

下半年业绩将提速；战略转型节能环保领域，将受益核电主题投资

投资要点：

1. 事件

公司发布中报，实现营收6.6亿元，同比下降0.19%；实现净利润5203万元，同比增加12.10%，扣非业绩5036万，同比上升28.62%。EPS为0.10元。

2. 我们的分析与判断

(一) 三季报预增20-30%；下半年业绩将提速

报告期内在营收持平的情况下，公司扣非利润同比增长了28.6%，公司降低了研发费用，减少了在传统业务的投入。此外，受益于部分2014年煤化工订单的完成落地，报告期内压力容器收入3.4亿，同比上升76.63%，占营收51.8%，超过了锅炉业务的收入；公司传统业务方面调整产品结构的战略正在推进。随着公司老厂区拆迁补偿款逐步计入、公司转型升级的推进，公司三季报预增20-30%。我们判断下半年公司的利润将加速提升，全年主业有望实现接近30%的增长。

(二) 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。8月20日，苏州海陆出资3500万元对镇江和合增资入股，镇江和合是一家专业从事重金属固体废物处置利用、危险废弃物安全填埋的环保企业，同时拥有工业废水处置子公司。此外控股子公司杭州海陆与锦江集团签署合作协议，拓展城市垃圾处理市场。

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。

(三) 受益核电主题投资，核电设备业务高速增长

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

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

贺泽安

✉：(0755) 2391 3161

✉：hezean@chinastock.com.cn

李辰

✉：(8610) 6656 8865

✉：lichen_yj@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2015.8.28

A股收盘价(元)	9.14
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	3232.35
市净率	2.97
总股本(亿股)	5.16
实际流通A股(亿股)	4.05
总市值(亿元)	47.20
流通A股市值(亿元)	36.99

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：投资镇江和合加码重金属固废处置等环保业务；受益核电主题投资》 2015-8-19

海陆重工：杭州海陆联手锦江集团加码环保业务；受益核电主题投资》 2015-8-12

《海陆重工：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

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

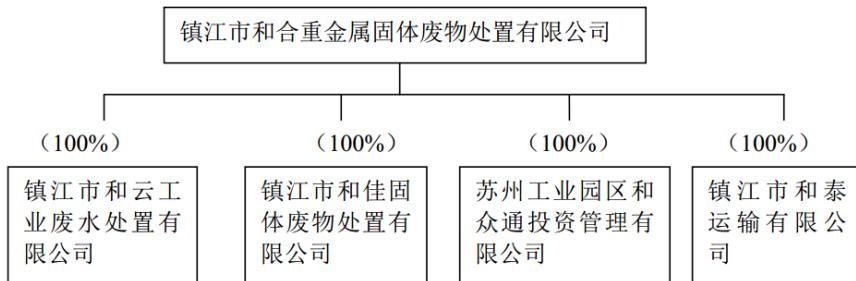
不考虑收购格锐环境及镇江和合的投资，预计 15-17 年 EPS 为 0.16/0.20/0.24 元，PE 为 58/46/38 倍；如考虑收购格锐环境，预计 15-17 年摊薄后备考 EPS 为 0.22/0.27/0.32 元，PE 为 42/34/29 倍。公司将加快向环保、核电领域战略转型，未来不排除在环保领域再次外延式发展，业绩有望超预期。预计未来公司估值将向核电设备、环保设备估值水平靠拢，维持“推荐”评级。

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：镇江和合简介

镇江市和合重金属固体废物处置有限公司（以下简称“镇江和合”），成立于 2012 年 11 月，是一家专业从事工业废物处理处置及资源化利用的综合性环保服务商，为企业提供安全、迅速的环保服务解决方案。镇江和合下设 4 家全资子公司。

图 1：公司下属 4 家全资子公司



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

镇江和合位于丹阳市后巷镇高桥村，包括 5 万吨/年重金属污泥干化处置利用项目和 8 万吨/年危险废物安全填埋处置项目，投资总额 3.6 亿元，主要从事重金属污泥干化、处置；资源回收利用、销售；危险废弃物安全填埋。根据江苏省环境保护厅、江苏省发展和改革委员会、江苏省经济和信息化委员会及江苏省卫生厅 2013 年 5 月联合发布的《关于印发<国家“十二五”危险废物污染防治规划江苏省实施方案>的通知》，由镇江和合作为实施主体的“危险废物安全填埋处置项目”被列为江苏省“十二五”危险废物污染防治重点工程项目。

公司的服务项目包括：废液物化处置、工业废水处置、安全填埋处理和污泥干化处置。

表 1：公司经营项目简介

项目	简介
废液物化处置	废水处理系统可以有效处理高浓乳化液、电镀废水、高浓有机废水、酸碱废水等各类工业废水，达到国家废水排放标准。本装置自动化程度高，是目前江苏省内工艺最先进、运行最可靠的工业废水处理站之一。
工业废水处置	和合环保投资 1.4 亿元，在丹阳市建设“镇江市和云工业废水处置有限公司 1 万吨/天工业废水处置项目”，项目位于丹阳埤城镇常麓工业集中区，本项目作为沿江电镀集中整治环保园区的配套工业废水处置项目，为电镀产业园中所有电镀企业电镀废水集中处置提供了场所和设施，有利于促进电镀产业园区的建设和发展。
安全填埋处理	安全填埋处理是在传统的垃圾堆放填埋基础上发展起来的垃圾处理技术。上世纪 90 年代已发展成为较成熟的技术。因为危险废物对生态和环境危害很大，因此其填埋场结构与安全措施较一般垃圾填埋场相比更加严格。
污泥干化处置	污泥干化的目的是为了满足末端处理处置需求。污泥干化又称污泥干燥，是指通过物理、化学、生物等方法去除污泥中部分水分的过程，是污泥最终处理处置和资源化的有效预处理手段。污泥干化的目的是为了去除水分，水分的去除要经历蒸发过程和扩散过程。两个过程的持续、交替进行，基本上反映了干燥的机理。

资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

镇江市和云工业废水处置有限公司位于丹阳市埤城镇常麓工业集中区，投资建设了“镇江市和云工业废水处置有限公司 1 万吨/天工业废水处置项目”，投资总额 1.4 亿元，主要从事工业废水及工业废液的处置与利用。该项目的建成运营，为镇江市及其周边地区各种不同类型

的企业提供处置工业废水的基础设施，减轻费用负担。项目建设有利于促进当地招商引资，打破绿色贸易壁垒，加强竞争力。

附录 2：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 3：海陆重工盈利预测

表 2：不考虑收购格锐环境，预计海陆重工 2015-2017 年收入恢复性增长、净利润将反转

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,481.03	1,404.15	1,358.39	1,408.99	1,464.23
营业收入增长率	5.58%	-5.19%	-3%	4%	4%
净利润（百万元）	102.59	63.50	81.38	102.50	122.97
净利润增长率	-32.26%	-38.10%	28%	26%	20%
EPS（元）(摊薄)	0.20	0.12	0.16	0.20	0.24
ROE（归属母公司）(摊薄)	6.85%	4.10%	5.03%	6.02%	6.81%
P/E	46	74	58	46	38
P/B	3.1	3.0	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	16	21	31	26	23

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 28 日）

表 3：收购格锐环境将显著增厚公司业绩，预计未来实际业绩将超预期

	2015E	2016E	2017E
收购增加股本（百万股）	103.81	103.81	103.81
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）	127.38	158.50	186.97
备考 EPS（元/股）	0.21	0.26	0.30
备考 PE	45	36	30
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）	136.38	167.50	197.97
预计实际备考 EPS（元/股）	0.22	0.27	0.32
预计实际备考 PE	42	34	29

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 28 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 4：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	9.14	0.12	0.22	0.27	0.32	74	42	34	29
南风股份	300004.SZ	19.01	0.21	0.41	0.54	0.72	89	47	35	26
大西洋	600558.SH	7.29	0.10	0.21	0.32	0.43	74	35	23	17
久立特材	002318.SZ	36.50	0.56	0.56	0.78	0.95	65	66	47	38
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	55.01	0.08	0.78	1.19	1.61	677	71	46	34
上海电气	601727.SH	11.12	0.20	0.25	0.27	0.34	56	45	42	33
东方电气	600875.SH	13.33	0.55	0.43	0.69		24	31	19	

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
中核科技	000777.SZ	24.13	0.19	0.19	0.23		129			
科新机电	300092.SZ	9.60	0.05				202			
中国一重	601106.SH	9.35	0.00				2381			
应流股份	603308.SH	20.16	0.27	0.35	0.52	0.70	76	58	39	29
纽威股份	603699.SH	19.88	0.75	0.81	0.97	1.13	26	25	20	18
行业平均估值							159	54	38	32

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28日

表5: 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	9.14	0.12	0.22	0.27	0.32	74	42	34	29
菲达环保	600526.SH	13.34	0.10				131			
龙净环保	600388.SH	13.60	0.43	0.51	0.57	0.64	31	27	24	21
雪浪环境	300385.SZ	44.44	0.38	0.57	0.60	0.63	116	79	74	70
科林环保	002499.SZ	29.69	0.06				521			
雪迪龙	002658.SZ	22.76	0.33	0.47	0.63	0.82	69	48	36	28
汉威电子	300007.SZ	52.41	0.39	0.79	1.13	1.45	134	66	46	36
先河环保	300137.SZ	16.73	0.21	0.33	0.45	0.56	80	51	38	30
天瑞仪器	300165.SZ	15.96	0.22	0.28	0.36	0.47	74	57	44	34
聚光科技	300203.SZ	26.79	0.43	0.63	0.84	1.17	63	42	32	23
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	29.99	0.08	0.37	0.70	0.93	399	82	43	32
行业平均估值							180	64	45	37

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28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

机构请致电：

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