

南海发展 (600323.SH)**燃气水务行业**

评级：增持 维持评级

业绩点评

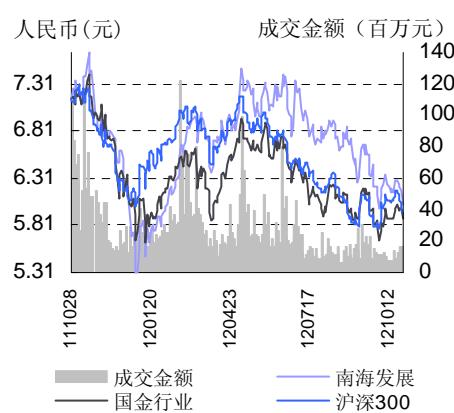
市价（人民币）：6.04元

业绩稳健，防御性价值突出

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)	34.99
年内股价最高最低(元)	7.64/5.31
沪深 300 指数	2247.91
上证指数	2066.21

**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	0.362	0.421	0.504
每股净资产(元)	5.63	4.98	4.26	4.48	4.79
每股经营性现金流(元)	0.83	0.63	0.72	0.79	0.87
市盈率(倍)	8.00	18.25	16.71	14.34	11.98
行业优化市盈率(倍)	50.66	19.65	12.08	12.08	12.08
净利润增长率(%)	438.90%	-73.11%	39.54%	16.50%	19.72%
净资产收益率(%)	36.59%	9.26%	8.49%	9.40%	10.54%
总股本(百万股)	271.07	325.28	579.24	579.24	579.24

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布12年三季报，符合预期：

- 前三季度，公司实现营业收入 656.47 百万元，同比增长 25.14%；实现归属于上市公司股东的净利润 160.23 百万元，同比增长 30.30%；实现基本每股收益 0.28 元。
- 第三季度，公司实现营业收入 238.31 百万元，同比增长 11.09%；实现归属于上市公司股东的净利润 62.52 百万元，同比增长 40.09%；实现基本每股收益 0.11 元。

经营分析

- **业绩稳健，同期基数原因至管理费用降低：**公司前三季度业绩基本符合预期，在固废业务的推动下收入实现了稳定增长，综合毛利率由于供水业务的拖累有所下滑，在累计财务费用继续大幅提升的情况下，由于管理费用降低明显，加上收购南海燃气带来的投资收益，使得净利率小幅提升。
- **南海燃气贡献稳定投资收益，期待进一步完成控股：**公司目前已经完成了对南海燃气 25% 股权的收购，并且通过对南海燃气单方增资的方式，使其持股比例从 25% 提高至 40%（尚未完成工商变更），未来两年内承诺完成控股，根据投资收益判断，前三季度南海燃气完成 7184 万净利润，基本符合之前预测。

盈利调整

- 我们根据公司三季报情况，更新了公司的盈利预测，预测公司摊薄后 2012-2014 年 EPS 分别为 0.362 元、0.421 元和 0.504 元，净利润同比分别增长 39.54%、16.50% 和 19.21%。

投资建议

- 公司目前股价对应 17X12PE 和 14X13PE，处于目前市场水务运营企业的平均估值水平，但是考虑到公司未来继续收购南海燃气股权以及 13 年底绿电一厂改扩建带来较为确定的内生性增长，目前价位公司的防御性价值突出，但是考虑到公司目前业务仍局限于南海地区，未来估值能否提升仍需看外延式扩张的实际进展。

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

事件：公司公布 12 年三季报

■ 公司公布 12 年三季报，符合预期：

- 前三季度，公司实现营业收入 656.47 百万元，同比增长 25.14%；实现归属于上市公司股东的净利润 160.23 百万元，同比增长 30.30%；实现基本每股收益 0.28 元。
- 第三季度，公司实现营业收入 238.31 百万元，同比增长 11.09%；实现归属于上市公司股东的净利润 62.52 百万元，同比增长 40.09%；实现基本每股收益 0.11 元。

我们的分析与点评

业绩稳健，同期基数原因致管理费用降低明显

- 公司前三季度业绩基本符合预期，在固废业务的推动下收入实现了稳定增长，综合毛利率由于供水业务的拖累有所下滑，在累计财务费用继续大幅提升的情况下，由于管理费用降低明显，加上收购南海燃气带来的投资收益，使得净利率小幅提升。
- 收入稳定增长：三季度单季收入增速 11.09%，较前两季度增速有所下滑，主要是绿电二厂项目于去年 7 月投运开始贡献收入，因此前两季度由于基数原因增速较快，前三季度累计收入增速为 25.14%。
- 净利润增速显著提升：三季度单季净利润增速 42.56%，较前两季度增速明显提升，在毛利率下滑的情况下，主要由于管理费用降低明显，以及收购南海燃气和绿电股权导致的投资收益大幅提升以及少数股东权益减少所致，前三季度累计净利增速 30.30%。
 - 1) 财务费用：由于绿电二厂去年 7 月投产，工程占用借款利息停止资本化以及公司发债计提利息增加，公司前三季度累计财务费用较同期大幅增加 32.58 百万元，财务费用率提升 3.3 个百分点，三季度单季基本保持稳定。
 - 2) 管理费用：公司前三季度累计管理费用较同期减少 5.12 百万元，三季度单季大幅减少 11.99 百万元，我们判断主要由于同期将高新技术企业科研费用计入了管理费用导致基数过高，而本期由于会计准则变化而未被计入。
 - 3) 投资收益：公司的投资收益主要来自收购的南海燃气 25% 股权，前三季度累计实现了 17.96 百万元，基本符合之前的盈利预期，同时公司已经对南海燃气通过单方增资的方式使其持股比例从 25% 提高至 40%，后期投资收益仍将继续提升。

图表1：南海发展单季情况（单位：百万元）

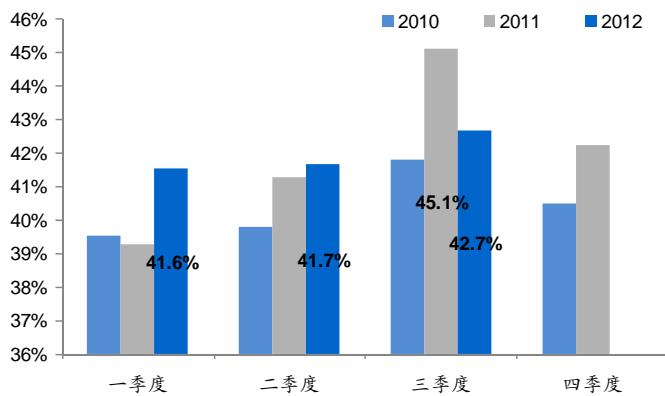


图表2：南海发展单季扣非净利润（单位：百万元）

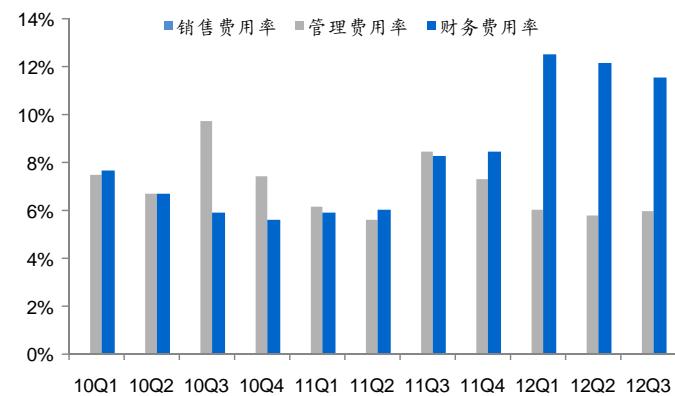


来源：同花顺，国金证券研究所

- 毛利率略有下滑：前三季度累计毛利率为 42.7%，较同期下滑 2.5 个百分点，我们判断主要由于供水业务受到价格调节基金、折旧增加导致成本上升，从而毛利率下滑过多，而污水业务和固废业务基本保持相对稳定的水平。

图表3：南海发展累计毛利率变化


来源：同花顺，国金证券研究所

图表4：南海发展累计期间费用率变化

图表5：南海发展财务分析表

单位：百万元	2010年				2011年				2012年				
项目	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	YOY	
财务数据分析													
营业收入	118.37	258.80	415.17	595.31	150.78	310.07	524.59	747.70	201.96	418.16	656.47	25.14%	
-营业成本	71.58	155.81	241.59	354.10	91.54	182.08	287.88	431.88	118.01	243.80	376.39	30.75%	
=毛利	46.79	103.00	173.59	241.21	59.24	127.99	236.71	315.82	83.95	174.36	280.08	18.32%	
-营业税金及附加	0.79	1.80	2.99	4.51	0.96	2.03	3.42	4.73	1.08	2.36	3.65	6.85%	
-销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	--	
-管理费用	8.89	17.43	40.56	44.22	9.33	17.42	44.40	54.88	12.23	24.30	39.28	-11.53%	
-财务费用	9.12	17.34	24.61	33.41	8.92	18.75	43.40	63.40	25.32	50.82	75.98	75.07%	
-资产减值准备	0.00	0.00	0.00	1.07	0.00	0.00	0.00	0.00	2.71	0.00	0.00	0.00	--
+公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	--	
+投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.44	1.47	1.47	0.23	3.73	10.51	17.96	--	
+营业外收支	0.50	0.85	585.69	586.70	1.18	1.85	4.40	2.47	0.60	0.75	1.19	-72.93%	
=利润总额	28.50	67.28	691.11	744.71	42.65	93.10	151.37	192.80	49.65	108.15	180.32	19.13%	
-所得税费用	7.22	16.96	173.25	183.22	5.94	12.91	23.24	32.09	6.20	9.49	18.47	-20.56%	
-少数股东损益	0.42	1.19	2.02	3.33	0.97	1.85	5.15	10.63	0.30	0.95	1.62	--	
=净利润	20.85	49.13	515.84	558.15	35.74	78.34	122.97	150.08	43.15	97.71	160.23	30.30%	
每股基本收益	0.08	0.18	1.90	2.06	0.13	0.29	0.38	0.46	0.13	0.20	0.28	--	
财务比例分析													
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	--	
-营业成本	60.47%	60.20%	58.19%	59.48%	60.71%	58.72%	54.88%	57.76%	58.43%	58.30%	57.34%	2.46%	
=毛利	39.53%	39.80%	41.81%	40.52%	39.29%	41.28%	45.12%	42.24%	41.57%	41.70%	42.66%	-2.46%	
-营业税金及附加	0.67%	0.69%	0.72%	0.76%	0.64%	0.66%	0.65%	0.63%	0.53%	0.56%	0.56%	-0.10%	
-销售费用	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
-管理费用	7.51%	6.74%	9.77%	7.43%	6.19%	5.62%	8.46%	7.34%	6.06%	5.81%	5.98%	-2.48%	
-财务费用	7.71%	6.70%	5.93%	5.61%	5.92%	6.05%	8.27%	8.48%	12.54%	12.15%	11.57%	3.30%	
-资产减值准备	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
+公允价值变动损益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
+投资收益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	0.47%	0.28%	0.03%	1.85%	2.51%	2.74%	2.46%	
+营业外收支	0.43%	0.33%	141.07%	98.55%	0.78%	0.60%	0.84%	0.33%	0.30%	0.18%	0.18%	-0.66%	
=利润总额	24.07%	25.99%	166.46%	125.10%	28.28%	30.02%	28.85%	25.79%	24.59%	25.86%	27.47%	-1.39%	
-所得税费用	6.10%	6.55%	41.73%	30.78%	3.94%	4.16%	4.43%	4.29%	3.07%	2.27%	2.81%	-1.62%	
-少数股东损益	0.36%	0.46%	0.49%	0.56%	0.64%	0.60%	0.98%	1.42%	0.15%	0.23%	0.25%	-0.74%	
=净利润	17.62%	18.98%	124.25%	93.76%	23.70%	25.26%	23.44%	20.07%	21.37%	23.37%	24.41%	0.97%	

来源：同花顺，国金证券研究所注：每股基本收益未按当前股本摊薄

南海燃气贡献稳定投资收益，期待进一步完成控股

- 公司目前已经完成了对南海燃气 25%股权的收购，并且通过对南海燃气单方增资的方式，使其持股比例从 25%提高至 40%。
- 截至目前，公司已于南海燃气另外两位股东签署《增资协议》，但增资款尚未支付，工商登记变更手续尚未完成。
- 公司之前已与公资委签订协议，约定在公司收购南海燃气发展公司股权后的两年内，将通过增资或受让股权的方式使公司的持股比例达到 51%以上，成为南海燃气发展公司的实际控股方，后续期待公司进一步完成对南海燃气的控股。

- 根据预测，未来3年，南海燃气发展公司平均销售收入预计超过10亿元，年净利润预计超过1亿元，业绩增厚明显。
- 12年前三季度，根据投资收益来测算，南海燃气实现净利润7184万元，基本符合之前预测。

更新盈利预测，估值优势明显，防御性价值突出

- 我们根据公司三季报情况，更新了公司的盈利预测，预测公司摊薄后2012-2014年EPS分别为0.362元、0.421元和0.504元，净利润同比分别增长39.54%、16.50%和19.21%。
- 公司目前股价对应17X12PE和14X13PE，处于目前市场水务运营企业的平均估值水平，但是考虑到公司未来继续收购南海燃气股权以及13年底绿电一厂改扩建带来较为确定的内生性增长，目前价位公司的防御性价值突出，但是考虑到公司目前业务仍局限于南海地区，未来估值能否提升仍需看外延式扩张的实际进展。

图表6：南海发展估值表

股票代码	股票名称	动态市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元/股)			PE		
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
600008	首创股份	89.32	4.06	0.238	0.280	0.326	17.06	14.50	12.45
600874	创业环保	64.37	4.51	0.193	0.210	0.230	23.37	21.48	19.61
600187	国中水务	32.94	7.71	0.154	0.226	0.260	50.06	34.12	29.65
000598	兴蓉投资	82.37	7.14	0.509	0.631	0.728	14.03	11.32	9.81
600461	洪城水业	21.91	6.64	0.299	0.421	0.463	22.21	15.77	14.34
601158	重庆水务	251.52	5.24	0.335	0.370	0.410	15.64	14.16	12.78
601199	江南水务	28.64	12.25	0.512	0.633	0.733	23.93	19.35	16.71
平均市盈率							18.67	16.48	
600323	南海发展	34.99	6.04		0.362	0.421		16.69	14.35

来源：朝阳永续，国金证券研究所注：股价为12年10月26日收盘价

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
九江	狮山镇松岗污水处理厂(二期)	3	2010年4月试运行
	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
罗村	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
里水	罗村务庄污水处理厂	1	2010年8月正式运营
	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
西樵	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

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
买入	0	0	1	3	6
增持	0	1	1	4	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.67	1.60	1.63

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 2011-10-19	增持	6.46	13.00 ~ 13.30
2 2011-10-31	增持	7.26	N/A
3 2012-05-01	增持	6.81	N/A
4 2012-08-26	增持	6.72	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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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