



## 核电环保双轮驱动公司转型

### ——海陆重工（002255）公司简介

#### 报告摘要：

**多元化发展起航。**公司已是国内顶尖的工业余热锅炉企业，受下游需求萎缩影响较大，公司借助良好的制造业技术基础积极进行业务调整，向高毛利的业务领域进军，核电、环保业务持续加码，随着核电重启建设加速，设备需求未来三年进入增长期，环保业务盈利能力强劲，上半年两块业务营收占比已达 23%，业务发展空间广阔且成长快速，将积极支撑公司业绩增长。

**核电迎来“十三五”发展风口，公司核电业绩有望实现爆发。**公司主动由单一加工制造商转型为自主承揽业务商，核电领域内的设备供应具备极高的资质壁垒及客户粘性，公司目前已与上海第一机床厂、中广核、中核电发展了战略合作关系，稳定、充足的订单来源提供了良好的业绩保障。预计今年订单量有望增加 1.5 倍以上，考虑到核电分步验收较长（两年到三年），预计 2017 年后将是项目确认收入的高峰期。

**并购格锐环境，积极转型环保总承包商。**为充分把握环保行业发展红利，从单一的环保设备制造商转型为综合性环保总承包商，2015 年公司全资收购格锐环境之后，目前已参控股三家环保运营公司，在环保领域的核心竞争力显著提高，随着潜在的业务协同及市场逐步开拓，有望持续增厚公司业绩。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 15 亿元、17.7 亿元、20.6 亿元，归母净利润分别为 0.92 亿元、1.17 亿元、1.52 亿元，EPS 分别为 0.15、0.19、0.24，首次覆盖给予公司“推荐”评级，6 个月目标价 10 元。

**风险提示：**核电建设不及预期

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,404.15	1,498.81	1,503.55	1,766.20	2,064.81
增长率（%）	-5.19%	6.74%	0.32%	17.47%	16.91%
净利润（百万元）	65.65	104.59	109.27	133.74	168.79
增长率（%）	-36.47%	59.30%	4.47%	22.40%	26.21%
净资产收益率（%）	4.10%	3.76%	2.91%	3.63%	4.63%
每股收益(元)	0.25	0.14	0.15	0.19	0.24
PE	32.04	57.67	53.03	41.91	32.23
PB	1.31	2.17	1.54	1.52	1.49

资料来源：wind、东兴证券研究所

2016 年 12 月 22 日

推荐/首次

海陆重工

公司简介

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

#### 联系人：

##### 史鑫

010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

##### 王革

010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

##### 林劼

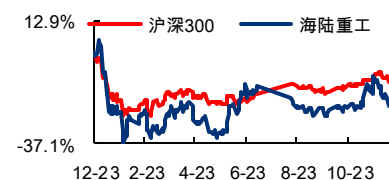
010-66554034

linjie\_@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	8.32-10.07
总市值（亿元）	51.64
流通市值（亿元）	36.76
总股本/流通 A 股（万股）	62063/44187
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.45

#### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 深耕余热锅炉领域，积极发展环保、核电产业 .....	4
1.1 余热锅炉稳健发展，环保核电展翼齐飞 .....	4
2. 十三五核电建设步伐加快，公司核电业绩有望爆发 .....	5
2.1 核电建设加快，设备环节再迎需求高峰 .....	5
2.2 核电产品核心竞争力强，业绩有望迎来爆发 .....	5
3. 并购格锐环境，积极转型环保总承包商 .....	6
4. 盈利预测及估值 .....	8
5. 风险提示 .....	8

## 表格目录

表 1:“十三五”期间有望核准筹建的核电机组 .....	5
表 2:格锐环境主营业务概况及竞争力 .....	7
表 3:公司盈利预测表 .....	9

## 插图目录

图 1:公司余热锅炉及相关配套产品 .....	4
图 2: 公司大型及特种材质压力容器产品 .....	4
图 3:2016 年 H1 主营业务构成 .....	5
图 4: 2016 年 H1 主营业务毛利率 .....	5
图 5:堆内构件吊篮筒体、堆内构件吊具安注箱及鼓泡器 .....	6
图 6:华能石岛湾核电站高温气冷堆余热排出系统水冷壁 .....	6
图 7:格锐环境及 RH 公司业绩承诺归属海陆部分 .....	7

## 1. 深耕余热锅炉领域，积极发展环保、核电产业

### 1.1 余热锅炉稳健发展，环保核电展翼齐飞

苏州海陆重工股份有限公司创建于1956年，产品主要包括各种余热锅炉、压力容器、污水处理、核电产品等，公司已是国内顶尖的工业余热锅炉企业，市场占有率高达80~90%，优势锅炉产品包括干熄焦余热锅炉、燃气轮机余热锅炉、有色冶炼余热锅炉等16种，广泛应用于火力发电、钢铁冶金、化工等领域。公司核电设备吊篮筒体具备核心技术优势，在国内基本处于垄断市场的地位，公司立足设备制造正积极拓展多元化发展，重心逐步转向集建设、运营、集成的节能环保总包服务业务。

图 1: 公司余热锅炉及相关配套产品



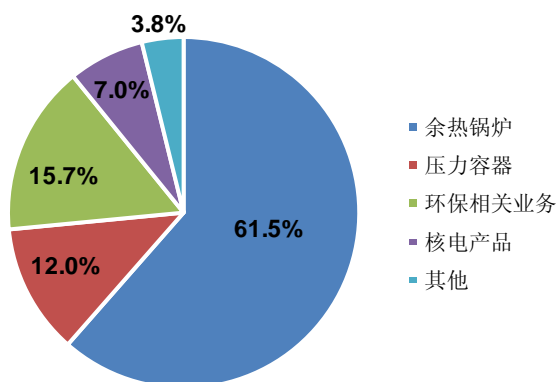
资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 2: 公司大型及特种材质压力容器产品

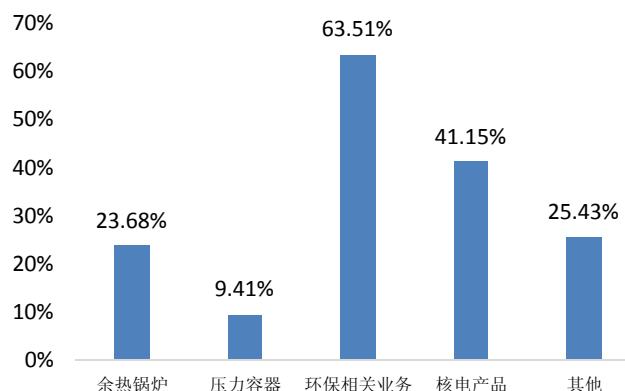


资料来源：公司官网、东兴证券研究所

2016 年前三季度公司营业收入为 6.43 亿元，同比下降 34.9%，归属母公司净利润为 5140.1 万元，同比下降 22.7%。营收下降主要是公司占比 61.5%（中报口径）的传统余热锅炉受下游传统行业减产的影响，毛利率下滑至 23%，但公司凭借在余热锅炉领域具备较为坚实的客户基础和市场认可度，通过积极优化产品结构，也有望在激烈竞争中维护市场份额，我们认为虽然下游投资扩产停滞，但“小改大”等改造需求逐步释放，预计公司余热锅炉营收未来有望恢复 5-10% 的增长。压力容器供应神华宁煤二期、山西潞安等新型煤化工制造超限设备，虽具备较强的技术竞争力，但毛利率已跌至 9%，主要是由于下游需求企业性质以央企为主，公司压力容器订单获取难度较大。公司借助良好的制造业技术基础积极进行业务调整，向高毛利的业务领域进军，核电、环保业务持续加码，随着核电重启建设加速，设备需求未来三年进入增长期，环保业务盈利能力强劲，上半年两块业务营收占比已达 23%，两大业务发展空间广阔且成长快速，积极支撑公司业绩增长。

**图 3:2016 年 H1 主营业务构成**


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 4:2016 年 H1 主营业务毛利率**


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2. 十三五核电建设步伐加快，公司核电业绩有望爆发

### 2.1 核电建设加快，设备环节再迎需求高峰

核电发展步伐持续加快，开启千亿级设备市场。随着 2015 年我国核电项目正式重启后的密集批复，核电装备产业正加快发展。目前我国在建核电机组 21 台，共计装机容量 2343.5 万千瓦，稳居世界首位。电力发展“十三五”电力规划明确强调，到 2020 年全国核电装机容量达到 5800 万千瓦，在建容量达到 3000 万千瓦以上，按照每千瓦投资 1.2 万元，十三五期间核电投资可达 3600 亿元，其中设备投资占比将超过 50%，核电装备迎来新一轮需求旺盛期。

**表 1:“十三五”期间有望核准筹建的核电机组**

核电厂	机组	技术路线	装机容量（MW）
山东海阳	3-4 号	AP1000	2*1250
山东荣成	1-2 号	CAP1000	2*1400
浙江三门	3-4 号	AP1000	2*1250
辽宁徐大堡	1-2 号	AP1000	2*1250
广东陆丰	1-2 号	AP1000	2*1250

资料来源：公开资料、东兴证券研究所

十三五规划下加速核建电站项目，正在积极推进“华龙一号”、CAP1400 及高温气冷堆应用，以第三代核电站设备国产化率均达 85%以上，高温气冷堆国产化率将有大提升，预计随着总体需求的提升，国产化率提高及核岛设备的出海，具备卓越技术实力的核电设备公司将有望受益。

### 2.2 核电产品核心竞争力强，业绩有望迎来爆发

核承压设备技术领先，重要订单彰显核心竞争力。公司产品主要包括吊篮筒体、堆内构件吊具、鼓泡器、安注箱、高温气冷堆设备等，是核岛中堆内构件的重要组件，堆



内构件约占核岛设备成本的 6%，十三五期间设备投资空间约 108 亿元。公司是国内具备资质及技术优势的供应企业，有望尽享此块市场。

公司是国内首家弥补此块市场实现进口替代的企业，公司技术领先于 1998 年便获得民用核承压设备制造资格，2006 年至今历经检验测试，国产吊篮筒体已生产近 40 套，目前国内市场暂无其他竞争对手，公司为福清 5、6 号机组提供相关堆内构件设备。

**自主承接订单增多，扩充核电设备产能，多元利好有望促成业绩爆发。**公司主动由单一加工制造商转型为自主承揽业务商，核电领域内的设备供应具备极高的资质壁垒及客户粘性，公司目前已与上海第一机床厂、中广核、中核电发展了战略合作关系，稳定、充足的订单来源提供了良好的业绩保障。

目前公司正在积极调整生产结构，加快扩充核电设备产能，充分把握核电行业发展机会。在核电站开工建设步伐加快、下游订单来源稳定、自身市场核心竞争力较强的多元利好作用下，公司核电设备业务有望迎来爆发式增长。

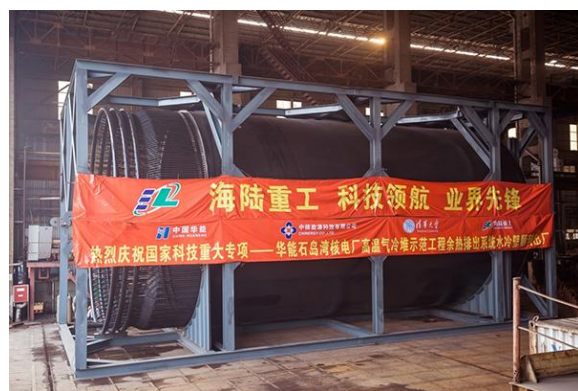
公司的堆内构件自 2015 年核电设备重启以来陆续供应，上半年公司陆续与国核、中核下属公司建立了合作关系，签订了六千多万的设备订货合同，预计今年订单量有望增加 1.5 倍以上，考虑到核电分步验收较长（两年到三年），预计 2017 年后将是项目确认收入的高峰期。

图 5:堆内构件吊篮筒体、堆内构件吊具安注箱及鼓泡器



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 6:华能石岛湾核电厂高温气冷堆余热排出系统水冷壁



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

### 3. 并购格锐环境，积极转型环保总承包商

“十三五”环保投入可达 2 万亿/年，环保行业迎来重大机遇。据环保部测算“十三五”期间环保投入预计将提高至“十二五”的两倍，平均每年 2 万亿，环保行业步入发展春天，尤其是民众切实相关的污染物末端治理最具有长期投资价值。

**加速转型环保总承包商。**为充分把握环保行业发展红利，2013 年公司收购 RH 公司 51%的股权成功介入固废危废处理领域，2015 年公司再度加码环保布局，8 月参股 10%的镇江和合公司，10 月收购格锐环境 100%的股权。目前公司已参控股三家环保

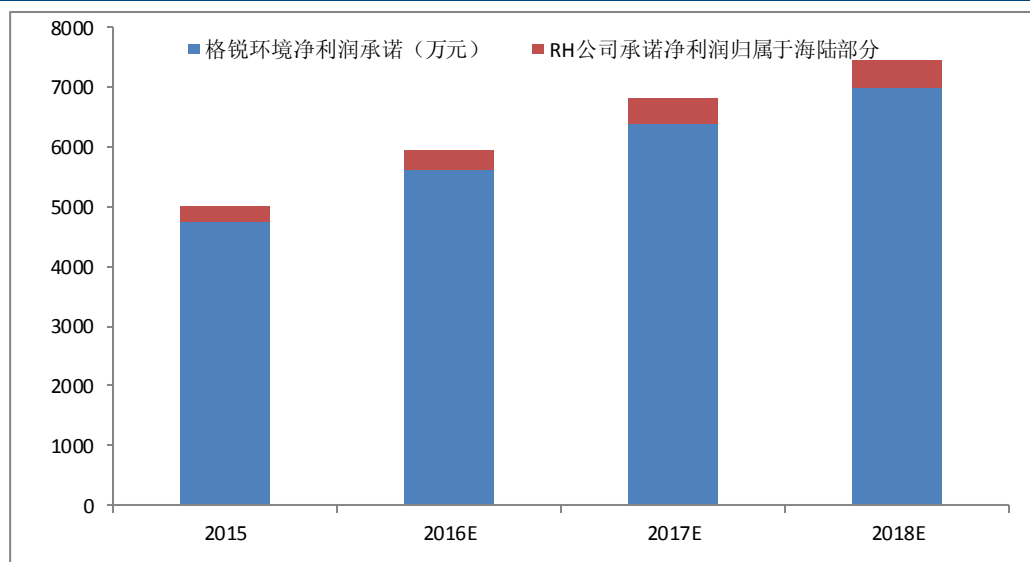
运营公司，可见公司发展重心及迫切度，公司正逐步从环保设备制造成长为环保总承包商，核心竞争力显著提高。

**表 2:格锐环境主营业务概况及竞争力**

主营业务	经营模式	业务概况及竞争力
固体处理及综合利用	BOO	主要从事表面处理废物(HW17)、含铬废物(HW21)、含镍废物(HW46)等危险固废及一般固废的填埋和处置工作。拥有危险废物经营许可证，具有较强的区域竞争优势。
水务运营	BOO	两家下属子公司污水处理能力分别可达 15000T/天及 10000T/天，服务对象涵盖造纸、印染、化工等高污染行业，在污水处理方面具备较高的品牌知名度和较强的区域优势。
区域集中供热	BOO	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，项目建设运营经验丰富，具备异地扩张的可能。
环保工程及设备	EPC	为浦项、中粮、华芳、澳洋等多家国内外知名企业提供污水处理工程设计及承建服务，拥有建设部颁布的环保工程专项设计证书、环保工程专业承包证书。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**格锐环境质地优良，业绩承诺持续兑现预期较高。**格锐环境是江苏本地运营经验丰富的固废焚烧处理企业，主营业务 hia 包括固体处理及综治、水务运营、区域集中供热、环保工程及设备，客户资源主要包括澳洋等当地知名企业，经营稳健，格锐环境的业绩承诺为 2015 至 2017 年度归属母公司股东的将利润分别不低于人民币 4,600 万元、5,600 万元及 6,400 万元，其 2015 年已完成业绩承诺，2016 年上半年净利润完成 2961 万元，完成率 53%，全年随着政策持续向好，加之环保行业充足的市场空间和潜在的业务协同优势，格锐环境今明两年大概率能够实现业绩承诺，并持续增厚公司利润。

**图 7:格锐环境及 RH 公司业绩承诺归属海陆部分**


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

公司在稳定发展余热锅炉业务的基础上，积极发展核电、环保业务，构建长期增长动能，积极扩展核电设备供应产能，预计未来三年内订单将是业绩确认高峰，同时加快布局环保转型总包服务，利于带动传统设备订单及公司总体毛利率提升，结合来看，公司未来盈利能力正在快速改善。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 15 亿元、17.7 亿元、20.6 亿元，归母净利润分别为 0.92 亿元，1.17 亿元，1.52 亿元，EPS 分别为 0.15、0.19、0.24，对应 PE 分别为 53、41、32 倍。首次覆盖给予公司“推荐”评级，6 个月目标价 10 元。

## 5. 风险提示

- 1、环保业务拓展不及预期
- 2、核电建设低于预期



**表 3: 公司盈利预测表**

资产负债表				单位: 百万元		利润表		单位: 百万元			
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2311	2160	3901	4911	5246	营业收入	1404	1499	1504	1766	2065
货币资金	117	287	2187	2936	2978	营业成本	1127	1211	1180	1380	1597
应收账款	755	743	741	871	1018	营业税金及附加	4	9	9	11	12
其他应收款	36	37	37	44	51	营业费用	18	21	21	25	30
预付款项	172	70	82	96	112	管理费用	167	133	135	159	186
存货	1003	662	485	567	656	财务费用	4	5	6	7	7
其他流动资产	27	204	204	204	204	资产减值损失	13.74	25.67	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	924	1502	1413	1417	1337	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.70	4.34	0.00	0.00	0.00
固定资产	539.05	611.68	707.80	715.15	637.50	营业利润	72	98	137	170	217
无形资产	172	164	160	157	154	营业外收入	14.10	74.36	24.48	24.48	24.48
其他非流动资产	33	36	0	0	0	营业外支出	6.10	51.94	16.03	16.03	16.03
资产总计	3235	3662	5314	6329	6583	利润总额	80	120	146	178	225
流动负债合计	1515	1183	1141	1292	1469	所得税	15	16	36	45	56
短期借款	35	13	0	0	0	净利润	66	105	109	134	169
应付账款	551	528	453	529	613	少数股东损益	2	20	17	17	17
预收款项	715	328	388	459	541	归属母公司净利润	64	85	92	117	152
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	302	322	230	270	317
非流动负债合计	50	130	891	1691	1691	BPS (元)	0.25	0.14	0.15	0.19	0.24
长期借款	28	0	800	1600	1600	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1565	1313	2033	2984	3160	成长能力					
少数股东权益	122	95	112	129	146	营业收入增长	-5.19%	6.74%	0.32%	17.47%	16.91%
实收资本 (或股	258	621	621	621	621	营业利润增长	-32.13%	35.52%	40.02%	23.78%	27.51%
资本公积	602	874	1752	1752	1752	归属于母公司净利润	8.75%	26.54%	8.75%	26.54%	30.04%
未分配利润	617	675	638	592	531	获利能力					
归属母公司股东	1548	2254	3170	3216	3277	毛利率 (%)	19.76%	19.22%	21.52%	21.84%	22.64%
负债和所有者权	3235	3662	5314	6329	6583	净利率 (%)	4.68%	6.98%	7.27%	7.57%	8.17%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	1.96%	2.32%	1.74%	1.84%	2.31%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	4.10%	3.76%	2.91%	3.63%	4.63%
经营活动现金流	-5	98	336	139	168	偿债能力					
净利润	66	105	109	134	169	资产负债率 (%)	48%	36%	38%	47%	
折旧摊销	225.85	219.03	0.00	77.65	77.65	流动比率	1.53	1.83	3.42	3.80	3.57
财务费用	4	5	6	7	7	速动比率	0.86	1.27	2.99	3.36	3.12
应收账款减少	0	0	2	-130	-147	营运能力					
预收帐款增加	0	0	60	71	83	总资产周转率	0.46	0.43	0.34	0.30	0.32
投资活动现金流	-116	-57	-13	-113	-28	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.85	2.78	3.07	3.60	3.62
长期股权投资减	0	0	62	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	2	4	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.14	0.15	0.19	0.24
筹资活动现金流	-17	117	1576	723	-98	每股净现金流 (最新	-0.53	0.26	3.06	1.21	0.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.00	3.63	5.11	5.18	5.28
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	362	0	0	0	P/E	32.04	57.67	53.03	41.91	32.23
资本公积增加	0	272	878	0	0	P/B	1.31	2.17	1.54	1.52	1.49
现金净增加额	-138	159	1899	749	42	EV/EBITDA	6.55	14.33	15.26	13.16	11.07

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

### 王革

中科院电气工程硕士，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2016 年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

### 林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016 年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。