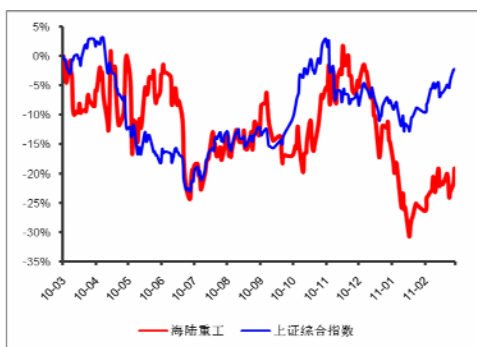


2011 年 3 月 9 日

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）2010 年年报点评

公司 2010 年实现营业收入 104,905.38 万元，同比增长 7.11%，实现归属于母公司的净利润 12,613.37 万元，同比增加 16.86%。公司 2010 年度实现每股收益 0.98 元，略低于市场预期。

点评：

- **压力容器收入确认低于预期，是公司业绩低于预期的重要原因之一，但这也为 2011 年压力容器的业绩奠定了基础。**公司 2010 年实现压力容器销售 1.89 亿元，低于我们的预期。尽管如此，我们认为仍在情理之中，因公司神华宁煤项目一直涉及补价问题，部分收入不能确认收入，从 2009 年、2010 年年报的前五大销售客户数据推断，该项目公司约还有 2-2.5 亿元的收入尚未确认。我们期待这部分收入能在 2011 年确认，并获得较好的补价，这会带来毛利率的较大提升。同时我们也期待公司能够继续在神华宁煤的二期项目继续发力。从目前来看，公司尚未有压力容器的大订单，谨慎起见，我们下调了对公司 2011 年压力容器销售收入的预测值，但适当上调了毛利率水平。
- **余热锅炉业务超预期，未来仍可保持稳定发展。**2010 年，得益于有色冶金余热锅炉的旺盛需求，公司的余热锅炉收入同比增长了 11.68%，并且毛利率有所提升。从目前来，有色冶金余热锅炉的需求仍然保持了较为旺盛的形势。公司保持每年开发 1-2 个余热锅炉新品种的节奏，为余热锅炉业务的稳定发展奠定了基础，2010 年公司开发了钢铁烧结合余热锅炉和基夫赛特余热锅炉。钢铁烧结合余热回收利用正处于成长初期，未来的空间较大，很可能成为公司余热锅炉业务的增长新亮点。
- **核电业务低于预期，但公司在手订单饱满，未来快速成长可期待。**公司在核电吊篮筒体加工领域具有绝对的优势，在手订单饱满，我们判断随着 5 月份定增募投项目的投产，产能瓶颈将得到缓解，核电业务将重新快速增长。

- **管理费用大幅增长,但未来管理费用率将呈下降趋势。**公司 2010 年管理费用同比增长了 54.22%,这也成为 2010 年拖累公司业绩的重要原因之一。公司管理费用上升的两个重要因素分别是工资和技术开发费用的上升。工资支出的大幅上涨除了正常的涨幅之外,还和 2010 年计提激励基金有关,这也意味着 2011 年开始工资不会出现如 2010 年的大幅上涨。考虑激励基金的提取,我们提高了盈利预测中公司的管理费用率水平,但低于 2010 年的水平,我们认为这样的预测是谨慎的。
- **未来业务有看点,存在超预期可能。**首先,公司的苏州海陆环境能源工程技术有限公司从事钢铁烧结脱硫系统总成业务(含工程),将为公司逐步建立起系统总成能力,公司在向系统集成商发展路上迈出了实质性的一步,而且钢铁烧结脱硫领域属于成长初期的领域,公司仍有希望在这一领域进行一定的开拓。其次,公司的压力容器业务在神华宁煤项目之后一直没有大的订单,我们期待公司在神华宁煤二期项目的招标中取得进一步的进展,但该项目招标较晚。
- **维持对公司“谨慎推荐”的评级。**我们预测公司 2011 年、2012 年、2013 年的每股收益分别为 1.23 元、1.60 元和 2.02 元。公司业务符合国家鼓励和支持的产业方向,未来具有发展前景,公司在 2011 年仍处于积累期,我们将持续跟踪公司的发展状况,关注公司在新产品开发、系统总成领域的进展。目前我们暂时保持对公司较为保守的盈利预测,并维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。但我们认为公司具备超预期的可能,我们将根据公司发展状况及时调整对公司的评级,投资者值得长期关注公司发展。

附表：盈利预测表

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1686.79	1807.96	2259.39	2856.17	营业收入	1,049.05	1,331.27	1,697.69	2,120.83
现金	666.34	703.00	852.00	1098.00	营业成本	775.85	989.40	1266.14	1585.03
应收账款	303.37	292.88	373.49	466.58	营业税金及附加	8.99	6.66	8.49	10.60
其它应收款	24.08	13.31	15.28	19.09	营业费用	12.92	16.64	21.22	26.51
预付账款	70.85	106.50	135.82	169.67	管理费用	102.42	113.16	135.82	165.42
存货	559.96	665.64	848.85	1060.42	财务费用	-6.42	-5.56	-6.27	-8.12
其他	62.19	26.63	33.95	42.42	资产减值损失	13.10	0.00	0.00	0.00
非流动资产	472.77	630.94	627.28	571.66	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.42	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-0.53	0.00	0.00	0.00
固定资产	275.61	494.44	493.94	441.50	营业利润	141.67	210.97	272.30	341.38
无形资产	139.31	136.14	132.98	129.81	营业外收入	21.98	0.00	0.00	0.00
其他	53.43	0.36	0.36	0.36	营业外支出	1.44	0.00	0.00	0.00
资产总计	2159.56	2438.90	2886.66	3427.83	利润总额	162.20	210.97	272.30	341.38
流动负债	902.50	1076.39	1354.80	1684.01	所得税	20.38	31.65	40.84	51.21
短期借款	34.00	34.00	34.00	34.00	净利润	141.83	179.33	231.45	290.18
应付账款	179.19	239.63	305.58	381.75	少数股东损益	15.69	20.40	24.48	29.37
其他	689.31	802.76	1015.22	1268.26	归属母公司净利润	126.13	158.93	206.98	260.80
非流动负债	2.38	2.22	2.22	2.22	EBITDA	184.41	254.64	328.15	399.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	0.98	1.23	1.60	2.02
其他	2.38	2.22	2.22	2.22					
负债合计	904.88	1078.61	1357.02	1686.23	主要财务比率				
少数股东权益	106.09	126.49	150.96	180.34	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	129.10	129.10	129.10	129.10	成长能力				
资本公积	710.53	710.53	710.53	710.53	营业收入	7.11%	26.90%	27.52%	24.92%
留存收益	308.96	442.07	601.37	800.08	营业利润	-6.36%	48.92%	29.07%	25.37%
归属母公司股东权益	1148.59	1281.70	1441.00	1639.71	归属于母公司净利润	15.41%	26.00%	30.23%	26.01%
负债和股东权益	2159.56	2486.79	2948.98	3506.27	获利能力				
					毛利率	26.04%	25.68%	25.42%	25.26%
现金流量表					净利率	13.52%	13.47%	13.63%	13.68%
					ROE	10.98%	12.40%	14.36%	15.91%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	60.32	324.84	263.29	326.60	资产负债率	41.90%	44.23%	47.01%	49.19%
净利润	141.83	179.33	231.45	290.18	净负债比率	-49.92%	-47.51%	-51.38%	-58.46%
折旧摊销	28.62	41.69	53.66	55.61	流动比率	1.87	1.68	1.67	1.70
财务费用	4.00	-5.56	-6.27	-8.12	速动比率	1.25	1.06	1.04	1.07
投资损失	0.53	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	-124.09	82.34	-37.94	-37.66	总资产周转率	0.51	0.58	0.64	0.67
其它	9.43	27.04	22.38	26.59	应收账款周转率	3.98	4.47	5.10	5.05
投资活动现金流	-121.33	-210.45	-50.00	0.00	应付账款周转率	6.57	6.36	6.23	6.17
资本支出	-139.16	-210.45	-50.00	0.00	每股指标（元）				
长期投资	-4.95	0.00	0.00	0.00	每股收益（最新摊薄）	0.98	1.23	1.60	2.02
其他	22.78	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流（最新摊薄）	0.47	2.52	2.04	2.53
筹资活动现金流	-8.68	-81.78	-64.28	-80.63	每股净资产（最新摊薄）	8.90	9.93	11.16	12.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	42.87	34.02	26.12	20.73
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.71	4.22	3.75	3.30
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	25.48	17.87	13.12	13.44
其他	-8.68	-81.78	-64.28	-80.63					
现金净增加额	-69.70	32.61	149.01	245.97					

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。