

余热锅炉优势企业，布局核电、环保领域

深度研究报告/电力设备与新能源行业

2016年8月24日

报告摘要:

● 余热锅炉优质企业进军核电、环保行业

公司是国内一流的节能环保设备的专业设计制造企业，主营产品为锅炉产品、大型压力容器、核电设备、环保工程。近年来，公司传统主营业务余热锅炉营收占比由80%左右降低到50%，而环保业务占比逐年提高，预计未来公司环保和核电领域的拓展有望持续，公司将继续积极从单一的环保设备制造商向集系统设计、设备制造、工程建设、运营服务于一体的环保总承包商转型。

● 传统业务余热锅炉与压力容器布局高端产品

我国余热锅炉每年市场空间在40到50亿元之间，公司是国内研发、制造特种余热锅炉的骨干企业，产品种类居全国第一，工业余热锅炉国内市场占有率一直保持前列。公司有望进一步加强细分领域的技术革新，重点布局高、尖、精产品，拓宽上下游，开发新产品，提升盈利能力。受下游景气度下降影响，压力容器市场需求降低，我们预计公司将采用优化产品结构、强化生产管理、转化产能等方式应对竞争加剧。

● 核电建设加速，核电业务有望快速增长

根据2020年的规划目标，预计十三五期间将有约3000万千瓦的核电机组开工建设，按照每千瓦1.2万元的投资估算，十三五期间核电投资约为3600亿元，平均每年约720亿元。核电设备投资约占核电总投资的50%，核电设备制造商有望受益。公司为堆内构件核电吊篮筒体等核电设备制造商，近年来正由单一加工制造商向自主承揽业务的模式转变，在国内核电机组大规模建设期和核电出海的突破期，我们预计未来3年公司核电业务有望保持50%左右的增长速度，产品毛利率将保持在35%以上。

● 收购RH、格锐环境，转型环保工程总承包商

按照十三五期间我国GDP每年6.7%的速度增长，2020年全国环境污染治理投资总额占GDP比重达到2%保守估算，十三五期间我国环保投资年均复合增长率在12%左右，投资总额在7.6万亿左右。公司收购RH及格锐环境，拟在既有国内领先的余热锅炉环保设备制造基础上转型环保总承包商。布局环保领域，有望提升成长空间与核心竞争力。

盈利预测与投资建议:

预计公司16-18年EPS分别为0.20、0.24和0.30元，对应PE分别为40X、33X和26X，看好公司在核电及环保领域成长空间，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

1) 核电机组建设进度不达预期; 2) 环境污染治理投资不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,499	1,584	1,681	1,815
增长率(%)	6.7%	5.7%	6.1%	8.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	85	122	150	188
增长率(%)	33.5%	43.5%	23.3%	25.3%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.24	0.30
PE	57.7	40.2	32.6	26.0
PB	2.7	2.6	2.4	2.3

资料来源:公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

首次评级

合理估值区间:

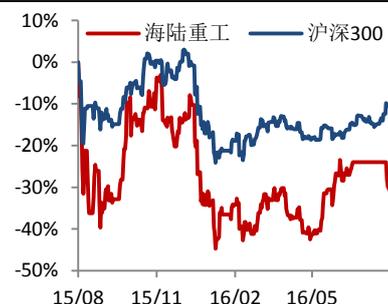
10-12元

交易数据

2016-8-23

收盘价(元)	7.88
近12个月最高/最低	11.65/6.38
总股本(百万股)	620.63
流通股本(百万股)	406.89
流通股比例(%)	65.56
总市值(亿元)	48.91
流通市值(亿元)	32.06

该股与沪深300走势比较



分析师: 黄彤

执业证书编号: S0100513080003

电话: (021) 60876721

Email: huangtong@mszq.com

研究助理: 杨睿

执业证书编号: S0100115080001

电话: (010) 85127957

Email: yangrui_yjy@mszq.com

研究助理: 张文鹏

执业证书编号: S0100115090050

电话: (010) 85127957

Email: zhangwenpeng@mszq.com

相关研究

目 录

一、余热锅炉优质企业进军核电、环保行业	3
1、公司主营产品为余热锅炉、压力容器、环保工程及核电设备	3
2、营收保持稳定，环保核电业务占比逐渐提高	4
二、传统业务余热锅炉与压力容器布局高端产品	6
1、余热锅炉优势企业布局高精尖	6
2、压力容器优化产品结构	8
三、核电建设加速，核电业务有望快速增长	9
1、核电十三五期间有望建设加速	9
2、公司核电业务进入快速增长时期	11
四、收购拉斯卡、格锐环境，转型环保工程总承包商	13
1、十三五期间环保行业有望保持增长	13
2、通过并购战略转型节能环保产业	15
五、盈利预测	19
六、风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

一、余热锅炉优质企业进军核电、环保行业

1、公司主营产品为余热锅炉、压力容器、环保工程及核电设备

苏州海陆重工股份有限公司位于江苏省张家港市，是国内一流的节能环保设备的专业设计制造企业，主营产品为锅炉产品、大型压力容器、核电设备、环保工程。公司创建于1956年，占地面积近50万平方米，公司在瑞士、北京、武汉、南京、上海、杭州、广州等地设立分支机构，研发实力较强。

公司为国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省高新技术企业，“海陆”品牌被评为江苏省著名商标。公司所持有的产品制造资格证书及资质认可证书居国内同行业前列，具体包括A级锅炉、A1、A2级压力容器设计资格证与制造许可证，民用核安全设备制造许可证(2、3级)，美国机械工程师协会(ASME)的“S”、“U”钢印和授权证书，船用锅炉方面持有中国船级社(CCS)英国劳氏船级社(LR)、德国劳埃德船级社(GL)、挪威船级社(DNV)、美国船级社(ABS)、法国船级社(BV)和日本海事协会(NK)的工厂认可和产品检验证书。

图 1：锅炉产品概括图



余热锅炉

1. 锅炉业务专注于废热、余热利用系统解决方案、余热回收成套装置设计、安装、运行、EPCM。

2. 主要锅炉品种：

- 高效煤粉锅炉
- 循环流化床锅炉
- 煤气化余热锅炉
- 干熄焦余热锅炉
- 氧气转炉余热锅炉
- 高炉煤气余热锅炉
- 加热炉余热锅炉
- 有色冶炼余热锅炉
- 硫磺制酸余热锅炉
- 炼油催化装置余热锅炉
- 烧结余热锅炉
- 自然循环燃气锅炉

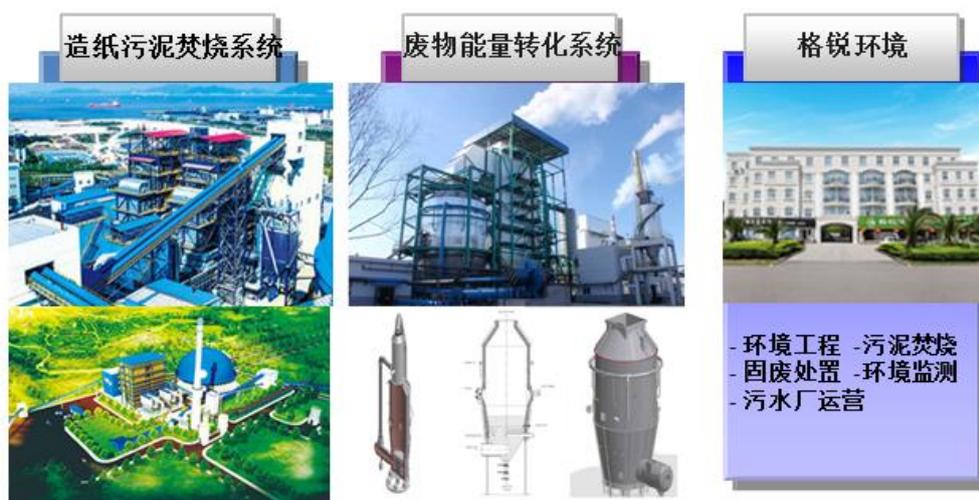
资料来源：公司官网、民生证券研究院

图 2：压力容器产品概括图



资料来源：公司官网、民生证券研究院

图 3: 环保工程产品概括图



资料来源: 公司官网、民生证券研究院

图 4: 核电产品概括图

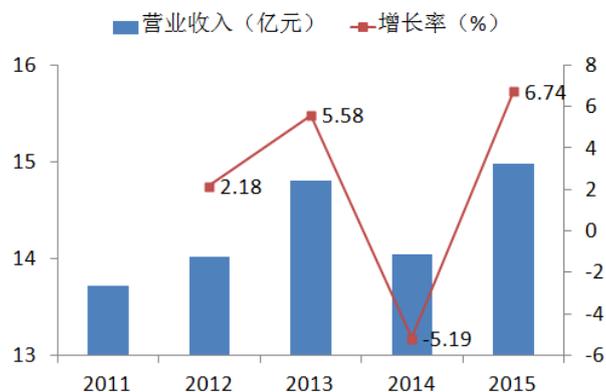


资料来源: 公司官网、民生证券研究院

2、营收保持稳定，环保核电业务占比逐渐提高

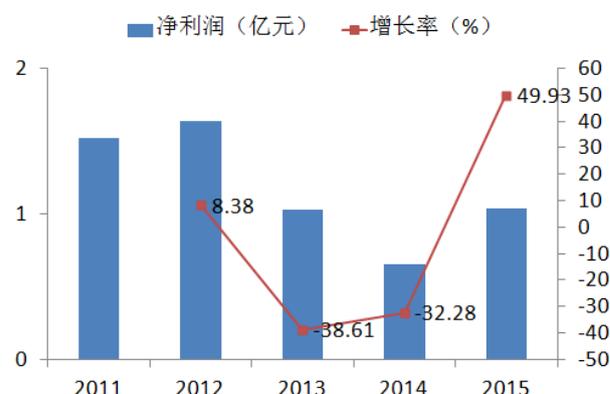
2011年以来公司营业收入保持在13亿至15亿的区间，由于主营产品毛利率下降导致2013、2014年净利润下滑两年，2015年环保业务占比提高使得净利润大幅增长，公司2016年度经营目标为销售收入和净利润增长20%-30%，预计公司将调整主营余热锅炉和压力容器的产品结构，加快核电、环保的业务布局，从而实现年度经营目标。

图 5：2011-2015 年公司营业收入情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

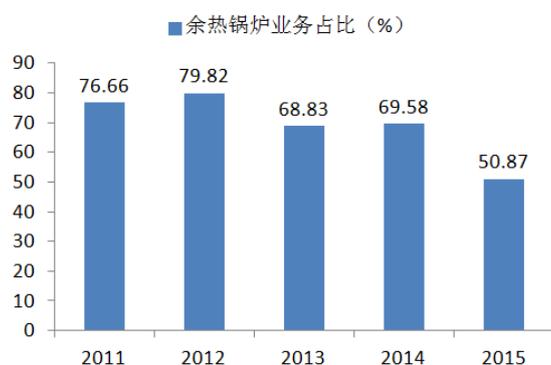
图 6：2011-2015 年公司净利润情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

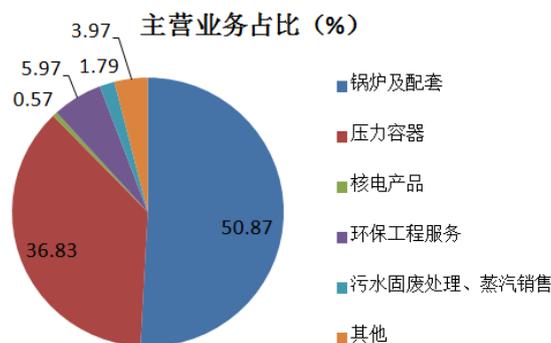
近年来，公司传统主营业务余热锅炉营收占比由 80% 左右降低到 50%，而环保领域的并购布局促进包括工程、液废固废处理在内的环保业务占比逐年提高，预计未来公司环保和核电领域的拓展有望持续，公司将继续积极从单一的环保设备制造商向集系统设计、设备制造、工程建设、运营服务于一体的环保总承包商转型。

图 7：2011-2015 年传统主业余热锅炉营收占比变化情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

图 8：2015 年主营业务分布情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

二、传统业务余热锅炉与压力容器布局高端产品

1、余热锅炉优势企业布局高精尖

余热锅炉行业为国民经济相关行业提供节能装备，是各行业实现节能减排目标的源头和保障。我国工业企业能源消耗量大，高耗能高污染行业增长过快，节能减排工作面临的形势严峻，可回收的余热资源较为丰富，尤其在电力、钢铁、有色金属、焦化、建材、煤炭、轻工等行业中余热资源利用的提升空间非常大。余热锅炉生产企业，尤其是具备独立研发、设计和生产能力的骨干企业，在余热锅炉产品的细分领域各具竞争优势。

图 9：余热锅炉下游行业示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

国家出台的相关政策将高效节能技术和装备、高效节能产品、节能服务产业、先进环保技术和装备、环保产品和环保服务六大领域列为重点支持对象，在财政、税收和金融等方面提供政策支持，并且为节能减排制定了较多约束性指标。这为余热发电行业带来更大的发展机遇和空间，促使余热锅炉制造企业及时调整产品结构，开发出技术更先进、参数更高、容量更大、能适应新的市场需求的余热锅炉产品。

根据杭州余热锅炉研究所统计，2014 年各企业生产余热锅炉 608 台，合计 30012 吨（蒸汽），实现产值 43.5 亿元，前五大企业产量占比 87%、产值占比 93%，产业集中度较高。我们预计未来三年每年市场空间在 40 到 50 亿元之间。

表 1. 2014 年主要余热锅炉企业业绩统计表

企业名称	余热锅炉产量（吨）	产值（万元）
杭州锅炉集团股份有限公司	11758	172788
苏州海陆重工股份有限公司	3736	94923
江苏东九重工股份有限公司	7750	69000
无锡华光锅炉股份有限公司	1838	39751
江联重工股份有限公司	1077	30805

资料来源：《行业展望》、民生证券研究院

公司是国内研发、制造特种余热锅炉的骨干企业，产品种类居全国第一，工业余热锅炉国内市场占有率一直保持前列。公司在干熄焦余热锅炉、有色冶金余热锅炉、氧气转炉余热锅炉等产品中市场占有率较高。产品干熄焦余热锅炉获国家科技进步二等奖、国家冶金科学技术一等奖、国家重点新产品，并被列入为国家 863 计划、获江苏省科技成果转化专项资金扶持。在转炉余热锅炉和有色冶炼余热锅炉等领域，公司也始终保持市场领导地位。

表 2. 2014 年各类余热锅炉产量表

余热锅炉类别	相应蒸汽产量(吨)	主要生产厂家	
高炉煤气余热锅炉	5906	杭州锅炉集团股份有限公司 唐山信德锅炉集团有限公司	江联重工股份有限公司
燃气轮机余热锅炉	4833	杭州锅炉集团股份有限公司	无锡华光锅炉股份有限公司
水泥窑余热锅炉	3498	杭州锅炉集团股份有限公司 鞍山锅炉厂有限公司	江苏东九重工股份有限公司
烧结机余热锅炉	3138	江苏东九重工股份有限公司 唐山信德锅炉集团有限公司	杭州锅炉集团股份有限公司
干熄焦余热锅炉	2666	苏州海陆重工股份有限公司 唐山信德锅炉集团有限公司	杭州锅炉集团股份有限公司
生物质锅炉	1979	济南锅炉集团有限公司 苏州海陆重工股份有限公司 唐山信德锅炉集团有限公司	江联重工股份有限公司 无锡华光锅炉股份有限公司 山东华源锅炉有限公司
垃圾焚烧余热锅炉	1779	江联重工股份有限公司 杭州锅炉集团股份有限公司 济南锅炉集团有限公司 鞍山锅炉厂有限公司	无锡华光锅炉股份有限公司 唐山信德锅炉集团有限公司 山东华源锅炉有限公司
硫酸余热锅炉	1162	江苏东九重工股份有限公司 山东华源锅炉有限公司	苏州海陆重工股份有限公司 杭州锅炉集团股份有限公司
焦炉煤气余热锅炉	1020	杭州锅炉集团股份有限公司	唐山信德锅炉集团有限公司
有色冶金余热锅炉	716	苏州海陆重工股份有限公司	
小化肥造气余热锅炉	585	江苏东九重工股份有限公司	
氧气转炉余热锅炉	581	苏州海陆重工股份有限公司	
玻璃窑余热锅炉	434	杭州锅炉集团股份有限公司 苏州海陆重工股份有限公司	江苏东九重工股份有限公司 山东华源锅炉有限公司
低热值尾气余热锅炉	278	杭州锅炉集团股份有限公司 鞍山锅炉厂有限公司	苏州海陆重工股份有限公司
加热炉余热锅炉	262	江苏东九重工股份有限公司	苏州海陆重工股份有限公司
炼油催化装置余热锅炉	12	鞍山锅炉厂有限公司	
其他余热锅炉	1163	江苏东九重工股份有限公司 山东华源锅炉有限公司 唐山信德锅炉集团有限公司	杭州锅炉集团股份有限公司 苏州海陆重工股份有限公司 鞍山锅炉厂有限公司
合计	30012		

资料来源：《行业展望》、民生证券研究院

在余热利用行业的发展趋势下，公司有望充分发挥现有的技术、规模、市场地位等优势，凭借在余热锅炉领域的技术和规模领先的竞争优势，进一步加强细分领域的技术革新，重点布局高、尖、精产品，拓宽上下游，开发新产品，实现盈利能力的稳步增长。

综合考虑行业发展情况和公司的行业优势，我们预计公司余热锅炉业务有望保持 5% 左右的增长，毛利率保持稳定在 22% 左右。

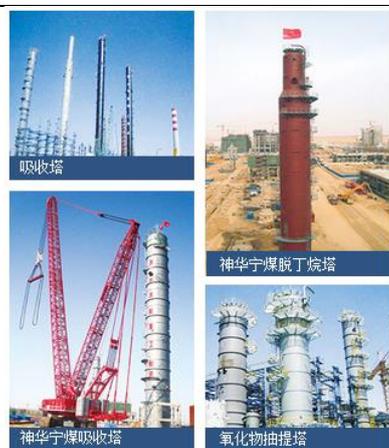
2、压力容器优化产品结构

压力容器是指盛装气体或者液体，承载一定压力的密闭设备。压力容器按在生产工艺过程中的作用原理，分为反应压力容器、换热压力容器、分离压力容器、储存压力容器。

压力容器尤其是大型及特种材质压力容器是现代化工装置的核心设备，是国家鼓励自主生产的核心设备，需求主要受石油化工、化肥行业及煤化工行业的发展影响，产品结构主要向大型化、高效化、国产化发展。

公司近年来在制造领域积累了丰富的经验。2012年开始，公司再融资项目大型及特种材质压力容器生产线技术改造项目竣工投产，产能逐步释放，核心竞争力增强，为宁煤二期、山西潞安等新型煤化工超限设备配套制造。

图 10：宁煤项目吸收塔、分离塔等产品现场图



资料来源：公司官网、民生证券研究院

近年来，国家行业政策紧缩，市场竞争加剧，导致产品的毛利率出现下滑，同时新增订单减少，面对这一趋势，公司加强部分技术工人资质培训，进一步优化产品结构、强化生产管理。

图 11：2011 年以来公司压力容器业务毛利率情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

考虑到下游的景气性降低，预计未来压力容器业务将呈现小幅下滑的趋势。公司有望采取优化产品结构、转换产能、加强管理等措施应对市场竞争，毛利率有望保持在 10% 左右。

三、核电建设加速，核电业务有望快速增长

1、核电十三五期间有望建设加速

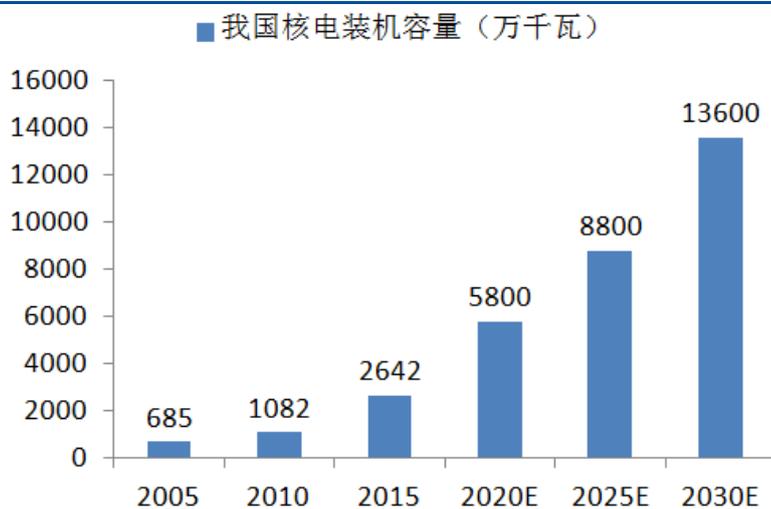
1). 十三五期间核电市场规模有望达 3600 亿元

核电是一种清洁、高效、优质的现代能源，是重要的非化石能源，是能源结构调整的重要途径。截至 2015 年底我国投入商业运行的核电机组共 28 台，总装机容量达到 2642 万千瓦，约占全国电力总装机容量的 1.75%。2015 年全国核电累计发电量为 1689.9 亿千瓦时，约占全国累计发电量的 3.01%。

根据世界核能协会数据，截至 2013 年，全球共有 14 个国家和地区的核电占发电量的比重超过 20%，其中法国的核电比重高达 76.9%，美国和俄罗斯的核电占比也接近 20%，有核国家核电发电量平均水平为 14%，相比之下我国有较大发展空间。

根据《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，到 2020 年，核电装机容量达到 5800 万千瓦，在建容量达到 3000 万千瓦以上。综合我国核电选址资源和电能需求情况，预计 2025 年我国核电装机规模有望达到 8800 万千瓦，2030 年累计装机规模有望达到 13600 万千瓦，装机占比提升至 5.7%，发电量达到约 10000 亿千瓦时，占比达到 11.8%。

图 12：我国核电装机容量预测情况



资料来源：《中国能源展望 2030》、民生证券研究院

随着我国核电项目正式重启，2015 年迎来核电项目的密集批复期，核电装备产业也将进入快速发展阶段。目前我国在建机组 26 台，装机容量约 2880 万千瓦，另外山东荣成 CAP1400 示范工程、浙江三门 3、4 号机组、山东海阳 3、4 号机组、辽宁徐大堡 1、2 号机组和广东陆丰 1、2 号机组有望 2016 年下半年核准开工，核电设备招投标陆续进行，设备企业订单有望增厚，工程核准也有望成为核电行业的催化。根据 2020 年的规划目标，预计十三五期间将有约 3000 万千瓦的核电机组开工建设，按照每千瓦 1.2 万元的投资估算，十三五期间核电投资约为 3600 亿元，平均每年约 720 亿元。

技术路线上看, 将以国产机型为主, 中核、中广核主要采用华龙一号, 而国家核电主推 CAP1400。

表 3. 我国核电在建工程统计

核电厂	机组	技术路线	装机容量 (WM)
辽宁红沿河	4	CPR1000	1118
	5-6	ACPR1000	2*1080
山东海阳	1-2	AP1000	2*1250
山东石岛湾	高温气冷堆示范工程	高温气冷堆	200
江苏田湾	3-4	VVER1000	2*1126
	5-6	M310 改进型	2*1118
浙江三门	1-2	AP1000	2*1250
福建宁德	4	CPR1000	1080
福建福清	3-4	CPR1000	2*1080
	5-6	华龙一号	2*1180
广东阳江	4	CPR1000+	3*1080
	5-6	ACPR1000	
广东台山	1-2	EPR	2*1750
广西防城港	2	CPR1000	1080
	3-4	华龙一号	2*1180
合计	26		28808

资料来源: 中国产业信息网、民生证券研究院

表 4. 2016 年有望核准的核电机组

核电厂	机组	技术路线	装机容量 (WM)
山东海阳	3-4	AP1000	2*1250
山东荣成	1-2	CAP1400	2*1400
浙江三门	3-4	AP1000	2*1250
辽宁徐大堡	1-2	AP1000	2*1250
广东陆丰	1-2	AP1000	2*1250

资料来源: 国家核电官网, 国家电投集团官网, 中核辽宁核电有限公司官网, 全国招标信息网、民生证券研究院

2). 核心设备赢市场机遇

核电设备投资约占核电总投资的 50%, 核电设备制造商是核电站建设期最为受益的参与方。建造核电站的设备主要分为三类: 核岛设备、常规岛设备、辅助设备。核岛设备是承担热核反应的主要部分, 技术含量最高, 对安全设计的要求也最高; 常规岛设备在技术上不区分第二代和第三代; 辅助设备的工程规模比较小。这三种设备在核电站的设备造价中所占到的比例约为 5: 3: 2, 按照十三五期间 3600 亿的核电总投资估算, 三类核电设备投资分别为 900 亿、540 亿和 360 亿。

图 13: 核电设备示意图



资料来源: 中国核电信息网、民生证券研究院

核岛设备投资金额较高,是影响国产化率的主要因素,也代表着国家装备制造能力水平。我国具有自主知识产权的机型“华龙一号”和 CAP1400 国产化率以超过 85%,核岛主设备制造企业有望受益国家核电建设与核电出海。

公司在核电领域的主要产品为堆内构件,堆内构件是反应堆压力容器内支承堆芯的结构部件,约占核岛设备成本的 6%,有望受益于十三五期间核电建设投资。

2、公司核电业务进入快速增长时期

1). 公司核电产品具有核心竞争力

公司自 1998 年从制造清华大学 10MW 高温气冷堆堆芯筒体进入核电制造行业,取得核承压设备制造资格以来,先后与上海一机床厂、中广核、中核电发展了战略合作关系。公司为上海第一机床厂加工的堆内构件吊篮筒体,是制造核反应堆的心脏设备,该产品的成功研发与生产,替代了一直依赖国外进口的状态,填补了国内空白,达到了国际先进水平,国内生产的吊篮筒体均为公司制造。公司是上海电气核电集团“华龙一号”首堆项目福清 5、6 号机组的堆内构件核电吊篮筒体及有关设备的供应商。

图 14: 堆内构件吊篮筒体图

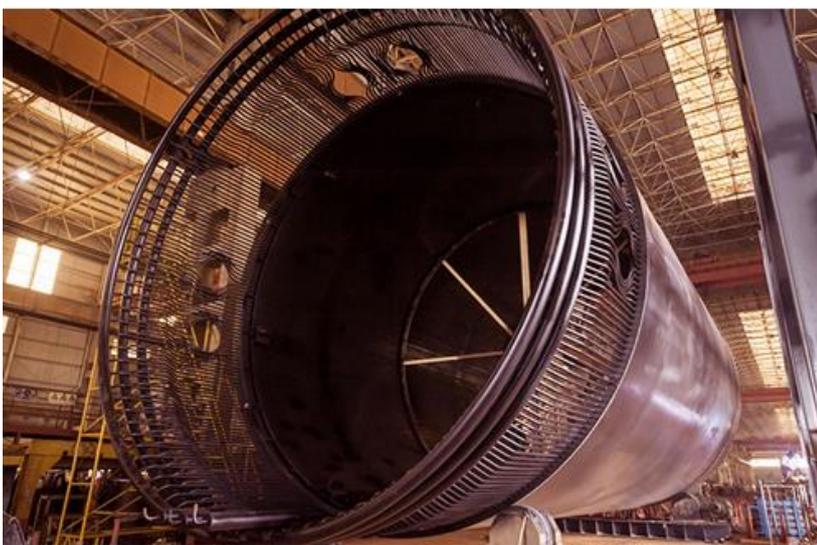


资料来源: 公司官网、民生证券研究院

公司 2009 年非公开发行股份募集资金建设的核承压设备制造技术改造项目业已全面竣工投产，随着 2015 年国内核电建设重启，公司的核电业务板块也将随之迎来一个快速发展的机遇期。

2015 年开始公司自主承接的核电产品订单逐渐增多，已经远超过原来的单一加工制造订单，逐步完成核电的战略转型规划，目前国内的核电站均有业绩，核心竞争力强，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吊篮筒体、安注箱、堆内构件吊具等重要订单。

图 15：高温气冷堆示范工程余热排出系统水冷壁图



资料来源：公司官网、民生证券研究院

2016 年 1 月，由公司承制的华能石岛湾核电站高温气冷堆示范工程余热排出系统水冷壁顺利通过业主和设计院验收。余热排出系统水冷壁主要用于吸收反应堆压力容器表面释放的热量，并通过水冷壁内的冷却水将热量带出反应堆舱室，保证反应堆压力容器与混凝土舱室温度不超过规定限值。整个水冷壁包括水冷膜式壁、外支撑圈、隔热板、冷却水管、联箱、出入口主管、锥形支撑底座等，其安装方式为环绕反应堆压力容器垂直放置。截至 2016 年 5 月，该工程已完成反应堆压力容器和金属堆内构件吊装。

2). 核电业务有望随行业实现高增长，毛利率稳定

近年来，受国内核电建设进程影响，公司核电业务营收情况有所波动，但考虑到 2015 年核电重启后已批复工程陆续进入招标建设期，同时，核电还是我国“走出去”战略中出海的排头兵项目之一，公司将积极配合国家战略，开拓海外核电市场，未来核电业务将成增长趋势，而且 2015 年业绩基数较低，预计未来三年有望实现高速增长。

2011 年至 2014 年公司核电业务毛利率呈下降趋势，但 2015 年实现反弹，考虑到公司在细分领域的研发优势和生产能力，预计公司未来三年毛利率将保持平稳向上的趋势。

图 16: 2011 年-2015 年核电产品营收情况

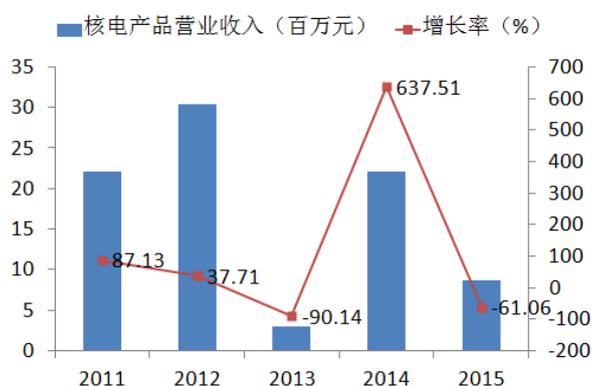
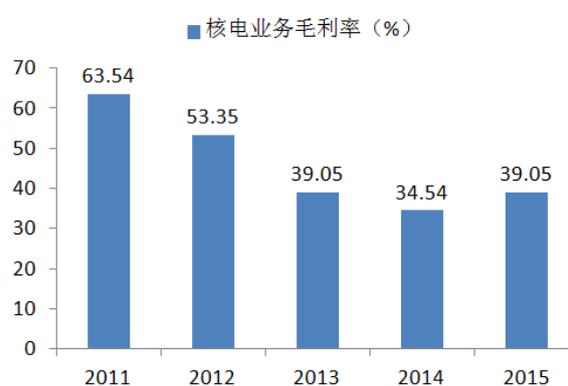


图 17: 2011 年-2015 年核电产品毛利率情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

资料来源：公司公告、民生证券研究院

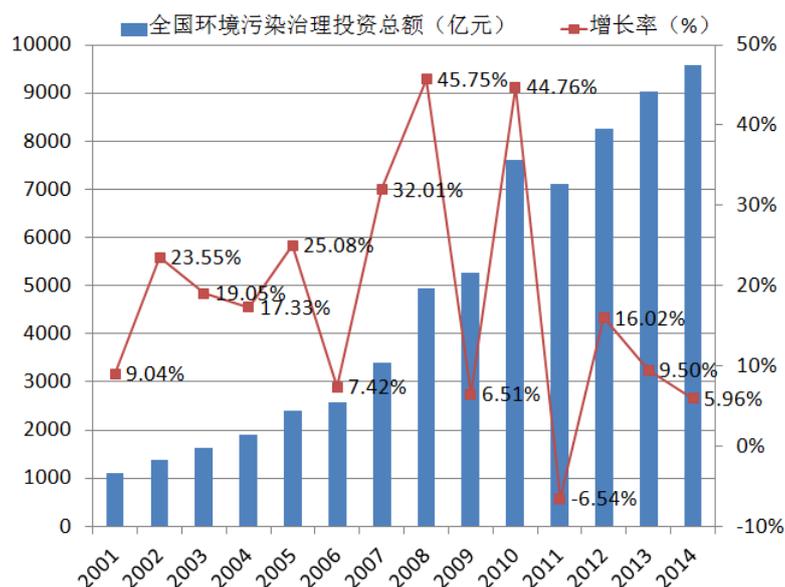
公司近年来正由单一加工制造商向自主承揽业务的模式转变，在国内核电机组大规模建设期和核电出海的突破期，我们预计未来 3 年公司核电业务有望保持 50% 左右的增长速度，产品毛利率将保持在 35% 以上。

四、收购拉斯卡、格锐环境，转型环保工程总承包商

1、十三五期间环保行业有望保持增长

近年来，我国环保行业保持增长趋势，2001 年至 2014 年全国环境污染治理投资总额增长 7.65 倍，年均复合增长率为 18.06%，全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重由 1.01% 提高到 1.51%。

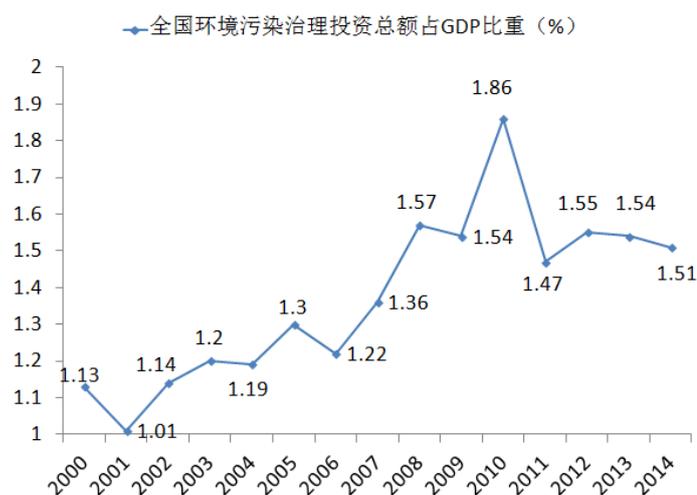
图 18: 2000 年-2014 年全国环境污染治理投资总额



资料来源：国家统计局、民生证券研究院

虽然环保投资逐渐增长，但我国的环保治理投资占 GDP 比重依然不高，公开研究结果表明，当一个国家的环保投资占其同期 GDP 的 1%~2% 时，能大体上控制环境污染的发展；如要使环境质量发生明显的好转，则花费在环保上的投资需占其同期 GDP 的 3%~5%。从世界各国的现状来看，发达国家环保投资占 GDP 比例大都在 2%~3%。我们认为，随着国民环保意识的增强和政府对于污染治理投入增加，到 2020 年，全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重有望达到 2%。

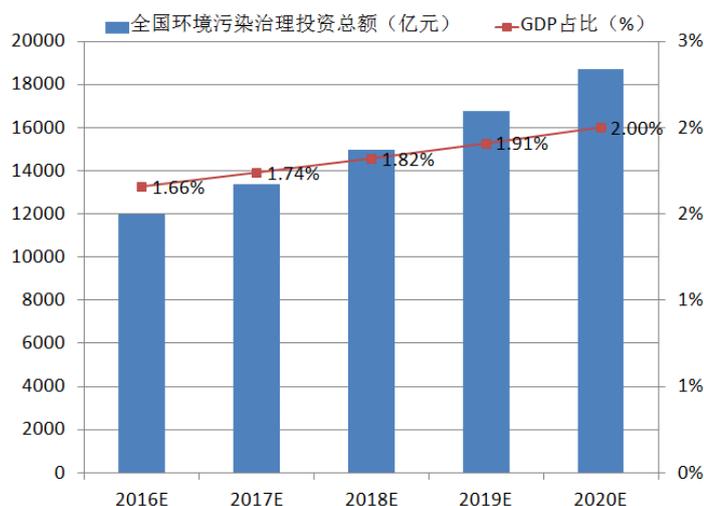
图 19：2000 年-2014 年全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重 (%)



资料来源：国家统计局、民生证券研究院

按照十三五期间我国 GDP 每年 6.7% 的速度增长，2020 年全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重达到 2% 保守估算，十三五期间我国环保投资年均复合增长率在 12% 左右，投资总额在 7.6 万亿左右。

图 20：十三五期间全国环境污染治理投资总额估算



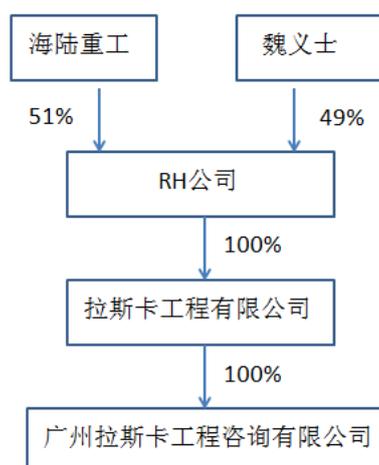
资料来源：民生证券研究院整理

2、通过并购战略转型节能环保产业

1). 收购 RH 公司，进入环保工程领域

公司于 2013 年 6 月 13 日与魏义士(Felix Wyss)正式签署《股权收购协议》，以 400 万瑞士法郎的价格向魏义士(Felix Wyss)购买其持有的瑞士 Raschka 投资有限公司(以下简称“RH 公司”) 51%的股权。

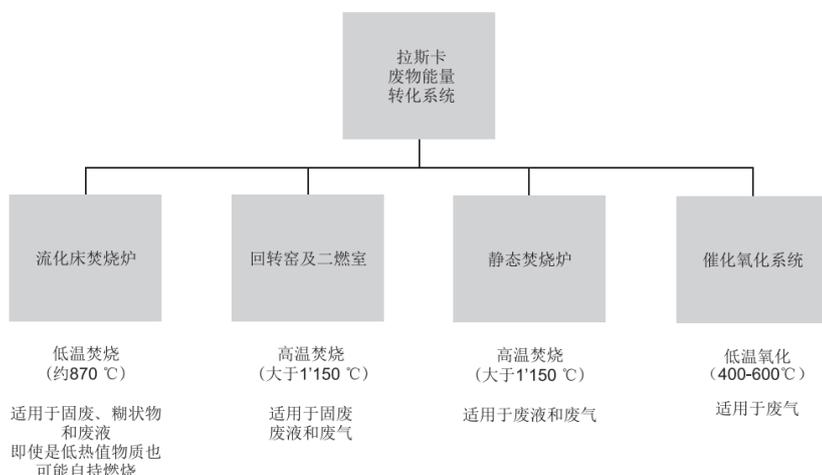
图 21: RH 公司股权结构示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

RH 公司及其子公司具有流化床焚烧炉领域的专有技术和市场资源，可在国内外专业化开展集中于废液、废气、污泥和固体废料的焚烧处理方面的环保节能工程建设。在欧洲、亚洲，拥有超过 100 个成功案例。包括流化床焚烧炉、静态焚烧炉、催化氧化系统等在内的废物能量转化系统是公司的核心产品。

图 22: 拉斯卡废物能力转换系统示意图



资料来源：公司官网、民生证券研究院

图 23: RH 公司部分项目实例图



龙沙集团废液废气焚烧炉



赤峰市市政污泥焚烧炉



梅花集团脱水污泥及废液焚烧系统



活性医药成分工厂



新疆梅花废液污泥焚烧炉



台湾台塑工业污泥流化床焚烧系统

资料来源: 公司官网、民生证券研究院

表 5. 广州拉斯卡工程咨询有限公司部分项目统计表

建设单位	项目内容	合同金额(万元)	计划完工时间
东北制药集团股份有限公司	异地改造建设项目污染治理工程-焚烧车间	4308.3	2016.08.31
江苏长青农化股份有限公司	危险废弃物焚烧工程项目设备供货、工程服务	7500	2016.03
上海化学工业区升达废料处理有限公司	升达第三条生产线项目(焚烧装置)工程项目	10608.4	2016.12.08

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

RH 公司 2015 年实现净利润 1067.57 万元, 超过业绩承诺的 600 万元近 78%, 2016 年至 2018 年的业绩承诺分别为 700 万元、800 万元和 900 万元, 随着公司在环保领域的布局深入及国内环保投资加强, 预计未来三年内拉斯卡公司净利润有望保持大幅度高于业绩承诺的趋势。

2). 并购格锐环境，布局污水、固废处理，积极转型环保总承包商

2015 年公司收购张家港市格锐环境工程有限公司 100% 的股份，加码环保领域布局。格锐环境的主营业务是提供基于固废、废水等污染物的处理及回收利用的环境综合治理服务，包括固废处理、废水处理、区域集中供热及环保工程建设等，为客户提供包括方案设计、设备集成、工程施工、设备调试以及后续运营服务于一体的整体化服务。通过并购，公司可以在既有的国内领先的余热锅炉环保设备制造基础上，转型环保总承包业务，提高公司的核心竞争力，增强客户黏性。

格锐环境主要有 BOO 和 EPC 两种经营模式，其中 BOO 模式为根据地方政府的批准，投资建设和运营污水处理厂，并拥有污水处理厂的产权，主要有水务运营、固废处置、集中供热业务，环保工程及设备业务主要采用 EPC 模式。

图 24：格锐环境经营模式示意图

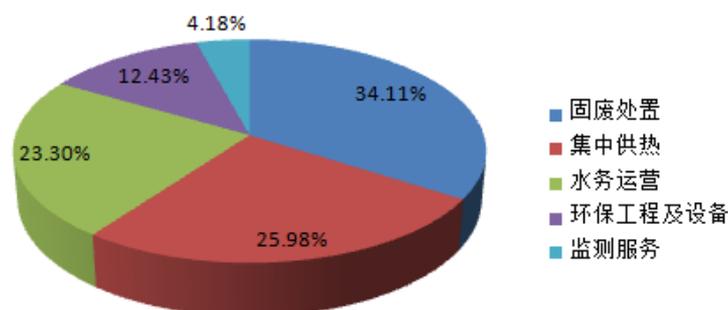


资料来源：公司公告、民生证券研究院

固废处置、集中供热和水务运营三项业务收入占比较高，2014 年分别为 34.11%、25.98% 和 23.30%。

图 25：2014 年格锐环境各项业务营业收入占比情况

2014 年格锐环境各项业务营业收入占比情况(%)



资料来源：公司公告、民生证券研究院

固废处理及综合利用方面，格锐环境是江苏省内最早从事危险废弃物的专业处置公司之一，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。

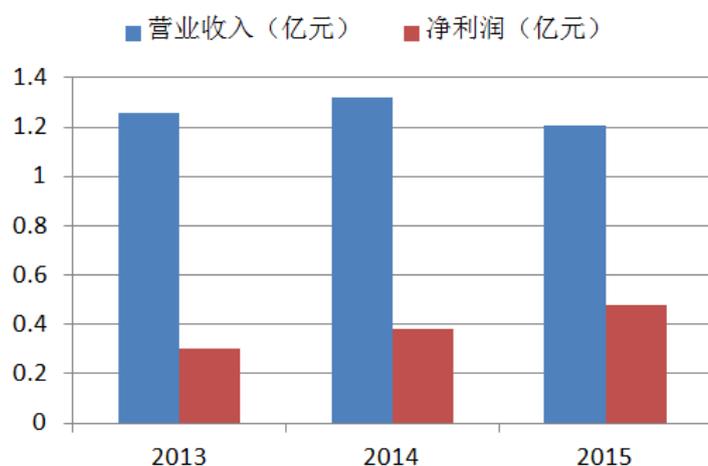
区域集中供热业务主要由子公司合力能源经营，采用高效、节能环保、燃料适应性广的大吨位流化床锅炉为张家港临江绿色产业园配套集中供热，一期热电锅炉于 2007 年建成投入使用，二期热电锅炉于 2013 年建成投入使用。已有区域集中供热项目可提供较为稳定的收入，近年来国家积极推广热电联产、大吨位锅炉等集中供热方式取代分散的小锅炉供热方式，公司项目建设运营经验丰富，具备异地扩张的可能。

水务运营方面，格锐环境掌握了污水处理的多种工艺和技术，可以根据客户的不同需求研发、设计、施工适应不同工况的污水处理设施。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。下属子公司清泉水处理为张家港西张工业园配套污水处理厂，已具备 15000T/天处理量的污水处理能力；下属子公司清源水处理为张家港临江绿色产业园配套污水处理厂，已具备 10000T/天处理量的污水处理能力。

公司前五大客户为张家港浦项不锈钢有限公司、江苏七洲绿色化工股份有限公司、江苏双盈纺织科技有限公司、苈昌兴业（张家港）织染有限公司和丹尼斯克（张家港）亲水胶体有限公司。2013 年、2014 年前五大客户总销售额分别占营业收入的 46.48% 和 45.38%，前五大客户的经营情况对公司业绩影响较大。

格锐环境的业绩承诺为 2015 年度至 2017 年度归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 4,600 万元、5,600 万元及 6,400 万元。近三年公司营业收入保持在 1.2 亿以上，净利润逐年增长，2015 年完成业绩承诺，综合考虑环保行业增长及格锐环境与公司原有业务的协同作用，未来两年大概率能够实现业绩承诺，看好公司在环保领域成长空间。

图 26：2013 年-2015 年格锐环境营业收入及净利润情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

五、盈利预测

预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.20、0.24 和 0.30 元，对应 PE 分别为 40X、33X 和 26X，看好公司在核电及环保领域成长空间，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

主要逻辑：

1) 根据 2020 年的规划目标，预计十三五期间将有约 3000 万千瓦的核电机组开工建设，按照每千瓦 1.2 万元的投资估算，十三五期间核电投资约为 3600 亿元，平均每年约 720 亿元。核电设备投资约占核电总投资的 50%，核电设备制造商有望受益。

2) 公司为堆内构件核电吊篮筒体等核电设备制造商，近年来正由单一加工制造商向自主承揽业务的模式转变，在国内核电机组大规模建设期和核电出海的突破期，我们预计未来 3 年公司核电业务有望保持 50% 左右的增长速度，产品毛利率将保持在 35% 以上。

3) 按照十三五期间我国 GDP 每年 6.7% 的速度增长，2020 年全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重达到 2% 保守估算，十三五期间我国环保投资年均复合增长率在 12% 左右，投资总额在 7.6 万亿左右。

4) 公司收购 RH 及格锐环境，拟在既有国内领先的余热锅炉环保设备制造基础上转型环保总承包商。布局环保领域，有望提升成长空间与核心竞争力。

六、风险提示

1) 核电机组建设进度不达预期；2) 环境污染治理投资不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	1,499	1,584	1,681	1,815
减：营业成本	1,211	1,258	1,312	1,388
营业税金及附加	9	9	10	11
销售费用	21	23	24	25
管理费用	133	141	150	161
财务费用	5	(5)	(8)	(12)
资产减值损失	26	20	20	20
加：投资收益	4	2	2	2
二、营业利润	98	141	177	225
加：营业外收支净额	22	14	14	14
三、利润总额	120	155	191	239
减：所得税费用	16	23	28	36
四、净利润	105	132	163	204
归属于母公司的利润	85	122	150	188
五、基本每股收益 (元)	0.14	0.20	0.24	0.30

主要财务指标

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	25.81	23.36	19.05	15.80

成长能力：

营业收入同比	6.74%	5.71%	6.08%	8.00%
营业利润同比	40.9%	44.8%	26.1%	27.7%
净利润同比	59.3%	26.0%	23.3%	25.3%

营运能力：

应收账款周转率	1.67	1.49	1.65	1.48
存货周转率	1.83	1.18	1.78	1.18
总资产周转率	0.41	0.37	0.42	0.38

盈利能力与收益质量：

毛利率	19.2%	20.6%	21.9%	23.6%
净利率	7.0%	8.3%	9.7%	11.2%
总资产净利率 ROA	3.4%	3.4%	4.5%	4.7%
净资产收益率 ROE	3.8%	5.2%	6.0%	7.1%

资本结构与偿债能力：

流动比率	1.83	1.71	2.11	1.89
资产负债率	35.8%	42.8%	35.3%	42.0%
长期借款/总负债	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

每股指标(最新摊薄)：

每股收益	0.14	0.20	0.24	0.30
每股经营现金流量	0.16	0.07	0.43	0.12
每股净资产	3.63	3.80	4.00	4.26

资料来源：公司公告、民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	287	379	644	714
应收票据	157	192	192	222
应收账款	743	870	827	1,006
预付账款	70	182	81	197
其他应收款	37	41	42	47
存货	662	1,067	737	1,171
其他流动资产	204	204	204	204
流动资产合计	2,160	2,934	2,727	3,561
长期股权投资	0	2	4	6
固定资产	612	549	486	424
在建工程	82	82	82	82
无形资产	164	155	145	136
其他非流动资产	643	581	581	581
非流动资产合计	1,502	1,369	1,299	1,229
资产总计	3,662	4,303	4,026	4,790
短期借款	13	0	0	0
应付票据	76	123	99	117
应付账款	528	573	560	658
预收账款	328	775	395	869
其他应付款	239	239	239	239
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1,183	1,711	1,293	1,883
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	130	130	130	130
非流动负债合计	130	130	130	130
负债合计	1,313	1,840	1,423	2,012
股本	621	621	621	621
资本公积	874	874	874	874
留存收益	760	863	991	1,150
少数股东权益	95	105	118	133
所有者权益合计	2,350	2,463	2,603	2,778
负债和股东权益合计	3,662	4,303	4,026	4,790

现金流量表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流量	100	42	266	72
投资活动现金流量	(57)	74	12	12
筹资活动现金流量	117	(25)	(13)	(15)
现金及等价物净增加	160	91	265	70

插图目录

图 1: 锅炉产品概括图	3
图 2: 压力容器产品概括图	3
图 3: 环保工程产品概括图	4
图 4: 核电产品概括图	4
图 5: 2011-2015 年公司营业收入情况	5
图 6: 2011-2015 年公司净利润情况	5
图 7: 2011-2015 年传统主业余热锅炉营收占比变化情况	5
图 8: 2015 年主营业务分布情况	5
图 9: 余热锅炉下游行业示意图	6
图 10: 宁煤项目吸收塔、分离塔等产品现场图	8
图 11: 2011 年以来公司压力容器业务毛利率情况	8
图 12: 我国核电装机容量预测情况	9
图 13: 核电设备示意图	11
图 14: 堆内构件吊篮筒体图	11
图 15: 高温气冷堆示范工程余热排出系统水冷壁图	12
图 16: 2011 年-2015 年核电产品营收情况	13
图 17: 2011 年-2015 年核电产品毛利率情况	13
图 18: 2000 年-2014 年全国环境污染治理投资总额	13
图 19: 2000 年-2014 年全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重 (%)	14
图 20: 十三五期间全国环境污染治理投资总额估算	14
图 21: RH 公司股权结构示意图	15
图 22: 拉斯卡废物能力转换系统示意图	15
图 23: RH 公司部分项目实例图	16
图 24: 格锐环境经营模式示意图	17
图 25: 2014 年格锐环境各项业务营业收入占比情况	17
图 26: 2013 年-2015 年格锐环境营业收入及净利润情况	18

表格目录

表 1. 2014 年主要余热锅炉企业业绩统计表	6
表 2. 2014 年各类余热锅炉产量表	7
表 3. 我国核电在建工程统计	10
表 4. 2016 年有望核准的核电机组	10
表 5. 广州拉斯卡工程咨询有限公司部分项目统计表	16

分析师与研究助理简介

黄彤 复旦大学金融学硕士,2011年加入民生证券,电力设备与新能源行业研究团队负责人,2012年新财富团队成员。

杨睿 华北电力大学硕士,曾就职于第一财经研究院,2015年加入民生证券,专注能源领域研究。

张文鹏 清华大学电机系硕士,两年电网公司调度运行经验,2015年加入民生证券,从事电力设备行业研究。

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或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。

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

民生证券研究院:

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: 上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层; 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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其他方式发送、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。