



资本货物/工业

海陆重工 (002255)

明年产能瓶颈将破 未来业务全面开花

——公司调研简报

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
编号 S0880511010047

本报告导读：公司经营稳健，余热锅炉市场空间犹在；压力容器产能逐渐释放，未来成长空间巨大；核电产品在手订单充足，盈利能力强。

事件：

- 近日，我们对公司进行了实地走访，就公司的经营状况和未来的发展规划与管理层进行了深入交流。

评级： **增持**

上次评级： 中性

目标价格： **39.00**

上次预测： 39.00

当前价格： **32.50**

2011.11.27

交易数据

52周内股价区间(元)	26.04-50.94
总市值(百万元)	4,196
总股本/流通A股(百万股)	129/129
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	1
日均成交值(百万元)	18

52周内股价走势图



评论：

- **总体情况：**公司是我国节能环保及核电设备的专业化生产企业，主营业务包括工业用余热锅炉、压力容器及核电产品，产品广泛应用于钢铁、有色、化工、电力、石油、造纸、玻璃等行业，是我国工业用余热锅炉行业领先型企业。2011 年前三季度，公司销售收入为 8.63 亿元，实现净利润 1.09 亿元，同比分别增长 13%和下降 4.7%，总体经营平稳。由于生产方面长期浪费严重，公司目前毛利率偏低，管理层将寻求标准化工业生产，节省生产时间，未来毛利率有望稳中有升。此外，通过与管理层的深入交流及下游行业发展趋势判断，我们预期公司今年余热锅炉、压力容器及核电产品三项主营业务收入同比增长 20%左右，伴随公司二期厂房明年一季度的顺利投产，明年公司收入仍然有望维持 20-30%的增速。

- **余热锅炉节能环保，收入长期增长具备可持续性：**

公司目前生产的余热锅炉主要包括有色冶炼余热锅炉、氧气转炉余热锅炉、干熄焦余热锅炉，其下游需求分别有色冶炼、钢铁冶炼、钢铁（焦化行业），目前国内市场占有率第一，处于行业领先地位。由于宏观经济增速下降，下游需求相对萎靡，预计公司全年余热锅炉销售收入增速同比小于 10%。公司工业用余热锅炉研发和工艺水平较高，产品系列丰富，广泛涉猎下游市场，但考虑到水泥窑余热锅炉、玻璃窑余热锅炉、生物质余热锅炉毛利率较低，公司目前专注于有色、钢铁行业用余热锅炉市场。

表 1：工业用余热锅炉产品单价、寿命及毛利率

	单价(万元/台)	使用寿命	毛利率
有色冶炼余热锅炉	1800-2000	10-15	27%-28%
氧气转炉余热锅炉	200-300	3-5	27%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

干熄焦余热锅炉	1000-1200	5-10	25%
烧结机余热锅炉	500-600	3	-

数据来源：国泰君安证券研究

公司今年余热锅炉新增订单大概 6 个亿,其中有色冶炼余热锅炉占比 50%,干熄焦余热锅炉占比 20-30%,氧气转炉余热锅炉 20-30% (均为估算),整体增速平稳,其中有色冶金订单今年增速大概为 20%。尽管国家要求大型钢厂干熄焦余热锅炉配套比例达到 90%,但目前只有不到 40%,有色冶金余热锅炉下游配套比例约 30%,考虑到国家节能减排政策的逐步落实,公司余热锅炉销售收入长期增长空间依然巨大。

● 压力容器和核电设备订单充足,产能逐步释放,增长有保障:

■ 压力容器业务

压力容器行业技术壁垒较低,各厂商之间的竞争主要集中在工艺生产方面,目前已经进入到了白热化阶段,仅张家港地区压力容器厂家就超过 50 余家,各公司相互之间采取低成本和压价策略,利润率很低。由于生产成本相对较高,公司充分利用自己的制造工艺优势,主要生产技术含金量较高的产品,从而有效规避了毛利率逐年下降的风险。

在手订单方面,公司 2007 年与神华宁煤签订了 5 亿的大额订单,但由于订单涉及到补价问题,今年仅确认 1-2 个亿,目前未确认订单约 2 亿,此次确认时间相对较长,未来这种特殊情况发生的可能性不大。此外,今年公司还参与了神华宁煤招标项目,中标了一个 4000 万的包,还有一个 6000 万的包被其他公司获得。公司正与美国 KBR 公司进行 IGCC 的示范项目合作,合同金额大概为 1.2 亿,其中气化炉余热锅炉 2500 万,气化炉 9500 万。由于公司目前在手订单充足,未来只接受配套订单项目,提升公司的综合盈利能力。总体而言,公司目前压力容器在手订单 5-6 亿,随着二期工厂明年一季度的投产,按照厂房面积计算,公司产能至少翻番,但考虑到设备安装和员工补充滞后,乐观预计产能增加 50%,产能瓶颈将大大消除,未来压力容器收入高速增长可期。

至于投资者较关心的鄂尔多斯乌兰煤炭项目,目前存在的主要问题是合作方土地供给承诺无法兑现,而且当地政府合作意愿不足,项目夭折可能性很大。当时地方政府号称投资 100 亿,同时提出了税收优惠的鼓励措施,但目前地方政府却将投资额调整为 40 亿元,考虑到蕴含的潜在风险,公司可能放弃此次合作,未来谋求独资建厂。

■ 核电设备业务

公司吊篮产品去年确认 5.5 套,今年大概能确认 8-9 套,受益于二期工厂的投产,明年大概能确认 12 套,但蒸发器目前还没有确认销售收入。在产能方面,目前公司只有一个车间生产核电产品,满产能力约 10 套,管理层计划明年将用于生产压力容器的两个车间全部搬出,也就是未来核电产品生产车间将达到三个,产能瓶颈有望彻底解除。总体来说,公司目前吊篮筒体在手订单充足,大概为 70 套,每套营业收入 380 万元,而吊篮产品收入主要取决于产能释放能力,下游需求对公司影响有限,未来收入增速稳定。

● 生产流程优化,主要业务毛利率将逐步提升:

由于公司生产的是非标准化产品,之前制造过程中浪费严重,随着公司生产管理和流水线标准化的加强,乐观估计未来毛利率有望提高 5 个百分点以上。目前公司的产品结构中,余热锅炉和压力容器收入占比分别约 70%、25%,两者占比高达 95%以上,但毛利率仅分别为 26%、16%左右,未来毛利率的提升将大幅提高公司的盈利能力,整体业绩有望得到显著改善。

● 股权激励实施,行权条件表明成长底线:

公司为了进一步完善公司治理结构,健全激励机制,激励公司中高级管理人员以及核心岗位员工勤奋努力工作,确保公司长远发展与股东利益的最大化,对包括公司中高级管理人员和核心技术(业务)人员在内的激励对象进行股票期权激励,同时确定了本次激励计划的股票期权首次授权日为 2011 年 11 月 22

日，行权价格为 30.44 元，行权条件为 2011 年净利润相比 2010 年增速不低于 25%，2012 年净利润相比 2010 年增速不低于 45%，2013 年净利润相比 2010 年不低于 65%（净利润为扣非后净利润且未考虑行权成本）。我们认为，行权条件表明了公司的成长底线，以及管理层对公司未来成长的信心和动力。

● **大力引进外来人才，长期劳动力供给有保障：**

目前整个张家港地区的用工成本都在上升公司人工成本今年同比增长约 20%。由于张家港本地劳动力紧张，公司目前从其他企业挖人较少，主要从西部地区招工，开出的薪资条件也具备一定的吸引力，劳动力供给还是能够保证正常生产。在劳动力素质方面，目前专科学历只能进入到车间从事焊工之类的工作，研发部门至少需要本科学历，目前每年能引进 60 余个大学生加入公司的核心部门；在员工绩效激励方面，目前各生产部门采取末尾淘汰制，从而有效调动了员工的生产积极性。此外，公司目前正在建造 300 套 60 平方米的厂区住宅，还规划建造一栋大的职工宿舍，以便吸引优秀人才加入公司。综合以上因素，我们认为，公司的劳动力长期还是能够得到有效保障。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.22、1.47、1.77 元，维持目标价 39 元，考虑二级市场目前股价水平，评级由“中性”上调为“增持”。

表 2：盈利预测表

主要财务数据	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	979	1,049	1,228	1,406	1,610
同比%	30.1%	7.1%	17.0%	14.5%	14.5%
经营利润（百万）	145	135	179	221	271
同比%	39.1%	-6.7%	32.5%	23.0%	22.7%
净利润（百万）	108	126	157	190	229
同比%	44.6%	16.9%	24.4%	20.9%	20.5%
每股净收益（元）	0.84	0.98	1.22	1.47	1.77

作者简介:**吕娟:**

执业资格证书编号: S0880511010047

电话: 021-38676139

邮箱: lvjuan@gtjas.com

黄琨（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111090080?

电话: 021-38674935

邮箱: huangkun010844@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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		