

海陆重工 (002255)

下半年更上一层楼

——2009 年中报点评

吕娟 吴昊
 021-38676139 0755-23976716
 lvjuan@gtjas.com wuh@gtjas.com

本报告导读： 中报业绩符合预期，下半年伴随大型压力容器和核电设备的收入确认，预计业绩将更上一层楼，全年达 1.04 元。

投资要点：

- 公司上半年营业收入、营业利润、净利润分别为 466、66、45 百万元，同比各增长 35.05%、57.66%、39.97%；毛利率、净利润率分别为 22.3%、9.56%，同比各变化-0.97、0.34 个百分点。中报 EPS0.4 元，符合预期。
- **营业收入增长的主要原因分析：**（1）募投项目产能释放；（2）大力拓展海外市场，凭借高性价比，出口同比大幅增长 218.99%。
- **营业利润增幅超过营业收入的主要原因分析：**去年年中 IPO 募集资金到位，今年贷款大幅减少，导致财务费用同比大幅降低 88.92%。
- **净利润增幅低于营业利润的主要原因分析：**去年同期国产设备投资抵免所得税 459 万元，而今年上半年没有抵免，导致所得税同比增长 267.34%。目前公司尚有 877 万元国产设备投资抵免所得税金额未使用。
- **下半年业绩更上一层楼，主要原因包括：**（1）2009 年公司有 5 个多亿元大型压力容器交付，上半年只确认了 6425 万元收入，预计绝大部分在下半年确认收入；（2）核电设备虽然上半年没有确认收入，但下半年预计将有 2000 万元左右的加工收入，且加工毛利率高达 70%左右。
- **新接订单情况：**随着下游钢铁、有色、焦化行业的盈利能力得到改善，余热锅炉新接订单出现环比增长；大型压力容器和核电设备也有拓展。
- **非公开发行项目：**公司计划募集不超过 3000 万股、不超过 4.5 亿元，用于大型及特种材质压力容器制造技改项目和核承压设备制造技改项目。一方面可以为公司拓展压力容器和核电设备市场准备充足产能，另一方面还可以降低业务过于集中在余热锅炉的风险。近期公司非公开发行项目已经获得证监会发审委有条件审核通过。
- **盈利预测及投资建议：**我们认为余热锅炉节能环保，市场不断有需求；大型压力容器广泛应用于炼油、化工存储、化肥等领域，市场潜力巨大；核电设备受益核电建设规模和核电设备国产化要求，可获较快增长。预计 09-11 年 EPS 分别为 1.04、1.31、1.54 元，若按非公开发行后股本上限计算，09-11 年 EPS 将被摊薄至 0.83、1.03、1.21 元。考虑公司业务的节能环保以及新能源特点，按照 30 倍 PE，目标价 31.2 元，谨慎增持。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	660.94	752.62	1,279.23	1,551.06	1,849.55
(+/-)%	32.26%	13.87%	69.97%	21.25%	19.24%
经营利润（EBIT）	103.49	104.12	165.09	208.28	239.89
(+/-)%	75.98%	0.61%	58.56%	26.16%	15.17%
净利润	57.04	74.66	115.10	144.82	170.49
(+/-)%	66.78%	30.89%	54.17%	25.82%	17.73%
每股净收益（元）	0.52	0.67	1.04	1.31	1.54
每股股利（元）	-	0.2	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	15.66%	13.83%	12.91%	13.43%	12.97%
市盈率	55.78	42.61	27.64	21.97	18.66
股息率（%）	-	0.70%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： 谨慎增持

上次评级： 中性

目标价格： ¥31.20

上次预测： ¥21.00

当前价格： 28.74

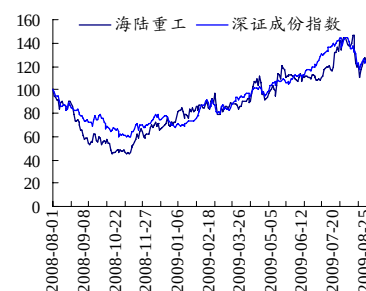
2009.08.28

交易数据

52 周内股价区间（元）	10.15 ~ 34.50
总市值（百万元）	3,182
总股本/流通 A 股（百万股）	111/28
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.25
日均成交量（百万股）	1.9
日均成交值（百万元）	41.8

资产负债表摘要（06/09）

股东权益（百万元）	590.61
每股净资产	4.78
市净率	6.01
资产负债率	56.60%

52 周内股价走势图**相关报告**

08 年业绩符合预期 09 年新接订单放缓

(09.03.17)

表1: 公司国产设备投资可抵免所得税情况

主体	可抵免所得税的国产设备投资额(万元)	可抵免所得税额(万元)	实际已抵免所得税额(万元)	尚有所得税未抵扣额(万元)
公司	3,021.16	1,208.46	458.52	749.95
子公司江阴海陆冶金设备制造有限公司	1,577.00	630.80	503.67	127.13
合计	4,598.16	1,839.26	962.18	877.08

表2: 非公开发行股票募集资金投向(单位: 万元)

序号	项目名称	拟投资总额	募集资金拟投入额
1	大型及特种材质压力容器制造技术改造项目	29,729.20	22,417.60
2	核承压设备制造技术改造项目	15,053.60	12,472.90
	合计	44,782.80	34,890.50

表3: 分业务盈利预测表

(单位: 万元)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2009H1
营业收入	39,975.07	49,971.03	66,093.61	75,262.29	127,923.04	155,105.99	184,954.73	46,559.27
同比增长		25.01%	32.26%	13.87%	69.97%	21.25%	19.24%	35.05%
营业成本	31,168.98	39,196.86	50,690.87	57,686.94	101,205.60	121,900.57	146,206.78	36,174.36
营业毛利	8,806.09	10,774.17	15,402.74	17,575.35	26,717.44	33,205.42	38,747.95	10,384.90
毛利率	22.03%	21.56%	23.30%	23.35%	20.89%	21.41%	20.95%	22.30%
余热锅炉及相关配套产品								
收入	39,641.82	48,371.07	64,862.65	73,008.47	83,959.74	96,553.70	111,036.75	39,429.85
同比增长		22.02%	34.09%	12.56%	15.00%	15.00%	15.00%	15.53%
成本	30,887.73	37,964.04	49,944.56	57,211.84	64,649.00	74,346.35	85,498.30	30,135.27
毛利	8,754.09	10,407.03	14,918.09	15,796.63	19,310.74	22,207.35	25,538.45	9,294.58
毛利率	22.08%	21.51%	23.00%	21.64%	23.00%	23.00%	23.00%	23.57%
核电吊篮产品								
收入		612.39	560.51	743.59	2,000.00	12,000.00	15,600.00	
同比增长				32.66%	20.00%	500.00%	30.00%	
成本		374.07	224.94	203.13	540.00	7,800.00	10,920.00	
毛利		238.32	335.57	540.464084	1,460.00	4,200.00	4,680.00	
毛利率		38.92%	59.87%	72.68%	73.00%	35.00%	30.00%	
大型压力容器								
收入					40,000.00	44,000.00	55,000.00	6425.43
同比增长						10.00%	25.00%	
成本					34,544.13	37,840.00	47,300.00	5,549.02
毛利					5,455.87	6,160.00	7,700.00	876.41
毛利率					13.64%	14.00%	14.00%	13.64%
材料销售等其他业务								
收入	333.25	987.57	670.45	1510.23	1,963.30	2,552.29	3,317.98	703.98
同比增长		196.35%	-32.11%	125.26%	30.00%	30.00%	30.00%	102.80%
成本	281.25	858.75	521.37	271.97	1,472.48	1,914.22	2,488.48	490.07
毛利	52	128.82	149.08	1238.26	490.83	638.07	829.49	213.91
毛利率	15.60%	13.04%	22.24%	21.00%	25.00%	25.00%	25.00%	30.39%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

作者简介:

吕娟: 河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc. Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com