

2010 年 12 月 20 日

海陆重工

稳扎稳打、步步为营

A
未有评级

002255.SZ - 人民币 48.00

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(13)	5	10	(4)
相对新华富时 A50 指数(%)	8	4	2	14

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	129
流通股 (%)	40
流通股市值 (人民币 百万)	2,477
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	88
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	徐元生
	25

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

作为我国余热锅炉的龙头企业, 海陆重工充分发挥自身产品和技术优势向下游延伸进军余热工程总包领域, 永钢脱硫项目精品示范工程的打造将为公司打开工程总包市场。同时, 受益国家对振兴能源和化工装备制造业的支持, 并凭借公司优异的项目供货经验, 大型压力容器预计将成为公司未来主要的收入和盈利增长点。定增募资的核电产品项目预计将于明年上半年投产, 产能扩张效应显著 核电产品高达 70% 的毛利率将为公司未来的盈利增厚锦上添花。我们认为公司稳健的作风将为公司未来发展奠定坚实的基础。

主要发现

- 随着国家积极推行节能减排和提高能源利用效率, 余热利用和余热锅炉行业将进入黄金发展期。公司是余热锅炉行业龙头企业, 充分受益行业增长。
- 公司由余热锅炉设备提供商向余热工程总包服务商转型进展顺利, 公司业务范围、收入规模和盈利能力将得到进一步提升。
- 公司在大型压力容器领域技术领先, 新产能得到释放后, 大型压力容器业务将成为公司未来的主要盈利增长点。
- 核电产品高达 70% 的毛利率将为公司未来的盈利增厚锦上添花。

主要风险

- 节能减排政策推行缓慢, 工业余热锅炉投资不足。
- 系统性风险导致的估值水平下降。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	753	979	1,269	1,655	2,157
变动 (%)	13.9	30.1	29.6	30.3	30.4
净利润 (人民币 百万)	75	109	144	186	242
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.674	0.847	1.113	1.428	1.812
变动 (%)	30.9	46.4	31.7	29.4	29.9
市盈率-(倍)	71.9	57.3	43.6	34.0	26.8

资料来源: 万得资讯、中银国际研究

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

余热锅炉订单饱满，稳定增长可期

作为余热锅炉领域的龙头企业，公司在冶金氧气转炉、有色冶金、干熄焦等细分市场地位突出。虽然冶金行业的固定资产投资增速放缓，但是国家一系列节能减排政策的落实和余热技术推广方案的推出保证了氧气转炉的市场需求，同时由于氧气转炉只有 3-5 年的寿命，未来的更新需求也比较乐观，我们初步估算，氧气转炉未来三年的市场容量约 20 亿左右。我国有色金属产量世界第一，作为能耗大户有色冶金行业的节能减排目标压力巨大。为完成减排目标，在下游需求强劲回升时期拉闸限电限产并非明智之举，有效的降低污染排放和提高能源利用效率的技术趋势则为有色冶金余热锅炉的推广打造了广大的舞台。公司目前在手的余热锅炉订单约 10 亿元，以有色冶金余热锅炉和氧气转炉余热锅炉为主。

转型余热工程总包服务商进展顺利

公司一季度与江苏联峰合资成立海陆环境能源工程有限公司，借助海陆重工余热锅炉的产品、技术优势和江苏联峰在钢铁行业的渠道优势，子公司向钢铁余热工程总包业务进军。一般来说，总包业务的收入规模是余热锅炉设备的 3-4 倍。我们调研了解到，公司已承接永钢集团的钢铁烧结脱硫订单，虽然合同价值仅 1 亿多元，但公司把这个项目作为示范性工程来抓质量和效益，打响公司在工程总包领域的名声，同时积累项目经验，以打开工程总包市场。我们认为，公司 2011 年有望获得同处于张家港市的沙钢集团的工程总包项目。待技术、销售人员到位和项目运营管理成熟之后，公司接单能力将得到进一步的彰显，我们看好公司余热工程总包业务的发展前景。

专注大型压力容器，来年或有大订单

全国生产压力容器的企业有几千家，多数生产中小容器，而公司专注于技术有优势、毛利率较高的大型压力容器领域。由于产能的限制，公司仍在执行神华宁煤煤化工一期项目的同时，放弃了其他订单的承接，从而制约了公司该业务收入增速。09 年定增募资的大型及特种才智压力容器制造技改项目预期于明年年中投产，2012 年项目 1.6 万吨/年的产能将全部释放，届时公司的生产能力和技术水平都将上升一个台阶。2011 年 4 月左右，神华宁煤二期工程开始招标，我们认为凭借公司技术实力和一期工程的供货经验，将很有可能拿下 4-5 个亿的订单。我们还了解到，一期工程仍有将近 2 个亿的收入待 2011 年确认，同时存在一定的补价空间。我们认为大型压力容器将成为公司未来的主要盈利增长点。

核电产品为盈利增厚锦上添花

公司的核电产品主要是为上海一机床厂加工核电堆内构件的吊篮筒体，属加工制造产品，原材料完全由上海一机负责提供，因此毛利率达 70% 以上，且每套加工费不少于 300 万。由于今年上半年上海一机床厂原材料供给出现问题，我们估计公司今年加工的吊篮筒体不超过 6 个，收入不会出现大幅增长。目前核电吊篮筒体在手订单 14 套，作为国内唯一核电吊篮制造企业上海一机的唯一吊篮筒体协造商，未来公司的吊篮筒体订单完全不是问题。待 2011 年定增募资的核承压设备技改项目投产后，公司将具备吊篮筒体 18 套/年，核级容器 100 套/年的设计生产能力，由于各主要核电设备生产企业的产能瓶颈无法在短期内解决，我们认为海陆有机会承接一部分核电分包业务，如果市场开拓成功的话，公司核电产品的收入和利润将有很大的潜力。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 16 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371