



三季度业绩超预期，冷氢化改造铸辉煌

2011年10月21日

强烈推荐/维持

东方电热

财报点评

——东方电热（300217）三季度报点评

林阳	分析师	执业证书编号 S1480510120003
联系人 弓永峰	010-66554025	gongyf@dxzq.net.cn

事件：

公司发布 11 年三季度报，1-9 月份营业收入和净利润分别达 5.46 亿元和 0.88 亿元，同比分别增加 26.41% 和 54.99%；销售毛利率为 31.72%，同比上升 3.42%；期间费用率同比下降 0.89%；基本每股收益 1.14 元，完全摊薄后为 0.98 元。分季度来看，三季度（7-9 月份）营业收入和净利润分别为 1.86 亿元和 2947 万元，同比上升 32.05% 和 29.45%；销售毛利率为 29.96%，同比减少 2.79%；期间费用率同比下降 0.32%。环比 2 季度为升 0.06% 个百分点。公司前三季度盈利能力增强的主要原因是公司营业收入提高，成本得到有效控制；控股子公司工业品利润提高且控股比例增加等。整体来看，在光伏产业注产业链整体下滑和多晶硅价格不断下降的情况下，公司前三季度经营业绩超市场预期。

近期随着国际多晶硅厂商下调多晶硅价格带来国内热氢化企业成本压力，具有突破 30 美元成本红线第二代冷氢化技术将会加速在国内推广，造就多晶硅冷氢化电加热器市场的空前繁荣。公司未来看点主要有：1) 冷氢化电加热器持续放量增长；2) 天然气电加热器进口替代；3) 水用电加热器放量从而维持民用电加热器的稳定增长。预计公司 11-12 年 EPS 为 1.40 元和 1.96 元，对应 PE 为 22.6 倍和 16 倍，给予“强烈推荐”评级。**建议在光伏行业成本压力剧增时期，关注此类能有效降低主产业链成本、具有新一代技术的企业所存在的潜在业绩增长和价值投资机会，其在未来行业企稳之后将率先获得额外收益。**

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10.1-9	10Q4	10A	11Q1	11Q2	11Q3	11.1-9
营业收入（百万元）	150.29	140.63	141.15	432.06	160.21	592.27	168.90	190.90	186.38	546.17
增长率（%）	/	/	/	/	/	55.96	12.38	35.74	32.05	26.41
毛利率（%）	26.91	25.45	32.75	28.34	30.15	28.83	32.70	32.58	29.96	31.72
期间费用率（%）	11.02	9.72%	9.62%	10.14	12.52	10.78	9.22%	9.24%	9.30%	9.25%
营业利润率（%）	15.57	16.30	22.67	18.13	17.03	14.90	22.94	22.31	20.18	21.78
净利润（百万元）	16.43	17.64	22.76	56.84	20.33	77.17	28.74	29.88	29.47	88.09
增长率（%）	/	/	/	/	/	63.28	74.99	69.34	29.45	54.99
每股盈利（季度，元）	/	/	/	/	0.304	1.15	0.430	0.332	0.328	0.980
资产负债率（%）	/	/	/	/	52.60	52.60	51.95	28.96	25.56	25.56
净资产收益率（%）	/	/	/	/	7.76%	33.48	9.72%	3.91%	3.36%	10.57
总资产收益率（%）	/	/	/	/	3.68%	18.64	4.67%	2.78%	2.50%	7.87%

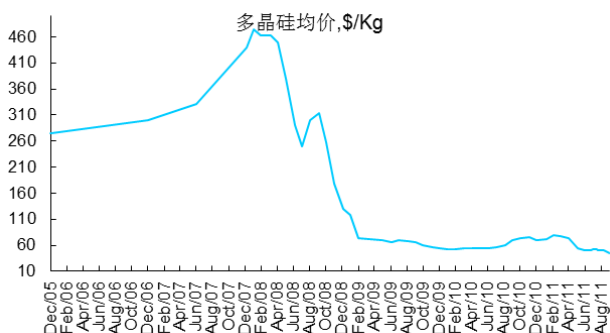
评论：

积极因素：

1. 多晶硅成本压力推动第二代冷氢化技术迅速普及。

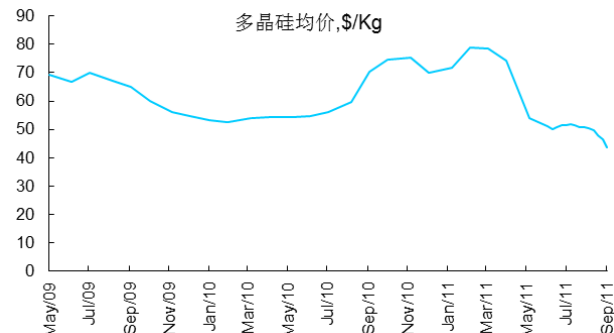
据彭博数据库显示，多晶硅现货中间价格目前已经下降到43美元/Kg，预计12年多晶硅价格会逐步下降到35美元/Kg左右，逐步逼近并低于目前采用第一代热氢化技术生产多晶硅的成本范围35-50美元/Kg。事实上，目前10年以前兴建的众多国内多晶硅中小企业生产成本普遍在40-50美元/Kg，成本压力凸显。第二代冷氢化技术是多晶硅提纯发展的趋势和主流技术，由于其初期投资低于传统第一代热氢化技术10%以上且多晶硅成本下降10美元/Kg以上，具有典型的后发优势，吸引众多投资者进入。另一方面，随着晶硅价格的不断下降，传统热氢化工艺的高成本严重降低了晶硅企业的盈利能力，推动了冷氢化技术的迅速普及。电加热器作为冷氢化技术中不可或缺的“金勺子”，今后三年需求将持续增长。据行业资料显示，

图 1：近 5 年多晶硅价格走势，\$/Kg



资料来源：Wind、彭博等数据库，东兴证券整理

图 2：近 2 年多晶硅价格走势，\$/Kg



资料来源：Wind、彭博等数据库，东兴证券整理

国内未来2-3年内有近30万吨的冷氢化多晶硅产能建设规划，涉及建设投资超900亿元，冷氢法系统集成及装备需求空间巨大，预计冷氢化电加热器新增市场容量达到15亿元，根据产能利用率情况，后续每年还将带来至少2.5亿多元左右的电加热器耗材市场。

2. 恶劣工况导致冷氢化电加热器高技术壁垒，先进技术与工艺成就成本优势。

多晶硅冷氢化电加热器和传统工业用电加热器比较，使用环节恶劣，设备损耗大，具有很高的技术壁垒，有效阻碍后进入者，主要技术特点如下：

- 1) 工作温度高，接近材料极限温度。传统工业电加热器工作温度为300-350度，多晶硅冷氢化电加热器工作温度达到550-600度，表面温度高达750度，几乎达到材料的极限工作温度，容易造成加热器损坏，对电加热器工艺和材料要求苛刻；
- 2) 工作气氛恶劣。盐酸、硅粉等包覆电加热管，腐蚀损耗非常大，采用一般厂商的传统工业电加热器，1-2个月就被腐蚀透而毁坏失效，造成多晶硅企业被迫频繁停产检修，降低企业生产效率，增加企业生产成本。
- 3) 电加热芯内外温差的精确控制带来技术挑战。如何有效降低内外壁加热温差，提高电加热芯性能，也是此类电加热器设计的难点；

4) 根据客户需要提供定制化产品考验公司设计集成能力。整个电加热系统包括加热芯，耐腐蚀压力容器和控制系统三部分，需要根据客户使用情况量身定制；并且经过系统优化设计之后，才能发挥最佳的耐腐蚀能力和最好的节能加热效果。长期以来，国内没有企业能够提供合格产品，市场一直被centro.等公司垄断，国内个别企业曾经尝试进入，但其产品在恶劣工况下仅能使用1-2个月就被腐蚀失效、报废，未能进入该领域。公司子公司成立以后，在07年底进入该多晶硅电加热领域，通过艰苦卓绝的技术攻关，最终在电加热管领域实现了技术突破，并且采用新型不锈钢替代与国外低成本600H型不锈钢，同时通过对氧化镁绝缘材料以及新型不锈光表面的特殊处理工艺，达到价格只有国外30-50%的情况下，使用寿命是国外厂商的2倍，达到12个月。目前公司已经累计为协鑫提供超过1.5亿元多晶硅电加热产品和电加热芯更换服务；此外，洛阳中硅1万吨扩产项目和后续5万吨项目，预计也会持续采用公司产品；其它后进入者，诸如万年硅业、神州硅业、北京利尔等15家企业在保利协鑫、洛阳中硅等前辈的示范效应下，预计也将会采购公司产品。保守估计，公司11-13年冷氢化电加热系统和电加热芯销售规模为1.4亿，2.6亿元和3.5亿元，按照56-51%的毛利率计算，其利润大约为4600万元，7100万元和9200万元，增厚EPS约为0.46元，0.79元和1.01元，占利润比例为33%，40%和41%。

3. 冷氢化电加热芯更换将持续支持公司业绩。

冷氢化电加热芯耗材将“持久”支撑电加热市场。对于已使用冷氢化电加热器生产多晶硅的企业，其电加热芯每6-12个月需要更换一次，占其电加热单元的40-60%的成本，约合250万元/年.千吨；根据我国光伏出货量在全球所占的比重，10-12年我国光伏组件出货量大约在7.5GW，11.7GW和14.2GW，并且结合近年多晶硅需求和组件出货量关系，10-12年对应多晶硅表观需求量大约为7.5万吨，11.7万吨和14万吨；根据我国新增冷氢化项目进展情况以及热氢化技改进展，预计10-12年国内多晶硅产量大约为3.2万吨，5.8万吨和9.5万吨；其中10-12年采用二代冷氢化工艺的国内多晶硅产量为2万吨，4.6万吨和9.5万吨左右；对应11-13年需要更换的电加热芯规模约为0.5亿元，1.15亿元和2.4亿元左右，持续支撑公司电加热芯产品放量。

4. 电加热龙头尽享空调行业高速增长。

公司民用电加热产品主要集中在空调用电加热器领域，长期以来是空调辅助电加热该领域的龙头。在家电领域，空调在我国属于普及率相对较低的产品，特别是在广大三四线城市和农村地区，而且城镇化较高的地区，存在一户多机的消费模式；近年来随着国内生活水平的提高以及政策惠农补贴的刺激，空调行业需求增长迅速，而高效空调对其辅助电加热器需求旺盛。据产业内相关数据显示，近两年其对电加热市场年均需求增长达到30-40%左右。据了解，目前空调行业集中度高，格力，美的和海尔三家占据了空调市场超过60%的份额，其产能产量释放迅速。据不完全统计，三大空调企业扩张迅猛：

1) 格力扩产计划：总部商用空调技改扩产项目、武汉商用空调建设项目、郑州家用空调建设项目、年产600万台新型节能环保家用空调压缩机项目及节能环保制冷设备工程技术研究中心技术改造建设项目以上项目预计将在两年内完成建设并投产。

2) 美的扩产计划：继荆州、邯郸工业园之后，美的近期又在广州南沙基地扩产500万台空调+500万台冰箱；以上项目预计将在一年内完成建设并投产。

随着公司家用电加热器项目的实施，公司产能提升迅速。我们保守推测，折合成均套空调电加热器产品，则公司空调用电加热器11-13年出货量大约为1500万套，1900万套和2500万套，销售收入约5亿元，6.1亿元和7.6亿元，净利润约8300万，1亿元和1.3万元，增厚EPS约为0.93元，1.17元和1.48元。

消极因素：

1. 民用电加热器产品毛利率波动风险未来得到有效控制。

从公司三季度财务报表看，公司民用产品空调电加热器产品毛利率波动较大。我们预计随着今后公司PTC项目顺利放量以及水电加热器项目的实施，将会有效提升民用电加热器毛利率，维持民用电加热器销售收入和利润的稳定增长。

业务展望：

1. 积极开拓天然电加热器高端市场，积极推进核心天然气电加热器的进口替代。

公司不仅在多晶硅领域拥有强劲的电加热项目经验和优秀的产品技术，而且公司工业电加热公司自成立之时就积极介入石化领域，提供天然气管道加热，井口加热设备。国内天然气电加热器主要用在天然气主管道和支线管道降压端，由于产品对安全和品质要求极高，以前国内管道电加热器，特别是核心设备，几乎全部使用进口产品。公司利用自己的技术优势和海外客户渠道，逐步进入该领域且积极推进进口替代。目前，公司石化领域电加热产品已经进入中石化供应网络，参与中石化项目招标；同时，公司目前已经是中石油二级网络供应商，正在积极进入中石油系统评估，未来不久将成为中石油一级网络供应商。另一方面，公司工业用电加热产品已经成为上海宝钢，中石化，湖南建仓石化等众多公司的550度氢气高温加热设备指定供应商。此类产品虽然毛利率不如多晶硅电加热产品毛利率高，但该领域未来随着国内天然气管道建设，增长空间巨大，需求保持较快增长。通过调研，我们发现公司现在由于工业电加热器产能限制，把主要产能让位于多晶硅电加热器生产，未来随着IPO项目“60套冷氢化电加热器、500套石化以及其它行业用防爆电加热器和60套防爆电加热芯”产能的建成，其石化、核电等行业用电加热器产量和销售收入将会有较大增长。

2. 积极进军水电加热领域，利用客户资源优势有效进行“进口产品”替代。

公司目前积极利用客户资源优势，加紧进入水电加热器领域。由于水电加热器高端产品在民用电加热器领域属于相对技术含量较高的产品，其高端产品主要被国外在国内的合资品牌所垄断，如杭州和合等。该领域年需求量达到30亿元左右，且市场竞争程度相对空调电加热器较低，毛利率高于传统空调电加热器约10个百分点，达到30%左右。目前公司水电加热产品已经在积极推进中，我们研判公司水电加热产品将很快批量进入市场并且利用核心客户资源，迅速抢占合资品牌市场，成为公司未来民用电加热器新的增长点，维持公司民用电加热器的稳定增长。

盈利预测

提升公司盈利预测：预计公司11-12年EPS分别为1.40元(+0.08元)和1.96元(+0.15元)，对应PE为22.6倍和16倍，维持“强烈推荐”评级。

投资建议：

近期随着国际多晶硅厂商下调多晶硅价格带来国内热氢化企业成本压力，具有突破30美元成本红线第二代冷氢化技术将会加速在国内推广，造就多晶硅冷氢化电加热器市场的空前繁荣；高端天然气核心电加热器进口替代迅速推进，未来随着公司工业电加热器产能扩张将为公司带来新的增长点；民用电加热器产品结构调整、水电加热器放量带来民用电加热器毛利率的提升带来利润提升从而保证稳健增长。预计公司11-12年EPS为

1.40元和1.96元，对应PE为22.6倍和16倍，给予“强烈推荐”评级。建议在光伏市场成本压力剧增时期，关注此类能有效降低主产业链成本的具有升级换代技术企业所存在的潜在业绩增长和价值投资机会。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	379.75	592.27	884.47	1,225.31	1,532.98
主营收入增长率	56.34%	55.96%	49.33%	38.54%	25.11%
EBITDA（百万元）	71.31	122.24	216.98	318.17	393.65
EBITDA 增长率	182.61%	71.42%	77.51%	46.63%	23.72%
净利润（百万元）	47.26	77.17	125.46	175.92	224.15
净利润增长率	414.22%	63.28%	62.59%	40.21%	27.42%
ROE	24.70%	28.62%	41.35%	38.10%	33.79%
EPS（元）	0.710	1.150	1.396	1.957	2.494
P/E	44.51	27.48	22.64	16.15	12.67
P/B	11.05	7.84	9.36	6.15	4.28
EV/EBITDA	31.33	17.66	3.95	9.28	6.94

资料来源：东兴证券。

相关研究报告：

1. 11-06-20 冷氢法电加热系统龙头，民用电加热元件领跑者 强烈推荐
2. 11-07-16 结构调整提升盈利能力，冷氢化电加热器带来持续增长 强烈推荐
3. 11-08-25 结构调整大幅提升盈利能力，冷氢化技改助推企业腾飞 强烈推荐

联系人简介

弓永峰

清华大学工学硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券，现从事新能源行业研究。

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、未来也将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。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。