



市场研究部 证券研究报告

2012 年 09 月 28 日

固废、燃气引领公司未来三年发展 区域垄断地位保障业务成长空间

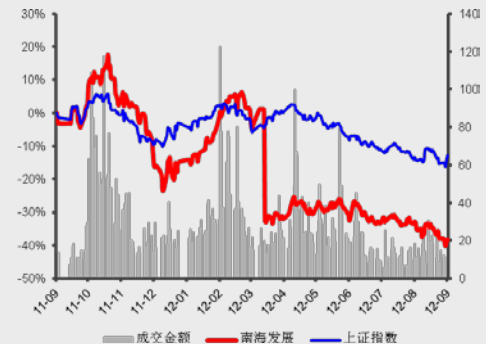
⑤ 投资要点

- ⑤ 公司为区域公用设施运营服务龙头企业，其实际控制人为南海区区政府。公司在南海区的公用设施运营中具有垄断地位，业务包括固废、燃气、污水、供水四大板块。
- ⑤ 固废业务：近两年处于大规模建设期，将是公司业务主要增长点之一。业务涵盖垃圾转运、垃圾焚烧、污泥处理、飞灰处理等。前两项全面建成(近期目标)后处理能力分别将增加 20%、58%至 3000 吨/日和 3350 吨/日，后两项则为新增。全面建成后预计固废业务收入比例将从 12 年上半年的 20% 上升至 1/3。目前固废市场产能严重不足，固废业务增长取决于产能投放速度。
- ⑤ 燃气收购：12 年初购入燃气发展公司(区域唯一供气企业)25% 股权，14 年前将持有其 51% 股权以达到控股。燃气业务将成为公司两年后的重要增长点。完全控股后燃气业务预计占业务收入近 50%。目前区域内天然气未达全覆盖，供气量仍有 10% 增长空间。
- ⑤ 污水业务：12 年上半年贡献收入 15%，市场占有率超 70%。公司拥有 16 座污水处理厂，处理能力达 55.8 万吨/日，未来两年将扩增至 61.8 万吨/日。由于配套管网暂不完善，部分水厂处理量接近或低于保底水量。目前在建管网将大幅提高污水收集率，显著增加污水业务收入。
- ⑤ 供水业务：12 年上半年贡献收入 65%，市场占有率达 80%。公司下辖三个水厂和一个转运水站，目前拥有供水能力 126 万立方米/日，“十二五”末有望达到 151 万立方米/日。公司供水业务特点是以趸售方式为主，因此供水产销率低于同行。近年来区域用水量萎缩以及产销率提升空间有限，供水业务有下降趋势。
- ⑤ 根据我们的预测，2011 年、2012 年、2013 年公司收入增速分别为 14%、12%、11%，每股摊薄 EPS 将分别为 0.44 元、0.53 元、0.57 元。对应目前的股价，公司 2012、2013、2014 年的 PE 估值水平分别为 14X、12X、11X。
- ⑤ 鉴于公司长期稳健的经营策略、盈利的确定性、未来三年内明确

南海发展 (600323) 投资评级：推荐

市场表现

截至 2012.09.27



市场数据

截至 2012.09.27

收盘价	6.12
52 周内高	11.85
52 周内低	5.94
总市值(百万元)	3544.97
流通市值(百万元)	2986.09
总股本(百万股)	579.24
A 股(百万股)	579.24
—已流通(百万股)	487.92
—限售股(百万股)	91.32
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	0.00

分析师：周隆斌

执业证书号：S1490210030001

电话：010-58568009

邮箱：zhoulongbin@hrsec.com.cn

联系人：彭丽娟

电话：010-58568097

邮箱：penglijuan@hrsec.com.cn

的发展计划以及公司目前对比行业平均水平而言的低估值，我们给予公司“推荐”评级。估值上，我们建议 2012 年 14~15 倍 PE。由于目前股价接近目标价，建议投资者可逢低吸纳。

⊗ **风险因素：**项目建设进度低于预期；燃气发展公司股权收购进度低于预期；污水收集率提升空间不达预期。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	747.70	851.25	948.88	2,006.35
增长率(%)	25.60%	13.85%	11.47%	111.44%
归属母公司股东净利润	150.53	184.31	222.42	238.43
增长率(%)	-73.11%	22.44%	20.68%	7.19%
每股收益(EPS)-期末股本摊薄	0.463	0.442	0.534	0.523
销售毛利率	42.24%	44.19%	42.99%	31.64%
销售净利率	20.07%	21.65%	23.44%	14.36%
净资产收益率(ROE)	9.26%	7.44%	8.22%	7.34%
投入资本回报率(ROIC)	0.08%	1.55%	1.30%	1.51%
市盈率(P/E)	13.22	13.83	11.46	11.71
市净率(P/B)	1.23	1.03	0.94	0.86

目录

一、公司业务稳健发展，战略计划有序推进.....	8
1、供水、污水业务作支撑，固废、燃气业务为先导.....	8
1.1、供水业务：占半壁江山，为公司业务发展提供稳定支撑.....	9
1.2、污水业务：已过爆发增长期，业务增长有赖于产能利用率的提高.....	12
1.3、固废业务：仍处于前期开拓和发展期，为公司业务的重要增长源.....	15
1.4、燃气业务：陆续并购直至控股，是随时可能注入的业绩兴奋剂.....	17
2、南海区政府对公司业务发展具有重要支持作用.....	19
3、公司将继续在南海区深耕细作，未来三年投资计划已基本拟定.....	20
3.1、公司战略发展方向和区域保持不变.....	20
3.2、公司后续投资计划已经明确.....	21
二、南海区区域经济足够支撑公司业务，公司固废/污水/燃气业务仍具空间	22
1、南海区：经济趋于平稳，工业格局已基本确立.....	22
1.1、佛山市主要工业区，人口缓慢增长.....	22
1.2、工业经济占主导，近年来增速下滑但已趋于稳定.....	23
1.3、规模企业集中度提高，有利于抵抗外部经济冲击.....	25
2、南海区已有公用事业相关发展规划描绘蓝图.....	27
2.1、供水：第二水厂扩容，将由公司承建.....	27
2.2、污水：增建配套管网，污水处理量有望大幅提高.....	28
2.3、固废：设施大建设拉开帷幕，焚烧、污泥、转运一个不少.....	28
2.4、燃气：按计划逐步推进，向天然气全覆盖目标迈进.....	30
3、各项业务发展空间各不相同，公司业务前景不一.....	30
3.1、供水：区域用水量萎缩，公司供水业务收入有下降趋势.....	30
3.2、污水：管网完善提高污水处理量，成为公司污水业务发展动力.....	31
3.3、固废：设施产能严重不足，固废业务增长取决于产能投放进度.....	33
3.4、污泥：处理设施从无到有，业务增长与区域污水处理总量相关.....	34
3.5、燃气：天然气供应量将进一步加大，推动收入和盈利双向增长.....	35

三、公司竞争力分析	35
1、公司成长性位于行业前列，定向增发后融资能力显著恢复	35
2、SWOT分析：公司业务短期内仍将快速发展，异地拓展是否成行决定公司未来	38
四、盈利预测与估值	40
五、投资建议：业务稳健发展，利润增速趋于平缓，给予“推荐”评级	42
附录：盈利预测	43

图表目录

图表 1: 公司业务发展历程.....	8
图表 2: 公司业务发展历程.....	8
图表 3: 公司历年收入结构（按业务分）.....	9
图表 4: 公司历年毛利结构（按业务分）.....	9
图表 5: 公司历年供水能力及供水量.....	9
图表 6: 公司供水处理设施基本情况.....	10
图表 7: 公司供水和售水情况.....	10
图表 8: 公司各水厂的售水价格（单位：元/吨）.....	11
图表 9: 公司历年供水业务收入和毛利率情况.....	11
图表 10: 污水处理付费模式.....	12
图表 11: 公司历年污水处理能力及实际污水处理量.....	12
图表 12: 公司污水处理设施基本情况.....	13
图表 13: 公司实际污水处理量和结算量.....	14
图表 14: 公司历年污水处理收入和毛利率情况.....	14
图表 15: 公司固废处理业务的组织架构.....	15
图表 16: 2011 年年末公司固废处理业务处理能力.....	15
图表 17: 2009~2011 年公司固废处理业务运营情况.....	16
图表 18: 公司固废处理业务销售情况.....	16
图表 19: 公司历年固废处理收入和毛利率情况.....	16
图表 20: 公司固废业务收费标准.....	17
图表 21: 燃气发展公司营收和净利情况.....	18
图表 22: 燃气发展公司盈利能力.....	18
图表 23: 燃气发展公司营收结构和分项增速.....	18
图表 24: 燃气发展公司分项业务毛利率情况.....	18
图表 25: 公司股权结构（非公开发行后）.....	19
图表 26: 广东南海控股投资有限公司.....	19
图表 27: 公司组织结构.....	20

图表 28: 公司主要业务的战略规划.....	21
图表 29: 公司后续主要资本支出项目.....	21
图表 30: 佛山市行政区划图.....	22
图表 31: 南海区常住人口及增长率.....	23
图表 32: 南海区人口自然增长率.....	23
图表 33: 佛山市南海区各产业增加值.....	23
图表 34: 南海区工业总产值及其增速.....	24
图表 35: 南海区全社会固定资产投资.....	24
图表 36: 南海区全社会用电量.....	25
图表 37: 南海区工业用电量.....	25
图表 38: 佛山市工业企业增加值.....	26
图表 39: 南海区主要工业增加值占全部工业企业增加值比例.....	26
图表 40: 与南海发展三大业务相关的发展规划.....	27
图表 41: 南海区规划供水水厂分布明细表.....	28
图表 42: 南海区规划污水处理设施明细表.....	28
图表 43: 南海区主要环卫设施建设规划情况.....	29
图表 44: 佛山市建成区供水量（万立方米）.....	30
图表 45: 佛山市居民人均生活用水量（升/日•人）.....	30
图表 46: 2011 年佛山市各区用水组成.....	31
图表 47: 历年来佛山市污水处理量及污水排放量.....	32
图表 48: 历年来佛山市污水处理能力及配套管网.....	32
图表 49: 历年来南海区污水处理能力及污水处理率.....	32
图表 50: 南海区废污水排放量结构.....	32
图表 51: 佛山市使用的主要生活垃圾处理设施.....	33
图表 52: 与南海发展各项业务相似的 A 股上市公司.....	35
图表 53: 近五年 A 股公用事业企业营收增长情况.....	36
图表 54: A 股公用事业企业归属于母公司净利润增长情况.....	36
图表 55: 近五年 A 股公用事业企业毛利率.....	37

图表 56：近四年 A 股公用事业企业总资产报酬率	37
图表 57：A 股公用事业企业资产负债率	37
图表 58：A 股公用事业企业非流动资产/总资产	37
图表 59：定增前后公司资产负债率	38
图表 60：定增前后公司流动资产/总资产	38
图表 61：目前南海发展运营资产情况	39
图表 62：南海发展的 SWOT 分析	40
图表 63：公司分项业务营业收入预测	41
图表 64：南海发展的 PE 估值倍数（TTM）	41

一、公司业务稳健发展，战略计划有序推进

1、供水、污水业务作支撑，固废、燃气业务为先导

公司是佛山市南海区最主要的环境服务投资商和运营服务商。公司 1992 年设立，2000 年上市，当时主营供水业务。2004 年公司进入污水处理业务。2006 年公司进入固废处理业务。2012 年公司进入燃气业务。

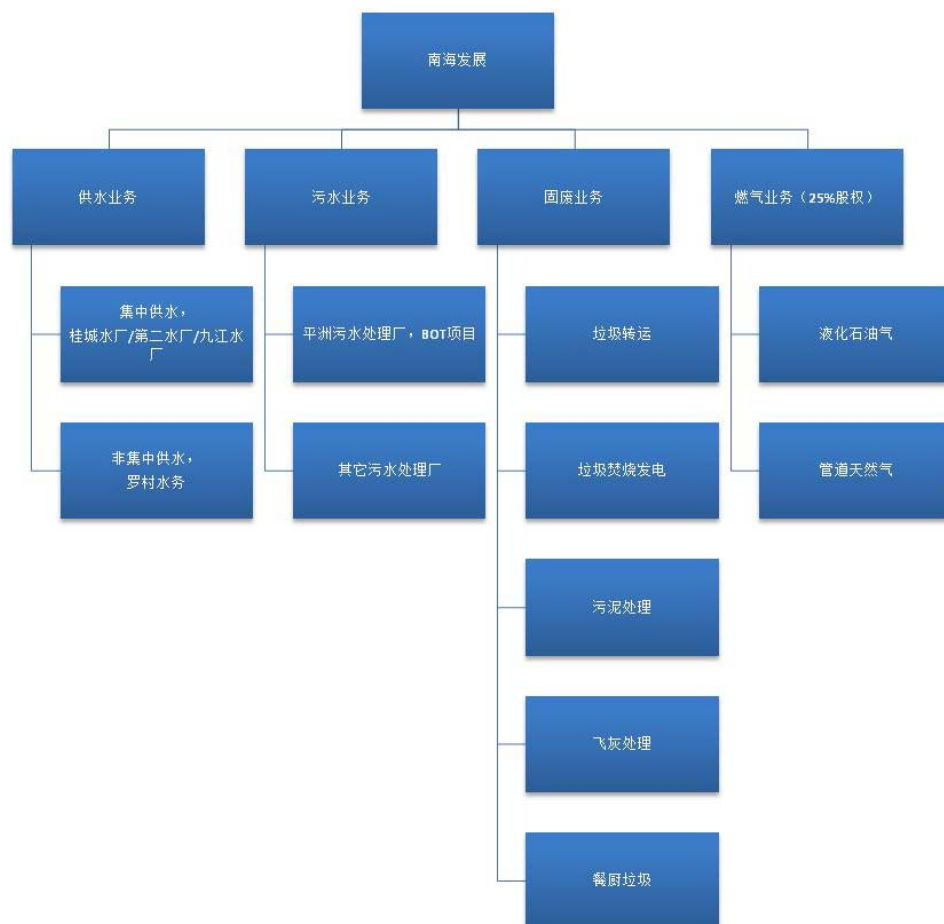
图表 1：公司业务发展历程



数据来源：华融证券

目前公司业务分为四大板块：供水、污水、固废和燃气。

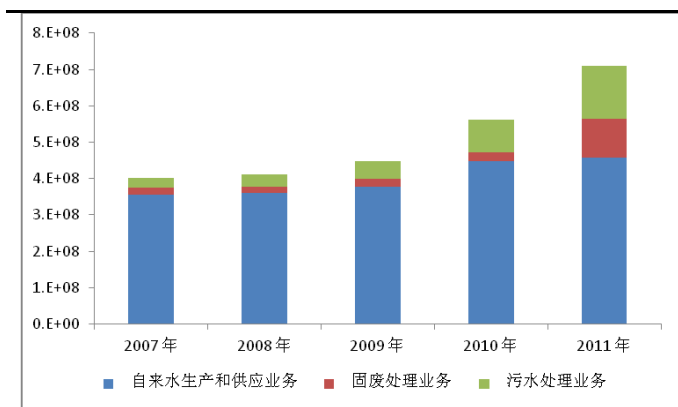
图表 2：公司业务发展历程



数据来源：华融证券

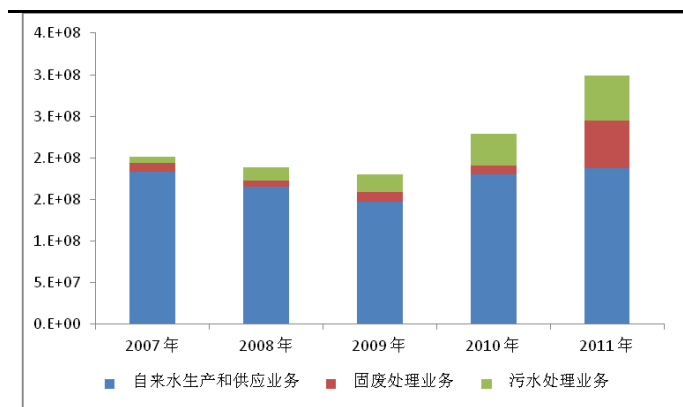
2012 年上半年，公司供水、污水、固废三项业务的收入比例分别为 65%、15%、20%（燃气业务暂未对公司贡献业绩）。

图表 3：公司历年收入结构（按业务分）



数据来源：公司年报、公司中报，华融证券整理

图表 4：公司历年毛利结构（按业务分）

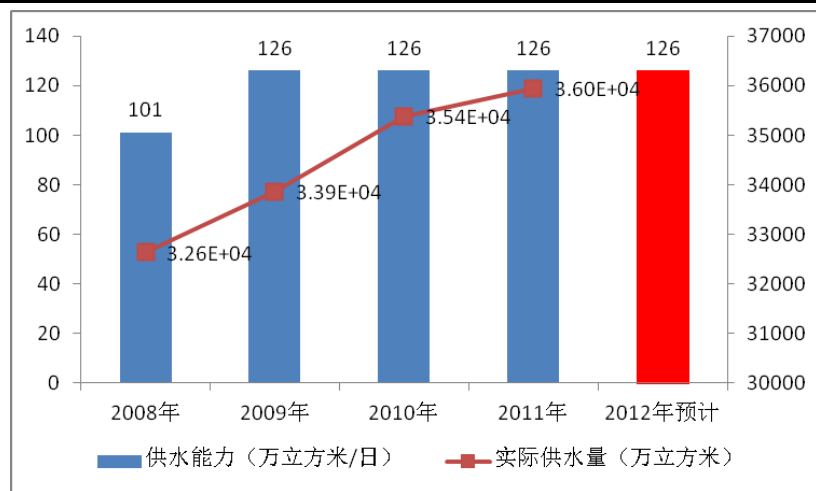


1.1、供水业务：占半壁江山，为公司业务发展提供稳定支撑

公司是佛山市南海区的主要自来水供应商。公司供水范围包括北江以北的全部地区和部分北江以南区域。2011 年，公司供水量占南海区的比重超过 80%。

公司供水能力自 2010 年起维持在 126 万立方米/日。供水量多年来保持基本稳定。2011 年佛山市政府计划取消对桂城水厂现取水口所在的水资源保护区，将现有桂城水厂整体搬迁到南海区狮山镇南海第二水厂附近，规模仍保持现有的 38 万立方米/日。新桂城水厂计划在 2013 年底建成投产。在新厂建立前，原厂仍保持正常运行。故，2012 年公司供水能力仍维持在 126 万立方米/日。

图表 5：公司历年供水能力及供水量



数据来源：公司年报，华融证券整理

公司供水业务经营模式包括两种：直供和趸售。

- 直供：公司直接抄表到户或小区，水费由公司直接收取；
- 趸售：由本公司向其他乡镇自来水公司供水，水费由本公司向乡镇自来水公司收取，然后由乡镇自来水公司向各用户供水。

公司下辖三个水厂（桂城水厂、第二水厂和九江水厂）和一个转运站（罗村水务）。三个水厂的供水能力分别为 38 万立方米/日、75 万立方米/日和 13 万立方米/日。其中，桂城水厂和第二水厂主要采用趸售模式，九江水厂采用直供模式。2011 年，直供和趸售的售水比例分别为 15% 和 85%。

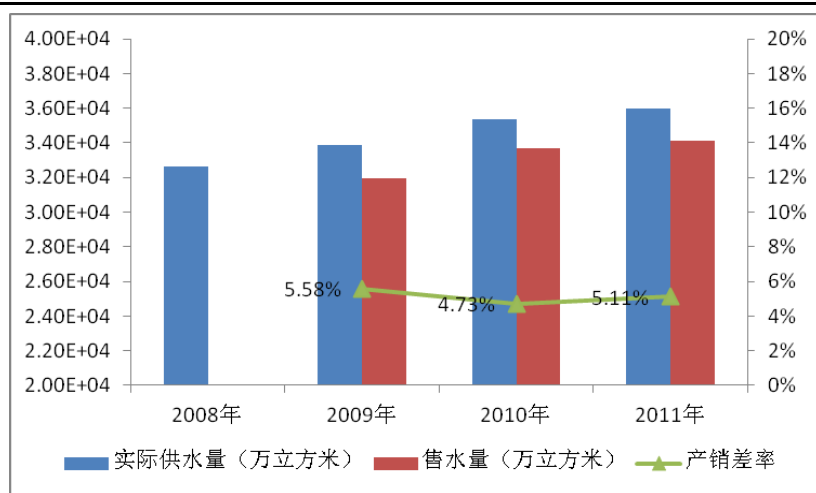
图表 6：公司供水处理设施基本情况

水厂名称	水厂类型	售水类型	供水能力（万立方米/日）	备注
桂城水厂	供水厂	趸售和直供	38	趸售水量占大部分
第二水厂	供水厂	趸售和直供	75	趸售水量占大部分
九江水厂	供水厂	直供	13	
罗村水务	转运站	直供	—	

数据来源：《南海发展股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告》，华融证券整理

由于公司趸售模式的供水能力占总供水能力的比重较高，2011 年趸售模式的售水量占总售水量的 82.69%；因此公司整体的供水产销差率较低，为 5.11%。

图表 7：公司供水和售水情况



数据来源：公司年报，华融证券整理

佛山自来水水价最近于 2010 年 1 月进行过一次调整。零售业务中，各水厂的调整幅度不等，居民用水的上调幅度在 5%~39% 之间，非居民用水和特种行业用水的调整幅度在 -1%~35% 之间。趸售业务的上调幅度则在 10%~16% 之间。

从全国各大中城市水价调整周期（水价调整频率平均为 3-4 年调整一次）来看，这两年佛山市再次进行水价调整的可能性较小。

图表 8：公司各水厂的售水价格（单位：元/吨）

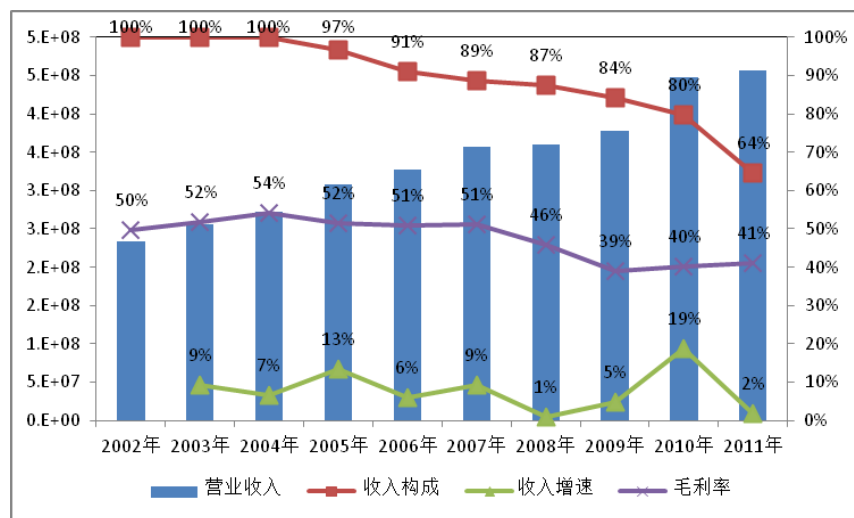
企业	对比	居民生活用水	统一合并为“非居民用水”			特种行业	趸售用水
			行政事业	工业	经营服务		
桂城水厂/第二水厂	调整前	1.119	1.339	1.469	1.769	2.119	1.237
	调整后	1.55		1.8		2.3	镇级水司 1.372 村级水站 1.437
九江水厂	调整前	1.57	1.57	1.87	1.87	2.07	——
	调整后	1.65		1.85		2.35	——
罗村水务	调整前	1.474	1.724	1.924	2.174	2.374	——
	调整后	1.75		2.2		2.7	——

数据来源：《南海发展股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告》，华融证券整理

公司供水业务自 2008 年以来一直维持低速增长。2010 年公司供水业务收入较上年增长 19%，这主要源于 2010 年 1 月公司供水区域内水价上调。除去水价上调因素，2010 年公司供水量仅较上年增长 3%~6%。公司供水业务收入比例自 2005 年起逐步下降，至 2012 年上半年已下降至总营收的 65%。

供水业务的毛利率水平相对稳定。2009 年至 2011 年，公司供水业务毛利一直稳定在 40% 上下。由于公司供水业务以趸售为主，产销差率很低（2011 年供水产销率仅为 5.11%），公司供水业务的毛利率提升空间较小。

由于供水收入基本保持稳定，供水业务毛利率主要受供水成本影响。如，2012 年上半年供水业务毛利率 37.49%，同比下降 3.67 个百分点。毛利率下降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，供水成本增加幅度较大，导致供水业务毛利率下降显著。

图表 9：公司历年供水业务收入和毛利率情况


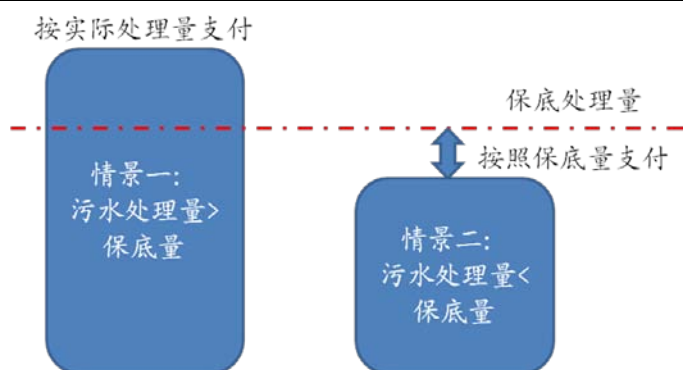
数据来源：公司年报，华融证券整理

1.2、污水业务：已过爆发增长期，业务增长有赖于产能利用率的提高

公司是佛山市南海区的主要污水处理设施运营商。除北江以南的供水区域中的小部分区域由另一家民营企业覆盖外，公司污水处理范围与公司的供水范围大致相同。2011 年，公司的污水处理量占南海区的比重超过 70%。

公司污水处理业务采用 BOT 或 TOT 特许经营权模式。根据特许经营协议，特许经营权授予方（这里指南海区政府）授予公司长期运营污水处理设施的权力，公司在特许经营期间由特许经营授予方根据协议价格和当期处理水量向公司支付污水处理费。若当期污水处理量小于协议保底处理水量，特许经营授予方则根据保底量进行支付。

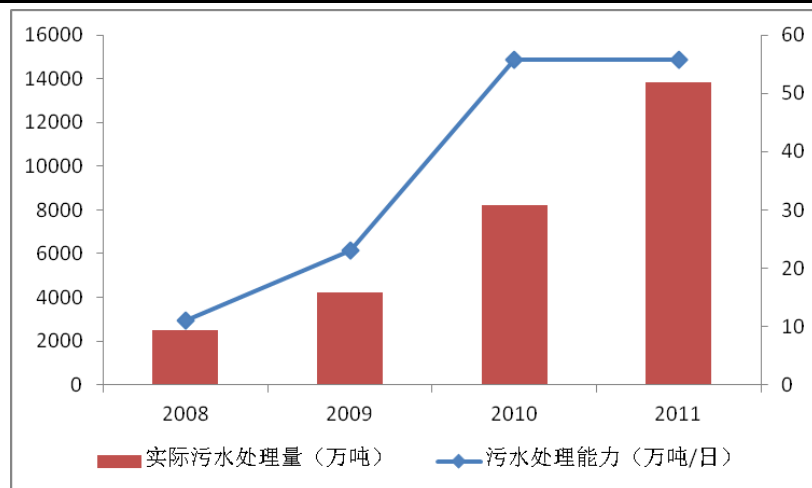
图表 10：污水处理付费模式



数据来源：华融证券

公司的污水处理业务经过 2006 年至 2010 年的大规模收购扩张后，在运营及已具备运营条件的污水处理能力于 2010 年年底达到 55.8 万吨/日。目前公司仍维持 55.8 万吨/日的污水处理能力。

图表 11：公司历年污水处理能力及实际污水处理量



数据来源：公司年报，华融证券整理

公司目前拥有 16 座污水处理厂。其中平洲污水处理厂是目前公司主要污水处理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

理设施，也是公司唯一满负荷运营的污水处理设施。

平洲污水处理厂污水处理能力为 10 万吨/日，占总处理能力的 18%；2011 年其实际日处理量达 13.21 万吨，占公司污水实际日处理量的 34.79%。根据南海区政府节能减排的规划，平洲污水处理厂三期项目计划新增 6 万立方米/日，扩建完成后平洲污水处理厂处理规模将达到 16 万立方米/日，届时公司拥有的污水处理设施处理能力将上升至 61.8 万吨/日。

其它 15 座污水处理设施的污水处理能力占公司污水处理总能力的 80%以上，但污水处理量不足公司整体污水处理量的 2/3。部分污水处理设施的污水处理量接近或低于保底量。

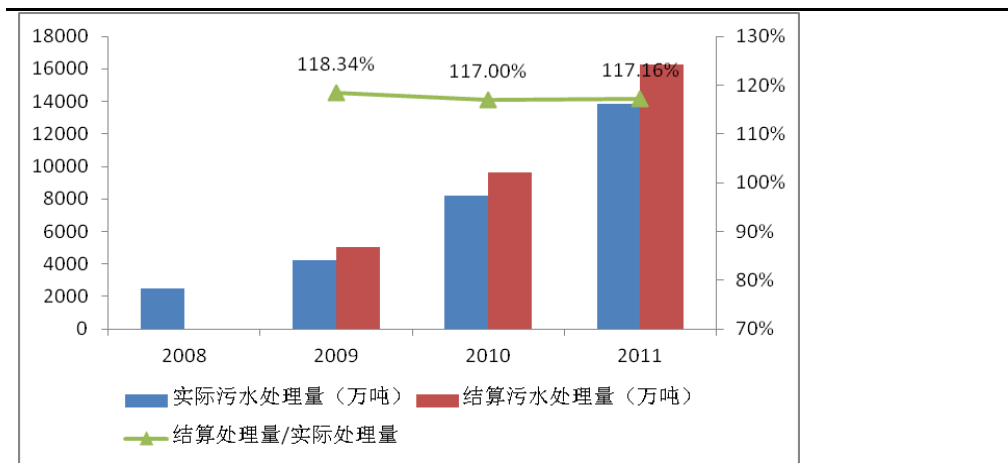
图表 12：公司污水处理设施基本情况

污水厂名称	水厂类型	2011 年污水处理能力能力（万吨/日）	2011 年实际处理量（万吨/日）	备注
平洲污水处理厂	BOT	10	13.21	含一期、二期、三期
罗村污水厂	BOT	1	0.98	含一期、二期
务庄污水厂	BOT	1	0.89	一期
狮山东南污水处理厂	BOT	5	1.90	
狮山小塘污水处理厂	BOT	4.5	0.98	含一期、二期
狮山官窑污水处理厂	BOT	1	0.83	
松岗污水处理厂	BOT	4	3.57	含一期、二期
九江镇明净污水处理厂	BOT	5	3.45	含一期、二期
丹灶横江污水处理厂	BOT	1.3	1.06	含一期、二期
丹灶城区污水处理厂	BOT	1	1.03	含一期、二期
丹灶金沙城北污水处理厂	BOT	1	0.83	
里水城区污水处理厂	TOT	4	3.25	
和桂工业园污水处理厂	TOT	0.5	0.16	
和顺污水处理厂	BOT	2	1.60	
西樵镇樵泰污水处理厂	BOT	2	1.30	
大沥镇城西污水处理厂	BOT	5	2.93	
未统计到的		7.5		
总计		55.8	37.976	

数据来源：公司公告，公司网站，政府新闻，《南海发展股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告》，华融证券整理

目前公司存在实际污水处理量不及污水处理能力、结算量超实际污水处理量的情况。2011 年，公司拥有污水处理能力 55.8 万吨/日，实际处理量不足 38 万吨/日；公司全年污水处理量为 13861 万立方米，结算量为 16240 万立方米。

产生该现象的主要原因在于公司污水处理覆盖范围内管网不配套、进厂水量不足，部分项目的实际污水处理量小于协议保底量。若污水厂配套管网进一步完善，污水收集量提高至实际污水处理量超过保底水量水平，则公司污水处理业务收入将显著增加。

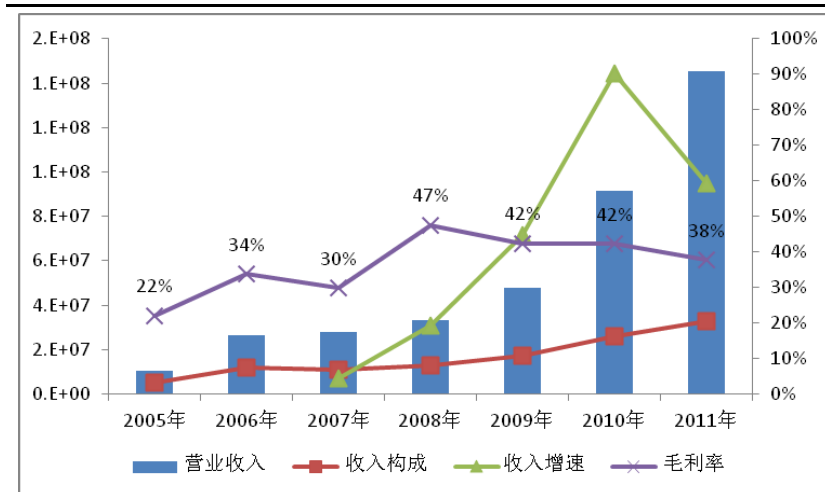
图表 13：公司实际污水处理量和结算量


数据来源：公司年报，华融证券整理

公司污水业务自 2005 年起为公司贡献业绩。得益于公司近年来不断收购、新建、扩建污水处理项目，公司污水业务保持快速增长。2008-2011 年三年间污水处理业务收入复合增长率为 64%。

污水处理业务的毛利率在 2008-2011 年间呈持续下降趋势。这主要是由于在此期间公司的新建、扩建项目在投产初期产能利用率低且与污水处理项目配套的管网建设滞后，导致污水处理业务毛利率不到 40%。

随着公司所属的污水处理项目逐步正常运营以及配套管网的完善、污水收集量的提高，公司以后年度污水处理业务毛利率将取决于以下两方面的影响：一方面，产能利用率的提高将促进中期内公司污水处理业务的毛利率提升；另一方面，对实际污水处理量不足保底水量的补贴部分将逐步减少，产能利用率提高所增加的污水处理业务收入部分不足以抵消原有补贴，短期内污水业务毛利率存在下降风险。

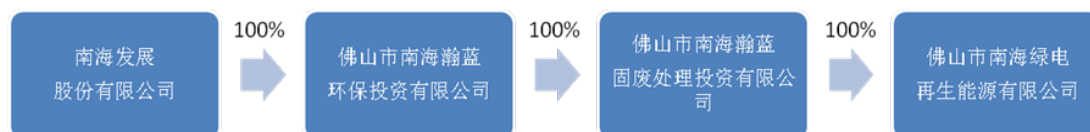
图表 14：公司历年污水处理收入和毛利率情况


数据来源：公司年报，华融证券整理

1.3、固废业务：仍处于前期开拓和发展期，为公司业务的重要增长源

公司是南海区唯一一家固废处理运营商。公司通过全资子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司从事南海区固废处理业务，包括垃圾转运、焚烧发电、污泥处理、飞灰处理等。

图表 15：公司固废处理业务的组织架构



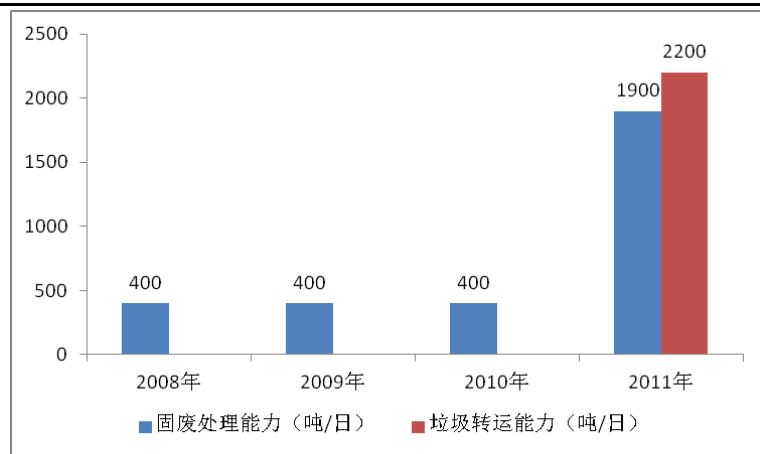
数据来源：公司年报，华融证券整理

垃圾焚烧发电业务的盈利方式包括两项：一是，通过公司与市政局等单位签订垃圾处理设施的特许经营协议，按照每年实际处理的垃圾量（若实际垃圾处理量小于保底量，则按照保底量）和协议单价向市政局等部门或单位收取处理费；二是，垃圾焚烧发电获得的发电量上网获得的电费收入。

垃圾中转和污泥处理方面则是采用补偿机制，按运送到镇级生活垃圾中转站转运处理的垃圾量和污泥处理量分别获取运营补助。

截至 2011 年末，公司垃圾处理能力和转运能力分别达到了 1,900 吨/日和 2,200 吨/日，公司固废处理能力较之前年度有了大幅提升。

图表 16：2011 年年末公司固废处理业务处理能力



数据来源：公司年报，华融证券整理

目前公司主要的固废处理设施资产包括狮山焚烧发电一厂、狮山焚烧发电二厂以及 8 个垃圾压缩转运站，处理能力或转运能力分别为 400 吨/日、1500 吨/日、2200 吨/日。其中，狮山焚烧发电二厂和 6 个垃圾压缩转运站分别于 2011 年 3 月底和 2011 年初陆续试运行并于下半年正式投产运营。

公司计划中的固废项目还包括：

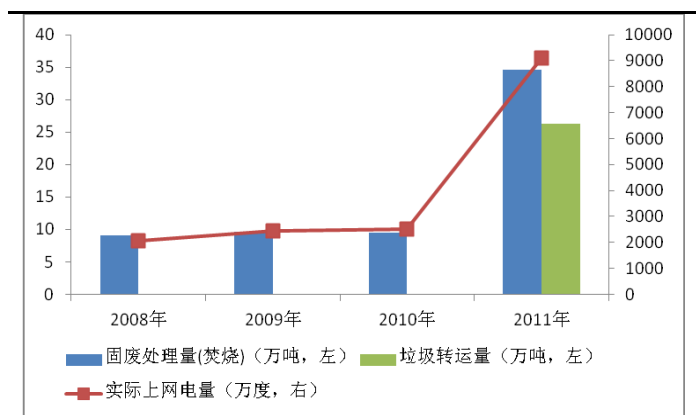
- 公司计划开展南海垃圾焚烧发电一厂的异地改扩建项目，改扩建后的规模为 1500 吨/日。该项目将于 2012 年开工，计划 2014 年完工投产。届时公司的垃圾处理能力将达 3,000 吨/日。
- 公司在建的 2 个转运站将于 2012 年建成，届时转运能力将新增 600 吨/日至 2800 吨/日。
- 公司投建的污泥处理项目将于 2013 年投产，设计处理能力 450 吨/日。
- 公司在筹备的飞灰固化中心项目：正开展技术方案制定、可研等一系列前期筹备工作。项目由南海绿电再生能源有限公司以 BOT 模式投资建设。
- 公司还在计划开展餐厨垃圾处理业务。

图表 17：2009~2011 年公司固废处理业务运营情况

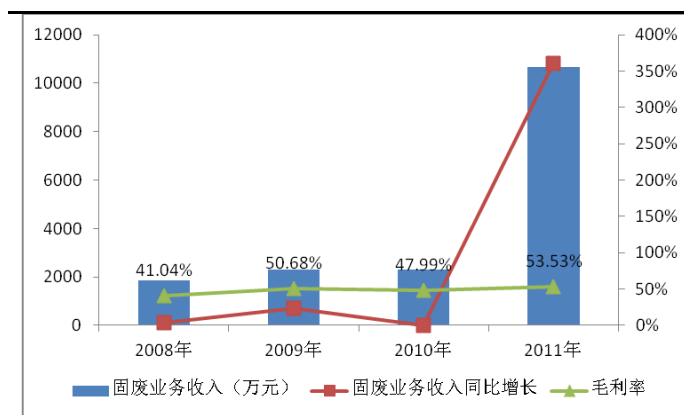
水厂名称	项目模式	处理能力（吨/日）	备注
狮山焚烧发电一厂	委托运营	400	计划异地重建，目标规模 1500 吨/日
狮山焚烧发电二厂	BOT	1500	2011 年年底投产
垃圾压缩转运站	BOT	2200	2011 年投产，后期还将新增 600 吨/日
污泥处理项目	BOT	450	在建
飞灰固化项目	BOT	100（固化后的）	
餐厨垃圾处理项目			暂无

数据来源：华融证券

2011 年公司全年垃圾处理量为 34.55 万吨，同比增长 263.30%；完成上网电量为 9,089 万千瓦时，同比增长 260.39%；完成 26.26 万吨垃圾转运量。在垃圾转运和垃圾处理能力大幅提升的情况下，2011 年公司固废处理业务完成收入 1.07 亿元，同比增长 359.96%。

图表 18：公司固废处理业务销售情况


数据来源：公司年报、公司中报、华融证券研究部整理

图表 19：公司历年固废处理收入和毛利率情况


服务收费方面：垃圾焚烧发电一厂和二厂的垃圾处理费补贴标准相同，均为 95 元/吨，上网电价为 0.689 元/度。垃圾转运站的转运服务收费标准为 75 元/吨。

污泥处理的收费标准为 396 元/吨。

图表 20：公司固废业务收费标准

业务类型	补贴标准或价格	结算方式
焚烧发电	垃圾处理费补贴：95 元/吨	100%保底结算
	上网电价：0.689 元/度	
垃圾转运	平均 72 元/吨	第一年 60%保底，第二年 70%保底，第三年 80%结算，第四年之后 100%保底
污泥处理	396 元/吨	

数据来源：华融证券

1.4、燃气业务：陆续并购直至控股，是随时可能注入的业绩兴奋剂

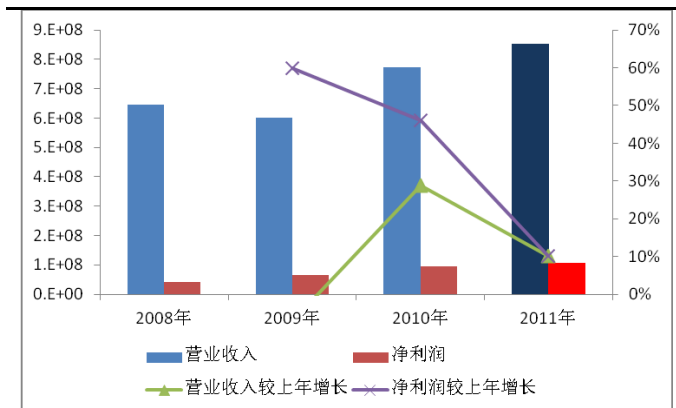
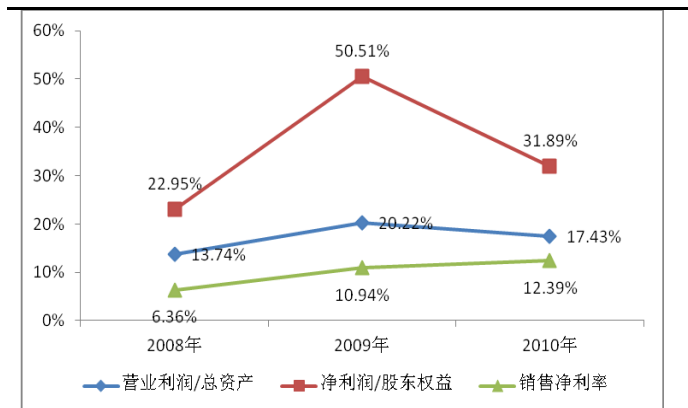
公司的燃气业务为 2012 年新购入的业务。2012 年 1 月，公司完成了对佛山市南海燃气发展有限公司（下称“燃气发展公司”）25%的股权收购工作。根据公司与佛山市南海区国有资产管理办公室签署的《战略发展协议》，公司在收购燃气发展公司 25%股权后的两年内将根据实际情况有权决定单方向燃气发展公司增资，或者向燃气发展公司的大股东佛山市南海燃气总公司受让股权，使公司在燃气发展公司的持股比例达到 51%以上。2012 年 6 月，公司股东大会通过了向佛山市南海燃气发展有限公司增资的议案，通过单方增资将持有燃气发展公司的股权比例调高至 40%。预计未来两年公司将逐步扩大燃气业务的持有比例已达到控股。

燃气发展公司是佛山市南海燃气总公司和 GOOD TRADE LIMITED 设立的中外合作企业。该公司成立于 1995 年 2 月 24 日，是南海区唯一从事城市管道燃气供应的燃气企业。公司业务涉及管道液化石油气、管道天然气及液化石油气的供应及相关配套业务、燃气工程的技术咨询和信息服务。

燃气发展公司现拥有 3,000 立方米储配库 1 座，1,000 吨级专用码头 1 个，液化石油气充装站和气化站各 2 个，管网调压计量站 4 个，电召服务中心 1 个，瓶装气配送点 22 个。截止至 2011 年 5 月，燃气发展公司已累计铺设埋地燃气管网 780 多公里，在用的管道气用户 10 万多户，瓶装气用户 13 万户。业务覆盖珠三角地区及邻近省、自治区，整体供气规模居广东省燃气同行业的前列。

燃气发展公司 2008 年至 2010 年营收复合增长率为 9%，净利润复合增长率为 53%。2010 年燃气发展公司纳税超过 3000 万元。根据燃气发展公司 2011 年上半年实现收入和净利润情况，保守估计燃气发展公司 2011 年全年收入 8.52 亿元。

该公司盈利能力较强，但略逊于南海发展本公司。2008-2010 年燃气发展公司销售毛利率为 18%左右，销售净利率为 15%上下，权益净利率为 30%以上；同期，南海发展本公司的综合毛利率为 40%以上，销售净利率为 20%以上，权益净利率为 9%左右。

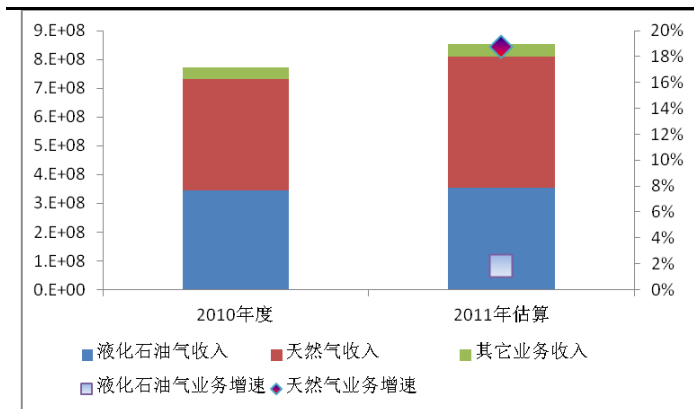
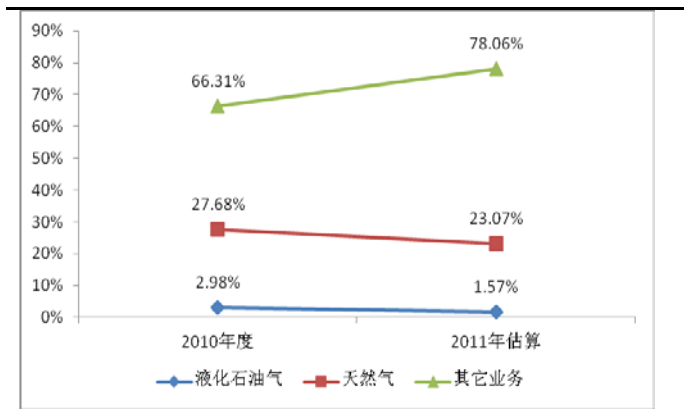
图表 21：燃气发展公司营收和净利情况

图表 22：燃气发展公司盈利能力


数据来源：公司年报、公司中报、华融证券整理 *注：2011 年为估算数，估算方法：2011 年全年营收=2011 年上半年天然气业务收入*2+2011 年上半年管道天然气业务收入*2+2011 年上半年工程收入*1.5，下同

燃气发展公司的三大业务包括液化石油气、管道天然气和工程收入。其中，液化石油气和管道天然气两项业务合计收入占总收入比例接近 95%，是公司主要收入来源。2011 年天然气业务收入增速超过 18%，是该公司主要的收入增长源。

燃气发展公司表现出以液化石油气为基础、大力发展天然气的业务发展战略。公司液化石油气占主营业务收入的比例由 2010 年的 45%下降至 41%，天然气的收入比例则由 50%上升至 54%。二者的收入比例合计仍为 95%左右。

2011 年燃气发展公司的液化石油气和天然气业务的毛利率分别为 1.57%和 23.07%，综合毛利率为 17%。液化石油气的低毛利率直接拉低了该公司的综合毛利率水平。由于公司管道天然气业务近年来发展迅速，其收入比例不断提高，未来公司综合毛利率有望提高。

图表 23：燃气发展公司营收结构和分项增速

图表 24：燃气发展公司分项业务毛利率情况


数据来源：公司年报、公司中报、华融证券整理 注：2011 年估算说明见上。

根据评估机构的预测，未来 3 年，燃气发展公司平均年收入预计超过 10 亿元。根据该预测，燃气发展公司 2011 年至 2013 年营业收入的复合增长率将达 9%以上。

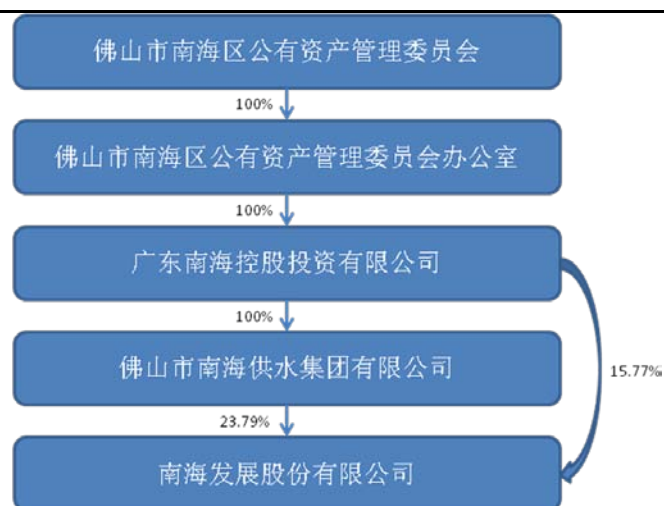
2、南海区政府对公司业务发展具有重要支持作用

公司控股股东为佛山市南海供水集团有限公司，成立于 1998 年 8 月，经营范围为供水、安装、工程设计。公司实际控制人为佛山市南海区国有资产管理委员会，通过下属独资企业广东南海控股投资有限公司持有供水集团 100% 的股权。南海控股成立于 2011 年 1 月，经营范围为项目投资和管理，主要业务是作为佛山市南海区政府的投资平台对相关南海区公有资产进行管理和投资。南海控股下属经营性资产涵盖投资、物业、水务、文化、产权交易所等多个领域，与公司业务相关联的资产均在公司的控股股东南海供水集团中。截至 2012 年 7 月 31 日，南海区国有资产管理委员会持股比例为 28.24%。

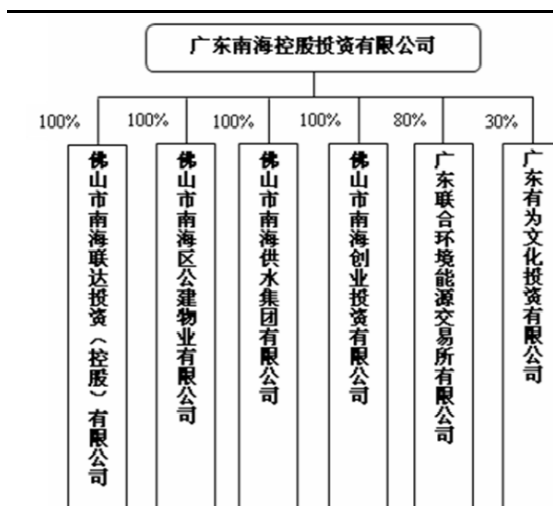
为实施桂城水厂搬迁项目及公司业务拓展，公司于 2011 年 12 月 15 日召开的 2011 年第三次临时股东大会上审议通过了公司关于非公开发行股票的议案；并于 2012 年 5 月 9 日通过了中国证监会发审委关于公司非公开发行股票的审核。截至 2012 年 8 月 1 日止，公司完成股票发行工作。公司以每股人民币 6.57 元的价格（经除权除息调整后的发行价格）向公司控股股东供水集团的母公司——南海控股非公开发行 91,319,726 股 A 股，共筹得人民币 599,970,599.82 元，净筹得人民币 588,313,900.14 元，其中人民币 91,319,726.00 元为股本。

经公司 2012 年实施非公开发行后，南海区国有资产管理委员会通过南海控股和供水集团合计持有公司 15,227.27 万股股票，持股比例为 39.58%。

图表 25：公司股权结构（非公开发行后）



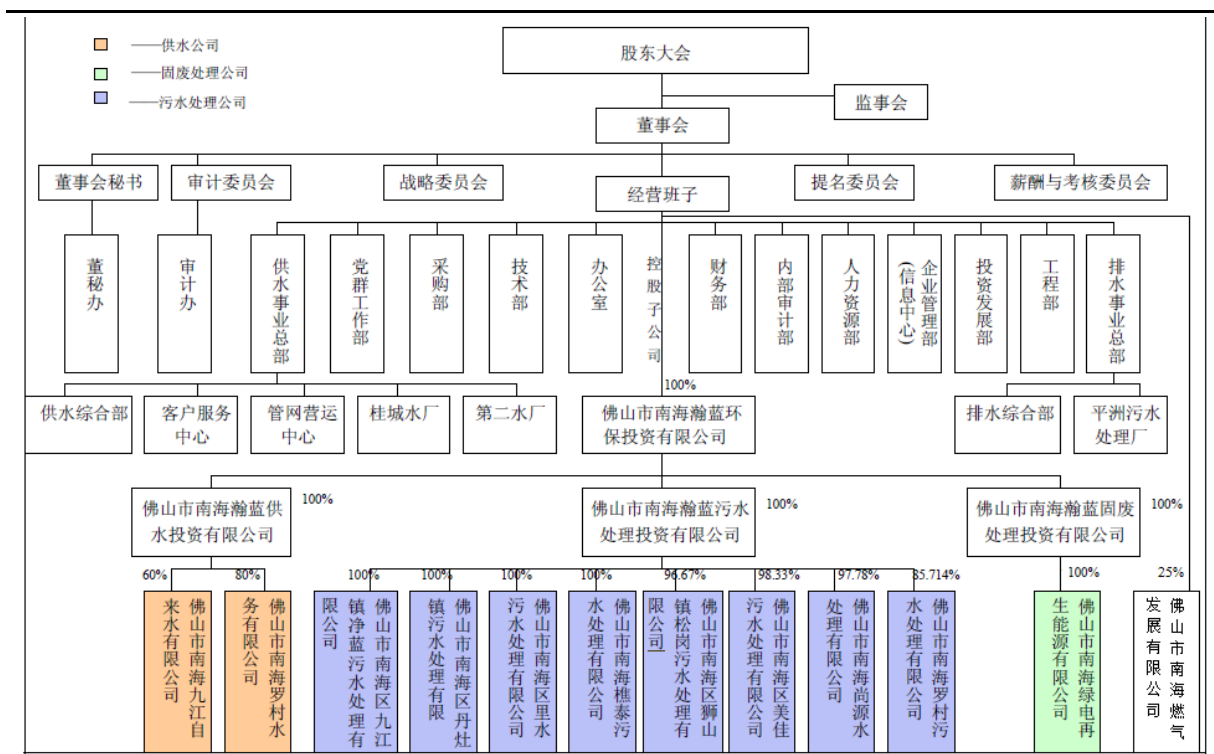
图表 26：广东南海控股投资有限公司



数据来源：《南海发展股份有限公司公开发行公司债券募集说明书》、华融证券整理

目前，公司所有经营性资产分布在桂城水厂、第二水厂、平洲污水处理厂以及公司下属企业或分公司中。公司控制有一级子公司 1 家，二级子公司 3 家，三级子公司共 11 家，参股公司（燃气发展公司）1 家。

图表 27：公司组织结构



数据来源：《南海发展股份有限公司公开发行公司债券募集说明书》，公司公告，华融证券整理

3、公司将继续在南海区深耕细作，未来三年投资计划已基本拟定

3.1、公司战略发展方向和区域保持不变

1) 维持原有业务板块

未来公司将在供水和污水业务保持稳定的基础上，积极拓展垃圾处理业务，同时根据时机把握并购燃气业务的机会。根据公司计划，2012 年公司四大业务能力总体与上年基本持平，污水处理能力略有上涨；2013 年污泥项目一期将投产运营；2014 年公司垃圾焚烧发电规模将增加至 3000 吨/日，污泥项目处理规模也将增加至 450 吨/日。

同时，公司将加大污水配套管网建设，加强污水收集能力，提高污水处理产能利用率。预计至 2014 年，污水配套管网将基本完善，公司污水处理量将有大幅度提高（目前部分污水处理厂的污水处理量仍接近或低于合同保底处理量）。

图表 28：公司主要业务的战略规划

	目前	2012年	2013年	2014年	远期
供水（万立方米/日）	126	126	126		
污水（万吨/日）	55.8	61.8 ↑			
垃圾（吨/日）	1900	1900	1900	3000 ↑	
污泥（吨/日）			300 ↑	450 ↑	
转运（吨/日）	2200	2800			4000
燃气（持股比例）	25%	25%	40% ↑	51% ↑	

数据来源：华融证券

2) 仍将坚守南海区大本营

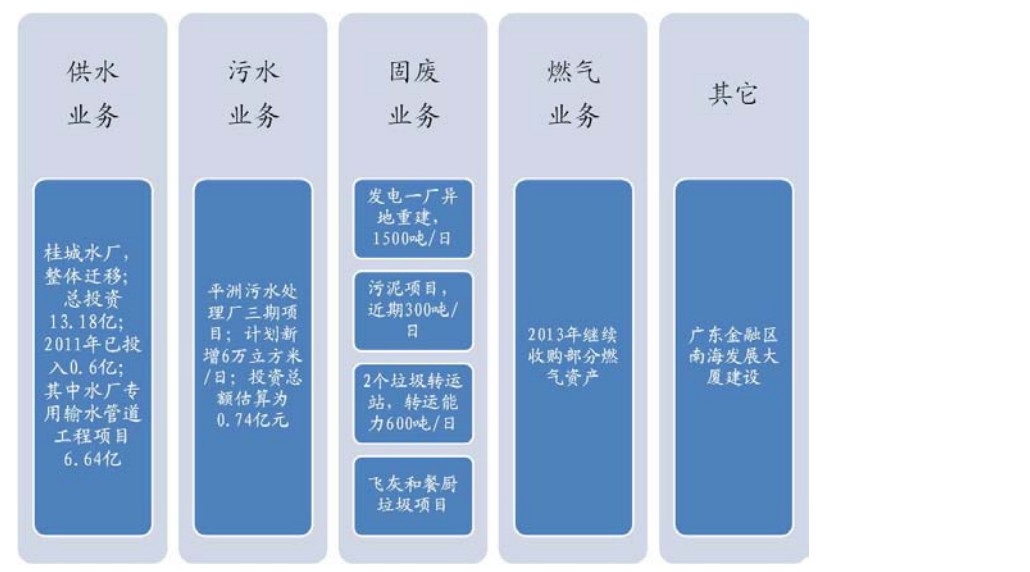
公司中短期内将继续在佛山市南海区的现有业务板块上深耕细作。公司也在密切关注区外及省外公用事业项目，但目前仍将主要精力放在南海区内。

3.2、公司后续投资计划已经明确

2012 至 2013 年公司四大业务板块后续资本投入主要包括：

- 供水方面：桂城水厂整体迁移 6.64 亿；
- 污水方面：平洲污水处理厂扩建 0.74 亿元；
- 固废方面：垃圾发电一厂后续投入 6.5 亿，污泥项目 2.1 亿，垃圾转运项目后续投入 1 亿；
- 燃气方面：在合适时机继续收购剩余部分资产。

除此以外，公司还计划在合适时间投资约 8 亿元建设南海发展大厦。该建筑为商业办公项目，建筑面积 10 万平方米，预计 2014-2015 年建成。

图表 29：公司后续主要资本支出项目


数据来源：公司公告，华融证券整理

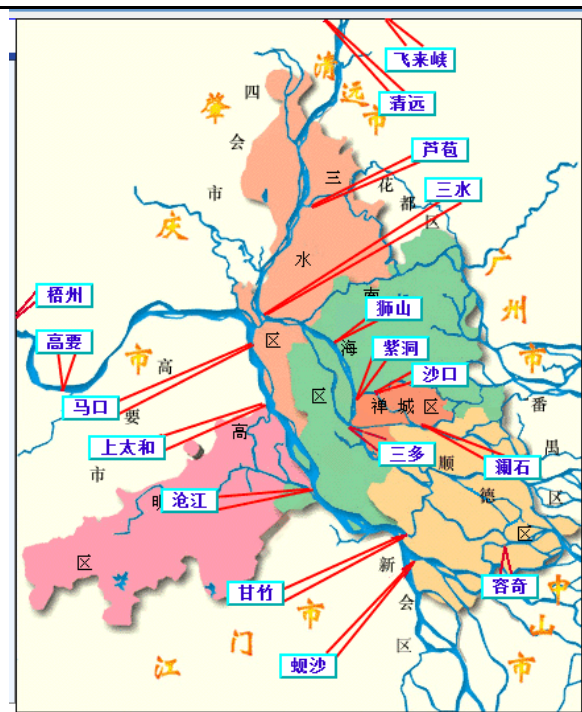
二、南海区区域经济足够支撑公司业务，公司固废/污水/燃气业务仍具空间

1、南海区：经济趋于平稳，工业格局已基本确立

1.1、佛山市主要工业区，人口缓慢增长

佛山市南海区面积 1,073.82 平方公里，下辖 8 个街镇包括桂城街道、罗村街道、九江镇、西樵镇、丹灶镇、狮山镇、大沥镇、里水镇，是佛山市五个区之一。南海区含居民生活、农业生产、工业生产等功能；区内经济以工业为主，非佛山市主要生活区。

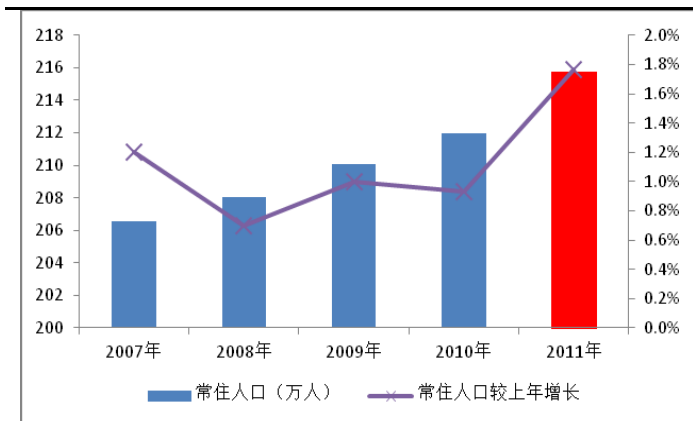
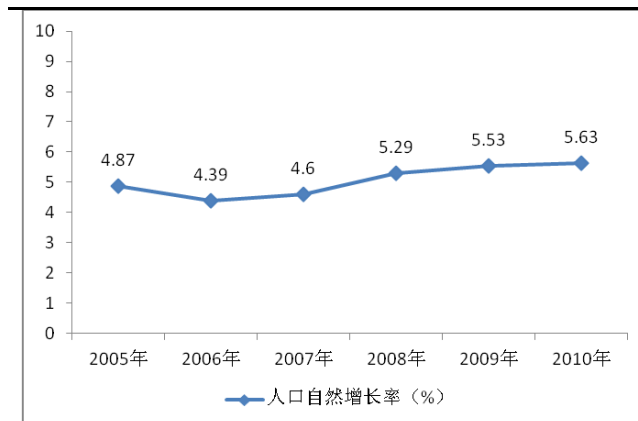
图表 30：佛山市行政区划图



数据来源：佛山市政府网站，华融证券整理

2010 年，南海区有各类市场主体 126605 户，比上年同期增长 5.92%。其中外商投资企业 1845 户，投资总额 90.53 亿美元，总注册资本 5073 亿美元，分别比上年同期增长 2.1%、5.27%、6.13%；内资企业 5809 户，总注册资本 328.9 亿元，分别增长 2.16%、17.77%；私营企业 29432 户，总注册资本 29938 亿元，分别比上年同期增长 13.25%、21.16%；个体工商户 89518 户，总注册资本 18.25 亿元，分别增长 4%、735%。

2010 年全区常住人口 259.1 万人（常住人口根据第六次全国人口普查数据有所调整），占佛山市常住人口的 40% 以上。全区十年共增加 609,527 人，增长 30.79%，年平均增长率为 2.72%（与第五次全国人口普查 2000 年 11 月 1 日零时对比）。全区总户数 37.79 万户，人口密度 1108 人/平方公里。

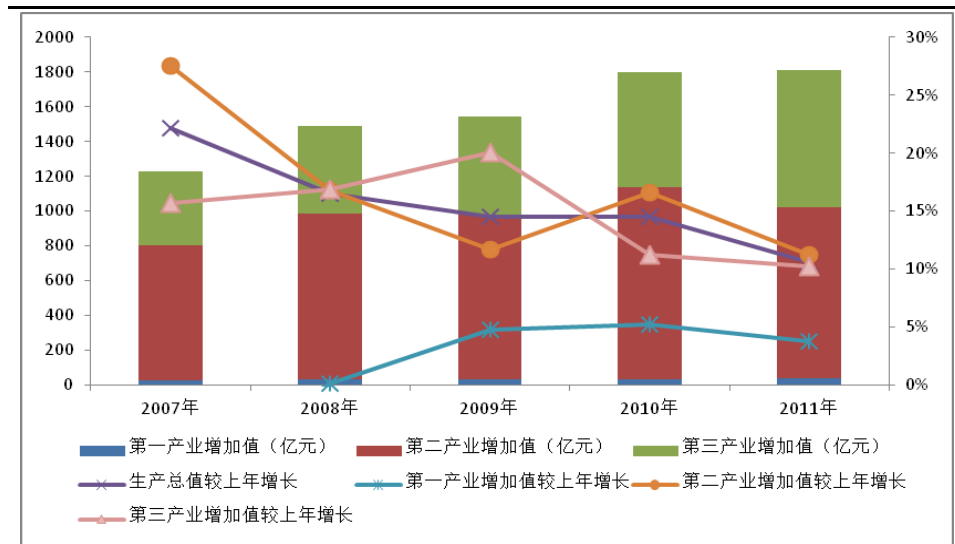
图表 31：南海区常住人口及增长率

图表 32：南海区人口自然增长率


数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报，华融证券整理 注：2011 年数据根据 2011 年户籍人口数推算得出。

1.2、工业经济占主导，近年来增速下滑但已趋于稳定

南海区是佛山市重要的经济区，全区生产总值位居佛山市各区第二，约占佛山市生产总值的 30%。2011 年全区生产总值 1810.31 亿元；其中，第一产业增加值 37.93 亿元，第二产业增加值 982.54 亿元，第三产业增加值 789.84 亿元。

2007 年至 2011 年间，全区生产总值呈上升趋势，但增速呈下降趋势，由 2007 年的 22.20% 下滑至 2011 年 10.60%。三大产业的增加值增速均呈下降趋势，其中第二产业增加值增速下降尤为明显。

图表 33：佛山市南海区各产业增加值


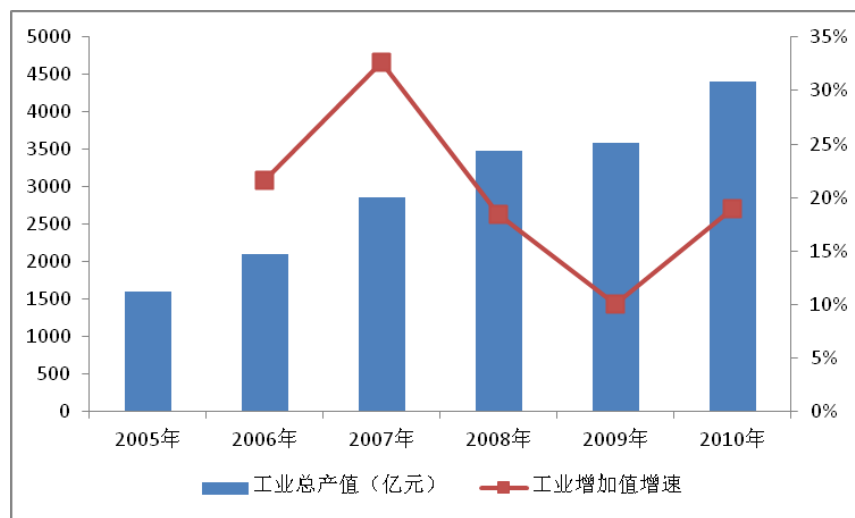
数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报，华融证券整理

南海区经济以工业为主，第二产业产值占全区生产总值的比重最高，近年来第二产业产值不断增加但增速有所下降，其占全区生产总值的比例则呈下降趋势，而同期第三产业比重逐年升高。全区工业总产值由 2005 年 1600 亿元增长至 2010 年的 4404 亿元。第二产业产值占比由 2007 年的 64% 下降至 2011 年的 54%。至 2011

年第三产业比重已上升至全区生产总值的 44%。

第二产业增加值变化与第二产业产值变化趋势一致，第二产业增加值增速 2007 年的 27.5% 下降至 2011 年的 11.2%。期间由于 2009 年实施的四万亿投资和国内市场逐渐企稳，2010 年区内工业增加值增速重拾升势。但由于宏观调控以及海外经济重陷困境，2011 年工业增加值增速又有所下滑。

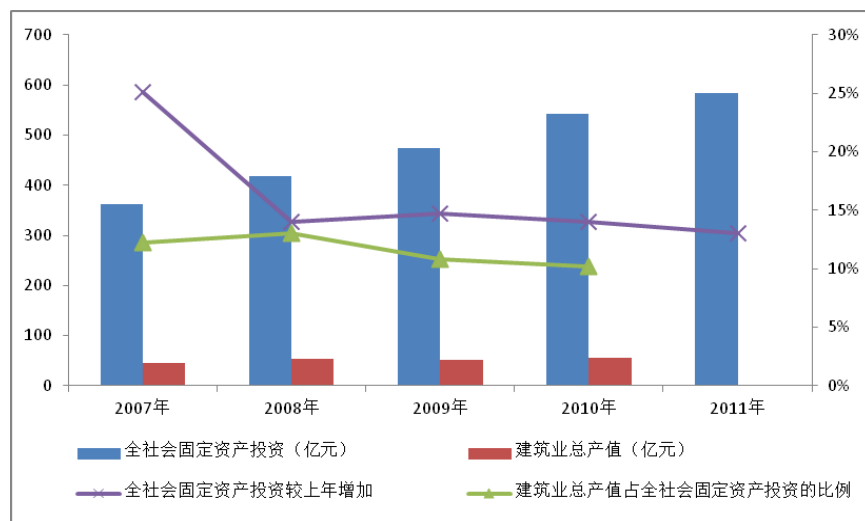
图表 34：南海区工业总产值及其增速



数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报，华融证券整理

南海区经济主要靠房地产外的实业拉动，区内投资以除房地产外的实业投资为主。2008 年至 2011 年，区内全社会固定资产投资增速保持平稳，维持在 14% 左右。建筑企业产值占全社会固定资产投资的比例较小，且呈小幅下降态势。该比例由 2007 年的 12% 下降至 2010 年的 10%。

图表 35：南海区全社会固定资产投资



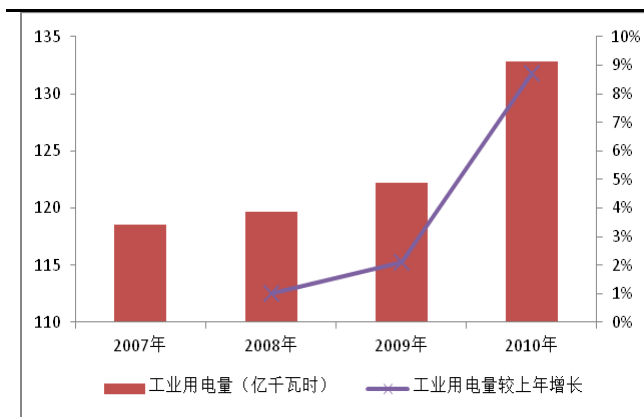
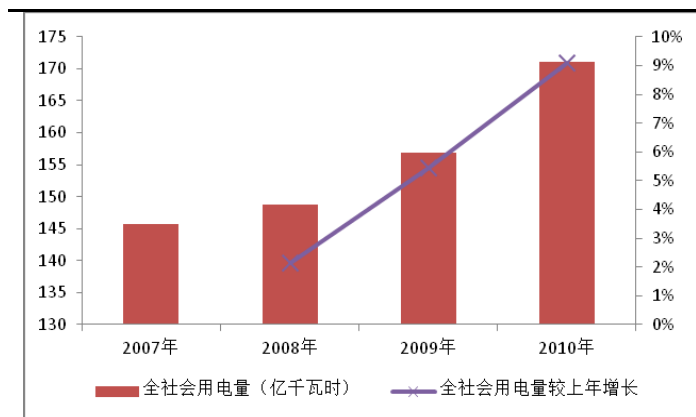
数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报，华融证券整理

2007 年以来南海区全社会用电量呈上升趋势，2010 年全社会用电量达 171.16 万亿千瓦时。区内用电量增速也不断扩大，用电量增速由 2008 年的 2.13% 上升至 2010 年的 9.08%，三年复合增长率为 5.52%。

但其中的工业用电量增速较低，小于区内全社会用电量整体增速。2007 至 2009 年期间工业用电量呈小幅上升态势，增速在 2% 左右。2010 年由于国内经济回暖，工业用电量大幅增加。但总的来看，受国内经济减速和区内产业结构调整，多年来工业用电量增长并不明显。

图表 36：南海区全社会用电量

图表 37：南海区工业用电量



数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报，华融证券整理

近年来无论是第二产业产值和增加值增速还是工业用电量增速，均呈下降趋势，其原因主要有两个：一、受 2008 年全球金融危机影响，国内外需求疲软，国内宏观经济也遭受巨大冲击，工业企业生存环境恶化；二、区内产业结构主动调整，搬迁重工业，大力发展第三产业服务业。

从区内各经济指标来看，区内经济总体情况好于同期国内经济平均水平。但区内经济尤其是工业仍无法摆脱国内经济整体下滑的拖累，区内经济尤其是工业经济下滑明显。这其中有国内经济下行的外部原因，也有区内主动实施产业结构转型的内部原因。

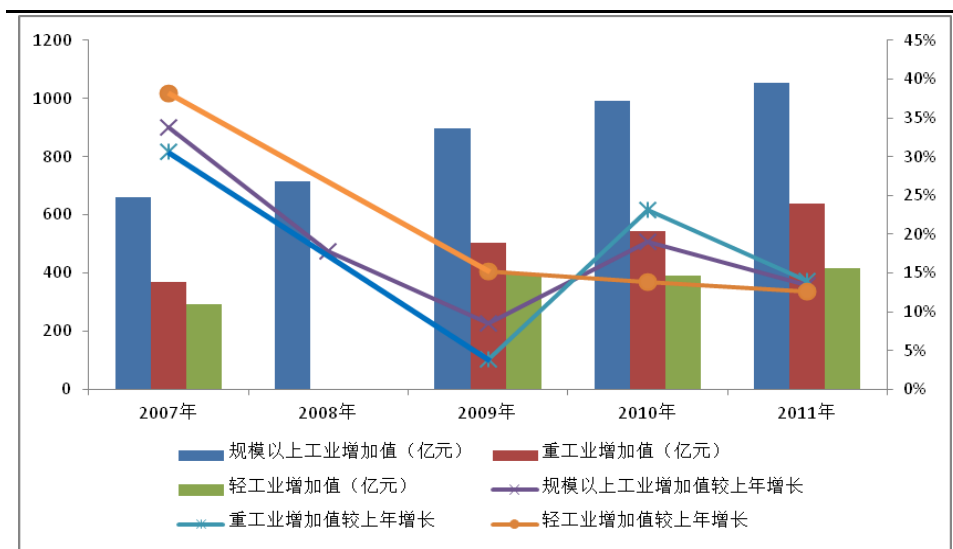
根据了解，目前区内计划实施搬迁的工业企业已基本搬离，区内产业结构趋于稳定。

1.3、规模企业集中度提高，有利于抵抗外部经济冲击

分结构来看，2007 年至 2010 年重工业增加值和轻工业增加值占全部工业增加值的比例基本保持稳定，2010 年该比例分别为 58.14% 和 41.86%。

区内行业龙头企业对区内经济贡献逐步增大。区内规模以上工业企业增加值占全部工业增加值的比例呈缓慢上升趋势，由 2007 年的 85% 升至 2010 年的 93%。

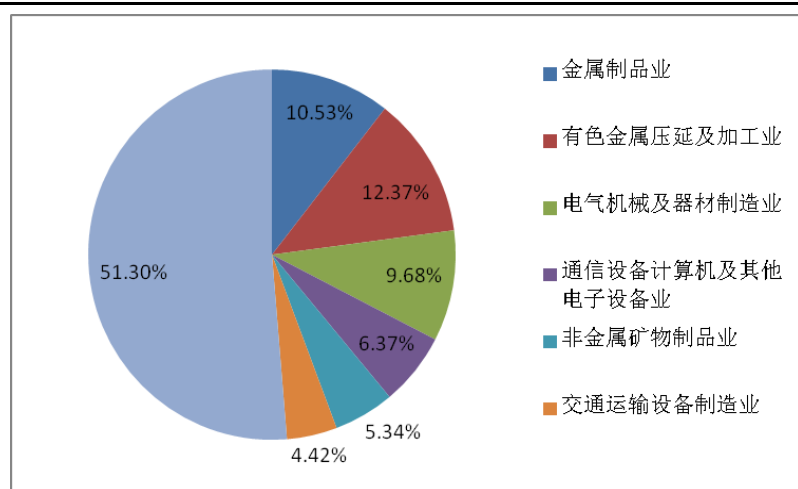
图表 38：佛山市工业企业增加值



数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报，华融证券整理

区内经济集中度不断提高。全区工业产值超过 200 亿元的行业增加值占全部工业企业增加值的比例由 2008 年的 41% 逐步上升至 2011 年的 45% 左右。

图表 39：南海区主要工业增加值占全部工业企业增加值比例



数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报，华融证券整理

南海区重点工业行业呈现出以传统重工业如金属、有色、电气等为基础，积极拓展新产业如通信电子行业的发展格局。2011 年，区内工业产值超过 200 亿元的行业包括 6 个，分别为金属制品业、有色金属压延及加工业、电气机械及器材制造业、通信设备计算机及其他电子设备业、非金属矿物制品业、交通运输设备制造业以及纺织业（包括纺织业、纺织服装鞋帽制造业、皮革毛皮羽毛(绒)及其制品业）。

- 其中金属制品业、有色金属压延及加工业、电气机械及器材制造业三个行业的增加值均超过百亿元，其增加值合计占全部工业企业增加值的约 1/3。

这三个行业是南海区的传统重点工业行业，历年来其工业产值排名全区工

业行业前三。

- 通信设备计算机及其他电子设备业则是南海区 2010 年起着力发展的重点行业之一，2011 年该行业产值已超 200 亿元，增加值达 75 亿元，占工业企业增加值总额的 6.4%。

南海区重工业和轻工业占比保持稳定，比例约为 3:2。区内规模以上工业企业增加值占比上升，区内工业产值排名靠前的行业占区内经济总量的比例不断提升，表明行业龙头企业对区内经济贡献逐步增大、区域经济集中度上升。

南海区规模企业的集中度提高以及传统和优势产业集群的可持续性发展有利于南海区经济保持稳定，以抵抗外围经济的波动对本地经济的冲击。

2、南海区已有公用事业相关发展规划描绘蓝图

佛山市政府和南海区政府就“十二五”期间佛山市和南海区的水务、固废和燃气进行了详尽规划。其中，规划中就项目数量、规模以及工程进度等都作了较为详尽的规划。

图表 40：与南海发展三大业务相关的发展规划

适用区域	领域	文件名称	公布时间	备注
佛山	供水	《佛山市水利现代化建设规划》	2004 年	
佛山	供水	《佛山市水资源综合规划》	2003 年	正在修编
佛山	供水	《佛山市供水系统专项规划（2006-2020）》	2007 年 6 月	
南海区	供水	《南海区十二五水利发展规划》		
南海区	供水	《佛山市南海区供水专项规划 2005-2020》	2005 年	
佛山	供水、污水	《佛山市水务发展十二五规划》	2011 年 8 月	
南海区	固废	《南海区环卫设施专项规划》	2009 年 4 月	
佛山	固废	《佛山市生活垃圾清运处理设施专项规划》	2004 年 7 月	正在修编
佛山	污泥	《佛山市加强污泥（城镇生活污水厂、印染、造纸污泥）污染防治工作实施方案（征求意见稿）》	2012 年 9 月	
南海区	燃气	《南海城市天然气供气工程可行性研究报告》（修编报告）	2005 年 11 月	
南海区	环保产业	《佛山市南海区环保产业发展规划（征求意见稿）》	2010 年 5 月	

数据来源：华融证券

2.1、供水：第二水厂扩容，将由公司承建

根据《佛山市水务发展十二五规划》，至 2015 年，佛山市城市净水厂数目为 26 座，总制水规模为 596 万立方米/日。“十二五”期间增加供水能力 60.4 万立方米/日。“十二五”期间全市城市供水工程建设总投资约 30.95 亿元。

就南海区而言，“十二五”期间南海区仍维持 6 座供水厂，通过改扩建增加供水能力 55 万吨/日，城镇供水工程建设投资 11.9 亿元。

其中 2 座扩建水厂和 1 座迁建水厂均由南海发展承建。

图表 41：南海区规划供水水厂分布明细表

水厂名称	2010 年规模 (万立方米/日)	2015 年规模 (万立方米/日)	2020 年规模 (万立方米/日)	性质	总投资 (万元)	运营单位
南海第二水厂	75.0	100.0	100.0	扩建	20,000	南海发展
新桂城水厂	38.0	38.0	38.0	迁建	99,000	南海发展
九江水厂	10.0	40.0	40.0	扩建		南海发展
官山水厂	10.0	10.0	10.0	保留		
裕泉水厂	5.6	5.6	20.0	改造并扩建		

数据来源：《佛山市水务发展十二五规划》，华融证券整理

2.2、污水：增建配套管网，污水处理量有望大幅提高

根据《佛山市水务发展十二五规划》，“十二五”期间，佛山市规划新、扩建 30 座污水处理厂及相关配套管网工程，新增污水处理能力 139.7 万立方米/日，投资约 66.12 亿元。

就南海区而言，“十二五”期间南海区将新建 2 座、扩建 2 座污水处理设施，新增污水处理能力 13.5 万吨/日，同时将增加 302.3 千米管网；污水处理设施建设投资为 21.92 亿元。根据规划，“十二五”末污水处理设施处理能力和管网长度分别较 2010 年末增长 16%和 30%。

该规划与公司直接相关的是，将大幅度新增与公司所属在运营污水处理设施配套的管网 167.3 千米，该规划长度占“十二五”期间南海规划新增管网长度的 55%。

图表 42：南海区规划污水处理设施明细表

水厂名称	十一五新增规模 (万立方米/日)	性质	总投资 (万元)	备注
西樵樵汇西岸污水处理厂	0.5	新建	13,000	带 19km 管网
丹灶城区污水处理厂二期	1	扩建	6,800	带 12km 管网
大沥盐步污水处理厂三期	10	扩建	87,000	带 91km 管网
里水新城区污水处理厂	2	新建	20,000	带 25km 管网
樵泰污水处理厂配套管网		扩建	15,000	36km 管网
大沥城西污水处理厂配套管网		扩建	38,000	58.3km 管网
城西污水处理厂二级配套管网		扩建	11,000	17km 管网
九江镇污水处理厂配套管网		扩建	22,000	35km 管网
小塘新建厂外管网项目城区管网		扩建	6,400	9km 管网

数据来源：《佛山市水务发展十二五规划》，华融证券整理

2.3、固废：设施大建设拉开帷幕，焚烧、污泥、转运一个不少

2004 年编制的《佛山市生活垃圾清运处理设施专项规划》提出，按“两焚烧、两填埋”规划方案建设全市的垃圾处理设施。“两焚烧”即：南海狮山环保发电厂

和顺德杏坛垃圾处理中心；“两填埋”即：佛山高明苗村白石坳生活垃圾卫生填埋场和三水生活垃圾填埋场。从目前现有的佛山市生活垃圾处理设施运行和建设情况来看，在建和在运行设施基本符合该《规划》提出的“两焚烧、两填埋”的规划方案。

就南海区而言，根据《佛山市南海区环卫设施专项规划》（报批稿），规划近期（2009 年~2012 年）将形成以下设施处理能力：

- 生活垃圾处理设施方面，将建设南海狮山焚烧发电厂二期工程（处理规模达 1500t/d），改造南海狮山焚烧发电厂一期工程（改造后一期工程处理规模 700t/d）；
- 污泥处理设施方面，将建设污泥干化车间第一期（处理规模 600t/d）和污泥焚烧处理设施（处理规模 200t/d）；
- 生活垃圾转运站方面，建成转运站 16 座，其中新建转运站 11 座，升级改造 3 座，形成总转运能力 3350t/d。

在规划期（2009 年~2020 年）内，生活垃圾焚烧处理及污泥干化焚烧处理设施投资 171,912.12 万元；生活垃圾转运站建设投资 17,464 万元（以上均不含征地费用）。

据目前在建设施的建设情况来看，上述南海区规划在建的设施主要由南海发展承建。

图表 43：南海区主要环卫设施建设规划情况

领域	规划近期（2009~2012 年）		规划远期（2013~2020 年）	
	新增处理设施内容	规划末期形成处理能力	新增处理设施内容	规划末期形成处理能力
生活垃圾处理设施	新建狮山焚烧发电厂二期	1500t/d	新建狮山焚烧发电厂三期	1500t/d
	改造狮山焚烧发电厂一期*	700t/d ¹	改造狮山焚烧发电厂一期	1000t/d ¹
污泥处理设施	新建 3 条污泥干化生产线	600/d	新建 2 条污泥干化生产线	400/d
	新建污泥焚烧处理设施	200t/d	新建混合垃圾焚烧	98t/d
生活垃圾转运站	新建转运站 11 座	3350t/d（总）	新建转运站 6 座	4800t/d（总）
	升级改造 3 座			

数据来源：华融证券 注*：南海发展将对南海垃圾焚烧发电一厂进行异地项目建设，规模为 1,500 吨/日。目前项目正在进行环评和部分主设备招标等工作，预计 2012 年内开工建设。

1 2011 年 7 月公司子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司与佛山市南海区市政管理局（现变更为“佛山市南海区环境运输和城市管理局”）、佛山市南海区垃圾处理有限公司签订《关于解除发电一厂转让合同、服务合同部分条款暨继续委托运营发电一厂的协议书》、《佛山市南海区垃圾焚烧发电一厂改扩建项目特许经营权合同》、《三方债务抵消协议》。根据上述协议，南海发展将受让佛山市南海区垃圾处理有限公司的垃圾处理特许经营权，并对南海垃圾焚烧发电一厂进行异地项目建设，规模为 1,500 吨/日，项目运营期限为 30 年。目前项目正在进行环评和部分主设备招标等工作，预计 2012 年内开工建设。

2.4、燃气：按计划逐步推进，向天然气全覆盖目标迈进

根据《南海城市天然气供气工程可行性研究报告》(修编报告)，至 2015 年，除九江外南海 7 个镇街都能用上天然气，到 2020 年天然气普及城乡。根据修编报告，南海将投资 9.0585 亿元建设天然气工程，其中一期投入 2.9861 亿元，二期投入 3.2756 亿元，三期投入 2.7968 亿元，整个工程分近、中、远三期建成。

据南海区燃气总公司的相关报道，南海区工业比重大，气量需求大，根据相关测算近期年供天然气将可能达到 15 万吨。

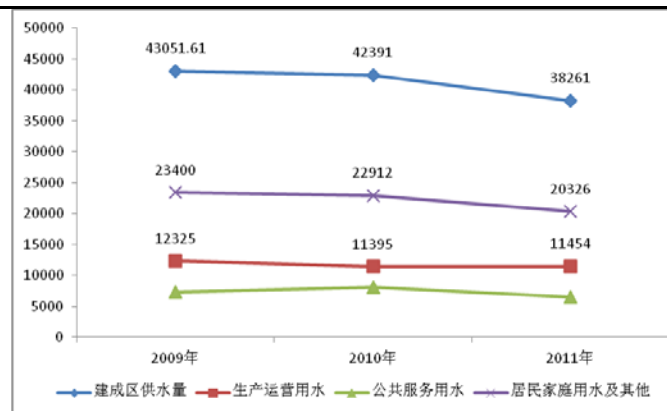
3、各项业务发展空间各不相同，公司业务前景不一

3.1、供水：区域用水量萎缩，公司供水业务收入有下降趋势

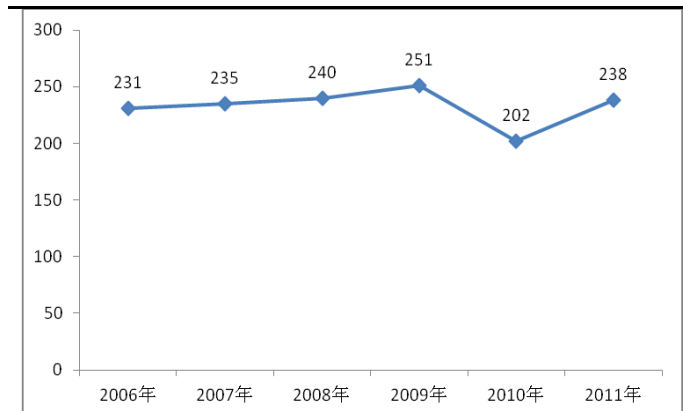
佛山城镇水厂供水能力多年来保持为 561 万吨/日，自来水普及率保持为 100%。

受产业结构调整、区内经济增速放缓、节能减排政策以及居民节水意识深入的影响，佛山市供水量呈下降趋势，2009 年至 2011 年两年内建成区城市用水量下降 11.22%。其中，生产运营用水下降 7.07%，居民家庭生活用水及其它下降 13.14%。期间佛山市居民人均生活用水量由 251 升/日·人下降至 238 升/日·人。

图表 44：佛山市建成区供水量（万立方米）



图表 45：佛山市居民人均生活用水量（升/日·人）



数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报、华融证券整理

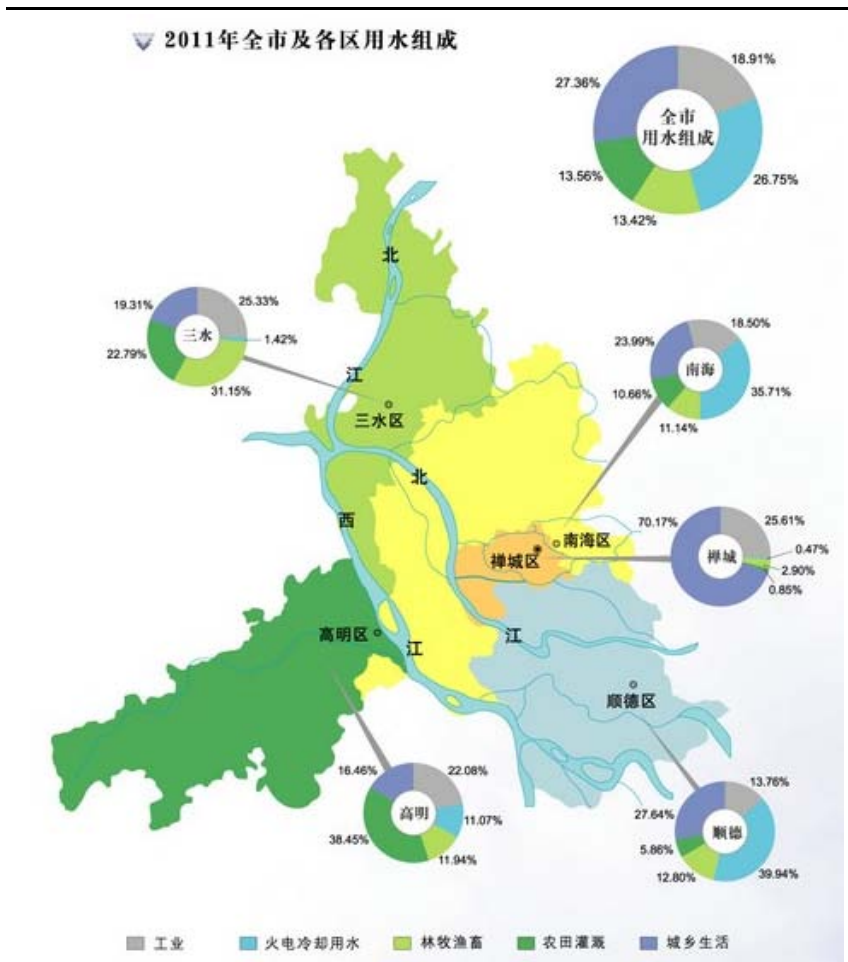
南海区供水能力近年来保持稳定。至 2009 年底，南海区总设计日供水规模为 180 万立方米（异地供水量约为 9 万立方米/日）。5 万吨/日以上的水厂共 5 座，包括第二水厂（75）、桂城水厂（38）、九江水厂（10）、西樵官山水厂（10）、裕泉水厂（5.6）。其中供水规模最大的为南海发展第二水厂，也是佛山市供水规模最大的水厂，供水规模为 75 万吨/日。

南海区供水量近年来则呈缓慢下降趋势。南海区供水用户主要包括工业用水（不含火力发电冷却水）和居民生活用水，二者用水量比例大约各占 50%（《佛山市南海区水资源公报》）。受工业结构调整、节能减排政策、水资源管理“三条红线”

以及居民形成节水习惯的影响，城镇供水量呈缓慢下降趋势。南海区平均日供水量约 143 万立方米，年售水量约 4 亿立方米。

公司在保持自身市场份额不变的情况下，公司供水量未来也将呈下降趋势。

图表 46：2011 年佛山市各区用水组成

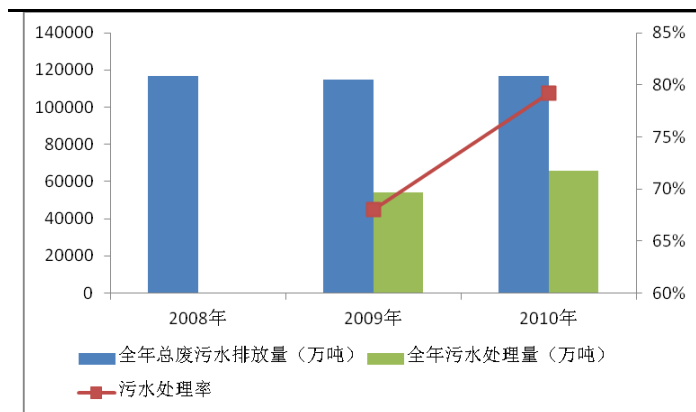


数据来源：2011 年佛山市水资源公报，华融证券整理

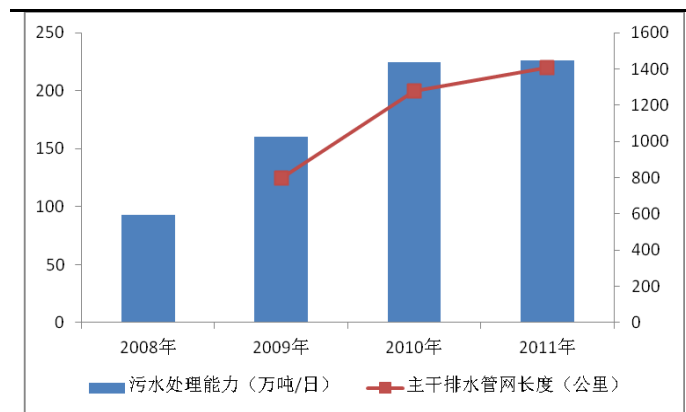
3.2、污水：管网完善提高污水处理量，成为公司污水业务发展动力

佛山市废污水排放总量近 3 年来保持稳定，但工业废水排放比例下降明显。全市全年排放量维持在 11.6 亿吨上下，工业废水排放比例则由 2006 年的 73.6% 一路下降至 2011 年的 45.65%。

目前佛山市整体污水处理率较高，但由于污水收集管网不完善，污水处理量远低于城镇供水量。截止 2011 年 12 月底，佛山市共投入运营（试通水）城镇污水处理厂 54 间，污水处理规模为 226.36 万吨/日，配套收集主干管约 1406.1 公里（未含部分随道路建设的管网）。2011 年全市城镇污水处理量为 65,768.08 万吨，处理率达到 81%，中心城区生活污水处理率达到 88.98%。

图表 47：历年来佛山市污水处理量及污水排放量


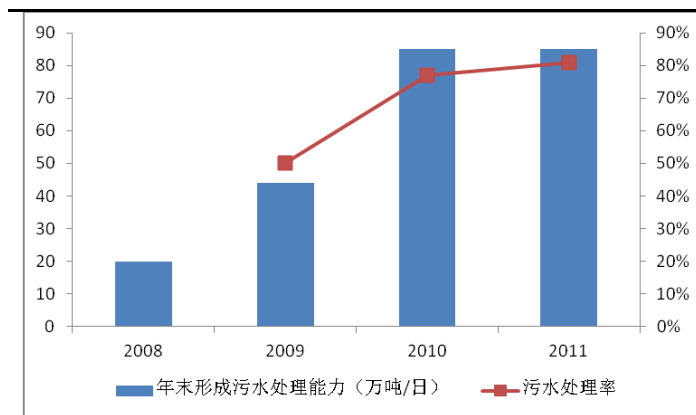
数据来源：佛山市水资源公报、华融证券整理

图表 48：历年来佛山市污水处理能力及配套管网


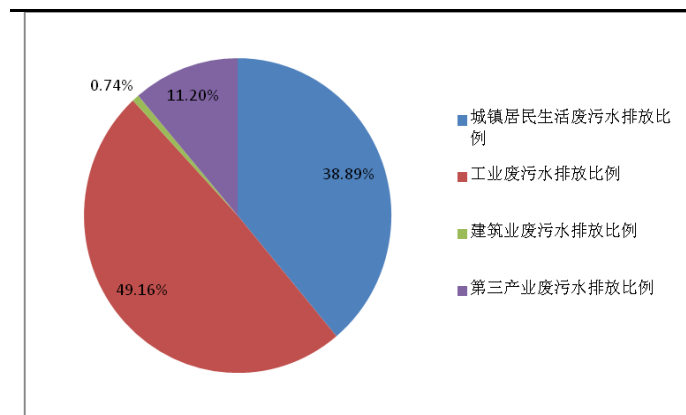
南海区的废污水排放量近年来则呈上升趋势。2011 年南海区废污水排放量较 2010 年增加 17.48%。其中工业废水排放量的增加是区内废污水排放总量升高的主要原因。此外，由于城镇污水管网的进一步完善、城镇污水收集率的提高，居民生活污水排放量也有一定的提高。

从结构看，工业废水和城镇居民是区内废污水的主要来源。以 2009 年为例，区内废污水排放量中，城镇居民生活污水、工业废水、建筑业废水、第三产业废水的排放量比例分别为 39%、49%、1%、11%。

截至 2011 年年末，南海区建成污水处理厂 36 个，处理能力 85 万吨/日左右。南海区污水处理率为 81%。污水管网向农村延伸，累计建成各类管网约 1000 公里。

图表 49：历年来南海区污水处理能力及污水处理率


数据来源：南海区水资源公报、华融证券整理

图表 50：南海区废污水排放量结构


未来期间南海区城镇污水处理量将得到显著提高，原因主要有两点：

- 目前南海区的污水处理率距离 2015 年目标处理率 90% 和 2020 年目标处理率 95% 仍有一定空间，因此城镇污水排放率的提高将增加污水处理量；

- 污水配套管网不完善造成部分污水未进入排水管网，因此城镇污水收集率的提高将增加进入排水系统的污水量。

就公司所拥有的污水处理设施而言，目前部分污水处理厂的处理水量接近甚至低于保底处理水量，其主要原因是由于配套管网不完善，导致设施设计能力存在闲置的现象。“十二五”规划计划大量新增公司所属设施的配套管网，将大幅提高污水收集率水平，公司所属设施的处理水量将显著增加。

3.3、固废：设施产能严重不足，固废业务增长取决于产能投放进度

根据《关于加强我市城市生活垃圾处理与利用的调研报告（2010 年）》显示，佛山市城市生活垃圾逐年递增，年生产总量由 2003 年的 176 万吨增加至 2009 年的 226 万吨，平均日产垃圾 6192 吨。根据该报告的预测，随着城市化进程和城乡一体化的不断推进，垃圾的产量将以 2%~3% 左右的年递增速率增加。

目前，佛山市的生活垃圾处理设施主要包括 4 个：高明区白石塱生活垃圾填埋场（处理能力为 3250 吨/日）、三水（大塘）白泥坑生活垃圾填埋场（处理能力为 1997 吨/日）、顺德杏坛顺能垃圾焚烧发电厂（处理能力为 630 吨/日）、南海狮山焚烧发电厂（一期 380 吨/日、二期 1500 吨/日）。佛山市原有的 29 个简易垃圾场已于 2006 年全部关闭。上述四个垃圾处理设施为《佛山市生活垃圾清运处理设施专项规划》中设计规划的全部四个大型垃圾处理场所。

佛山市目前产生的大部分生活垃圾由佛山市本地的这四个生活垃圾处理设施消纳，其余 750 吨/日左右的生活垃圾运至其它区域处理设施或自行处置。2010 年，佛山市城镇生活垃圾无害化处理率达 86.2%，全市中心城区生活垃圾无害化处理率达 95.59%。若上述四个垃圾处理设施按照设计处理能力运转，则可基本满足佛山市生活垃圾的处理处置需要。

图表 51：佛山市使用的主要生活垃圾处理设施

生活垃圾处理设施名称	所在区	处理能力 (万吨/日)	处理方式	生活垃圾来源
高明区白石塱生活垃圾填埋场	高明区	3250	填埋	禅城区、顺德区、高明区
三水（大塘）白泥坑生活垃圾填埋场	三水区	1997	填埋	三水区
顺德杏坛顺能垃圾焚烧发电厂	顺德区	630	焚烧	顺德区大良等四个镇街
南海狮山焚烧发电厂	南海区	1900	焚烧	南海区桂城和狮山
其它（花都、清远填埋场）	佛山市外		填埋	南海区其它镇街、顺德区

数据来源：《关于加强我市城市生活垃圾处理与利用的调研报告（2010 年）》，华融证券整理

南海区生活垃圾产量增长较快。如，2009 年垃圾产量较上年增长 19%（2009 年日产垃圾约 2853 吨，2008 年日产垃圾 2397 吨）。城镇生活垃圾和农村生活垃圾分别约占南海区垃圾总产生量的 30% 和 70%（如 2008 年城镇生活垃圾产量为 696 吨/日，农村生活垃圾产量为 1701 吨/日）。

南海区本地的垃圾处理情况分为两个阶段：

- 2009 年及以前，南海区垃圾无害化处理缺口较大，垃圾处理设施供应不足，大部分生活垃圾外运处理。当时区内仅有南海狮山焚烧发电厂一期项目，处理能力仅 400 吨/日。南海狮山焚烧发电厂（一期）主要消纳本区桂城和狮山的部分生活垃圾，大约 400 吨；南海区其它各镇（街道）的生活垃圾处理则主要运往高明填埋场、花都小型填埋场、清远填埋场进行处置。2009 年，全区城镇垃圾无害化处理率仅为 30.52%。
- 2009 年至今，垃圾处理设施能力大幅提高，大部分生活垃圾就地处理，外地垃圾场作为本地新建处理设施的前期筹备期和应急时期的补充。2010 年南海狮山焚烧发电厂二期项目开始运行。其投产运营改变了南海区大部分生活垃圾外运的现状。若目前进行南海狮山焚烧发电厂一期改造工程完成，则南海区垃圾处理能力可提升至 3000 吨/日左右。南海城镇生活垃圾处理率则有望上升到 90% 以上。

南海区生活垃圾处理市场目前处于产能严重不足的状态。根据南海区 2009 年日产垃圾 2853 吨、垃圾产生量增速 2.5% 计算，南海区“十二五”末期垃圾产生量将达 3280 吨/日。根据《佛山市南海区环卫设施专项规划》（报批稿）的预测，南海区生活垃圾产生量为 2012 年 3566t/d，2020 年 4651t/d。

公司所属垃圾焚烧发电厂是目前南海区唯一垃圾处理设施。按照相关规划，若一二期项目均投产运营，仍可保证设施处于满负荷运营状态。因此，公司的垃圾焚烧处理业务的增长主要取决于所属设施的产能投放速度。

3.4、污泥：处理设施从无到有，业务增长与区域污水处理总量相关

随着污水处理厂规模的扩大，污水处理厂所产生的污泥量不断增加。2010 年佛山市污水处理量 216 万吨/天，每日产生的污泥 1075 吨（80% 的含水率）。按照每万吨污水产生约一吨干污泥、2011 年南海废污水排放量 71.6 万吨/日，污水处理率 70% 计算，则 2011 年南海区每日产干污泥 50 吨（折合 80% 含水率的湿污泥 250 吨）。

目前，佛山市仅有一座污泥处理中心——禅城区南庄污泥处理厂。南海区还未建成污泥处置设施。根据修订后的规划的指导思想，佛山市每个区均须建立自己的污泥处理设施对本地的污泥进行就地处置。因此南海区的污泥处理厂将用来消纳本地产生的所有污泥。

公司在建的污泥处理设施为南海区唯一污泥处理设施。公司所属污泥处理设施处理能力可满足当地污泥处理处置需求。根据公司的业务发展规划，公司 2013 年和 2014 年的污泥处理能力分别可达 300 吨/日和 450 吨/日。

公司污泥处理处置业务的增长情况则与本区污水处理量相关。

3.5、燃气：天然气供应量将进一步加大，推动收入和盈利双向增长

2010 年，南海区有气化站 2 座和瓶组站 21 座，地下燃气管道里程 672 公里，全年供气总量达 13.64 万吨，较同期增长 13%。其中，槽车、瓶装气及工业气销量总计 4.69 万吨，管道气销量(含天然气、液化气)8.96 万吨。全区共有居民用户 10.38 万户、工商业用户 493 户。据调查，2005 年南海的工商业用气量约占目前管道燃气总用气量的 90%，工业用户主要包括玻璃、建陶、铝合金型材加工以及工业窑炉的燃料系统改造工程等行业或领域。

目前城市燃气服务机构网络基本覆盖南海区 8 个镇(街道)。城市燃气服务体系包括原有服务机构桂城分公司、狮山分公司、大沥分公司、松岗分公司、西樵分公司、南海气库和丹灶气站，以及 2010 年新成立的里水分公司、丹灶分公司。

目前，南海区仍有工商业用户和居民用户未被管道网络所覆盖。截至 2010 年，仍有 27 万余户居民使用瓶装气，3.3 万户余工商业用户（不含个体工商户）使用其它燃料未使用管道天然气。管道天然气的增长主要来源于三个方面：

- 居民用户从瓶装气更改至管道天然气的替代需求；
- 工商业用户由瓶装气更改至管道天然气的替代需求；
- 以及工商业用户由其它能源更换至管道天然气的新增需求。

根据前述的相关测算，南海区近期年供天然气将可能达到 15 万吨，燃气发展公司的供气量仍将有 10% 的增长。

随着管道天然气的逐步覆盖，燃气公司业务盈利将显著提升，盈利增长来源包括：

- 工商业用户的新增需求带来的业务增长；
- 由于管道天然气的毛利率水平明显高于瓶装气，因此用户由瓶装气更换至管道天然气的替代需求将显著提高公司业务的盈利水平，增加公司盈利。

三、公司竞争力分析

1、公司成长性位于行业前列，定向增发后融资能力显著恢复

公司所属四大业务均为公用事业运营业务。我们挑选 A 股上市公司中与南海发展各项业务相似的部分公司进行对比。

图表 52：与南海发展各项业务相似的 A 股上市公司

公司简称	相似业务领域	相似业务占主营收的比例 (2011 年)	重点 业务区域	重点区域占主营收的比例 (2011 年)	实际控制人
兴蓉投资	供水、污水、渗滤液	98.18%	成都	95.54%	成都市国资委
首创股份	供水、污水、垃圾	60.27%	北京	29.83%	北京市国资委

洪城水业	供水、污水	98.20%	江西南昌	96.14%*	南昌市国资委
创业环保	供水、污水	90.60%	天津	67.91%	天津市国资委
重庆水务	供水、污水	96.29%	重庆	100%	重庆市国资委
中山公用	供水、污水	79.12%	中山	100%	中山市国资委
锦龙股份	供水	88.39%	广东清远	88.39%	自然人
江南水务	供水	100%	江阴	100%	江阴市政府
陕天然气	燃气	100%	陕西	100%	陕西省国资委
深圳燃气	燃气	100%	广东省内	83.53%	深圳市国资委
南海发展	供水、污水、 垃圾、燃气	100%	佛山南海区	100%	佛山南海区 国资委

数据来源：华融证券 注*：无法获得单独南昌收入，以江西省收入替代，包含南昌、九江、萍乡，以南昌为主。

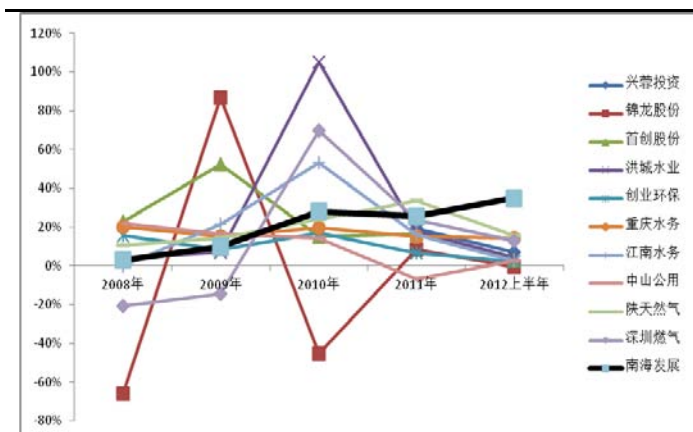
总体而言，公司成长性较高，与业务相似企业对比处于行业前列。公司盈利能力处于行业中上游水平。公司在非公开增发后，投融资能力得到恢复。目前公司估值水平行业和历史的低位。

1) 成长性

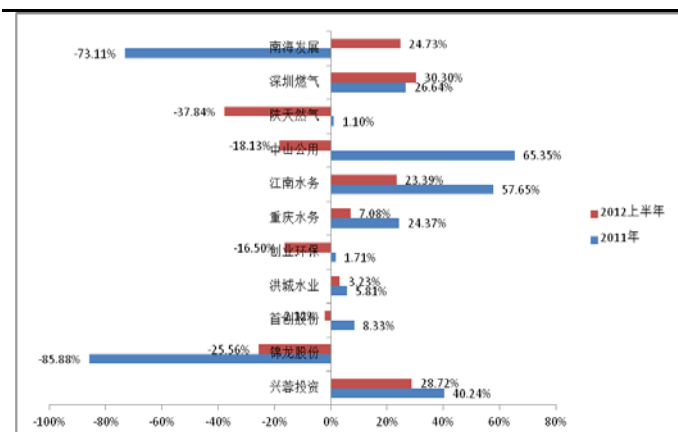
从主营业务收入增速来看，南海发展自 2010 年起进入稳步发展阶段。**2010 年至今年上半年公司营业收入同比增速保持在 25% 以上，高于供水和水务类上市公司同期业务增幅。**与同类公司相比，近三年来南海发展业务呈稳步发展态势，业务增速处于行业上游水平。2012 年上半年，收入增速居同行业前列位。

从归属于母公司净利润增速来看，剔除 2010 年公司处置无形资产的影响，2011 年公司净利增速为 33.96%，2012 年上半年公司净利增速 25%（南海发展 2011 年净利增速下降 73.11%：净利增速大幅下降主要是公司 2010 年处置无形资产的营业外收入占当期公司利润总额的 79% 使得 2011 年净利增速基数偏高造成）。与同类公司对比，近两年公司净利增速处于行业上游水平。

图表 53：近五年 A 股公用事业企业营收增长情况



图表 54：A 股公用事业企业归属于母公司净利润增长情况



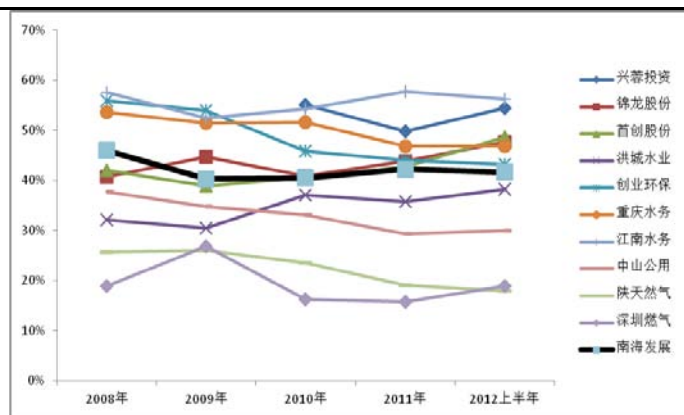
数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报、华融证券研究部整理

2) 盈利能力

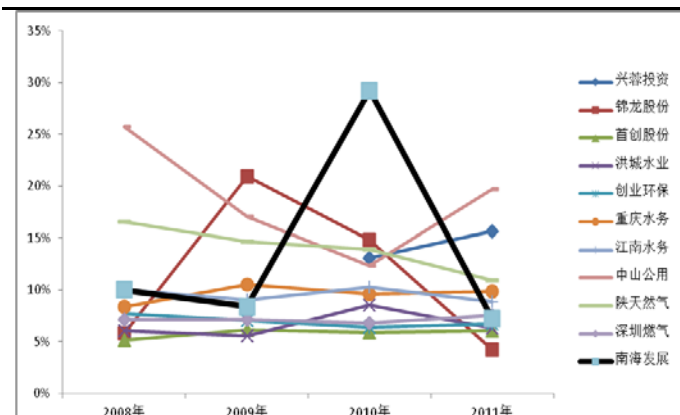
公司销售毛利率 2009 年以来一直稳定在 40%~42% 之间。2011 年和 2012 年公司增加固废处理业务,使得公司综合毛利率上升约 2 个百分点至 42% 左右。与同类上市公司相比,公司综合毛利率处于行业中游水平。

剔除 2010 年异常值,公司总资产报酬率处于 7%~10% 之间。由于公用事业行业为重资产行业,行业资产报酬率整体水平较低。且由于近年来各地政府大量新建城市基础设施,新建设施利用率低进一步拉低了总资产报酬率水平。公司的总资产报酬率水平处于行业平均水平。

图表 55: 近五年 A 股公用事业企业毛利率



图表 56: 近四年 A 股公用事业企业总资产报酬率

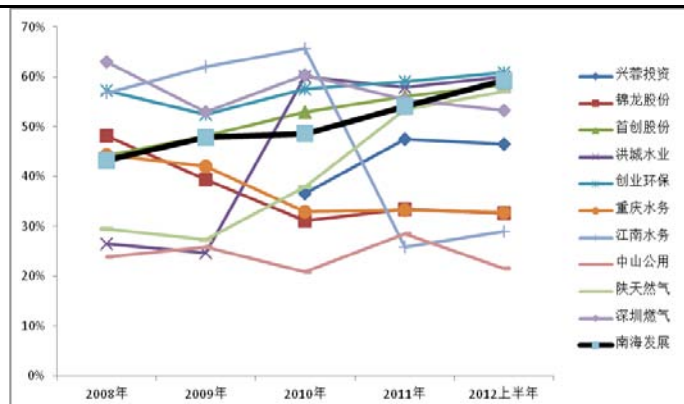


数据来源: 南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报、华融证券研究部整理

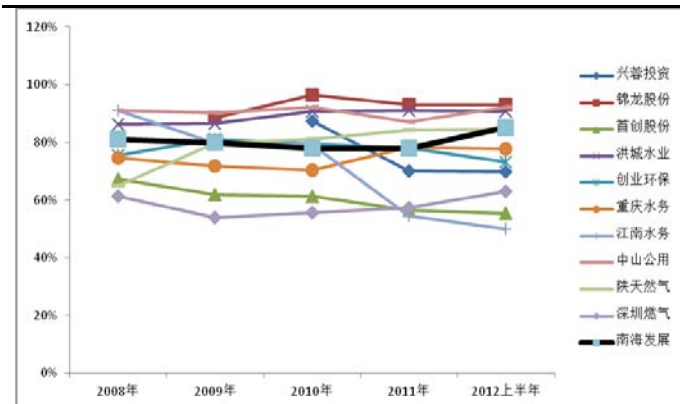
3) 财务状况

公司资产负债率水平近年来不断攀升,从 2009 年的 43% 上升至 2012 年 6 月底的 60%。同期同行业企业的资产负债率水平处于 20% 至 60% 之间,企业间差异较大。受各地大量新建基础设施的影响,部分企业的资产负债率上升至 60% 以上。

图表 57: A 股公用事业企业资产负债率



图表 58: A 股公用事业企业非流动资产/总资产

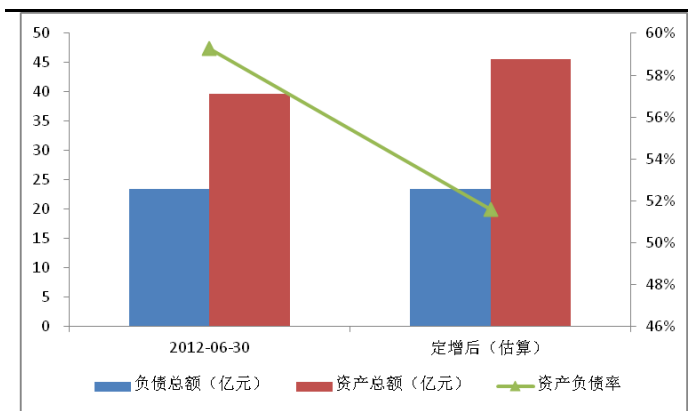


数据来源: 南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报、华融证券研究部整理

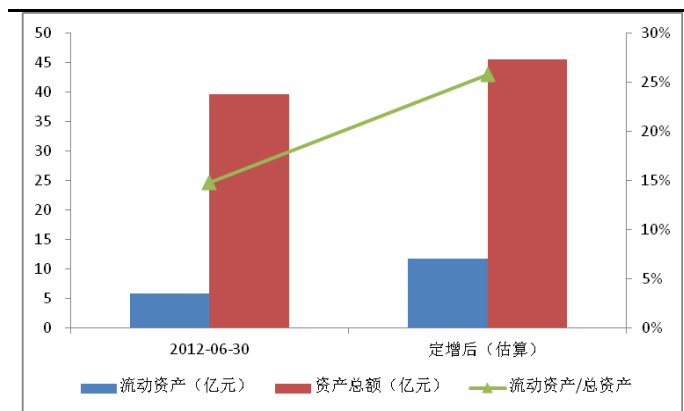
从资产结构来看，行业的非流动资产比例较高，平均为 80% 左右。公司的非流动资产的比例在 80% 以上，处于行业平均水平。

2012 年 8 月公司在二级市场实施定向增发。公司非公开发行 91,319,726 股 A 股，净筹得人民币 588,313,900.14 元，其中人民币 91,319,726.00 元为股本。增发后公司资产结构发生较大变化，财务状况得到明显改善，公司的债务融资能力有所增强。

图表 59：定增前后公司资产负债率



图表 60：定增前后公司流动资产/总资产



数据来源：南海区 2007-2011 年国民经济和社会发展统计公报、华融证券研究部整理

2、SWOT 分析：公司业务短期内仍将快速发展，异地拓展是否成行决定公司未来

短期内公司各项业务在南海区的发展空间除供水业务外整体呈上升趋势：

- 污水业务：区内管网进行大规模建设、管网进一步完善，污水收集率有望大幅提高，污水业务将呈现较快增长；
- 固废业务：本地垃圾处理能力尚不能满足垃圾处理需求，仍有部分垃圾需外运处理；此外，固废处理业务外的配套和相关业务如污泥、飞灰、餐厨垃圾、垃圾中转业务尚处于起步阶段，大多数项目仍处于在建或规划阶段；固废业务发展空间大，业务将快速增长；
- 燃气业务：燃气目前尚未达到区域全覆盖，部分商业和工业仍未实施燃气改造；随着管道天然气的普及、油价的不断攀升以及燃煤的环保压力，商业和工业燃气改造将进一步得到推广，燃气覆盖率有望提高；同时由于天然气毛利率高于液化石油气业务，因此天然气的推广将同时推动市场空间和盈利空间的双向增长；
- 供水业务：区内自来水普及率已达 100%，且受工业结构调整、节能减排以及节水意识的提高，供水业务有进一步下降的风险。

公司为本地区区政府下最主要的市政公用设施运营企业，在本地区从事环保

设施的运营业务，具有近似垄断的地位。

目前公司在供水、污水、固废以及燃气业务上均有涉及。公司在同一地区运营多项市政设施上的丰富经验，将对公司发展异地受托经营多项市政公用设施业务大有帮助。

图表 61：目前南海发展运营资产情况

业务领域	设施类型	南海区设施设计能力	南海发展设施设计能力	占有率
供水	供水厂	142（5 万吨/日以上）	126	80%以上*
污水	污水厂	76.1	58.3	76.6%
固废	垃圾处理厂	1900	1900	100%
	垃圾转运站	2200	2200	100%
	污泥处理设施	450（在建）	450	100%
	飞灰处理设施	100（筹备）	100	100%
燃气				25%**

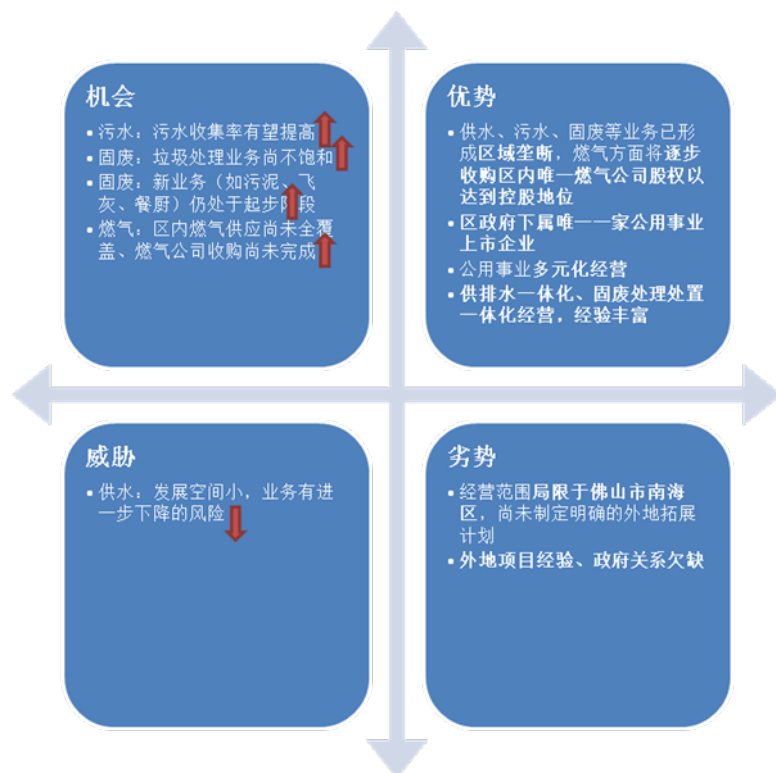
数据来源：华融证券 注*：南海燃气发展公司为南海区唯一一家供气企业，南海发展目前拥有南海燃气发展公司 25%的股权。**：南海区共有 5 座 5 万吨/日以上的水厂，南海发展运营了其中的 3 个，供水能力约占南海区总供水规模的 80%以上（占 5 万吨/日以上处理规模水厂的处理规模的 89%）。

公司发展目前最大的障碍在于公司经营范围的单一。目前公司业务仍局限于佛山市南海区，异地项目经验和异地政府关系的缺乏对于公司异地业务拓展具有一定影响。公司业务空间受限于南海区本地的人口、工商业和经济状况。

短期来看，公司业务仍可保持快速发展；公司的中长期发展则与公司是否进行异地业务拓展以及异地业务拓展实施的情况相关。

- 由于目前公司除供水业务外，其它业务如污水、固废以及燃气仍具有相同空间可以发展，公司短期仍可保持一定增长。
- 中长期来看，公司若仍希望保持目前的业务增长速度，则须拓展区外及省外业务。公司目前尚缺的异地项目经验和异地政府关系对于公司长期业务而言则是明显的“短板”。公司业务是否能保持目前的快速增长，有待于公司异地业务拓展的实施情况。

图表 62：南海发展的 SWOT 分析



数据来源：2011 年佛山市水资源公报，华融证券

四、盈利预测与估值

根据目前公司四项业务的进展情况以及未来公司对这四项业务的规划情况，我们对各项业务分别进行了预测。

假设公司 2014 年将燃气发展公司纳入合并报表，公司 2012-2014 年的总营业收入增长分别为 13.85%、11.47%和 109.72%。其中，公司 2012 年的固废业务（包括垃圾焚烧、垃圾转运）和之后两年的燃气业务增长迅速，分别可达 100%以上，为公司 2012 年重要的收入增速来源。根据预测，公司 2014 年将再次面临资金缺口，预计公司将于 2014 年进行再次融资。

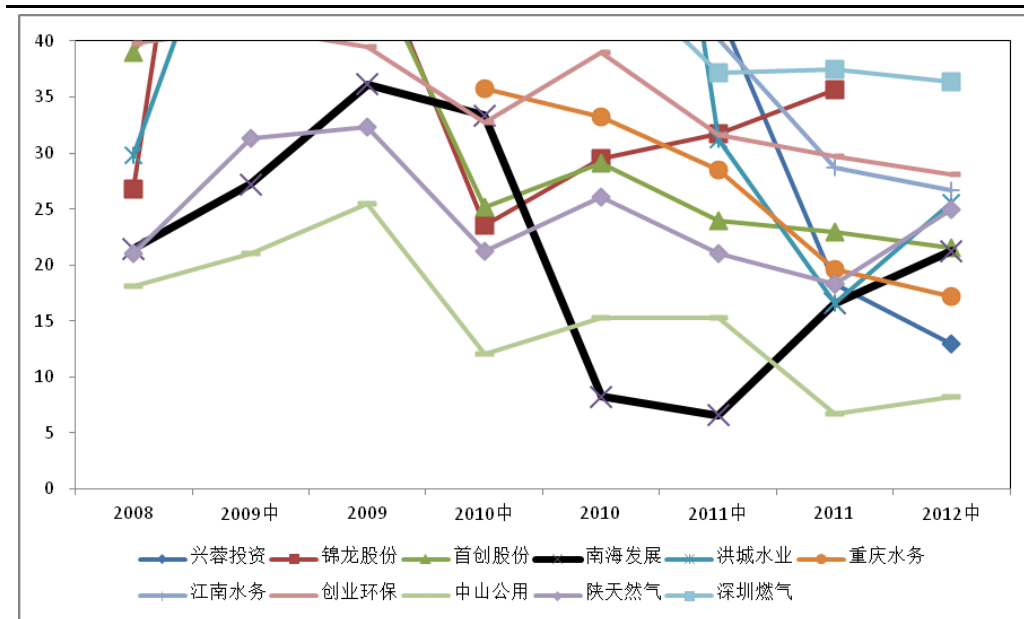
2011 年、2012 年、2013 年每股摊薄 EPS 将分别为 0.44 元、0.53 元、0.57 元。

图表 63：公司分项业务营业收入预测

业务名称	2011E	2012A	2013E	2014E
供水业务（百万元）	456.81	423.6	423.6	423.6
较上年增长		-7.27%	0%	0%
污水业务（百万元）	145.56	161.42	205.6	226.16
较上年增长		10.90%	27.37%	10.00%
垃圾焚烧业务（百万元）	86.52	216.98	224.5	286.39
较上年增长		150.79%	3.47%	27.57%
垃圾转运业务（百万元）	20	49.24	50.48	60.39
较上年增长		146.20%	2.52%	19.63%
污泥处理业务（百万元）			44.71	50.07
较上年增长				11.99%
燃气公司（百万元）		18.68	39.84	959.74
较上年增长			113.28%	2308.99%
总收入（百万元）	747.7	851.25*	948.88*	1,989.96
较上年增长	25.60%	13.85%	11.47%	109.72%

数据来源：华融证券 注*：预计公司 2012 年和 2013 年未达到控股燃气发展公司的股权比例，故总收入中不含燃气发展公司收入，此栏显示为燃气发展公司对“对联营和合营企业的投资收益”科目的贡献。

对应目前的股价，公司 2012、2013、2014 年的 PE 估值水平分别为为 14X、12X、11X。从估值上来看，公司与其它同类企业相比相对较低。除 2011 年由于公司进行资产处置形成大额非经常损益外，公司的历史 PE 倍数在 15-30 之间。目前，公司的估值倍数（TTM）为 20 倍左右。

图表 64：南海发展的PE 估值倍数（TTM）


数据来源：wind，华融证券

五、投资建议：业务稳健发展，利润增速趋于平缓，给予“推荐”评级

公司为区域性环保基础设施投资商和运营服务商，公司在业务所在地佛山市南海区具有区域垄断性。公司业务包括供水、污水、固废、燃气四大块业务，其中固废和燃气业务是公司经营的主要增长点。公司业务未来三年内仍将继续在当地深入拓展上述四项业务，计划项目目前均在筹备或建设过程中。

根据我们的预测，2011 年、2012 年、2013 年公司收入增速分别为 14%、12%、111%，每股摊薄 EPS 将分别为 0.44 元、0.53 元、0.57 元。对应目前的股价，公司 2012、2013、2014 年的 PE 估值水平分别为 14X、12X、11X。

鉴于公司长期稳健的经营策略、盈利的确定性、未来三年内明确的发展计划以及公司目前对比行业平均水平而言的低估值，我们给予公司“推荐”评级。估值上，我们建议 2012 年 14~15 倍 PE，对应股价为 6.19~6.64 元。由于目前股价接近目标价，建议投资者可逢低吸纳。

附录：盈利预测
报表预测（单位：百万元）

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	747.70	851.25	948.88	2,006.35	经营性现金净流量	204.46	35.88	850.53	210.28
减：营业成本	431.88	475.09	540.92	1,371.63	投资性现金净流量	-570.25	-581.83	-819.22	-452.39
营业税金及附加	4.73	5.74	6.50	13.75	筹资性现金净流量	547.44	521.23	-45.23	741.27
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	181.65	-24.72	-13.92	499.16
管理费用	54.88	77.53	72.21	149.73	财务分析指标				
财务费用	0.00	100.05	100.24	116.36		2011A	2012E	2013E	2014E
资产减值损失	2.71	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	25.60%	13.85%	11.47%	111.44%
营业利润	253.51	192.84	229.00	354.87	EBIT 增长率	-74.11%	48.22%	16.45%	30.70%
利润总额	192.80	222.02	268.84	354.87	EBITDA 增长率	-60.98%	27.84%	22.72%	29.10%
减：所得税	31.64	37.72	46.42	66.80	净利润增长率	-73.11%	22.44%	20.68%	7.19%
净利润	161.16	184.31	222.42	288.07	毛利率	42.24%	44.19%	42.99%	31.64%
减：少数股东损益	10.63	0.00	0.00	49.65	三费/销售收入	7.34%	20.86%	18.17%	13.26%
归属母公司股东净利润	150.53	184.31	222.42	238.43	EBIT/销售收入	25.79%	33.57%	35.07%	21.68%
资产负债表					EBITDA/销售收入	43.96%	49.37%	54.35%	33.18%
货币资金	529.92	542.05	528.13	1,027.29	销售净利率	20.07%	21.65%	23.44%	14.36%
应收和预付款项	271.06	284.11	256.69	1,342.15	ROE	9.26%	7.44%	8.22%	7.34%
存货	19.64	23.98	23.28	96.11	ROA	4.16%	4.12%	4.42%	4.17%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.08%	1.55%	1.30%	1.51%
长期股权投资	9.27	271.10	231.26	231.26	资产负债率	53.64%	41.92%	44.63%	51.13%
投资性房地产	23.30	22.36	21.43	20.50	投资资本/总资产	85.34%	87.53%	85.38%	78.53%
固定资产和在建工程	1,346.22	1,578.00	2,287.18	2,544.50	带息债务/总负债	78.24%	85.69%	72.45%	60.80%
无形资产和开发支出	1,587.60	1,548.83	1,530.12	1,508.68	总资产周转率	0.22	0.20	0.20	0.34
其他非流动资产	79.33	83.22	70.11	57.00	固定资产周转率	0.64	0.73	0.66	0.99
资产总计	3,865.55	4,473.68	5,028.39	6,907.69	应收账款周转率	13.55	21.61	19.21	18.12
短期借款	15.00	0.00	18.71	90.04	存货周转率	42.00	39.03	40.16	33.61
应付和预收款项	385.30	205.72	555.54	1,321.85	业绩和估值指标				
长期借款	1,607.08	1,607.08	1,607.08	2,057.08	EBIT（百万元）	192.80	285.77	332.78	434.93
其他负债	65.94	62.62	62.62	62.62	EBITDA（百万元）	328.71	420.22	515.71	665.79
负债合计	2,073.31	1,875.41	2,243.95	3,531.58	NOPLAT（百万元）	2.06	51.28	50.98	64.99
股本	325.28	416.60	416.60	456.31	净利润（百万元）	160.71	184.31	222.42	288.07
资本公积	319.24	900.55	904.14	1,168.02	EPS	0.463	0.442	0.534	0.523
留存收益	976.77	1,161.08	1,383.50	1,621.93	BPS	4.984	5.949	6.491	7.114
归属母公司股东权益	1,621.30	2,478.23	2,704.24	3,246.26	PE	13.22	13.83	11.46	11.71
少数股东权益	171.73	0.00	0.00	49.65	PB	1.23	1.03	0.94	0.86
股东权益合计	1,793.03	2,478.23	2,704.24	3,295.90	PS	2.66	3.00	2.69	1.39

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告分析师在此声明,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,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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。

本报告仅提供给华融证券股份有限公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归华融证券股份有限公司所有。未获得华融证券股份有限公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

华融证券市场研究部及其研究员认为本报告所载资料来源可靠,但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。

华融证券及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真:010-58568159

网址: www.hrsec.com.cn