研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
010-88576939（转 808） tanq@ghzq.com.cn

联系人：
何魏伟
0755-23824865 heww@ghzq.com.cn

民用电加热器较快增长，开拓油气装备广阔空间

东方电热（300217）年一季报点评

事件：

公司发布2013年一季报，营业收入和净利润分别达1.65亿元和1836万元，同比分别增加5.51%和减少44.02%；基本每股收益0.09元。

点评：

- **多晶硅工业电加热器销售下滑，但民用电加热器保持较快增长** 公司在 2012 年一季度有大批 2011 年签订的多晶硅工业电热器发货并贡献利润。但受光伏行业产能过剩，多晶硅市场萎缩影响，2013 年截止目前公司基本没有多晶硅工业电加热器的新增订单。2013 年一季度公司民用电加热产品销售比重为 94%，工业电加热产品比重为 6%，而去年同期民用比重为 70%，工业比重为 30%。由于多晶硅工业电加热器的毛利率较高，工业电加热器销售下滑导致一季度利润大幅下滑 44%。但 2012 年二至四季度，多晶硅电加热器销售量已经明显减少，预计公司 2013 年后三个季度业绩同比将逐步回升。同时，随着国家城镇化的逐步推进，房地产销售回暖，一季度公司空调辅助电加热器等民用电加热器实现了较快增长。随着公司水电加热器等民用新产品的推出，美的、格力等空调主要客户销售量的逐步回升，工业电加热器向石油、天然气等领域的拓展，公司正渡过盈利低谷，2013 年正值业绩反转。

- **水电加热器、汽车 PTC 等新产品力推民用加热器销售收入回升** 公司自 2012 年大力拓宽水加热器、冷链用电加热器、厨具用电加热器、电动汽车用电加热器、轨道交通客车用电加热器等产品市场。水电加热器在电热水器、太阳能热水器、洗衣机等下游领域得到快速扩张，向皇明、海尔等客户供货量快速上升。轨道列车加热器、电动汽车 PTC 等产品的研发取得实质性成果，江淮、比亚迪、重庆小康等已经进入批量生产状态，上汽、一汽、北汽已经小批量配套生产。此外，公司研发了压铸件、锅炉件电加热器，主要用于咖啡机、蒸汽熨斗等小家电。预计公司在维持和巩固传统空调市场以外，新开拓的市场今年销售收入有望实现较大突破，超过 1 亿元收入。

- **工业电加热器成功从多晶硅转向油气广阔市场** 石油、石化、天然气等领域使用的工业电加热器主要采用国外知名品牌。但实际石油、天然气开采和运输的工况相比多晶硅提纯环节要好很多，东方电热产品完全能够胜任其技术要求。2012 年，公司通过对壳牌加热器的维修，赢得了壳牌公司对的信任，目前公司已经被列入壳牌石油公司的供应商体系。同时，油气、石化领域客户大多为大型国企，企业对销售价格敏感度较低，对技术和安全性要求较高。目前，国内只有几家企业具有国际防爆电加热器资质，而其他几家国内企业的技术相比东方电热都有较大差距。进军石化、油气领域主要是公司与国际竞争对手的角逐，油气行业加热器的

毛利润率有望维持在较高水平。看好公司工业电加热器在油气行业的广阔市场。

- **推进并购重组，进军油气装备领域** 为谋求长期增长空间，公司根据国家产业政策及地方政府扶植导向，最终选定了油气处理和海工装备作为产品结构转型升级的主攻方向，并已与江苏瑞吉格泰油气工程有限公司签订了合作框架协议。2012 年我国天然气生产能力约为 1077 亿立方米，其中，常规天然气 757 亿立方米，致密气产量达 320 亿立方米，煤层气产量 125 亿立方米，而页岩气产量则仅为 0.5 亿立方米。预计 2015 年，我国常规天然气生产能力约为 1835 亿立方米，其中，常规天然气 770 亿立方米，致密气 500 亿立方米，页岩气 65 亿立方米，煤层气 200 亿立方米，煤制气 300 亿立方米。未来 5-10 年天然气开采将进入高速发展阶段，预计每口气井的地面装备投资在 2000 万左右。此次并购完成后，东方电热将借助瑞吉格泰的业务平台，进入油气分离和海工装备领域，实现主营业务的转型升级，开拓地面油气装备过千亿市场。

- **盈利预测** 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.58 元、0.84 元、1.19 元，对应 PE 分别 18.8 倍、12.9 倍、9.2 倍，2013 年公司电加热器业务正值业绩反转，同时公司升级进军油气装备业务，将迎来估值和业绩的双重提升，给予“买入”评级。

- **风险提示** 家电销售量受房地产调控影响出现下滑，公司油气电加热器和油气装备推广进度慢于预期。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	661	868	1247	1699
增长率(%)	-8%	31%	44%	36%
净利润（百万元）	95	115	166	235
增长率(%)	-13%	20%	45%	41%
摊薄每股收益（元）	0.48	0.58	0.84	1.19
ROE(%)	8.90%	9.86%	12.86%	15.89%

表 1、东方电热盈利预测

证券代码:	300217.SZ	股票价格:	10.89	投资评级:	增持	日期:	2013/4/22

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力				
ROE	9%	10%	13%	16%
毛利率	27%	25%	25%	26%
期间费率	9%	11%	11%	11%
销售净利率	14%	13%	13%	14%
成长能力				
收入增长率	-8%	31%	44%	36%
利润增长率	-13%	20%	45%	41%
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.55	0.66	0.75
应收账款周转率	1.43	1.62	1.78	1.83
存货周转率	2.71	2.71	2.71	2.71
偿债能力				
资产负债率	23%	27%	32%	35%
流动比	3.62	2.58	2.16	1.99
速动比	3.03	1.99	1.57	1.39

每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标				
EPS	0.48	0.58	0.84	1.19
BVPS	5.13	5.57	6.20	7.10
估值				
P/E	22.59	18.81	12.96	9.17
P/B	2.12	1.96	1.76	1.53
P/S	3.26	2.48	1.73	1.27

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	437	272	184	109
应收款项	461	534	699	929
存货净额	179	244	346	466
其他流动资产	19	22	31	42
流动资产合计	**1097**	**1072**	**1260**	**1547**
固定资产	194	387	523	633
在建工程	38	38	18	8
无形资产及其他	57	57	52	46
长期股权投资	0	35	35	35
资产总计	**1389**	**1592**	**1891**	**2272**
短期借款	4	4	4	4
应付款项	277	376	534	720
预收帐款	7	21	30	41
其他流动负债	15	15	15	15
流动负债合计	**303**	**416**	**583**	**779**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	15	15	15	15
长期负债合计	**15**	**15**	**15**	**15**
负债合计	**318**	**431**	**599**	**795**
股本	198	198	198	198
股东权益	1071	1161	1292	1477
负债和股东权益总计	**1389**	**1592**	**1891**	**2272**

利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**661**	**868**	**1247**	**1699**
营业成本	486	655	930	1252
营业税金及附加	5	5	7	10
销售费用	22	29	41	56
管理费用	53	61	87	119
财务费用	(20)	(2)	(1)	(1)
其他费用/（-收入）	(12)	6	7	10
营业利润	**104**	**127**	**189**	**272**
营业外净收支	12	11	11	11
利润总额	**117**	**138**	**200**	**283**
所得税费用	18	19	28	40
净利润	99	119	172	243
少数股东损益	3	4	6	9
归属于母公司净利润	**95**	**115**	**166**	**235**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	**75**	**109**	**89**	**112**
净利润	99	119	172	243
少数股东权益	3	4	6	9
折旧摊销	15	12	20	25
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(43)	(26)	(109)	(166)
投资活动现金流	**(52)**	**(229)**	**(116)**	**(100)**
资本支出	(39)	(194)	(116)	(100)
长期投资	0	(35)	0	0
其他	(13)	0	0	0
筹资活动现金流	**(188)**	**(28)**	**(41)**	**(58)**
债务融资	(24)	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	(164)	(28)	(41)	(58)
现金净增加额	**(165)**	**(148)**	**(69)**	**(46)**

资料来源：国海证券研究所

【电力设备与新能源小组介绍】

张晓霞：国海证券研究所副所长，多年煤炭、电力行业研究经验。

谭　倩：电力设备新能源小组组长，美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、天然气、电力环保、锂电池行业分析师。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：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；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

国海证券机构销售部人员联系方式

广深区： 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王　帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马　鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宇	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn

上海区： 上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
郭　强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈　蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹　莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡　超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜　彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

北京区： 北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓　名	固话	手机	邮箱
林　莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
白　丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn