

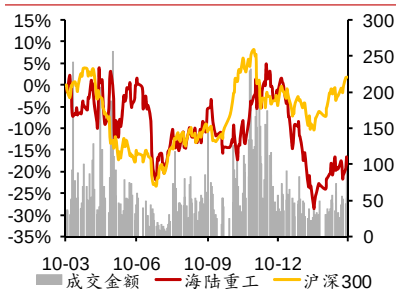
投资评级

谨慎推荐

发行基本情况

收盘价	39.52 元
总股本	1.29 亿股
流通股本	0.49 亿股
流通市值	19.2 亿元
总市值	51.02 亿元
成交量	3.83 百万股

公司近期股价走势



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

业绩增速暂时放缓，期待今年产能释放

——海陆重工（002255）2010 年报分析报告

摘要：

- **受产能限制影响，公司业绩增速明显放缓：**公司 2010 年实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 7.11%，较 2009 年 30.13% 的同比增速明显下降，全年实现归属上市公司净利润 1.26 亿元，同比增长 16.86%，同样较 2009 年同比增速 44.58% 增速明显回落，实现基本每股收益 0.98 元，较 2009 年 0.95 元的水平略微上升 4.26%。
- **受益能源价格上涨以及节能减排影响，余热锅炉业务发展无忧：**目前余热锅炉是公司绝对的主营业务，2010 年在公司总营业收入中余热锅炉占比 78.58%，该业务 2010 年毛利率 27.48%，较 2009 年 23.90% 提高近 3.5%。“十二五”期间国家必将继续加大节能减排方面的政策力度，以及能源价格逐步提高，对节能减排设备的需求将保持旺盛的状态。公司作为余热锅炉方面的龙头企业，该项业务未来增长无忧。
- **核电产品高毛利，盈利能力颇具亮点：**目前公司正致力于拓展新的业务类型，主要有压力容器和核电产品两部分。其中，核电产品的高毛利率非常引人注目，该项业务 2010 年毛利率 62%，虽然较 2009 年 71.28% 的毛利水平有所下降，但仍然保持在非常高的水平。目前公司核电产品在公司总收入中占比较小，2010 年仅占比 1.12%。随着募投项目投产，高毛利率的核电产品在公司总体收入中占比将明显提升，公司综合毛利率也将随之稳步提升。
- **产能瓶颈逐渐消除，募投项目产能集中释放：**公司 2008 年公开发行募投项目建设周期 2 年，2009 年增发募投项目建设周期 2 年，所以 2011 年公司三项主要业务有望出现产能集中增长，公司业绩也有望在 2011 年恢复快速增长。
- **盈利预测与估值：**考虑到公司 2008 年底首次公开发行募投项目以及 2009 年底募投项目将在 2011 年陆续释放产能，我们对公司 2011 年业绩持乐观预期。我们预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 1.31 元、1.77 元和 2.13 元，对应动态市盈率分别为 30.15 倍、22.29 倍和 18.53 倍，暂时给予公司谨慎推荐的投资评级。
- **风险提示：**1、原材料价格波动；2、公司余热锅炉产品过度依赖钢铁行业。

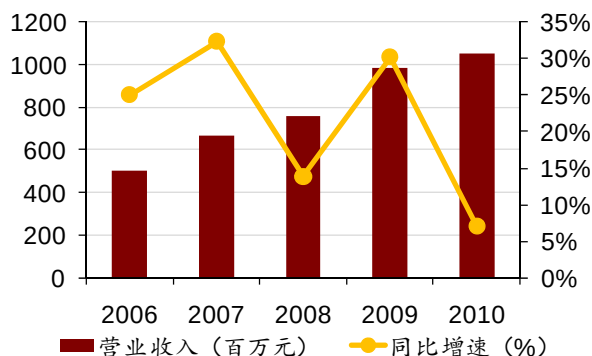
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	979.42	1049.05	1335.62	1715.11	2186.84
YOY(%)	30.13%	7.11%	27.32%	28.41%	27.50%
综合毛利率(%)	23.91%	26.04%	25.13%	25.83%	26.33%
归属母公司股东净利润	107.94	126.13	169.22	228.86	275.34
YOY(%)	44.58%	16.86%	34.16%	35.24%	20.31%
每股收益(EPS)	0.836	0.977	1.311	1.773	2.133
市盈率(P/E)	47.27	40.45	30.15	22.29	18.53

¹ 报告贡献人 陈鹏

受产能影响，业绩增速明显放缓

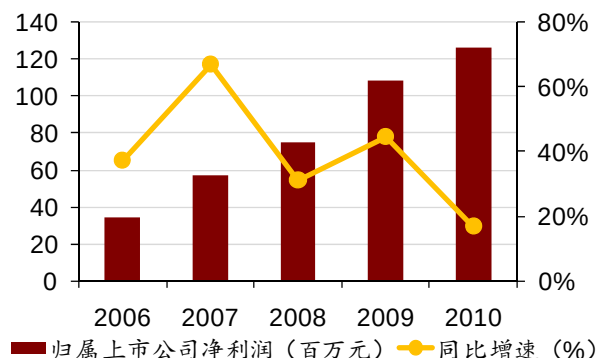
公司 2010 年实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 7.11%，较 2009 年 30.13% 的同比增速明显下降，全年实现归属上市公司净利润 1.26 亿元，同比增长 16.86%，同样较 2009 年同比增速 44.58% 增速明显回落，实现基本每股收益 0.98 元，较 2009 年 0.95 元的水平略微上升 4.26%。

图表 1：公司近年来营业收入及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

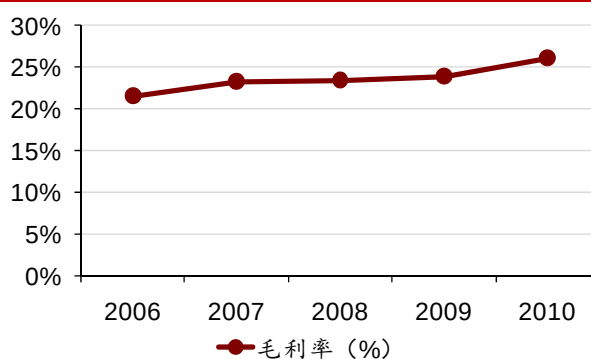
图表 2：公司近年来净利润及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

2010 年公司综合毛利率 26.04%，较 2009 年同期综合毛利率 23.91% 提高了接近 2%。另外，公司 2010 年营业外收入 2198 万元，相比 2009 年 821 万元明显提升。上述两个原因导致公司净利润增速明显高于公司营业收入增速。

图表 3：公司毛利率



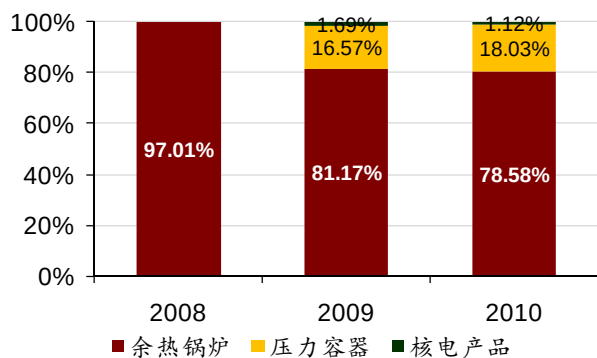
数据来源：中邮证券研发部 公司公告

公开发募投资项目逐步投产，公司余热锅炉业务将稳步提升

目前余热锅炉是公司绝对的主营业务，2010 年在公司总营业收入中余热锅炉占比 78.58%。“十二五”期间国家必将继续加大节能减排方面的政策力度，以及能源价格逐步提高，对节能减排设备的需求将保持旺盛的状态。从技术上看，目前主要的工业节能设备有变频器、无功补偿设备、余热余压锅炉等，余热锅炉作为主要的技术之

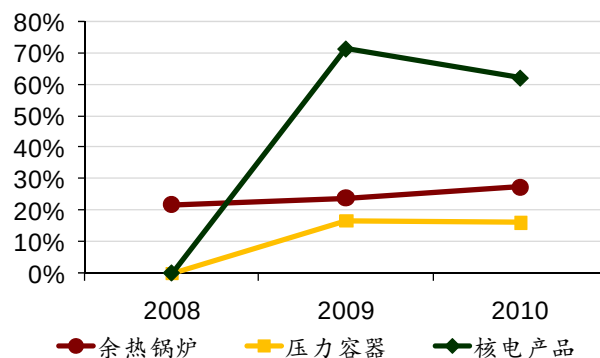
一，在各大主要的工业领域均有广泛的应用。但目前从公司余热锅炉产品构成来看，在下游应用范围拓展方面仍需要着力发展，否则过于依赖钢铁行业，公司单一行业风险较大。

图表 4：公司各项主营业务占比



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 5：公司各项主营业务毛利率



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

增发投向压力容器与核电产品，核电产品高毛利率引人注目

目前公司正致力于拓展新的业务类型，主要有压力容器和核电产品两部分。其中，核电产品的高毛利率非常引人注目，该项业务 2010 年毛利率 62%，虽然较 2009 年 71.28% 的毛利水平有所下降，但仍然保持在非常高的毛利率水平。目前公司核电主要产品为压力容器内部的堆芯筒体吊篮，公司核电产品营业收入在公司总收入中占比仍较小，2010 年仅占比 1.12%。

2009 年底公司进行增发，其中核承压设备制造技术改造项目即主要针对公司核电产品的产能扩张以及产品拓展，随着 2011 年底项目陆续投产，高毛利率的核电产品在公司总体收入中占比将明显提升，公司综合毛利率也将随之稳步提升。

图表 6：公司募投项目情况

项目名称	目前进度	预计达纲时间	达纲后营业收入 (万元)	总投资 (万元)	2011 年募投资金投入额 (万元)
大型机特种材质压力容器制造技术改造项目	25.4%	2011 年底	43200	29729.2	16724
核承压设备制造技术改造项目	22.74%	2011 年底	17400	15053.6	9620
合计	-	-	60600	44782.8	26344

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

盈利预测与投资评级

考虑到公司 2008 年底首次公开发行募投项目以及 2009 年底募投项目将在 2011 年陆续释放产能，我们对公司 2011 年业绩持乐观预期。我们预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 1.31 元、1.77 元和 2.13 元，对应动态市盈率分别为 30.15 倍、22.29 倍和 18.53 倍，暂时给予公司谨慎推荐的投资评级。

图表 7：公司盈利预测

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	979.42	1049.05	1335.62	1715.11	2186.84
增速 (%)	30.13%	7.11%	27.32%	28.41%	27.50%
毛利率 (%)	23.91%	26.04%	25.13%	25.83%	26.33%
减：营业成本	745.24	775.85	999.94	1272.13	1611.05
营业税金及附加	2.71	8.99	11.44	14.70	18.74
营业费用	12.33	12.92	17.94	23.04	29.38
管理费用	66.41	102.42	89.49	111.48	174.95
财务费用	-2.13	-6.42	-4.14	-6.08	-8.60
利润总额	154.29	162.20	223.86	302.75	364.23
增速 (%)	63.91%	5.12%	38.01%	35.24%	20.31%
所得税	32.36	20.38	33.58	45.41	54.63
归属母公司净利润	107.94	126.13	169.22	228.86	275.34
增速 (%)	44.58%	16.86%	34.16%	35.24%	20.31%
摊薄 EPS (元/股)	0.84	0.98	1.31	1.77	2.13
增速 (%)	44.58%	16.86%	34.16%	35.24%	20.31%
PE	47.27	40.45	30.15	22.29	18.53

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1049.05	1335.62	1715.11	2186.84
减：营业成本	775.85	999.94	1272.13	1611.05
营业税金及附加	8.99	11.44	14.70	18.74
营业费用	12.92	17.94	23.04	29.38
管理费用	102.42	89.49	111.48	174.95
财务费用	-6.42	-4.14	-6.08	-8.60
资产减值损失	13.10	7.18	7.18	7.18
加：投资收益	-0.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	141.67	213.76	292.65	354.14
加：其他非经营损益	20.54	10.09	10.09	10.09
利润总额	162.20	223.86	302.75	364.23
减：所得税	20.38	33.58	45.41	54.63
净利润	141.83	190.28	257.34	309.59
减：少数股东损益	15.69	21.05	28.47	34.25
归属母公司股东净利润	126.13	169.22	228.86	275.34
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	634.79	702.38	726.80	1192.89
应收和预付款项	460.49	351.23	689.10	635.51
存货	559.96	940.56	968.41	1449.16
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4.42	4.42	4.42	4.42
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	322.52	574.08	555.65	531.22
无形资产和开发支出	139.31	124.67	110.03	95.38
其他非流动资产	0.36	0.18	0.00	0.00
资产总计	2121.84	2697.52	3054.40	3908.58
短期借款	34.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	824.93	1267.45	1398.26	1980.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	8.22	8.22	8.22	8.22
负债合计	867.16	1275.68	1406.48	1988.69
股本	129.10	129.10	129.10	129.10
资本公积	710.53	710.53	710.53	710.53
留存收益	308.96	455.07	652.66	890.39
归属母公司股东权益	1148.59	1294.70	1492.30	1730.02
少数股东权益	106.09	127.14	155.62	189.87
股东权益合计	1254.68	1421.84	1647.91	1919.89
负债和股东权益合计	2121.84	2697.52	3054.40	3908.58
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	61.10	401.99	91.02	533.54
投资性现金净流量	-121.33	-291.42	-51.42	-51.42
筹资性现金净流量	-8.68	-42.98	-15.19	-16.02
现金流量净额	-68.92	67.59	24.42	466.10

财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	26.04%	25.13%	25.83%	26.33%
三费/销售收入	10.38%	7.73%	7.49%	8.95%
EBIT/销售收入	14.78%	15.70%	16.71%	15.67%
EBITDA/销售收入	17.50%	19.90%	21.73%	19.87%
销售净利率	13.52%	14.25%	15.00%	14.16%
ROE	10.98%	13.07%	15.34%	15.92%
ROA	7.31%	7.77%	9.39%	8.77%
ROIC	25.65%	25.54%	32.08%	30.13%
销售收入增长率	7.11%	27.32%	28.41%	27.50%
EBIT 增长率	2.25%	35.30%	36.69%	19.52%
EBITDA 增长率	4.75%	44.75%	40.24%	16.58%
净利润增长率	16.31%	34.16%	35.24%	20.31%
总资产增长率	8.69%	27.13%	13.23%	27.97%
股东权益增长率	9.55%	12.72%	15.26%	15.93%
经营资本增长率	91.44%	-84.15%	753.21%	-55.59%
资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	40.87%	47.29%	46.05%	50.88%
投资资本/总资产	31.31%	27.17%	30.72%	19.16%
带息债务/总负债	3.92%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.91	1.57	1.70	1.65
速动比率	1.27	0.83	1.01	0.92
股利支付率	20.47%	13.66%	13.66%	13.66%
收益留存率	79.53%	86.34%	86.34%	86.34%
总资产周转率	0.49	0.50	0.56	0.56
固定资产周转率	3.81	4.87	3.46	4.64
应收账款周转率	2.87	5.73	3.20	4.92
存货周转率	1.39	1.06	1.31	1.11
业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	155.00	209.72	286.67	342.63
EBITDA	183.62	265.79	372.74	434.53
NOPLAT	118.25	169.68	235.09	282.66
净利润	126.13	169.22	228.86	275.34
EPS	0.977	1.311	1.773	2.133
BPS	8.897	10.029	11.559	13.401
PE	40.45	30.15	22.29	18.53
PB	4.44	3.94	3.42	2.95
PS	4.86	3.82	2.97	2.33
PCF	83.51	12.69	56.05	9.56
EV/EBIT	29.79	21.65	15.86	12.03
EV/EBITDA	25.15	17.08	12.20	9.48
EV/NOPLAT	39.05	26.76	19.35	14.58
EV/IC	6.95	6.20	4.85	5.50
ROIC-WACC	25.65%	25.27%	32.08%	30.13%

资料来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。