



民用产品大增长，工用产品拓空间

——东方电热（300217）季报点评

2013年4月23日

强烈推荐/维持

东方电热

财报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰 刘斐

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

公司发布季报，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。销售毛利率为 25.62%，同比减少 4.96 个百分点；期间费用率为 12%，同比增加 8 个百分点；销售净利率为 13.16%，同比下降 12.4 个百分点，主要因高毛利率的多晶硅冷氢化工业电加热器需求因光伏不景气而迅速下降同时研发、财务费用的增加而导致净利率的大幅下降；环比来看，毛利率和净利润率分别增加 3.87 和 6.5 个百分点，净利润增长 46%，符合季节特点且环比向好。公司 1 季度业绩因民用电加热器产品需求同比增加 42%，导致营业总收入同比有所增长；但高毛利率的工业电加热器受多晶硅市场影响销售收入下降，导致净利润同比下降较多。随着公司民用新品水电加热器、压铸件电加热器等新品的推出，工业电加热器在石油、天然气以及化工领域的拓展，毛利率将会逐步回升，业绩将迎来一个较大翻转。

公司未来投资亮点：1) 传统民用电加热器“四大客户需求”将同比大幅增加，稳定公司业绩；2) 新型高毛利水电加热器与压铸管拉升民用电加热器毛利率；3) 拓展电加热器在化工领域的应用，稳定传统工业电加热器的需求；4) 积极拓展多晶硅以外的工业电加热器领域，进入天然气、石油等“油服”新领域，打造公司增长的另一极；保守预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.6 元和 0.95 元，对应 PE 为 18 和 11 倍，估值偏低且 13 年存在业绩反转，持续“强烈推荐”评级。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入（百万元）	168.90	190.90	186.38	169.71	156.44	173.71	160.24	170.55	165.06
增长率（%）	12.38	35.74	32.05	5.93%	-7.37%	-9.00%	-14.02	0.49%	5.51%
毛利率（%）	32.70	32.58	29.96	26.02	30.58	26.63	27.56	21.75	25.62
期间费用率（%）	9.22%	9.24%	9.30%	12.23	4.02%	8.32%	11.03	9.46%	12.00
营业利润率（%）	22.94	22.31	20.18	12.56	25.54	15.81	15.96	6.66%	13.16
净利润（百万元）	28.74	29.88	29.47	20.91	32.79	27.76	22.19	12.57	18.36
增长率（%）	74.99	69.34	29.45	2.87%	14.08	-7.09%	-24.70	-39.90	-44.02
基本每股盈利（元）	0.430	0.332	0.328	0.233	0.365	0.140	0.112	0.064	0.093
资产负债率（%）	51.95	28.96	25.56	26.52	22.76	21.38	23.79	22.91	23.71
净资产收益率（%）	9.72%	3.91%	3.36%	2.28%	3.59%	2.77%	2.14%	0.97%	1.72%
总资产收益率（%）	4.67%	2.78%	2.50%	1.67%	2.78%	2.18%	1.63%	0.75%	1.31%

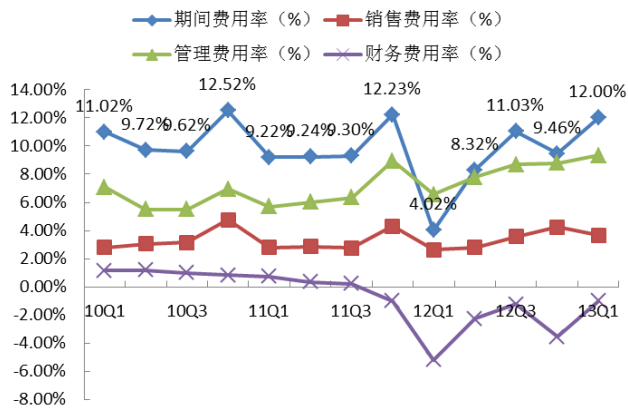
评论：

积极因素:

1. 收入与利润同比下降，期间费用率环比好转。

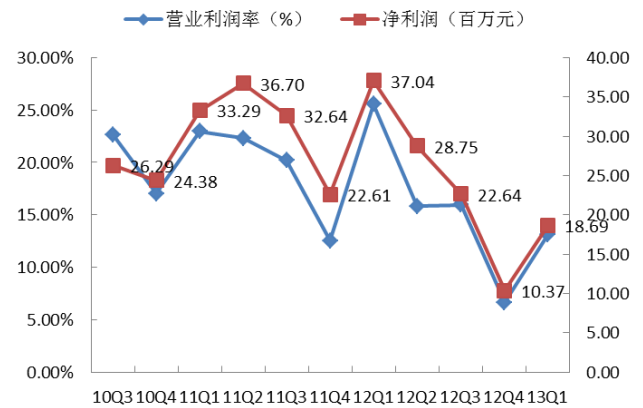
公司营业收入和净利润分别达1.65亿元和1836万元，同比分别增加5.51%和减少44.02%；基本每股收益0.09元。销售毛利率为25.62%，同比减少4.96个百分点；期间费用率为12%，同比增加8个百分点；销售净利率为13.16%，同比下降12.4个百分点，主要因高毛利率的多晶硅冷氢化工业电加热器需求因光伏不景气而迅速下降同时研发、财务费用的增加而导致净利率的大幅下降；环比来看，毛利率和净利润率分别增加3.87和6.5个百分点，净利润增长46%，符合季节特点且环比向好。1季度业绩因民用电加热器产品需求同比增加42%，导致营业总收入同比有所增长；但高毛利率的工业电加热器受多晶硅市场影响销售收入下降，导致净利润同比下降较多。随着公司民用新品水电加热器、压铸件电加热器等新品的推出，工业电加热器在石油、天然气以及化工领域的拓展，毛利率将会逐步回升，业绩将迎来一个较大翻转。

图 1：毛利率、期间费用率以及营业利润率（季度）



资料来源：公司年报，东兴证券整理

图 2：营业利润率与营业利润



资料来源：公司年报，东兴证券整理

2. 民用电加热器新品拉升民用业务增长速度。

公司民用电加热器新品不断，且不断得到客户认可；而新业务水加热领域，增速显著。海尔、皇明等都在不断上量。公司对海尔热水器供货能占到其总量的40-50%；美的热水器需求量也很大，排名第二；南京的AO史密斯，其高档产品的电加热器，都采用公司产品。保守预计，今年水加热能销售收入能到8000万元。除此以外，以前主要是外资企业如埃莫森，杭州和合等在做的压铸件电加热器，咖啡机、蒸汽熨斗等都能用，目前公司积极开辟这块业务，预计全年能做到3000-4000万，总体达到1.1亿元，对公司业绩拉动比较大。

3. 传统空调电加热器需求回升。

公司民用电加热器逐步增长，1 季度增长达到 42%，主要是因为以下原因：1) 空调电加热器销量增长很快：去年因为美的销量不好对公司产生了影响，今年美的恢复了，增长 50%多，格力 30%多；海尔水加热增长 70%多，这为今后稳定业绩也带来较大支撑。

4. 进军石油、天然气等“油服”领域，为拓展工业电加热器应用领域打下基础。

公司与多家企业进行了交流和沟通，结合国家产业政策及地方政府对项目的支持力度，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，并最终与江苏瑞吉格泰油气工程有限公司签订了合作框架协议。该公司在油气分离领域具有良好的技术优势，核心技术人员在行业内拥有良好的口碑。目前正在对该公司进行审计和评估工作。

此次并购完成后，公司将借助瑞吉格泰的业务平台，顺利进入油气分离和海工装备领域，实现主营业务的转型升级。瑞吉格泰是国内目前屈指可数的具有海外阿兹米资质与国内设计资质企业，其在石油、天然气的油气分离技术系统设计领域具有丰富经验与工程案例，公司对其收购必将带来公司工业应用领域质的提升，打造成为工业电加热器增长的另一极。

消极因素：

1. 多晶硅电加热芯需求短期难以恢复。

工业电加热器方面，公司目前面临的主要风险因素就是多晶硅行业整体继续低迷，虽然局部有好转迹象，但预计短期内难以实现根本好转，对公司工业电加热器市场销售影响较大，从而影响到公司的经营业绩。

盈利预测

公司盈利预测：预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.6 元和 0.95 元，对应 PE 为 16.9 和 10.7 倍，估值偏低且 13 年存在业绩增速反转，给予“强烈推荐”评级。建议长期价值投资者，积极底部介入。

投资建议：

公司投资亮点：1) 传统民用电加热器“四大客户需求”将同比大幅增加，稳定公司业绩；2) 新型高毛利水电加热器与压铸管拉升民用电加热器毛利率；3) 拓展电加热器在化工领域的应用，稳定传统工业电加热器的需求；4) 积极拓展多晶硅以外的工业电加热器领域，进入天然气、石油等“油服”新领域，打造公司增长的另一极；保守预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.6 元和 0.95 元，对应 PE 为 18 和 11 倍，估值偏低且 13 年存在业绩反转，持续“强烈推荐”评级。

投资风险

1、民用电加热器需求低于预期；2、工业电加热器推广进度低于预期；

表 1：盈利预测和估值

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	715.88	660.94	826.28	1,358.81	1,628.55
主营收入增长率	20.87%	-7.67%	25.02%	64.45%	19.85%
EBITDA（百万元）	152.95	99.44	199.66	310.94	383.98
EBITDA 增长率	25.12%	-34.99%	100.79%	55.73%	23.49%
净利润（百万元）	109.00	95.31	118.61	187.51	238.32
净利润增长率	41.26%	-12.56%	24.44%	58.10%	27.09%
ROE	11.62%	9.39%	20.05%	24.67%	24.45%
EPS（元）	1.360	0.480	0.600	0.948	1.205
P/E	8.01	22.69	18.16	11.48	9.04
P/B	1.04	2.12	3.64	2.83	2.21
EV/EBITDA	3.54	17.30	10.42	6.84	4.95

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

电力设备与新能源团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

刘斐 研究员

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

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。本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。