

证券研究报告

公用事业与环保

推荐 (首次)

证券分析师

曾凡

S1060210080002
22625952
zengfan323@pingan.com.cn

王凡

S1060209110191
0755-22624183
wangfan007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页
的声明内容。

南海发展 (600323)

稳步增长的现金牛

事项:

2011年9月23日，我们调研了南海发展，就公司目前经营情况及长期发展战略与公司高管进行了交流。

平安观点:

- **上半年公司利润率大幅提升。**公司上半年分别实现收入、归属母公司净利润 3.1 亿元和 0.78 亿元，同比分别增长 20%和 59%；净利率从去年同期的 18.98%提升至今年的 25.26%。公司上半年利润率的提升主要来自污水及固废处理业务毛利率的提升及优惠所得税政策的重新执行。
- **垃圾焚烧二厂处理能力的释放是公司未来两年增长的主要来源。**在调研中我们了解到，公司 1500 吨/天的垃圾焚烧发电二厂已具备试运营能力。我们预计四季度该产能将逐步进入试运营，明后年将逐步达产，提升公司 2011-2013 年固废处理收入 0.29 亿元、1.26 亿元、1.31 亿元，成为公司收入增长的主要来源。
- **公司毛利率有望继续保持稳定。**2008 年以来，公司的固废处理业务保持了 40%的毛利率，2010 年以来其毛利率更接近 50%。考虑到新的垃圾焚烧厂更高的燃烧效率和发电量，我们预计该业务的毛利率将保持稳定。固废处理业务占比的扩大将不会对公司的毛利率造成冲击。
- **上半年公司管理费用与去年持平。**2010-2012 年是公司污水及固废处理能力的集中投放期。从上半年的情况看，在收入实现 20%增长的情况下，公司管理费用不增反降，体现了公司卓越的管理能力。
- **首次给予“推荐”评级。**综合考虑公司 2011-2012 年固废处理能力投放及达产因素，我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.46、0.63 和 0.70 元，对应公司 9 月 23 日收盘价 9.69 元的市盈率分别为 21 倍、15 倍和 14 倍，首次给予“推荐”评级。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	425.8	703.4	1177.6	1355.2
现金	122.7	404.1	762.1	813.8
应收账款	15.0	38.0	46.4	59.7
其他应收款	0.0	19.0	19.0	19.0
预付账款	263.0	220.8	321.1	428.7
存货	15.3	16.0	23.6	28.5
其他流动资产	9.8	5.5	5.5	5.5
非流动资产	1704.5	2488.2	2331.2	2643.1
长期投资	5.1	28.7	28.7	28.7
固定资产	1153.7	1148.9	1300.8	1311.7
无形资产	315.3	759.0	760.0	761.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	2130.3	3191.6	3508.8	3998.3
流动负债	405.6	637.3	571.6	669.9
短期借款	140.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	82.3	240.3	164.9	251.6
其他流动负债	141.3	344.4	344.4	344.4
非流动负债	613.5	913.6	1143.6	1394.6
长期借款	611.5	910.8	1140.8	1391.8
其他非流动负债	0.0	2.8	2.8	2.8
负债合计	1019.1	1551.0	1715.3	2064.6
少数股东 权益	103.2	115.3	117.5	120.7
股本	271.1	271.1	325.3	325.3
资本公积	503.4	584.4	530.2	530.2
留存收益	233.5	670.0	820.5	957.6
归属母公司股东	1008.0	1525.4	1675.9	1813.0
负债和股东权益	2130.3	3191.6	3508.8	3998.3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	216.9	224.9	504.5	357.4
净利润	106.8	561.5	152.8	208.8
折旧摊销	78.1	97.8	83.1	89.1
财务费用	34.5	38.7	77.4	88.9
投资损失	-0.1	0.0	-0.9	-0.9
营运资金变动	-14.5	152.4	42.9	219.3
其他经营现金流	0.9	-586.4	372.7	-2.2
投资活动现金流	-441.3	-78.7	-299.1	-399.1
资本支出	-451.1	-49.4	-300.0	-400.0
长期投资	0.1	-23.1	0.0	0.0
其他投资现金流	9.7	-6.2	0.9	0.9
筹资活动现金流	196.3	135.3	152.6	93.6
短期借款	-170.0	-140.0	0.0	0.0
长期借款	611.5	910.8	1140.8	1391.8
普通股增加	0.0	0.0	54.2	0.0
资本公积增加	-170.8	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-74.4	-91.7	-77.4	-157.4
现金净增加额	-28.1	281.4	357.9	51.8

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	465.2	595.3	726.6	936.4
营业成本	278.0	354.1	438.9	558.8
营业税金及附加	3.2	4.5	5.4	7.1
营业费用	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	33.5	44.2	36.3	47.1
财务费用	33.1	33.4	77.4	88.9
资产减值损失	0.5	1.1	1.3	1.2
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.1	0.0	0.9	0.9
营业利润	117.1	158.0	168.3	234.2
营业外收入	13.3	588.6	12.9	12.9
营业外支出	1.1	1.9	1.5	1.5
利润总额	129.3	744.7	179.8	245.6
所得税	22.5	183.2	27.0	36.8
净利润	106.8	561.5	152.8	208.8
少数股东损益	3.2	3.3	2.3	3.1
归属母公司净利润	103.6	558.2	150.5	205.7
EBITDA	228.7	290.2	329.2	412.5
EPS (元)	0.32	1.72	0.46	0.63

主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	9.8%	28.0%	22.1%	28.9%
营业利润	-14.4%	28.8%	19.3%	31.2%
归属母公司股东权益	6.6%	7.0%	51.3%	9.9%
获利能力				
毛利率(%)	40.2%	40.5%	39.6%	40.3%
净利率(%)	22.3%	93.8%	20.7%	22.0%
ROE(%)	10.3%	36.6%	9.0%	11.3%
ROIC(%)	6.1%	23.0%	5.4%	6.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.8%	48.6%	48.9%	51.6%
净负债比率(%)	78.2%	68.2%	51.1%	62.2%
流动比率	1.0	1.1	2.1	2.0
速动比率	1.0	1.1	2.0	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	31.0	15.7	15.7	15.7
应付账款周转率	5.7	2.5	4.4	3.7
每股指标(元)				
每股收益	0.32	1.72	0.46	0.63
每股经营现金流	0.80	0.83	1.55	1.10
每股净资产	3.72	5.63	5.15	5.57
估值比率				
P/E	30.4	5.6	20.9	15.3
P/B	2.6	1.7	1.9	1.7
EV/EBITDA	16.4	10.8	10.8	9.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257