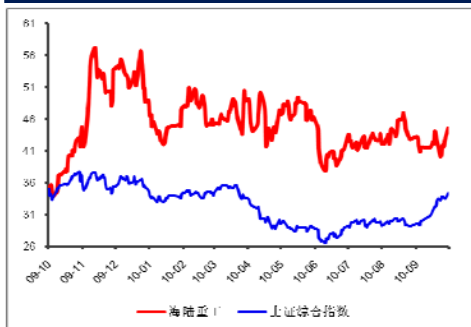


2010 年 10 月 28 日

评级：谨慎推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2010 年 3 月 18 日《业务持续稳健快速发展》

2010 年 7 月 28 日《业务虽放缓 前景仍美好》

2010 年 10 月 26 日《业绩稳步增长》

报告作者：

低碳经济研究组

赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

赵心

电话：0510-82833217

Email: zhaoxin@glsc.com.cn

滕亚兰

电话：0510-82833337

Email: tengyl@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。

海陆重工（002255）调研简报

2010 年 10 月 27 日，我们对海陆重工进行了实地调研，就公司近期的经营状况进行了交流。

调研要点：

- **余热锅炉稳步发展，结构变化提升公司毛利率。**2010 年，公司的余热锅炉业务结构发生较大变化，干熄焦余热锅炉业务下降，而有色余热锅炉业务大幅上升，有色余热锅炉产品结构复杂，毛利率较高，因此提升了公司余热锅炉业务的毛利率水平。对于公司未来余热锅炉业务的发展，我们认为至少可以保持稳定，因公司目前的余热锅炉业务包含了氧气转炉、干熄焦和有色等领域，尽管受经济周期影响，但由于领域周期的不同，具有一定的互补性。此外，公司每年都开发一两个新品种，将可能成为公司未来新的增长点。2010 年，公司新开发了烧结合热锅炉和基夫赛特余热锅炉。
- **进军环保系统总成领域，未来前景值得期待。**公司控股子公司苏州海陆环境能源工程有限公司从事钢铁领域烧结合热系统总成业务（含工程），目前公司已获得永钢集团总价值约亿元的订单。永钢的项目有望成为公司在钢铁环保领域的示范项目，从而打开这一市场，未来发展前景值得期待。并且，对于公司而言，终于迈出了从设备提供商向系统总成商发展的第一步。对于公司的后续发展，我们拭目以待。
- **核电业务产能是瓶颈。**公司核电业务订单饱满，目前受制约的是产能，因此公司加紧建设定增募投项目，预计 2011 年 5 月份可以投产，从而缓解产能瓶颈。
- **压力容器业务期待大单。**公司目前在压力容器行业处于第二梯队，公司致力于接一些大型项目、高端装备的项目，神华一期项目完成后目前还未接到大单，公司正在积极开拓市场。壳牌气化炉项目目前仍未有新进展，然而我们在盈利预测中本来就未考虑

本部分收益，因此对公司影响不大，但未来如果招标，将成为公司业绩超预期的推动力。

- **看好长期发展，但目前股价合理，维持对公司“谨慎推荐”的评级。**公司三大业务板块符合国家鼓励和支持的产业方向，我们看好公司的长期价值。公司的发展稳健踏实，未来每年维持20%-30%的增长基本可期。公司有新的项目、新的品种在开发和培育中，可能成为公司未来业绩超预期的推动力。我们将持续跟踪公司发展，寻找合适的投资机会。

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	1821.74	2189.07	2655.93	营业收入	979.42	1,233.55	1,490.15	1,778.40
现金	736.04	640.00	763.00	954.00	营业成本	745.24	935.24	1125.35	1337.95
应收账款	223.87	246.71	298.03	355.68	营业税金及附加	2.71	3.70	4.47	5.34
其它应收款	10.46	12.34	13.41	16.01	营业费用	12.33	18.50	22.35	26.68
预付账款	54.90	98.68	119.21	142.27	管理费用	66.41	93.75	113.25	135.16
存货	586.77	801.81	968.60	1155.96	财务费用	-2.13	-2.35	-3.58	-6.96
其他	13.96	22.20	26.82	32.01	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	184.71	228.30	280.25
无形资产	119.54	144.99	143.16	141.33	营业外收入	8.21	2.00	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	2401.82	2779.36	3224.78	利润总额	158.57	186.71	228.30	280.25
流动负债	867.95	1187.07	1420.31	1689.25	所得税	32.36	28.01	34.25	42.04
短期借款	34.00	30.00	30.00	30.00	净利润	126.21	158.70	194.06	238.21
应付账款	140.07	222.04	268.23	320.11	少数股东损益	16.92	22.00	26.40	31.68
其他	693.88	935.03	1122.08	1339.14	归属母公司净利润	109.29	136.70	167.65	206.53
非流动负债	10.79	10.79	10.79	10.79	EBITDA	180.14	225.04	278.29	334.22
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	1197.86	1431.10	1700.03	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%	25.95%	20.80%	19.34%
留存收益	210.58	321.46	448.10	604.33	营业利润	64.50%	22.09%	23.60%	22.75%
归属母公司股东权益	1048.53	1159.41	1286.05	1442.29	归属于母公司净利润	46.38%	25.09%	22.64%	23.19%
负债和股东权益	1990.97	2442.97	2829.26	3286.11	获利能力				
					毛利率	23.91%	24.18%	24.48%	24.77%
					净利率	12.89%	12.87%	13.02%	13.39%
					ROE	10.42%	11.79%	13.04%	14.32%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债率	44.14%	49.87%	51.49%	52.72%
经营活动现金流	131.95	233.33	233.95	286.27	净负债比率	-62.58%	-48.51%	-52.00%	-57.88%
净利润	126.21	158.70	194.06	238.21	流动比率	1.87	1.53	1.54	1.57
折旧摊销	23.71	36.09	47.65	51.43	速动比率	1.20	0.86	0.86	0.89
财务费用	2.61	-2.35	-3.58	-6.96	营运能力				
投资损失	-4.27	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.58	0.56	0.58	0.59
营运资金变动	-22.95	16.97	-22.13	-19.31	应收账款周转率	5.19	5.24	5.47	5.44
其它	6.65	23.92	17.95	22.91	应付账款周转率	6.96	6.81	6.08	6.05
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	1.81	1.81	2.22
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	-74.39	-53.63	-65.51	估值比率				
短期借款	-4.00	-4.00	0.00	0.00	P/E	49.47	39.55	32.25	26.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	5.16	4.66	4.20	3.75
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	26.45	20.62	15.99	16.06
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	429.93	-70.39	-53.63	-65.51					
现金净增加额	463.85	-95.90	122.47	190.76					

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

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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。