

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

污水业务大幅增长，二期垃圾处理项目开始贡献业绩

事件描述

南海发展（600323）今日公布了 2011 年半年报，其主要内容为：

- 2011 年上半年情况，公司实现营业收入 31,007.11 万元，同比增长 19.81%；营业成本 18,208.22 万元，同比增长 16.86%；归属上市公司净利润 7,833.68 万元，同比增长 59.45%，每股收益 0.289 元。管理费用、财务费用分别为 1,742.28 万元、1,875.45 万元，分别同比增长-0.06%、8.13%；
- 2011 年二季度，营业收入、营业成本和净利润分别为 15,928.91 万元、9,053.87 万元和 4,348.28 万元，同比增长 13.42%、7.49%和 49.75%，环比增长 5.64%、-1.10%、18.47%。二季度管理费用、财务费用分别为 809.46 万元、983.13 万元，分别同比增长-5.31%、19.61%。

我们预计公司 2011—2013 年业绩分别为 0.63 元、0.82 元和 0.95 元，维持公司“推荐”评级。

事件评论

第一，收入增长系公司下属污水处理厂投产

2011 年上半年情况，公司实现营业收入 31,007.11 万元，同比增长 19.81%（使用去年公布的 2010 年上半年财务数据，后同）；营业成本 18,208.22 万元，同比增长 16.86%；归属上市公司净利润 7,833.68 万元，同比增长 59.45%，每股收益 0.289 元。管理费用、财务费用分别为 1,742.28 万元、1,875.45 万元，分别同比增长-0.06%、8.13%。主要原因是：

- 今年公布的 2010 年上半年财务数据与去年公布的略有不同，我们以去年公布的为准；
- 收入增长主要来自于污水业务，报告期内一批污水处理项目投产以及原有项目产能利用率上升，使得污水处理收入同比增长 124.71%；
- 在产能利用率有所上升的情况下，自来水和污水业务毛利率分别上升 1.22 个百分点和 4.12 个百分点；
- 公司费用控制良好，使得管理费用率下降 1.12 个百分点；
- 税率由去年的 25%调整为 15%，使得净利润增速远高于利润总额增速

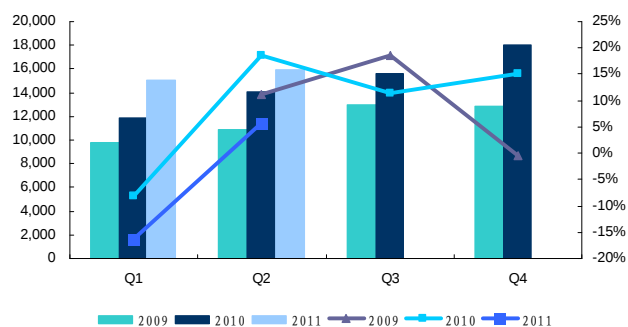
表 1：2011 年上半年主要财务指标情况一览

	2011H1	2010H1	同比
营业收入（万元）	31,007.11	25,880.46	19.81%

营业总成本(万元)	21,882.81	19,238.05	13.75%
营业成本(万元)	18,208.22	15,580.60	16.86%
管理费用(万元)	1,742.28	1,743.39	-0.06%
财务费用(万元)	1,875.45	1,734.38	8.13%
营业利润(万元)	9,124.30	6,642.42	37.36%
利润总额(万元)	9,309.78	6,727.50	38.38%
净利润(万元)	8,018.61	5,031.37	59.37%
每股收益(元/股)	0.29	0.18	59.49%

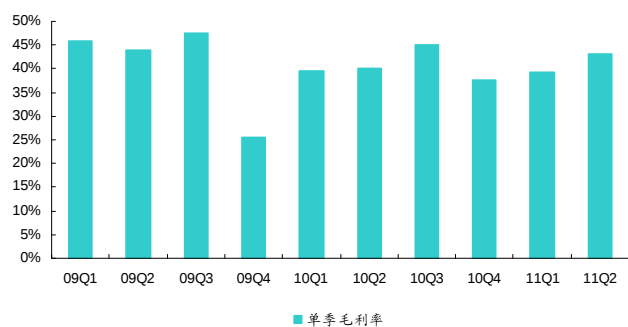
资料来源:公司公告,长江证券研究部

图 1: 公司上半年单季营业收入与环比增长情况



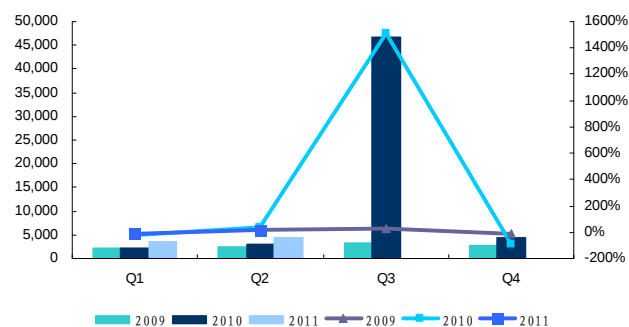
资料来源:长江证券研究部

图 3: 公司上半年单季毛利率情况



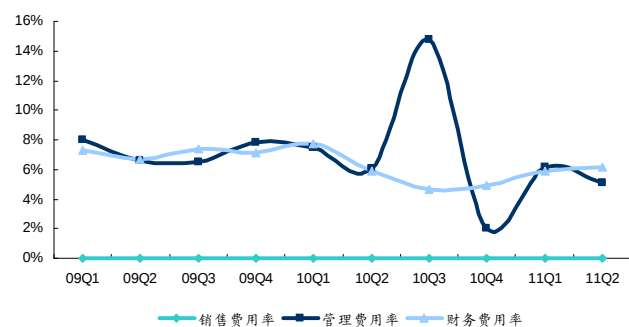
资料来源:长江证券研究部

图 2: 公司上半年单季净利润与环比增长情况



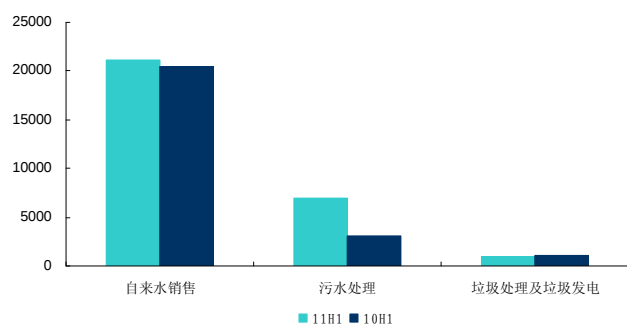
资料来源:长江证券研究部

图 4: 公司上半年期间单季费用率情况



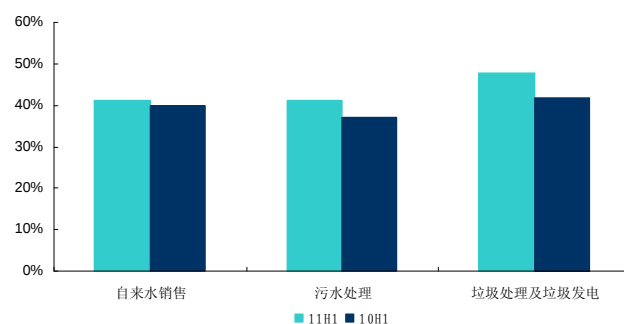
资料来源:长江证券研究部

图 5: 公司上半年各业务情况



资料来源: 长江证券研究部

图 6: 公司上半年各业务毛利率情况



资料来源: 长江证券研究部

第二、净利润同比大幅增长, 环比平稳增长

2011 年二季度, 营业收入、营业成本和净利润分别为 15,928.91 万元、9,053.87 万元和 4,348.28 万元, 同比增长 13.42%、7.49%和 49.75%, 环比增长 5.64%、-1.10%、18.47%。二季度管理费用、财务费用分别为 809.46 万元、983.13 万元, 分别同比增长-5.31%、19.61%。二季度净利润同比大幅增长的主要原因还是费用控制良好以及税率的调整, 环比来看, 管理费用的进一步下降是利润增速高于收入增速的主要原因。

表 2: 2011 年二季度主要财务指标同比情况一览

	2011Q2	2010Q2	同比
营业收入 (万元)	15,928.91	14,043.77	13.42%
营业总成本 (万元)	10,807.51	10,200.50	5.95%
营业成本 (万元)	9,053.87	8,422.97	7.49%
管理费用(万元)	809.46	854.81	-5.31%
财务费用(万元)	983.13	821.98	19.61%
营业利润 (万元)	4,977.29	3,843.28	29.51%
利润总额 (万元)	5,045.13	3,877.93	30.10%
净利润 (万元)	4,348.28	2,903.73	49.75%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 2011 年二季度主要财务指标环比情况一览

	2011Q2	2011Q1	环比
营业收入 (万元)	15,928.91	15,078.20	5.64%
营业总成本 (万元)	10,807.51	11,075.30	-2.42%
营业成本 (万元)	9,053.87	9,154.35	-1.10%
管理费用(万元)	809.46	932.82	-13.23%

财务费用(万元)	983.13	892.32	10.18%
营业利润(万元)	4,977.29	4,147.01	20.02%
利润总额(万元)	5,045.13	4,264.65	18.30%
净利润(万元)	4,348.28	3,670.33	18.47%

资料来源: wind, 长江证券研究部

第三、垃圾焚烧项目投产将增厚公司业绩

今年7月南海绿电二期投产, 南海绿电二期为3台日处理量500吨/日三菱马丁炉排炉和2台15MW汽轮发电机组, 目前公司固废处理能力达到1900吨/日, 随后公司将进行绿电一期的改造工作, 同样采用绿电二期相同炉排炉和发电机组建设1500吨/日垃圾处理量, 2012年底建成投产后将一期拆除, 到2012年底, 公司垃圾日处理能力将达到3000吨/日, 产能出现爆发式增长。目前南海区的垃圾处理费为每户居民8元/月, 目前垃圾处理费将面临全面增收, 垃圾处理费极可能提高, 公司作为垃圾处理运营商, 将在政府政策鼓励的大背景下获利。

表4: 公司垃圾处理项目一览

项目	权益	垃圾处理能力(吨/日)	电价(元/度)	厂用电率%	炉排炉	吨处理费(元/吨)	投产日期	项目形式
南海绿电一期	70%	400	0.58	30%	BASIC	95	2002	
南海绿电二期	70%	1500	0.58	20%-25%	三菱马丁炉	95	2010底 调试, 2011年3 月投产	BOT
南海绿电一期改造	70%	1500(废掉一期)	0.684	20%-25%	三菱马丁炉	95	2012底	BOT

资料来源: 长江证券研究部

第四、盈利预测

我们预计2011-2013年EPS分别为0.63、0.82和0.95元/股, 对应PE分别为17.9、13.8和11.92倍, 考虑到公司固废处理产能将有很大提升, 同时公司作为环保水务公司, 在一定程度上享受高估值, 目前公司相对环保行业估值偏低, 因此我们仍然维持对公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	595	737	900	1017	货币资金	404	238	372	533
营业成本	354	418	503	565	交易性金融资产	19	19	19	19
毛利	241	319	397	452	应收账款	43	54	66	74
% 营业收入	40.5%	43.3%	44.1%	44.4%	存货	16	19	23	25
营业税金及附加	5	6	7	8	预付账款	221	261	313	352
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	703	590	792	1004
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	44	55	67	76	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	长期股权投资	9	9	9	9
财务费用	33	50	47	46	投资性房地产	24	24	24	24
% 营业收入	5.6%	6.8%	5.2%	4.5%	固定资产合计	1677	1812	1936	2052
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	743	706	671	637
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	158	208	276	323	其他非流动资产	33	33	33	33
% 营业收入	26.5%	28.3%	30.7%	31.8%	资产总计	3192	3175	3466	3759
营业外收支	587	20	20	20	短期贷款	134	0	0	0
利润总额	745	228	296	343	应付款项	240	284	341	383
% 营业收入	125.1%	31.0%	33.0%	33.7%	预收账款	27	34	41	47
所得税费用	183	56	73	84	应付职工薪酬	25	30	36	40
净利润	561	172	224	259	应交税费	144	47	61	71
归属于母公司所有者的净利润	558.2	171.2	222.2	257.1	其他流动负债	67	79	95	107
少数股东损益	3	1	1	2	流动负债合计	637	474	574	648
EPS (元/股)	2.06	0.63	0.82	0.95	长期借款	911	911	911	911
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	225	251	423	456	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1551	1387	1488	1562
收回现金					归属于母公司	1525	1671	1860	2078
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	115	116	118	119
固定资产投资	-49	-207	-209	-210	股东权益	1641	1787	1977	2198
其他	-29	0	0	0	负债及股东权益	3192	3175	3466	3759
投资活动现金流净额	-79	-207	-209	-210	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	12	0	0	0	EPS	2.059	0.632	0.820	0.949
银行贷款增加 (减少)	215	-134	0	0	BVPS	5.63	6.16	6.86	7.67
筹资成本	92	-76	-80	-84	PE	5.49	17.90	13.80	11.92
其他	-183	0	0	0	PEG	-0.24	-0.79	-0.61	-0.52
筹资活动现金流净额	135	-209	-80	-84	PB	2.01	1.83	1.65	1.48
现金净流量	281	-166	133	162	EV/EBITDA	12.99	10.17	8.13	6.93
					ROE	36.6%	10.2%	11.9%	12.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。