

海陆重工 (002255)

产能待释放 市场拓展能力待加强

——2010 年年报点评

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
S0880511010047

本报告导读:

2010 年业绩低于预期,主要是主余热锅炉受钢铁行业影响增速只有 3.7%。2011 年期待产能释放和市场拓展能力加强。

投资要点:

- 2010 年公司实现营业收入、营业利润、归属母公司净利润分别为 1049、142、126 百万元,同比分别增长 7.11%、下降 3.64%、增长 16.86%,实现 EPS 0.98 元,略低于预期。
- 业绩低于预期原因分析: 1、受钢铁行业影响,主余热锅炉收入增速只有 3.7%; 2、受再融资项目建设进度影响,核电设备产能没有增加; 3、受宁煤项目收入确认影响,大型压力容器尚有 2 个多亿收入流转到 2011 年确认。
- 余热锅炉业务现状及展望: 从新接订单情况来看,公司受钢铁行业的影响仍在继续,氧气转炉和干熄焦余热锅炉订单均表现非常一般,只有有色行业余热锅炉订单出现了较明显增长。展望未来,公司必须拓展余热锅炉应用领域,弱化与钢铁行业的相关性。
- 大型压力容器和核电设备业务现状及展望: 大型压力容器目前有几个金额较大的项目在跟踪,尚未确定合同;核电设备业务仍以代工为主,自主接单低于预期。未来公司需要加强这两块业务的接单能力。
- 融资项目产能待释放: 非公开发行项目厂房因为前期规划审批等问题,延缓了进度,不过根据目前情况来看,2011 年下半年终于可以看到产能的释放,大型压力容器和核电设备产能可以逐步得到保证。
- 盈利预测与投资建议: 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.23、1.59、2.04 元,维持 39 元目标价和中性评级。
- 风险因素: 公司地处长三角,用工越来越贵,同时招到熟练的有一点技能的工人也越来越难,可能会影响公司生产成本和产能释放速度。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	979	1,049	1,251	1,643	2,111
(+/-)%	30.1%	7.1%	19.2%	31.4%	28.5%
经营利润 (EBIT)	145	135	186	246	320
(+/-)%	39.1%	-6.7%	37.5%	32.5%	29.6%
净利润	108	126	159	205	264
(+/-)%	44.6%	16.9%	26.3%	28.8%	28.7%
每股净收益 (元)	0.84	0.98	1.23	1.59	2.04
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	17.2%	15.6%	17.2%	17.4%	17.6%
净资产收益率 (%)	10.3%	11.0%	12.2%	14.0%	15.8%
投入资本回报率 (%)	34.7%	21.8%	25.6%	26.6%	28.2%
EV/EBITDA	27.7	28.5	21.7	16.3	12.6
市盈率	48.2	41.2	32.6	25.4	19.7
股息率 (%)	0.5%	0.0%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 39.00

上次预测: 39.00

当前价格: 40.28

2011.03.10

交易数据

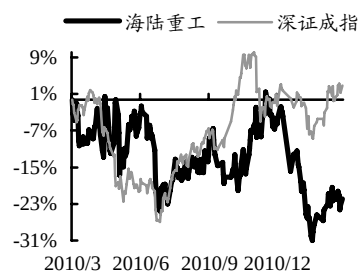
52 周内股价区间 (元)	33.75-52.03
总市值 (百万元)	5,200
总股本/流通 A 股 (百万股)	129/49
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	38%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	51

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,149
每股净资产	8.90
市净率	4.5
净负债率	3%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.02	0.03
Q2	0.04	0.05
Q3	0.03	0.09
Q4	0.07	1.06
全年	0.98	1.23

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	-16%	-19%
相对指数	-1%	-20%	-24%

相关报告

《主业稳定增长 新业务拓展顺利》	2010.08.02
《收入确认和产能可能使业绩低于预期》	2009.12.04
《盈利能力大幅提升 业绩超过市场预期》	2009.10.26
《下半年更上一层楼》	2009.08.27
《08 年业绩符合预期 09 年新接订单放缓》	2009.03.17

模型更新时间: 2011.03.10

股票研究

工业

资本货物

海陆重工 (002255)

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 39.00

上次预测: 39.00

当前价格: 40.28

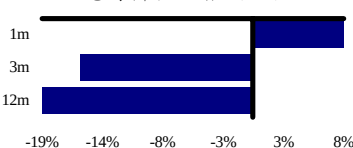
公司网址

www.hailu-boiler.cn

公司简介

公司是节能环保设备及核电设备的专业生产企业。公司主要产品为余热锅炉、核电设备。产品广泛运用于钢铁、石油、化工、有色金属、电力、造纸、印染、玻璃、制酸、制碱等行业。公司是国内余热锅炉设计、制造的重要基地之一。在国内工业余热锅炉领域,公司产品一直保持市场占有率第一。同时公司产品出口日本、苏丹、越南、阿尔日利亚、印尼、美国、加拿大、伊朗等多个国家和地区。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

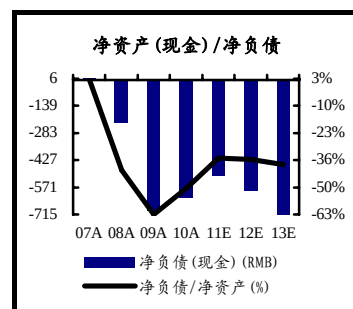
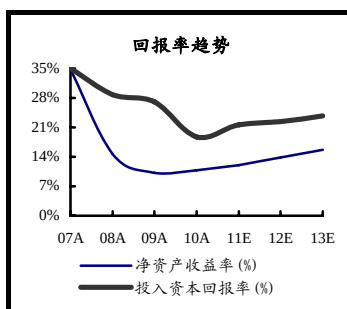
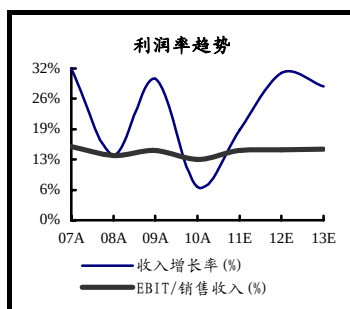
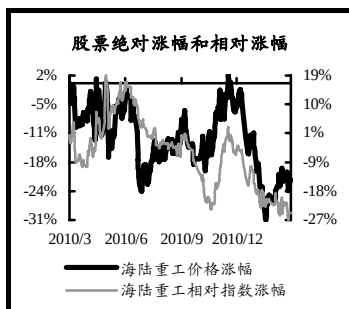
33.75-52.03

市值 (百万)

5,200

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	661	753	979	1,049	1,251	1,643	2,111
营业成本	507	577	745	776	923	1,206	1,551
税金及附加	3	1	3	9	7	10	13
营业费用	12	12	12	13	16	21	27
管理费用	37	58	66	102	110	150	190
EBIT	103	104	145	135	186	246	320
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	-1	0	0	0
财务费用	5	12	-2	-6	-12	-11	-15
营业利润	98	92	147	142	198	257	335
所得税	31	6	32	20	32	41	52
少数股东损益	13	14	14	16	20	26	33
净利润	57	75	108	126	159	205	264
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金、交易性金融资产	65	272	736	666	824	757	745
其他流动资产	393	852	890	1,020	1,204	1,560	2,019
长期投资	0	0	0	4	2	3	3
固定资产合计	198	214	242	323	424	527	622
无形及其他资产	64	65	123	146	171	199	225
资产合计	721	1,403	1,991	2,160	2,626	3,046	3,614
流动负债	524	835	868	903	1,190	1,430	1,766
长期负债	0	13	11	2	2	-1	-5
股东权益	197	555	1,112	1,255	1,434	1,617	1,853
投入资本(IC)	203	336	418	621	725	927	1,132
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
NOPLAT	72	98	115	118	158	210	272
折旧与摊销	9	18	24	29	29	40	51
流动资金增量	(72)	115	5	88	(12)	75	91
资本支出	135	15	28	81	129	140	143
自由现金流	144	246	171	315	305	465	556
经营现金流	150	20	132	60	224	190	248
投资现金流	(174)	(46)	(94)	(121)	(357)	(72)	(73)
融资现金流	47	233	426	(9)	90	(84)	(87)
现金流净增加额	23	207	464	(70)	(42)	33	88
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长性							
收入增长率	32.3%	13.9%	30.1%	7.1%	19.2%	31.4%	28.5%
EBIT 增长率	76.0%	0.6%	39.1%	-6.7%	37.5%	32.5%	29.6%
净利润增长率	66.8%	30.9%	44.6%	16.9%	26.3%	28.8%	28.7%
利润率							
毛利率	23.3%	23.4%	23.9%	26.0%	26.2%	26.6%	26.5%
EBIT 率	15.7%	13.8%	14.8%	12.9%	14.9%	15.0%	15.1%
净利润率	8.6%	9.9%	11.0%	12.0%	12.7%	12.5%	12.5%
收益率							
净资产收益率(ROE)	35.1%	14.7%	10.3%	11.0%	12.2%	14.0%	15.8%
总资产收益率(ROA)	7.9%	5.3%	5.4%	5.8%	6.1%	6.7%	7.3%
投入资本回报率(ROIC)	35.4%	29.1%	27.4%	19.0%	21.8%	22.6%	24.0%
运营能力							
存货周转天数	146	257	290	268	256	251	249
应收账款周转天数	67	74	76	94	91	85	87
总资产周转天数	343	515	632	722	698	630	576
净利润现金含量	2.64	0.27	1.22	0.48	1.41	0.92	0.94
资本支出/收入	20.42%	2.03%	2.87%	7.70%	10.29%	8.53%	6.78%
偿债能力							
资产负债率	72.6%	60.4%	44.1%	41.9%	45.4%	46.9%	48.7%
净负债率	2.8%	-41.2%	-62.6%	-49.9%	-35.3%	-36.2%	-38.6%
估值比率							
PE	58.6	59.7	48.2	41.2	32.6	25.4	19.7
PB	32.0	10.3	5.0	4.5	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	41.4	38.3	27.7	28.5	21.7	16.3	12.6
P/S	7.87	6.91	5.31	4.96	4.16	3.17	2.46
股息率	0.0%	0.5%	0.5%	0.0%	-	-	-



作者简介:**吕娟:**

S0880511010047

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		