



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

公司动态
证券研究报告

2011 年 12 月 08 日

小盘股

研究部

朱亚锋

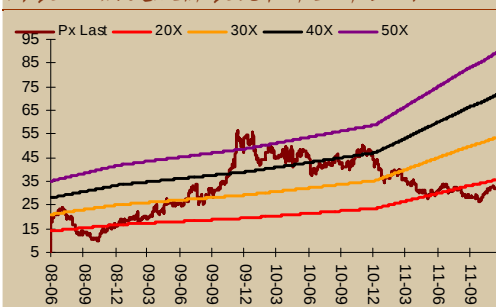
分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010017
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

海陆重工(002255.SZ)

煤化工优质容器商，增长加速

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: 国内主要新型煤化工示范项目

序号	业主单位	地点	产能规模	项目进展情况
煤制油项目				
1	神华	内蒙鄂尔多斯	100万吨/年	已开车
2	伊泰	内蒙鄂尔多斯	16万吨/年	已开车
3	潞安	山西	21万吨/年	已开车
煤制烯烃项目				
1	神华包头	内蒙包头	60万吨/年	已运营, 筹备二期
2	神华宁煤	宁夏	50万吨/年	试生产, 二期开工建设
3	大唐	内蒙多伦	46万吨/年	调试试生产
煤制天然气项目				
1	大唐	内蒙赤峰	40亿m3/年	点火成功
2	大唐	辽宁阜新	40亿m3/年	招标设备中
3	汇能	内蒙鄂尔多斯	16亿m3/年	获核准
4	庆华	新疆伊犁	55亿m3/年	获核准
5	华能	内蒙呼伦贝尔	40亿m3/年	获核准
煤制乙二醇项目				
1	通辽金煤	内蒙通辽	20万吨/年	试运行

资料来源: 中金公司研究部

近况:

公司近期对股权激励计划实施了授予, 09 年增发募投的压力容器产能近期已开始释放; 以神华集团宁煤煤制烯烃二期主体容器设备进入招投标最后阶段为标志之一, 煤化工容器市场进入景气周期。

评论:

增长加速。从公司自上市以来净利润复合增速(2007~10A:30%)明显高于收入复合增速(17%)看, 产能一直是制约公司增长的主要瓶颈, 而公司 09 年募投的压力容器和核电产能自 3Q 起逐月释放, 产能瓶颈得以消除。此外, 公司在 11 月底完成了股权激励计划的授予, 期权行权要求 2011 年剔除非经常性损益和期权费用后的可比净利润增速高于 25%, 而 1~3Q2011 实际业绩增速仅 2.3%, 这意味着公司 4Q2011 很可能实现 70~100%的同比单季度业绩增长。

煤制烯烃优质容器商, 煤化工容器业务进入发展快车道。我国新型煤化工产业正处于从示范项目到大面积推广过程中, 容器需求将出现倍增, 而格局上, 由于各工艺路线的示范项目数量有限, 在示范项目中拥有业绩的设备商将一定程度占优。就公司而言, 从披露的过往业绩看, 公司尽管此前宣传不多, 但确为国内煤制烯烃示范项目(宁煤、包头项目)最优质的容器商; 从公司 09 年通过增发大幅度扩产煤化工容器产能、近期设立子公司希望在内蒙进一步形成新增产能看, 公司对煤化工装备需求的判断清晰而准确, 兼准备充足; 基于公司通过增发扩产已经实现了煤化工容器年产值从 3 亿元向 8 亿元的跃进, 我们将公司煤化工容器收入 2012、13 年增速上调为 150%/50%(销值分别 7.6 亿、11 亿), 收入占比将由 2011 年的 24%上升至 40%和 45%, 成为主要增长动力。

余热锅炉业务预计平稳增长, IGCC 气化炉正成为新业务点。我们前期报告论述过节能投资与宏观经济存在一定逆周期性, 余热锅炉竞争格局总体稳定, 预期公司目前主业余热锅炉未来 2 年保持 10~15%的稳健增速; 其它业务中, 公司近年积极介入煤气化联合发电(IGCC)电站气化炉制造, 相继取得国内第一、二个商业化运行 IGCC 电站的配套气化炉, 长期前景亦值得关注。

投资建议:

考虑期权费用影响, 我们小幅调整公司 2011、12 年 EPS 预期至 1.18 元和 1.84 元, 当前股价对应市盈率分别 27x、17x; 鉴于公司煤化工容器业务进入快车道, 维持推荐评级, 建议投资者积极介入。

图表 3: 分业务收入预期

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	CAGR (2010A~2012E)
收入(百万元)	979	1,049	1,273	1,905	2,512	35%
+/- %	30.1%	7.1%	21.4%	49.6%	31.9%	164%
-余热锅炉及相关配套	795	824	907	1,043	1,199	12%
-材料销售	6	24	28	34	36	20%
-核电吊篮产品	17	12	35	71	142	145%
-压力容器	162	189	303	757	1,135	100%
毛利率	24%	26%	27%	27%	26%	
-余热锅炉及相关配套	24%	27%	27%	27%	27%	
-材料销售	97%	38%	42%	42%	42%	
-核电吊篮产品	71%	62%	50%	50%	45%	
-压力容器	17%	16%	21%	23%	23%	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4: 分季度财务数据

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	YoY	QoQ	1-3Q10	1-3Q11	YoY
主营业务收入	221.3	268.6	274.2	284.9	259.8	300.0	303.6	10.7%	1.2%	764.2	863.4	13.0%
主营业务成本	168.5	193.1	197.7	216.5	204.3	221.1	229.3	15.9%	3.7%	559.3	654.7	17.0%
主营业务税金及附加	2.2	2.6	1.7	2.5	0.9	1.9	1.1	-35.1%	-43.7%	6.5	3.9	-39.2%
主营业务利润	50.6	72.9	74.8	65.9	54.5	77.0	73.3	-2.1%	-4.8%	198.4	204.8	3.2%
营业费用	2.6	3.0	3.5	3.8	2.6	4.0	3.3	-5.4%	-16.1%	9.1	9.9	8.8%
管理费用	20.3	22.3	20.9	38.9	24.6	19.7	26.4	26.2%	33.8%	63.5	70.6	11.2%
财务费用	-0.9	0.0	-0.9	-4.6	1.3	-1.3	1.3	248.9%	197.4%	-1.8	1.3	172.1%
营业利润	28.7	47.6	51.3	14.1	26.1	55.0	42.4	-17.3%	-22.8%	127.6	123.4	-3.2%
利润总额	31.1	51.0	51.4	28.8	27.2	57.0	43.8	-14.7%	-23.2%	133.4	128.0	-4.1%
所得税	5.3	7.1	6.3	1.7	4.3	8.8	5.6	-11.2%	-36.4%	18.7	18.7	-0.1%
少数股东权益	4.7	7.4	4.4	-0.8	0.7	6.8	1.3	-71.2%	-81.5%	16.5	8.8	-46.5%
净利润	21.1	36.5	40.7	27.9	22.1	41.5	37.0	-9.2%	-10.8%	98.3	100.5	2.3%
每股收益 (人民币元)	0.16	0.28	0.32	0.22	0.17	0.32	0.29	-9.2%	-10.8%	0.76	0.78	2.3%
毛利率	23.9%	28.1%	27.9%	24.0%	21.4%	26.3%	24.5%	-3.4%	-1.8%	26.8%	24.2%	-2.6%
营业费用率	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	-0.2%	-0.2%	1.2%	1.1%	0.0%
管理费用率	9.2%	8.3%	7.6%	13.7%	9.5%	6.6%	8.7%	1.1%	2.1%	8.3%	8.2%	-0.1%
营业利润率	13.0%	17.7%	18.7%	5.0%	10.0%	18.3%	14.0%	-4.7%	-4.4%	16.7%	14.3%	-2.4%
净利润率	9.5%	13.6%	14.8%	9.8%	8.5%	13.8%	12.2%	-2.7%	-1.6%	12.9%	11.6%	-1.2%
有效税率	17.1%	13.9%	12.2%	5.9%	15.9%	15.4%	12.7%	0.5%	-2.6%	14.0%	14.6%	0.6%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 09 年定向增发募集资金投向 (单位: 人民币万元)

项目名称	拟投资总额	募集资金拟投入额	正常年份收入	正常年份净利润	正常年份净利润率	财务内部收益率	投资回收期 (含建设期)	建设期	建成后产能利用率
大型及特种材质压力容器制造技术改造项目	29,729	22,418	43,200	9,210	21.3%	26.53%	5.51	2年	第一年60%，第二年80%，第三年起100%
核承压设备制造技术改造项目	15,054	12,473	17,400	4,709	27.1%	29.32%	5.40	2年	第一年60%，第二年80%，第三年起100%
合计	44,783	34,891	60,600	13,919	23.0%				

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6：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	1,273	1,905
销售成本及税金	-509	-578	-748	-785	-946	-1,416
营业费用	-12	-12	-12	-13	-15	-23
管理费用	-37	-58	-66	-102	-115	-162
EBIT	103	104	145	135	189	293
EBITDA	113	122	169	164	234	354
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	6	8
所得税	-31	-6	-32	-20	-31	-47
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	152	238

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	586	951
应收帐款	126	154	224	303	384	522
预付帐款	34	70	55	71	85	128
存货	210	613	587	560	692	920
其他流动资产	24	16	24	86	104	148
流动资产	459	1,124	1,626	1,687	1,851	2,668
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	2,576	3,429
短期借款	71	37	34	34	34	34
各项应付款	414	777	769	799	1,008	1,534
应交税费	16	-25	11	1	1	2
应付职工薪酬	19	22	28	36	44	65
其他流动负债	3	24	26	32	31	46
流动负债	524	835	868	903	1,118	1,681
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	1,120	1,684
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	1,197	1,461
股东权益	162	507	1,049	1,149	1,327	1,590
负债及股东权益	721	1,403	1,991	2,160	2,576	3,429

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	152	238
折旧/摊销	9	18	24	29	45	61
运营资本变化	66	-72	-12	-105	-49	111
其他项	18	-0	12	10	20	28
经营活动现金流	150	20	132	60	168	438
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	-81	365

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	-4%	6%	9%	6%	-32%	-44%
行业板块	工业		二级行业		资本货物	
第一大股东	徐元生		持股比例		24.8%	
总市值	41.17 亿元		流通市值		41.17 亿元	
发行股数	1.29 亿股		股票现价		31.89 元	

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	32%	14%	30%	7%	21%	50%
销售毛利	43%	14%	33%	17%	24%	49%
EBITDA	70%	8%	38%	-2%	42%	52%
EBIT	76%	1%	39%	-7%	40%	55%
净利润	67%	31%	45%	17%	21%	56%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	22.9%	23.2%	23.6%	25.2%	25.7%	25.7%
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%	9.0%	8.5%
EBITDA利润率	17.1%	16.2%	17.2%	15.7%	18.4%	18.6%
EBIT利润率	15.7%	13.8%	14.8%	12.9%	14.9%	15.4%
净利润率	10.6%	11.8%	12.4%	13.5%	13.8%	13.8%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	0.88	1.35	1.87	1.87	1.66	1.59
速动比率	0.48	0.61	1.20	1.25	1.04	1.04
现金比率	9%	19%	37%	31%	23%	28%
资产负债率	73%	60%	44%	42%	43%	49%
债务/权益	38%	9%	4%	3%	2%	2%
净债务/权益	4%	-40%	-62%	-50%	-38%	-52%
利息覆盖倍数	13	7	-57	-22	-55	121

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净资产收益率	35.5%	15.9%	11.0%	11.3%	12.1%	15.1%
= 总资产收益率	9.7%	6.3%	6.1%	6.6%	6.8%	7.7%
× 总资产/净资产	4.44	2.77	1.90	1.88	1.94	2.16
= 销售净利润率	10.6%	11.8%	12.4%	13.5%	13.8%	13.8%
× 资产周转率	0.92	0.54	0.49	0.49	0.49	0.56
× 总资产/净资产	4.44	2.77	1.90	1.88	1.94	2.16

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%	12.0%	15.1%
资本回报率	35.5%	15.9%	11.0%	11.3%	12.1%	15.1%
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	1.18	1.84
每股经营性现金	1.17	0.15	1.02	0.47	1.30	3.39
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	10.28	12.32

估值分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
市盈率	72.2	55.1	38.1	32.6	27.1	17.3
市净率	25.3	8.1	3.9	3.6	3.1	2.6
股价/每股经营性现金流	17.6	176.8	31.2	68.3	24.5	9.4
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，中金公司研究部

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/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/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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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