

动态报告

公用事业

水务

南海发展(600323)

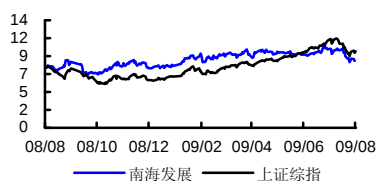
09 年半年报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 8 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	9.04
总股本/流通 A 股(百万股)	271.07/194.41
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	2,450.46/1,757.47
上证综指/深圳成指	2,967.60/11,995.03
12 个月最高/最低(元)	10.89/7.00

财务数据

净资产值(百万元)	963.78
每股净资产(元)	3.56
市净率	2.54
资产负债率	42.48%
息率	1.55%

相关研究报告:

《收入增速如期恢复》——2009-4-30

《南海发展: 08 年成低谷, 未来增长确定_谢达成 徐颖真》——2009-3-16

分析师: 谢达成

电话: 021-68866236

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

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。

财报点评

下半年供水好转, 污水业务大增

●1H09 业绩基本符合预期

公司 09 年上半年实现收入 2.07 亿元同比增长 5.27%; 营业利润 0.62 亿元同比下降 11.9%; 净利 0.46 亿合 EPS0.17 元, 同比下降 11.2%。与我们之前的预期 (0.18 元) 基本一致, 偏差为 -5.5%。

●“项目集中建设期毛利率下降”导致业绩下滑

供水、污水处理、垃圾发电收入分别同比增长 1.7%、34% 和 9.7%, 其中污水贡献 59%; 但三块业务毛利率均下降近 5 个百分点, 成为业绩下滑主因。主要是受公司处于项目集中建设期影响, 源于 (1) 供水管网改造修理导致折旧增加, 上半年仅管网转固就达 1.7 个亿; (2) 污水新增投产项目初期回报较低, 4 月份新投产平洲二期、松岗污水 BOT 项目和新增里水城区、和桂工业园两个污水 TOT 项目; (3) 垃圾发电项目维修费用。

●2H09 供水将好转, 未来两年污水业务将大增

1、考虑南海二水厂三期和绿电一期的折旧摊销, 维持“综合毛利率可能进一步下滑, 但全年仍维持在 40% 以上”的判断。

2、供水业务 2H09 收入受新增供水、高温天气、经济复苏影响增速有望提高, 维持全年近 5% 的判断。污水处理由于丹灶、九江共 4 万吨产能于 3 季度投产以及 4 月份新增项目贡献下半年仍将实现高增长。

3、新增一批污水项目将在 2010 年中期前投产, 产能约 21 万吨/天是现有规模的 2 倍多, 未来两年污水业务将大幅增长, 成为业绩增长点。

●上调 2010、2011 年盈利预测, 维持“谨慎推荐”评级

根据最新公布的新增污水投资详细资料, 我们维持 09 年 EPS0.37 元, 将 2010、2011 年 EPS 从 0.38、0.47 元分别上调至 0.42、0.53 元, 2009-2011 年对应动态 PE 分别为 24.4、21.6x、17.0x, 维持公司“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	411.92	423.89	457.2	554.3	696.7
(+/-%)	12.07%	2.90%	7.8%	21.2%	25.7%
净利润(百万元)	92.86	95.77	100	114	144
(+/-%)	7.64%	3.14%	4.7%	13.2%	27.2%
每股收益(元)	0.45	0.35	0.37	0.42	0.53
EBIT Margin	41.93%	37.34%	38.1%	37.2%	36.1%
净资产收益率 (ROE)	10.50%	10.16%	10.0%	10.6%	12.5%
市盈率 (PE)	20.30	25.59	24.4	21.6	17.0
EV/EBITDA	9.08	13.36	14.6	12.6	10.9
市净率 (PB)	2.13	2.60	2.44	2.29	2.12

1H09 业绩基本符合预期

南海发展 09 年上半年实现收入 2.07 亿元同比增长 5.27%；营业利润 0.62 亿元同比下降 11.9%；净利 0.46 亿合 EPS0.17 元，同比下降 11.2%。与我们之前的预期（0.18 元）基本一致，偏差为-5.5%。

项目集中建设期导致毛利率下降

1H09 综合毛利率 44.8%，同比下降 5/环比上升 3 个百分点；其中 1Q09、2Q09 单季综合毛利率分别为 45.1% 和 43.4%，2 季度毛利率环比下滑 1.7 个百分点，趋势符合我们之前判断，主要是管网改造工程转固造成折旧加大和污水项目刚投产回报率较低所致。南海二水厂三期已于 09 年中期完全投产，“绿电一期”资产由于资产移交方因素中期仍无法移交但为期不远，加上九江、丹灶污水厂于 3 季度投产初期毛利率较低，仍维持“综合毛利率可能进一步下滑，但预计仍维持在 40% 以上”的判断。

管理费用率和财务费用率均出现下滑趋势，财务费用率下降在预期之中，预计 2H09 随着“南海二水厂三期”和“绿电一期”的投产和移交，管理费用率将有所上升。

1H09 供水收入同比增长 1.66%，体现了：（1）产业结构调整、经济下滑影响已减小；（2）里水镇供水替代的新增供水部分弥补了第一点影响。供水毛利率同比下滑 5.3/环比上升 3.1 个百分点，主要原因是管道改造修理、资产转固导致的折旧增加所致，上半年仅管网转固就达 1.7 个亿。

1H09 污水实现收入约 2000 万，同比增长 34%，源于：（1）平洲二期、松岗污水 4 月份投入运营；（2）4 月份新增里水城区污水一期和里水和桂工业园污水处理厂两个 TOT 项目。污水毛利率同比下降 5.1/环比下降 2.5 个百分点，主要是因为新增项目毛利率较低。

1H09 垃圾焚烧发电一期项目收入平稳，但由于维修费用增加导致毛利率也同比下降 4.9 个百分点。

表 1：南海发展半年度盈利比较（调整前）

	1H2008	2H2008	1H2009	YoY	HoH
营业收入	196.9	227.0	207.2	5.3%	-8.7%
营业成本	97.5	131.4	114.3	17.2%	-13.0%
营业税金及附加	1.2	1.7	1.4	12.8%	-15.7%
销售费用	0.0	0.0	0.0	..	..
管理费用	14.4	20.9	15.0	3.6%	-28.5%
财务费用	13.1	13.8	14.4	10.3%	4.2%
资产减值损失	(0.0)	0.6	0.0	-100.0%	-100.0%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	..	..
投资收益	0.0	0.0	0.0	..	..
营业利润	70.6	58.7	62.2	-11.9%	6.0%
营业外收入	1.5	2.0	1.3	-11.4%	-35.3%
营业外支出	1.4	0.2	0.5	-65.1%	137.7%
利润总额	70.7	60.4	63.0	-10.8%	4.2%
所得税	17.7	15.3	15.8	-10.7%	3.3%
少数股东损益	1.1	1.2	1.1	0.3%	-5.6%

净利润	51.8	43.9	46.1	-11.1%	4.8%
每股收益	0.19	0.16	0.17	-11.1%	7.0%
毛利率	50.5%	42.1%	44.8%	-5.6%	2.7%
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	7.3%	9.2%	7.2%	-0.1%	-2.0%
EBIT/收入	42.5%	32.2%	37.0%	-5.5%	4.8%
营业利润/营业收入	35.9%	25.8%	30.0%	-5.9%	4.2%
实际所得税率	25.1%	25.3%	25.1%	0.0%	-0.2%
净利润率	26.3%	19.4%	22.2%	-4.1%	2.9%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

表 2：南海发展主业构成

项目	业务	1H08	2H08	1H09	YoY	HoH
营业收入	供水	166.09	193.62	168.84	1.66%	-12.80%
	污水处理	15.46	17.64	20.69	33.87%	17.26%
	垃圾焚烧发电	9.19	9.53	10.08	9.70%	5.76%
	合计	190.74	220.80	199.61	4.65%	-9.60%
营业成本	供水	82.47	112.29	92.77	12.49%	-17.38%
	污水处理	7.90	9.48	11.63	47.11%	22.68%
	垃圾焚烧发电	4.63	6.41	5.57	20.39%	-13.08%
	合计	95.00	128.18	109.97	15.76%	-14.21%
毛利率	供水	50.35%	42.00%	45.05%	-5.29%	3.05%
	污水处理	48.86%	46.29%	43.80%	-5.06%	-2.48%
	垃圾焚烧发电	49.64%	32.75%	44.73%	-4.91%	11.97%
	综合毛利率	50.19%	41.95%	44.91%	-5.28%	2.96%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

2H09 供水将好转，未来两年污水业务将大增

供水业务 2H09 收入增速有望提高，主要基于（1）里水增压泵站 5 月投产所带来的下半年的新增供水；（2）今年夏季的高温天气比往年更甚；（3）经济逐步恢复带来的工业用水增加；（4）产业结构调整基本完成，新产业将逐渐衔接。

污水处理业务 2H09 仍将实现高增长，主要基于（1）丹灶、九江共 4 万吨产能于 3 季度投产；（2）4 月份投产的平洲二期、松岗共 5 万吨产能，里水污水及和桂工业园区共 1.7 万吨产能（TOT）将在下半年将继续产生贡献。

污水处理未来两年将实现大幅增长，从表 3 可以看出公司年内新投资污水项目于 2010 年上半年投产的产能接近 21 万立方米，相当于现有规模的 2 倍多，根据公司的规划，2010 年公司污水处理规模将达到 57.8 万立方米/日。

表 3：南海发展 2009-2010 年新增污水项目一览

项目	首期产能（万吨/日）	远期产能（万吨/日）	项目类型	预计投产时间	投资规模（百万）
丹灶横江	1.0		BOT	2009.9	12.44
丹灶城区	1.0		BOT	2009.8	7.06
九江明净一期	2.0		BOT	2009.9	
九江明净二期	2.0		BOT	2010.6	117.92
里水污水	1.2		TOT	2009.4	
和桂工业	0.5		TOT	2009.4	26.05
里水城区二期	2.8		TOT	2010.6	42.00

里水和顺	2.0	4.0	BOT	2010.6	30.00
罗村务庄污水	1.0		BOT	2010.6	18.00
罗村二期	0.5		BOT	2010.1	13.00
狮山东南污水	5.0	15.0	BOT	2010.1	76.81
狮山小塘	4.0		BOT	2010.6	60.18
狮山官窑一期	1.0	8.0	BOT	2010.6	18.76
西樵樵泰一期	2.0	5.0	BOT	2010.6	38.43
西岸污水处理厂	0.5	1.0	BOT	待定	待定
大同污水处理厂	1.0	3.0	BOT	待定	待定

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

上调 2010、2011 年盈利预测，维持“谨慎推荐”

评级

根据最新公布的新增污水投资详细资料，我们进行了相关测算，维持 09 年 EPS0.37 元，将 2010、2011 年 EPS 分别从 0.38、0.47 元上调至 0.42、0.53 元，2009-2011 年对应动态 PE 分别为 24.4、21.6x、17.0x，维持公司“谨慎推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

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	23	28	35	营业收入	424	457	554	697
应收款项	19	11	14	17	营业成本	229	235	289	375
存货净额	15	14	17	23	营业税金及附加	3	3	4	5
其他流动资产	143	154	187	235	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	328	203	246	310	管理费用	35	36	46	56
固定资产	1151	1494	1201	1188	财务费用	27	39	57	65
无形资产及其他	212	448	1005	1186	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	37	37	37	37	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	0	(9)	(9)	(9)
资产总计	1733	2188	2494	2726	营业利润	129	135	149	186
短期借款及交易性金融负债	400	635	686	736	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	35	34	40	54	利润总额	131	137	151	188
其他流动负债	96	93	112	148	所得税费用	33	34	35	40
流动负债合计	531	762	837	938	少数股东损益	2	2	3	3
长期借款及应付债券	218	384	550	598	归属于母公司净利润	96	100	114	144
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)					
长期负债合计	218	384	550	598					
负债合计	749	1146	1386	1535					
少数股东权益	42	39	37	33					
股东权益	942	1003	1071	1157					
负债和股东权益总计	1733	2188	2494	2726					

现金流量表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	96	100	114	144
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	65	72	98	116
公允价值变动损失	0	1	1	1
财务费用	27	39	57	65
营运资本变动	(7)	(6)	(14)	(7)
其它	2	2	3	3
经营活动现金流	183	207	257	322
资本开支	(307)	(654)	(364)	(287)
其它投资现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	(301)	(654)	(364)	(287)
权益性融资	9	(2)	(3)	(3)
负债净变化	263	400	217	98
支付股利、利息	(65)	(79)	(102)	(123)
其它融资现金流	0	0	0	0
融资活动现金流	208	319	112	(28)
现金净变动	90	(128)	5	7
货币资金的期初余额	62	151	23	28
货币资金的期末余额	152	23	28	35
企业自由现金流	(136)	(458)	(122)	19
权益自由现金流	127	(87)	51	67

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.35	0.37	0.42	0.53
每股红利	0.14	0.15	0.17	0.21
每股净资产	3.48	3.70	3.95	4.27
ROIC	8%	7%	7%	8%
ROE	10%	10%	11%	12%
毛利率	46%	49%	48%	46%
EBIT Margin	37%	38%	37%	36%
EBITDA Margin	51%	54%	55%	53%
收入增长	3%	8%	21%	26%
净利润增长率	3%	5%	13%	27%
资产负债率	46%	54%	57%	58%
息率	1.5%	1.6%	1.9%	2.4%
P/E	25.6	24.4	21.6	17.0
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.8	14.6	12.6	10.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021-68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈 焯	010-82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪翼	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿軻	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

国信证券经济研究所机构销售部

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn 刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn 邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn 庞博 0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn 祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn 林莉 0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn 王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn 马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn 郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn 黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn 刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn 叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn 王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn 谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn 焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn 李锐 010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn 徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn