

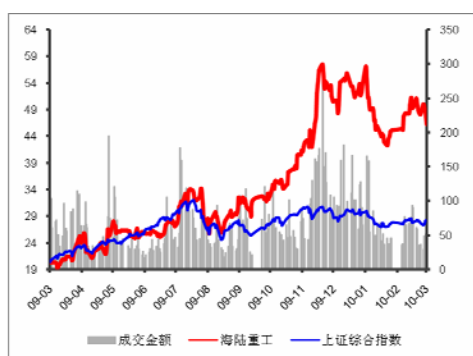
公司点评

机械行业

2010 年 3 月 18 日

评级：观望

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

赵心

电话：0510-82833217

Email: zhaoxin@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

业务持续稳健快速发展

海陆重工（002255）2009 年度报告点评

事件：

海陆重工公告 2009 年年报。2009 年度，公司实现营业收入 97,942.02 万元，同比增长 30.13%；实现营业利润 15,129.01 万元，同比增长 68.45%；实现归属于母公司的净利润 10,928.51 万元，同比增加 46.38%。公司 09 年 EPS 为 0.85 元（全面摊薄后），略低于市场预期。

点评要点：

- **公司业务快速发展，未来增长仍可期待。**公司的三大业务板块——余热锅炉、压力容器、核电产品——发展良好，其中压力容器、核电产品是公司 09 年的主要增长点。公司订单充足，三大业务板块符合国家鼓励和支持的产业方向，预计未来仍可保持快速增长。
- **期间费用率下降，提升公司盈利能力。**2009 年度，公司的销售费用率和管理费用率同比下降。这使得公司的利润总额增长速度超过了营业收入的增长速度，显示出公司在提升管理、控制费用方面取得的良好成效。
- **看好公司长期发展前景，但目前股价偏高。**我们预测公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.30 元、1.60 元，以 2010 年 3 月 17 日的收盘价 48.25 元计算，对应的动态市盈率分别为 45.73 倍、37.11 倍和 30.20 倍。我们认为目前股价偏高，暂时给予“观望”的投资评级。鉴于公司良好的基本面，我们将持续关注公司的发展情况和股价变动情况。

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	979.42	1335.05	1650.02	2002.01
净利润	126.21	158.21	194.28	237.98
每股收益（元）	0.85	1.06	1.30	1.60
市盈率（倍）	57.00	45.73	37.11	30.20

余热锅炉业务平稳，压力容器、核电部件业务发展良好

余热锅炉平稳增长。2009 年度公司余热锅炉业务实现营业收入 7.95 亿元，同比增长 8.89%。我们预计公司未来的余热锅炉业务仍可保持稳定增长。一方面，随着经济复苏，公司传统的余热锅炉仍可保持一定的增长；其次，随着海外市场的经济复苏以及余热锅炉更新高峰的到来，海外市场仍可保持较快增长；再次，余热锅炉应用领域广泛，公司每年开发新品种，可保持余热锅炉业务的持续增长。

压力容器业务将保持快速增长。2009 年公司压力容器业务实现收入 1.62 亿元。公司在收入确认方面较为稳健谨慎。在压力容器业务领域，公司持有神华宁煤项目压力容器合同约为 4.5 亿元，由于 2009 年度收入确认较少，预计公司 10 年的压力容器业务收入已有保障，压力容器业务有望保持较快增长，为公司 2010 年的业绩增长奠定良好的基础。

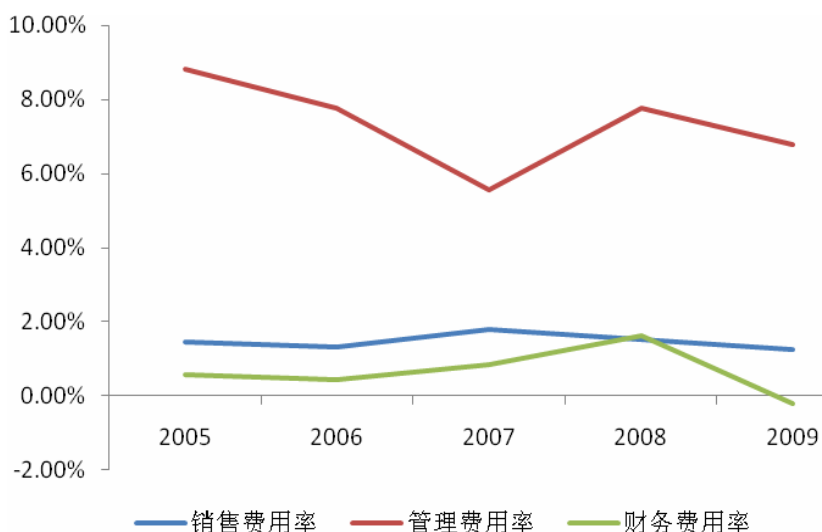
核电部件业务持续快速增长。2009 年公司核电产品实现收入 1653 万元，同比增长 122.32%。公司目前主要从事核电堆内构件吊篮筒体的生产，生产方式为来料加工，公司收取加工费，该项业务毛利率达 70%。目前核电产品订单充足，随着核电建设逐渐加速，公司的核电产品业务将保持快速增长。

大额预收货款显示公司订单充足，短期增长不成问题。2009 年末，公司的预收款项达到 6.02 亿元，全部为预收货款，我们判断 2009 年末公司的订单充足，在手订单不少于 15 亿元，为 10 年的增长做好了充分的准备。

期间费用率下降，盈利能力提升

2009 年度，公司的销售费用率、管理费用率呈现下降趋势。2009 年度，公司的销售费用率和管理费用率分别为 1.26%和 6.78%，分别同比下降了 0.28 个百分点和 0.98 个百分点。这使得公司的利润总额增长速度超过了营业收入的增长速度，显示出公司在提升管理、控制费用方面取得的良好成效。鉴于公司在费用控制方面的效果有待持续观察，我们在盈利预测时并未过多考虑期间费用的下降，保持了盈利预测的稳健和谨慎。如果公司的费用控制保持良好，公司盈利可能会略超过我们的预期。

图表 1: 海陆重工 2005 年-2009 年期间费用率的变化情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

看好公司长期发展前景，但目前股价偏高， 暂给予“观望”的投资评级

我们看好公司长期的发展前景。公司的三大业务板块都处于国家鼓励和支持的行业，再加上公司的不断进取，公司未来三年都将保持较为快速的增长，从公司的基本面而言，我们认为公司是具有长期投资价值的。

目前股价偏高，暂给予“观望”的投资评级。我们预测公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.30 元、1.60 元，以 2010 年 3 月 17 日的收盘价 48.25 元计算，对应的动态市盈率分别为 45.73 倍、37.11 倍和 30.20 倍。我们认为目前股价偏高，暂时给予“观望”的投资评级。鉴于公司良好的基本面，我们将持续关注公司的发展情况和股价变动情况。

附表：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1626.01	1924.98	2359.07	2898.92	营业收入	979.42	1,335.05	1,650.02	2,002.01
现金	736.04	646.00	780.00	983.00	营业成本	745.24	1025.82	1270.12	1541.25
应收账款	223.87	267.01	330.00	400.40	营业税金及附加	2.71	4.01	4.95	6.01
其它应收款	10.46	13.35	14.85	18.02	营业费用	12.33	20.03	24.75	30.03
预付账款	54.90	106.80	132.00	160.16	管理费用	66.41	101.46	125.40	152.15
存货	586.77	867.78	1072.51	1301.31	财务费用	-2.13	-2.39	-3.76	-7.40
其他	13.96	24.03	29.70	36.04	资产减值损失	7.84	0.00	0.00	0.00
非流动资产	364.96	580.08	590.28	568.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	4.27	0.00	0.00	0.00
固定资产	236.65	364.00	447.12	427.53	营业利润	151.29	186.13	228.56	279.97
无形资产	119.54	144.99	143.16	141.33	营业外收入	8.21	0.00	0.00	0.00
其他	8.78	71.09	0.00	0.00	营业外支出	0.93	0.00	0.00	0.00
资产总计	1990.97	2505.06	2949.35	3467.78	利润总额	158.57	186.13	228.56	279.97
流动负债	867.95	1282.28	1569.47	1897.87	所得税	32.36	27.92	34.28	42.00
短期借款	34.00	30.00	30.00	30.00	净利润	126.21	158.21	194.28	237.98
应付账款	140.07	240.31	297.00	360.36	少数股东损益	16.92	22.00	26.40	31.68
其他	693.88	1011.97	1242.46	1507.51	归属母公司净利润	109.29	136.21	167.88	206.29
非流动负债	10.79	10.79	10.79	10.79	EBITDA	180.14	224.46	278.55	333.94
长期借款	6.00	6.00	6.00	6.00	EPS（元）	0.85	1.06	1.30	1.60
其他	4.79	4.79	4.79	4.79					
负债合计	878.74	1293.07	1580.26	1908.66	主要财务比率				
少数股东权益	63.70	85.70	112.10	143.79	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
股本	129.10	129.10	129.10	129.10	成长能力				
资本公积	708.86	708.86	708.86	708.86	营业收入	30.13%	36.31%	23.59%	21.33%
留存收益	210.58	320.96	447.98	603.91	营业利润	64.50%	23.03%	22.80%	22.49%
归属母公司股东权益	1048.53	1158.92	1285.93	1441.86	归属于母公司净利润	46.38%	24.63%	23.25%	22.88%
负债和股东权益	1990.97	2537.69	2978.29	3494.31	获利能力				
					毛利率	23.91%	23.16%	23.02%	23.01%
					净利率	12.89%	11.85%	11.77%	11.89%
					ROE	10.42%	11.75%	13.05%	14.31%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债率	44.14%	51.62%	53.58%	55.04%
经营活动现金流	131.95	230.80	232.37	284.50	净负债比率	-62.58%	-49.01%	-53.22%	-59.72%
净利润	126.21	158.21	194.28	237.98	流动比率	1.87	1.50	1.50	1.53
折旧摊销	23.71	36.09	47.65	51.43	速动比率	1.20	0.82	0.82	0.84
财务费用	2.61	-2.39	-3.76	-7.40	营运能力				
投资损失	-4.27	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.58	0.59	0.61	0.62
营运资金变动	-22.95	10.57	-26.44	-23.58	应收账款周转率	5.19	5.44	5.53	5.48
其它	6.65	28.32	20.64	26.08	应付账款周转率	6.96	7.02	6.14	6.09
投资活动现金流	-94.03	-254.84	-57.85	-30.00	每股指标（元）				
资本支出	-103.64	-254.84	-57.85	-30.00	每股收益（最新摊薄）	0.85	1.06	1.30	1.60
长期投资	-1.25	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流（最新摊薄）	1.02	1.79	1.80	2.20
其他	10.86	0.00	0.00	0.00	每股净资产（最新摊薄）	8.12	8.98	9.96	11.17
筹资活动现金流	425.93	-74.24	-53.70	-65.43	估值比率				
短期借款	-4.00	-4.00	0.00	0.00	P/E	57.00	45.73	37.11	30.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	5.94	5.37	4.84	4.32
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	26.41	20.60	15.87	16.08
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	429.93	-70.24	-53.70	-65.43					
现金净增加额	463.85	-98.28	120.82	189.07					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。