

09 年业绩锁定，再融资提升长期盈利能力

——海陆重工(002255)调研简报

分析师

徐 超:

☎ (86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

要点:

- **投资建议:** 近期我们调研了海陆重工股份有限公司，跟公司交流了生产、经营情况。我们预测海陆重工 09、10 年将分别实现营业收入 10.5 亿元和 14.2 亿元，实现净利润分别为 1.1 亿元和 1.5 亿元，按增发摊薄后股本计算，每股收益分别为 0.81 和 1.10 元，目前股价对应的市盈率分别为 35 倍和 26 倍，PB 分别为 2.8 倍和 2.5 倍，给予公司“谨慎推荐”的投资评级，公司的非公开发行短期内会摊薄每股收益，但是长期将有利于公司盈利能力的提升。。
- **经营状况:** 受金融危机影响，09 年前 5 个月订单获取情况不太理想，但是目前已经环比明显好转，需求信息明显多起来。由于公司储备订单丰富，且订单预付金额高达 30%，取消或者推迟成本较高，所以公司上半年开工状况依然良好，基本处于满负荷生产状态。目前公司持有尚未开工订单 11 亿元左右。上半年公司实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 35%，净利润 4450 万元，下半年神华宁夏项目有接近 5 个亿的收入确认，09 全年业绩已经锁定。
- **行业前景:** 公司产品主要是余热锅炉，主要客户是钢铁、有色、水泥等高耗能行业，产品符合节能降耗的产业政策，前景非常好。公司的主要产品氧气转炉余热锅炉、有色冶金余热锅炉和干熄焦余热锅炉，2004-2006 年的累计市场占有率分别高达 94.95%、55.94%和 78.79%，处于行业领先地位。随着公司 IPO 募投项目的达产，公司产能进一步释放，业务规模将进一步扩大，后续业绩增长具备持续性。
- **管理层持股:** 公司的董事会、管理层大部分都是公司股东，2011 年 6 月后可逐步上市流通。良好的股东结构有利于公司的长远发展，而且短期内不构成减持压力。
- **再融资获批:** 公司的再融资计划最近获得了证监会有条件通过。公司将募集资金投向压力容器技改和核承压设备技改项目。再融资将进一步提升公司的制造能力，增强公司后续的盈利能力。
- **核电设备业务:** 公司目前核电业务主要是和上海第一机床合作，以委托加工的方式进行核电吊篮的粗加工，每套吊篮加工费在 380 万左右，毛利率超过 70%。目前在手订单超过 4000 万，公司拟通过再融资募投项目扩大吊篮加工产能以及进军核电 2、3 级承压设备的加工制造领域。

投资评级： 谨慎推荐

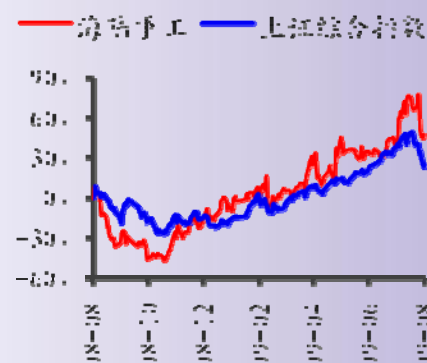
市场数据:

目前股价	28.3
总市值(亿元)	31.3
流通市值(亿元)	7.8
总股本(万股)	11070.0
流通股本(万股)	2770.0
12 个月最高/最低	34.5/10.15

公司盈利预测

	2008	2009E	2010E
营业收入(万)	75262	105367	142246
(+/-%)	13.9%	40.0%	35.0%
净利润	7466	11369	15142
(+/-%)	30.9%	52.3%	33.2%
摊薄每股收益	0.67	0.81	1.08
PE	41.9	35.0	26.3

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

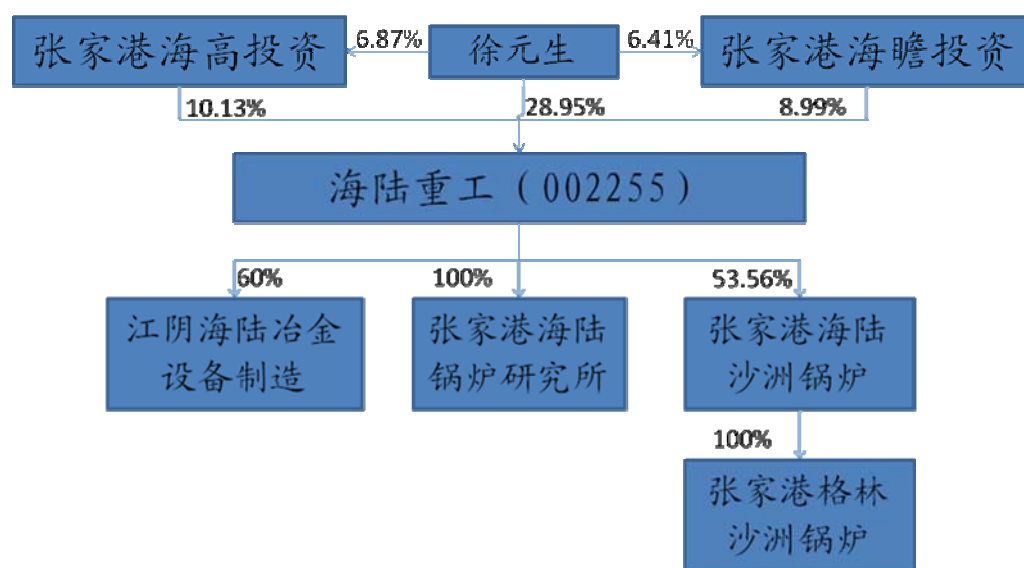


1. 公司介绍

公司是节能环保设备的专业设计制造企业，主要产品为余热锅炉系列产品、核承压设备及大型压力容器。公司是国内余热锅炉及大型压力容器设计与制造的重要基地之一，产品达到国际先进和国内领先水平，生产的余热锅炉广泛运用于钢铁、有色、建材、石化、化工、造纸、电力等行业。

公司的实际控制人是徐元生，股权结构如下图所示。公司董事会成员和管理层大多数是公司股东，上市锁定期为 3 年，2011 年 6 月之后才允许上市流通，优良的股东结构以利于公司的健康成长。

图 1：海陆重工实际控制人以及重要子公司

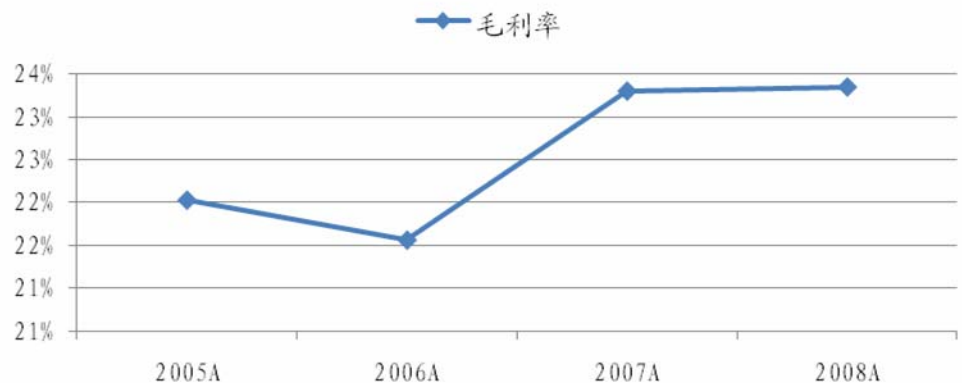


资料来源：公司年报，长城证券研究所整理

公司的毛利率稳定，一直维持在 23%左右，主要是由于业务模式的稳定。公司的每一笔订单金额都是在核算原材料、人工成本等的基础上留出一部分利润空间后确定的，毛利率没有太多的超预期情况，未来业绩保障主要体现在订单的数量上，目前公司尚未处理的订单金额在 11 个亿左右。09 年前 5 个月订单获取情况不乐观，但是目前环比已经呈现强复苏态势。



图 2：海陆重工毛利率情况



资料来源：公司年报，长城证券研究所整理

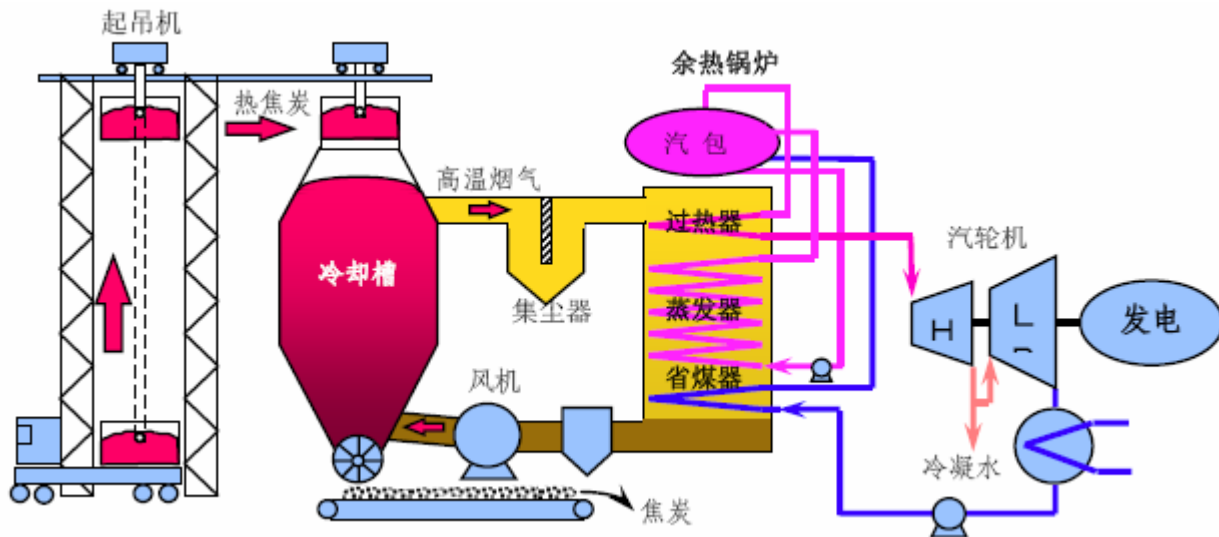
2. 主要业务

工业用余热锅炉

工业余热锅炉是最常用的余热锅炉，其应用范围覆盖了大部分工业领域。工业余热锅炉技术参数根据工业余热的工况参数以及所产生蒸汽应用目的而定，通常为非标产品，需要按需定制。海陆重工的产品按应用领域划分，主要包括氧气转炉余热锅炉、有色冶金余热锅炉和干熄焦余热锅炉，2004-2006 年的累计市场占有率分别高达 94.95%、55.94%和 78.79%，处于行业领先地位。

余热锅炉属于节能环保产品，受到国家政策鼓励。以干熄焦余热锅炉为例，我们可以了解一下其社会效益和经济效益。干熄焦技术是近十年来国外黑色冶金联合企业和炼焦企业迅速发展起来的节能与环保新型技术之一。干熄焦余热锅炉作为干熄焦装置系统的重要组成部分，起着回收系统余热、减轻干熄焦对环境污染等作用。可回收利用红焦显热的 83% 左右，使炼焦过程的热效率提高 10 个百分点以上，平均每熄 1 吨红焦可回收 3.9MPa、450℃蒸汽 0.45~0.58t。与湿法熄焦相比，可降低由每吨红焦产生的约 0.5t 含有酚、氰化物和硫化物等有害物质的废蒸汽，具有防止环境污染的重要作用。同时，干熄焦技术可以省去湿法熄焦每吨红焦 0.5 吨的耗水量，可以节约大量的水资源。干法熄焦改善并提高了焦炭的物理、化学和机械性能，由于焦炭质量的提高，高炉生产中炼铁焦比降低 2%~2.5%，生产率提高 1%~2%。同时，干熄焦锅炉可回收热能，省去湿法熄焦的水泵、水处理费用，运行费用低，设备不受腐蚀，使用寿命长等等。干熄焦余热锅炉在国内现有焦化厂的改造中将有很大的市场潜力，一般来说，干熄焦余热锅炉的投资回收期在 3 年左右，目前炼焦行业的干熄焦比例不到 20%，市场前景非常看好。干熄焦余热锅炉工作原理如下图所示：

图 3：干熄焦余热锅炉示意图



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所整理

除工业锅炉以外，公司还新开拓了垃圾焚烧炉市场，上半年中标青岛 3 台设备，合同金额 3700 万左右，有望成为公司新的增长点。

压力容器

公司力争在高端压力容器领域有所建树，压力容器技改是目前正在进行的非公开发行融资的投资方向之一。

公司拥有 A 级锅炉、A1、A2 级压力容器设计资格证与制造许可证，美国机械工程师学会（ASME）的“S”、“U”钢印和授权证书，在压力容器领域有不错的历史业绩，曾经完成了国内首台国产化 8 万吨/年苯乙烯第一、二脱氢反应器的研制；完成了美国 SES 公司在国内首台低压煤气化装置气化炉的研制。公司目前为神华宁煤公司煤制烯烃项目生产的 C3 分离塔单台重量 2000 吨以上，材质为 16MnR，筒体壁厚 95mm，内径 8m，高度超过 100m。

到目前为止，公司已承接大型及特种材质压力容器订单金额超过 5 亿元。

图 4：神华宁煤公司煤制烯烃项目生产的 C3 分离塔



资料来源：长城证券研究所整理

神华项目的压力容器目前已经进入调试阶段，合同金额接近 5 亿元，09 年将确认收入，保障了今年业绩。

核电设备

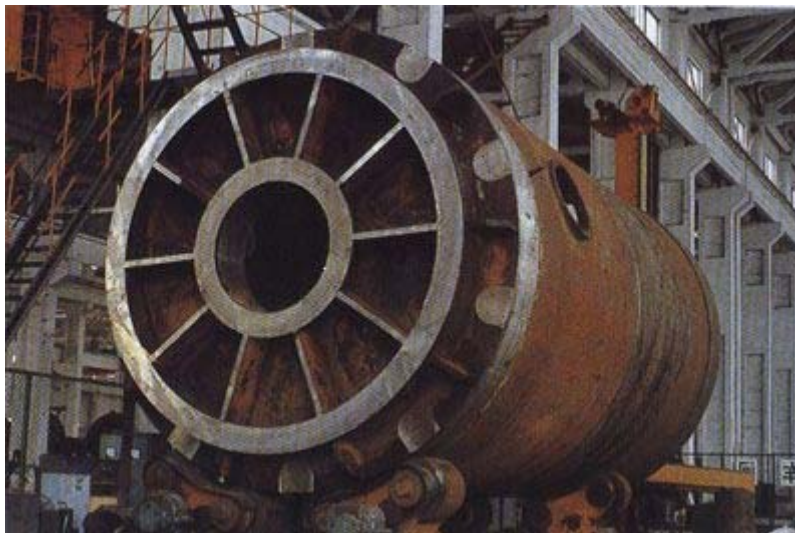
公司在核电领域主要与上海第一机床厂合作，采取来料加工的方式进行核电堆内构件吊篮筒体的粗加工，目前已经服务过的核电项目包括巴基斯坦恰希玛 2 期工程、

秦山 2 期扩建工程、广东岭澳 2 期工程。

公司的发展战略是继续与第一机床厂合作吊篮筒体制造，同时也开拓核 2、3 级承压设备的制造。目前公司在手核电设备订单超过 4000 万元，其中吊篮 6 套，每套 380 万左右，高温气冷堆设备 2 套，每套 1000 万元左右。

核电设备技改也是公司增发融资的募投项目之一，项目达产后，公司可以新增年产大型和特种材质压力容器 1.6 万吨、堆内构件吊篮筒体 8 套、核级容器 100 套的设计生产能力。

图 5：核电吊篮筒体



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

3. 再融资获批，增长点拓宽

公司目前正在进行非公开发行股票融资，拟以不低于 21.3 元的价格发行不超过 3000 万股，融资方案已经获得证监会有条件通过。募集资金主要投向大型及特种材质压力容器制造和核承压设备制造技术改造项目。

表 1：拟投资技改项目

项目名称	项目备案文号	拟投资总额 (万元)	募集资金拟投入 额(万元)
大型及特种材质压力容器制造技术改造项目	张家港市经济贸易委员会 3205820901860-2	29,729.20	22,417.60
核承压设备制造技术改造项目	张家港市经济贸易委员会 3205820901861-1	15,053.60	12,472.90
合计		44,782.80	34,890.50



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

我们预计公司的增发项目将很快实施，募投项目达产后，公司的制造能力将再上一个台阶，为公司的长远发展打下基础。

4. 业绩预测和投资建议

我们了解了公司的业务开展情况，对 09、10 年业绩预测做出了如下基本假设：

1. 公司下半年将确认宁夏项目的收入，今年业绩锁定，预计 09 年营业收入 10.5 亿元。
2. 随着公司 IPO 募投项目的达产，预计 2010 年公司业务收入将继续增长。
3. 预计公司毛利率将稳定在 23%左右。
4. 公司非公开发行已经获批，我们假设公司以 24 元的价格发行 3000 万股，融资之后公司的财务费用将进一步减少。

我们预测海陆重工 09、10 年将分别实现营业收入 10.5 亿元和 14.2 亿元，实现净利润分别为 1.1 亿元和 1.5 亿元，按增发摊薄后股本计算，每股收益分别为 0.81 和 1.10 元，目前股价对应的市盈率分别为 35 倍和 26 倍，PB 分别为 2.8 倍和 2.5 倍，给予公司“谨慎推荐”的投资评级，公司的非公开发行短期内会摊薄每股收益，但是长期将有利于公司盈利能力的提升。

附表：财务报表预测及比例分析（假设以24元的价格发行3000万股）

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	75262	105367	142246	170695	成长性				
营业成本	57687	80817	109529	131435	营业收入增长	13.9%	40.0%	35.0%	20.0%
销售费用	1159	1754	2368	2841	营业成本增长	13.8%	40.1%	35.5%	20.0%
管理费用	5837	7404	9995	11994	营业利润增长	-6.2%	68.2%	33.7%	19.6%
财务费用	1215	-310	-622	-646	利润总额增长	-6.9%	67.2%	33.2%	19.3%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	30.9%	52.3%	33.2%	19.3%
营业利润	9197	15474	20696	24750	盈利能力				
营业外收支	216	262	262	262	毛利率	23.4%	23.3%	23.0%	23.0%
利润总额	9413	15736	20958	25012	销售净利率	9.9%	10.8%	10.6%	10.6%
所得税	567	2360	3144	3752	ROE	13.4%	8.1%	9.5%	10.0%
少数股东损益	1381	2006	2672	3189	ROIC	29.7%	29.0%	25.9%	24.1%
净利润	7466	11369	15142	18071	营运效率				
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	销售费用/营业收入	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
流动资产	112400	189624	207657	251493	管理费用/营业收入	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%
货币资金	27219	101896	88891	108975	财务费用/营业收入	1.6%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
应收帐款	15378	20457	27617	33141	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	664	1807	2439	2927	所得税/利润总额	6.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	61265	53532	72551	87061	应收帐款周转率	4.20	4.38	4.68	4.91
非流动资产	27909	39567	70182	71288	存货周转率	1.01	1.28	1.37	1.44
固定资产	21371	33231	64049	65358	流动资产周转率	0.50	0.53	0.62	0.63
资产总计	140309	229191	277838	322781	总资产周转率	0.41	0.42	0.47	0.50
流动负债	83474	87580	118413	142096	偿债能力				
短期借款	3730	0	0	0	资产负债率	60.4%	38.5%	42.9%	44.2%
应付款项	18930	23533	31894	38273	流动比率	1.35	2.17	1.75	1.77
非流动负债	1306	706	706	706	速动比率	0.61	1.55	1.14	1.16
长期借款	600	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	84780	88286	119120	142802	EPS	0.674	0.808	1.076	1.284
股东权益	55529	140904	158719	179979	每股净资产	5.02	10.01	11.28	12.79
股本	11070	14070	14070	14070	每股经营现金流	0.18	1.57	1.70	2.14
留存收益	39637	120007	135149	153220	每股经营现金/EPS	0.3	1.9	1.6	1.7
少数股东权益	4821	6828	9500	12689					
负债和权益总计	140309	229191	277838	322781	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	PE	41.9	35.0	26.3	22.0
经营活动现金流	1997	22060	23874	30040	PEG	1.22	1.34	1.36	-
其中营运资本减少	-11376	5289	-204	-70	PB	5.6	2.8	2.5	2.2
投资活动现金流	-4647	-15052	-36879	-9957	EV/EBITDA	25.92	21.39	15.09	12.07
其中资本支出	-4630	-15052	-36879	-9957	EV/SALES	4.23	3.78	2.80	2.34
融资活动现金流	23332	67670	0	0	EV/IC	7.93	8.10	4.78	4.58
净现金总变化	20681	74677	-13005	20083	ROIC/WACC	2.53	2.48	2.21	2.06
					REP	3.13	3.27	2.17	2.22

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

徐 超: 清华大学工学硕士, 注册国际投资分析师(CIIA), 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>