



东兴证券
DONGXING SECURITIES

结构调整大幅提升盈利能力，冷氢化技改助推企业腾飞

2011年8月24日

强烈推荐/维持

东方电热

财报点评

——东方电热（300217）11年半年报点评

银国宏	策略分析师	执业证书编号 S1480510120002
联系人 弓永峰	010-66554025	gongyf@dxzq.net.cn

事件：

- 公司发布11年中报，营业收入和净利润分别达3.59亿元和5862万元，同比分别增加23.67%和增加72.06%。上半年基本每股收益0.83元（完全摊薄后0.65元），同比增加62.75%。归属上市公司股东的扣非后的净利润为5844万元，同比增加82.1%。报告期内，主营业务毛利率为32.63%，同比增加了6.43个百分点；期间费用率为9.23%，同比下降1.16个百分点；净利率为22.6%，同比增加6.68个百分点。报告期内，公司销售收入较去年增长，加之公司对产品规格、品种和管理进行优化，使得盈利能力同比大幅提升；同时，公司提高控股工业子公司的控股比例且该子公司工业产品利润大幅提高。

分产品来看，公司主要产品民用电加热器和工业用电加热器销售收入分别为2.9亿元和6103万元，同比分别增加22.37%和25.34%；毛利率分别为27.66%和59.61%，同比分别增加8.25和下降1.62个百分点。

我们预计公司11-12年EPS为1.32元和1.81元，对应PE为32.6和23.7倍，考虑到公司未来冷氢化电加热器巨大的市场需求和所处的垄断地位，维持公司“强烈推荐”的评级。

公司财务指标

指标	10Q1	10Q2	10.1-6	10A	11Q1	11Q2	11.1-6
营业收入(百万元)	150.29	140.63	290.92	592.27	168.90	190.90	359.79
增长率(%)	/	/	/	55.96%	12.38%	35.74%	23.67%
毛利率(%)	26.91%	25.45%	26.20%	28.83%	32.70%	32.58%	32.63%
期间费用率(%)	11.02%	9.72%	10.39%	10.78%	9.22%	9.24%	9.23%
营业利润率(%)	15.57%	16.30%	15.92%	14.90%	22.94%	22.31%	22.60%
净利润(百万元)	16.43	17.64	34.07	77.17	28.74	29.88	58.62
增长率(%)				63.28%	74.99%	69.34%	72.06%
每股盈利(元)				1.15	0.430	0.332	0.652
资产负债率(%)				52.60%	51.95%	28.96%	28.96%
净资产收益率(%)				33.48%	9.72%	3.91%	7.46%
总资产收益率(%)				18.64%	4.67%	2.78%	5.30%

资料来源：东兴证券。

评论：

积极因素：

- **充分调整民用产品结构，提升公司盈利能力。**公司积极调整有限产能，加大高毛利产品的生产力度。民用方面，公司积极把产能向毛利率较高的空调用电加热器零部件倾斜，同时积极进入毛利率较高的冷链电加热器环节以及水电加热器环节，后两者市场主要被国外企业和其国内合资企业控制，毛利率总体上高于空调用电加热器10个百分点以上，达到30%-40%，接近普通工业用电加热器毛利率水平。我们研判，今后随着IPO项目的实施，公司产能瓶颈问题将会得到有效缓解，未来两年将成为公司的高速成长期。
- **PTC电加热器产能扩张迅速，为公司重要利润来源。**公司600万套PTC电加热器项目预计12年5月份建成投产，未来产能扩张迅速。10年公司出货量大约为686万套，我们保守预计公司PTC产品11-13年年产量为730万套，1280万套和1600万套，销售收入约1.7亿元，2.8亿元和3.4亿元；净利润为1700万，2700万和3200万元，增厚EPS月为0.19元，0.3元和0.36元。
- **商用机电加热带向民用领域扩张带来巨大市场。**源于越来越多家用空调器采用以前仅有商用机使用的电加热带，市场对电加热带需求旺盛。目前公司已经具备一定产能，但还不能满足客户需求，我们研判公司未来会加大电加热带的产能扩张速度，满足客户需求。我们保守预计公司仅这款产品11-13年销售收入保守估计可以达到1200多万元，1500多万元和2400万元，净利润贡献约100万元，130万元和210万元。
- **多晶硅电加热器复杂工况带来的高技术壁垒阻隔后进入者。**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) 工作环境恶劣。盐酸、硅粉等包覆电加热管，腐蚀损耗非常大，采用传统一般厂商的工业电加热器，1-2个月就被腐蚀透而毁坏失效，造成多晶硅企业的停产。
 - 3) 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) 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；公司是通过控股公司镇江东方于06年进入工业用电加热领域的，目前已经成为为冷氢化多晶硅电加热器国内唯一供应商。长期以来，由于冷氢化电加热器在恶劣工况下工作，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，通过和保利协鑫的合作，进行了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高成本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，使用寿命超过国外厂商6个月的设计要求，达到12个月；并且对整个加热系统进行系统化设计之后，使用寿命可确保12个月以上。目前公司已经是保利协鑫的长期战略合作客户，07年以来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，由于产品质量过硬，预计保利协鑫未来4万吨扩产项目将会继续采用公司产品；此外，洛阳中硅1万吨扩产项目和后续5万吨项目，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1.4亿，2.4亿元和3.5亿元，按照56-51%的毛利率计算，其利润大约为5600万元，9000万

元和1.2亿元，增厚EPS约为0.63元，1元和1.35元，占利润比例为48%，55%和59%。

消极因素：

- 冷氢化扩产以及改造项目进展不达预期；

业务展望：

- **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。据行业内相关数据显示，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，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。

3) 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2400万套，销售收入约5亿元，6.1亿元和7.2亿元，净利润约5300万，6400万和7800万元，增厚EPS约为0.59元，0.71元和0.86元。

- **第二代冷氢化多晶硅技术两年新增产能20万吨，带来近10亿电加热器市场。**第二代冷氢化多晶硅合成技术由于具有显著的成本优势且具有更低的固定资产投资和折旧，目前已经成为国内多晶硅新增产能的主流技术。09年之前，由于国外禁止向中国大陆出口冷氢化技术，国内多晶硅生产企业主要采用的是第一代热氢化技术，其能耗高（在合成环节，高于冷氢化能耗10倍），耗材贵（千吨产能每年碳棒消耗800万元），固定资产投资大。综合折算来看，采用现有冷氢化技术，每千吨投资比热氢化技术减少10-20%，多晶硅成本至少降低5-10美元/公斤。据我们了解，赛维LDK先前投入的1万吨热氢化多晶硅项目，生产成本在35美元/公斤以上，大全新能源作为国内热氢化技术的旗舰企业，其生产成本即使经过这几年的优化，也在33美元/公斤左右。而国内冷氢化技术的旗舰企业，保利协鑫旗下的徐州中能，采用第二代冷氢化技术生产的多晶硅已经迅速从一季度的23美元/公斤左右，下降到了20美元/公斤，国内新上项目，如北京利尔5000吨项目投资仅有13.8亿元，成本则控制在23.8美元/公斤，远低于采用热氢化技术的第一代多晶硅企业。正是由于这种在新兴产业中不断出现的后发优势，使得众多产业资金迅速涌入了多晶硅提纯制造环节：

根据业内相关资料不完全统计，11-12年新增产能不完全统计达到20万吨以上，其中除了六九硅业、中能硅业采用硅烷法，大全新能源采用热氢化法以外，银星能源、讯天宇、晶鑫采用物理冶金法外，冷氢化技术占据了19.1万吨以上的扩产规模，按照每千吨产能对应400-500万冷氢化电加热单元计算，对应新增冷氢化电加热单元约7.6-9.6亿元的市场规模；其中11年约为3.9亿元-4.8亿元，12年约为3.6亿元-4.8亿元；

- **原有热氢化技术改造带来2亿多元电加热器市场。**对于原有热氢化技术的改造，也是未来冷氢化市场的另外一个空间。由于09年以前，国外的冷氢化技术对中国大陆是禁售的，这客观上造成我们09年低以前上的多晶硅项目，大多数是以热氢化技术为主。据估算，截止到10年已建成的8万吨左右的产能中，除去已经部分改造的热氢化项目和一些物理冶金法、硅烷法项目，采用热氢化技术生产多晶硅的产能至少还有4万吨以上，这就意味着今后两年内大约有2亿元以上的热氢化改造市场。诸如赛维LDK前期投入的1万吨热氢化多晶硅生产线等近期都在实施冷氢化改造项目，其前期1500吨冷氢化项目已经实施。
- **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，按照整个行业目前1MW需要10吨左右多晶硅来测算，10-12年对应多晶硅需求量大约为7.5万吨，11.7万吨和14万吨；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10-13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8.3万吨左右；对应需要更换的电加热芯规模约为0.5亿元，1.15亿元和2.1亿元左右，市场空间广大。**综合起来，11-12年国内冷氢化市场总规模大约10.75亿元-13.25亿元；11年和12年分别为5.1亿元和6.7亿元，空间巨大，增长迅速**

盈利预测

我们预测，11-13年EPS估计为1.32元、1.81元和2.29元，对应PE为32倍、23.5倍和18.5倍。我们强烈看好该公司，给予“强烈推荐”的评级。

投资建议：

对民用和工业用电加热器的优化生产使得公司在产能有限情况下盈利能力得到大幅提升；多晶硅冷氢化电加热器属于典型的进口替代产品，随着未来20万吨新增产能和原有数万吨产能改造，其需求量将快速增长；而其每12个月更换一次的耗材特性将保证未来需求的持续性。保守预计，公司11-13年冷氢化电加热系统和电加热芯销售收入为1.4亿，2.4亿元和3.5亿元，净利润大约为5600万元，9000万元和1.2亿元，增厚EPS约为0.63元，1元和1.35元，占利润比例为48%，55%和59%。我们预计公司11-13年EPS为1.32元（+0.12元），1.81元（+0.31元）和2.29元（+0.33元）；对应PE为27，19.8和15.6倍，综合考虑公司民用产品和多晶硅电加热器产品未来成长性，给予公司28倍PE，则12年目标价位50.4元，持续给予公司“强烈推荐”的评级。

风险提示：

多晶硅冷氢化产能扩张不达预期。

表 1：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	881.30	1,205.01	1,484.40
主营收入增长率	56.34%	55.96%	48.80%	36.73%	23.19%
EBITDA（百万元）	71.31	122.24	207.08	295.74	367.42
EBITDA 增长率	182.61%	71.42%	69.41%	42.81%	24.24%
净利润（百万元）	47.26	77.17	118.25	162.60	206.19
净利润增长率	414.22%	63.28%	53.24%	37.51%	26.81%
ROE	24.70%	28.62%	39.83%	36.68%	32.79%
EPS（元）	0.710	1.150	1.316	1.809	2.294
P/E	59.87	36.97	32.31	23.50	18.53
P/B	14.86	10.55	12.87	8.62	6.08
EV/EBITDA	41.57	23.63	4.18	13.37	10.20

资料来源：东兴证券。

相关研究报告：

- 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
- 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

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，新能源行业高级研究员。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 年加盟东兴证券研究所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，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。

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。