

王旭东 021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn

濮冬燕 021-68407301
pudy@cmschina.com.cn

2009年5月21日

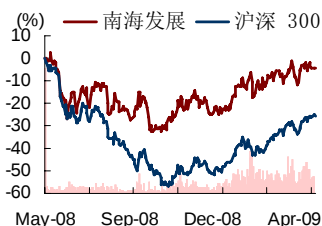
投资评级: **审慎推荐-A**
评级调整: 维持
目标估值:

基础数据

总股本 (万股)	27107
流通股本 (万股)	19452
总市值 (亿元)	27
流通市值 (亿元)	19
52 周股价	7.0-14.1 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	15	-6
相对表现	-4	-31	18



相关报告

- 1、《南海发展-短期成长性受限、仍具长期增长潜力》
2009/03/13
- 2、《南海发展--相对低估吸引力略有下降》 2008/08/25
- 3、《南海发展--有相对估值优势》2007/08/10
- 4、《南海发展--下跌为良好投资机会》 2007/06/06

南海发展(600323.SH)/9.95 元

五年复合增长率 12%

我们参加了垃圾发电子公司“绿电公司”的开业仪式，并实地调研了公司的水厂和污水处理厂，就业务前景与高管进行了交流。我们认为公司自来水业务平稳增长，污水业务和垃圾发电业务高速发展，南海区域内业务可支持 5 年 12% 复合增长率。

□ 公司自来水业务仍有提升空间。

1、里水镇 09-10 年可实现 6.28 万吨的供水增量。公司自 2006 年 5 月起陆续向里水供水，受制于市政建设对管道铺设的影响，未以全面供水，06-08 年供水量分别为 1.44、1.69、4.72 万吨。目前，与该供水项目配套的里水增压泵站工程现已完成基础垫层混凝土浇筑，正进行泵房、配电间、进出厂管道施工。预计 2009 年 5 月中旬可实现向里水镇全面供水，供水量增加至约 11 万立方米/日。

2、仍有进一步整合南海区内供水市场的空间。南海区共有八镇，如图 1 所示，蓝色部分为公司已供水区域，仍有西樵镇（20 万吨）、丹灶镇（13 万吨）及九江镇部分地区（3-5 万吨）供水业务公司尚未涉足，在区政府支持下，仍有进一步整合的可能。

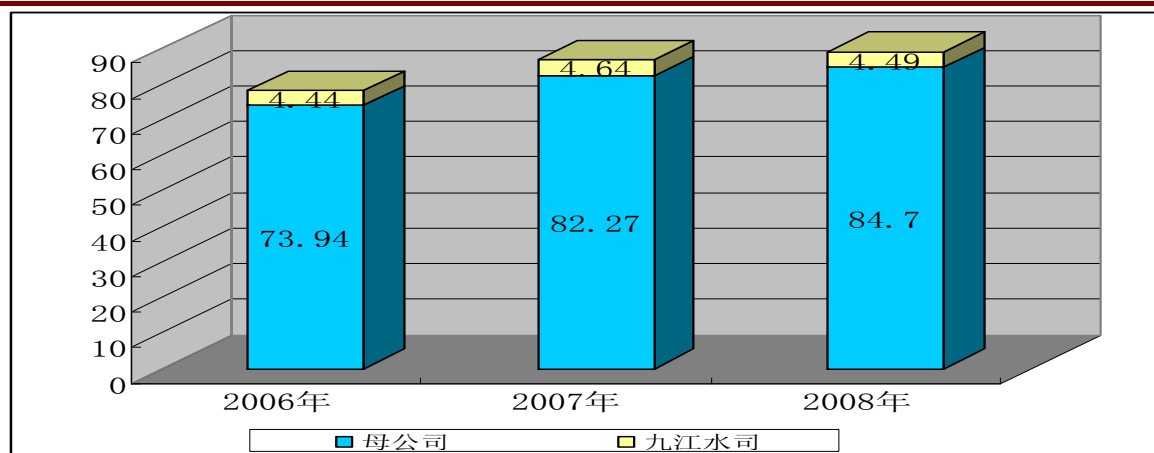
图 1 南海区行政及公司供水情况（蓝色部分为公司供水覆盖范围）



资料来源：招商证券

3、工业用水下滑势头已缓。南海区有相当部分出口型企业，08 年起，经济危机和产业结构调整导致部分企业开工不足或迁出，用水增长速度放缓甚至负增长。从目前国内的经济情况看，应该说，工业用水下滑势头不会进一步恶化。

图2 南海发展历年供水量

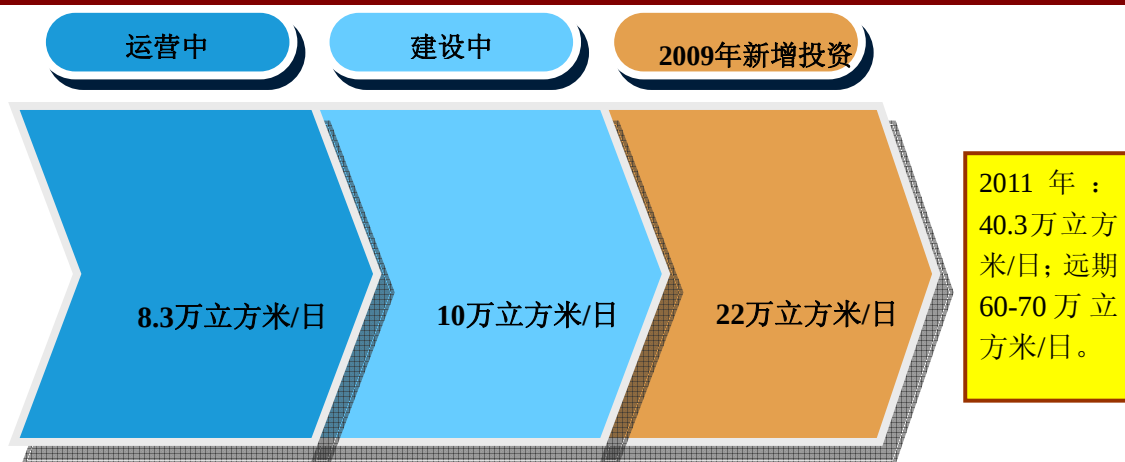


资料来源：招商证券

□ 污水处理业务处于增长期。

根据南海区政府的规划，已建成和待建的污水厂总处理规模为 69.82 万立方米/日（不含远期规划数），其中由南海发展运营、投资的污水项目总处理规模为 40.3 万立方米/日。3 年可带来约 1 亿元的业务增量。

图3 南海发展污水业务前景

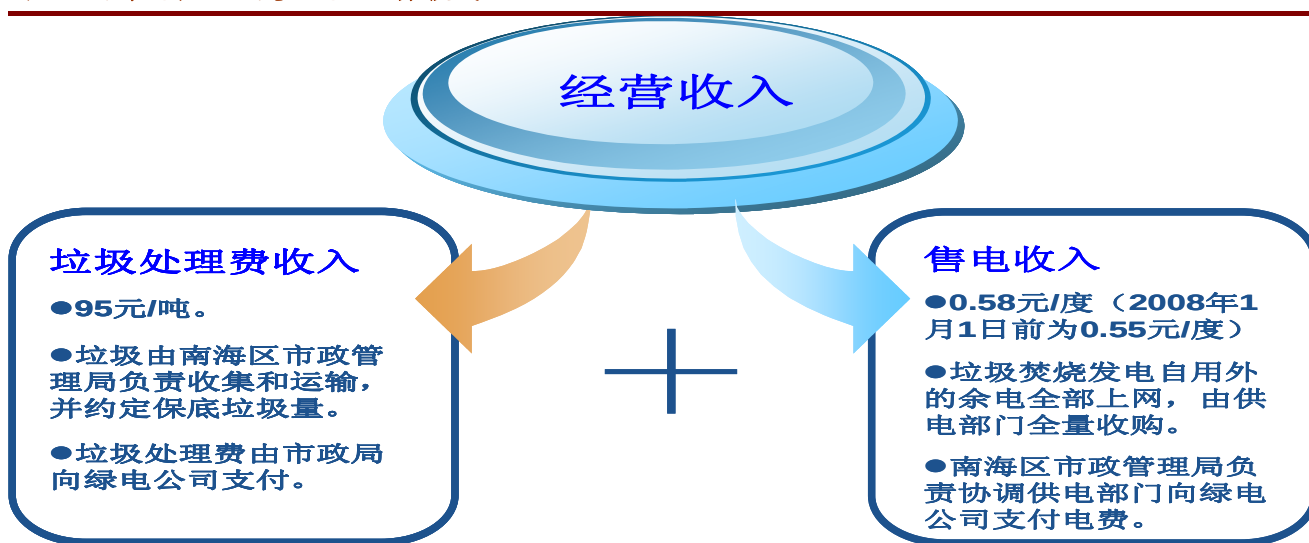


资料来源：招商证券

□ 垃圾焚烧发电启动在即。

公司绿电公司垃圾发电二期(1500 吨/日日处理能力)项目 2009 年 5 月开工, 2010 年底建成投产。建成后将为公司带来 1.3 亿元收入增量。

图 4 南海发展垃圾焚烧发电业务模式



资料来源：招商证券

表 1: 一、二厂项目情况介绍

一、二厂总投资	7.91 亿
一、二厂合并实际处理能力	可达 2200 吨/日
年处理垃圾量	70 万吨
发电量	1.845 亿度
上网电量	1.476 亿度
年收入	15211 万元
投资利润率	9.73%
全部投资的内部收益率	10.42%
自有资金的内部收益率	11.60%

资料来源：招商证券

□ 三年固定资产投资为 12 亿元，公司债务融资能力良好。

公司近三年垃圾发电及污水项目资本需求约在 12 亿元左右，目前公司负债率 43.2%，债务融资能力强。资金需求全部通过债务方式筹集的话，公司负债率略超 50%，对于公用事业公司，是正常的负债水平。我们认为公司增发的需求并不强烈，相应地公司未来业绩增长也不会有摊薄。

□ 09-12 年每股收益预期为 0.39 元、0.43 元、0.53 元、0.59 元，同比分别增长 9%、12.7%、21.8%和 10.8%。

□ 维持“审慎推荐-A”投资评级，可分两阶段看南海发展的估值：

1、第一阶段是至 2012 年左右，公司南海区域内公司的自来水业务份额仍有 30% 左右的增长，污水业务和垃圾发电业务保持高速增长，能保持 10-15%的较高复合增长率 4 至 5 年。

2、第二阶段是 5 年后，看公司有业务范围或业务区域方面的突破，若无，则进入 3-5%的公用事业公司自然增长阶段。

综合考虑公司前五年的较高速增长及在水务、公用板块中相对低的静态和动态估值，维持审慎推荐评级。

表 2：南海发展主营业务预测

单位：百万元	07	08	09E	10E	11E
销售收入合计	412	424	466	566	681
自来水	357	360	385	405	417
污水处理	28	33	47	81	133
垃圾发电	18	19	21	67	118
合计收入增长率	12%	3%	10%	22%	20%
自来水	9%	1%	7%	5%	3%
污水处理	5%	54%	42%	72%	64%
垃圾发电	195%	4%	4%	219%	75%
合计毛利率	45%	46%	47%	46%	46%
自来水	51%	46%	47%	47%	48%
污水处理	30%	47%	48%	48%	41%
垃圾发电	57%	41%	41%	41%	53%
毛利合计	187	195	219	263	315
自来水	183	165	180	190	202
污水处理	8	16	23	39	54
垃圾发电	10	8	9	27	63
毛利增长率	7%	4%	12%	20%	20%
自来水	11%	-10%	9%	5%	7%
污水处理	-8%	90%	45%	72%	37%
垃圾发电	504%	-26%	13%	215%	130%

资料来源：招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	412	424	466	566	681
营业成本	206	229	247	303	366
营业税金及附加	3	3	3	4	5
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	35	35	39	47	57
财务费用	19	27	35	53	59
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	0
营业利润	151	129	141	159	194
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	154	131	143	161	196
所得税	59	33	36	41	49
净利润	95	98	107	121	147
少数股东损益	2	2	3	3	3
归属于母公司净利润	93	96	104	118	143
EPS (元)	0.45	0.35	0.39	0.43	0.53

资料来源：招商证券

表 4、估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		07	08E	09E	07	08E	09E			
创业环保	600874	0.16	0.18	0.20	40	36	32	2.9	7.1	91
洪城水业	600461	0.15	0.16	0.21	61	56	43	2.6	4.2	13
南海发展	600323	0.35	0.39	0.43	28	26	23	2.8	9.8	27
首创股份	600008	0.12	0.13	0.16	56	51	41	3.1	5.5	145
合加资源	000826	0.27	0.35	0.45	45	35	27	5.2	12.1	50
中原环保	000544	0.24						4.9	13.4	24
平均	-				50	43	34	4.4	10.3	73

资料来源：招商证券

参考报告：

1、《南海发展-短期成长性受限、仍具长期增长潜力》 2009/03/13

虽然短期成长性将低于前几年，但公司仍具稳定增长潜力（1、自来水业务受经济影响工业用水下降，但南海区内市场份额仍有提高空间；2、污水业务高增长；3、垃圾发电项目 09 年 4 月启动。），是水务板块中稳定增长能力突出的公司。

2、《南海发展--相对低估吸引力略有下降》 2008/08/25

首次下调评级，理由：（1）股价自推荐以来在熊市中保持了极好的抗跌性，相对其它公司的全面持续暴跌，这种估值优势有所缩小。（2）产业结构调整导致部分工业企业开工不足或迁出本地，用水增长速度放缓，业绩略有下调。

3、《南海发展—有相对估值优势》 2007/08/10

南海发展是佛山市南海区的公用事业公司，由于是区域性公司，市场给予低定价，笔者认为该公司可以依托南海区经济规模，从小公司成长为中型公司，有较高的相对投资价值。

4、《南海发展—下跌为良好投资机会》 2007/06/06

南海发展是水务行业中盈利能力强且业绩稳定的公司，本文对其在证券市场投资中的价值进行了分析，认为是稳健性型投资人宜关注的策略建仓股，尤其是在市场面临调整压力时。

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券水务、造纸分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任公用事业、造纸印刷行业研究助理，具有 3 年证券从业经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。