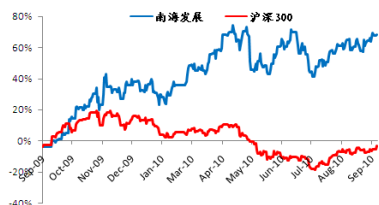


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
南海发展	1.5	3.1	67.5
沪深 300	2.9	10.5	-3.1

市场数据 2010.09.07

当前价格 (元)	14.57
52 周价格区间 (元)	8.33-15.41
总市值 (百万)	3949.47
流通市值 (百万)	2832.56
总股本 (万股)	27106.84
流通股 (万股)	19441.07
日均成交额 (百万)	86.66
近一月换手 (%)	78.84

绿色能源研究小组

张晓霞 (S0350207120532)

联系人: 张新平

电话: 0755-83707004

邮件: zhangxp@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

近日我们赴南海发展进行了实地调研,并与公司就目前的运营情况及未来发展规划进行了深入交流。

- **污泥处理业务蓄势待发。**公司污泥处理的项目正有序推进,一期建设将于 2011 年建成,2012 年产生收益,其收入结算方式稳定,一期工程建成后可产生年 3000 万收入。
- **固废处理业务将现高速增长。**垃圾发电二厂将如期投运,新增垃圾处理规模为 1500 万吨/日,且公司宣传得力,民众环保顾虑逐步打消,但高的环保标准将使毛利下滑至 40%;另外,新的垃圾转运项目已开工建设,预计 2010 年底首批 7 个站点将投入使用,至垃圾转运项目完成后,我们预计可新增收入 8000 万元。
- **自来水业务保持平稳。**由于自来水供应量自然增长较慢,且公司的供水价格 2010 年已有提高,所以该项业务难现增长。但公司的供水管理水平正不但提高,水损率得到较好控制,整体来看,自来水业务运行平稳,是公司稳定的收入来源。
- **2010 年公司污水处理能力大幅提升。**公司目前的污水处理能力已至 45 万立方米/日,比年初的 23 万立方米/日增长 95.65%,按公司规划,2010 年底公司污水处理能力将达 55.8 万立方米/日,污水处理能力的大幅提升,不利因素在于污水处理配套建设晚于预期,但公司与市政局签订了污水最低供应量保证协议,所以收入增长也相当可观。
- **给予“增持”投资评级。**公司的发展路径较为明确,也是水务环保领域里少有的高成长性公司,我们预计公司 2010/2011/2012 每股收益分别为 0.45/0.71/0.84,根据公司行业地位和成长潜力,22-25 倍市盈率较为合理,给予“增持”的投资评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	465.22	574.57	758.69	867.48
营业利润 (百万元)	117.10	168.01	232.83	274.20
净利润 (百万元)	106.76	126.01	197.90	233.07
摊薄每股收益 (元)	0.38	0.45	0.71	0.84
摊薄每股净资产 (元)	3.72	4.26	5.07	6.01
加权平均 ROE (%)	10.28%	10.63%	14.03%	13.94%

污泥处理业务蓄势待发

污泥处理项目正有序推进

公司南海区污泥处理项目的主要建设内容包括厂区内污泥干化厂房及配套设施，安装污泥接收、输送设备及控制系统等。项目总设计规模为日处理污泥450 吨，分两期建设，项目一期建设规模为300 吨/日，年处理脱水污泥10 万吨，目前已完成框架协议签署、项目技术交流、项目BOT 合同谈判等前期准备工作，预计将于2011 年建成，2012年将产生收益，项目二期建设规模为150 吨/日，建设时间尚未确定。

污泥处理的收入结算方式稳定

目前已大致确定吨污泥处理的补贴费用，为300元每吨，污泥由佛山市南海区市政管理局负责运送至污泥处理厂内，公司向佛山市市政管理局收取污泥处理费。按以往污水处理费用的结算情况来看，污泥处理的结算一般不会出现争议，均能按月结转收入，从而可保证稳定的收入水平。根据南海区现有的污泥产生速度，狮山的污泥处理项目将能饱和运行，一期工程建成后可产生年3000万元收入。

公司污泥处理项目奠定先发优势

公司的污泥处理采用干化焚烧灰渣填埋的方法，处理手段相对简单，这种处理手段的缺点是营养质无法利用，没有能量输出，还需要能量的输入，好处是处理方法简单，实现技术难度低，焚烧后的灰渣也可建材利用。

目前国内从事污泥处理的上市公司较少，其中南海发展、兴蓉投资的污泥处理项目正处于建设期，污泥处理在全国范围内正步入加速发展阶段，相关资金对污泥的投入开始加大，如哈尔滨市取得松花江流域污泥治理的国债支持，武汉市取得亚洲开发银行的污泥资金支持，昆明滇池也获得了芬兰政府贷款；同时，污泥处理的市场化进程开始深入，2004 年广州市政府与广州铭渣处理新技术公司合作的污泥处理项目是国内首家采用BOT 方式建设的污泥处理厂，2008 年大连市污泥处置BOT 项目、2009 年襄樊市污泥处置BOT项目均为污泥处置市场化的代表项目。由于污泥处理大多为污水处理后续业务，相关污水处理企业涉足污泥处理符合产业链的自然延伸规律，也具备先天优势，由于污泥处理的市政公用性质，公司开拓污泥处理项目能为公司开辟稳定的收入来源，也为公司跨入其它区域的污泥处理市场奠定基础。

固废处理业务将现高速增长

垃圾发电二厂将如期投运

垃圾处理业务为公司重点培育的新业务，垃圾焚烧一期工程于 2000

年 10 月动工，2002 年 9 月 9 日正式投入商业运行，日处理生活垃圾为 400 吨；为提高南海生活垃圾的无害化处理程度，南海区政府决定于启动该项目的二期工程，二期工程即垃圾发电二厂将于今年年底建成投产，新增垃圾处理规模为 1500 万吨/日。

垃圾发电一厂的改造工作目前已完成框架协议签署及项目技术交流、项目 BOT 合同谈判等前期工作，一厂的改造工作完成后，公司的垃圾处理能力达到 3000 吨/日。目前南海区户籍人口约 100 万人，垃圾日生产量为 2700-2800 吨，并以 5%-8% 的速度逐年递增，因此至公司新增的垃圾处理项目完成后，新的处理能力将会充分释放，产能利用率可保持在较高水平。

公司宣传得力，环保顾虑逐步打消

公司的垃圾发电设备来自日本三菱等国外厂商，采用目前较为成熟的炉排炉技术，对于目前民众较为担忧的二恶英污染等问题，公司焚烧发电厂产生的烟气经过烟气处理系统后，主要污染物的排放指标较国家现行标准低 10 倍，达到了欧洲标准，另外，公司在垃圾发电厂区附近进行了广泛的宣传活动，就垃圾焚烧的流程及污染控制进行了详细的讲解，得到了当地民众认可，因此垃圾发电厂的新建及投产得以顺利推进。

上网电价确定，收入相对稳定

根据公司与市政局等单位签订的协议，垃圾由南海区市政管理局负责收集和运输，并约定保底垃圾量，垃圾处理费由市政局向绿电公司支付，收费标准为 95 元/吨。垃圾焚烧发电自用外的余电全部上网，二厂电价按 0.689 元/度上网，一厂改扩建后的电价按 0.684 元/度的价格上网，明确的上网电价和收费机制保障了公司垃圾发电业务收入的稳定。

高环保标准致毛利率合理下降

由于公司垃圾焚烧发电的环保要求制定较高，在垃圾发电的烟气处理等环保投入较大，垃圾发电业务的毛利率有所降低，估计发电二厂建成后的平均毛利率将降至 40%。

垃圾转运项目成为新的利润来源

目前公司的垃圾转运项目已完成了项目框架协议谈判、可研及初步设计的评审、主设备采购招标等前期工作，目前正在进行项目 BOT 合同谈判及施工单位招标等施工准备工作，预计 8 月底开工建设第一批项目，在 2011 年 1 月底前将争取首批开工建设站点进入试运行，同时其它站

点开始调试工作。根据南海区市政管理局局长陈庆球的公开发言，新建的 10 个垃圾转运站完成后，日转运垃圾总量可达 3600 吨，2010 年末首批 7 个站点并投入使用，目前已初步确定的垃圾转运处理补贴为每吨 65 元，垃圾转运项目完成后，公司可新增收入约 8000 万元。

自来水业务保持平稳

自来水供应量增长有限

公司供水业务对南海区北江以北的区域已经全部覆盖，北江以南通过收购佛山市南海九江自来水有限公司而占据大部分市场份额，目前公司在南海区的市场份额已提高到 70%以上，由于供水处理的公用事业属性，业务的异地扩张非常困难，因此公司供水量增长将非常有限。

公司供水价格保持稳定

由于 2010 年佛山市已经调高了南海区水资源费及趸售、终端供水价格，因此公司供水价格短期内难以提升，且由于佛山市水源充足，通过提高供水价格达到节水效果的动力不强，因此我们认为未来 2-3 年内南海区的水价上涨的可能性较小。

公司供水管理水平不但提升

公司供水管理的水平正不断提升，目前母公司、九江水司的水损率分别为 5.06%，16.04%，九江水司的供水设施和管网相对较为陈旧，且直接面对终端客户，其水损率相对较高，而母公司由于供水使用采用趸售，面向终端客户的供水比例很小，且公司供水管网大多为新建，水损率在行业内处于非常低的水平。

2010 年公司污水处理能力大幅提升

公司污水处理能力年内大幅提升

公司目前的污水处理能力已至 45 万立方米/日，比年初的 23 万立方米/日增长 95.65%，公司上半年的污水处理量为 3135 万立方米，同比增长 48.37%，按公司规划，2010 年底公司污水处理能力将达 55.8 万立方米/日，污水处理能力的扩展也将逐渐步入收获期。

污水处理配套建设晚于预期，但有供应量最低保证协议

由于与污水处理配套的输送管道建设进度晚于预期，新建的污水处理厂短期内可能出现污水处理量不足的情况，但按照协议，公司污水处理新厂和老厂都享受在服务期前两年，污水供应量不足设计规模的 70% 时按 70% 计，第三年按照 100% 计算，超出部分按照实际入厂水量计算，从而保证了公司新建项目的收入水平。

盈利预测

主要假定条件如下：

1. 自来水业务由于2010年水价上涨，收入增长20%，2011/2012年自然增长。
2. 污水处理业务由于根据产能增长情况及相关配套的建设进度，设定2010/2011/2012增长率分别为60%、40%、40%
3. 生活垃圾处理由于根据二厂的新建进度假定增长率，分别增长5%、375%、5%
4. 污泥处理根据投资规划2012年将产生收益，预计2012年达到3240万元，吨补贴按照300元计算。
5. 垃圾转运收入增长2011年实现产能规模的50%，2012年全部投产，吨补贴按照65元计算。

表1 盈利预测基本假设

	2010E	2011E	2012E
自来水生产和供应业务(元)	452,716,731.59	466,298,233.54	480,287,180.54
增长率	20%	3%	3%
毛利率	42%	41%	41%
污水处理	76,704,375.38	107,386,125.53	150,340,575.74
增长率	60%	40%	40%
毛利率	42%	42%	42%
固废处理: 生活垃圾焚烧处理	24,281,314.20	115,336,242.44	121,103,054.6
增长率	5%	375%	5%
毛利率	47%	40%	40%
固废处理: 污泥处理			3240
增长率			100%
毛利率			45%
固废处理: 垃圾转运处理		42,120,000.00	84,240,000.00
增长率			100%
毛利率		45%	45%

资料来源：国海证券研究所

给予“增持”的投资评级

公司的发展路径较为明确，也是水务环保领域里少有的高成长性公司，我们预计公司2010/2011/2012每股收益分别为0.45/0.71/0.84，根据公司行业地位和成长潜力，22-25倍市盈率较为合理，给予“增持”的投资评级。

表2 盈利预测表

利润表		单位:百万元			
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	423.89	465.22	574.57	758.69	867.48
减: 营业成本	228.93	277.98	331.99	445.96	508.01
营业税金及附加	2.90	3.15	3.64	4.69	5.39
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	35.36	33.49	34.16	34.84	35.54
财务费用	26.86	33.12	36.44	40.08	44.09
资产减值损失	0.56	0.45	0.41	0.37	0.33
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.07	0.07	0.08	0.08
其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	129.27	117.10	168.01	232.83	274.20
加: 营业外收入	3.46	13.30	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.64	1.11	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	131.09	129.30	168.01	232.83	274.20
减: 所得税费用	33.01	22.54	42.00	34.92	41.13
四、净利润	98.08	106.76	126.01	197.90	233.07
归属母公司净利润	95.77	103.57	122.86	192.96	227.24
少数股东损益与调整	2.31	3.19	3.15	4.95	5.83
五、总股本(万股)	271.07	271.07	271.07	271.07	271.07
EPS (元)	0.35	0.38	0.45	0.71	0.84

资料来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。