

海陆重工 (002255)

公司研究/调研报告

余热锅炉稳健增长，压力容器产能释放

—海陆重工 (002255) 调研报告

民生精品---调研报告/电气设备、新能源行业

2011 年 12 月 13 日

一、事件概述

近日我们调研了海陆重工 (002255)，了解了公司生产经营的有关情况。

二、分析与判断

➤ 余热锅炉稳健增长，受益十二五工业节能规划

余热锅炉属于节能环保领域，受政策和下游需求相关。“十一五”期间，我国单位工业增加值能耗累计下降26%，但工业能耗占全社会整体能耗的比重，由2005年的70.9%左右上升到2010年的73%左右，预计“十二五”期间单位工业增加值能耗要比2010年降低21%左右。未来工业节能减排将执行更加严格，作为解决高耗能企业余热锅炉未来将会稳健增长。

公司锅炉方面今年新增订单大概6个亿，有色冶炼余热锅这两年占比较高，能够占到总订单50%-60%，预计十二五市场规模为35亿，公司有望每年6亿订单。干熄焦余热锅炉预计十二五市场规模为24亿，公司有望年2亿订单。工业锅炉属于非标产品，故其毛利率相对标准化电站锅炉较高。公司余热锅炉毛利率近几年相对稳定在24-26%之间，预期未来毛利率保持稳定。

➤ 压力容器产能释放，借煤化工东风快速增长

当前企业和地方政府掀起了新一轮的煤化工投资热潮，据不完全统计，“十二五”期间各省规划投资总额将超过2万亿元。压力容器占整体投资10%左右，按照2万亿来测算，整个压力容器市场份额十二五期间为2000亿。公司09年通过增发大幅度扩产煤化工容器产能，预计今年年底可达产，明年能够释放50%产能，后年可以释放100%，预计明年压力容器收入为8亿。

IGCC方面公司目前与美国KBR公司进行合作，合同金额大概为1.1亿左右，主要应用于国家“863计划”的东莞发电项目，预计明年收入将会得到确认。

➤ 期待自主研发核电设备

核电发展未来发展将以引进的西屋的AP1000三代核电技术将成为主流，以及CAP1400自主化的研发将在未来逐步推进。公司核电吊篮是上海第一机床的唯一配套商，属于来料加工，加工费用一套380万，明年随着产能扩一倍的话，明年可以做到十几个。目前公司手头还有基于AP1000技术自主研发高温堆芯，预计每套加工费900万左右。公司自主研发安注箱（承压容器），前期中标8套共4000万，安注箱用于对核反应堆堆芯进行充分冷却，是一回路安全系统的一个重要组成部分。未来随着核电审批重启，核电设备国产化将加速进行，公司将受益。

三、盈利预测与投资建议

公司为工业用余热锅炉龙头，余热锅炉未来业绩相对稳定，压力容器和核电设备业务的快速扩张将成为公司未来盈利高速增长的保证。预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.17 元、1.58 元和 1.88 元，维持“谨慎推荐”的投资评级。

四、风险提示：

余热锅炉下游需求低迷，宁煤中标未及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,049	1,268	1,787	2,282
增长率 (%)	7.11%	20.83%	40.99%	27.68%
归属母公司股东净利润 (百万元)	126	151	205	243
增长率 (%)	16.86%	19.81%	35.35%	18.94%
每股收益 (元)	0.98	1.17	1.58	1.88
PE	32.70	27.29	20.17	16.95
PB	3.29	2.95	2.53	2.17

资料来源：民生证券研究所

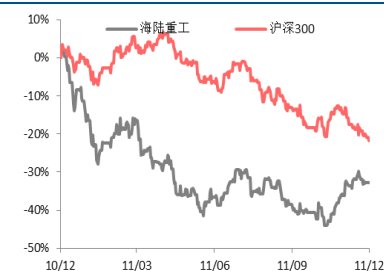
谨慎推荐 维持评级

合理估值：39 元

交易数据 (2011-12-12)

收盘价 (元)	32.00
近 12 个月最高/最低	49.35/26.04
总股本 (百万股)	129.10
流通股本 (百万股)	129.10
流通股比例%	100.00
总市值 (亿元)	41.31
流通市值 (亿元)	41.31

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

联系人：黄彤

电话：(021) 68885572

Email: huangtong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号
浦发银行大厦 31 楼 200120

一、余热锅炉增长稳健，受益十二五工业节能规划

余热锅炉属于节能环保领域，受政策和下游需求相关。“十一五”期间，我国单位工业增加值能耗累计下降 26%，但工业能耗占全社会整体能耗的比重，由 2005 年的 70.9% 左右上升到 2010 年的 73% 左右；六大高耗能产业（电力、钢铁、建材、有色、化工和石化）的能耗占工业整体能耗的比重由 2005 年的 71% 左右上升到 77% 左右。

工信部副部长苏波表示预计将会对最后确定今后 5 年单位工业增加值能耗要比 2010 年降低 21% 左右。预计《工业转型升级规划（2011-2015 年）》出台将第一次提出工业节能目标，未来工业节能减排将执行更加严格，作为解决高耗能企业余热锅炉未来将会稳健增长。

表 1：有色冶炼余热锅炉、干熄焦余热锅炉十二五市场容量测算

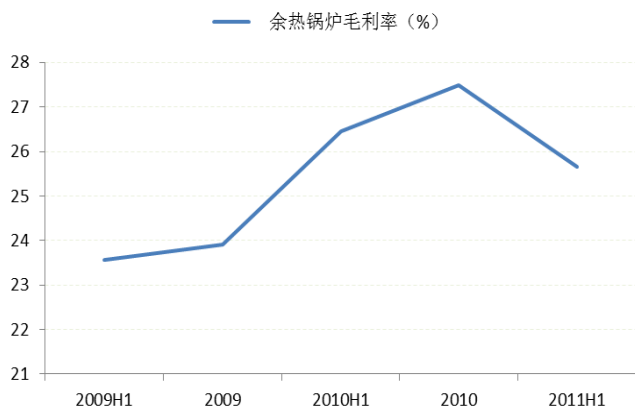
有色冶炼余热锅炉		干熄焦余热锅炉	
2010 年十种金属产量	3000 万吨	2010 年焦炭产量	38406 万吨
预计十二五产能增速	5%	预计十二五产能增速	5%
预计十二五年度市场规模	3480 万吨	预计十二五年度市场规模	44565 万吨
预计十二五渗透率	50%	预计十二五新增安装量	40%
十二五市场空间	1740 万吨	十二五市场空间	17826 万吨
每套有色冶炼余热锅炉对应金属产量	10 万吨	每套干熄焦余热锅炉对应焦炭产量	90 万吨
需求套数	174	需求套数	198
每套售价	2000 万	每套售价	1200 万
市场空间	35 亿	市场空间	24 亿
年市场容量	7 亿	年市场容量	4.8 亿
预计公司占比	90%	预计公司占比	40-50%
预计公司份额	6.3 亿	预计公司份额	1.9-2.4 亿

资料来源：民生证券研究所

锅炉方面今年新增订单大概 6 个亿，有色冶炼余热锅这两年占比较高，能够占到总订单 50-60%。其中有色行业目前安装量为 30%，按照十二五末安装 80% 安装量测算仍有 50% 空间，对应市场容量 35 亿左右。干熄焦余热锅炉目前下游使用率为 40%，未来五年市场容量 24 亿左右。

工业锅炉属于非标产品，故其毛利率相对标准化电站锅炉较高。公司余热锅炉毛利率近几年相对稳定在 24-26% 之间，预期未来毛利率保持稳定。

图 1：公司余热锅炉毛利率

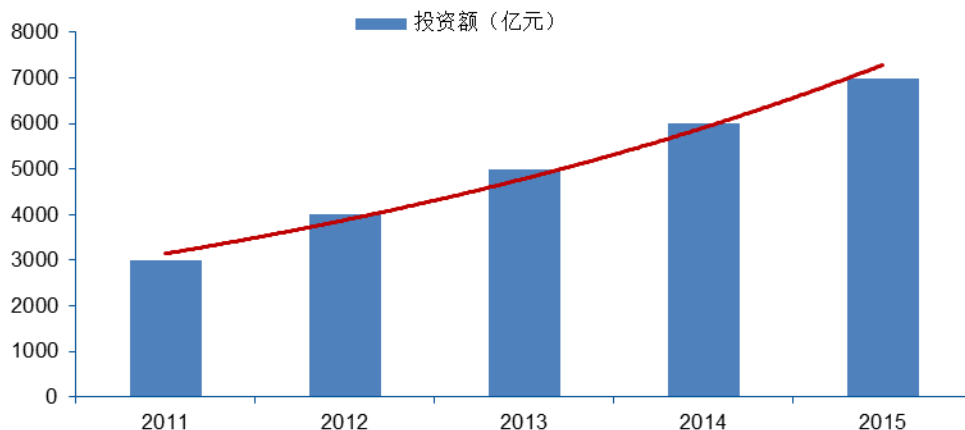


资料来源：wind、民生证券研究所

二、压力容器产能释放，借煤化工东风快速增长

随着现代煤化工示范项目的建设完成，稳定运营以及项目良好的经济效益，企业和地方政府掀起了新一轮的煤化工投资热潮，现代煤化工迎来了由示范项目到大规模兴建的行业爆发拐点。据不完全统计，“十二五”期间各省规划投资总额将超过 2 万亿元。压力容器占整体投资 10% 左右，按照 2 万亿来测算，整个压力容器市场份额十二五期间为 2000 亿。

图 2：现代煤化工“十二五”投资逐年增加



资料来源：民生证券研究所

压力容器属于竞争较为激烈行业，但是大型压力容器方面，技术壁垒较高，同时由于大型压力容器属于关键型设备，一般在招标时都会选取具有项目成功的公司。

公司 09 年通过增发大幅度扩产煤化工容器产能，预计今年年底可达产，明年能够释放 50% 产能，后年可以释放 100%。2007 年公司在神华宁煤烯烃一期项目中承担了 54 台超限设备中 24 台的制造任务，签订订单 5 亿，其中 1-2 亿将在今年底确认。二期宁煤招标已在陆续进行，公司已参与，预计后续仍然会有标中的，我们判断公司二期招标金额不会低于一期中标额。目前公司在手订单大约 5-6 亿，预计将在未来一到二年释放。

表 2：神华、宁煤制烯烃项目及进展

项目名称	业主及建设地点	投资额(亿元)	进展
神华包头 180 万吨甲醇、30 万吨聚乙烯、30 万吨聚丙烯项目	神华集团 内蒙古包头	170	项目装置于 2010 年 8 月一次投料成功，2011 年正式进入商业化运营，目前处于满负荷平稳生产状态，今年计划生产聚烯烃产品 45 万吨。截至 6 月 30 日，累计实现销售收入 31 亿元、利润 8.75 亿元；截至九月中旬，工厂今年已安全、稳定运行 206 天，平均生产负荷达到 89%，累计实现销售收入 39.9 亿元，完成年度计划的 92%。
神华新疆 68 万吨煤基新材料项目（年产聚乙烯 30 万吨、聚丙烯 38 万吨）	神华集团 新疆乌鲁木齐	198	2011 年 11 月 6 日奠基，预计 2015 年建成，实现年销售收入 70 多亿元。此项目是在包头项目成功基础上的又一新项目。
神华宁煤 167 万吨甲醇、50 万吨聚丙烯项目	神华宁煤 宁夏宁东	170	2008 年 4 月开工建设，2010 年 8 月实现中交，9 月 6 日正式进入全面试车状态，10 月 4 日产出合格丙烯产品，2011 年 5 月成功产出终端合格聚丙烯产品。
神华宁煤甲醇制 50 万吨/年丙烯项目	神华宁煤 宁夏宁东	65	目前项目建设已经全面展开，预计 2014 年 6 月建成；利用自产甲醇（85 万吨/年）和周边甲醇原料建设。

资料来源：民生证券研究所

图 3：大型压力容器在煤制烯烃装置位置



资料来源：海陆重工、民生证券研究所

IGCC 方面公司目前与美国 KBR 公司进行合作，合同金额大概为 1.1 亿，主要应用于国家“863 计划”的东莞项目，预计明年收入将会得到确认。

表 3：五大发电集团 IGCC 进展

单位	项目内容
华能	2011 年 10 月 2 日华能天津 IGCC 燃机燃油工况点火启动成功，预计年底前可并网发电。“十一五”期间国家“863 计划”资助的 3 个 IGCC 示范项目（华能天津、华电半山、东莞石化）。
华电	浙江半山 IGCC 发电示范工程是“十一五”国家 863 计划，目前未有实质性进展。
大唐	大唐集团在全国范围内计划建设多座 IGCC 示范电站，目前未有实质性进展。
中电投	中电投规划 2015 年形成 IGCC 装机容量 440 万千瓦
国电	国电集团计划在江苏海门和海南省筹建 IGCC 示范电站，未有实质性进展。

资料来源：民生证券研究所

三、期待自主研发核电设备

核电吊篮是上海第一机床的唯一配套商，属于来料加工，加工费用一套 380 万，明年随着产能扩一倍的话，明年可以做到十几个。

未来发展将以引进的西屋的 AP1000 三代核电技术将成为主流，以及 CAP1400 自主化的研发将在未来逐步推进。《国家“十二五”科学和技术发展规划》提出全面掌握 AP1000 核电关键设计技术和关键设备材料制造技术，自主完成内陆厂址标准设计。完成 CAP1400 标准体系设计并建设示范电站，2015 年底具备倒送电和主控室部分投运条件。完成高温气冷堆关键技术研究，2013 年前后示范电站建成并试运行。加强压水堆及高温气冷堆安全技术支撑和核电站乏燃料后处理科研攻关，保障核电安全。

2011 年核电投资仍然保持较大增长，我们预计 2011 年核电投资增长 17% 左右。核电设备占投资比重 50% 左右，按照每千瓦 1.2 万来算，未来 10 年设备投资为 3600 亿。核电审批重启将带来核电板块的估值提升和加速国产设备进程。

公司自主研发安注箱（承压容器），前期中标 8 套共 4000 万，安注箱用于对核反应堆堆芯进行充分冷却，是一回路安全系统的一个重要组成部分。目前公司手头还有基于 AP1000 技术自主研发高温堆芯，预计每套加工费 900 万左右。未来随着核电审批重启，核电设备国产化将加速进行，公司将受益。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,049	1,268	1,787	2,282
减：营业成本	776	949	1,353	1,747
营业税金及附加	9	5	7	9
销售费用	13	16	23	29
管理费用	102	110	155	199
财务费用	(6)	1	2	2
资产减值损失	13	10	2	2
加：投资收益	(1)	0	0	0
二、营业利润	142	176	245	294
加：营业外收支净额	21	24	25	28
三、利润总额	162	200	270	322
减：所得税费用	20	30	41	48
四、净利润	142	170	230	273
归属于母公司的利润	126	151	205	243
五、基本每股收益 (元)	0.98	1.17	1.58	1.88

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	22.35	18.84	11.38	8.69
成长能力:				
营业收入同比	7.1%	20.8%	41.0%	27.7%
营业利润同比	-3.6%	24.1%	39.6%	19.7%
净利润同比	16.9%	19.8%	35.4%	18.9%
营运能力:				
应收账款周转率	3.98	4.44	5.55	5.32
存货周转率	1.82	2.04	3.41	5.37
总资产周转率	0.51	0.56	0.68	0.71
盈利能力与收益质量:				
毛利率	26.0%	25.1%	24.3%	23.4%
净利率	12.0%	11.9%	11.4%	10.7%
总资产净利率 ROA	6.6%	7.1%	7.9%	7.8%
净资产收益率 ROE	11.3%	12.1%	14.1%	14.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.87	2.08	2.04	2.00
资产负债率	41.9%	40.5%	44.2%	46.6%
长期借款/总负债	-21.1	139.7	138.3	129.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.17	1.58	1.88
每股经营现金流量	0.47	2.04	5.49	3.10
每股净资产	9.72	10.83	12.61	14.73

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	666	816	1,513	1,901
应收票据	62	17	24	31
应收账款	303	267	377	481
预付账款	71	85	105	132
其他应收款	24	31	73	94
存货	568	676	371	479
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,687	1,894	2,464	3,117
长期股权投资	4	0	0	0
固定资产	276	293	306	314
在建工程	47	29	18	11
无形资产	139	130	122	114
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	473	458	452	446
资产总计	2,160	2,352	2,916	3,563
短期借款	34	0	0	0
应付票据	98	0	0	0
应付账款	179	260	371	479
预收账款	522	636	797	1,002
其他应付款	26	26	37	48
应交税费	1	13	15	15
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	903	922	1,205	1,529
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	24	76	125
非流动负债合计	2	24	76	125
负债合计	905	953	1,288	1,662
股本	129	129	129	129
资本公积	711	711	711	711
留存收益	309	434	639	882
少数股东权益	106	125	150	180
所有者权益合计	1,255	1,399	1,628	1,902
负债和股东权益合计	2,160	2,352	2,916	3,563

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	60	263	709	401
投资活动现金流量	(121)	2	(2)	(2)
筹资活动现金流量	(9)	(67)	(2)	(2)

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	18616023421	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。