



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月18日

小盘股

研究部

朱亚锋

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080208030079

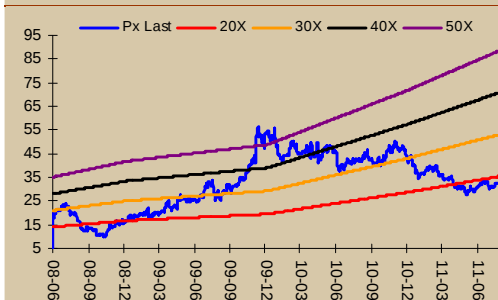
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

海陆重工(002255.SZ)

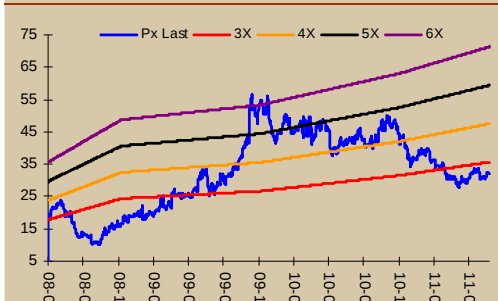
上半年业绩平稳增长, 下半年增速将提升

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

公司动态:

海陆重工公布 1H2011 业绩, 实现营业收入 5.6 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 6356 万元, 同比分别增长 14.3% 和 10.4%, 录得每股收益 0.49 元。

评论:

上半年业绩平稳增长。公司上半年实现收入 5.6 亿元, 同比平稳增长 14.3%, 其中受产能瓶颈限制传统业务余热锅炉仅增长 10.7%, 但随 09 募投项目逐步释放公司压力容器业务已初显加速趋势, 同比增速达 31.8%; 公司毛利率同比下滑 2.2%, 主要受目前毛利率尚低的压力容器业务占比提升和公司核电业务上半年受核安全评估影响毛利率大幅降低 21.5% 拖累; 公司上半年费用控制良好, 三项费用率合计下降 1.9%, 最终实现净利润 6356 万, 同比小幅增长 10.4%, 基本符合预期;

增量产能开始释放, 下半年业绩增速将提升。公司面向压力容器和核承压设备的新建产能已经部分投产, 近年困扰公司业绩增长的产能瓶颈将逐步得到改善, 煤化工、清洁煤发电等领域压力容器景气度高企背景下公司有望凭借突出制造实力迅速将产能转化为充裕订单需求, 公司上半年压力容器业务 26% 的收入占比有望持续提升, 从而推动业绩增长。公司此前推出的股权激励计划设定的行权条件为 2011 年业绩增长 25%, 高于上半年 10% 的业绩增速, 预期下半年业绩同比增速将提升 30~40% 这一水平。

投资建议:

维持公司 2011、2012 年分别 1.44 元、1.96 元的 EPS 预测, 目前股价对应 2011~12 年市盈率分别为 22.4x、16.5x, 估值吸引力较为突出, 短期看公司新产能释放将带来积极变化, 长期看公司各项业务均具突出竞争力, 积极介入煤化工装备制造空间广阔, 重申推荐评级, 建议投资者积极介入。

主要风险:

产能释放慢于预期; 大盘下跌导致市场估值水平下降。

图表 3: 分季度财务数据

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	YoY
主营业务收入	221.3	268.6	274.2	284.9	259.8	300.0	11.7%	15.5%	490.0	559.8	14.3%
主营业务成本	168.5	193.1	197.7	216.5	204.3	221.1	14.5%	8.2%	361.6	425.4	17.6%
主营业务税金及附加	2.2	2.6	1.7	2.5	0.9	1.9	-26.8%	103.0%	4.8	2.9	-40.6%
主营业务利润	50.6	72.9	74.8	65.9	54.5	77.0	5.6%	41.2%	123.6	131.5	6.5%
营业费用	2.6	3.0	3.5	3.8	2.6	4.0	32.0%	53.8%	5.6	6.6	17.8%
管理费用	20.3	22.3	20.9	38.9	24.6	19.7	-11.7%	-19.8%	42.6	44.3	3.9%
财务费用	-0.9	0.0	-0.9	-4.6	1.3	-1.3	-4721.3%	-200.1%	-0.9	-0.0	99.8%
营业利润	28.7	47.6	51.3	14.1	26.1	55.0	15.5%	110.9%	76.3	81.0	6.2%
利润总额	31.1	51.0	51.4	28.8	27.2	57.0	11.9%	110.0%	82.0	84.2	2.6%
所得税	5.3	7.1	6.3	1.7	4.3	8.8	23.8%	103.0%	12.4	13.1	5.6%
少数股东权益	4.7	7.4	4.4	-0.8	0.7	6.8	-8.0%	825.0%	12.1	7.5	-37.5%
净利润	21.1	36.5	40.7	27.9	22.1	41.5	13.6%	87.6%	57.6	63.6	10.4%
每股收益 (人民币元)	0.16	0.28	0.32	0.22	0.17	0.32	13.6%	87.6%	0.45	0.49	10.4%
毛利率	23.9%	28.1%	27.9%	24.0%	21.4%	26.3%	-1.8%	4.9%	26.2%	24.0%	-2.2%
营业费用率	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%	1.0%	1.3%	0.2%	0.3%	1.1%	1.2%	0.0%
管理费用率	9.2%	8.3%	7.6%	13.7%	9.5%	6.6%	-1.7%	-2.9%	8.7%	7.9%	-0.8%
营业利润率	13.0%	17.7%	18.7%	5.0%	10.0%	18.3%	0.6%	8.3%	15.6%	14.5%	-1.1%
净利润率	9.5%	13.6%	14.8%	9.8%	8.5%	13.8%	0.2%	5.3%	11.7%	11.4%	-0.4%
有效税率	17.1%	13.9%	12.2%	5.9%	15.9%	15.4%	1.5%	-0.5%	15.1%	15.5%	0.4%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 4: 分业务财务数据

(百万元)	1H10	2H10	1H11	YoY	HoH
收入	490.0	559.1	559.8	14.3%	0.1%
余热锅炉	361.3	463.1	399.9	10.7%	-13.7%
压力容器	108.8	80.4	143.5	31.8%	78.3%
核电设备加工	5.9	5.9	7.3	23.8%	23.8%
成本	361.6	414.2	425.4	17.6%	2.7%
余热锅炉	265.7	332.1	297.3	11.9%	-10.5%
压力容器	91.4	67.6	119.5	30.8%	76.8%
核电设备加工	1.7	2.7	3.7	113.7%	36.3%
毛利率	26.2%	25.9%	24.0%	-2.2%	-1.9%
余热锅炉	26.4%	28.3%	25.7%	-0.8%	-2.6%
压力容器	16.0%	16.0%	16.7%	0.7%	0.7%
核电设备加工	70.4%	53.6%	48.9%	-21.5%	-4.7%

资料来源：公司资料，中金公司

图表5：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

海陆重工 损益表 (人民币百万)						
002255	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	661	753	979	1,049	1,473	1,977
销售成本及税金	-509	-578	-748	-785	-1,105	-1,476
营业费用	-12	-12	-12	-13	-18	-24
管理费用	-37	-58	-66	-102	-110	-148
EBIT	103	104	145	135	229	316
EBITDA	113	122	169	164	274	377
财务费用	-5	-12	2	6	3	-2
投资收益	0	0	0	-1	0	0
其他损益项	4	2	-1	7	4	0
所得税	-31	-6	-32	-20	-37	-49
少数股东损益	-13	-14	-14	-16	-23	-26
归属于股东的净利润	57	75	108	126	186	253

海陆重工 资产负债表 (人民币百万)						
002255	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	65	272	736	666	628	836
应收帐款	126	154	224	303	403	542
预付帐款	34	70	55	71	100	133
存货	210	613	587	560	808	1,079
其他流动资产	24	16	24	86	116	152
流动资产	459	1,124	1,626	1,687	2,056	2,742
固定资产	198	214	242	323	575	610
长期投资	-	-	-	4	4	4
其他长期资产	64	65	123	146	146	147
长期资产	262	279	365	473	725	761
资产总额	721	1,403	1,991	2,160	2,781	3,503
短期借款	71	37	34	34	34	34
各项应付款	414	777	769	799	1,166	1,554
应交税费	16	-25	11	1	2	2
应付职工薪酬	19	22	28	36	51	68
其他流动负债	3	24	26	32	36	48
流动负债	524	835	868	903	1,289	1,706
长期借款	-	6	6	-	-	-
其他长期负债	-	7	5	2	2	2
长期负债	-	13	11	2	2	2
负债总额	524	848	879	905	1,291	1,708
少数股东权益	35	48	64	106	129	155
股本	83	111	129	129	129	129
公积金及未分配利润	79	396	919	1,019	1,231	1,510
股东权益	162	507	1,049	1,149	1,360	1,639
负债及股东权益	721	1,403	1,991	2,160	2,781	3,503

海陆重工 现金流量表 (人民币百万)						
002255	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	57	75	108	126	186	253
折旧/摊销	9	18	24	29	45	61
运营资本变化	66	-72	-12	-105	-41	-61
其他项	18	-0	12	10	20	28
经营活动现金流	150	20	132	60	210	281
固定资产投资	-174	-46	-104	-139	-295	-95
其他投资活动	-0	-0	10	18	-2	-2
投资活动现金流	-174	-46	-94	-121	-297	-97
股权融资	14	270	449	28	-	-
借款变动	52	-28	-3	-	-6	-
其他融资活动	-19	-9	-20	-36	55	24
融资活动现金流	47	233	426	-9	49	24
现金(等价物)变化	23	207	464	-70	-39	208

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	3%	-3%	3%	-17%	-25%	14%
行业板块	工业		二级行业		资本货物	
第一大股东	徐元生		持股比率		24.8%	
总市值	41.63	亿元	流通市值		41.63	亿元
发行股数	1.29	亿股	股票现价		32.25	元

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	32%	14%	30%	7%	40%	34%
销售毛利	43%	14%	33%	17%	39%	37%
EBITDA	70%	8%	38%	-2%	66%	38%
EBIT	76%	1%	39%	-7%	69%	38%
净利润	67%	31%	45%	17%	48%	36%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	22.9%	23.2%	23.6%	25.2%	24.9%	25.4%
营业费用率	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用率	5.6%	7.8%	6.8%	9.8%	7.5%	7.5%
EBITDA利润率	17.1%	16.2%	17.2%	15.7%	18.6%	19.1%
EBIT利润率	15.7%	13.8%	14.8%	12.9%	15.6%	16.0%
净利润率	10.6%	11.8%	12.4%	13.5%	14.2%	14.1%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	0.88	1.35	1.87	1.87	1.60	1.61
速动比率	0.48	0.61	1.20	1.25	0.97	0.97
现金比率	9%	19%	37%	31%	23%	24%
资产负债率	73%	60%	44%	42%	46%	49%
债务/权益	38%	9%	4%	3%	2%	2%
净债务/权益	4%	-40%	-62%	-50%	-40%	-45%
利息覆盖倍数	13	7	-57	-22	-65	128

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净资产收益率	35.5%	15.9%	11.0%	11.3%	14.1%	15.5%
= 总资产收益率	9.7%	6.3%	6.1%	6.6%	7.5%	8.0%
× 总资产/净资产	4.44	2.77	1.90	1.88	2.04	2.14
= 销售净利润率	10.6%	11.8%	12.4%	13.5%	14.2%	14.1%
× 资产周转率	0.92	0.54	0.49	0.49	0.53	0.56
× 总资产/净资产	4.44	2.77	1.90	1.88	2.04	2.14

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	35.5%	15.6%	10.9%	11.3%	14.0%	15.5%
资本回报率	35.5%	15.9%	11.0%	11.3%	14.1%	15.5%
加权平均资本成本	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

每股指标						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.44	0.58	0.84	0.98	1.44	1.96
每股经营性现金	1.17	0.15	1.02	0.47	1.63	2.18
每股股息	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
每股净资产	1.26	3.93	8.12	8.90	10.54	12.70

估值分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
市盈率	73.0	55.8	38.6	33.0	22.4	16.5
市净率	25.6	8.2	4.0	3.6	3.1	2.5
股价/每股经营性现金流	17.8	178.8	31.6	69.0	19.8	14.8
红利收益率	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED