



增资南海燃气，距离控股更进一步

——南海发展（600323）事件点评

2012年5月30日

强烈推荐/维持

中利科技

动态跟踪

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

1. 公司通过单方向南海燃气发展公司增资 2.2 亿元，使得公司持股比例从 25%提升至 40%，同时两年内，根据实际情况单方向燃气发展公司增资，或向燃气有限公司或城建投公司受让股权，以使南海发展在燃气发展公司的持股比例达到 51%以上。

我们的主要观点： 1) 通过单方增资，提高公司在南海燃气发展的参股比例，有利于公司进一步控股南海燃气发展。保守预计增资完成后南海燃气发展为公司贡献利润分红达到 4000 万元，增厚 EPS 约 0.07 元，对提升公司业绩有积极意义。2) 公司垃圾发电业务具有三大特色：吨垃圾发电量高于同行 20%，达到 360 度；预计 12 年发电超 2 亿度，收入达 1.4 亿元，利润 3600 多万元，贡献 EPS 约 0.07 元；布局垃圾中转压缩，打造了日中转量 2200 吨的十个垃圾中转站，年收入约 5000 万元，净利润 1700 万元，增厚 EPS 约 0.03 元；垃圾处理费和上网电价分别为 95 元/吨和 0.689 元/度，高于其它公司 80-90 元/吨和 0.65 元/度的价格，增厚公司的盈利能力； 3) 污泥处理项目 12 年底建成，一期 300 吨。吨处理费用 398 元，13 年达产后收入达 4300 万元，利润约 1100 万，贡献 EPS 约 0.02 元。3) 二噁英的垃圾焚烧污染问题可以得到有效控制，在线监测达到欧洲排放标准 0.1mg/m3，远低于国家 0.5mg 的标准，使得公司后续扩产顺利实施；4) 南海区把环保产业作为区政府重点产业，建设“国家级环境服务业华南集聚区”。公司将成为南海垃圾，污泥，污水，粉尘等综合处理的典范，从传统的公用事业转型为典型的节能环保垃圾发电与污泥处理企业。

我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.42 元 (+0.02 元)、0.52 元 (+0.03 元) 和 0.70 元 (+0.03 元)，对应 PE 为 17.6、14.2 和 10.5 倍，考虑到公司未来在垃圾发电领域的持续发力以及公司污泥项目的实施，12-14 年垃圾发电收入比重从 35.7% 提升到 49.7%，成为 A 股垃圾发电与污泥处理比重最高的公司，给予“强烈推荐”评级。随着节能环保型城市建设的推进以及垃圾处理方式的转变，垃圾发电将会是未来中心城市发展的趋势，建议长期价值投资者积极介入。

观点：

1. 大幅提升公司在南海燃气发展的参股比例到 40%。

公司通过单方向南海燃气发展公司增资 2.2 亿元，使得公司持股比例从之前的 25% 提升至 40%，同时根据增资原则，增资后两年内，根据实际情况公司单方向燃气发展公司增资，或向燃气有限公司或城建投公司受让股权，以使南海发展在燃气发展公司的持股比例达到 51% 以上。

通过单方增资，提高公司在南海燃气发展的参股比例，有利于公司进一步控股南海燃气发展。南海燃气 11 年利润达到了 9000 多万元，今后随着城市燃气用量的进一步提升以及燃气价格的进一步上涨，其收取“过路费”的盈利能力得到强力保障且会有进一步的提升。我们保守预计增资完成后南海燃气发展为公司贡献利润分红达到 4000 万元，增厚 EPS 约 0.07 元，对提升公司业绩有积极意义。

2. 公司垃圾发电具有三大特色：发电效率高，额外中转费，垃圾焚烧补贴和上网电价高。

公司垃圾发电项目二期日处理量 1500 吨，采用三菱-马丁技术与设备，燃烧效率高，发电效率优于行业平均 280-300 度/吨垃圾发电量，达到了 360 度/吨，发电量提升 20%。另外一方面，公司垃圾发电自用电比率仅有 13% 不到，低于其它垃圾发电企业 20-30% 的自用电率，保障了公司垃圾发电更高的盈利能力。目前公司垃圾发电项目由两期组成，一期日处理量 400 吨，建成于 02 年，技术相对二期而言，比较落后。13 年底会扩建改造为采用三菱-马丁炉排炉技术的新 1500 吨；目前日处理量达到 1900 吨，12 年收入占到公司总收入的 28%，是 A 股市场占比最高的公司。

公司积极参与垃圾中转服务，创造新的利润来源。传统的市政垃圾处理地漏严重，在垃圾运送过程中，容易导致垃圾焚烧厂附近的土地污染和味觉污染，这是我们调研众多垃圾处理企业的常见结果。公司承建了一期 8 个垃圾中转站，采用先进的集装箱式压缩处理工艺，将市政收集上来的垃圾先进前期压缩，体积缩小 20-30%，且过滤垃圾中水分，防止在运输途中的滴漏，且增加垃圾燃烧时候的热值。中转站搜集的过滤液送到垃圾过滤液处理中心进行统一处理，友好的保持好了周边环境。

目前公司垃圾中转站日处理垃圾能力达到 2200 吨，预计 12 年收入达到 5000 多万元，利润 1700 多万元，增厚 EPS 约 0.03 元。后期随着绿能二期的配套的另外两个垃圾中转站的建成，垃圾日处理能力可以达到 2800 吨以上，为公司带来更高的利润空间。

目前佛山南海给公司的垃圾处理费为 95 元/吨，上网电价为 0.689 元/度，高于深圳，武汉等地市的来及处理费（80-90 元/吨）和国家指导采购电价 0.65 元/度。预计公司 12 年发电量超过 2 亿度，收入达 1.4 亿元，利润 3600 多万元，贡献 EPS 约 0.07 元；垃圾焚烧收入约 6500 万元，利润约 2400 万元，增厚 EPS 约 0.05 元；垃圾中转业务收入约 5000 万元，增厚 EPS 约 0.03 元。垃圾处理与发电累计增厚 EPS 约 0.15 元，占利润总量的 35.7%，极大的拉动了公司的业绩。

3. 积极进军污泥处理领域，造就一片新天地。

公司积极介入生活污水污泥处理项目。利用垃圾发电的余热，先对污泥进行烘干，然后加入到垃圾原料中进行焚烧，由于污泥中富含有有机物，能大幅度提升燃烧热值。公司污泥项目完全建成后，日处理污泥可达 450 吨，预计 12 年年底一期建成后日处理能力达到 300 吨，污泥处理费用每吨近 400 元。13 年达产后年收入达到 4300 万元，利润大约 1100 万元，贡献 EPS 约 0.02 元。

据我们业内相关人员调研了解，我国污泥处理技术起步较晚，缺少整套的处理技术工艺和人才。现有的国内传统污泥处理技术水平低，远不能满足目前对污泥控制的需要。很多地方还存在着倾倒污泥入海、堆埋污泥的野蛮处理方式。今后在污泥处理过程中，减量化、稳定化、无害化和资源化是主流趋势。

目前污泥的焚烧由于具有典型的污泥量减量化、稳定化和无害化等其他工艺无法比拟的优势，在污泥的最终处置方法中占有比较大的优势，是解决污泥最终出路的最重要的办法之一，已经在国内外得到了广泛的应用和推广。污泥与城市生活垃圾混烧可以显著降低污泥和城市生活垃圾的处理成本。公司现有垃圾焚烧炉的基础上，配备完善的尾气处理装置，可以在达到环保要求的情况下，提高垃圾发电效率，为公司增加一块新的收入。

据相关资料显示，污泥中含有大量的病原微生物、有机污染物、重金属等，处理不好很容易造成二次污染。目前国内各地污水处理厂设计建设之初就“重水轻泥”，很多地方简单堆积处理，这种方式将引发潜在的环境危害。就广东省而言，污泥日产量达8000吨，但约九成左右的污泥以填埋方式处理，许多污泥综合利用项目没有达到正常生产规模，不符合无害化处置要求。粗略测算，广东省年污泥处理市场容量达到近30亿元，空间巨大，我们强烈看好公司污泥处理业务，未来污泥处理这块会有潜在大幅增长。

4. 传统自来水供应和污水处理稳健增长。

2011年，公司自来水销售量为35951万立方，日供应量为近100万立方米，同比增加1.61%。增量主要源于用水的自然增长。

公司11年污水处理量达到了13861万立方米，日均处理量大约为38万立方米。12年污水处理能到了55.8万立方米/日，今后随着城市人口增加以及用水量的增长，污水处理需求会持续走高，有利于公司污水业务保持稳定的增长。

未来公司传统主业随着垃圾处理以及污泥处理业务的增加，所占比重会从11年的85%，下降到12年的71%，到14年，公司垃圾处理业务将占据近43%的份额，垃圾处理收入所占比重迅速提高，为A股垃圾发电比重最高的公司。

5. 打造“国家级环境服务业华南集聚区”龙头示范基地。

目前南海区把环保产业作为政府重点产业，国家设立了“国家环境服务业华南集聚区”。公司积极把自己打造成为龙头示范基地。

目前公司也积极和省内省外的地方接触，储备相关的垃圾发电项目。同时，公司也积极进入餐厨垃圾处置领域，一旦突破，将会打造出来一个新的增长空间。公司未来要做垃圾处理、污泥处理、烟气处理、污水处理一体化的示范企业。

盈利预测与投资建议

公司是国内A股市场垃圾收入比重和盈利比重最高的运营公司，且未来三年的增长主要来自于垃圾发电与污泥处理项目，从传统的公用事业转型为典型的节能环保垃圾发电与污泥处理企业。预计12-14年EPS分别为0.42元(+0.02元)、0.52元(+0.03元)和0.696元(+0.03元)，对应PE为17.6、14.1和10.5倍，考虑到公司未来在垃圾发电领域的持续发力以及公司污泥项目的实施，12-14年垃圾发电利润贡献比重从35.7%提升到49.7%，成为A股率先涉足污泥处理运营且垃圾发电比重最高的公司，给予“强烈推荐”评级。随着节能环保型城市建设的推进以及垃圾处理方式的转变，垃圾发电将会是未来中心城市发展的趋势，建议长期价值投资者积极介入。

投资风险

1、污泥、垃圾电站建设低于预期；

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	595.31	747.70	881.86	950.90	1,150.91
主营收入增长率	27.96%	25.60%	17.94%	7.83%	21.03%
EBITDA（百万元）	285.20	383.54	659.88	754.63	847.01
EBITDA增长率	27.27%	34.48%	72.05%	14.36%	12.24%
净利润（百万元）	558.15	150.08	203.14	252.01	339.90
净利润增长率	438.90%	-73.11%	35.35%	24.05%	34.88%
ROE	36.59%	9.26%	12.97%	14.89%	18.25%
EPS（元）	2.060	0.460	0.416	0.516	0.697
P/E	3.56	15.93	17.61	14.19	10.52
P/B	1.30	1.47	2.28	2.11	1.92
EV/EBITDA	9.21	9.13	7.59	6.27	5.02

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

弓永峰 资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰 资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。