

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

自来水业务稳定增长，污水和固废处理业务发展迅速

——南海发展(600323)调研简报

核心观点

近期，我们调研了南海发展，与公司高管就公司发展情况进行了交流。

1、自来水水价还有上调空间，供水区域逐渐扩大。2010年年初，南海地区提高了水价，但南海区水价在广东省仍然处于较低水平，还有进一步上调空间。公司的供水区域还会进一步向南海各乡镇延伸，带动公司供水量增长。

2、污水处理业务实现了跨越式发展。2010年年初公司污水处理能力为23万立方米/日，目前公司正在运营或已建成具备运营条件的污水处理项目设计规模为47.8万立方米/日，正在洽谈中的拟建设的污水处理项目8万立方米/日。公司获取南海区内16间污水处理厂项目的BOT或TOT特许经营权，各项目完成后，公司污水处理能力将达到55.8万立方米/日，污水处理业务实现了跨越式发展。

3、固废处理业务全面开花。公司焚烧发电一厂项目2006年起由公司委托运营，垃圾处理能力为400吨/日。目前在建的为二期项目和一期改建项目，二期垃圾处理能力为1500吨/日，目前正加紧推进，预计2010年底建成投产。一期改扩建项目垃圾处理能力1500吨/日，预计2012年建成。预计二期项目和一期项目全部建成投产后，年垃圾处理量将达到100万吨，年上网电量将达到2.224亿度，垃圾发电收入将达到2.6亿元，贡献净利润将达到3000万元左右。垃圾发电还享受免征营业税和增值税即征即返的优惠税收政策。公司另外一大看点是南海区垃圾运转项目，是南海垃圾焚烧发电项目配套工程。预计垃圾运转项目建成后将为公司贡献净利润超过2000万元。

4、估值和盈利预测。预计2010-2012年营业收入分别为5.04、6.12、6.62亿元，对应每股收益分别为1.92、0.63、0.71元，对应市盈率为8、26、23倍，维持公司“推荐-A”评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	465.2	503.6	612.6	662.6
同比增速(%)	10%	8%	22%	8%
净利润(百万)	103.6	520.6	171.7	193.0
同比增速(%)	8%	403%	-67%	12%
EPS(元)	0.38	1.92	0.63	0.71
P/E	42	8	26	23

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	27106.84
流通A股(万股)	19441.07
52周内股价区间(元)	8.33-16.39
总市值(亿元)	43.91
总资产(亿元)	21.30
每股净资产(元)	3.72
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员：巩俊杰

电话：010-84183316
Email：gongjunjie@guodu.com
执业证书编号：S0940208040096

联系人：鲁儒敏

电话：010-84183246
Email：lurumin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

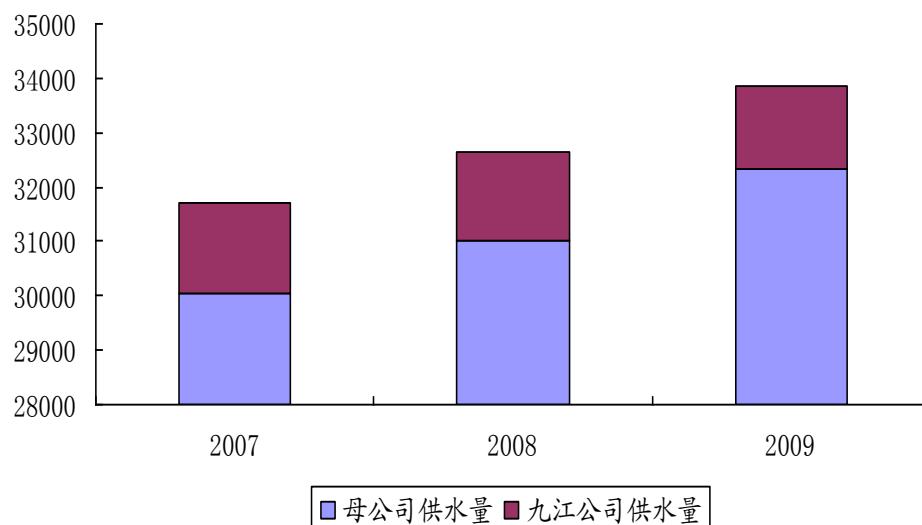
近期，我们调研了南海发展，与公司高管就公司发展情况进行了交流。

一、自来水水价还有上调空间，供水区域逐渐扩大

2010 年年初，南海地区提高了水价。南海发展趸售给镇级和村级自来水公司的价格每立方米分别提高 0.135 元和 0.2 元；公司直供价格和公司下属的佛山市南海九江自来水有限公司、佛山市南海罗村水务有限公司也上调了水价，本次价格平均上调幅度达到了 20%；但是南海区水价在广东省仍然处于较低水平，还有进一步上调空间。公司的供水区域还会进一步向南海各乡镇延伸，带动公司供水量增长。

供水业务是公司基础的收入和利润来源，占公司 09 年营业收入的 81%。2007-2009 年，公司总供水量分别是 31723、32645、33866 万立方米，年均增长率为 3.4%。公司供水业务 85%以上为趸售用水，在此销售模式下，非直接面对终端消费者，因此管网的漏损率较低，最近 3 年，直接面向乡镇自来水公司售水的母公司水损率只有 5.14%，7.47%、5.06%；而直接面对终端消费者的九江公司水损率分别为 19.49%、20.62%、16.40%。

图 1：公司 2007-2009 年总供水量



数据来源：公司公告、国都证券

二、污水处理业务实现了跨越式发展

2010 年年初公司污水处理能力为 23 万立方米/日，目前公司正在运营或已建成具备运营条件的污水处理项目设计规模为 47.8 万立方米/日，正在洽谈中的拟建设的污水处理项目 8 万立方米/日。公司获取南海区内 16 间污水处理厂项目的 BOT 或 TOT 特许经营权，各项目完成后，公司污水处理能力将达到 55.8 万立方米/日，污水处理业务实现了跨越式发展。

表 1：公司已经建成的污水处理项目

镇街	项目名称	规模	本公司开始运营的时间
罗村	罗村污水处理有限公司	0.5 万立方米/日	2008 年 1 月
	罗村污水处理厂二期	0.5 万立方米/日	于 2009 年 12 月进水调试
	罗村务庄污水处理厂	1 万立方米/日	2010 年 6 月底试运行
里水	里水镇和桂工业园污水处理厂	0.5 万立方米/日	于 2009 年 4 月接管运营
	里水镇城区污水处理厂（一期）	1.2 万立方米/日	于 2009 年 4 月接管运营
	里水城区污水处理厂二期	2.8 万立方米/日	预计 2010 年 6 月底试运行
九江	里水和顺城区污水处理厂一期	2 万立方米/日	预计 2010 年 6 月底试运行
	九江明净污水处理厂一期	2 万立方米/日	2009 年 9 月底试运行
	九江明净污水处理厂二期	3 万立方米/日	2010 年 6 月底试运行
西樵	西樵樵泰污水厂一期	2 万立方米/日	2010 年 6 月底试运行
大沥	大沥镇城西污水处理厂（一期）	5 万立方米/日	2010 年 6 月底试运行
桂城	平洲污水处理厂（一期）	5 万立方米/日	2005 年 12 月
	平洲污水处理厂二期	5 万立方米/日	2009 年 4 月
	狮山镇松岗污水处理厂	1 万立方米/日	2008 年 12 月
狮山	狮山东南污水处理厂一期	5 万立方米/日	2009 年 12 月进水调试
	狮山小塘污水处理厂	4 万立方米/日	
	狮山官窑污水处理厂一期	1 万立方米/日	2010 年 6 月底试运行
丹灶	狮山镇松岗污水处理厂（二期）	3 万立方米/日	
	丹灶横江污水处理厂	0.3 万立方米/日	2006 年 10 月
	丹灶横江污水处理厂	1 万立方米/日	2009 年 9 月底试运行
	丹灶城区污水处理厂	1 万立方米/日	2009 年 12 月进水调试
	丹灶镇金沙城北污水处理厂一期	1 万立方米/日	2010 年 6 月底试运行
小计		47.8 万立方米/日	——

资料来源：公司公告，国都证券

表 2：公司在建污水处理项目

镇街	项目名称	规模
桂城	平洲污水处理厂（三期）	6 万立方米/日
里水	里水镇洲村禹门污水处理厂	2 万立方米/日
合计		8 万立方米/日

资料来源：公司公告，国都证券

2007-2009 年，公司污水处理业务收入分别为 2778、3310、4794 万元，占公司收入比重分别为 10% 左右。随着公司污水处理项目全部建成投产，污水处理收入将趋于稳定。

三、固废处理业务全面开花

公司焚烧发电一厂项目 2006 年起由公司委托运营，垃圾处理能力为 400 吨/日。目前在建的为二期项目和一期改建项目，二期垃圾处理能力为 1500 吨/日，目前正加紧推进，预计 2010 年底建成投产。一期改扩建项目垃圾处理能力 1500 吨/日，预计 2012 年建成。南海区目前每天约产生生活垃圾 2700 吨，预计到 2012 年将达到 3500 吨/日。佛山地区垃圾处理能力也有所欠缺，因此，公司垃圾份焚烧发电项目产能将能得到充分保障。

垃圾发电经营收入由两部分构成，一部分是垃圾处理费收入；一部分是售电收入。垃圾处理费执行 95 元/吨的标准，并且约定保底垃圾处理量。售电收入二厂电价执行 0.689 元/度，一厂改扩建后电价 0.684 元/度。预计二期项目和一期项目全部建成投产后，年垃圾处理量将达到 100 万吨，年上网电量将达到 2.224 亿度，垃圾发电收入将达到 2.6 亿元，贡献净利润将达到 3000 万元左右。垃圾发电还享受免征营业税和增值税即征即返的优惠税收政策。

公司另外一大看点是南海区垃圾运转项目，是南海垃圾焚烧发电项目配套工程。包括压缩转运站站内设施的建设、站后运输系统建设和垃圾收运中转集控中心建设三大部分。收费模式：转运站前的生活垃圾由佛山市南海区市政管理局负责运送到各垃圾转运站。公司向佛山市南海区市政管理局收取垃圾转运服务费。生活垃圾压缩转运站具体规划站点共 10 个，总规模合共约 3600 吨/日。第一阶段：2010 年建成 4 个站点并投运。第二阶段：2012 年垃圾焚烧发电一厂改扩建完成投产时，完成其余站点建设并投运。目前该项目正按时推进。预计垃圾运转项目建成后将为公司贡献净利润超过 2000 万元。

污泥业务有望成为示范项目。污泥处理项目总设计规模日处理污泥 450 吨，分两期建设。一期建设规模为 300 吨/日，年处理脱水污泥 10 万吨，拟于 2011 年建成；二期建设规模为 150 吨/日，建设时间另行商定。预计污泥项目建成投产后将为公司贡献利润 1000 万元以上。公司的污泥处理项目受到国家部委的重视和支持，并且有望成为国家示范项目而得以在全国范围内推广。

四、估值和盈利预测

假定：

1、2010 年自来水业务供水量增长 3.5%，供水业务毛利率 40%；2011-2012 年自来水业务供水量年均增长 3%；

2、2010 年污水处理量增长 90%；2011-2012 年污水处理量增长 5%；

3、二期垃圾焚烧发电项目按时建成投产；2010 年垃圾运转项目达产率为 30%；

2010 年公司出让狮山羊房岗土地导致 2010 年业绩较好；预计 2010-2012 年营业收入分别为 5.04、6.12、6.62 亿元，对应每股收益分别为 1.92、0.63、0.71 元，对应市盈率为 8、26、23 倍，维持公司“推荐-A”评级。

表 3：南海发展盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	411.9	423.9	465.2	503.6	612.6	662.6
减： 营业成本	206.1	228.9	278.0	294.7	361.0	388.8
营业税金及附加	2.6	2.9	3.2	3.4	4.2	4.5
营业费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	34.5	35.4	33.5	36.3	44.1	47.7
财务费用	18.6	26.9	33.1	18.0	-4.8	-12.4
资产减值损失	0.2	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
加： 投资收益	4.5	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	-3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	151.0	129.3	117.1	151.3	208.2	234.1
加: 其他非经营损益	2.5	1.8	12.2	480.0	0.0	0.0
利润总额	153.6	131.1	129.3	631.3	208.2	234.1
减: 所得税	58.8	33.0	22.5	94.7	31.2	35.1
净利润	94.7	98.1	106.8	536.6	176.9	199.0
减: 少数股东损益	1.9	2.3	3.2	16.0	5.3	5.9
归属母公司股东净利润	92.9	95.8	103.6	520.6	171.7	193.0
每股收益 (EPS)	0.34	0.35	0.38	1.92	0.63	0.71
市盈率 (P/E)	47	46	42	8	26	23

资料来源：国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiadong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaibing@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com