

湘财证券研究所

机械研究小组

刘金铎

Tel: 021-68634510-8370

E-Mail: lj2861@xcsc.com

仇华

Tel: 021-68634510-8227

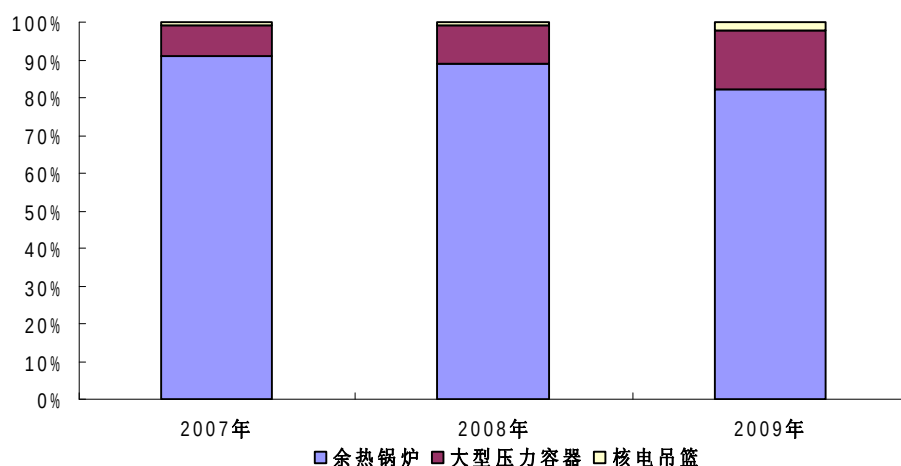
E-mail: pujunt@gmail.com

报告导读：近日，我们对海陆重工（002255）进行了调研，与公司高管进行了深入交流，并参观了生产现场；调研要点如下：

1. 余热锅炉业务将逐步进入平稳发展阶段

公司主要业务包括 3 个部分，即余热锅炉、大型压力容器、核电吊篮，其中余热锅炉是公司业务的主体：2007 年以来，虽然公司余热锅炉业务占比有所减少，但仍处于 80% 以上。

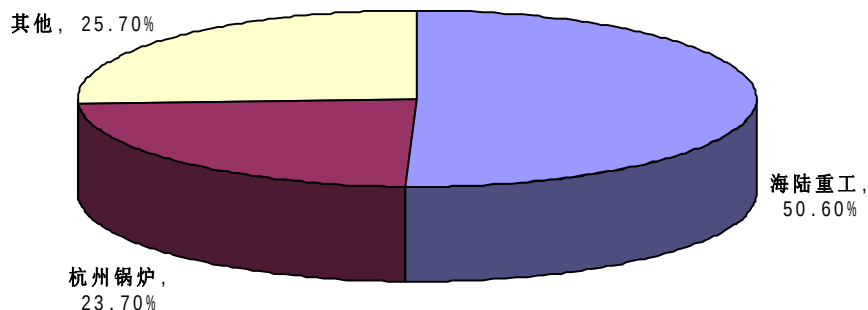
图 1 公司各业务占营业收入比重



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

在余热锅炉领域，公司是我国余热锅炉行业的龙头企业：按台数计算，2008 年公司占据余热锅炉市场的第一位；按照蒸吨计算，2008 年公司余热锅炉市场的第二位；公司主要竞争对手是杭州锅炉、无锡华光等。

图 2 2008 年余热锅炉市场状况（按台数）



数据来源：电器工业年鉴，湘财证券研究所

余热锅炉主要功效是对工业生产过程中的余热加以收集利用，进行发电、供热等，应用在 350 度以上的余热领域，主要面对钢铁、有色、水泥、化工等领域。随着我国节能减排力度的加强，余热利用领域将面临广阔的发展空间，但我们认为海陆重工余热锅炉业务将逐步步入平稳发展阶段，理由如下：

1) 余热锅炉行业具有较强的行业专业性。余热锅炉行业应用领域广泛，主要利用在钢铁、有色、电站、水泥等行业，但从发展来看，余热锅炉行业专属性较强，例如海陆重工余热锅炉主要应用在钢铁、焦化行业，一旦企业在某个行业形成竞争优势后，向其他行业进行拓展比较困难，这是因为：

- 各个行业对余热锅炉的要求不一，在一个行业形成的技术优势不能利用在其他行业；
- 余热锅炉企业在一个行业的市场拓展可以不断积累优势，但跨行业拓展不能发挥市场原有优势；
- 余热锅炉市场的开拓需要较长时间，一个企业不可能具备足够的销售、技术人员同时开拓几个行业。

经过多年的发展，海陆重工、杭州锅炉等企业发展迅速，并在特定领域形成竞争优势，例如海陆重工的竞争优势主要体

现在钢铁、焦化领域。

表 1 国内主要余热锅炉企业应用领域

公司名称	余热锅炉主要应用领域
华光锅炉	电站、燃气轮机
杭州锅炉	焦化、燃气轮机、电站
川润股份	水泥、玻璃、有色
海陆重工	钢铁、焦化

数据来源：公司网站

海陆重工余热锅炉主要利用在钢铁行业氧气转炉余热发电及烧结余热发电，目前氧气转炉余热发电使用比率较高（70%左右），烧结余热发电使用比率较低（20%左右）。在干熄焦余热利用领域，余热锅炉使用的比率较低（30%左右）。

2) 竞争因素。近年来，由于余热锅炉行业的高速发展，越来越多的企业进入这一领域，虽然海陆重工、杭州锅炉等企业以形成比较强的竞争优势，但众多小企业的存在将对大企业余热锅炉价格等方面形成一定的竞争压力。

3) 市场因素。余热锅炉主要针对 350 度以上的余热利用领域，我们认为将来余热利用逐步向低温余热利用方向发展，例如 100 度以下的余热利用，因而，余热锅炉虽然是近期政策扶持行业，但扶持将逐步向低温余热利用倾斜。

2. 核电吊篮业务受产能制约

公司是国内唯一核电吊篮筒体供应企业，实现了核电吊篮筒体的进口替代，在该领域，公司通过与上海第一机床厂合作开展业务，实质是“来料加工”，该业务毛利率较高（70%以上）。近年来，我国核电投资发展较快，市场前景也非常广阔，在调研中我们了解到公司受益于核电发展，核电业务订单饱满，业绩释放主要受产能制约，但公司近期核电业务产能在短期内大

幅度扩张的可能性较小，主要因为：1）核电吊篮的生产周期较长，并对生产技术人员要求较高，短期内公司大规模扩张核电技术人员的可能性较小；2）核电企业对核电吊篮的要求较高，对每道生产工序都要进行详细检测后才能开展后续工作，因而生产过程非常“繁琐”。

3. 大型压力容器业务受宏观环境影响较大

公司大型压力容器业务主要针对石化、煤化工等行业，多年来公司在大型压力容器业务方面形成了较强的竞争优势。同时，公司通过募集资金改造、与全球最大煤化工设备制造商壳牌合作等措施，进一步巩固大型压力容器领域的竞争优势。大型压力容器业务生产周期较长，2009 年公司压力容器业务大约 3 亿收入大部分将在 2010 年确认。目前，公司大型压力容器主要客户为神华集团煤化工项目，该项目受我国宏观调控影响较大，进而影响公司业绩。

4. 首次给予公司增持评级

预计公司 2010 年、2011 年公司每股收益分别为 1.09 元、1.47 元，首次给予公司增持评级。

公司股价的催化剂来自于余热锅炉市场的有效拓展、核电吊篮产能拓展。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。