

提前布局潜力股 静待行业催化剂

推荐 维持评级

核心观点:

- **3 月投资组合回报 12.74%**。2010 年 3 月，我们推荐的环保行业月度投资组合回报为 12.74%，环保行业指数回报为 4.06%，沪深 300 指数回报为 1.95%。
- **静待行业催化剂**。《节能环保产业发展规划》是环保行业发展的重大催化剂，该项规划有望年内出台，将明确环保行业的发展目标、优惠政策、重点发展产业等。我们认为应该在站在行业高速成长的起点上进行投资，在行业规划出台前提前布局选择投资标的，静待行业催化剂的出现。
- **发展空间巨大**。据悉 2010 年环保行业产值将超过 1 万亿，到 2015 年将达到 GDP 的 7%-8%，到 2020 年环保将成为国民经济的支柱产业。我们认为环保行业是国家重点支持的战略新兴产业，是投资者可以长期看好的朝阳板块，继续维持行业的“推荐”投资评级。
- **关注具有业绩弹性和题材驱动的公司**。4 月份行业已经面临一定的估值压力，但是仍然存在较好的投资机会，我们建议投资者从以下三个方面选择投资标的：（1）具有较大业绩弹性，可能突破估值空间限制的公司；（2）受题材驱动，能够激发市场热点的公司；（3）业绩稳定成长，受宏观和市场环境影响较小的公司。
- **4 月维持投资组合不变**。我们继续选择合加资源（000826）、*ST 清洗（000598）和南海发展（600323），分别给予 40%、30%和 30%的投资权重。投资组合入选理由：（1）合加资源：固废业绩将进入全面释放期，与母公司签订的战略合作协议有望带来跨越式发展；（2）*ST 清洗：重大资产重组完成，污水处理业务将高速扩张；（3）南海发展：未来业绩至少有 15%的稳定增长，目前估值相对较低。
- **主要风险因素**。宏观经济下滑和国家政策变化，将延缓国家对环保行业的投资规模、落实力度和环保政策的实施进度，这些可能导致行业发展低于我们的预期，从而影响我们对重点公司的盈利预测。

月度投资组合:

股票名称	股票代码	权重 (%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
			2010.4.7	2009A/E	2010E	2011E	
合加资源	000826	40%	19.63	0.36	0.52	0.70	固废业绩将进入全面释放期
*ST 清洗	000598	30%	16.98	0.42	0.53	0.67	重大资产重组完成，污水处理业务将高速扩张
南海发展	600323	30%	14.89	0.38	0.47	0.55	未来业绩至少有 15%的稳定增长，目前估值相对较低

资料来源：中国银河证券研究所

分析师

冯大军

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8837

执业证书编号: S0130110014638

相关研究

2010 年环保行业策略报告	2009.12.31
2010 年 3 月环保行业投资组合研究报告：“两会”带来投资新契机	2009.03.03

投资概要:

4月投资逻辑与投资思路:

《节能环保产业发展规划》是环保行业发展的重大催化剂,该项规划有望年内出台。我们认为应该在站在环保行业高速成长的起点上进行投资,在行业规划出台前提前布局选择投资标的,静待行业催化剂的出现,主要是基于以下分析:

(1) 环保行业属于公用事业,发展会受到国家相关政策的影响,政府资金投入和政策支持是推动环保行业发展的主要动力。

(2) 我国污水处理率和污水处理价格还有很大提升空间,我们预计未来污水处理产业的年增长率约为 20%。

(3) 我国固废污染问题非常严重,加快固废处理已经迫在眉睫,我们认为固废处理产业将迅猛发展,产业的年增长率将至少达到 30%。

(4) 通过分析研究我国节能减排政策和低碳经济发展战略,我们估计脱硫、脱氮和除尘等大气污染处理产业的年增长率约为 10%。

由于整体市场估值中枢下降,行业估值压力日益显现,我们建议投资者从以下三个方面选择投资标的:(1) 具有较大业绩弹性、可能突破估值空间限制的公司;(2) 受题材驱动、能够激发市场热点的公司;(3) 业绩稳定成长、受宏观和市场环境影响较小的公司。

估值与组合投资建议:

考虑到环保行业的弱周期性和高成长性,我们给予行业 2010 年 40 倍市盈率、20 倍 EV/EBITDA 的估值水平。虽然现阶段行业内生性增长价值已经反映在股价之中,但是行业整合及资产注入将为其带来超预期的业绩增长和股东回报率,目前行业估值水平仍然处于估值区间。我们给予重点公司估值溢价,维持行业“推荐”的投资评级。在投资组合上,选择了合加资源、*ST 清洗和南海发展。

股票权重说明:

合加资源(000826): 固废业绩将进入全面释放期,与母公司签订的战略合作协议有望带来跨越式发展,我们给予 40%的权重。

*ST 清洗(000598): 重大资产重组完成,污水处理将高速扩张,我们给予 30%的权重。

南海发展(600323): 未来业绩至少有 15%的稳定增长,目前估值相对较低,我们给予 30%的权重。

组合表现的催化剂:

《节能环保产业发展规划》出台是体现行业投资价值的催化剂。我们认为事件在 2010 年发生的可能性很大,相应地 2010 年也是进行环保行业投资的较优时机。

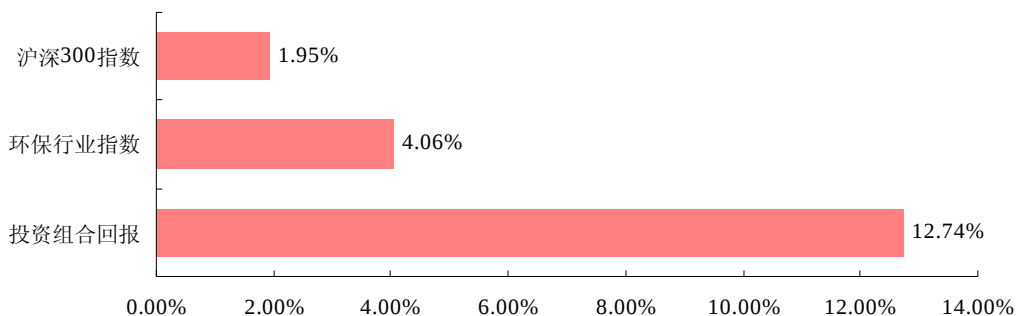
主要风险因素:

宏观经济下滑和国家政策变化,将延缓国家对环保行业的投资规模、落实力度和环保政策的实施进度,这些可能导致行业发展低于我们的预期,从而影响我们对重点公司的盈利预测。

一、上月投资组合回顾与讨论

2010 年 3 月，我们推荐的环保行业月度投资组合回报为 12.74%，环保行业指数回报为 4.06%，沪深 300 指数回报为 1.95%。我们的投资组合表现超越行业指数 8.68 个百分点，超越沪深 300 指数 10.79 个百分点。

图 1：2010 年 3 月投资组合回报表现



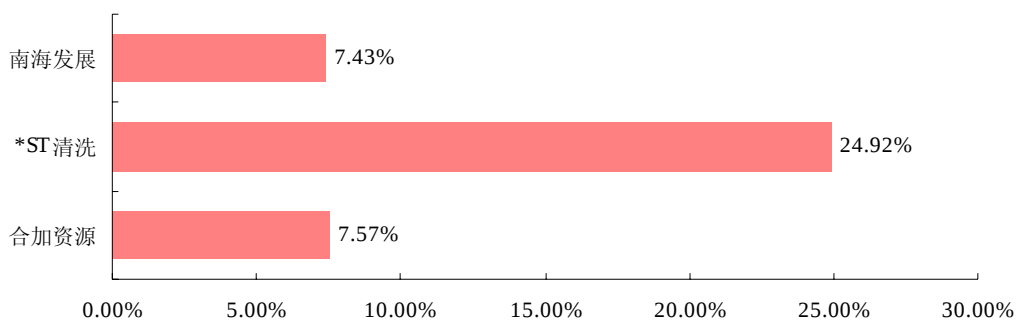
资料来源：中国银河证券研究所

表 1：2010 年 3 月投资组合回顾

股票名称	股票代码	权重 (%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
			2010.3.2	2009E	2010E	2011E	
合加资源	000826	40%	17.84	0.36	0.52	0.70	2010-2011 年公司固废业绩将进入全面释放期
蓝星清洗	000598	30%	13.53	0.42	0.53	0.67	重大资产重组将彻底完成，目前价值被低估
南海发展	600323	30%	12.89	0.38	0.47	0.56	业绩稳定成长且具有较低的相对估值优势

资料来源：中国银河证券研究所

图 2：2010 年 3 月投资组合标的回报表现



资料来源：中国银河证券研究所

3 月份召开的“两会”给环保行业带来了投资新契机，行业公司股价表现明显的涨幅。上月初我们认为随着全国“两会”在北京隆重召开，节能环保产业的各项重大发展课题将会得到进一步的讨论审议。今年的“两会”虽然不可能为环保行业的发展指明具体方向，但是会为解决一些关系国计民生的行业发展争议性问题奠定基调，例如：国家对环保行业的投资力度大小、各地城镇水价相继上涨和垃圾焚烧处理引起的社会影响等。我们认为环保问题日益严重是行业

发展的原始驱动因素，我国正在进入工业化中后期，后工业化阶段是环保投资的高峰，我国环保行业将迎来广阔的发展空间，在未来一段时期将保持 15%~20% 的年均复合增长率，环保是可以长期看好的朝阳行业，上月“两会”提出了多项议案讨论了环保行业的发展，给相关重点上市公司带来明显的投资机会。

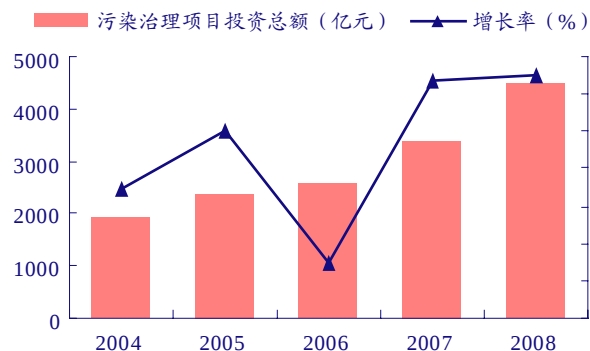
二、本月投资逻辑与投资思路

(一) 本月投资逻辑

《节能环保产业发展规划》有望年内出台，这将是环保行业发展的重大催化剂。我们认为应该在站在行业高速成长的起点上进行投资，在行业规划出台前提前布局，明确投资思路，选择投资标的，静待行业催化剂的出现。

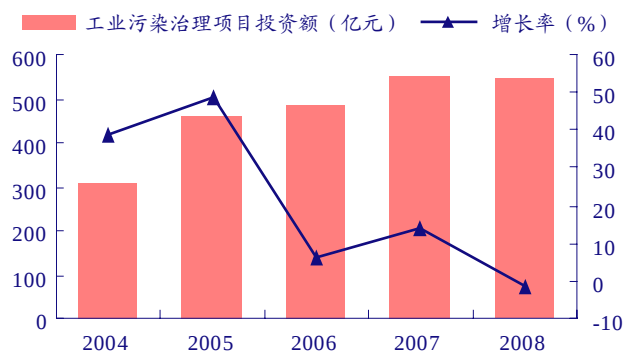
据悉《节能环保产业发展规划》草案目前已经开始进入部委征求意见阶段，并列入今年国务院政府工作报告重点工作部门分工的内容。目前环保产业发展很快，但是与环保要求存在差距，表现在产业结构不合理，规模普遍较小，扶持政策措施不够完善等，为此国家和省级政府可建立促进环保产业发展的联席会议制度，拟定扶持产业发展的政策，统筹规划产业的发展。

图 3：我国污染治理项目投资总额逐年增加



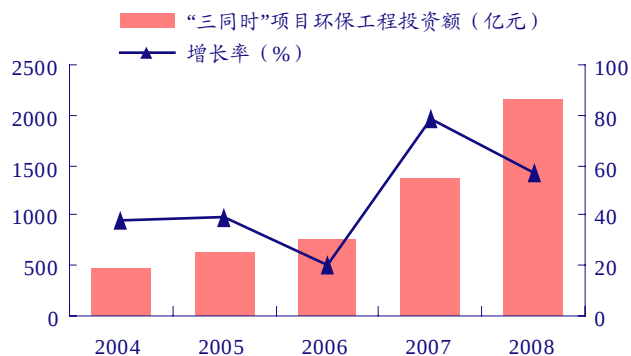
资料来源：国家环保部，中国银河证券研究所

图 4：我国工业污染治理项目投资额逐年增加



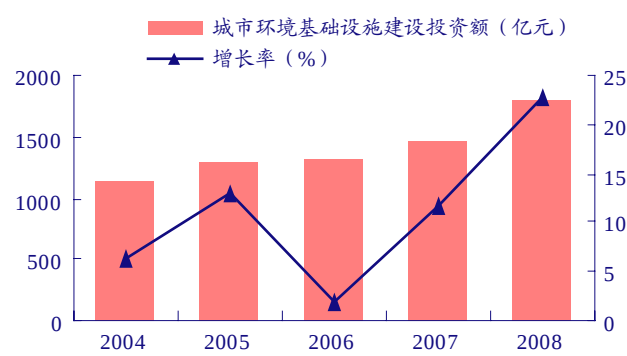
资料来源：国家环保部，中国银河证券研究所

图 5：我国“三同时”项目环保工程投资额逐年增加



资料来源：国家环保部，中国银河证券研究所

图 6：我国城市环境基础设施建设投资额逐年增加



资料来源：国家环保部，中国银河证券研究所

我国环保产业与世界发达国家存在很大的差距。发达国家环境服务业占环保产业总数的60%左右，而中国这个比重不到30%。未来中国环保产业将持续高速增长，预计2010年环保产业产值超过1万亿，超过GDP的3%。“十二五”末期将达到2万亿以上，到2020年环保将成为国民经济的支柱产业。

据悉国家环境保护“十二五”规划已经初步确定，“十二五”期间中国环保投资将达3.1万亿，较“十一五”期间1.54万亿的投资额上升121%。2010年预计新增污水处理能力1500万吨/日，处理率为75%；“十二五”期间每年都将新增污水集中处理能力1500万吨/日，同时将新增加污水管网建设的投资。“十一五”期间固废处理投资规模约2100亿元，“十二五”期间预计将快速增长，相关领域包括垃圾渗滤液处理，污泥处理，沼气及余热利用等。“十二五”期间国家将加强农业面源污染治理，2010年起中央财政将在未来三年安排专项资金120亿元，重点支持农村环境污染综合整治。目前我国城市集中污水处理厂运行费用每年达到300亿元，“十二五”期间，环境服务领域将继续快速发展。

据国家环保总局环境规划院、国家信息中心《2008-2020年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”和“十三五”时期的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将分别达到10,583亿元和13,922亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到4,355亿元和4,590亿元；而在采取更有力措施情况下，“十二五”和“十三五”时期我国废水治理投入将分别达到12,781亿元和15,603亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到5,753亿元和5,578亿元。“十一五”后的未来十年，用于污水处理的投资仍将保持持续增长。

（二）环保行业基本面分析

1、污水处理行业分析

我国面临严重的水污染问题。随着供水量的稳步增加，全国污水排放量亦呈现快速增长趋势，水体污染问题日益突出。七大水系总体为中度污染，浙闽区河流和西南、西北河水质恶化，湖泊富营养化问题突出。在2004-2008年期间，我国废水排放总量年平均增长率为4.6%，废水治理设施数年平均增长率为3.9%，我们认为我国的实际废水排水量远高于统计数据。

目前国内水务行业的行政因素特征依然显著，但随着国内公用事业体制改革的深入，水务行业的市场化程度将不断提高，从而带动污水处理和相关供水行业的整合与共同发展，跨区域发展将成为可能，优势企业通过整合、并购可进一步扩张业务规模，巩固行业地位。市场化程度提高必然对污水处理行业的盈利能力提出更高要求，污水处理服务价格随之有上涨预期，污水处理已成为水务行业中最受投资者青睐的领域。

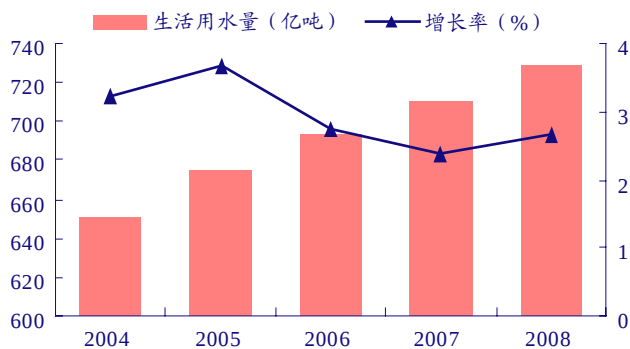
（1）生活污水市场

我国生活污水排放量逐年增加，根据国家统计局统计年鉴，在2004年至2008年期间，生活污水排放量由261亿吨增长到330亿吨，年平均增长率为5.9%。

生活污水处理产业仍然处于快速成长期。根据建设部统计，到2008年11月，我国已建成污水处理厂1442座，总处理规模超过8500万吨/日，比2005年新增产能2775万吨/日，约完成“十一五”规划的60%，城市生活污水处理率由2000年的33.2%提高到57.4%，并形成了

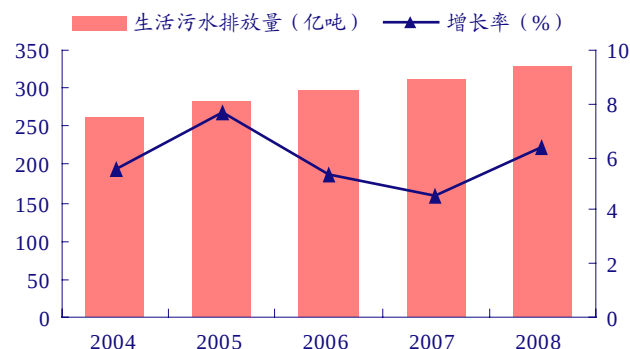
适合国情的污水处理技术路线和管理机制，但截至 2008 年底城市污水处理厂集中处理率仅为 49.6%，与发达国家相比仍处于较低水平，我国污水处理率有很大提升空间。城镇污水处理设施建设进度逐渐加快，但是发展很不平衡，县级污水处理设施建设严重滞后，西部地区问题更加突出。截至目前，全国仍有 150 多个设市城市和 80% 的县城未建成污水处理厂，县城污水处理率仅为 22.6%，其中污水处理厂集中处理率只有 17.6%。未来几年，污水处理厂的投资将继续加大，2010 年我国将至少有 3000 座污水处理厂投入运营。

图 7：我国生活用水量逐年增加



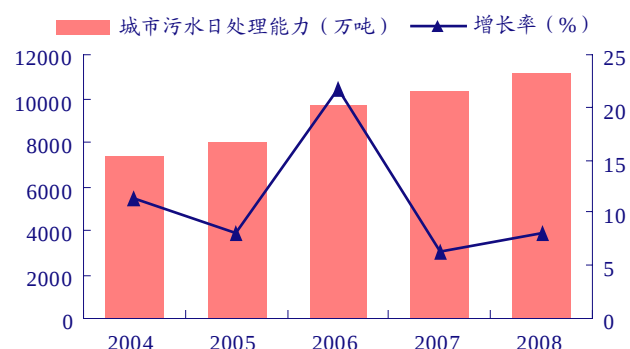
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究所

图 8：我国生活污水排放量逐年增加



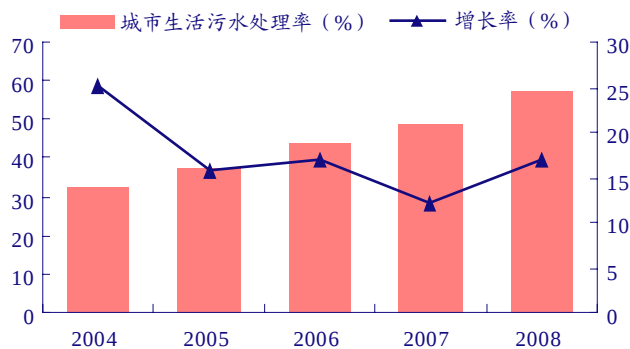
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究所

图 9：我国城市污水日处理能力逐年增加



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究所

图 10：我国城市生活污水处理率逐年增加



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究所

水价是中国水务市场化中极其重要的问题，是调节公众利益、企业利益、政府财政补贴的结合点，也是企业进入市场的杠杆。我国综合水价主要由四部分组成，即水资源价格、水利工程供水价格、城市供水价格、污水处理价格。

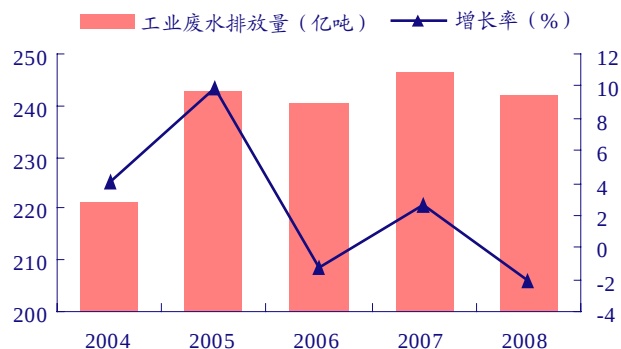
我国水价偏低，未来有较大增长空间，从“十一五规划”的改革目标看，首先上涨的将是污水处理费，其次是增加水资源费，最后是自来水价的上涨。从绝对值看，至 2008 年 10 月，我国城市居民生活用水污水处理费平均约 0.60 元/吨，与建设部提出的不低于 0.80 元/吨的标准相比，至少还有 33% 的上升幅度。从相对值看，我国污水处理费占总水价的比例平均约为 26.6%，而美国水价中 55% 以上是污水处理费，英国水价中污水处理费也占到 51%。与英美相比，在自来水价不上升的前提下，我国污水处理费仍有 1 倍的上升空间。对于目前采用政府采购模式的污水处理企业而言，提高污水处理费只是减轻地方政府的采购成本，企业难以获得直接利益。但从长期看，污水处理费上升趋势将有助于稳定甚或提高企业盈利水平。

(2) 工业废水市场

工业废水是指工业生产过程中产生的废水、污水和废液，其中含有随水流失的工业生产用料、中间产物和产品以及生产过程中产生的污染物。废水处理从服务对象角度可分为工业废水处理和污水处理，工业废水大多采用分散式处理，而生活污水均采用集中式处理。

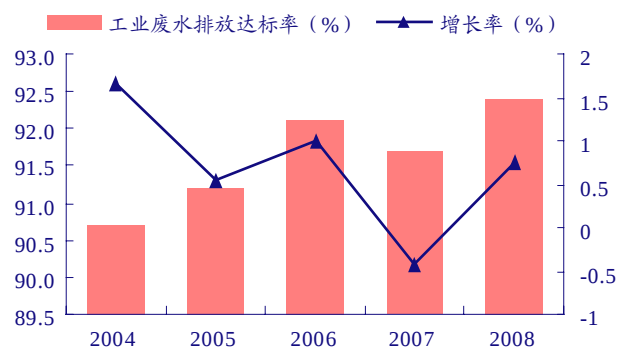
我国工业废水排放量逐渐稳定，在 2004-2008 年期间，排放量年均增长率为 2.7%；工业废水排放达标率逐年升高，2008 年已经达到了 92.4%。可见，工业废水市场的发展需要挖掘新增长空间，我们认为工业废水产业未来的增长在于处理技术创新和集中化工艺革新。

图 11: 我国工业废水排放量逐渐稳定



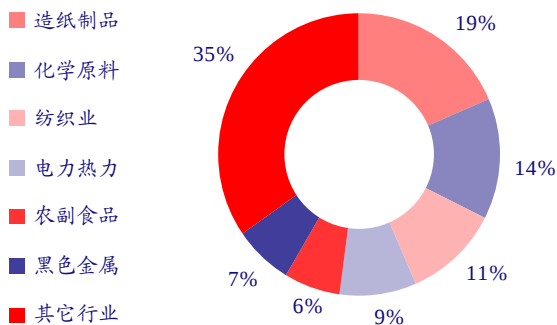
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

图 12: 我国工业废水排放达标率逐年升高



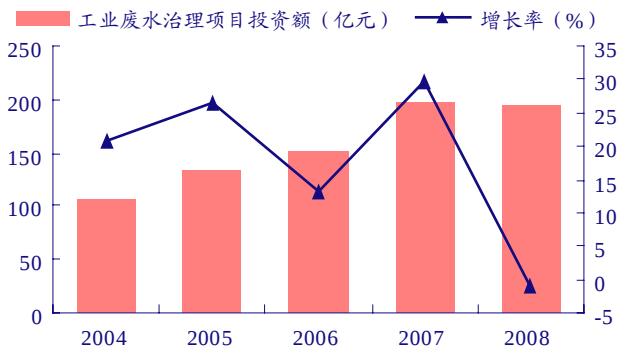
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

图 13: 我国各行业废水排放占总量比例



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所 (注: 2008 年统计资料)

图 14: 我国工业废水治理项目投资额逐年增加



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

工业废水处理的发展取决于技术的进步。工业废水的处理虽然早在 19 世纪末已经开始，并且在随后的半个世纪进行了大量的试验研究和生产实践，但是由于许多工业废水成分复杂，性质多变，至今仍有一些技术问题没有完全解决；和技术成熟的城市生活污水处理不同，工业废水的处理难度比城市生活污水处理大得多。

自改革开放以来，我国经济持续稳定发展，按照环保“三同时”制度各类新建建设项目均要求有配套的废水处理设施，在这一时期建设了许多分散的小型工业废水处理设施，但这些小型废水处理设施运行质量差、管理不善。众多的小型工业废水处理设施的运行监督管理，一直是基层环保部门的难题。

工业废水走集中化处理道路是未来发展趋势。近几年来，有些地区和行业通过开发区的建

设、城市规划、产业整合，例如火电行业，形成了工业废水集中化处理，取得了相当好的环境保护成效。在废水处理总量相同的情况下，建造较大规模的污水处理厂的费用比建造多个小规模废水处理厂的费用低。工业废水集中处理可以降低单位水量的基建投资，便于处理设施管理，还可以降低废水处理成本。对于废水排放的企业，既可减少环保设施的投资、缩短项目建设周期，又可减少环保方面管理人员、集中精力抓生产业务，有利于促进企业重视清洁生产、合理利用水资源，更有利于企业开展环境管理体系（EMS）认证，提高国际市场的竞争力。由于建造工业废水集中处理厂及相应的管道，需要大量资金投入，必须改革计划经济沿袭下来的那种“污水处理厂由政府投资、政府建设、政府运行管理、政府负担运营费用”的模式，按照市场经济的规律来运作，走产业化道路。

2、固废处理行业分析

（1）固废处理发展现状

固体废弃物，是指在生产建设、日常生活和其他活动中产生的污染环境的固态、半固态废弃物物质。按种类分城市生活垃圾、农业固体废物和工业固体废物。固体废弃物污染具有集中性与长期性。我国的固体废物（包括危废）处理基础设施还非常落后，主要表现为垃圾安全处理率低和垃圾处理方式的结构不合理，行业的发展首先在于兴建完善的固体废弃物处理基础设施，包括垃圾焚烧厂、垃圾填埋厂和垃圾堆肥厂等。因此，在我国固废处理行业发展的起步阶段，设备和工程建造商将首先受益。

固体废弃物是浓缩态最高的污染物，对环境影响形成过程表现为迟缓性和曲折性，对环境的污染也非常大，尤其是危险废物和医疗废物，直接威胁到人民群众的健康和生命安全。以上海市统计数据为例，尽管居民生活垃圾的产生量仅为生活污水的 0.4%，但通过生活垃圾排除的有机碳负荷却是通过生活污水排放的有机碳负荷的 3 倍以上。

表 2：我国固废处理“十一五”投资规划

项目	“十一五”投资额（亿元）	说明
废弃资源及工业固废的综合利用	200	
垃圾焚烧厂	150	约等于 30 座 1000 吨/天的垃圾焚烧场
危险废物处置	150	31 个省级危险废物集中处置中心、300 个地区市医疗废物集中处置中心
垃圾填埋场	100	
垃圾堆肥场	50	

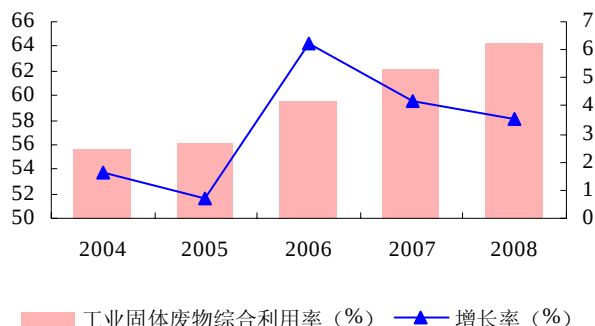
资料来源：国家环保部，中国银河证券研究所

随着环境管理总体水平的逐步提高，我国固体废物管理的重视程度不断增强。与污水、废气不同，固废排放量在不断增长。尽管公开数据显示我国的垃圾处理比例达到 60% 左右，但这只是垃圾运出量，实际上绝大部分垃圾就是被简单填埋，既污染土壤和地下水，又占据了土地资源。

固体废物产生量受生产过程中资源利用效率、产品生产和消费量的影响，固废产生量与 GDP 之间存在紧密的相关性。从我国的情况来看，近几年随着 GDP 的高速增长，生活垃圾和工业固体废弃物增长率保持在 10% 以上，2008 年全年清运生活垃圾、粪便 1.76 亿吨，综合处理率为 66.7%，工业固体废物 19 亿吨，其中危险废物 1357 万吨左右，有 639 万吨没有得到有效处置。

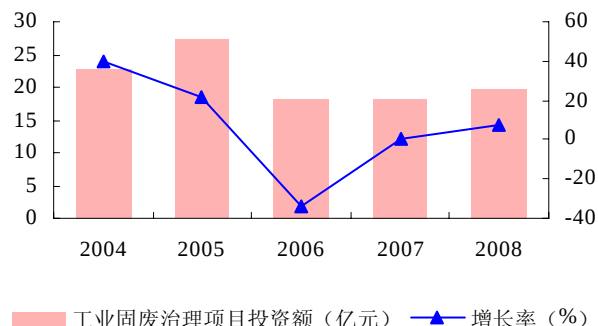
(2) 固废处理发展空间

图 15: 我国工业固废综合利用率逐年增加



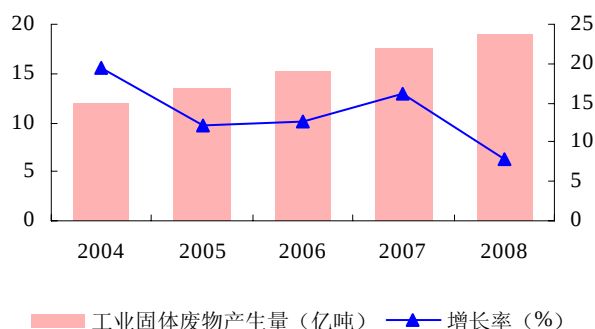
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

图 16: 我国工业固废治理项目投资额逐渐稳定



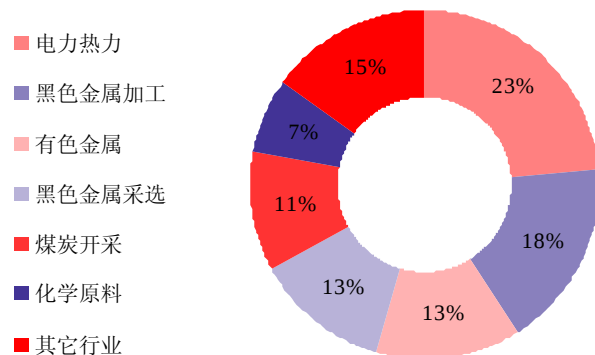
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

图 17: 我国工业固体废弃物产生量逐年增加



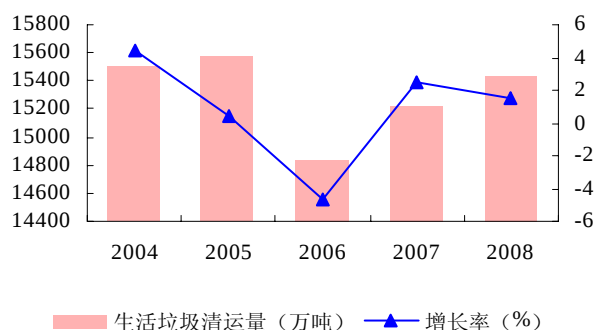
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

图 18: 我国各行业固废产生占总量比例



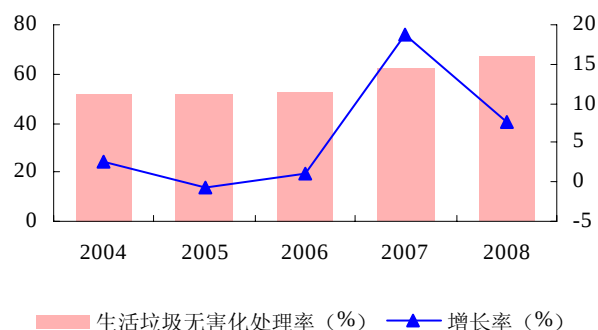
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所 (注: 2008 年统计资料)

图 19: 我国生活垃圾清运量先减后增



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

图 20: 我国生活垃圾无害化处理率逐年增加



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

根据建设部对全国 660 个城市垃圾填埋场运行检查情况, 截至 2008 年底, 全国 660 个建制市中现有各类生活垃圾处理厂 (场) 509 座, 年处理能力为 11340 万吨, 其中主要是城市生活垃圾填埋场, 减量率高并能实现废物再利用的垃圾焚烧厂和堆肥厂比例非常小。全部生活垃圾的集中处理率仅仅为 50.8%, 近 85% 的城市生活垃圾采用填埋处理, 而这部分填埋厂中只有

15%能够实现生活垃圾的基本无害化，5%填埋场垃圾实现较完全的无害化，其余的垃圾只是被简单的填埋，会继续对环境造成污染。

表 3: 我国工业固废处理逐年变化情况

年份	工业固体废物处置量 (万吨)	工业固体废物排放量 (万吨)	工业固体废物贮存量 (万吨)
2003	17751	1941	27667
2004	26635	1762	26012
2005	31259	1655	27876
2006	42883	1302	22398
2007	41350	1197	24119
2008	48291	782	21882

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

表 4: 我国生活垃圾处理逐年变化情况

年份	生活垃圾无害化处理厂数 (座)				生活垃圾无害化处理能力 (吨/日)			
	合计	卫生填埋	堆肥	焚烧	合计	卫生填埋	堆肥	焚烧
2003	575	457	70	47	219607	187092	16511	15000
2004	559	444	61	54	238519	205889	15347	16907
2005	471	356	46	67	256312	211085	11767	33010
2006	419	324	20	69	258048	206626	9506	39966
2007	460	366	17	66	271791	215179	7890	44682
2008	509	407	14	74	315153	253268	5386	51606

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究所

在“十一五”规划期间,我国将投资 450 亿元新建垃圾处理厂,城市生活垃圾无害化处理率由 50%提高到 60%以上。在“十五”期间,我国新增垃圾处理能力约 12 万吨/日,如果根据“十一五”新增城市生活垃圾无害化处理能力 24.2 万吨/日的规划计算,每吨的建设成本在 15~20 万之间,“十一五”期间生活垃圾厂的投资规模将在 360~480 亿元左右。

从各地方政府的情况来看,对于垃圾处理也越来越重视,北京市和河南省都执行了“十一五”垃圾处理厂的建设方案,我们预计其它省市也将在这方面加大投入。此外,国家发改委在 07 年 2 月全国经济体制改革工作会议上,已经指出中国将动用价格杠杆促进环境保护,推行“谁污染谁付费”,规定在 07 年底前所有城镇收缴污水处理费,所有地级城市都要在规定期限内收缴垃圾处理费。我们预计,这将继续提升地方政府在建设垃圾处理厂方面的资金实力。

目前,固废处理产业类似于 2002 年的污水处理行业。大气污染和水污染由于更直观以及危害效应更明显,使其更容易引起人们的注意,其相应的产业也发展得较早。固废污染具有很强的隐蔽性和持久性,其危害程度也较大。随着固废污染事件的不断披露和人们环保意识的提高,固废处理逐渐引起了重视,其对应的产业也将蓬勃发展。我们认为,固废处理将是下一个“污水处理产业”,其产业发展高峰出现在 2012 年左右,从投资的角度来说,应该在产业高速成长的起点上投资。

三、投资组合与股票权重说明

(一) 相对估值全球同行对比

表 5: A 股市场主要环保上市公司相对估值比较

证券代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE		PB
		2010.4.7	2008A	2009A/E	2010E	2008A	2009A/E	2010E	
601158	重庆水务	11.92	0.17	0.24	0.30	70.12	49.67	39.73	8.01
000598	*ST 清洗	16.98		0.42	0.53		40.43	32.04	7.01
000826	合加资源	19.63	0.27	0.36	0.52	72.70	54.53	37.75	7.79
600008	首创股份	8.00	0.12	0.20	0.25	66.67	40.00	32.00	3.59
600874	创业环保	8.44	0.16	0.17	0.21	52.75	49.65	40.19	3.66
000544	中原环保	12.73	0.24	0.22	0.25	53.04	57.86	50.92	6.67
000685	中山公用	28.12	0.91	1.29	1.37	30.90	21.80	20.53	4.31
600168	武汉控股	10.97	0.13	0.16	0.18	84.38	68.56	60.94	3.19
600283	钱江水利	11.71	0.17	0.18	0.21	68.88	65.06	55.76	3.50
600323	南海发展	14.89	0.35	0.38	0.47	42.54	39.18	31.68	4.00
600461	洪城水业	16.54	0.15	0.15	0.19	110.27	110.27	87.05	4.68
平均值						65.23	54.27	44.42	5.13
300055	万邦达	131.50	0.77	1.23	1.84	170.78	106.91	71.47	66.84

资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

表 6: 欧美市场主要环保上市公司相对估值比

证券代码	公司简称	收盘价 (美元)		EPS (美元)			PE		PB
		2010.4.7	2008A	2009A	2010E	2008A	2009A	2010E	
VIE FP	Veolia Environnement	34.70	1.31	1.73	1.96	26.49	20.06	17.70	1.70
SEV FP	Suez Environnement Co	23.07	1.60	1.14	1.27	14.42	20.24	18.17	2.38
RWE GR	RWE AG	89.02	6.99	9.34	10.32	12.74	9.53	8.63	2.72
WTR US	Aqua America Inc	18.03	0.73	0.77	0.90	24.70	23.42	20.03	2.26
CTWS US	Connecticut Water Service Inc	23.41	1.11	1.20	1.28	21.09	19.51	18.29	1.84
CWT US	California Water Service Group	39.27	1.90	1.95	2.11	20.67	20.14	18.61	1.96
MSEX US	Middlesex Water Co	17.33	0.89	0.72	0.80	19.47	24.07	21.66	1.65
SJW US	SJW Corp	26.98	1.15	0.80	1.17	23.46	33.73	23.06	1.99
AWR US	American States Water Co	36.54	1.26	1.62	2.05	29.00	22.56	17.82	1.89
CWCO US	Consolidated Water Co Ltd	14.32	0.50	0.42	0.79	28.64	34.10	18.13	1.65
YORW US	York Water Co	13.96	0.57	0.64	0.67	24.49	21.81	20.84	2.06
平均值						22.29	22.65	18.45	2.01

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究所

从相对估值的角度分析, 2009 年欧美环保板块的平均动态市盈率为 20 倍左右, 而国内环保板块的平均动态市盈率已经达到 50 倍。造成国内外环保行业市盈率差距较大的原因是: 欧美环保行业已经接近饱和, 增长非常缓慢; 而国内的环保行业主要是最近几年才发展起来, 行

业产能远远没有满足市场需求，增长速度较快。

重点公司价值的提升机会将来自于新增投资项目和水价上涨，可以在水价调整中增加盈利能力。但是应该看到，环保行业是公用事业，盈利受到国家严格控制，只能获得相对的合理利润，很难达到超额盈利水平。

基于环保行业的弱周期性和高成长性，我们给予行业 2010 年 40 倍市盈率、20 倍 EV/EBITDA 的估值水平。虽然现阶段行业内生性增长价值已经反映在了股价之中，但是行业整合及资产注入，将为其带来超预期的业绩增长和股东回报率，目前行业估值水平仍然处于估值区间，我们给予重点公司估值溢价。

（二）投资组合与权重说明

4 月维持投资组合不变。我们继续选择合加资源（000826）、*ST 清洗（000598）和南海发展（600323），分别给予 40%、30%和 30%的投资权重。

合加资源：固废业绩将进入全面释放期，更名和与母公司签订战略合作协议对公司是一个利好消息，这将加快公司相关固废业务的发展。

*ST 清洗：公司已经重组成西南水务龙头，污水处理业务未来战略将在四川省内城镇进行外延式扩张；远期规划将把母公司的自来水业务合并到上市公司中；公司将努力拓展污泥和再生水处理新业务，最终使公司形成多元化的水务经营模式。

南海发展：水价上涨和供水区域扩大将提升自来水业绩；产能快速扩张将大幅增加污水处理收入；垃圾焚烧发电有望成为公司业绩主要增长点；未来业绩至少有 15%稳定增长。

表 7：2010 年 4 月环保行业投资组合

股票名称	股票代码	权重 (%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
			2010.4.7	2009A/E	2010E	2011E	
合加资源	000826	40%	19.63	0.36	0.52	0.70	固废业绩将进入全面释放期
*ST 清洗	000598	30%	16.98	0.42	0.53	0.67	重大资产重组完成，污水处理业务将高速扩张
南海发展	600323	30%	14.89	0.38	0.47	0.55	未来业绩至少有 15%的稳定增长，目前估值相对较低

资料来源：中国银河证券研究所

四：重点推荐的公司

(一) 合加资源 (000826): 固废处理的龙头企业

关键指标预测

投资评级 推荐

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	350	523	680	895	1293
EBITDA (百万元)	139	213	324	415	500
净利润 (百万元)	87	111	150	216	290
摊薄 EPS (元)	0.43	0.27	0.36	0.52	0.70
PE (X)	41.5	66.1	49.6	34.3	25.5
EV/EBITDA (X)	21.0	24.2	15.3	11.2	8.2
PB (X)	4.4	4.5	4.4	3.7	3.0
ROIC	8.11%	8.01%	10.69%	13.27%	14.73%
总资产周转率	0.24	0.27	0.29	0.37	0.45

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测：

假设自来水收入的年增长率为 5%，毛利率为 40%；污水处理收入的增长率为 10%，毛利率为 50%；环保设备销售和安装收入年增长率为 25%，毛利率为 30%；工程建设和咨询收入年增长率为 20%，毛利率为 25%。

我们与市场不同的观点：

市场认为垃圾问题日益严重，未来垃圾处理产业将越来越难做。我们认为：垃圾处理环评标准提高，对合加资源是一个重大利好消息。合加资源作为国内最大的以固废处理业务为主的环保公司，已有北京阿苏卫和上海青浦生活垃圾综合处理厂项目的示范工程，在垃圾综合处理技术上具有明显的优势。公司在国内三大垃圾处理技术方案都有技术和项目储备，不管行业未来主流技术方案是垃圾焚烧还是综合处理，公司都有强大的竞争实力。

公司估值与投资建议：

考虑到合加资源的高成长性和股东回报率提高，我们给予其 2010 年 40 倍市盈率；20 倍 EV/EBITDA 的估值水平，预测公司 09 年、10 年、11 年的营业收入分别为 6.8 亿、8.9 亿和 12.9 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.52 元和 0.70 元。我们认为对合加资源这种未来能够保持高速增长、正处于起步阶段的公司，维持“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

募投项目咸宁环保设备制造厂投产是体现公司投资价值的催化剂，我们认为事件在 2010 年发生的可能性最大，相应地 2010 年也是进行投资的较优时机。

主要风险因素：

公司应收帐款的增加、国家环保政策的实施进度以及业主方 BOT 项目的自建倾向，都会影响我们对公司的盈利预测。

表 8: 合加资源 (000826) 财务报表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	72	357	335	635	1187	营业收入	350	523	680	895	1293
应收票据	0	0	1	1	1	营业成本	197	309	432	542	826
应收账款	209	373	410	368	460	营业税金及附加	6	8	10	13	19
预付款项	87	199	213	231	258	销售费用	8	7	14	20	28
其他应收款	18	55	71	94	135	管理费用	15	22	28	38	54
存货	1	3	4	6	8	财务费用	12	33	29	26	20
长期股权投资	10	10	10	10	10	资产减值损失	9	11	0	0	0
固定资产	192	40	115	170	212	投资收益	7	0	5	0	0
在建工程	932	118	84	67	59	营业利润	111	132	171	257	345
无形资产	6	1189	1070	951	832	营业外收支净额	1	7	3	0	0
长期待摊费用	7	5	5	4	4	税前利润	112	140	174	257	345
资产总计	1538	2358	2318	2536	3167	减: 所得税	27	25	23	39	52
短期借款	151	228	0	0	0	净利润	85	114	152	219	293
应付票据	0	110	190	90	293	母公司净利润	87	111	150	216	290
应付账款	225	271	355	445	566	少数股东损益	-1	3	2	3	3
预收款项	2	6	11	16	25	基本每股收益	0.43	0.27	0.36	0.52	0.70
应付职工薪酬	0	1	1	1	1	稀释每股收益	0.43	0.27	0.36	0.52	0.70
应交税费	48	32	32	32	32						
其他应付款	82	108	108	108	108	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	509	540	540	540	540	营收增长率	52.5%	49.4%	30.0%	31.7%	44.4%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	95.9%	40.5%	11.0%	44.5%	28.9%
负债合计	1022	1325	1264	1263	1601	净利润增长率	82.5%	28.6%	34.6%	44.1%	34.1%
股东权益合计	515	1032	1054	1273	1566	盈利性					
						销售毛利率	43.9%	40.8%	36.5%	39.5%	36.1%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	24.7%	21.3%	22.0%	24.1%	22.4%
净利润	85	114	152	219	293	ROE	16.8%	10.8%	14.2%	17.0%	18.5%
折旧与摊销	13	36	128	132	136	ROIC	8.11%	8.01%	10.69%	13.27%	14.73%
经营现金流	218	21	410	376	622	估值倍数					
投资现金流	-223	-296	-45	-50	-50	PE	41.5	66.1	49.6	34.3	25.5
融资现金流	-3	560	-387	-26	-20	P/S	6.4	8.9	6.8	5.2	3.6
现金净变动	-8	284	-22	300	552	P/B	4.4	4.5	4.4	3.7	3.0
期初现金余额	80	72	357	335	635	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	72	357	335	635	1187	EV/EBITDA	21.0	24.2	15.3	11.2	8.2

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

合加资源是国内最大的以固废处理业务为主的环保公司。公司主营业务为市政供水项目投资运营及污水处理项目投资运营、固体废弃物处理工程建设等相关环保产业。公司引进欧美等发达国家最新的先进工艺技术与设备,在国内已成功实施了世界上处理规模最大的生活垃圾综合处理项目,已有北京阿苏卫和上海青浦生活垃圾综合处理厂项目的示范工程,在垃圾综合处理技术上具有明显的优势。通过技术合作与开发,掌握了工业废弃物、医疗垃圾和城市污泥处置的最前沿技术。通过产品贸易、技术贸易、国际合作等方式,成功地进入国际市场,在中南亚等国家成功实施了固废处理项目。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有特许经营特征,经营效率高,大股东支持。	分值: 4.5
劣势	受政策因素影响较大,环保投资变化造成业绩波动。	分值: 3.0
机会	水价上涨和资产注入对公司内在价值影响大,如采用较优方式进行,则公司价值大幅提升。	分值: 4.5
威胁	垃圾焚烧对周边环境影响超预期,动态投资额低于预期,影响未来固废投资。	分值: 3.0

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	供应商无主观力量。但投资情况受政策因素影响,不可预测性强。	分值: 4.5
新进入壁垒	特许经营,拥有不可逾越的壁垒。	分值: 5.0
客户力量	公司已经确定了国内固废处理行业龙头地位,投资有政策保障,且水价原则上随政策上调。	分值: 4.5
替代产品	短期内无替代产品	分值: 4.5
竞争对手	固废处理有技术优势,竞争现象不明显。	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

(二) *ST 清洗 (000598): 污水处理新星冉冉升起

关键指标预测

投资评级 推荐

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	298	362	531	584	637
EBITDA (百万元)	53	76	330	390	463
净利润 (百万元)	42	51	193	246	310
摊薄 EPS (元)	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
PE (X)	150.2	122.9	32.2	25.5	20.2
EV/EBITDA (X)	88.07	62.55	13.82	11.25	9.06
PB (X)	1.64	4.84	7.65	6.56	5.57
ROIC	1.37%	5.45%	25.83%	28.06%	30.10%
总资产周转率	0.14	0.11	0.24	0.25	0.26

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所 (注: 盈利预测假设蓝星清洗重组在 2008 年 12 月 31 日完成)

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司资产重组已经彻底完成, 公司通过重大资产置换和发行股份购买资产后, 主营业务将从化工转变为污水处理, 公司将成为颇具竞争实力的水务新星。公司重组后具有相当规模的污水处理能力, 产能及利用率有很大上升空间。假设公司污水处理能力、产能利用率以及水价未来会增长。预计 09、10 和 11 年的产能利用率分别为 71%、74%和 77%, 毛利率分别为 52%、54%和 56%。

我们与市场不同的观点:

公司已经重组成为西南水务龙头, 应该在公司高速成长的起点上投资。公司具有相当规模的产能, 拥有完善的管网设施, 为公司做大做强提供了基础。公司污水处理技术已达国外先进水平, 污水处理厂运营经验丰富, 成本控制优势明显。公司污水处理业务未来战略将在四川省内城镇进行外延式扩张, 远期规划是将母公司的自来水业务合并到上市公司中。公司将努力拓展污泥和再生水处理新业务, 最终使公司形成多元化的水务经营模式。

公司估值与投资建议:

我们预计公司 09 年、10 年、11 年的营业收入分别为 5.3 亿、5.8 亿和 6.4 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.67 元。公司成长性明确, 股东回报能力高, 具有长期投资价值, 我们维持公司“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

污水处理快速扩张是体现公司投资价值的催化剂, 我们认为这件事件在 2010 年发生的可能性最大。未来新增自来水、再生水和污泥处理业务也将是公司投资的催化剂。

主要风险因素:

公司债务转移、污水处理价格和产能利用率都会影响我们对公司的盈利预测。

表 9: 兴蓉排水 (000598) 财务报表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	472	360	569	753	952	营业收入	298	362	531	584	637
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	240	274	287	280	261
预付款项	109	35	50	64	77	营业税金及附加	0	0	1	1	1
其他应收款	2	24	35	38	42	管理费用	5	11	17	18	20
存货	2	2	2	2	2	财务费用	2	18	11	9	7
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0	0
固定资产	3014	1315	1178	1146	1119	投资收益	0	3	3	3	3
在建工程	197	66	38	34	42	营业利润	51	61	219	280	352
无形资产	391	383	346	308	271	税前利润	51	61	219	280	352
长期待摊费用	1	1	0	0	0	减: 所得税	9	10	26	34	42
资产总计	4189	2186	2218	2346	2505	净利润	42	51	193	246	310
短期借款	0	30	0	0	0	母公司净利润	42	51	193	246	310
应付账款	8	131	112	94	80	基本每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
预收款项	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
应交税费	9	14	14	15	16						
其他应付款	611	479	503	528	555	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	118	110	120	130	140	营收增长率		21.4%	46.6%	10.0%	9.1%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率		44.8%	196.8%	25.4%	24.7%
负债合计	1134	1150	1135	1153	1177	净利润增长率		21.1%	280.2%	27.7%	25.9%
股东权益合计	3055	1036	1083	1192	1328	盈利性					
						销售毛利率	19.6%	24.3%	46.0%	52.0%	59.0%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	14.0%	14.0%	36.3%	42.1%	48.7%
净利润	42	51	193	246	310	ROE	1.4%	4.9%	29.4%	32.2%	34.4%
折旧与摊销	0	0	103	105	107	ROIC	1.37%	5.45%	25.83%	28.06%	30.10%
经营现金流	166	238	284	347	418	估值倍数					
投资现金流	-405	-489	-8	-28	-48	PE	150.2	122.9	32.2	25.5	20.2
融资现金流	570	139	-67	-135	-171	P/S	16.8	13.8	9.4	8.6	7.9
现金净变动	331	-111	209	184	199	P/B	1.6	4.8	7.7	6.6	5.6
期初现金余额	0	472	360	569	753	股息收益率	10.0%	0.1%	0.7%	2.7%	3.5%
期末现金余额	331	360	569	753	952	EV/EBITDA	88.1	62.6	13.8	11.3	9.1

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所 (注: 盈利预测假设蓝星清洗重组在 2008 年 12 月 31 日完成)

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

2009 年 6 月蓝星清洗申请重大资产重组，成都市兴蓉投资有限公司以其持有的成都市排水有限责任公司股权与公司全部资产和负债进行置换，该公司是成都地区最主要的污水处理企业，目前资产重组已经完成。兴蓉公司为成都市国资委 100%控股的企业，其实际控制人为成都市国资委，主营城市水环境基础设施的投融资、建设和运营管理。兴蓉公司下属的排水公司拥有八座污水处理厂，日处理能力达 130 万立方米，是成都地区最主要的污水处理企业，污水处理服务区域包括成都市锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区以及成都市高新西区 and 南区，面积 283 平方公里，服务人口超过 300 万人。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有特许经营特征，经营效率高，大股东支持。	分值：4.5
劣势	受季节因素影响较大，污水实际处理量造成业绩波动。	分值：3.0
机会	水务外延扩张和资产注入对公司内在价值影响大，如采用较优方式进行，则公司价值大幅提升。水价上涨提高公司内在价值。	分值：4.5
威胁	污水处理不达标对周边环境影响超预期，动态投资额低于预期，影响水务收入。	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	供应商无主观力量。但污水处理量受季节因素影响，不可预测性强。	分值：4.0
新进入壁垒	特许经营，拥有不可逾越的壁垒。	分值：4.0
客户力量	公司是西南水务龙头，污水处理量有政策保障，且协议水价原则上随居民水价上调。	分值：4.5
替代产品	短期内无替代产品	分值：5.0
竞争对手	污水处理量有政策保障，竞争现象不明显。	分值：5.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(三) 南海发展 (600323): 业绩稳定增长, 估值相对较低

关键指标预测

投资评级 推荐

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	424	465	595	688	801
EBITDA (百万元)	221	232	266	319	387
净利润 (百万元)	96	104	128	149	184
摊薄 EPS (元)	0.35	0.38	0.47	0.55	0.68
PE (X)	39.63	36.64	29.75	25.53	20.64
EV/EBITDA (X)	19.44	19.86	18.27	15.92	13.61
PB (X)	4.03	3.76	3.49	3.21	2.92
ROIC	7.32%	6.41%	7.07%	7.48%	8.22%
总资产周转率	27.06%	24.08%	25.58%	25.48%	26.26%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

预计公司污水处理产能将快速扩张, 垃圾焚烧发电二期项目投产将大幅度增加主营收入。假设自来水收入的年增长率为 5%, 毛利率为 45%; 污水处理收入的增长率为 15%, 毛利率为 50%; 垃圾焚烧发电收入年增长率为 20%, 毛利率为 50%。

我们与市场不同的观点:

市场认为南海发展的发展空间有限, 对公司今后的成长性存在质疑。我们认为: 南海发展是广东佛山市的区域水务龙头, 具有完整的产业链, 今年佛山市水价如期上调, 公司供水业务收入至少将增长 10%; 去年公司新建了大量的污水处理工程, 今年污水处理厂将相继投产, 公司污水处理业务将进入快速增长期; 公司垃圾焚烧发电二期工程在 2010-2011 年将陆续完工, 垃圾处理产能将增加 4 倍, 该项目会极大地提升公司在国内垃圾焚烧发电领域的影响力。另外, 公司的经营业务是国家重点支持发展的环保产业, 会得到相关政策的支持, 这将为公司的成长提供强大动力。

公司估值与投资建议:

考虑到南海发展业绩稳定增长和估值明显偏低, 我们给予其 2010 年 40 倍市盈率; 20 倍 EV/EBITDA 的估值水平, 预测公司 2010-2012 年的营业收入分别为 5.9 亿、6.9 亿和 8.0 亿元, EPS 分别为 0.47 元、0.55 元和 0.68 元。我们认为对南海发展这种未来能够保持稳定成长、正处于起步阶段的公司, 维持“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

公司成功拍卖了狮山羊岗土地, 成交价格为 6.8 亿元人民币, 这将有利地减轻公司的财务负担, 同时该项资金会拓展公司的投资方案, 将显著地增厚公司业绩。我们认为该项资金在今年产生收益的可能性最大, 相应地 2010 年也将是对南海发展进行投资的较优时机。

主要风险因素:

公司在建工程不能按时投产以及垃圾焚烧发电尾气排放不达标引起的公共事故, 都会影响我们对公司的盈利预测。

表 10: 南海发展 (600323) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	151	123	179	206	240	营业收入	424	465	595	688	801
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	229	278	349	393	441
应收账款	17	15	19	22	26	营业税金及附加	3	3	4	5	5
预付款项	143	263	263	263	263	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	2	10	10	10	10	管理费用	35	33	48	55	64
存货	15	15	19	22	24	财务费用	27	33	52	67	80
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	844	1154	1406	1633	1849	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	307	205	190	190	190	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	129	117	142	168	211
无形资产	212	306	398	488	576	营业外收支净额	2	12	12	12	12
长期待摊费用	9	8	10	12	14	税前利润	131	129	155	180	223
资产总计	1733	2130	2525	2877	3224	减: 所得税	33	23	23	27	33
短期借款	310	140	308	410	491	净利润	98	107	131	153	190
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	96	104	128	149	184
应付账款	35	82	57	65	72	少数股东损益	2	3	4	5	6
预收款项	20	28	33	40	48	基本每股收益	0.35	0.38	0.47	0.55	0.68
应付职工薪酬	11	15	15	15	15	稀释每股收益	0.35	0.38	0.47	0.55	0.68
应交税费	5	-7	6	7	8	财务指标					
其他应付款	59	71	71	71	71	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	2.90%	9.75%	27.99%	15.57%	16.41%
长期借款	218	612	758	895	1021	EBIT 增长率	-7.12%	-3.88%	29.28%	21.01%	23.47%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	3.14%	8.15%	23.17%	16.51%	23.73%
负债合计	749	1019	1329	1583	1807	盈利性					
股东权益合计	984	1111	1196	1295	1417	销售毛利率	45.99%	40.25%	41.38%	42.92%	44.99%
现金流量表						销售净利率	23.14%	22.95%	22.08%	22.26%	23.66%
净利润	98	107	131	153	190	ROE	10.16%	10.28%	11.72%	12.56%	14.15%
折旧与摊销	65	81	72	84	96	ROIC	7.32%	6.41%	7.07%	7.48%	8.22%
经营现金流	183	217	242	314	375	估值倍数					
投资现金流	-302	-441	-402	-402	-402	PE	39.63	36.64	29.75	25.53	20.64
融资现金流	208	196	216	117	61	P/S	8.95	8.16	6.37	5.51	4.74
现金净变动	89	-28	56	28	34	P/B	4.03	3.76	3.49	3.21	2.92
期初现金余额	62	151	123	179	206	股息收益率	0.99%	1.00%	1.23%	1.44%	1.78%
期末现金余额	151	123	179	206	240	EV/EBITDA	19.44	19.86	18.27	15.92	13.61

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

南海发展是一家以从事城镇供水、污水处理、固废处理及市政基础设施建设运营为主业的股份制企业，是佛山市南海区首家 A 股上市公司。公司专注于供水主业，稳健经营，经多年发展，2008 年总供水量达到 3.26 亿立方米。公司目前拥有桂城水厂和南海第二水厂，控股佛山市南海九江自来水有限公司、供水设计能力 101 万吨/日，供水范围覆盖南海区 700 多平方公里，服务人口 100 多万人，供水水质一直达到并超过国家规定的水质标准。自 2004 年开始，公司积极拓展污水处理等市政环保业务，朝供排水一体化方向发展。2004 年末收购了南海区桂城污水处理厂资产和南海区平洲污水处理厂在建工程资产，2005-2008 年又陆续收购并新建了一批污水处理项目，使污水处理业务呈现快速增长的势头。2006 年，收购并扩建南海区垃圾焚烧发电项目，总规模为日处理垃圾 2200 吨，固废处理业务将成为公司新的利润增长点。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有特许经营特征，经营效率高，大股东支持。	分值: 4.5
劣势	受区域限制影响较大，内生增长比较缓慢。	分值: 3.0
机会	水价上涨和资产注入对公司内在价值影响大，如采用较优方式进行，则公司价值大幅提升。	分值: 4.5
威胁	垃圾焚烧发电引发公共安全事故，动态投资额低于预期，将影响未来固废投资。	分值: 3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	供应商无主观力量。但投资情况受政策因素影响，不可预测性强。	分值: 5.0
新进入壁垒	特许经营，拥有不可逾越的壁垒。	分值: 5.0
客户力量	公司已经确定了区域水务龙头地位，投资有政策保障，且水价原则上随政策上调。	分值: 4.5
替代产品	短期内无替代产品	分值: 4.0
竞争对手	垃圾焚烧发电有技术优势，竞争现象不明显。	分值: 4.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908