

## 垃圾焚烧发电业绩快速释放

南海发展 (600323.SH)

推荐 维持评级

**投资要点:**

### 1. 事件

2012年8月25日，南海发展公布2012年中报：公司上半年实现营业收入4.18亿元，同比增长34.86%；归属于上市公司股东净利润9770万元，基本每股收益0.20元，同比增长24.73%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 中报业绩继续保持快速增长

上半年自来水业务收入为21180万元，同比增长0.56%，毛利率同比下降3.67%，主要原因是受经济不景气和南海区产业结构调整影响，收入基本没有增长，而受政府征收供水价格调节基金，电价调整、供水工程折旧增加及一户一表摊销费用增加等因素影响，供水成本增加较大。

污水处理业务收入8315万元，同比增长19.41%，毛利率同比上升2.88%，主要原因是污水处理来水增加，产能利用率提高，且根据合同约定，部分污水处理保底量增加。

固废处理业务收入为11281万元，同比增长1139.20%。固废处理业务大幅增长原因：南海垃圾焚烧发电一厂(400吨/日)稳定运营；新增南海垃圾焚烧发电二厂项目(1500吨/日)和垃圾压缩转运项目(2200吨/日)投产。

#### (二) 未来增长主要来自固废处理

我们认为自来水业务在水价不上调的情况下未来不会有什么增长，公司自来水厂所在地区水价2010年初已经上调，近期再次上调的可能性不大。

我们预计污水处理业务未来年均增长率在10%左右，主要原因污水厂2011年产销量率已经达到了80%，未来增长主要来自于新建水厂陆续投产带动产能利用率的提升。

我们预计固废处理业务2012-2014年增长率分别在135%、51%、20%左右，主要原因是垃圾焚烧发电二厂去年下半年才开始投产，今年二厂业绩将至少翻倍，新建一厂2013年将投产，从2014年后垃圾焚烧发电将维持内生性稳定增长。垃圾转运站业务也是去年下半年才开始运行，今年业绩翻倍问题不大，2013年将新增600吨/天的转运产能。污泥处理厂预计明年将开始试运行投产。

### 3. 投资建议

我们预测公司2012-2014年的营业收入分别为9.0亿、10.5亿、11.5亿元，EPS分别为0.36元、0.46元、0.53元，对应当前动态PE分别为18X、14X、12X。我们认为南海发展是A股环保水务板块中的稳健投资标的，目前估值处于历史底部，公司未来业绩将稳定增长，股价催化剂在于外延扩张及资产注入。我们看好公司未来发展前景，维持“推荐”投资评级。

**分析师****冯大军**

■：(8610) 6656 8837

✉：fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080001

**市场数据** **时间 2012.8.24**

A股收盘价(元)	6.72
A股一年内最高价(元)	8.11
A股一年内最低价(元)	5.07
上证指数	2092
市净率	1.94
总股本(万股)	57924
实际流通股(万股)	48792
总市值(亿元)	38.90
流通市值(亿元)	32.73

注：\*前复权价格

**相关研究**

南海发展2011年报点评报告	2012.02.25
南海发展2010年报点评报告	2011.03.31
南海发展2009年报点评报告	2010.03.30

**表 1：公司下属自来水厂设计规模**

位置	供水范围	水厂名称	设计规模(万吨/天)	备注
北江以北	桂城、里水、狮山、大沥、罗村	桂城水厂、第二水厂	113	桂城水厂 38 万 m <sup>3</sup> /d 第二水厂 75 万 m <sup>3</sup> /d
	九江镇	九江沙口水厂	13	
	九江镇沙头片	沙头水厂	5	
北江以南	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
<b>合计</b>			<b>164</b>	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 2：公司自来水价格调整前后对比**

名称	对比	居民	统一合并为“非居民用水”			特种行业	趸售用水
			工业	行政	经营		
南海发展股份有限公司	调整前	1.119	1.469	1.339	1.769	2.119	1.237
	调整后	1.55		1.8		2.3	镇级 1.372, 村级 1.437
佛山市南海九江自来水有限公司	调整前	1.57	1.87	1.57	1.87	2.07	
	调整后	1.65		1.85		2.35	
佛山市南海罗村水务有限公司	调整前	1.474	1.924	1.724	2.174	2.374	
	调整后	1.75		2.2		2.7	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部（2010年1月1号执行新水价，单位：元/吨，不包括污水处理费）

**表 3：公司下属污水处理厂设计产能**

名称	设计处理产能(万吨/日)	名称	设计处理产能(万吨/日)
平洲污水处理厂(一期)	5	里水城区污水处理厂二期	2.8
平洲污水处理厂二期	5	里水和顺城区污水处理厂一期	2
狮山镇松岗污水处理厂	1	罗村务庄污水处理厂	1
狮山东南污水处理厂一期	5	九江明净污水处理厂二期	3
九江明净污水处理厂一期	2	狮山小塘污水处理厂	4
丹灶横江污水处理厂	0.3	狮山官窑污水处理厂一期	1
丹灶横江污水处理厂	1	狮山镇松岗污水处理厂(二期)	3
丹灶城区污水处理厂	1	西樵樵泰污水厂一期	2
罗村污水处理厂二期	0.5	大沥镇城西污水处理厂(一期)	5
罗村污水处理有限公司	0.5	丹灶镇金沙城北污水处理厂一期	1
里水镇和桂工业园污水处理厂	0.5	平洲污水处理厂(三期)	6
里水镇城区污水处理厂(一期)	1.2	里水镇洲村禹门污水处理厂	2
<b>合计</b>	<b>23</b>	<b>合计</b>	<b>32.8</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4: 南海发展 (600323) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	404	567	1012	1186	1447	营业收入	595	748	903	1055	1155
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	354	432	521	601	656
应收账款	38	72	87	102	112	营业税金及附加	5	5	6	7	7
预付款项	221	186	223	267	321	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	5	12	12	12	12	管理费用	44	55	66	77	85
存货	16	20	24	27	30	财务费用	33	63	79	65	50
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	3	3	3	3
长期股权投资	9	9	9	9	9	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1149	1177	1704	1723	1691	投资收益	0	0	21	21	21
在建工程	460	166	-339	-389	-429	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	67	3	3	3	3	营业利润	158	190	249	323	375
无形资产	743	1588	1631	1623	1575	营业外收支净额	587	2	2	2	2
长期待摊费用	13	25	35	41	44	税前利润	745	193	252	326	377
资产总计	3192	3904	4481	4686	4894	减：所得税	183	32	42	55	64
短期借款	0	15	0	0	0	净利润	561	161	210	271	313
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	558	150	207	267	308
应付账款	240	278	86	99	108	少数股东损益	3	11	3	4	5
预收款项	27	24	24	24	24	基本每股收益(元)	2.06	0.46	0.36	0.46	0.53
应付职工薪酬	25	30	33	36	40	稀释每股收益(元)	2.06	0.46	0.36	0.46	0.53
应交税费	144	-11	6	7	8	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	66	83	91	100	110	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	27.96%	25.60%	20.78%	16.84%	9.43%
长期借款	911	965	957	911	835	EBIT 增长率	27.81%	33.11%	20.88%	19.58%	9.80%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	438.9%	-73.11%	37.70%	29.02%	15.54%
负债合计	1551	2111	1925	1905	1853	盈利性					
股东权益合计	1641	1793	2556	2781	3041	销售毛利率	40.52%	42.24%	42.27%	43.07%	43.19%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	94.32%	21.49%	23.26%	25.68%	27.12%
净利润	561	161	210	271	313	ROE	36.59%	9.26%	8.68%	10.25%	10.79%
折旧与摊销	0	135	143	151	157	ROIC	5.40%	6.14%	6.13%	7.00%	7.37%
经营现金流	225	204	191	430	457	估值倍数					
投资现金流	-79	-589	-198	-98	-18	PE	3.26	14.56	18.83	14.60	12.64
融资现金流	135	547	452	-157	-179	P/S	3.06	2.92	4.31	3.69	3.37
现金净变动	281	163	445	175	260	P/B	1.43	1.35	1.63	1.50	1.36
期初现金余额	123	404	567	1012	1186	股息收益率	2.08%	1.19%	0.92%	1.19%	1.37%
期末现金余额	404	567	1012	1186	1447	EV/EBITDA	13.30	8.89	10.44	8.63	7.40

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 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。

**冯大军，环保及公用事业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**冯大军，北京大学理学博士，2009年7月加入中国银河证券研究部，主要负责环保及公用事业行业和公司证券研究。**

## 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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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提供。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。

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 研究部**  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深圳广州: 詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)