

积累创新 成就电加热行业“隐形冠军”

评级: **增持-A**

上次评级:

目标价格: **45元**

期限: 6个月 上次预测:
现价(2011年08月02日): 41.68元

报告日期: **2011-08-03**

报告关键点:

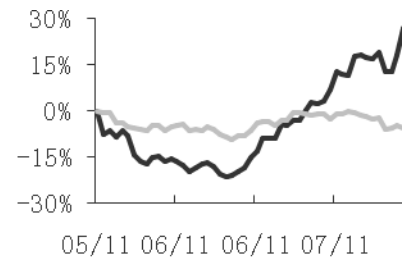
- 公司专注电加热器业务20年,多晶硅电加热器支撑公司未来1-2年快速增长。短期我们看好多晶硅业务增长;中期预期民用业务的快速发展;长期关注石油化工等其他工业业务的机会。
- 公司2011-2013年EPS分别为 1.5元、2.32元、2.78元,6个月目标价位45元,首次给予“增持-A”投资评级。

报告摘要:

- 公司专注电加热器业务20年,子公司珠海东方和合肥东方从事空调加热器等民用业务。控股子公司镇江东方从事多晶硅电加热器等工业业务。公司2008-2010年营业收入和净利润年增长超过50%,各种费用得到了较好控制。公司一贯重视产品研发,目前已拥有专利38项,成功应用于空调、冷链、多晶硅生产、石油化工等多个行业。
- 民用业务扩大业务规模:** 公司占到三大空调厂商(格力、美的、海尔)需求30%左右,通过扩大已有产能、跟随客户配套建厂,随着空调市场集中度的提高巩固公司龙头地位。公司扩大空调辅助电加热市场优势,释放PTC电加热业务潜力,开拓水加热和小家电等新兴业务。
- 多晶硅电加热器支撑公司未来1-2年快速增长:** 多晶硅冷氢化工艺将在近2年内普及,公司多晶硅冷氢化电加热器业务依托目前独家优势把握近两年国内多晶硅建设带来的高增长,同时布局石油化工电加热、高端工业电伴热带、不锈钢材料项目等高技术含量项目,挖掘潜在业务机会。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预测公司2011-2013年EPS分别为 1.5元、2.32元、2.79元,按照2011年30倍市盈率估值,6个月目标价位45元,首次给予“增持-A”投资评级。
- 风险提示:** 多晶硅冷氢化工艺改进风险,例如江苏中能冷氢化前道工艺用天然气加热代替电加热减少了电加热器的采购量、规模扩张的管理风险、技术扩散风险。

总市值(百万元)	3,513.41
流通市值(百万元)	719.26
总股本(百万股)	89.88
流通股本(百万股)	18.40
12个月最低/最高	23.52/39.65元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现



— 东方电热 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	37.76	35.88	25.37
绝对收益	35.21	28.97	28.97

黄守宏
010-66581627
执业证书编号

首席行业分析师
huangsh@essence.com.cn
S1450511020024

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	379.7	592.3	906.5	1,328.2	1,686.0
Growth(%)	56.3%	56.0%	53.1%	46.5%	26.9%
净利润	47.3	77.2	135.2	208.7	249.5
Growth(%)	414.2%	63.3%	75.2%	54.3%	19.6%
毛利率(%)	26.9%	28.8%	32.3%	32.7%	30.3%
净利润率(%)	12.4%	13.0%	14.9%	15.7%	14.8%
每股收益(元)	0.53	0.86	1.50	2.32	2.78
每股净资产(元)	2.13	3.00	10.60	12.46	14.68
市盈率	68.6	42.0	24.0	15.5	13.0
市净率	16.9	12.0	3.4	2.9	2.5
净资产收益率(%)	26.9%	30.2%	15.9%	21.3%	20.1%
ROIC(%)	33.2%	29.9%	46.3%	34.6%	28.9%

前期研究成果

东方电热: 国内电加热行业的龙头企业
2011-05-06

1. 立足细分领域 20 年，成就国内“隐形冠军”

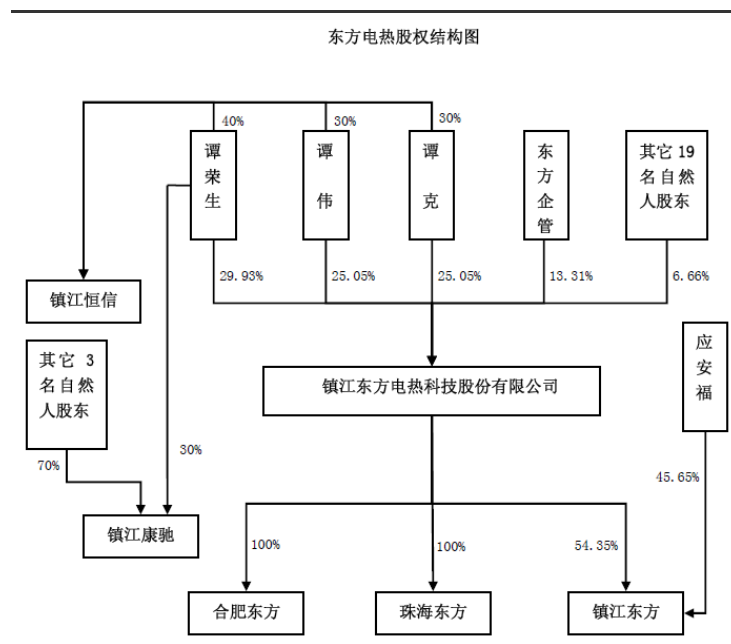
1.1. 公司股权结构

公司创建于 1992 年 12 月，公司的主要发起人为谭荣生、谭伟、谭克等三名自然人和东方企管。公司设立前，谭氏三父子合计拥有东方电热 80.03% 的股权。

公司拥有 2 家全资子公司珠海东方、合肥东方，1 家控股子公司镇江东方。公司持有镇江东方 54.35% 的股权，该公司主要从事工业电加热器及其控制系统的生产与销售。

珠海东方制冷空调设备配件有限公司主要从事公司发往珠海地区电加热器产品的装配，并发货给客户。合肥市东方制冷空调设备配件有限公司主要从事公司发往合肥地区电加热器产品的装配，并发货给客户。

图 1 东方电热股权机构图



数据来源：公司招股说明书

1.2. 公司发展和业务介绍

公司从创立之日起就致力于高性能电加热器的研发、制造。公司主要产品为民用电加热器和工业用电加热器。民用电加热器业务包括空调辅助电加热器、PTC 电加热器、除霜电加热器、小家电电加热器；工业电加热器包括多晶硅电加热器和其他工业电加热器。民用电加热器客户目前集中于空调行业，其中格力电器、美的电器、青岛海尔三大厂商是公司主要客户；工业用电加热器客户目前以多晶硅行业为主，其中江苏中能、洛阳中硅是公司的主要客户。

公司正致力于加强产品研发、扩大产能并积极开拓市场。公司正大力拓展产品在石油、天然气开采及管道输送、石化、化工、船舶及海洋平台、核电、冶金、电动汽车、水加热器、小家电等领域的市场份额。

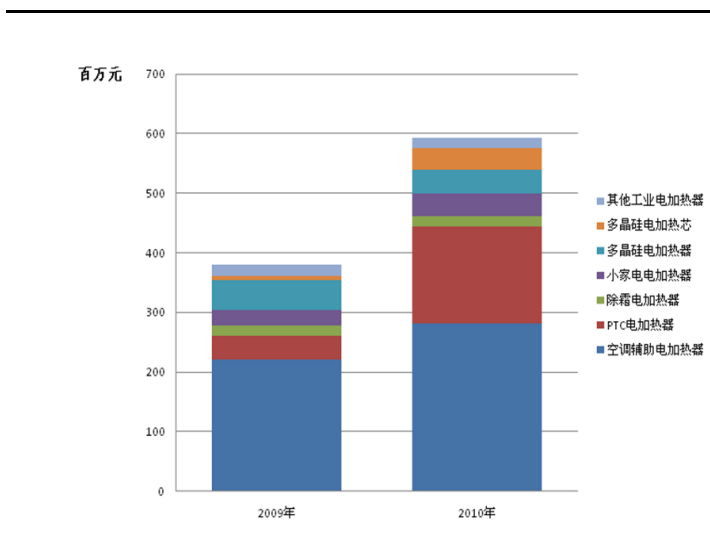
表 1 2008-2010 公司利润简表

万元	2010 年度	2009 年度	2008 年度
营业收入	59227.09	37974.71	24290.18
营业成本	42151.76	27754.51	18487.74
营业利润	10559.85	5660.04	1222.33
利润总额	10954.28	6332.04	1361.44
净利润	9498.14	5956.11	919.07
归属于母公司所有者净利润	7761.59	4726.07	919.07

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心整理

公司坚持技术创新，开拓新的高利润工业业务领域，2009 和 2010 年营业收入增长 56% 和 55%，营业成本增长 50% 和 51%，净利润增长 414% 和 63%。可以看到公司在业务增长的同时较好地控制了营业成本和各种费用，有效地促进业务健康成长。

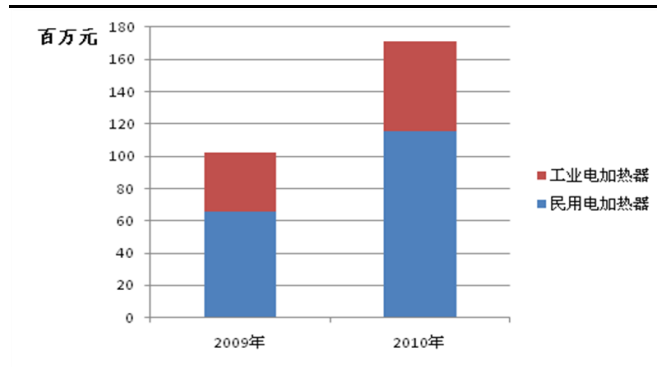
图 2 细分业务营收一览表



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心整理

伴随工业用电加热业务较快发展，民用电加热业务占到总业务额 80% 以上，呈现传统业务稳定增长，新兴业务高速发展的健康态势。空调辅助电加热业务以 25% 左右的速度稳定增长；小家电电加热业务以 47% 左右的速度较快增长；新兴的 PTC 电加热增速高达 300% 以上。

图 3 毛利润一览表



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心整理

工业电加热业务仅占到 2009 年和 2010 年销售额的 19%和 15%，毛利润却占到 2009 年和 2010 年销售额的 35%和 33%。工业用电加热业务 2010 年销售额比 2009 年增长了 23.5%，毛利润大幅增长了 55%。工业电加热业务处于一个业务潜力持续释放的阶段，是公司提升企业利润的重点领域。

1.3 研发成就行业“隐形冠军”

经过 20 年的自主研发，公司构建了较为完整地电加热知识产权体系，成为业务发展之本。公司已就在工业电加热和民用电加热领域的多项核心技术申请了 48 项专利，其中公司已获得的专利为 38 项（2 项为发明专利，28 项为实用新型专利，8 项为外观设计专利），另外公司有 10 项专利申请已获受理，其中发明专利 10 项。例如工业管状电热元件填料改善性状技术，改善了电热元件填料性状，彻底解决了一般电热元件的缺陷问题，极大地提高的公司生产的工业管状电热元件性能可靠性和寿命。该技术 2009 年 3 月被中国石油和化学工业协会鉴定为“总体技术特别是电加热核心元件技术达到了国际先进水平”，并于 2009 年 10 月获得中国石油和化学工业协会“科技进步奖一等奖”。今后有其它企业通过类似设计原理或类似产品结构从事电加热产品的经营，将面临较大的知识产权壁垒。

基于一系列的自主创新成就，公司成为目前国内多晶硅冷氢化电加热唯一的批量应用供应商，国内最大的空调辅助电加热器制造商和国内最大的冷藏陈列柜除霜电加热器制造商，成为国内电加热细分领域“隐形冠军”。

1993 年底，公司研制的空调辅助电加热器获得成功，成为格力电器首家供应商。

1995 年和 1999 年公司成为海尔和美的的供应商。

1999 年，公司成为中国最大的冷藏陈列柜生产企业大连三洋的供应商。

2006 年公司进入了高端工业用电加热器这一高附加值领域。短短几年相继为江苏中能、洛阳中硅等研发制造出用于四氯化硅冷氢化循环回收的电加热系统；为中石油塔里木油田独家研发制造出天然气井口用铸铝式电加热器及其控制系统；为振华重工研发制造出用于大型海洋船舶锚绞机的水冷制动电阻电加热器及其控制系统等等。

公司始终重视研发工作，研发投入逐年提高，依托深厚的研发积累，公司获得良好的经济回报：

表 2 2008-2010 年 研发费用一览表

万元	2010 年度	2009 年度	2008 年度
研发费用 (万元)	1,899.18	1,313.91	735.58
营业收入 (万元)	59,227.09	37,974.71	24,290.18
研发费用占比 (%)	3.21%	3.46%	3.03%
研发费用同比增长 (%)	44.54%	78.62%	-

数据来源：公司招股说明书

表 3 2008-2010 年 核心技术对营收贡献

万元	2010 年度	2009 年度	2008 年度
核心技术产品收入 (万元)	57,577.37	34,584.30	20,556.71
营业收入 (万元)	59,227.09	37,974.71	24,290.18
核心技术产品收入占比 (%)	97.21%	91.07%	84.63%
核心技术产品收入同比增长 (%)	66.48%	68.24%	

数据来源：公司招股说明书

为了进一步集中研发资源，升级现有研发条件，更好地吸引和保留人才，公司计划用募集资金投资建设研发中心。

表 4 研发课题一览

研发中心	
研发方向	研发课题
电热元件生产技术优化	提高水加热管抗爆管性能技术
新特电热元件研发	提高电加热管发热均匀性技术
专用电热设备与电热系统研发	高端工业用电伴热产品
电热产品性能试验技术研究	轨道交通客车用电加热器系列
电热产品生产关键设备技术进步	不锈钢 304 材料替代进口高档不锈钢的运用技术
	压水堆核电站核岛稳压器电加热器
	碳纤维电热材料运用技术

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心整理

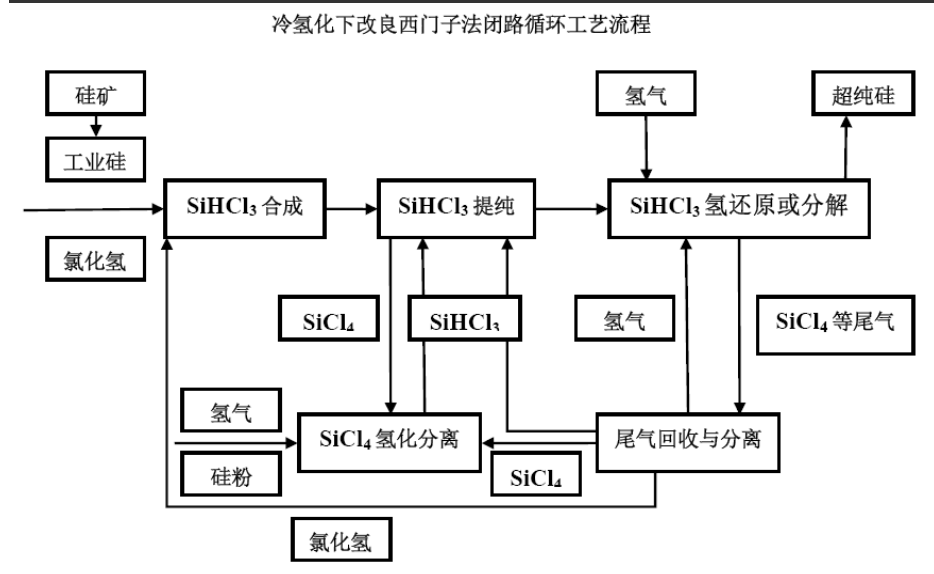
2. 工业电加热器业务分析与预测

工业业务包括多晶硅冷氢化电加热器（芯）和其他工业电加热器。公司的工业电加热器业务由控股子公司镇江东方负责，目前公司持有镇江东方 54.35% 的股权。

2.1. 未来两年将是多晶硅冷氢化改造和建设密集期

目前国际上和国内绝对大多数企业均通过改良西门子法生产多晶硅，改良西门子法，又称三氯氢硅（ SiHCl_3 ）还原法，是目前技术上最成熟的多晶硅生产工艺，能否实现闭路生产是决定其工艺能耗高低、原料利用率和产品成本的关键。还原三氯氢硅有两种工艺：热氢化工艺和冷氢化工艺，目前国内外大型多晶硅生产企业均采用冷氢化工艺进行四氯化硅处理。

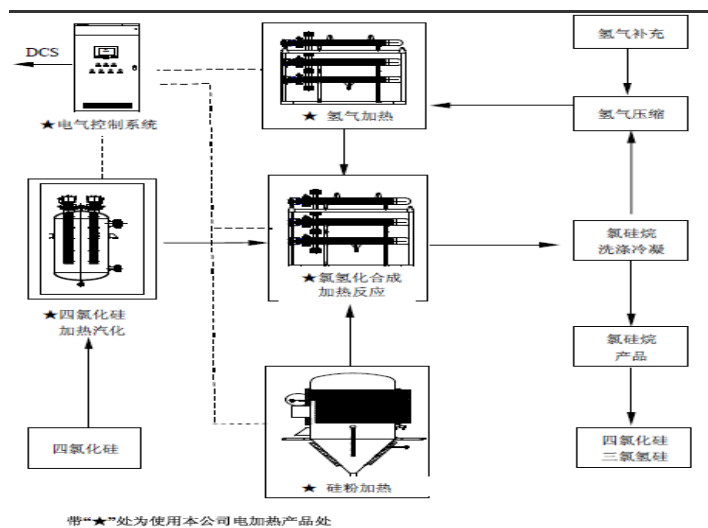
图 4 冷氢化下改良西门子法闭路循环工艺流程



数据来源：公司招股说明书

电加热器及其控制系统是冷氢化工艺设备的核心设备，在其工艺过程的关键环节都需采用并发挥着重要作用，而由于其必须在高温、高压和充满着强腐蚀性气体的环境中工作，因此对电加热器的性能要求非常高。因为在高温、强腐蚀性工作环境下，电加热元件的表面很容易被氧化或受到腐蚀，其内部绝缘层的绝缘特性极易遭到破坏；而在高压环境下，发热元件很容易发生变形，其焊接部位极易产生泄漏。

图 5 电加热器在冷氢化工艺的应用



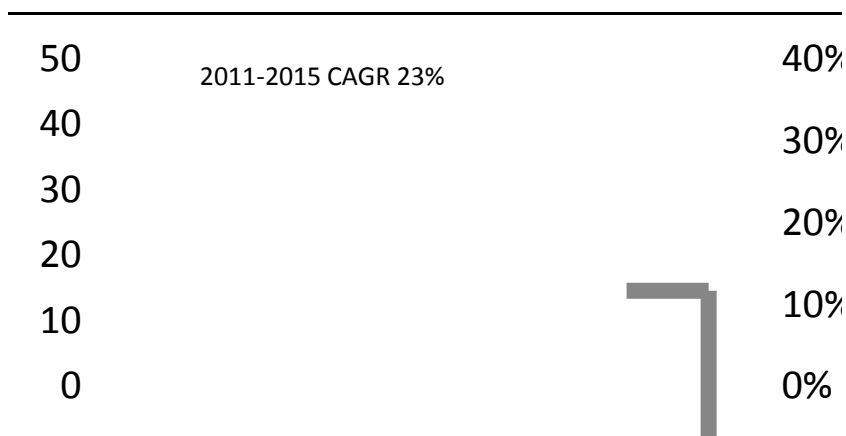
数据来源：公司招股说明书

公司通过自主研发、和江苏中能、洛阳中硅等企业的紧密合作，研制出了适合客户冷氢化工艺特点的电加热器系统，填补了国内空白，产品性能达到国际先进水平，目前已成为该领域国内市场实现规模化生产和成功批量应用的唯一供应商。由于上述电加热器的工作环境十分恶劣，通常其核心部件电加热芯一年左右需更换一次，每次更换的电加热芯的价值约为电加热器的 40% - 60% 左右。

从 2008 年开始，江苏中能新建和改建的 130 万吨三氯氢硅冷氢化项目（配套 6.5 万吨多晶硅产能）全部采购公司的电加热器，定期更换电加热芯，目前总采购额在 1.5 亿人民币左右。

近几年，光伏发电市场处于一个快速发展时期。作为最大的太阳能组件出口国，中国 2010 年的多晶硅产能相对于下游产品不足。

图 6 2011-2015 光伏市场需求预测



数据来源：Marketbuzz

图 7 2010 年中国光伏行业产能及产量统计

中国2010年光伏行业主要环节产能及产量统计		
	2010年产能	2010产量
多晶硅	85,000吨	45,000吨
硅锭/硅片	23GW	11GW
晶体硅电池	21GW	8.5GW
薄膜电池	2.5GW	0.5GW

数据来源：CPIA, SEMI

国家发改委的有关人士在公开场合表示在未来 2-3 年内，实现国内多晶硅料的自给自足。国家发展改委能源研究所高级工程师王斯成 2011 年 3 月 16 日在上海表示，尽管目前自给率仅能提供总需求的一半，但是按照目前国内多晶硅厂商的扩产计划的落实和光伏电站投产速度的逐年提高，预计 2-3 年内，中国多晶硅能够实现完全自给。

工信部联合三部委在 2010 年 12 月 31 日公布了《多晶硅行业准入条件》，其中明确规定：

- 1) 太阳能级多晶硅还原电耗小于 80 千瓦时/千克，到 2011 年底前小于 60 千瓦时/千克；
- 2) 还原尾气中四氯化硅、氯化氢、氢气回收利用率不低于 98.5%、99%、99%；
- 3) 到 2011 年底前，淘汰综合电耗大于 200 千瓦时/千克的太阳能级多晶硅生产线；
- 4) 对于其他环保标准也提出了更高的要求。

作为国内多晶硅的龙头企业保利协鑫，通过冷氢化和还原路改造，成功地实现三氯氢硅 100%自给，将生产成本从 30 多美金降低到 25 美金以下，同时大幅度地降低电耗。

未来 2-3 年将是国内多晶硅扩产和改造的一个密集时期。通过冷氢化工艺和改造还原系统，龙头企业成功地实现了改良西门子法的大规模运营，有效地降低了成本提高了效率。示范效应带动冷氢化工艺成为大部分厂家扩产改造的必备选择之一。进一步分析后可以看到，多晶硅项目需要 1-2 年的建设周期，多晶硅电加热器需要设计制造，半年后交付给业主调试使用，因此我们判断 2012 年和 2013 年上半年是冷氢化工艺建设的集中时期。

结合已有市场资料，我们假设改良西门子法占据国内 85%的技术路线，未来有 10%的存量产能将被淘汰。2011 年、2012 年、2013 年的改造比例为 1/4, 1/2, 1/4。按照多晶硅电加热器下半年确认收入的经验规则，根据初步估算，1 万吨多晶硅配套 5400 万左右人民币的电加热器。

表 5 2010-2013 年中国多晶硅市场和电加热器市场预测

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
存量 (万吨)	8	12	18	20
存量 (改良西门子) (万吨)	6.8	10.8	16.8	18.8
冷氢化改造 TCS (万吨)	2.6	0.95	1.89	0.95
新增产能 (万吨)	-	4	6	2
新增产能 (确认收入万吨)		2.95	6.89	4.95
多晶硅电加热器 (万元)		15,903	37,206	26,703
多晶硅电加热芯 (万元)		7,020	14,972	34,020
总规模 (万元)		22,923	52,178	60,723

数据来源：安信证券研究中心预测

2.2. 相对竞争优势把握多晶硅扩产机会

对于公司在这一扩产周期能否把握住机会，我们认为公司凭借成功案例和相对技术优势，在时间和客户积累上占据业务主动权，通过扩大产能解决供应瓶颈，释放潜在利润。

1、时间的紧迫性：多晶硅项目建设时间长，系统复杂性高。保利协鑫新建和改造目前的多晶硅产用了三年左右的，期间遇到了各种技术问题。考虑到时间的紧迫性，领先者的成熟示范将为后来者复制，证明了成熟的工艺将为参与者采用。根据成熟工艺选择的成熟供应商是行业采购的首选。从业主的时间压力来看，短期并没有留给电加热竞争对手过多的余地。

2、设备的复杂性：多晶硅电加热不是一个标准化产品，而是一个系统化的解决方案。

高温、高压和高腐蚀性条件下的电加热器研发有着较高的技术壁垒，不同厂商、不同的生产线对其电加热系统的要求往往也都不一致，因此，公司对多晶硅电加热系统的研发、调试过程是一个定制化程度很高的系统工程。公司形成了两项自主研发的核心技术：

- 1) 实施特定保护气氛或可控气氛高温热处理工艺
- 2) 对电热元件弯管部填料密度的特殊密实均匀化处理工艺，实现了电热元件弯管部内填料高均匀密集

这些保证了产品具有较高的技术壁垒。相对动辄几十亿的多晶硅项目投资，关键设备之一的电加热器投资只是在千万级，业主的成本敏感性较低。

3、工艺的相对稳定性：电加热是多种加热方式的一种，但是能耗较高。天然气加热、蒸汽加热等等其他方式却很难将温度迅速和稳定地提高到冷氢化工艺所需的 500 度。比较经济的解决方案：使用其他加热方式实现从低温到中温加热，使用电加热实现从中温到高温加热。因此电加热方式在目前工艺路线是相对稳定的技术。

近 1-2 年，公司的产品具有时间和技术上的相对优势，能够把握多晶硅扩产的机会。

表 6 2011-2013年公司多晶硅电加热器业务预测

	2011 年	2012 年	2013 年	说明
销售量(台)	55	150	120	每年价格下降 5%
单价(万元)	93.35	88.68	84.25	初步测算,1 万吨多
销售额(百万元)	51.34	133.02	101.09	晶硅料需要 2 万吨
毛利率	55%	53%	50%	TCS 配套 20 套电加
毛利润(百万元)	28.24	70.50	50.55	热器

数据来源：安信证券研究中心预测

表 7 2011-2013年公司多晶硅电加热芯业务预测

	2011 年	2012 年	2013 年	说明
销售量(台)	150	252	418	电加热芯损耗率高
单价(万元)	45.84	43.55	41.37	2009 年 54 套电加
销售额(百万元)	68.76	109.73	172.92	热器, 2010 年换芯
毛利率	70%	65%	60%	78 套, 额外损耗率
毛利润(百万元)	48.13	71.33	103.75	40%. 每年价格下降
				5%

数据来源：安信证券研究中心预测

2.3. 其他工业电加热器前瞻潜在领域

石化、化工行业生产过程中的很多反应需在一定的温度条件下进行，因此，往往先要将上述行业的生产装置加热到一定温度后，才开始运作。电加热相对于其它加热方式，有着方便调节、便于自动化控制的优势，特别适用于工业化生产中的加热，同时，石化、化工行业涉及的细分领域又极其众多，因此，电加热器在上述领域的运用十分广泛。

电加热器在工业的其他领域中也有着广泛的应用，如冶金工业中的电热烧结炉、真空电热还原炉、电热金属熔析炉等；机械工业中的电阻坩埚炉、热处理电阻炉等；电力工业中的核岛稳压器、重油电热器、润滑油电热器等；陶瓷工业中的电热隧道窑、电热台车炉、电热梭式窑等等。

核电站核岛稳压器用电加热器，使用寿命要求达到 40 年，这就对该电加热器在耐高温、抗吸湿、抗冷热转换疲劳、抗氧化、抗腐蚀、抗震动等方面都提出了远远高于普通电加热器的要求，其设计余量、安全保护等级、表面处理、洁净等级、质保等级、安装要求等都有特殊的要求。目前本公司已经成功进入了核电相关电加热产品领域，已经向红沿河核电站、宁德核电站、阳江核电站供应电加热产品。

为了保障持续供应，公司利用募集资金扩大产能。

表 8 工业项目扩产计划

项目名称	项目投资金额	项目年度投资计划		
		第一年	第二年	第三年
工业电加热器制造项目(万元)	6729.8	4676.7	1246.8	806.3

数据来源：公司招股说明书

项目建成后，公司将新增年产四氯化硅冷氢化用电加热器 60 套、石化及其他行业用（防爆）电加热器 500 套、防爆电加热芯 60 台的能力。同时我们注意到，本次上市公司积累了一批超募资金，公司可根据自身业务实际情况安排资金使用。

表 9 2011-2013年 公司其他工业电加热器业务预测表

	2011 年	2012 年	2013 年	说明
销售量(台)	445.50	668.25	1,002.38	年增长 50%
单价(万元)	5.42	5.42	5.42	
销售额(百万元)	24.15	36.22	54.33	
毛利率	35%	35%	35%	
毛利润(百万元)	8.45	12.68	19.02	

数据来源：安信证券研究中心

2.4. 工业加热器业务盈利预测

表 10 2011-2013年 工业加热器业务预测表

百万元	2011 年	2012 年	2013 年
总销售额	144.24	278.97	328.30
毛利润	84.82	154.50	173.31
毛利率	58.80%	55.38%	52.78%

数据来源：安信证券研究中心

表 11 2011-2013 年 镇江东方利润表

百万元	2011 年	2012 年	2013 年
营业收入	144.2	279.0	328.3
营业成本	59.4	124.5	155.0
营业税费	0.6	1.1	1.3
销售费用	5.8	11.2	13.1
管理费用	8.7	16.7	19.7
财务费用	1.6	3.1	3.6
资产减值损失	2.0	2.0	3.0
公允价值变动收益			
投资收益			
汇兑收益			
营业利润	66.2	120.4	132.6
营业外收入	4.0	4.0	4.0
营业外支出			
利润总额	70.2	124.4	136.6
所得税	8.8	15.6	34.1
净利润	61.5	108.9	102.4
少数股东损益	28.1	49.7	46.8
归属上市公司净利润	33.4	59.2	55.7
EPS	0.38	0.67	0.63

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

3. 民用电加热器业务分析与预测

3.1. 空调辅助电加热业务稳定

虽然有地产调控等不利因素影响，但是中国城镇化的进程以及房地产的发展等因素，将成为中国空调市场长期增长的直接动力。保障性住房的建设，一部分对冲了 2010 年上半年地产调控对 2011 年空调销售的滞后影响。农村市场蕴含着很大的家电消费潜力。目前农村市场空调保有量只有 12%，空调在农村市场有很大的增长潜力。未来三年内，国内空调市场复合增长率将保持 12%—16% 的增长幅度。考虑到格力、美的、海尔等龙头企业的市场占有率进一步提高，公司在龙头企业的采购占比很高，因此传统业务增长可期。

图 8 2006-2010 年国内空调销售额一览



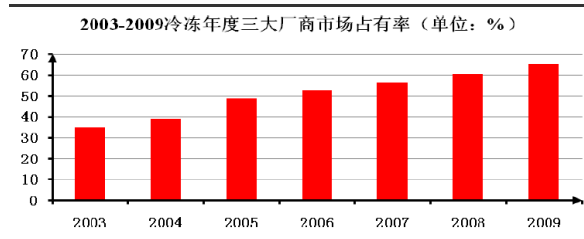
数据来源：中怡康

图 9 2006-2010 年国内空调销售量一览



数据来源：中怡康

图 10 2003-2009 三年空调厂商市场占有率



数据来源: 公司招股说明书

特别值得一提的是, 2010 年 3 月初, 国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会联合发布了新的空调能效比三级分类标准, 并淘汰低能效比的空调。为了提高空调能效比同时不影响空调工作表现, 空调厂商在采用功率较低的压缩机的同时, 为了保证制热的效果一般都相应采用了更大功率的辅助电加热器。PTC 材料的空调加热器以其材料正温度系数的特性和能耗相对较低的优势日益得到广泛应用。公司的 PTC 空调辅助电加热器的销售增长很快, 目前公司已成为国内规模最大的 PTC 空调辅助电加热器供应商之一。2009 和 2010 年, PTC 空调辅助电加热器处于供不应求的状态, 公司虽然极力扩大产能, 但仍然无法满足市场的需求。我们预期公司 PTC 电加热未来几年仍然保持高速增长状态。

由中国家用电器协会委托市场调查公司做的《2010 年度中国小家电市场消费者调查报告》显示, 近几年小家电市场复合年增长率达到 25%。调查数据显示, 电饭锅是目前中国家庭普及率最高的小家电, 超过 97% 的家庭拥有电饭锅且经常使用; 其次是电磁灶, 普及率达 77%; 电水壶和室内加热器的普及率也都超过 50%, 分别约为 64% 和 53%; 近几年才流行起来的电压力锅增长势头明显, 目前约有 41% 的家庭拥有这种产品。

然而, 从每户家庭拥有量来看, 中国家庭的小家电保有量仍然偏低, 数据显示, 发达国家平均每户家庭的小家电拥有量近 40 种, 而中国大中城市每户家庭小家电平均保有量还不到 10 种, 市场容量远未饱和, 从原材料、核心零部件、制造、服务等整个产业链进行全面升级。中国小家电市场发展潜力巨大。

3.2. 扩大产能释放供应瓶颈

得益于空调行业高速发展, 空调辅助电加热器在过去几年高速增长。十二五期间, 由于城镇化深入、保障房建设和农村市场开发, 未来三年内国内空调市场复合增长率将保持 12%—16% 的增长幅度。

公司在三大厂商的辅助电加热器的采购体系占据主要地位, 伴随着三大厂商等龙头企业的市场集中度提高, 公司跟随各大厂商在其新建厂房建设配套供应, 进一步巩固其龙头地位, 空调辅助电加热器以高于空调市场平均增长率的速度发展。以公司最大的客户格力为例, 格力电器连续 17 年保持了收入和利润的增长, 近 5 年收入和利润的复合增长率分别为 27% 和 53%。我们预计公司销售量增长率不低于 20%, 公司的产能利用率处于较高的状态, 2010 年销大于产。

随着国家推出新的能效标准，为了提高空调能效比，空调制造厂商对压缩机的功率都进行一定的限制。在达到相同制冷效果的前提下，尽量选用功率较低的压缩机。空调厂商在采用功率较低的压缩机的同时，为了保证制热的效果一般都相应采用了更大功率的辅助电加热器，于 PTC 材料正温度系数的特性，其能耗相对较低，因此，PTC 材料的空调辅助电加热器在空调中的应用日益广泛。一方面，PTC 的销售量成倍增长。另一方面，公司产能有限无法满足客户需求。

为了解决产能瓶颈，公司利用募集资金和自有资金投资扩建新的产能。我们预计公司销售量今年会有一个较好的释放，后续产能扩大匹配销售量后，销售量维持一个稳定的良好增长。

表 12 募集资金投资项目表

项目名称	项目投资金额	项目年度投资计划		
		第一年	第二年	第三年
工业电加热器制造项目 (万元)	6729.8	4676.7	1246.8	806.3
家用电器用电加热器 (万元) (管) 生产项目	7179.8	5069.8	1289.1	821.0
年产 600 万支陶瓷 PTC 电加热器项目 (万元)	5019.4	2410.3	1585.1	1024.0
研发中心建设项目 (万元)	1965.0	1865.0	100.0	

数据来源：公司招股说明书

3.3. 民用电加热业务预测

表 13 2011-2013 空调辅助电加热器预测表

	2011 年	2012 年	2013 年	说明
销售量 (万台)	1074	1343	1679	年增长 25%
单价 (元)	34.14	34.14	34.14	该产品价格基
销售额 (百万元)	366.75	458.43	573.04	本不变
毛利率	25%	23%	23%	2011 年增长率 30%
毛利润 (百万元)	91.69	105.44	131.80	

数据来源：安信证券研究中心

表 14 2011-2013 除霜电加热器预测表

	2011 年	2012 年	2013 年	说明
销售量 (万台)	30	39	50	年增长 40%
单价 (元)	73.90	73.90	73.90	该产品价格基
销售额 (百万元)	22.04	28.65	37.24	本不变
毛利率	30%	28%	25%	
毛利润 (百万元)	6.61	8.02	9.31	

数据来源：安信证券研究中心

表 15 2011-2013 小家电电加热器预测表

	2011 年	2012 年	2013 年	说明
销售量(万台)	105.61	137.30	178.48	年增长 30%
单价(元)	47.45	47.45	47.45	该产品价格基
销售额(百万元)	50.12	65.15	84.69	本不变
毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	

数据来源: 安信证券研究中心

表 16 2011-2013 PTC 电加热器预测表

	2011 年	2012 年	2013 年	说明
销售量(万台)	1372	1921	2690	年增长 40%
单价(元)	23.56	23.56	23.56	该产品价格基本
销售额(百万元)	323.34	452.68	633.75	不变
毛利率	30%	28%	25%	2011 年增长 100%
毛利润(百万元)	97.00	126.75	158.44	

数据来源: 安信证券研究中心

短期我们看好多晶硅业务的增长; 中期预期民用业务的快速发展; 长期关注石油化工等其他工业业务的机会。公司凭借其在电加热领域的深厚积累, 创新应用于各个新兴行业, 在技术、管理、市场等各个方面提高企业运营水平, 把握未来新的发展契机。

4. 风险提示

4.1. 多晶硅冷氢化工艺改进风险

随着国内企业逐渐掌握多晶硅冷氢化工艺, 为了降低成本提高效率, 多晶硅厂商尝试用各种新的工艺替代电加热器, 例如江苏中能在工艺的前道用天然气加热导热油替代电加热器, 节省了成本。未来的工艺可能对于公司产品的配套产生一定影响。

4.2. 规模扩张的管理风险

近几年公司业务快速扩张, 经营规模迅速扩大将导致公司生产、技术和管理人员相应增加, 公司的组织结构和管理体系也将趋于复杂, 如何进一步完善公司治理、内部控制和人力资源管理将成为公司面临的重要问题。

4.3. 技术扩散风险

公司的快速发展很大程度上依赖已有的技术体系和技术人员。随着公司的技术积累日益丰富, 从事的研究领域日益增多, 可能存在技术人员流失、技术体系如何整合和协调的问题。

5. 盈利预测和投资评级

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.5 元、2.32 元、2.78 元, 按照 2011 年 30 倍市盈率估值, 6 个月目标价位 45 元, 首次给予“增持-A”投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-23		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	379.7	592.3	906.5	1,328.2	1,686.0	成长性					
减: 营业成本	277.5	421.5	613.8	893.7	1,174.6	营业收入增长率	56.3%	56.0%	53.1%	46.5%	26.9%
营业税费	1.6	2.3	3.6	5.3	6.7	营业利润增长率	363.1%	86.6%	76.0%	64.1%	13.5%
销售费用	17.2	20.5	36.3	45.2	57.3	净利润增长率	414.2%	63.3%	75.2%	54.3%	19.6%
管理费用	29.1	37.3	63.5	83.7	106.2	EBITDA 增长率	182.6%	71.4%	63.3%	60.4%	16.3%
财务费用	4.0	6.1	3.5	-4.7	-5.0	EBIT 增长率	254.5%	84.2%	69.5%	58.7%	13.6%
资产减值损失	-6.3	-1.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	351.9%	58.9%	64.5%	57.4%	13.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	76.4%	6.3%	110.7%	35.9%	21.3%
投资和汇兑收益	0.1	0.0	-	-	-	净资产增长率	38.4%	41.8%	226.5%	21.8%	20.1%
营业利润	56.6	105.6	185.9	305.0	346.1	利润率					
加: 营业外净收支	6.7	3.9	4.0	4.0	4.0	毛利率	26.9%	28.8%	32.3%	32.7%	30.3%
利润总额	63.3	109.5	189.9	309.0	350.1	营业利润率	14.9%	17.8%	20.5%	23.0%	20.5%
减: 所得税	3.8	14.6	26.6	43.3	49.0	净利润率	12.4%	13.0%	14.9%	15.7%	14.8%
净利润	47.3	77.2	135.2	208.7	249.5	EBITDA/营业收入	18.8%	20.6%	22.0%	24.1%	22.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	16.0%	18.9%	20.9%	22.6%	20.2%
货币资金	49.5	56.1	350.6	336.7	397.1	运营效率					
交易性金融资产	4.5	-	-	-	-	固定资产周转天数	99	70	57	64	80
应收帐款	84.9	100.6	154.0	225.6	286.4	流动营业资本周转天数	124	125	131	147	156
应收票据	106.5	179.8	298.0	436.7	554.3	流动资产周转天数	297	282	310	328	330
预付帐款	14.9	10.2	16.4	25.3	37.1	应收帐款周转天数	57	55	49	50	53
存货	160.9	159.9	235.4	342.8	450.5	存货周转天数	124	98	79	78	85
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	427	376	410	434	430
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	251	212	222	242	243
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.9%	30.2%	15.9%	21.3%	20.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.4%	14.3%	11.6%	14.8%	13.5%
固定资产	112.9	116.1	170.1	300.0	449.0	ROIC	33.2%	29.9%	46.3%	34.6%	28.9%
在建工程	10.6	11.7	148.2	99.3	19.9	费用率					
无形资产	28.5	26.8	29.1	31.3	33.4	销售费用率	4.5%	3.5%	4.0%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	管理费用率	7.7%	6.3%	7.0%	6.3%	6.3%
资产总额	574.3	662.5	1,403.0	1,799.0	2,229.1	财务费用率	1.1%	1.0%	0.4%	-0.4%	-0.3%
短期债务	170.5	101.7	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	13.3%	10.8%	11.4%	9.3%	9.4%
应付帐款	84.4	93.6	134.7	196.1	257.7	偿债能力					
应付票据	77.0	108.9	159.8	232.6	305.7	资产负债率	61.4%	52.6%	26.6%	30.2%	32.3%
其他流动负债	15.7	28.1	41.7	61.4	87.3	负债权益比	159.2%	111.0%	36.2%	43.2%	47.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.21	1.52	3.05	2.73	2.61
其他非流动负债	5.1	16.2	24.7	40.0	53.8	速动比率	0.75	1.04	2.37	2.05	1.93
负债总额	352.8	348.5	370.9	540.1	714.5	利息保障倍数	14.99	18.36	54.87	-64.53	-68.18
少数股东权益	30.2	44.4	72.5	129.5	181.1	分红指标					
股本	66.9	66.9	89.9	89.9	89.9	DPS(元)	-	-	0.30	0.46	0.56
留存收益	124.4	202.7	862.9	1,029.9	1,229.5	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	221.5	314.0	1,025.3	1,249.3	1,500.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.3%	1.5%

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034