



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：机械

许民乐, CFA*

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009
(8621) 2032 8589
minle.xu@bocichina.com

*闵琳佳为本报告重要贡献者

东方电热：转型中的油气分离系统潜在巨头

东方电热(300217.CH/人民币 14.55, 未有评级)传统业务以民用和工业用电加热器为核心, 为空调、水电如热水器、厨具小家电、电动汽车、轨道交通客车及多晶硅等下游提供配套。公司在空调用加热器主要为格力、美的、海尔和奥克斯空调进行配套, 销量规模全国第一; 同时是多晶硅生产过程中四氯化硅冷氢化回收利用处理核心设备——电加热系统国内唯一供应商。由于多晶硅行业的持续低迷, 公司自去年起开始寻求业务转型突破。今年5月, 公司公告以 3,750 万现金收购江苏瑞吉格泰油气工程有限公司, 正式进入油气设备领域, 开始业务转型。

未来, 公司业务发展重点集中于两大板块: 第一, 以瑞吉格泰为核心的油气分离系统及海工装备; 第二, 以小家电、电动汽车、轨道交通客车为主要下游方向电加热器。我们认为, 上半年是公司传统业务板块业绩底部, 自第三季度起将逐渐回升, 同时新注入油气设备业务将为公司带来巨大增长潜力, 重新定义公司业务性质与估值水平。

油气分离系统潜在巨头

瑞吉格泰油气工程有限公司专注于开发石油天然气开采上游生产活动中原油、天然气和采出水的分离及天然气净化及加工技术, 可为客户提供包括从项目的设计、系统配套、设备/模块/撬块制造和工程建设, 到系统启动和操作培训等全方位的服务。公司国内的主要用户为中海油的近海石油及天然气平台, 以及中石油在国内的天然气脱水、原油脱水和富含硫天然气分离器等较高端的上游市场, 以及中石油的海外投资上游市场。在国外市场方面, 目标公司已经拥有一定的国外业绩, 包括南美、南亚、西亚、中东、俄罗斯、非洲。

瑞吉格泰在油气分离系统方面的核心优势在于公司拥有强大的技术团队。其技术核心王宏先生拥有多年在国有大型油田从事技术、管理工作的经验, 曾担任中国海洋石油工程设计公司工艺部主任、公司副总经理和中国海洋石油有限公司文昌项目设计建造部经理等职务, 具有较高的研发、技术水平。由其主导开发的计算机流体动态模拟(CFD) 技术作为公司系统设计的核心获得了国内外知名油田企业的认可, 是公司在油气分离系统方面独特的优势。

瑞吉格泰另一大优势在于东方电热为其特别准备的长江岸线, 未来将建成 3 万吨级码头, 支持公司海工设备的发展。受制于规模和资金, 瑞吉格泰在被收购前虽有优秀的技术团队与系统设计能力, 但其设备制造产能一直不足, 之前均以租借厂房和外包形式进行生产, 同时流动资金匮乏, 大大限制公司订单接收能力。2012 年, 瑞吉格泰营业收入 2,147.5 万元, 净利润 743 万, 规模较小。为充分利用其技术能力, 东方电热已于今年 3 月在镇江新区购买约 300 亩发展储备用地(含长江岸线), 用于建设电加热器上下游关联装备制造项目及相关配套项目设施。该项目拟分两期实施, 第一期用地 150 亩总投资 6 亿元, 现已开工建设, 预计明年年中可开始投入使用。届时, 瑞吉格泰生产基地将悉数搬迁至此地, 生产能力大幅提升。项目第二期用地约 150 亩, 以建设码头为主。

在镇江新建产能投产前，为保障生产能力，东方电热支持了公司原租借厂房的扩张，同时提供充足流动资金。因而，收购后瑞吉格泰订单接收能力大有提升，我们预计今年可完成订单5-6千万元，而明年收入规模有望超过2亿元。按照东方电热购买土地时与当地政府签订的投资协议，一期项目建成完全投产后预计实现年销售8亿元，主要来自瑞吉格泰，而项目完全建成后公司规划收入达到30亿元，是以我们认为公司油气设备与海工设备方面有着巨大的发展潜力。

多方位扩展民用电加热器下游运用

电加热器作为公司传统业务与现阶段利润的主要来源，扩展其下游运用、开拓新市场将是未来发展的主要方向。

空调电加热器方面，公司是国内主要空调生产商格力、美的、海尔的核心供应商，享受明显的规模效应：第一，规模效应带来的低采购成本，因原材料采购量大、付款信誉好，公司在采购成本明显低于竞争者；第二，规模效应带来的低生产成本，因生产规模大品种齐全，淡旺季效应较小，单件成本低；第三，规模效应带来的完善的分子公司生产网点，公司现有13个分子生产公司，均直接靠近客户生产基地，可满足客户零库存、快交货、定制化需求，并节约中转包装运输费用。规模效应已为公司获得更高的毛利率和不断提升的市场份额，在空调出货量小幅增长的行业里，其增速大大超过行业平均增速。

水电及小家电用加热器：公司新型水加热器部分品种已开始批量生产，而小家电用电加热器今年上半年开始生产，为如咖啡机、蒸汽熨斗等进行配套。该领域市场需求与空调相当，现主要由外资企业垄断。公司进入该领域可形成进口替代，预计自下半年起销售规模开始放量。

电动汽车用加热器：经过多年研发，公司电动汽车 PTC 产品研发已取得实质性成果并形成销售，江淮、比亚迪、重庆小康等已经进入批量生产状态、一汽、上汽、广汽今年也有订单形成。

轨道交通客车用电加热器：公司产品已经通过阿尔斯通等考核认证。

公司不断扩展的电加热器应用领域中水电和小家电用加热器将是核心方向，公司已建立事业部进行单独核算，是后期最有希望大规模生产的方向。

盈利预测

受到多晶硅行业波动的影响，公司工业电加热器销售自2012年下半年起出现大规模下滑，至今仍未有明显好转，公司预告今年上半年业绩下滑25-45%即源自于此。然而，从公司各项业务发展考虑，上半年将是公司业绩底部，下半年随着因多晶硅用加热器造成的业绩同比下滑将得以消除，并且随着空调电加热器销售超出行业的增长、民用电加热器新市场的拓展和新购入油气分离系统的逐步贡献，全年业绩下滑幅度将明显降低，如若多晶硅行业略有回暖，全年业绩亦有可能出现小幅上升。估计今年每股收益约0.45-0.5元。明年瑞吉格泰收入与利润都将有明显贡献，转型的成功将重新定义公司行业属性，迎来业绩与估值的双重提升。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371