

## 杭州海陆联手锦江集团加码环保业务；受益核电主题投资

投资要点：

### 1. 事件

公司公告控股子公司杭州海陆与锦江集团签署合作协议，锦江集团向杭州海陆投资1800万元，以提高其注册资本金，助力杭州海陆的拓展。增资完成后，锦江集团或其指定公司、海陆重工、韩新儿等8名自然人股东分别占有目标公司注册资本的30%、31%、39%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 联手锦江集团，拓展城市垃圾处理市场

锦江集团是一家以环保能源、有色金属、化工为主产业，集商贸于一体的现代化大型民营企业集团，杭州海陆主业包括设计、销售余热锅炉、流化床锅炉，其技术人员拥有大量的技术储备和实际项目设计、电厂运行、项目管理等丰富工作经验（尤其是在循环流化床垃圾锅炉、生物质锅炉、循环流化床污泥（煤）锅炉、余热锅炉、热水锅炉领域）。

根据公告，杭州海陆将完善研发团队，进行技术创新改造，在团队组建后12个月内完成完善提高并实现产业推广及应用，将循环流化床垃圾处理技术打造成国内一流、国际领先的新一代垃圾处理技术。

#### (二) 市场+技术，合作将充分发挥协同效应

锦江集团旗下城市生活垃圾焚烧发电厂约30家，数量为全国最多。锦江集团承诺，其下属垃圾电厂改扩建、新建垃圾电厂、自备电厂动力锅炉、余热锅炉等项目所需锅炉、锅炉岛设备成套工程，同等条件下将优先考虑由杭州海陆承建，其主要设备在同等条件下由海陆重工制造提供。

我们认为，锦江集团充足的市场资源与杭州海陆雄厚的技术实力将充分发挥协同效应，为杭州海陆的业务提供发展空间，公司环保业务将进一步发展。

#### (三) 战略转型节能环保，业绩有望超过传统业务

2012年公司引进芬兰技术，迈出战略转型环保业务第一步。2013年收购拉斯卡（原瑞士龙沙工程）进军固废处理（高端医药、生物制药、化工等领域环保工程，以焚烧炉为主）等环保工程总包。近期拟收购格锐环境拓展污水处理、固废处理（江苏最早危险废弃物专业处置之一）等业务。

公司战略转型环保总包商，打开成长空间。公司所处江浙地区环保需求很大，拥有较多优质环保业务资产，我们判断公司未来不排除通过并购等方式进一步加码环保业务。环保业务盈利能力较强，将带来业绩估值双提升。

海陆重工（002255.SZ）

推荐 维持评级

### 分析师

王华君 机械军工行业首席分析师

■：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

特此鸣谢

李辰

■：(8610) 6656 8865

✉：lichen\_yj@chinastock.com.cn

贺泽安

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据	时间 2015.8.12
A股收盘价(元)	12.04
A股一年内最高价(元)	18.40
A股一年内最低价(元)	5.60
上证指数	3886.32
市净率	4.02
总股本(亿股)	5.16
实际流通A股(亿股)	4.05
总市值(亿元)	62.17
流通A股市值(亿元)	48.72

### 相关研究

《机械军工2015年度策略——转型与革新：传统和新型产业共舞》 2014-12-22

《海陆重工(002255)：战略转型节能环保，受益核电大发展》 2015-7-12

《海陆重工：收购格锐环境拓展环保产业链：“环保+核电”业绩估值双提升》 2015-6-1

《海陆重工：业绩拐点显现，战略转型环保工程总包商》 2013-4-25

《海陆重工：业绩低于预期，静待煤化工、节能环保、核电等多重驱动》 2013-1-23

《海陆重工：中标潞安煤化工大单，后续订单预期乐观，明年业绩有望提速》 2012-11-08

《煤化工设备订单预期乐观，环保、核电设备亮点频出，明年业绩有望提速》 2012-10-26

《中报业绩超预期，未来受益煤化工》 2012-7-31

#### (四) 受益核电主题投资，核电设备业务将高速增长

3月29日，红沿河核电厂二期项目正式开工建设，4月15日，国务院核准建设“华龙一号”三代核电技术示范机组，核电重启取得实质性进展。公司核电设备产品包括堆内构件吊篮筒体、鼓泡器、安注箱、换热器、废液回收箱等，正向成套产品自主设计制造总包商转型，预计未来将高速增长。公司核电业务与上海一机床（上海电气旗下）、中广核、中核电战略合作。公司正进行“第三代核电核级容器研发和产业化项目”，已获得中央预算内投资1949万元。**2014年公司核电产品收入同比大增636%。**

### 3. 投资建议

不考虑本次收购，预计15-17年EPS为0.17/0.23/0.29元，PE为72/52/41倍；如考虑收购格锐环境，预计15-17年摊薄后备考EPS为0.23/0.30/0.36元，PE为53/41/33倍。公司将加快向环保、核电领域战略转型，未来不排除在环保领域再次外延式发展，业绩有望超预期。预计未来公司估值将向核电设备、环保设备估值水平靠拢，维持“推荐”评级。

可参考我们2015年7月12日发布的深度报告《海陆重工（002255）：战略转型节能环保，受益核电大发展》(39页)。

## 附录 1：锦江集团城市生活垃圾焚烧处理相关业务介绍

锦江集团组建于 1993 年，是一家以环保能源、有色金属、化工为主产业，集商贸于一体的现代化大型民营企业集团，专注于城市生活垃圾焚烧处理，是中国城市生活垃圾焚烧国产化技术的引领者和推广者。

杭州锦江集团自九十年发展环保能源产业以来，致力于研究开发异重循环流化床垃圾焚烧新技术，对城市生活垃圾、石煤等低热值燃料进行资源综合开发利用并进行产业化推广。集团环保能源产业已形成了以投资管理、建设管理、运行管理和经济管理为核心的产业链管理体系，在山东、安徽、河南、浙江、云南等地已建成或正在建设的资源综合利用电厂将近二十家，成为国内拥有垃圾焚烧电厂最多、累计处理垃圾能力最大的企业集团。

图 1：集团垃圾焚烧电厂分布图



资料来源：公司官网、中国银河证券研究部

1998 年，杭州锦江集团与浙江大学紧密合作，联合成立技术开发中心和浙江大学锦江环保能源开发有限公司，致力于流化床垃圾焚烧发电技术的研究和产业化应用。在浙江大学岑可法院士和杭州锦江集团董事长钭正刚带领下，集中一批教授博士和高工，开发和运用成功了“异重循环流化床垃圾焚烧发电新技术”，同年 8 月成功将杭州余杭锦江环保能源公司改造为我国首座国产流化床垃圾焚烧电厂。经过不断的完善和提高，该电厂运行至今正常，并获国家经贸委、国家计委、建设部、科技部、国家环保总局和浙江省的相关认定。

1999 年，国家计委批准杭州锦江集团和浙江大学在杭州乔司新建 800 吨/日大规模清洁焚烧处理城市生活垃圾高技术产业化示范项目，日处理垃圾 800 吨。该项目是在余杭锦江垃圾焚烧示范项目基础上，以焚烧炉技术为核心，以焚烧发电配套技术为重点的系统工程。该项目 2002 年 6 月建成并运行。

在该国家示范工程项目实施的基础上，杭州锦江集团与浙江大学合作，又在山东菏泽、河南郑州、安徽芜湖等地投资新建了垃圾焚烧电厂。山东菏泽垃圾电厂已于2001年4月投入运行，河南郑州垃圾电厂也于2002年9月投入运行，其他项目也已相继建成并投入运行。

图2：800吨/日垃圾焚烧发电示范工程



资料来源：公司官网、中国银河证券研究部

公司环保能源产业历经数十年发展，获得了国家及省、部委颁发的各项运营资质认证。集团已形成了以投资管理、建设管理、运行管理和经济管理为核心的产业链管理体系，在山东、安徽、河南、浙江、云南等地已建成或正在建设的资源综合利用电厂将近二十家，成为国内拥有垃圾焚烧电厂最多、累计处理垃圾能力最大的企业集团。

针对我国城市生活垃圾具有组份复杂、高水份、低热值等特点，集团依托在循环流化床焚烧技术方面的深厚研究积累，使用添加辅助燃煤的异重循环流化床垃圾焚烧技术，直接燃用原生垃圾，通过相关技术如垃圾预处理、烟气处理、渣分选回收、床下点火启动、焚烧炉热工自动控制等的综合集成，形成了一套添加辅助燃煤的燃用原生垃圾的城市生活垃圾异重循环流化床焚烧发电集成技术。

经过多年的研究开发，杭州锦江集团已经将异重循环流化床垃圾焚烧技术应用于国内很多地区的垃圾焚烧发电项目建设。开发了单台垃圾处理量为150、200、250、300、350、400吨/天焚烧锅炉的系列化产品，单厂垃圾焚烧规模已经达到了1600t/d，在生活垃圾焚烧发电的产业化运作中表现出了很强的竞争力。

循环流化床垃圾电厂建设的典型代表工程为杭州800吨/日大规模清洁焚烧处理城市生活垃圾高技术产业化示范工程，其中1台为200吨/日异重循环流化床垃圾焚烧锅炉，2台为300吨/日异重循环流化床垃圾焚烧锅炉，配置2台6MW汽轮发电机组，2002年投入运行。2004年，由浙江省科技厅主持，国家电网公司黄其励院士和中国矿业大学陈清如院士等组成的鉴定委员会通过了对项目的验收，鉴定意见认为本项目“研究成果总体居国内领先并达到国际先进水平，在焚烧处理低热值城市生活垃圾的某些基础研究方面处国际领先水平”。为了表彰对我国高技术产业化所作的贡献，国家发展改革委对工程授予“国家高技术产业化示范工程”牌匾。

## 附录 2：杭州海陆基本情况介绍

杭州海陆重工有限公司是苏州海陆重工股份有限公司发起于2010年10月在杭州成立的专业电力工程技术公司，公司引进专业的技术、营销管理团队，主要负责新产品技术开发、市场拓展和电力工程的建设和管理。杭州海陆其众多设计人员都有在大型锅炉企业及电厂、设计院工作十几甚至二十几年的工作经历，有大量的技术储备和实际项目设计、电厂运行、项目管理等丰富工作经验（尤其是在循环流化床垃圾锅炉、生物质锅炉、循环流化床污泥（煤）锅炉、余热锅炉、热水锅炉领域）。

目前公司致力于：

- 1、35-410T/H 燃煤循环流化床锅炉；日处理 100-800 吨污泥的循环流化床锅炉；
- 2、35t/h~480t/h 燃煤循环流化床锅炉的设计、制造；相应的老炉改造及工程管理。
- 3、日处理 200~1000t/d 城市污泥焚烧的循环流化床锅炉的设计制造、改造及工程管理。
- 4、14MW-90MW 角管式高温热水（蒸汽）链条锅炉（岛）。
- 5、35t/h-130t/h 精秆锅炉（岛）的设计、制造。
- 6、150-1500t/d 玻璃窑、1000—10000t/d 水泥窑余热锅炉（岛）设计、制造。
- 7、硅铁、镍铁电炉、电石炉等余热锅炉（岛）的设计、制造。
- 8、20-220 吨/时燃高（焦）炉煤气、炭黑尾气及其他低热值尾气锅炉（岛）设计、制造。
- 9、9E 级及以下燃气蒸汽联合循环余热锅炉（岛）的设计制造。
- 10、为客户提供最新技术的高效节能总承包项目及合同能源管理工程。
- 11、电厂系统的总成套工程项目。

## 附录 3：海陆重工盈利预测

表 1：不考虑收购格锐环境，预计海陆重工 2015-2017 年净利润复合增长率为 32%

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,481.03	1,404.15	1,483.90	1,605.90	1,735.12
营业收入增长率	5.58%	-5.19%	6%	8%	8%
净利润（百万元）	102.59	63.50	86.67	118.69	150.54
净利润增长率	-32.26%	-38.10%	36%	37%	27%
EPS（元）（摊薄）	0.20	0.12	0.17	0.23	0.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.85%	4.10%	5.34%	6.89%	8.14%
P/E	61	98	72	52	41
P/B	4.1	4.0	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	20	26	39	31	27

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至 2015 年 8 月 12 日）

**表 2：本次收购将显著增厚公司业绩，预计未来实际业绩将超预期**

	2015E	2016E	2017E
本次收购增加股本（百万股）	103.81	103.81	103.81
本次收购完成后总股本（百万股）	620.21	620.21	620.21
格锐环境承诺业绩（百万元）	46	56	64
合并业绩（百万元）	132.67	174.69	214.54
备考 EPS（元/股）	0.21	0.28	0.35
备考 PE	56	43	35
预计格锐环境实际业绩（百万元）	55.00	65.00	75.00
预计实际合并业绩（百万元）	141.67	183.69	225.54
预计实际备考 EPS（元/股）	0.23	0.30	0.36
预计实际备考 PE	53	41	33

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截至至 2015 年 8 月 12 日）

**附录 4：海陆重工估值比较：显著低于核电、环保行业平均水平**
**表 3：公司估值明显低于核电设备行业平均水平**

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
海陆重工	002255.SZ	12.04	0.12	0.23	0.30	0.36	98	53	41	33
南风股份	300004.SZ	24.09	0.21	0.41	0.54	0.72	113	59	44	33
大西洋	600558.SH	10.39	0.10	0.21	0.32	0.43	105	51	33	24
久立特材	002318.SZ	47.03	0.56	0.75	1.01	1.20	83	63	47	39
江苏神通	002438.SZ	32.56	0.26	0.40	0.59	0.76	126	81	55	43
丹甫股份	002366.SZ	78.30	0.09	0.79	1.21	1.62	897	99	64	48
上海电气	601727.SH	14.51	0.20	0.25	0.27	0.34	73	58	54	43
东方电气	600875.SH	17.54	0.55	0.43	0.69		32	41	25	
中核科技	000777.SZ	34.09	0.19	0.00	0.00		182			
科新机电	300092.SZ	12.23	0.05				258			
中国一重	601106.SH	12.12	0.00				3086			
应流股份	603308.SH	25.74	0.27	0.37	0.55	0.74	97	70	47	35
纽威股份	603699.SH	25.02	0.75	0.82	0.99	1.14	33	30	25	22
行业平均估值							204	64	46	38

资料来源：Wind、中国银河证券研究部（海陆重工业绩预测为考虑本次收购的备考业绩，其余均为 Wind 一致预期），股价截至 2015 年 8 月 12 日

**表 4：公司估值明显低于环保设备行业平均水平**

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
海陆重工	002255.SZ	12.04	0.12	0.23	0.30	0.36	98	53	41	33
菲达环保	600526.SH	18.08	0.10				177			
龙净环保	600388.SH	17.89	0.43	0.51	0.58	0.65	41	35	31	28
雪浪环境	300385.SZ	46.42	0.38	0.57	0.60	0.63	121	82	77	73

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
科林环保	002499.SZ	45.25	0.06				795			
雪迪龙	002658.SZ	30.41	0.33	0.47	0.62	0.82	93	65	49	37
汉威电子	300007.SZ	74.72	0.39	0.81	1.12	1.38	191	93	67	54
先河环保	300137.SZ	22.00	0.21	0.31	0.40	0.49	106	70	55	45
天瑞仪器	300165.SZ	24.02	0.22	0.28	0.36	0.47	111	86	66	51
聚光科技	300203.SZ	33.88	0.43	0.63	0.82	1.10	80	54	41	31
兴源环境	300266.SZ	55.23	0.15	0.45	0.76	0.95	360	123	73	58
神雾环保	300156.SZ	42.91	0.08	0.37	0.70	0.93	571	117	61	46
<b>行业平均估值</b>							<b>240</b>	<b>81</b>	<b>58</b>	<b>47</b>

资料来源: Wind、中国银河证券研究部 (海陆重工业绩预测为考虑本次收购的备考业绩, 其余均为Wind一致预期), 股价截至2015年8月12日

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**王华君，机械与军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、中船防务（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

A股：洪都航空、北方创业、中鼎股份、隆华节能、中航电子、海特高新、恒泰艾普、新研股份、机器人、天广消防、通源石油、北人股份、博林特、南风股份、大冷股份、潍柴重机等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)