

煤化工及核电业务未来前景明朗，股价仍有上升空间

海陆重工

(002255)

买入

分析师：徐缨

投资咨询执业证书编号：

S063051101011

联系信息：

Tel. 0086-21-50586660*8608

Email: xuying@longone.com.cn

日期：Tuesday, October 11, 2011

股价表现(截止到 2011. 10. 10)



	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.98	1.14	1.47	1.94

2011-2013 年总股本 129.10 百万股

公司受益于国家节能减排、大力发展核电工业以及公司的容器类产品在煤化工领域的广阔应用前景，虽然目前尚存部分产能瓶颈问题，但在 2011 年底募投项目达产后，公司 2012-2013 年业绩将会出现长足进步。我们因此预计 2011-2013 年，公司 EPS 将达到 1.14 元、1.47 元和 1.94 元，给予 25-26 倍市盈率，12 个月目标价是 36.75 元。给予“买入”评级。

(一) 投资要点

1. 公司是我国余热锅炉行业内首屈一指的企业。主要的余热锅炉产品有氧气转炉余热锅炉、有色冶金余热锅炉和干熄焦余热锅炉。

(1) 氧气转炉余热锅炉主要是对钢铁企业的转炉脱碳工序产生的余热进行利用并发电，在国内普及率已比较高。公司在该细分领域内的市场占有率已在 90% 之上。不过氧气转炉余热锅炉在使用时的损耗极大，一般每 2-3 年就需更换。钢铁企业在传统钢材的产能上继续扩大几无可能，可能的到是适度缩减。不过，未来随着特钢市场容量的扩大，产能将逐步释放，会给氧气转炉余热锅炉一定新增的应用市场容量，尽管幅度不会很大。

(2) 干熄焦余热锅炉：主要是对炼焦企业以及钢铁厂炼焦工序中产生的余热进行利用并发电。与氧气转炉余热锅炉相比，干熄焦余热锅炉的目前的市场普及率尚低，“十一五”期间要求达到的推广比例是 10-20%，现在应该也高不了太多，其中最主要的原因是我国绝大部分的炼钢厂和焦化厂都没有采用干熄焦法炼焦。

一般而言，对于规模为 100 万吨/年焦化厂，采用干熄焦余热发电，每年可减少 8-10 万吨动力煤燃烧对大气的污染，这相当于每年减排烟尘 144-180 吨、二氧化硫 1280-1600 吨、二氧化碳 10-17.5 万吨。对于每吨焦炭来说，相当于降低烧焦能耗 45-55kgs 标准煤，还能节约用水至少 0.45 吨。

目前环渤海动力煤平均价格大约在 830 元/吨，那么对于规模在 100 万吨/年的焦化厂，若采用干熄焦余热锅炉所能获得的年经济效益(动力煤加节水)大约为 6847-8507 万元。

我国目前大约有大型炼钢厂 300 余家，大小焦化厂 140 余家，400 余座焦炉，其中大、中型以上焦炉 120 余座。仅考虑在焦化厂利用干熄焦法炼焦的经济效益，上述大中型焦炉一年共生产焦炭 5000 多万吨，按产汽率 0.45 计算，可回收蒸汽大约 2300 万吨，若用于发电，年发电量可达 58 亿 KWh，价值接近 30 亿元。

国家在去年就已将节能环保业列为七大战略性新兴产业之首，在此大环境下，我们认为，干熄焦余热锅炉的市场前景将非常广阔。干熄焦余热锅炉一般是每 8-10 年更换一次，公司在这一领域的市场占有率也已高达 85%，未来在这个领域的营收主要随着市场的扩大而扩大。

- (3) 有色冶金余热锅炉：有色冶金企业一般采用的火法冶炼工艺需要使用多种类型的冶金炉窑，这些炉窑每年消耗大量能量且能量的利用效率很低，这就为有色冶金余热锅炉打开了一个巨大的市场。就目前的技术水平来说，150 摄氏度之上的余热资源是能够被回收再利用的，尽管程度不一样；25 摄氏度至 150 摄氏度的余热资源比较难回收，而周围环境温度之下（一般指 25 摄氏度之下）的余热资源在理论上都难以回收。

按照相关文件披露，我国目前有各类有色冶金企业 3000 余家（不包括各类钢铁工业企业），在技术上可行的情况下，理论上每年可回收的烟气余热（90%的回收率），如果折合成标准煤，大约有 5600 万吨。按每发一度电需标准煤 0.404kgs 计算，则可发电 1400 亿度电（1400 亿 KWh），经济价值非常可观。

有色冶金余热锅炉的市场渗透率目前约在 40%左右，该锅炉的使用寿命一般在 10-15 年，而公司的市场占有率在今年已达到 90%，未来在这一领域的营收也将主要来自于市场容量的逐步扩大。

2. 核能业务：公司提供的核能产品主要是核反应堆压力容器内的吊篮筒体以及核安全级别为 2-3 级的核级容器（压力容器、热交换器等）。吊篮筒体占绝大多数。公司是目前国内唯一一家有核级吊篮筒体实际供货经验的企业。

公司的募投项目“核承压设备制造技术改造项目”将于今年底建设完毕。届时，吊篮筒体的产能将由目前的 5-8 套/年逐步达到 13-16 套/年，核 2、3 级容器的产能则将新增 100 套/年。

一般认为，核电新项目审批工作将于明年早些时候恢复，2015 年我国核电的装机容量将达到 40GW，2020 年则不低于 60GW。也就是说，从现在到 2020 年还将建造大约 19 座三代技术的核电站。按照每两台机组建造 3 套吊篮筒体，未来 9 年内需要吊篮筒体大约 29 套，而 2-3 级的核级容器的需求量则更多（每一 AP1000 核反应堆需这样的容器略低于 1000 套）。未来公司核电业务对于营收和利润的贡献将大大超过目前。

3. 容器类业务：公司提供的压力容器产品包括一般通用的压力容器、应用于煤化工领域的压力容器和特殊材质的压力容器，以非标压力容器为主。该项业务是公司在 2009 年才发展起来的，2010 年营收 189.25 百万元，占比总营收 18%；产品毛利率 16%，低于总营毛利率 9.2 个百分点。2011 年上半年，该项业务营收 143.45 百万元，占比上半年总营收 25.6%；产品毛利率 16.7%，依旧低于总营毛利率 6.8 个百分点。

公司前期在该项业务上的毛利率比较低，主要是因为该项业务处在市场拓展阶段，为了尽快让市场认可公司的产品，在售价上有所考虑的缘故。未来随着产品质量和市场认知度的进一步提高，压力容器产品在公司整体毛利中的贡献将逐步扩大。

应用于煤化工领域的压力容器业务将是公司该项业务未来的发展重点。

煤化工压力容器包括反应器、换热器和分离器等，具有很广的应用面，比如可用于气体净化、煤制油、煤制乙醇/甲二醚等。公司设计制造的压力容器的代表作是煤化工 C3 分离塔，号称煤化工行业的“亚洲第一塔”。

“十二五”期间，我国的新疆、内蒙和山西等地区计划在煤化工领域的投资将是万亿元级别的，这为煤化工设备及其中的压力容器打开了一个极富潜力的市场。

煤化工非标压力容器市场容量估算(情景分析，单位：元)

计划的煤化工领域投资额	资金实际到位率	煤化工领域实际投资额	煤化工设备占比	非标压力容器占比煤化工设备	非标压力容器市场容量
1 万亿	50%	5000 亿	50%	50%	1250 亿
2 万亿	50%	1 万亿	50%	50%	2500 亿

来源: 东海证券研究所

就公司 2010 年压力容器营收而言，其市场份额尚不到 1%，但随着前期募投项目于 2011 年底/2012 年初建设完成并开始量产以及公司在煤化工设备领域的投入进一步加大(合资公司乌兰海陆的顺利运营)，压力容器业务未来无论在营收还是利润上对公司的贡献都将大幅增加。

(二) 未来展望

公司未来的发展战略是“从原来的依靠设计院进行设计，仅进行单一制造这样的盈利模式转向自主设计，逐步由设备制造商转变为集成套产品的设计及制造为一体的总承包商盈利模式。”公司先前的募投项目都将与今年底明年初完成建设，我们因此认为，除非中国的宏观经济出现硬着陆，公司未来营收和利润年增幅达到 20-30%并非小概率事件。

(三) 估值

1. 假设

	2011	2012	2013
非主营占比总营	2.0%	2.0%	2.0%
余热锅炉毛利率	26.5%	26.5%	26.5%
容器类产品毛利率	17.0%	21.00%	25.00%
核电设备毛利率	49.0%	49.0%	49.0%
余热锅炉营收增长率	15.5%	18.5%	21.5%
容器类产品营收增长率	35.0%	40.0%	45.0%
核电设备营收增长率	93%	83.0%	30.0%
净利润率/毛利率	48.00%	48.00%	48.00%

2. 估值

	2010	2011E	2012E	2013E
余热锅炉营收	824.41	952.19	1,128.35	1,370.94
余热锅炉毛利	226.56	252.33	299.01	363.30
余热锅炉毛利率	27.5%	26.5%	26.5%	26.5%
余热锅炉营收同比增长率	3.7%	15.5%	18.50%	21.50%
余热锅炉收入占比总营收	78.6%	76.2%	73.1%	69.4%

	2010	2011E	2012E	2013E
容器类产品营收	189.25	255.49	357.68	518.64
容器类产品毛利	30.29	43.43	75.11	129.66
容器类产品毛利率	16.0%	17.0%	21.00%	25.00%
容器类产品营收同比增长率	16.6%	35.0%	40%	45%
容器类产品营收占比总营收	18.0%	20.5%	23.2%	26.2%

	2010	2011E	2012E	2013E
核电产品营收	11.80	22.76	41.66	54.16
核电产品毛利	7.31	11.15	20.41	26.54
核电产品毛利率	62.0%	49%	49%	49%
核电产品营收同比增长率	-28.6%	93%	83.00%	30.00%
核电产品营收占比总营收	1.1%	1.8%	2.7%	2.7%

	2010	2011E	2012E	2013E
总营收	1,049.05	1,255.56	1,558.87	1,983.41
主营占比总营	97.8%	98%	98%	98%
非主营占比总营	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
总营毛利	264.22	307.53	395.33	520.54
总营毛利率	25.2%	24.49%	25.36%	26.24%
总营同比增长	7.1%	19.68%	24.16%	27.23%

	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	126.13	147.62	189.76	249.86
净利润增长率	-	17.0%	28.5%	31.7%
净利润率	12.02%	11.76%	12.17%	12.60%
# of shares outstanding(million)	-	129.10	129.10	129.10
EPS(元)	0.98	1.14	1.47	1.94

给予 25-26 倍市盈率, 2011-2013 年目标价为 28.59 元、36.75 元和 48.38 元。12 个月目标价 36.75 元。予以 “买入” 评级。

作者简介

徐缨：毕业于美国 Georgia State University，获 MBA/金融学双硕士学位。2007 年加入东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月 内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

分析师承诺

本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系，本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京东海证券研究所	上海东海证券研究所
中国北京 100089	中国上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897