



分析师

赵曦、王静

电话: 010-88085960 010-88085278

Email: zhaoxi@hysec.com

海陆重工 (002255)
增持(首次)

机械-新能源与节能 行业/年报点评



受益工业节能，未来三年增长可期

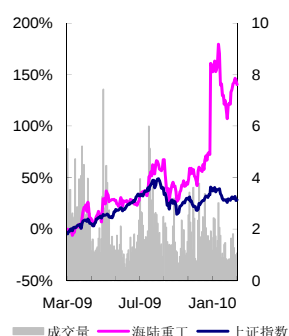
公司数据

总股本(万股)	12910
流通股(万股)	2770
每股净资产	8.12
主要股东	徐元生
主要股东持股比例	24.83%

交易数据

一年价格波动区间	19.25~57.1
半年绝对表现	61.91%
半年相对表现	62.23%
半年换手率	6.61%

市场表现



事件:

公司公布 09 年年报, 09 年实现营业收入 9.79 亿元, 同比增长 30.13%; 归属上市公司净利润 1.09 亿元, 同比增长 46.38%; 按照增发后摊薄股本重新计算每股收益为 0.85 元。情况稍好于此前公布的业绩快报的净利润同比增长 41.00%, 分配预案为每 10 股派 2 元。

点评:

压力容器收入确认推迟, 期间费用率的下降增厚业绩

公司的营业收入的增长主要来源于公司 IPO 募投项目的产能逐步释放, 09 年初签订的 5.37 亿元的大型压力容器的订单在 09 年确认的收入为 1.62 亿元, 该订单的其余部分将在今年确认。报告期内公司的综合毛利率为 23.91%, 在原材料钢材的价格波动幅度较大的情况下比 08 年略有上升; 而净利润增幅大于收入增幅的另一个重要原因是期间费用率的大幅下降, 其中由于成功增发节省了 1428 万的财务费用, 另外管理费用率降低了一个百分点至 6.78%。

公司产品所处行业前景广阔

在政策与经济效益的双重驱动下, 余热锅炉产品作为工业节能中的重点发展对象, 未来的市场空间仍然巨大; 在化工装置大型化、高效化过程中, 大型压力容器作为核心装备之一其需求也在逐步扩大; 公司的核电产品在核电行业装机容量迅速扩张和公司作为上海第一机床厂的唯一合作伙伴的情况下, 未来的订单增长具备保障。

核电产品和压力容器是公司未来三年主要增长点

公司的三类主营产品余热锅炉及配套产品、大型压力容器和核电产品的收入在 09 年的占比分别为 81.2%、16.6%和 1.7%。随着定向增发募投项目的逐步建成达产, 将新增堆内构件吊篮筒体 8 套/年、核级容器 100 套/年和大型压力容器 1.6 万吨/年的产能。我们认为在行业情况良好的前提下, 公司的核

相关研究:

电产品和大型压力容器两类产品在未来三年将出现爆发式增长，成为公司主要的增长点。

受益节能环保，建议积极关注

我们对公司的三项业务分别做了预测，预计 10/11/12 年的总营业收入增速将达到 43%/36%/18%，每股收益分别为 1.15/1.55/1.84 元。公司目前股价对应 10/11/12 年市盈率分别为 42/31/26 倍，虽然短期内估值压力较大，但由于公司的三大业务均与节能环保相关，而且未来三年仍将保持高速增长，因此我们建议积极关注，首次给予“增持”评级。

表 1 海陆重工主要经营指标

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	752.62	979.42	1398.96	1899.95	2316.70
同比增长率	13.87%	30.13%	42.84%	35.81%	21.93%
净利润	74.66	109.29	148.27	200.70	237.76
同比增长率	30.89%	46.38%	35.68%	35.36%	18.47%
每股收益(元)	0.578	0.847	1.149	1.555	1.842
净资产收益率	14.72%	10.42%	12.39%	14.36%	14.54%

表 2 海陆重工财务分析及盈利预测

资产负债表

利润表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1590.98	2135.39	2360.39	3274.34	营业收入	979.42	1398.96	1899.95	2316.70
货币资金	701.01	956.23	728.38	1456.45	营业成本	745.24	1087.58	1477.84	1818.37
应收与预付款项	303.20	490.57	587.59	729.98	营业税金及附加	2.71	3.87	5.26	6.42
存货	586.77	688.59	1044.42	1087.91	销售费用	12.33	18.19	24.70	30.12
非流动资产	361.33	668.17	764.00	716.84	管理费用	66.41	97.93	129.20	152.90
固定资产在建工程	241.79	548.63	644.46	597.30	财务费用	(2.13)	(17.57)	(18.95)	(24.58)
无形资产待摊费用	119.54	119.54	119.54	119.54	主营业务外收益	11.55	0.00	0.00	0.00
资产总计	1952.31	2803.56	3124.39	3991.18	利润总额	158.57	206.31	279.25	330.83
流动负债	829.29	1515.30	1604.36	2196.55	所得税	32.36	35.07	47.47	56.24
短期借款	34.00	0.00	0.00	0.00	净利润	126.21	171.24	231.78	274.59
应付与预售款项	795.29	1515.30	1604.36	2196.55	少数股东损益	16.92	22.96	31.08	36.82
非流动负债	10.79	4.79	4.79	4.79	归属母公司净利	109.29	148.27	200.70	237.76
负债合计	840.08	1520.09	1609.14	2201.34	EPS（元）	0.85	1.15	1.55	1.84
股本	129.10	129.10	129.10	129.10	主要财务比率				
资本公积	708.86	708.86	708.86	708.86					
留存收益	210.58	358.85	559.55	797.31	成长能力				
少数股东权益	63.70	86.66	117.74	154.57	营业收入	30.13%	42.84%	35.81%	21.93%
归属于母公司权益	1048.53	1196.81	1397.50	1635.27	营业利润	35.38%	46.34%	35.36%	18.47%
负债股东权益合计	1952.31	2803.56	3124.39	3991.18	净利润	42.67%	35.68%	35.36%	18.47%
现金流量表					获利能力				
					毛利率	23.91%	22.26%	22.22%	21.51%
					净利率	12.89%	12.24%	12.20%	11.85%
					ROE	10.42%	12.39%	14.36%	14.54%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	129.82	587.65	(116.80)	703.49	资产负债率	43.03%	54.22%	51.50%	55.16%
净利润	126.21	171.24	231.78	274.59	流动比率	1.92	1.41	1.47	1.49
折旧摊销	23.71	0.51	31.51	44.51	速动比率	1.21	0.95	0.82	1.00
财务费用	(2.13)	(17.57)	(18.95)	(24.58)	营运能力				
投资活动现金流	(94.03)	(310.00)	(130.00)	0.00	总资产周转率	0.50	0.50	0.61	0.58
融资活动现金流	425.93	(22.43)	18.95	24.58	存货周转率	1.27	1.58	1.41	1.67
现金流量净额	461.72	255.22	(227.85)	728.07	应收账款周转率	4.12	4.23	4.30	4.63

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上