

未来 3 年业绩年均增长率至少有 20%

推荐 维持评级

分析师: 冯大军 ✉: fengdajun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568837 执业证书编号: S0130110014638

1. 事件

2010 年 10 月 29 日,南海发展公布了 2010 年三季度报告。公司前三季度实现营业收入 4.15 亿元,同比增加 23.38%;实现归属于上市公司股东的净利润 5.16 亿元,同比增加 1405.73%;实现基本每股收益 1.903 元,同比增加 1405.73%;扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.286 元,同比减少 18.01%。

2. 我们的分析与判断

表 1: 公司 2007Q3-2010Q3 盈利指标对比

	2010Q3	2009Q3	2008Q3	2007Q3
营业收入 (万元)	41517	33649	31340	30032
Yoy	23.38%	7.37%	4.36%	
综合毛利率	41.81%	45.87%	49.33%	52.35%
管理费用/营业收入	9.77%	6.96%	7.24%	7.99%
财务费用/营业收入	5.93%	7.12%	6.28%	4.57%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司前三季度营业收入同比增长 23.38%, 主要原因是供水价格上涨以及新建污水处理厂投产运营, 预计到 2010 年底, 公司污水处理规模将达到 55.8 万吨/日。我们预测公司自来水供应业务 2010 年的增长率为 27.87%, 2011-2012 年的年均增长率约为 6%; 公司污水处理业务 2010 年的增长率为 56.76%, 2011-2012 年的增长率分别约为 25%和 15%。

固废处理是公司未来 3 年业绩的主要增长点。(1) 公司投资 6.5 亿元建设处理能力为 1500 吨/日的垃圾焚烧发电二厂, 预计 2011 年投产运营; 投资 7.5 亿元扩建处理能力为 1500 吨/日的垃圾焚烧发电一厂, 预计 2013 年投产运营。我们预测 2010-2012 年公司实际的垃圾日处理量分别为 400 万吨、1000 万吨和 1900 万吨, 垃圾焚烧发电收入增长率分别为 4%、150%和 90%。(2) 公司投资 3.3 亿元建设总规模为 3600 吨/日的 10 个垃圾压缩转运站, 预计 2011 年有 4 个投产运营。我们预测 2011-2012 年公司实际日转运垃圾量为 1080 吨、2520 吨, 垃圾转运收入分别为 3900 万元和 9100 万元。(3) 公司投资 2.07 亿元建设总规模为 450 吨/日的污泥处理厂, 其中一期投资 1.34 亿元, 建设规模为 300 吨/日, 预计 2012 年投产运营。我们预测 2012 年公司污泥处理收入约为 3000 万元。(4) 公司自来水和污水处理在本地区的发展基本饱和, 同时公司的异地扩张能力有限, 因此水务业务未来增长将比较缓慢。

3. 投资建议

我们预测公司 2010-2012 年营业收入分别为 6.0 亿元、7.3 亿元、9.2 亿元; 每股收益分别为 2.04 元 (其中营业利润 EPS 0.42 元, 土地转让收益 EPS1.62 元)、0.57 元和 0.71 元; 扣除今年土地收益, 当前动态 PE 分别为 42X、31X、25X。我们认为公司未来 3 年业绩年均增长率至少有 20%, 目前估值相对偏低, 因此维持公司的“推荐”投资评级。

表 2: 主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	424	465	604	731	919
EBITDA (百万元)	221	232	266	341	433
净利润 (百万元)	96	104	552	155	192
摊薄 EPS (元)	0.35	0.38	2.04	0.57	0.71
PE(X) (P=17.97 元)	50.86	47.03	8.82	31.42	25.38
PB(X) (P=17.97 元)	5.17	4.83	3.59	3.35	3.09
ROIC	7.32%	6.41%	5.80%	6.42%	7.20%
总资产周转率	27.06%	24.08%	25.38%	24.32%	25.01%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 公司自来水价格 2010 年 1 月 1 日调整前后对比

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 (单位: 元/吨, 不包括污水处理费)

表 4: 公司 2010 年预计投产的污水处理厂

名称	设计处理产能 (万吨/日)
里水城区污水处理厂二期	2.8
里水和顺城区污水处理厂一期	2
罗村务庄污水处理厂	1
九江明净污水处理厂二期	3
狮山小塘污水处理厂	4
狮山官窑污水处理厂一期	1
西樵樵泰污水厂一期	2
狮山镇松岗污水处理厂 (二期)	3
大沥镇城西污水处理厂 (一期)	5
丹灶镇金沙城北污水处理厂一期	1
合计	24.8

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 5: 主营业务盈利预测

主营业务		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
自来水供应	收入 (万元)	35682	35972	37726	48241	51136	54204
	Yoy		0.81%	4.88%	27.87%	6.00%	6.00%
	成本 (万元)	17388	19477	22970	29784	31193	32522
	毛利率	51.27%	45.86%	39.11%	38.26%	39.00%	40.00%
污水处理	收入 (万元)	2778	3310	4794	7515	9394	10803
	Yoy		19.17%	44.83%	56.76%	25.00%	15.00%
	成本 (万元)	1949	1738	2764	4567	5636	6374
	毛利率	29.81%	47.49%	42.34%	39.23%	40.00%	41.00%
垃圾焚烧发电	收入 (万元)	1806	1872	2313	2405	6013	11424
	Yoy		3.65%	23.55%	4.00%	150.00%	90.00%
	成本 (万元)	769	1104	1141	1251	3247	6283
	毛利率	57.40%	41.04%	50.68%	48.00%	46.00%	45.00%
垃圾转运	收入 (万元)					3900	9100
	Yoy						133.33%
	成本 (万元)					1950	4550
	毛利率					50.00%	50.00%
污泥处理	收入 (万元)						3000
	Yoy						
	成本 (万元)						1800
	毛利率						40.00%
合计	收入 (万元)	40265	41153	44833	58161	70442	88531
	增长率		2.21%	8.94%	29.73%	21.11%	25.68%
	成本 (万元)	20107	22318	26875	35602	42026	51529
	毛利率	50.06%	45.77%	40.06%	38.79%	40.34%	41.80%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 6: 主营收入毛利率变动敏感性分析

		2010E	2011E	2012E
每股收益 (元)		2.04	0.57	0.71
主营收入变化率	+ 10%	2.08	0.69	0.95
	- 10%	2.00	0.46	0.51
毛利率变化率	+ 1 %	2.05	0.59	0.74
	- 1 %	2.02	0.55	0.68

资料来源: 中国银河证券研究部

表 7: 南海发展 (600323) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	151	123	181	219	276	营业收入	424	465	604	731	919
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	229	278	369	436	535
应收账款	17	15	19	24	30	营业税金及附加	3	3	4	5	6
预付款项	143	263	316	379	454	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	2	10	10	10	10	管理费用	35	33	42	51	64
存货	15	15	20	24	29	财务费用	27	33	47	69	98
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	844	1154	1130	1105	1079	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	307	205	225	245	265	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	129	117	140	170	215
无形资产	212	306	683	1336	1772	营业外收支净额	2	12	619	18	18
长期待摊费用	9	8	10	12	14	税前利润	131	129	759	188	233
资产总计	1733	2130	2626	3385	3961	减: 所得税	33	23	190	28	35
短期借款	310	140	35	228	346	净利润	98	107	569	160	198
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	96	104	552	155	192
应付账款	35	82	61	72	88	少数股东损益	2	3	17	5	6
预收款项	20	28	34	41	50	基本每股收益	0.35	0.38	2.04	0.57	0.71
应付职工薪酬	11	15	16	18	19	稀释每股收益	0.35	0.38	2.04	0.57	0.71
应交税费	5	-7	6	7	8	财务指标					
其他应付款	59	71	78	86	94	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	2.90%	9.75%	29.73%	21.11%	25.68%
长期借款	218	612	838	1273	1567	EBIT 增长率	-7.12%	-3.88%	24.67%	27.16%	31.28%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	3.14%	8.15%	433.2%	-71.93%	23.76%
负债合计	749	1019	1147	1804	2253	盈利性					
股东权益合计	984	1111	1478	1581	1709	销售毛利率	45.99%	40.25%	38.79%	40.34%	41.80%
现金流量表						销售净利率	23.14%	22.95%	94.33%	21.86%	21.53%
净利润	98	107	569	160	198	ROE	10.16%	10.28%	40.67%	10.65%	12.16%
折旧与摊销	65	81	78	102	120	ROIC	7.32%	6.41%	5.80%	6.42%	7.20%
经营现金流	183	217	639	288	365	估值倍数					
投资现金流	-302	-441	-453	-753	-553	PE	50.86	47.03	8.82	31.42	25.38
融资现金流	208	196	-128	503	244	P/S	11.49	10.47	8.07	6.66	5.30
现金净变动	89	-28	58	38	56	P/B	5.17	4.83	3.59	3.35	3.09
期初现金余额	62	151	123	181	219	股息收益率	0.77%	0.78%	4.15%	1.17%	1.44%
期末现金余额	151	123	181	219	276	EV/EBITDA	24.30	24.50	21.70	18.64	15.50

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。

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）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独立财务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。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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908