

南海发展 (600323.SH)

燃气水务行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

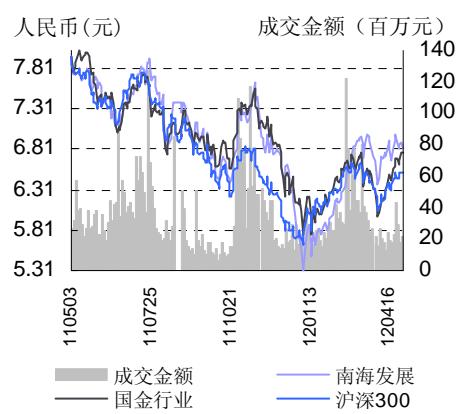
市价（人民币）：6.81元

固废助业绩稳定增长，低估值展现防御性价值

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-----------|
| 已上市流通 A股(百万股) | 487.92 |
| 总市值(百万元) | 3,322.76 |
| 年内股价最高最低(元) | 7.96/5.31 |
| 沪深 300 指数 | 2901.22 |
| 上证指数 | 2612.19 |



相关报告

- 《业绩稳健展现防御性价值》，2011.10.31
- 《低估值的价值防御型品种》，2011.10.19

邬煜

联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号：S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 2.059 | 0.461 | 0.406 | 0.490 | 0.582 |
| 每股净资产(元) | 5.63 | 4.98 | 3.86 | 4.15 | 4.53 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.83 | 0.63 | 0.82 | 0.92 | 1.02 |
| 市盈率(倍) | 8.00 | 18.25 | 16.79 | 13.90 | 11.70 |
| 行业优化市盈率(倍) | 50.01 | 42.16 | 42.16 | 42.16 | 42.16 |
| 净利润增长率(%) | 438.90% | -73.11% | 31.84% | 20.81% | 18.80% |
| 净资产收益率(%) | 36.59% | 9.26% | 10.50% | 11.80% | 12.84% |
| 总股本(百万股) | 271.07 | 325.28 | 487.92 | 487.92 | 487.92 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2012 年一季报，实现营业收入 201.96 百万元，同比增长 33.94%；实现归属于母公司所有者净利润 43.15 百万元，同比增长 20.75%；EPS 为 0.133 元，考虑转增股本摊薄后 EPS 为 0.088 元，符合我们预期。

经营分析

- **固废业务助业绩稳定增长：**公司 2012 年一季度经营情况基本符合我们预期，其中营业收入实现了稳步增长，毛利率水平较同期相比略有增加，由于报告期内完成了南海燃气 25% 股权和绿电 30% 股权的收购，投资收益显著增加、少数股东权益明显减少，但是由于财务费用增幅较大导致净利率仍有小幅下滑。
 - ◆ 营业收入较同期增长 33.94%，主要由于绿电二厂和垃圾压缩转运项目去年下半年投入运营导致固废业务业绩大幅提升；
 - ◆ 毛利率为 41.57%，高于同期 2.28 个百分点，主要由于固废项目的投运导致高毛利率的固废业务占比提升所致；
 - ◆ 公司完成了南海燃气 25% 股权的收购，本期贡献投资收益 373.36 万元，使得投资收益大幅提升 158.53%。
 - ◆ 公司财务费用率达到 12.54%，同比和环比分别提升 6.62 和 4.06 个百分点；主要由于绿电二厂等项目已完工转结，工程占用借款利息停止资本化，计入当期损益以及去年发行 6.5 亿公司债计提应付利息。

投资建议

- 我们根据公司一季报情况，更新了之前的盈利预测，在南海燃气未来股权比例提升假设下，预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.406 元、0.490 元和 0.582 元，目前股价对应 17X12PE 和 14X13PE，明显低于目前市场水务运营企业的平均估值水平，防御性价值明显，具备配置价值。

风险

- 伴随公司污水处理量提升，实际处理量和保底水量差值减少导致污水处理业务成本提升、毛利率降低的风险；公司财务费用率持续提升风险。

事件：公司公布 2012 年一季报

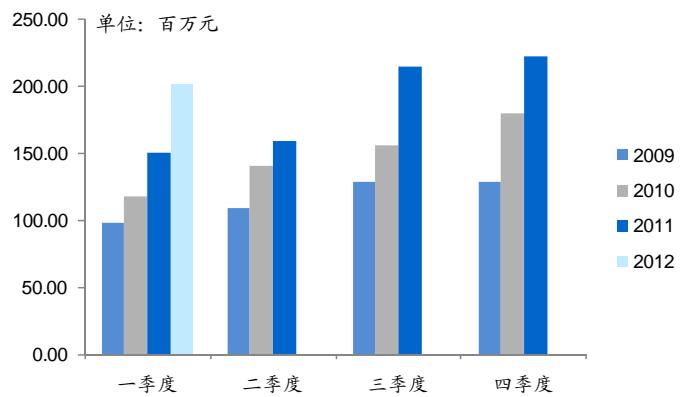
- 公司公布 2012 年一季报，实现营业收入 201.96 百万元，同比增长 33.94%；实现归属于母公司所有者净利润 43.15 百万元，同比增长 20.75%；EPS 为 0.133 元，考虑转增股本摊薄后 EPS 为 0.088 元，符合我们预期。

我们的分析与点评

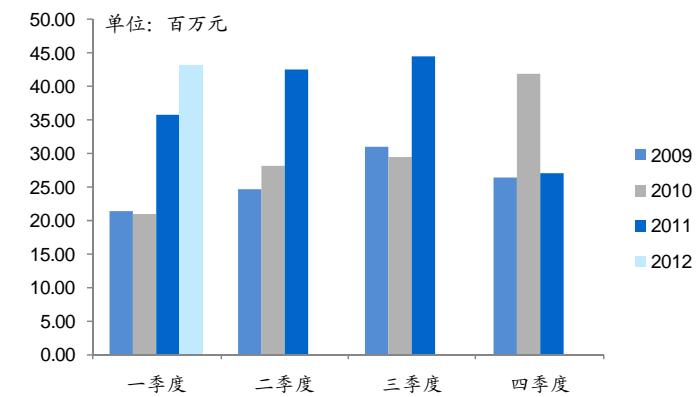
固废业务助业绩稳定增长

- 公司 2012 年一季度经营情况基本符合我们预期，其中营业收入实现了稳步增长，毛利率水平较同期相比略有增加，由于报告期内完成了南海燃气 25% 股权和绿电 30% 股权的收购，投资收益显著增加、少数股东权益明显减少，但是由于财务费用增幅较大导致净利率仍有小幅下滑。
 - ◆ 报告期内，公司营业收入较同期增长 33.94%，主要由于绿电二厂和垃圾压缩转运项目去年下半年投入运营导致固废业务业绩大幅提升。
 - ◆ 报告期内，公司毛利率为 41.57%，高于同期 2.28 个百分点，主要由于固废项目的投运导致高毛利率的固废业务占比提升所致。
 - ◆ 报告期内，公司完成了南海燃气 25% 股权的收购，本期贡献投资收益 373.36 万元，使得投资收益大幅提升 158.53%。
 - ◆ 报告期内，公司完成了绿电公司 30% 股权的收购，拥有绿电 100% 股东权益，导致少数股东权益显著下降。
 - ◆ 报告期内，公司财务费用率达到 12.54%，同比和环比分别提升 6.62 和 4.06 个百分点；主要由于绿电二厂等项目已完工转结，工程占用借款利息停止资本化，计入当期损益以及去年发行 6.5 亿公司债计提应付利息。

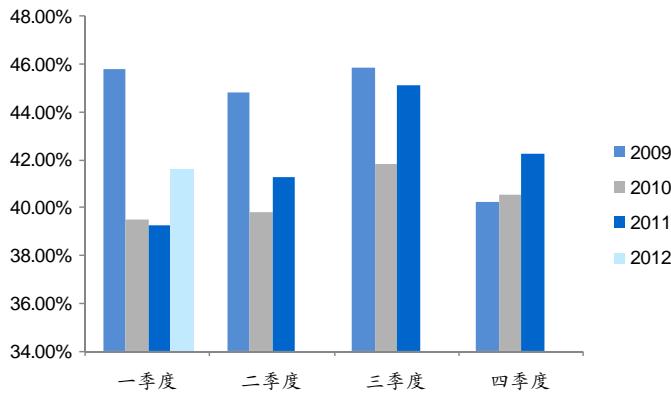
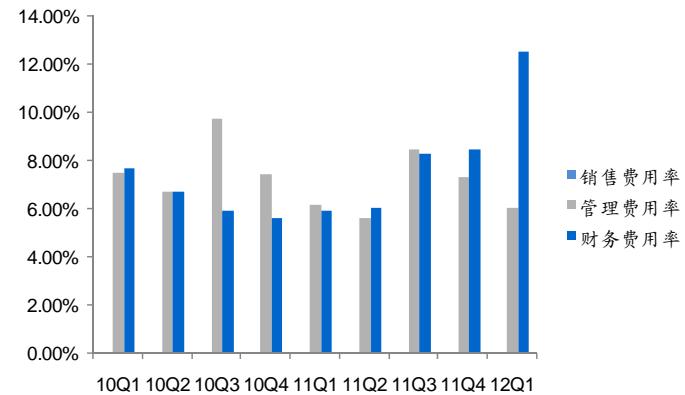
图表1：公司单季营业收入



图表2：公司单季净利润（扣除非经常性损益）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司分季度累计毛利率

图表4：公司分季度累计期间费用率


来源：公司公告，国金证券研究所

更新盈利预测，低估值展现防御性价值

- 目前绿电公司的垃圾发电二厂已投产运营；一厂的改扩建 BOT 合同已签，并开始前期准备，考虑到公司供水和污水处理业务相对稳定，因此我们认为在未来 1-2 年内公司业绩提升主要依靠固废业务，随着新建项目的陆续投产，并且考虑到权益的提升，公司的业绩成长相对确定。
 - ◆ 垃圾焚烧发电：一厂规模 400 吨/日（改扩建完成后拆除）；二厂规模 1500 吨/日（已投产运营）；一厂改扩建规模 1500 吨/日（预计 2013 年底建成）。
 - ◆ 生活垃圾转运站：规划站点共 10 个，规划规模为 3600 吨/日；目前已有 8 个站点投入运营，目前规模为 2800 吨/日。
 - ◆ 污泥处理：远期 450 吨/日，近期 300 吨/日，2012 年底建成投产。

图表5：垃圾处理业务盈利预测（更新垃圾转运业务）

| 项目 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------|---------|---------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 南海绿电 | | | | | | | | | |
| 权益 | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 处理费用(元/吨) | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 |
| 处理能力(吨/日) | 400.0 | 400.0 | 400.0 | 400.0 | 400.0 | 1,900.0 | 1,900.0 | 1,900.0 | 3,000.0 |
| 理论处理量(万吨) | 12.8 | 12.8 | 12.8 | 12.8 | 12.8 | 36.8 | 60.8 | 60.8 | 96.0 |
| 实际处理量(万吨) | 9.01 | 9.06 | 9.65 | 9.51 | 34.55 | 57.76 | 60.80 | 91.20 | |
| 处理率 | 70.39% | 70.75% | 75.41% | 74.32% | 93.89% | 95.00% | 100.00% | 95.00% | |
| 垃圾处理收入(万元) | 883.56 | 922.30 | 917.02 | 903.71 | 3282.25 | 5487.20 | 5776.00 | 8664.00 | |
| 上网电价(元/千瓦时) | 0.550 | 0.580 | 0.580 | 0.580 | 0.651 | 0.666 | 0.666 | 0.689 | |
| 垃圾发电能力(千瓦时/吨) | 321.30 | 333.37 | 365.70 | 396.21 | 327.96 | 330.00 | 340.00 | 350.00 | |
| 垃圾发电量(万千瓦时/年) | 2895.00 | 3019.00 | 3530.00 | 3769.00 | 11331.00 | 19060.80 | 20672.00 | 31920.00 | |
| 厂用电率 | 32.82% | 32.00% | 30.82% | 33.09% | 19.79% | 20.00% | 19.00% | 18.00% | |
| 上网电量(万千瓦时/年) | 1945.00 | 2053.00 | 2442.00 | 2522.00 | 9089.00 | 15248.64 | 16744.32 | 26174.40 | |
| 发电收入(万元) | 896.50 | 975.19 | 1,416.36 | 1,462.76 | 5,917.73 | 10,156.40 | 11,152.60 | 18,034.16 | |
| 垃圾转运能力(万吨/年) | -- | -- | -- | -- | 2,200.00 | 2,200.00 | 3,000.00 | 3,000.00 | |
| 理论转运量(万吨) | | | | | 35.20 | 70.40 | 96.00 | 96.00 | |
| 垃圾转运量(万吨/年) | -- | -- | -- | -- | 26.26 | 63.36 | 86.40 | 96.00 | |
| 垃圾转运率(%) | | | | | 74.60% | 90.00% | 90.00% | 100.00% | |
| 垃圾转运费(元/吨) | -- | -- | -- | -- | 70.00 | 70.00 | 70.00 | 70.00 | |
| 垃圾转运收入(万元) | -- | -- | -- | -- | 1,838.20 | 4,435.20 | 6,048.00 | 6,720.00 | |
| 特许经营期(年) | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | |
| 吨投资成本(万元) | 35.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 | 41.6 | 41.6 | 41.6 | 41.6 | |
| 垃圾处理总量(万吨) | 9.01 | 9.06 | 9.65 | 9.51 | 34.55 | 57.76 | 60.80 | 91.20 | |
| 垃圾处理收入(万元) | 571.61 | 1805.86 | 1871.69 | 2312.51 | 2315.80 | 10651.71 | 20078.80 | 22976.60 | 33418.16 |
| 垃圾处理成本(万元) | 328.93 | 769.22 | 1103.54 | 1140.53 | 1204.50 | 4949.57 | 9141.00 | 10534.10 | 15801.16 |
| 毛利率 | 42.46% | 57.40% | 41.04% | 50.68% | 47.99% | 53.53% | 54.47% | 54.15% | 52.72% |

来源：国金证券研究所 注：未包含污泥处理项目

- 我们根据公司一季报情况，更新了之前的盈利预测，在南海燃气未来股权比例提升假设下，预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.406 元、0.490 元和 0.582 元，目前股价对应 17X12PE 和 14X13PE，明显低于目前市场水务运营企业的平均估值水平，防御性价值明显，具备配置价值。

图表6：水务公司估值表

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | | PE | | |
|--------|------|------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2010A | 2011A/E | 2012E | 2013E | 2011E | 2012E | 2013E |
| 600008 | 首创股份 | 5.42 | 0.219 | 0.238 | 0.296 | 0.354 | 22.77 | 18.31 | 15.31 |
| 600874 | 创业环保 | 5.63 | 0.190 | 0.193 | 0.227 | 0.247 | 29.17 | 24.80 | 22.79 |
| 600187 | 国中水务 | 8.06 | 0.100 | 0.154 | 0.185 | 0.212 | 52.34 | 43.57 | 38.02 |
| 000598 | 兴蓉投资 | 8.33 | 0.205 | 0.509 | 0.535 | 0.620 | 16.37 | 15.57 | 13.44 |
| 600461 | 洪城水业 | 8.49 | 0.283 | 0.299 | 0.400 | 0.470 | 28.39 | 21.23 | 18.06 |
| 601158 | 重庆水务 | 6.27 | 0.269 | 0.335 | 0.365 | 0.412 | 18.72 | 17.18 | 15.22 |
| 601199 | 江南水务 | 12.74 | 0.325 | 0.512 | 0.620 | 0.670 | 24.88 | 20.55 | 19.01 |
| 平均市盈率 | | | | | | | 23.38 | 19.61 | 17.31 |
| 600323 | 南海发展 | 6.81 | | | 0.406 | 0.490 | | 16.77 | 13.90 |

来源：国金证券研究所注：盈利预测来自朝阳永续，收盘价为 4 月 27 日

风险提示

- 伴随公司污水处理量提升，实际处理量和保底水量差值减少导致污水处理业务成本提升、毛利率降低的风险；公司财务费用率持续提升风险。

附录

公司水务资产概述

- 供水：公司全资拥有桂城水厂和第二水厂，日供水能力 113 万立方米；控股九江水司，日供水能力 13 万立方米；供水范围在佛山市南海区占比 70%以上。

图表7：公司及南海区水厂统计

| 位置 | 供水范围 | 水厂名称 | 设计规模 (万立方米/日) | 备注 |
|------|--------------------------|----------------|------------------|-------------|
| 北江以北 | 桂城、里水、狮山、大沥、罗村 | 桂城水厂 | 38 | |
| | | 第二水厂 | 75 | |
| 北江以南 | 九江镇 | 九江沙口水厂 | 13 | 控股子公司全资所有 |
| | 九江镇沙头片 | 沙头水厂 | 5 | |
| 西樵镇 | 官山水厂、裕泉水厂、联新水厂、大岸水厂、西岸水厂 | | 20 | |
| | 丹灶镇 | 金沙水厂、丹灶水厂、横江水厂 | 13 | 横江水厂起水压调节作用 |

来源：国金证券研究所，注：颜色标出为公司拥有水厂，剩下为南海区其他水厂

- 污水处理：公司目前共有 16 间污水处理厂，污水处理能力为 55.8 万立方米/日，占南海区污水处理市场的 70%左右。

图表8：公司目前拥有的污水处理厂项目统计

| 镇街 | 项目 | 规模 (万立方米/日) | 运营时间 |
|-----------|------------------|-------------|-----------------------------|
| 桂城 | 平洲污水处理厂（一期） | 5 | 2005年12月 |
| | 平洲污水处理厂（二期） | 5 | 2009年4月正式运营 |
| | 平洲污水处理厂（三期） | 6 | 2010年12月试运行 |
| 狮山 | 狮山镇松岗污水处理厂 | 1 | 2008年12月 |
| | 狮山东南污水处理厂（一期） | 5 | 2009年12月进水 |
| | 狮山小塘污水处理厂 | 4 | 2010年4月试运行 |
| | 狮山官窑污水处理厂（一期） | 1 | 2011年2月正式运营 |
| | 狮山镇松岗污水处理厂（二期） | 3 | 2010年4月试运行 |
| 九江 | 九江明净污水处理厂（一期） | 2 | 2009年9月试运行 |
| | 九江明净污水处理厂（二期） | 3 | 2010年11月正式运营 |
| 丹灶 | 丹灶横江污水处理厂 | 0.3 | 2006年10月 |
| | 丹灶横江污水处理厂 | 1 | 2009年9月试运行 |
| | 丹灶城区污水处理厂 | 1 | 2009年12月进水调试 |
| | 丹灶镇金沙城北污水处理厂（一期） | 1 | 2010年8月正式运营 |
| 罗村 | 罗村污水处理厂（二期） | 0.5 | 2009年12月进水调试 |
| | 罗村污水处理有限公司 | 0.5 | 2008年1月 |
| | 罗村务庄污水处理厂 | 1 | 2010年8月正式运营 |
| 里水 | 里水镇和桂工业园污水处理厂 | 0.5 | 2009年4月接管运营 |
| | 里水镇城区污水处理厂（一期） | 1.2 | 2009年4月接管运营 |
| | 里水城区污水处理厂（二期） | 2.8 | 2011年1月正式运营 |
| | 里水和顺城区污水处理厂（一期） | 2 | 2011年1月正式运营 |
| | 里水镇洲村禹门污水处理厂 | 2 | 已签TOT合同，政府负责建设，建成后移交，准备进水调试 |
| 西樵 | 西樵樵泰污水厂（一期） | 2 | 2010年6月试运行 |
| 大沥 | 大沥镇城西污水处理厂（一期） | 5 | 2010年6月试运行 |
| 总计 | | 55.8 | |

来源：国金证券研究所

公司 2012 年度重要公告

图表9：2012年公司重要公告

| 时间 | 公告 | 内容 |
|-----------|--------------------------|--|
| 2012/1/11 | 收购南海燃气25%股权工商变更完毕 | 燃气发展已完成工商变更登记手续，原由GOOD TRADE LIMITED持有的燃气发展25%股权已经转到公司名下。 |
| 2012/1/20 | 竞得绿电公司30%股权的提示性公告 | 公司与股权转让方佛山市南海联达投资（控股）有限公司签订了《股权转让合同》，受让联达公司持有的绿电公司30%股权，成交价格为24,080万元人民币。 |
| 2012/2/25 | 南海发展2012年年报 | 本报告期公司实现营业收入74769.81万元，同比增长25.60%；实现归属于上市公司股东的净利润15008.02万元，同比下降73.11%，实现扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润14,778.56万元，同比增长23.75%。 |
| 2012/3/16 | 收购绿电公司30%股权工商变更完毕 | 绿电公司已完成工商变更登记手续，原由联达公司持有的绿电公司30%股权已经转到本公司名下。至此，本公司收购绿电公司30%股权的事项已全部完成，绿电公司成为本公司实际控制的全资子公司。 |
| 2012/3/31 | 2011年度利润分配和资本公积金转增股本实施公告 | 每股派发现金红利0.08元(含税)，即每10股派发现金红利0.8元(含税)；扣税后每股派发现金红利0.072元，即每10股派发现金红利0.72元；每股转增0.5股，即每10股转增5股。 |
| 2012/4/28 | 南海发展2012年一季报 | 实现营业收入201.96百万元，同比增长33.94%；实现归属于母公司所有者净利润43.15百万元，同比增长20.75%；EPS为0.133元，考虑转增股本摊薄后EPS为0.088元。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|----------|----------|-------------|-------------|-------------|
| 强买 | 0 | 0 | 0 | 2 | 3 |
| 买入 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 0 | 2.00 | 1.60 | 1.50 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|------|---------------|
| 1 2010-08-29 | 买入 | 7.63 | N/A |
| 2 2011-10-19 | 买入 | 6.46 | 13.00 ~ 13.30 |
| 3 2011-10-31 | 买入 | 7.26 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B