CO	美国	13.58	1.79	8.91	12.97	12.72	12.09
TECO ENERGY INC	美国	8.07	1.17	7.12	12.79	10.37	9.02
XCEL ENERGY INC	美国	9.67	1.19	6.98	12.61	12.09	11.29
美国火电公司平均		11.38	1.14	7.11	13.00	10.11	11.55
估值溢价			166%	135%	163%	189%	152%

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券, 3 月 20 日数据

注: 具体参见我们 08 年 12 月初的水务行业投资策略报告《万里冰雪藏不住, 一江春水涌上来》

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com