

在建项目支撑未来增长

南海发展中报点评

报告关键点：

- 中报业绩低于预期
- 供水毛利率下降导致利润负增长
- 公司现有大量在建项目在09-10年逐步投产，并支撑公司业绩增长
- 维持“中性-A”评级

报告摘要：

- 公司09年中期实现营业收入2.07亿元，同比增长5.3%，实现归属于母公司净利润4606万元，同比下降11.2%，每股盈利0.17元，业绩低于预期。
- 公司业绩下降的原因是因为供水业务毛利率的大幅下降，较同期下降了约5个百分点，减少利润约700万元。上半年，受经济危机影响，公司原有区域供水量减少，仅依靠新增供水区域实现总收入1.7%的增长，而同期电费、制造费等一次性成本的增加较多，导致毛利率的下降。预计下半年，随着经济回暖、季节性因素和新增供水区影响，供水收入将实现较大增长，全年预计增长5%；毛利率受折旧增加影响维持在45%左右。未来几年，公司不再有新自来水项目，供水收入仅依靠内生性增长，增速将放缓。
- 公司现有大量在建项目将在09-10年投产，主要是污水处理和垃圾焚烧发电。随着这些项目的逐步投产，将成为公司盈利的主要增长点。
- 由于公司在南海区市政公用事业领域占有较大市场份额，外延空间已较小，仅依靠现有业务内生增长将系统性降低公司的盈利增长水平。但考虑行业竞争日益激烈、公司资本实力、大股东等因素，我们对其跨区域外延扩张能力保持一定的谨慎态度。
- 综合考虑公司三项业务，我们下调09-11年的盈利预测至0.39、0.46和0.47元，调整6个月目标价至10元，维持公司“中性-A”投资评级。

评级：
中性-A

上次评级： 中性-A

目标价格：
10.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 11.00 元

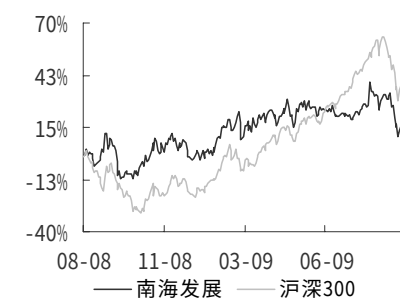
现价： 9.04 元

报告日期：
2009-08-26

市场数据

总市值(百万元)	2,450.46
流通市值(百万元)	1,757.47
总股本(百万股)	271.07
流通股本(百万股)	194.41
12 个月最高/最低	6.70/11.00 元
十大流通股东(%)	28.65%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.51	(24.80)	(20.61)
绝对收益	(11.99)	(8.16)	15.45

研究员

诸勤秒

021-68765175

助理行业分析师

zhuqm@essence.com.cn

张龙

021-68766113

首席行业分析师

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	479.6	599.4	729.2
Growth(%)	12.1%	2.9%	13.1%	25.0%	21.7%
净利润	94.7	98.1	109.8	127.6	135.3
Growth(%)	7.6%	3.1%	11.7%	15.7%	2.6%
毛利率(%)	50.0%	46.0%	45.1%	44.3%	43.8%
净利润率(%)	22.5%	22.6%	22.3%	20.6%	17.4%
每股收益(元)	0.34	0.35	0.39	0.46	0.47
每股净资产(元)	3.36	3.63	3.87	4.21	4.50
市盈率	26.4	25.6	22.9	19.8	19.3
市净率	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0
净资产收益率(%)	10.4%	10.0%	10.5%	11.2%	11.1%
ROIC(%)	10.2%	9.8%	9.2%	8.3%	8.0%
EV/EBITDA	9.5	14.3	13.3	11.9	9.4
股息收益率	1.7%	1.5%	1.9%	2.1%	2.2%

前期研究成果

- 南海发展：加快占领区域污水处理市场
2009-04-30
- 南海发展：增长确定，期待突破
2009-03-20

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	大部分覆盖	
罗村街道	是	是	全覆盖
里水镇	是	是	
九江镇	部分覆盖	是	
西樵镇	否	是	
丹灶镇	否	是	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 2 公司单季度利润表(合并报表)

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2
一、营业总收入	92.39	104.47	116.54	110.49	98.18	109.05
二、营业成本	46.85	50.68	61.26	70.14	53.23	61.07
营业税金及附加	0.56	0.68	0.75	0.91	0.70	0.70
销售费用						
管理费用	8.13	6.30	8.27	12.66	7.81	7.14
财务费用	5.29	7.76	6.62	7.19	7.13	7.26
资产减值损失	-0.03	0.00		0.58		
投资收益						
三、营业利润	31.57	39.05	39.64	19.00	29.31	32.89
营业外收入	0.06	1.40	1.24	0.76	0.31	0.98
营业外支出	0.17	1.25	0.10	0.11	0.16	0.34
四、利润总额	31.46	39.19	40.78	19.65	29.46	33.53
所得税费用	8.00	9.70	10.17	5.14	7.37	8.44
五、净利润	23.46	29.49	30.62	14.51	22.09	25.09
少数股东损益	0.35	0.77	0.66	0.52	0.67	0.45
归属母公司	23.11	28.72	29.95	13.98	21.42	24.64
六、EPS	0.085	0.11	0.110	0.052	0.079	0.091

数据来源：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		2009-8-26	
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	479.6	599.4	729.2	成长性					
减: 营业成本	206.1	228.9	263.1	333.8	409.8	营业收入增长率	12.1%	2.9%	13.1%	25.0%	21.7%
营业税费	2.6	2.9	2.8	2.9	3.0	营业利润增长率	6.3%	-14.4%	11.1%	15.7%	3.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	7.6%	3.1%	11.7%	15.7%	2.6%
管理费用	34.5	35.4	40.3	50.3	61.3	EBITDA 增长率	6.8%	-10.3%	23.5%	27.7%	21.5%
财务费用	18.6	26.9	30.9	46.1	83.7	EBIT 增长率	9.3%	-7.9%	11.8%	21.6%	20.2%
资产减值损失	0.2	0.6	-1.1	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	11.2%	11.3%	12.9%	22.1%	23.5%
加: 公允价值变动收益	-3.4	-	-	-	-	投资资本增长率	15.2%	20.8%	34.9%	29.3%	-3.9%
投资和汇兑收益	4.5	-	-	-	-	净资产增长率	5.5%	8.0%	6.5%	8.9%	7.0%
营业利润	151.0	129.3	143.6	166.1	171.4	利润率					
加: 营业外净收支	2.5	1.8	-	-	-	毛利率	50.0%	46.0%	45.1%	44.3%	43.8%
利润总额	153.6	131.1	143.6	166.1	171.4	营业利润率	36.7%	30.5%	29.9%	27.7%	23.5%
减: 所得税	58.8	33.0	33.8	38.6	36.2	净利润率	22.5%	22.6%	22.3%	20.6%	17.4%
净利润	94.7	98.1	109.8	127.6	135.3	EBITDA/营业收入	56.1%	48.9%	53.4%	54.5%	54.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	41.2%	36.8%	36.4%	35.4%	35.0%
货币资金	62.1	150.8	44.0	47.9	236.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	865	739	749	919	926
应收帐款	10.1	19.1	7.0	8.8	10.7	流动营业资本周转天数	-40	32	17	-33	-45
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	120	205	154	57	101
预付帐款	68.7	143.1	14.2	30.0	30.0	应收帐款周转天数	5	10	8	4	4
存货	12.8	14.8	16.6	21.0	25.8	存货周转天数	11	12	12	11	12
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	1,444	1,463	1,392
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	980	1,125	1,278	1,346	1,224
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%	10.5%	11.2%	11.1%
投资性房地产	27.0	26.1	25.2	24.2	23.3	ROA	6.8%	5.7%	5.2%	4.6%	4.7%
固定资产	895.8	844.2	1,150.5	1,909.5	1,842.4	ROIC	10.2%	9.8%	9.2%	8.3%	8.0%
在建工程	140.5	306.9	349.9	44.5	56.5	费用率					
无形资产	157.1	211.9	491.1	651.4	644.8	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	2,115.6	2,754.5	2,886.6	财务费用率	4.5%	6.3%	6.4%	7.7%	11.5%
短期债务	165.0	310.0	450.0	723.1	722.4	三费/营业收入	12.9%	14.7%	14.8%	16.1%	19.9%
应付帐款	74.5	94.3	60.3	109.7	134.7	偿债能力					
应付票据	4.3	-	4.3	5.5	6.7	资产负债率	34.9%	43.2%	50.3%	58.4%	57.5%
其他流动负债	88.1	126.5	76.7	97.0	119.4	负债权益比	53.6%	76.1%	101.1%	140.6%	135.3%
长期借款	154.4	218.2	468.2	668.2	668.2	流动比率	0.47	0.62	0.14	0.12	0.31
其他非流动负债	2.0	-	-	-	-	速动比率	0.43	0.59	0.11	0.09	0.28
负债总额	488.4	749.0	1,059.6	1,603.7	1,651.5	利息保障倍数	9.14	5.81	5.64	4.60	3.05
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)	0.15	0.14	0.17	0.19	0.20
留存收益	675.6	671.3	732.8	804.0	877.0	分红比率	44.9%	39.2%	42.5%	42.5%	42.5%
股东权益	911.6	984.1	1,048.0	1,141.0	1,221.0	股息收益率	1.7%	1.5%	1.9%	2.1%	2.2%
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	109.8	127.6	135.3	EPS(元)	0.34	0.35	0.39	0.46	0.47
加: 折旧和摊销	70.0	64.7	81.4	114.5	141.8	BVPS(元)	3.36	3.63	3.87	4.21	4.50
资产减值准备	0.2	0.6	-1.1	0.1	0.1	PE(X)	26.4	25.6	22.9	19.8	19.3
公允价值变动损失	3.4	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0
财务费用	13.8	19.2	27.2	30.9	46.1	P/FCF	-	22.6	-31.9	109.6	11.2
投资收益	-4.5	-	-	-	-	P/S	5.9	5.8	5.1	4.1	3.4
少数股东损益	1.9	2.3	2.8	3.8	8.3	EV/EBITDA	9.5	14.3	13.3	11.9	9.4
营运资金的变动	-50.3	-26.5	118.2	48.9	41.9	PEG	10.4%	11.3%	17.7%		
经营活动产生现金流量	188.2	183.4	342.1	340.9	410.9	CAGR(%)	2.5	2.3	1.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-212.1	-302.2	-632.3	-539.0	-56.0	ROIC/WACC	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
融资活动产生现金流量	36.5	207.6	253.5	374.4	-138.4	REP	1.2	1.4	1.2	1.2	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

诸勤秒, 助理行业研究员, 毕业于上海财经大学, 经济学硕士。2008.7 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、责任的和法律依据或者凭证, 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

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

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