



2016 年 11 月 17 日

证券研究报告

## 公司研究

火电设备/电源设备/电气设备

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	6.21 亿股
流通股本	6.21 亿股
ROE（加权）	2.26%
每股净资产	3.69 元
当前股价	8.79 元

注：上述财务数据截止 2016 年三季报

### 海陆重工（002255）

#### ——去产能冲击致主业受挫，核电业务成增长潜在动力

#### 主要观点：

◆在去产能的大环境下，钢铁、煤炭等传统制造业进入全面收缩阶段，直接导致余热锅炉、压力容器等产品的下游渠道收窄，短期内市场冲击较难化解。海陆重工传统工业产品销售业绩近期将继续呈现下降趋势，但已有技术和经验为公司生产环保处理设备、核承压设备提供了良好的技术基础和一定的产能扩充空间，在公司发掘新业绩增长点的过程中予以助益。

◆海陆重工通过收购格锐环境进一步布局环保领域，同时也是应对去产能背景下传统工业设备产品市场波动的一种有效手段。环保行业的持续快速成长、充足的市场空间和潜在的业务协同优势为公司提供了一条可行的发展路径。考虑到已收购的公司拥有稳定良好的经营能力，环保业务较高的毛利率也将对提高海陆重工的持续盈利能力有所裨益，我们认为海陆重工的环保工程以及环保设备制造业务已经成为公司目前新的业绩增长点，近期将继续对公司整体业绩发挥积极影响。

◆当前我国核电建设部署加快，带动核电设备需求增长，促进核电产业链上下游共同发展。海陆重工掌握了优良的核电设备制造技术和成熟的制造经验，产品品质优良、认可度高，使其在核电设备市场占据了一席之地，拥有相对稳定、充足的订单来源。随着新一批核电站建设指标的批复和公司核电产能的调整完成，海陆重工的核电设备业务有望重拾增长，成为公司未来新的业绩亮点。

#### 投资建议：

去产能冲击使公司传统主业遭遇较大冲击，预期 2016 年业绩将有所下滑。但公司在环保领域的尝试有望在近期为业绩带来积极影响；在国家核电整体建设部署超预期的有利环境下，公司核电设备业务也将重拾增长，成为新的业绩亮点。我们预计海陆重工 2016-2017 年的 EPS 分别为 0.126 元、0.178 元，对应 P/E 分别为 69.79 倍、49.48 倍。以目前火电设备行业的 P/E 中位数 64.33 倍来看，公司的估值较为均衡。考虑到公司在核电领域蕴藏的业绩潜力，我们首次给予其“增持”的投资评级。

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200512010001

联系电话：0592-2079825

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司



## 风险提示：

去产能冲击导致公司传统主业继续萎缩；环保领域业务拓展不及预期；光伏电站建设业务发展不及预期；国家核电部署减缓、核电设备产能调整不及预期；核电安全事故风险。

### 主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1481.03	1404.15	1498.81	1311.73	1562.85
增长率(%)	5.58%	-5.19%	6.74%	-12.48%	19.14%
归母净利润（百万元）	102.59	63.50	84.80	78.17	110.27
增长率(%)	-32.26%	-38.10%	33.54%	-7.83%	41.07%
EPS（元）	0.165	0.102	0.137	0.126	0.178
毛利率	22.36%	19.76%	19.22%	25.44%	26.57%
净资产收益率	6.85%	4.10%	3.76%	3.35%	4.51%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



## 目 录


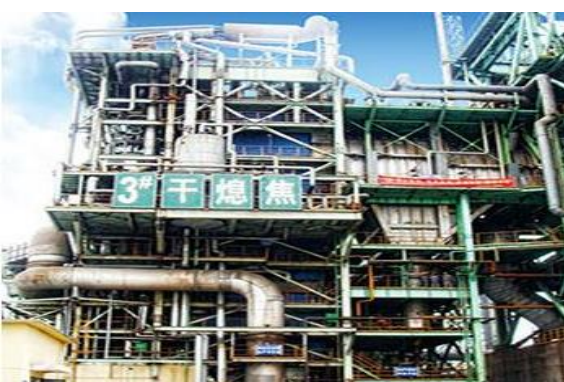
1 传统工业产品技术成熟，去产能环境下业绩受挫 .....	4
2 尝试多元化发展，寻求业绩新增长点 .....	7
2.1 整合优势资源，发展系统化环保服务业务 .....	7
2.2 开拓光伏电站建设业务，探索新能源领域 .....	8
3 核电产品技术领先，把握核电行业发展机会 .....	9
3.1 我国核电发展步伐加快，产业发展空间大 .....	9
3.2 核电站项目储量充足，带动核电设备市场升温 .....	10
3.3 核电产品生产技术领先，形成业绩增长动力源 .....	12
4 我们的观点 .....	14
5 盈利预测 .....	15

苏州海陆重工股份有限公司（以下简称海陆重工）是节能环保设备和核电设备生产企业，主营业务包括余热锅炉及相关配套产品、压力容器、污水处理、核电产品等。2015 年 10 月公司完成对张家港市格锐环境工程有限公司（以下简称“格锐环境”）的收购，进一步转型环保服务总承包商。2016 年 9 月，公司对外投资设立子公司张家港海陆新能源有限公司，从事太阳能光伏电站、可再生能源分布式发电站的建设，进军光伏行业。

## 1 传统工业产品技术成熟，去产能环境下业绩受挫

余热锅炉及相关配套产品和压力容器是海陆重工最主要、最传统的工业产品，近年营收占比均达到 80%以上。余热锅炉通过对工业过程中产生的废气、废料、废液中的显热或（和）可燃物质焚烧后的余热进行再利用，有效降低燃料支出，提高能源利用效率，在实现节能减排方面发挥着重要作用。目前可应用的领域包括火力发电、钢铁冶金、有色冶金、电力、石化、焦化、化工、造纸等多个行业。压力容器尤其是大型压力容器及特种材质压力容器是现代化工装置的核心设备，主要应用于石油化工、煤化工等领域。

图 1：海陆重工余热锅炉产品类型

锅炉产品	主要用途	
高效煤粉锅炉	火力发电	
循环流化床锅炉	火力发电	
干熄焦余热锅炉	钢铁冶金、焦化行业	
氧气转炉余热锅炉	钢铁冶金	
有色冶炼余热锅炉	有色冶金	
高炉煤气余热锅炉	钢铁冶金	
自然循环燃气轮机余热锅炉	电力行业	
炼油催化装置余热锅炉	石化	
加热炉余热锅炉	钢铁冶金	
硫磺制酸余热锅炉	化工	
柴油机余热锅炉	船用	
碱回收余热锅炉	造纸	
烧结合余热锅炉	钢铁冶金	
污泥焚烧余热锅炉	造纸、污水污泥处理	
燃气锅炉	石化、炼油行业	
煤气化炉余热锅炉	煤化工	

资料来源：公司网站，长城国瑞证券研究所



表 1：海陆重工压力容器产品类型

	种类	典型产品
大型压力容器	反应器、分离器、塔类等	气化炉、洗氨塔、甲醇反应器、MTP 反应器、C3 分离塔、脱碳塔等
特种材质压力容器	反应器、分离器、换热器等	气化炉、甲醇反应器、甲醇洗涤器、灰水加热器等

资料来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

图 2：海陆重工压力容器产品



【宁煤大型压力容器】



【MTP 反应器】



【宁煤气化炉内件】



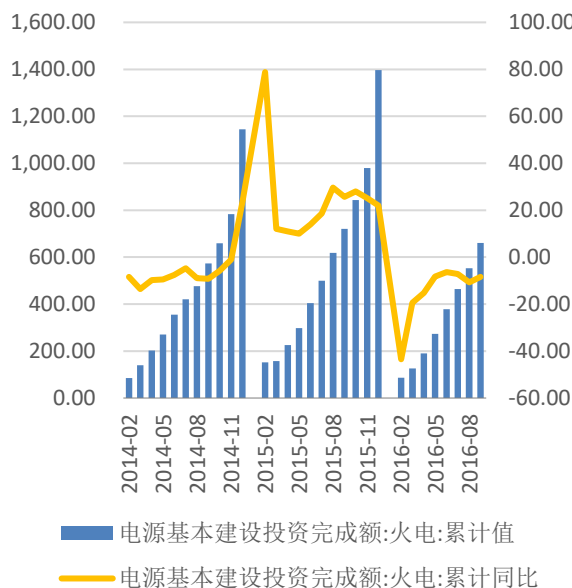
【大型塔类容器】

资料来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

在国内工业余热锅炉市场中海陆重工处于市场龙头地位，市场占有率高达 80%-90%，长期稳居第一；产品包括干熄焦余热锅炉及余热回收系统、燃气轮机余热锅炉、转炉炼钢余热锅炉、有色冶炼余热锅炉等 16 种，其中公司与上海理工大学联合研制的“高温高压自然循环干熄焦余热锅炉”被列入国家 863 计划；最新开发的加压气流床煤气化余热锅炉获得国家火炬计划扶持。在设计和制造大型压力容器和特种材质压力容器方面，海陆重工也拥有较强的竞争实力和丰富的生产经验，公司承制的美国 SES 公司低压煤气化装置配套项目、神华宁煤二期、山西潞安等新型煤化工超限设备配套制造项目等均取得成功。

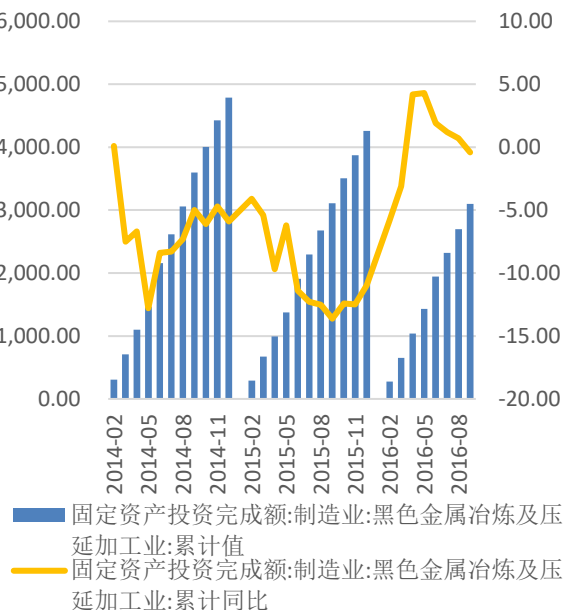
虽然公司在余热锅炉等传统业务领域市场占有率大，但在去产能的大环境下，这反而令公司主业遭遇较大冲击。目前钢铁、冶金、火力发电等传统制造业进入全面收缩阶段，新增产能项目严格受限，整体投资增速趋缓。火力发电投资规模收缩最为明显，同比降幅最高达到 43.49%；有色金属冶炼及压延加工业的投资规模近期呈现加速下降趋势；黑色金属冶炼及压延加工业和石油加工、炼焦及核燃料加工业投资完成额仅维持低速增长。

图 3：火电电源基本建设投资



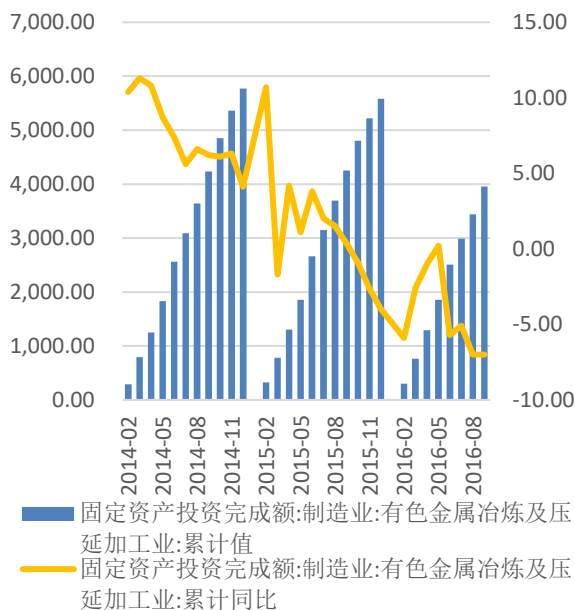
数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 4：黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资



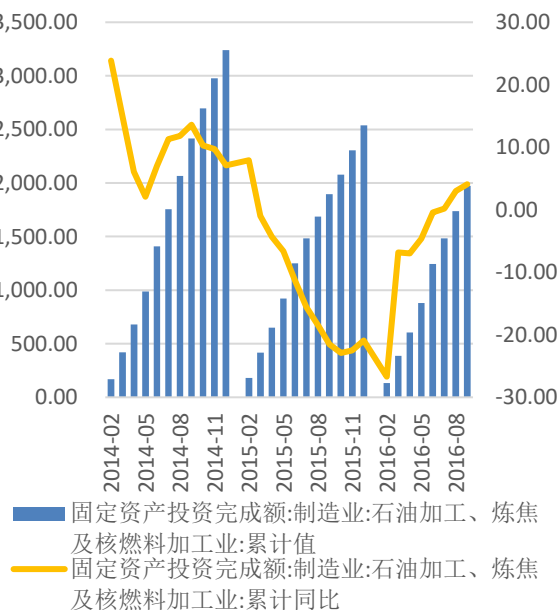
数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 5：有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

图 6：石油加工、炼焦及核燃料加工业固定资产投资



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所



火力发电、钢铁、有色金属冶金等高耗能高排放的传统工业企业收缩产能，直接导致余热锅炉、压力容器等产品的下游渠道收窄，海陆重工的订单数量和接单毛利双双下降，产品销售业绩因此出现大幅下滑，前三季度营业收入同比下降 34.92%，归母净利润同比下降 22.70%，整体降幅与下游火电行业投资规模的收缩程度相近，较之钢铁、有色金属、石化等行业其降幅更大。另据半年报数据，余热锅炉及相关配套产品的营业收入较去年同期降低了 8.49%，压力容器的营业收入降幅达 84.76%，毛利率同比下降了 6.08 个百分点，说明传统制造企业投资减少使公司余热锅炉和压力容器的市场需求大量萎缩，尤其是钢铁以及冶金行业产能收缩产生的影响最大；由于公司在余热锅炉市场的地位较为稳固，其业绩下滑程度相对较轻，而在压力容器产品市场面临的竞争更为激烈，更易遭受冲击。

考虑到余热锅炉等传统工业产品具有使用工况复杂、易磨损的特点，对旧设备的维护和更新换代还可以为公司带来一定的市场需求；通过加强余热锅炉、压力容器产品的生产管理、优化产品结构和开展技术革新等方式，公司也有望在日益激烈的市场竞争中凭借先进的专利技术和优良的产品质量继续保持在行业的领先地位，但我们认为这仍不足以化解因下游行业萎缩所带来的冲击，余热锅炉和压力容器产品的业绩近期将继续呈现下降趋势。但海陆重工在设计和制造余热锅炉、压力容器方面所掌握的技术和经验为公司生产环保处理设备、核承压设备提供了良好的技术基础和一定的产能扩充空间，这一优势目前市场并未给予其充分的认识。

## 2 尝试多元化发展，寻求业绩新增长点

### 2.1 整合优势资源，发展系统化环保服务业务

海陆重工在传统余热锅炉和压力容器制造业务的基础上进行外延式拓展，紧跟环保行业快速发展机遇，从单一的环保设备制造商向综合性环保总承包商积极转型，在自主研发和制造环保设备的同时，发展环保总包业务，为需求方提供系统化、整体化的环保服务。2015 年 10 月，海陆重工完成对格锐环境的收购。格锐环境业务范围包括污水、固废等污染物的处理及其综合利用以及区域集中供热，提供从方案设计、设备集成、工程施工、设备调试到后续运营环节的全产业链一体化环保服务。我们认为，在海陆整体战略向环保转型的基础上，其环境综合治理能力与运营经验可以帮助海陆重工提升在环保领域的业务拓展能力和项目运营能力。

在生产余热锅炉等工业废热回收利用设备方面海陆重工拥有较强的研发制造能力和市场竞争力，在压力设备生产方面所掌握的成熟技术与经验也为环保处理设备的设计与制



造奠定了良好的技术基础。在以往的发展中，海陆重工也积累了一批钢铁、有色冶炼、焦炼等高污染、高消耗行业的优质客户资源。此外，海陆重工在 2013 年并购的瑞士拉斯卡公司拥有较强的焚烧炉技术优势，在废液、废气、污泥和固体废物焚烧处理环保工程领域已取得一定成绩，有助于与格锐环境共同开拓固废处理业务。

表 3：格锐环境业务范围及业务处理能力

业务类型	业务处理能力
污水处理及综合利用	取得环境污染治理设施运营资质（工业废水乙级）、环保工程专业承包三级资质、安全生产许可证、排污许可证等资质。下属子公司清泉水处理，具备 15000T/天处理量的污水处理能力；下属子公司清源水处理，具备 10000T/天处理量的污水处理能力。
固废处理及综合利用	取得危险废物经营许可证。可从事表面处理废物(HW17)、含铬废物(HW21)、含镍废物（HW46）等危险固废以及一般固废的填埋和处置工作。
区域集中供热	采用高效、节能环保、燃料适应性广的大吨位流化床锅炉为张家港临江绿色产业园配套集中供热

数据来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

收购格锐环境是海陆重工在环保领域的进一步尝试，也是公司应对去产能背景下传统工业产品市场波动的一种主动选择。通过收购格锐环境拓展环保业务，海陆重工在已有的余热锅炉环保设备制造、焚烧处理环保工程建设业务的基础上，进一步提升环保工程施工与运营管理服务水平，充分发挥业务协同作用，强化其综合市场竞争力。我们认为，环保行业的持续快速成长、充足的市场空间和潜在的业务协同优势为公司提供了一条可行的发展路径，同时政府政策和市场需求端对系统化环保服务的要求提高、原有余热锅炉和压力容器产品的需求缩水促使公司更加积极的谋求转型。考虑到已收购的公司拥有稳定良好的经营能力以及环保业务的毛利率较高，对提高海陆重工的持续盈利能力也将有所裨益。我们认为海陆重工的环保工程以及环保设备制造业务已经成为公司目前新的业绩增长点，近期将继续对公司整体业绩发挥积极影响。

## 2.2 开拓光伏电站建设业务，探索新能源领域

海陆重工于 2016 年 9 月对外投资设立了张家港海陆新能源有限公司，从事太阳能光伏电站、可再生能源分布式发电站的 EPC 业务。考虑到公司账面货币资金规模有限，垫资参与光伏电站建设业务的能力相对较弱，我们认为光伏 EPC 业务暂不能为公司提供太多的业绩贡献。



### 3 核电产品技术领先，把握核电行业发展机会

#### 3.1 我国核电发展步伐加快，产业发展空间大

2015 年 3 月，国家发改委发文确定红沿河核电站二期 5 号、6 号两台百万千瓦机组获得核准，我国核电行业发展实现重启。而后，福建福清核电站 5 号、6 号机组等相继获批，沿海核电站建设明显加速。最新统计数据显示，我国目前在运核电机组数已达到 34 台，仅次于美国、法国、俄罗斯，位列全球第四；在建核电机组 21 台，占全球在建核电机组数的 40%以上，稳居世界首位。截至 2016 年 9 月，核电机组的累计并网容量和在建容量分别为 3059.7 万千瓦和 2259.6 万千瓦，累计发电量达到 1544.20 亿千瓦时，同比上升 22.4%，约占全国累计发电量的 3.53%。到 2020 年，核电运行装机容量目标值为 5800 万千瓦，在建容量将达到 3000 万千瓦以上，核能在能源消费中的占比将达到 6%-8%，而当前核电行业的规模较之该目标尚有较大发展空间。据此推算，“十三五”期间核电行业 CAGR 可达到 16.65%，将有约 3766 万千瓦核电机组开工建设；按照每千瓦核电建设投资约 1.25-1.6 万元计算，投资总额约为 4707.5-6025.6 亿元，平均每年投资额约为 941.5-1205.12 亿元，潜在市场规模巨大。此外，对比全球核能发电平均水平，核电发电量在总发电量中的占比已经超过 10%，比值高于 20%的国家超过 10 个，而我国核能占比尚不足 4%，进一步说明我国核电行业发展前景乐观。

表 4：中国大陆在建核电站

核电厂	机组号	堆型	技术路线
红沿河核电	5-6 号	压水堆	ACPR1000
福清核电	3-4 号	压水堆	CPR1000
福清核电	5-6 号	压水堆	华龙一号
阳江核电	4 号	压水堆	CPR1000+
阳江核电	5-6 号	压水堆	ACPR1000
三门核电	1-2 号	压水堆	AP1000
海阳核电	1-2 号	压水堆	AP1000
台山核电	1-2 号	压水堆	EPR
田湾核电	3-4 号	压水堆	VVER-1000
田湾核电	5-6 号	压水堆	M310 改进型
防城港核电	3 号	压水堆	华龙一号
石岛湾核电	高温气冷堆核电站示范工程	球床模块式高温气冷堆	高温气冷堆

资料来源：公开资料，长城国瑞证券研究所

同时，我国核电行业也在积极布局海外市场，力推核电技术服务“走出去”，现已与土耳其、捷克、阿根廷等多个国家就核电技术出口洽谈了合作协议或建立起了合作关系。

2016年9月由中法合作的英国欣克利角C核电项目落地，并确定在塞斯维尔C项目、布拉德维尔B项目上中广核与法电集团还将继续展开合作，采用中国自主研发的“华龙一号”技术；10月，巴基斯坦恰希玛核电3号机组等项目成功并网投运，核电“出海”成果初显，海外市场有望得到进一步扩大。核电技术“走出去”亦将有效带动我国核电设备出口，促进核电产业链上下游共同成长。

### 3.2 核电站项目储量充足，带动核电设备市场升温

根据中央“十三五”规划纲要，未来5年我国将以沿海核电带为重点，安全建设自主核电示范工程和项目；在沿海地区开工建设一批新的核电项目，并积极开展内陆核电项目前期工作。最新公布的《电力发展“十三五”规划》对此做出了进一步明确。多地政府也在积极部署核电建设，提高核电发电量在当地能源结构中的比重。山东石岛湾CAP1400示范工程项目、辽宁徐大堡项目和广东陆丰项目筹备已久，近期有望开工建设，核电设备招投标工作相继展开，核电设备制造企业订单量有望增加。

图 7：近期出台的核电行业相关规划与政策

中央	——《“十三五”规划纲要》
<ul style="list-style-type: none"> <li>以沿海核电带为重点，安全建设自主核电示范工程和项目。建成三门、海阳AP1000项目。建设福建福清、广西防城港“华龙一号”示范工程。开工建设山东荣成CAP1400示范工程。开工建设一批沿海新的核电项目，加快建设田湾核电三期工程。积极开展内陆核电项目前期工作。加快论证并推动大型商用后处理厂建设。核电运行装机容量达到5800万千瓦，在达到3000万千瓦以上。加强核燃料保障体系建设。</li> </ul>	
福建	——《福建省“十三五”能源发展专项规划》
<ul style="list-style-type: none"> <li>加快推进在建的宁德核电4机组、福清核电3~6机组，开工建设漳州核电一期（共4台机组）、宁德核电5~6机组和霞浦核电，并做好其他核电厂址的保护与论证。力争“十三五”末在宁德核电1~4机组、福清核电1~4机组全部投产的基础上再有1~2台机组并网。到2020年，福建能源消费结构为煤炭41.2%、石油30.5%、水电7.1%、核电11.0%、天然气6.7%、其他能源3.5%。</li> </ul>	
山东	——《山东省能源中长期发展规划》
<ul style="list-style-type: none"> <li>近期，建成海阳核电一期、荣成高温气冷堆示范工程；启动荣成大型先进压水堆示范工程、商业化压水堆和海阳核电二期、三期等项目建设；加强潜在核电厂址资源的勘探和保护，启动第三核电厂址前期工作。远期，全面建成海阳、荣成核电基地，启动第三核电厂址建设。到2020年，核电装机270万千瓦；到2030年，力争核电装机2065万千瓦，并将打造全国重要的东部沿海核电基地。</li> </ul>	
浙江	——《浙江省“十三五”能源发展专项规划》
<ul style="list-style-type: none"> <li>加快建成三门核电一期，开工建设三门核电二期、三期，浙江三澳核电，基本完成象山核电前期工作，开展海岛核电研究工作，加强核电厂址保护。到2020年，全省核电装机容量达到900万千瓦左右，在建500万千瓦以上。</li> </ul>	
辽宁	——《辽宁省“十三五”能源发展专项规划》
<ul style="list-style-type: none"> <li>促进能源绿色增效和转型升级，加快徐大堡核电一期等重点项目实施。</li> </ul>	

数据来源：公开资料，长城国瑞证券研究所

表 5：“十三五”期间筹建核电站

核电站地址	机组号	堆型	技术路线
浙江三门	3-4 号	压水堆	AP1000
山东海阳	3-4 号	压水堆	AP1000
山东荣成	CAP1400 示范工程	压水堆	CAP1400
辽宁徐大堡	1-2 号	压水堆	AP1000
广东陆丰	1-2 号	压水堆	AP1000

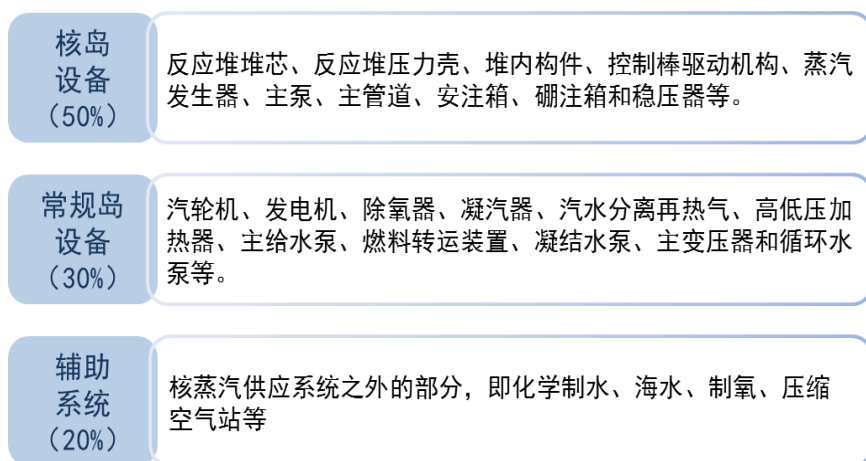
资料来源：《“十三五”规划纲要》，长城国瑞证券研究所

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

另一方面，我国核电站总体国产化率不断提高，使国内核电设备制造企业有机会分享更多的市场红利。目前我国正在积极推进具有自主知识产权的第三代、第四代核电技术路线——“华龙一号”、CAP1400 和高温气冷堆。“华龙一号”采用了能动和非能动相结合的安全设计理念，设置了完善的严重事故预防和缓解措施，具有很高的安全性和技术先进性。CAP1400 则是在消化、吸收、全面掌握美国西屋 AP1000 非能动技术基础上再创新而来的具有自主知识产权、功率更大的三代核电技术。高温气冷堆位列国家重大科技转向，具有安全性高、发电效率高的优良特点，符合第四代核能系统安全特性。华龙一号示范工程正在福建福清与广西防城港双线推进，CAP1400 示范工程则将于山东荣成开工建设，两类核电技术的设备国产化率均已达到 85%以上。高温气冷堆商用示范电站正在山东石岛湾建设，设备国产化率高达 91.5%。核电站项目的建设加速及其总体国产化率的提高拉动国内核电设备需求增加，具有先进研发和制造能力的核电设备生产企业有望在这一轮核电建设浪潮中收获丰厚的利润。

在核电投资中，设备投资、基建投资和其他支出的比重分别 50%、40%和 10%。核电站设备主要分为三类，即核岛设备、常规岛设备和辅助系统，价值比例约为 57%、26%、17%。其中，核岛设备是发生热核反应的主要场所，对技术和安全的要求最高；常规岛设备利用核反应产生的热能发电，在技术上与常规火力发电机组类似；辅助系统的工程规模比较小，技术要求相对较低。我们据此对未来 5 年核电设备市场投资总额进行了估计，以核电行业投资总额达到 4707.5–6025.6 亿元、核电设备国产化率达到 80%为基础，三类设备的投资额估计值分别为 1341.6–1717.3 亿元、612–783.3 亿元和 400.1–512.2 亿元，国内核电设备的市场规模有望达到 1883–2410 亿元，市场潜力巨大。

图 8：核电设备类型及价值比例



数据来源：公开资料，长城国瑞证券研究所



### 3.3 核电产品生产技术领先，形成业绩增长潜在动力源

海陆重工生产的核电设备主要包括吊篮筒体、堆内构件吊具、鼓泡器、安注箱、高温气冷堆设备等。凭借生产技术领先优势，公司在具有自主知识产权的‘华龙一号’、CAP1400三代核电技术、具有四代安全特征的高温气冷堆核电技术应用上均获得重要订单。公司也在主动由单一加工制造商向自主承揽业务商转变，同时对内调整业务结构，适时扩大核电设备产能，积极争取市场机会。

图 9：海陆重工核电设备产品



【堆内构件吊篮筒体】



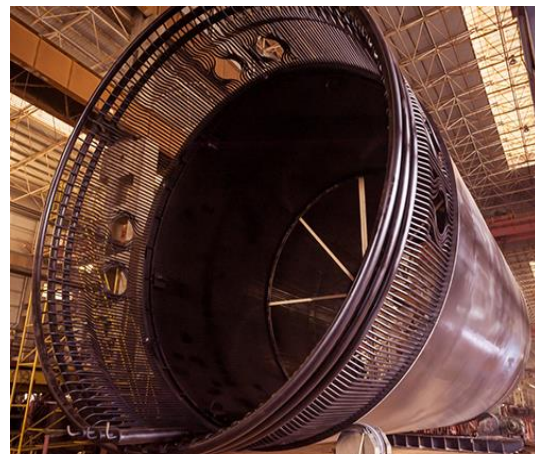
【安注箱】



【堆内构件吊具】



【上部支承组件】



【高温水冷堆余热排出系统水冷壁】

数据来源：公开资料，长城国瑞证券研究所

在高温气冷堆核电技术应用上，公司承制的华能山东石岛湾核电站高温气冷堆示范工程余热排出系统水冷壁已顺利通过验收。该设备外形尺寸大，精度要求高，安装间隙小，对制造成型、组装焊接及设备试验的要求均很高。公司综合考虑了设备质量标准和结构特殊性，充分运用先进技术，以高品质的产品进一步展现了海陆重工的技术实力。公司还在 2016 年 2 月取得了国核工程有限公司 3043.98 万元的堆内构件吊具、堆内构件存放架、

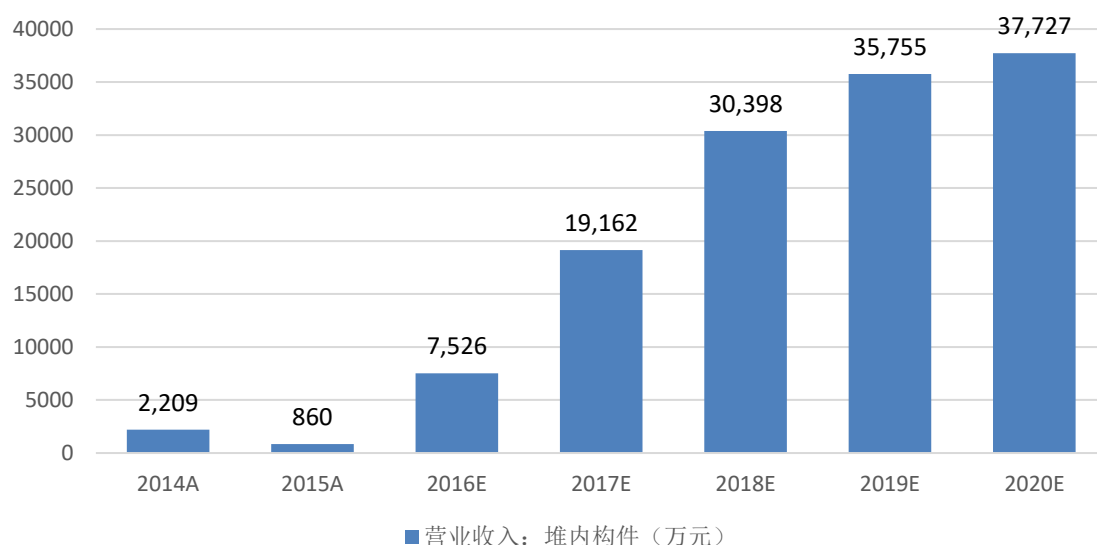


PH 值调节篮等设备采购订单，与中国中原对外工程有限公司（中国核工业集团全资子公司）签订了 3425.00 万元的 PRS 应急补水箱及支撑设备订货合同，将为公司经营业绩带来积极影响。

在吊篮筒体生产方面，海陆重工掌握了卷筒、焊接等方面的先进制造技术，产品达到国际领先水平，形成了进口替代，并得到了广泛认可和应用，现已成为上海第一机床有限公司唯一的加工堆内构件吊篮筒体的合作伙伴，取得了上海电气集团“华龙一号”首堆项目福清 5-6 号机组的堆内构件吊篮筒体及有关设备的供应商资格。吊篮筒体（即堆芯下部支承构建）是堆内构件最核心的部件之一，而堆内构件则是核电站的心脏设备，在支撑和互换核燃料组件、引导核反应启动或停止等方面等起关键作用，对于精密度和安全性的要求极高，具有较高的技术壁垒。目前堆内构件在核岛设备投资成本中的比重约为 6%，预计“十三五”期间可带来约 64 亿元的设备投资需求。而国内堆内构件主要由上海第一机床厂和东方电气（武汉）核设备两家企业生产，海陆重工作为上海第一机床厂唯一的加工堆内构件吊篮筒体的合作伙伴，有望占得较大市场份额，获取丰厚收益。

结合核电站建设过程中核岛主设备采购招标及其生产周期特点，我们进一步对海陆重工未来五年堆内构件设备的营收情况进行了估计。一般而言，核电站在正式开工建设前 17 个月开始采购，核电主设备的生产周期为三年。在此基础上进一步假设海陆重工设备生产过程稳步推进并按照完工百分比法确认收入，其产品市占率约为 20%。我们预期公司核电设备销售收入将出现明显增加，并在 2017-2018 年迎来业绩的突破性增长。

图 10：海陆重工堆内构件设备销售收入估计



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



核电设备对产品精密度和安全性的要求极高,这一特点促使需求方更倾向于选择产品质量有保障、已建立良好合作关系的供应商,因而形成了较强的客户粘性和明显的行业壁垒。海陆重工掌握了优良的制造技术和成熟的制造经验,所生产的核电设备获得需求方认可,使其在核电设备市场占据了一席之地,拥有较为稳定、充足的订单来源。随着我国核电建设加速及核电设备需求量的增加,公司亟需应对的挑战反而在于尽快提高自身供给能力,一方面需加大生产经营性投资,扩大核电设备产能;另一方面需加大人力资本投资,培养有丰富经验的核电设备技术人员。目前海陆重工也正在积极调整生产结构,加快扩充核电设备产能,把握核电行业发展机会。我们认为,在国家核电站开工建设步伐加快、核电设备市场需求增加、下游订单来源稳定、自身市场核心竞争力较强的有利条件下,随着公司完成产能扩充,其核电设备业务有望实现快速增长,成为公司新的业绩爆发点。

#### 4 我们的观点

成熟的制造技术和生产经验使海陆重工成为余热锅炉等传统工业产品市场的龙头,但在去产能的大环境下,公司主业遭遇较大冲击,订单数量和接单毛利双双下降。为应对下游行业萎缩的市场风险,公司一方面通过并购尝试向环保领域发展;另一方面探索新能源领域,开展光伏电站建设业务。考虑到已收购的公司拥有稳定良好的经营能力,环保业务较高的毛利率也将对提高海陆重工的持续盈利能力有所裨益,近期环保业务将继续对公司的整体业绩发挥积极影响。但在光伏建设领域,由于公司营运资金规模有限,垫资参与光伏电站建设业务的能力相对较弱,该业务发展或不达预期。相较之下,我们更看好公司的核电设备业务。自 2015 年我国重启核电之后,新建核电站数量快速增加,核电设备需求重拾增长,而海陆重工凭借核电设备制造方面的技术沉淀和经验积累以及高品质、高安全性的产品,取得了相对稳定的下游订单来源。综合考虑外部需求拉动和内部技术优势两方面的因素,我们认为随着新一批核电站建设指标的批复和公司核电产能的调整完成,海陆重工的核电设备业务未来有望重拾增长,成为公司新的业绩亮点。我们预计海陆重工 2016-2017 年的 EPS 分别为 0.126 元、0.178 元,对应 P/E 分别为 69.79 倍、49.48 倍。以目前火电设备行业的 P/E 中位数 64.33 倍来看,公司的估值较为均衡。考虑到公司在核电领域蕴藏的业绩潜力,我们首次给予其“增持”的投资评级。

## 5 盈利预测（单位：百万元）

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1481.03	1404.15	1498.81	1311.73	1562.85
减：营业成本	1149.81	1126.63	1210.79	978.01	1147.67
营业税金及附加	7.40	4.06	8.84	7.74	9.22
营业费用	22.86	18.14	21.45	26.23	31.26
管理费用	170.60	166.70	133.33	170.52	203.17
财务费用	5.68	4.26	5.05	-3.92	-8.18
资产减值损失	19.14	13.74	25.67	19.52	19.52
加：投资收益	1.03	1.70	4.34	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.57	72.32	98.01	113.62	160.20
加：其他非经营损益	12.04	8.00	22.42	-0.21	-0.21
利润总额	118.61	80.33	120.43	113.41	159.98
减：所得税	15.27	14.67	15.85	17.01	24.00
净利润	103.34	65.65	104.59	96.40	135.98
减：少数股东损益	0.75	2.15	19.78	18.23	25.72
归母净利润	102.59	63.50	84.80	78.17	110.27

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。