



买入 **33% ↑**
目标价格: 人民币 26.00

300217 CH

价格: 人民币 19.57

目标价格基础: 40倍 2014年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------------|------|-----|-----|------|
| 绝对 | 123 | 33 | 29 | 171 |
| 相对新华富时A50指数 | 132 | 31 | 23 | 162 |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 198 |
| 流通股(%) | 39 |
| 总市值(人民币 百万) | 3,870 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 27 |
| 净负债比率(%) (2013E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 谭荣生 | 22 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 11 月 28 日收市价为标准

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: 能源装备

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

*闵琳佳为本报告重要贡献者

东方电热

华丽转型, 打造海上油气处理总承包商

公司收购江苏瑞吉格泰油气工程技术有限公司后正式进入油气设备领域。在行业景气背景下, 瑞吉格泰一流的技术团队、完善的资格认证体系、全面的产品体系和项目经验以及良好的客户关系, 协同东方电热自身的资金管理、制造优势, 我们相信公司将实现华丽转型, 打造国内加热器龙头企业, 我们判断 2014 年民用电加热器的稳步增长与工业电加热器的底部回升将为公司业绩提供安全边际, 我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.43、0.65、0.99 元, 2013-15 年复合增长 52%。鉴于公司业务转型, 我们按照 40 倍 2014 年市盈率首次给予目标价 26 元, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 未来海上开采将是我国乃至世界油气开发的主要趋势之一。在行业景气的背景下, 瑞吉格泰一流的技术团队、完善的资格认证体系、全面的产品体系和项目经验以及良好的客户关系, 协同东方电热自身的资金管理、制造优势, 我们相信公司有望将瑞吉格泰打造为海上平台油气处理的顶级系统集成商。
- 公司已启动“海洋油气处理工程装备生产建设项目”, 3.5 年达产后将贡献年收入 13.68 亿元, 贡献净利润 2.66 亿元, 实现公司业务转型, 推动业绩估值双重提升。按照项目建造速度, 我们预计自 2014 年起瑞吉格泰对公司的业绩贡献将开始凸显, 2014-15 年收入规模有望达到 2 亿、5 亿元, 分别贡献净利润 4 千万、1 亿元, 成倍的增长为公司未来两年及长期发展提供助力。
- 公司目前是我国最大的空调辅助电加热器制造商, 与包括格力、美的、海尔在内的主要空调生产商建立了长期而稳定的合作关系, 我们判断未来空调电加热器将进入低速稳定增长时期, 增速在 10-15% 之间。同时公司一直致力于新产品的研发与下游市场的横向拓展, 在水电、小家电、电动汽车与轨道交通等领域电加热器将逐步进入放量期。我们预计民用电加热器收入增长将稳定与 15-20% 之间。
- 公司独家为众多多晶硅生产龙头企业配套供给工业电加热器, 经历近两年低谷的光伏行业正在缓步复苏, 部分龙头企业开工复产为公司产品需求复苏带来机会。同时, 公司致力于拓展其工业电加热器在石油化工天然气领域的应用。基数影响自今年下半年起结束, 工业电加热器下滑趋势得到遏制, 预计明年起将重新恢复增长。

评级面临的主要风险

- 海上油气分离业务推进不及预期;
- 镇江新产能投产进度低于预期。

估值

- 我们看好公司向海上油气处理总承包商的转型, 随着公司新建产能的到位, 2014 年将是业绩反转元年, 我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.43、0.65、0.99 元, 2013-15 年复合增长 52%。按照 40 倍 2014 年市盈率, 首次给予目标价 26 元, 给予买入评级。

投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 716 | 661 | 798 | 1,118 | 1,482 |
| 变动(%) | 21 | (8) | 21 | 40 | 33 |
| 净利润(人民币 百万) | 109 | 95 | 85 | 128 | 197 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 1.213 | 0.482 | 0.431 | 0.649 | 0.995 |
| 变动(%) | 89.2 | (60.3) | (10.5) | 50.6 | 53.3 |
| 核心每股收益(人民币) | 1.174 | 0.480 | 0.420 | 0.643 | 0.993 |
| 变动(%) | 93.8 | (59.1) | (12.5) | 53.1 | 54.4 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 16.1 | 40.6 | 45.4 | 30.1 | 19.7 |
| 核心市盈率(倍) | 16.7 | 40.7 | 46.6 | 30.4 | 19.7 |
| 每股现金流量(人民币) | (0.62) | 0.38 | 0.25 | 0.10 | 0.40 |
| 价格/每股现金流量(倍) | (31.6) | 51.8 | 77.0 | 194.7 | 48.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.0 | 28.7 | 27.5 | 17.8 | 12.5 |
| 每股股息(人民币) | 0.200 | 0.091 | 0.129 | 0.195 | 0.299 |
| 股息率(%) | 1.2 | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 1.7 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

| | |
|---------------------------|----|
| 投资摘要 | 3 |
| 华丽转型中的国内电加热器龙头 | 5 |
| 打造海上平台油气处理顶级系统集成商 | 8 |
| 多方位扩展民用电加热器下游运用 | 14 |
| 多晶硅龙头陆续复产，工业加热器底部回升 | 17 |
| 研究报告中所提及的有关上市公司 | 19 |

投资摘要

公司主要从事电加热器及控制系统的自主研发、生产与销售，产品包括民用电加热器和工业电加热器两大类，下游覆盖空调等家用电器、电动汽车、轨道交通客车、多晶硅生产、以及石油、天然气、化工等多重领域。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，开始寻求业务转型。

海上油气分离与处理业务是公司未来战略转型的重中之重，伴随着瑞吉格泰爆发式增长的到来，公司将迎来业绩与估值的双重提升，这也是我们推荐公司的核心逻辑。我们认为未来海上开采将是我国乃至世界油气开发的主要趋势之一。在行业景气的背景下，瑞吉格泰一流的技术团队、完善的资格认证体系、全面的产品体系和项目经验以及良好的客户关系，协同东方电热自身资金、管理、制造优势，我们相信公司有望将瑞吉格泰打造为海上平台油气处理的顶级系统集成商，实现自身产品与业务结构的转型升级，实现继工业加热器后的二次腾飞。公司已启动“海洋油气处理工程装备生产建设项目”，3.5年达产后将贡献年收入13.68亿元，贡献净利润2.66亿元，成为公司支柱业务。按照项目建造速度，我们预计自2014年起瑞吉格泰对公司的业绩贡献将开始凸显，2014-15年收入规模有望达到2亿、5亿元，分别贡献净利润4千万、1亿元，成倍的增长为公司未来两年及长期发展提供助力。

民用电加热器业务稳定发展提供安全边际。公司目前是我国最大的空调辅助电加热器制造商，与包括格力、美的、海尔在内的主要空调生产商建立了长期而稳定的合作关系，我们判断未来空调电加热器将进入低速稳定增长时期，增速在10-15%之间。民用电加热器的增量将主要来自横向拓展的水加热器、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多种产品领域。其中，水加热器自下半年起月销售额已稳定在800万以上，明年月销售额有望达到千万以上，而其他产品也将在进一步市场推广中逐步放量，预计2014年民用电加热器整体增速将达到20%。

工业电加热器底部回升。公司是多晶硅生产过程中四氯化硅冷氢化回收利用处理的核心设备——电加热系统国内唯一规模化批量供应商，产品独家供应江苏中能、洛阳中硅、洛阳中岳、洛阳万年硅业、赛维LDK、内蒙古盾安光伏科技、内蒙古锋威硅业等采用冷氢化工业进行四氯化硅回收利用的多晶硅生产商。经过近两年的调整，光伏行业在内部优胜劣汰外部国内分布式光伏需求回升推动下，多晶硅龙头陆续复产，公司配套电加热器需求底部回升。同时公司正不断拓展其工业加热器在石油、天然气与化工等领域的应用。最坏的时候已经过去，保守估计2014年起工业电加热器增速将上升至15%。

估值

虽然受到去年工业电加热器高点影响今年业绩有所下滑，但这一因素已经自今年下半年开始消除，公司业绩自底部回升、逐季改善。我们看好公司向海上油气处理总承包商的转型，随着公司新建产能的逐步释放，2014年将是业绩反转、估值提升元年，我们预计公司2013-2015年每股收益分别为0.43、0.65、0.99元，2013-15年复合增长52%。对比油气设备行业平均41.34倍的2014年市盈率，公司现估值具有明显优势。按照40倍2014年市盈率，首次给予目标价26元，给予**买入**评级。

图表 1. 同业对比

| 证券代码 | 公司名称 | 前收盘价 | 总市值 (亿元, 人民币) | EPS (元, 人民币) | | | | PE | | | EPS 增速 | | |
|-----------|-----------|-------|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2013E | 2014E | 2015E | 2013E | 2014E | 2015E |
| 002353.CH | 杰瑞股份 | 76.78 | 458.42 | 1.08 | 1.68 | 2.43 | 3.43 | 45.8 | 31.6 | 22.4 | 55.6 | 44.9 | 41.3 |
| 002554.CH | 惠博普 | 12.99 | 59.19 | 0.21 | 0.32 | 0.44 | 0.58 | 40.6 | 29.8 | 22.6 | 50.1 | 35.9 | 32.2 |
| 300164.CH | 通源石油 | 16.45 | 39.09 | 0.25 | 0.36 | 0.52 | 0.65 | 45.2 | 31.5 | 25.2 | 43.6 | 43.7 | 24.7 |
| 300157.CH | 恒泰艾普 | 24.36 | 97.07 | 0.29 | 0.40 | 0.58 | 0.75 | 60.7 | 41.6 | 32.3 | 38.4 | 45.7 | 28.9 |
| 300309.CH | 吉艾科技 | 22.39 | 48.65 | 0.52 | 0.61 | 0.83 | 1.09 | 36.8 | 27.0 | 20.5 | 16.9 | 36.2 | 31.8 |
| 002278.CH | 神开股份 | 12.27 | 35.30 | 0.20 | 0.22 | 0.30 | 0.38 | 55.7 | 41.6 | 32.5 | 10.2 | 33.9 | 27.8 |
| 000852.CH | 江钻股份 | 16.55 | 66.27 | 0.33 | 0.33 | 0.38 | 0.42 | 50.5 | 43.1 | 39.4 | (0.7) | 17.1 | 9.5 |
| 002207.CH | 准油股份 | 17.8 | 17.70 | 0.11 | 0.28 | 0.45 | 0.60 | 63.6 | 39.6 | 29.7 | 154.5 | 60.7 | 33.3 |
| 300084.CH | 海默科技 | 17.18 | 21.99 | 0.02 | 0.17 | 0.28 | 0.45 | 102.2 | 61.7 | 37.9 | 575.1 | 65.6 | 62.8 |
| 002629.CH | 仁智油服 | 12.45 | 21.37 | 0.47 | 0.62 | 0.76 | 0.91 | 20.0 | 16.4 | 13.6 | 31.7 | 21.7 | 20.4 |
| 300191.CH | 潜能恒信 | 31.23 | 99.94 | 0.26 | 0.29 | 0.34 | 0.41 | 107.5 | 90.8 | 77.1 | 11.8 | 18.4 | 17.8 |
| | 平均 | | 87.72 | 0.34 | 0.48 | 0.66 | 0.88 | 57.13 | 41.34 | 32.11 | 89.76 | 38.52 | 30.05 |
| 300217.CH | 东方电热 | 19.57 | 38.70 | 0.48 | 0.43 | 0.65 | 0.99 | 45.5 | 30.1 | 19.8 | (10.4) | 51.2 | 52.3 |

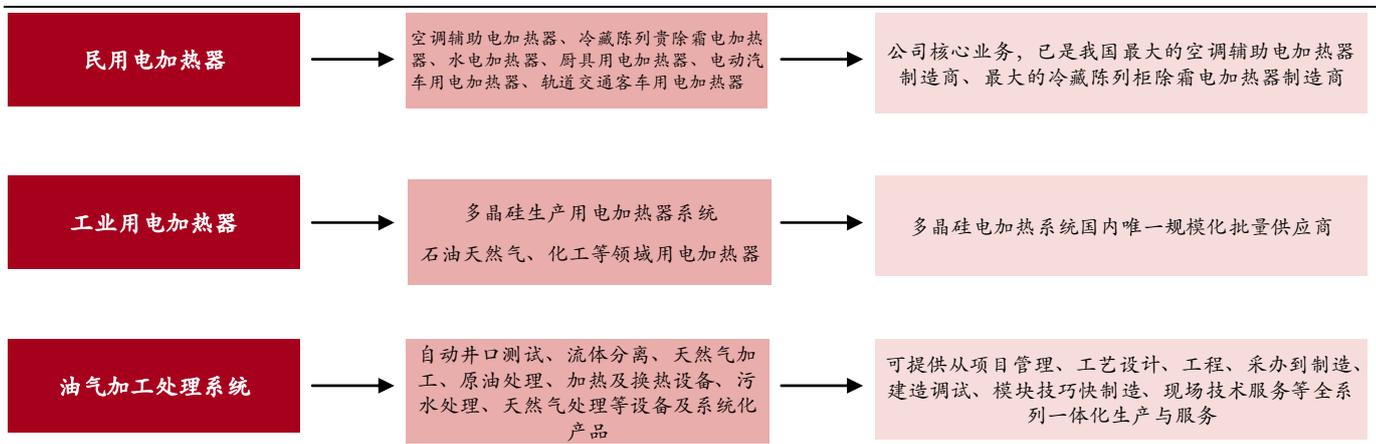
资料来源: wind, 中银国际证券

*除东方电热外, 所有预测数据均采用 wind 一致预期

华丽转型中的国内电加热器龙头

公司自创立以来一直致力于高性能电加热器及控制系统的自主研发、生产与销售，现已发展为电加热器行业技术领先、规模较大、品种齐全的行业龙头。公司核心产品分为民用加热器和工业用加热器两类，其中民用加热器方面公司是我国最大的空调辅助电加热器制造商、最大的冷藏陈列柜除霜电加热器制造商，并同时大力横向拓展水加热器、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多种产品领域；工业加热器方面公司是多晶硅生产过程中四氯化硅冷氢化回收利用处理的核心设备——电加热系统国内唯一规模化批量供应商，并大力拓展石油、化工、天然气等领域应用。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。

图表 2.各板块主要产品及发展状况

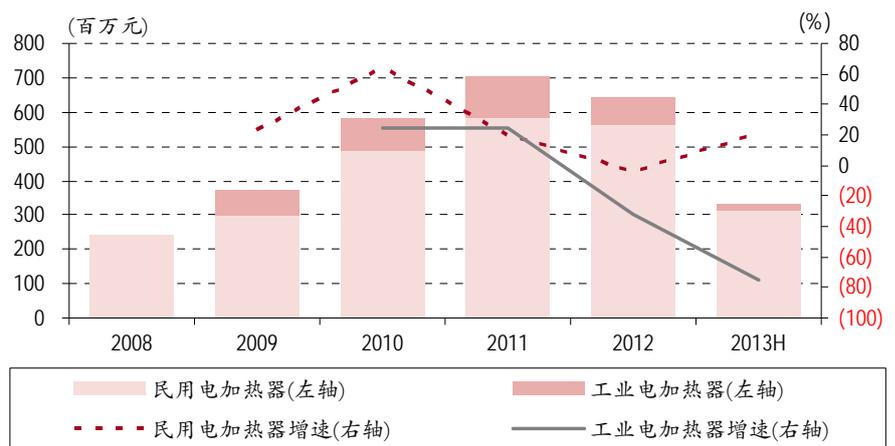


资料来源：公司公告、中银国际证券

至2012年，公司主营业务收入达到6.44亿元，其中民用电加热器与工业用加热器分别实现收入5.64亿元、0.8亿元，分别占主营业务收入的87.57%和12.43%。

民用加热器方面，2012年由于公司空调辅助电加热器的三大核心客户之一美的空调销售量下滑，公司民用电加热器销售出现3.8%的小幅下滑。自2013年以来，美的空调销量明显恢复，格力空调销量稳定增长，同时为海尔热水器配套生产的水电加热器开始放量，公司民用电加热器销售显著恢复，上半年已实现3.14亿收入，增长21.29%。未来公司民用电加热器的增长主要来源于产品的横向拓展，包括中短期内水电加热器、小家电用压铸件电加热器等产品的放量，以及中长期电动汽车用电加热器、轨道交通客车用电加热器等新产品的拓展。

工业加热器方面，因多晶硅冷氢化电加热芯需求大幅下降，2012年收入较2011年大幅下降31.63%，尤其是在2012年下半年仅销售1,521万元，同比下滑达到72.87%。2013年上半年在低迷的光伏产业和高企的基数双重压力下，工业加热器仅实现收入1,637万元，同比下滑74.75%。然而，得益于公司工业电加热器在化工、石油天然气等领域的拓展，与2012年下半年相比，工业电加热器销售有所提升，环比来看增长7.63%。随着瑞吉格泰的加入，公司获得压力容器资质后，工业电加热器在石油天然气领域的拓展有望加速。另外，多晶硅行业底部反弹也有望带来工业电加热器销售的复苏。

图表 3.按板块分类的主营业务收入及增速


资料来源: 公司公告、中银国际证券

毛利率方面, 公司民用和工业用电加热器有着完全不同毛利率水平。其中民用电加热器由于主要应用于空调领域, 作为家电配套零部件毛利率一直稳定在 22-26%之间。而工业电加热器由于其高技术高壁垒性享有明显溢价, 毛利率基本在 50%上下, 是民用电加热器的两倍。

图表 4.分版块毛利率


资料来源: 公司公告、中银国际证券

2013年5月, 公司以现金收购油气分离处理系统工程公司瑞吉格泰宣告正式进入油气设备领域, 从而开始其业务的转型。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、原油脱水和高含硫天然气分离器较高端的上游市场, 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。

被收购前，瑞吉格泰虽拥有一流的设计能力、完善的资格认证体系、全面的产品体系和项目经验以及良好的客户关系，但受制于资金约束，公司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，规模并不大。但作为东方电热未来转型战略的重中之重，公司已对其现有厂房进行扩张并向其增资，同时公司今年3月为发展瑞吉格泰而在镇江新区购买约300亩发展储备用地（含长江岸线）中第一期用地150亩已开工建设，启动“海洋油气处理工程装备生产建设项目”，3.5年达产后将贡献年收入13.68亿元，贡献净利润2.66亿元，成为公司支柱业务。预计明年年中可开始逐步投入使用。建成后瑞吉格泰产能与制造能力将得到质的飞跃，成为海上平台油气处理顶级系统集成商指日可待。

打造海上平台油气处理顶级系统集成商

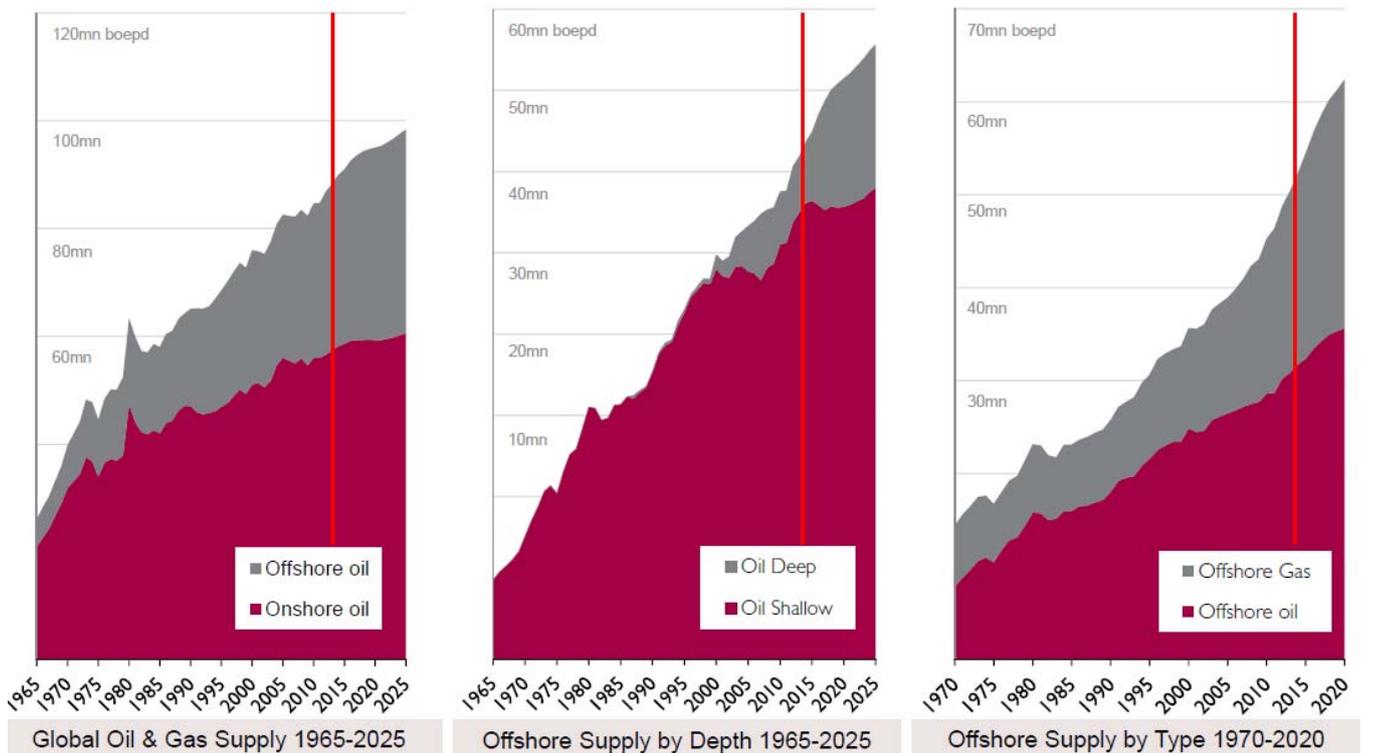
瑞吉格泰自技术核心王宏先生加入后已逐渐发展成为具有工艺系统一体化综合解决能力的成套系统装备与技术服务商，具有先进和广泛的流体分离和天然气净化及加工技术，能为石油及天然气开采用户量身定做解决方案，使其生产的油气产品满足下游用户的工艺要求，采出水经过处理后满足当地政府的废水排放指标或油气田污水重新回注的工艺要求。

东方电热收购瑞吉格泰旨在利用其一流的设计能力、完善的资格认证体系、全面的产品体系和项目经验以及良好的客户关系，结合自身资金、制造优势，将瑞吉格泰打造为海上平台油气处理的顶级系统集成商，实现自身产品与业务结构的转型升级。

海上油气开发是未来资源趋势

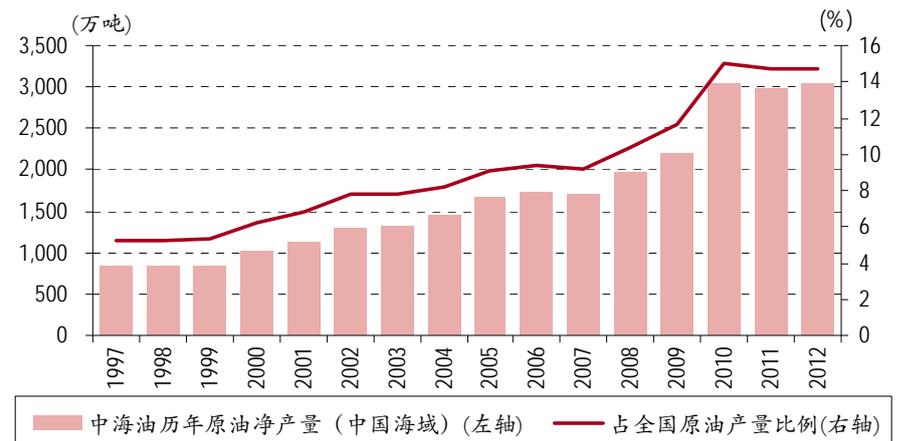
随着陆上油气资源开采难度的日渐增加和海上开采技术的日益提升，开采海上石油经济性愈加凸显，根据国际著名海洋石油咨询机构 Douglas-Westwood 今年年初的预测，深海油气资本开支将在未来 10 年内翻倍，达到每年 2,320 亿美元，对应海上石油产量增速也将远高于陆上石油产量增速。

图表 5. 海上能源供给增长预测



资料来源:、Douglas-Westwood

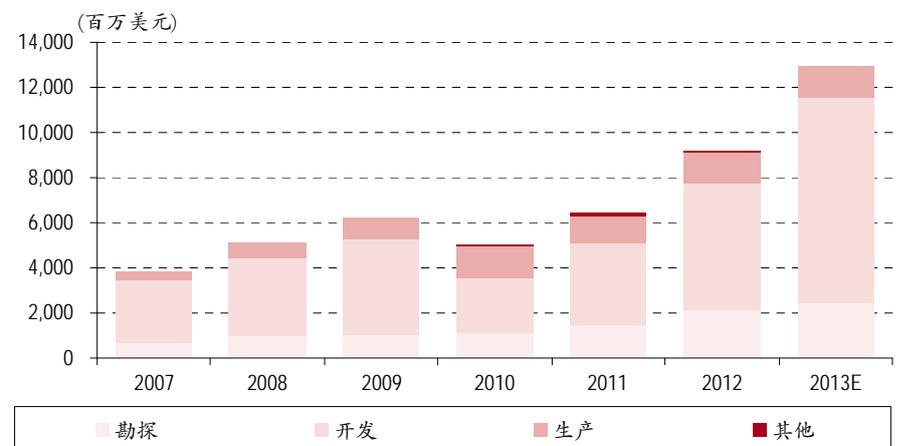
国内油气开发也呈现出明显的向海上扩张的趋势，根据中国海洋石油 (0883.HK) 披露的产量数据，2012 年公司在我国海域共生产原油 3,053.47 万吨（按照 1 桶=0.163 吨换算），1997-2012 年原油产量年复合增长率达到 8.93%，远高于同期全国石油产量 1.72% 的年复合增长率。公司原油产量占国内石油产量的比例也从 1997 年的 5.27% 上升至 2012 年的 14.72%。可以说，近年来国内新增石油产量主要依赖于海上开采。

图表 6.中海油历年原油产量（中国海域）


资料来源：中海油公告、国家统计局、中银国际证券

我们预计在国内油气能源结构中，海上占比将进一步提升：第一，国内海洋油气资源丰富，且无论是储量探明率或开发比率均低于陆上油气资源，为进一步勘探开发提供空间；第二，在国内陆上石油产量的增长难以匹配消费增长的矛盾下，基于能源安全考虑勘探开发向非常规、近海以至深海的发展必不可少；第三，技术的持续进步带来海上油气开发成本的不断下降，同时陆上油气开采难度提升造成成本不断上升，海上开发经济性日益提升。

根据中海油年初发布的2013年战略展望，今年全年资本开支约120-140亿美元，比2012年预计上升31-52%，其中勘探、开发、生产资本投资分别占19%、70%和11%。中海油的“十二五”规划提出产量年复合增长6-10%，其中中国海域增长4-5%的目标，2013-2014正是规划的攻坚时段，资本开支将更多集中于开发环节，工程建设量将明显提升。根据中海油战略展望，公司年内在中国海域将有10个新油气田投产，其中仅有一个项目在上半年投产，其余九个项目投产时间集中在下半年和年底，而年内共有24个项目在建，是历年来规划的最高峰，建设高峰将为设备与工程服务商带来快速增长机会。

图表 7.中海油历年资本开支及计划


资料来源：公司公告、中银国际证券

*2013年预测数据取130亿为标准

图表 8.中海油历年战略规划项目数量


资料来源：中海油历年战略展望、中银国际证券

*公司未公告2010年在建项目数量

技术实力成就系统集成商

一流的系统设计能力

国内传统油气处理技术设计人员主要出自中石油、中石化旗下研究院，其设计理念更适用于系统集成要求低、场地开阔、作业安全性高的陆上油田。瑞吉格泰所设计的油气分离系统则更适用于海上油气开采平台。公司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，后长期在加拿大从事海上油气处理系统设计工作。在王宏先生的带领下，瑞吉格泰提供的工艺设计能够满足海上平台系统集成要求高、场地有限、作业条件恶劣等苛刻条件，满足国内外客户设计需求与设计理念。

瑞吉格泰的设计基于其特殊的计算机流体动态模拟技术（CFD），其所拥有的知识，资源和设备使分离设备的计算尽可能达到了精确水平。普通地分离设备工艺计算是在总体的操作条件下所做的假设计算，他们不能够详细地描述与工艺相关的实际流体的流动状况。CFD创立一个几何模块来代表分离设备，该模块被分成无数个独立的元，从而连续形成一个计算的格。瑞吉格泰使用CFD可以解决了在每个分离和不连续的元点之间的流体流动平衡的问题，并联合起来提供了一个总的流体流动状况，为旧有的设计和新有的设计提供有效的解决办法。

完善的综合服务能力与产品系列

从设计出发，瑞吉格泰能够为客户提供完善的解决方案，其油气处理工艺设备及系统的设计、开发和服务已获得挪威船级社的管理体系认证，是国内唯一一家具有海外设计认证资质的公司。公司同时是中海油一级供应商，可提供包括从项目的概念设计、模块/橇块和常规工程建造，到系统启动和操作培训等全方位的服务，保障客户保质保量按时完成项目建设。综合服务能力是公司未来获得项目总包工程项目的基础，发展潜力巨大。

图表 9. 综合服务能力

| 服务项目 | 服务内容 |
|--------|---|
| 项目管理 | 为项目进行严格评估，并提供报价和工程计划，以确保按时完成预算目标 |
| 工艺设计服务 | 利用公司专用的和特殊的设计技术，提供具有创新的、高效的、安全的和环保的工艺设备和系统解决方案。 |
| 工程及采办 | 使用计算机程序和新技术来完成概念设计、工程及项目预算，详细设计、加工设计和工程采办 |
| 制造 | 制造能力包括配管，钢结构和容器制造，同时也可做设备模块/撬块组装。无论是模块制造还是现场制造，工艺配管和钢结构的预制可最大限度地应用于每个项目中。 |
| 建造及调试 | 提供模块/撬块建造和现场建造的整套建造和调试服务。其中包括现场制造、制造监督、检验和调试 |
| 现场技术服务 | 提供现场安装，启动和调试的全方位服务 |

资料来源：公司网站、中银国际证券

与公司综合服务能力想匹配的是公司完善的产品体系，公司已获得包括国家特种设备 A1、A2 压力容器制造许可、国家特种设备 D1、D2 压力容器设计许可和美国 ASME 压力容器制造许可，可以设计、配套和建造从井口到炼制工艺装置中的各种油、气生产工艺设备，油、气、水处理回收设备，以及其它工艺辅助和公用系统，其技术和工艺应用包括油气分离系统、油、气集输系统、加热、换热设备及系统、分离器、电脱水和电脱盐设备以及静电聚集器等。

图表 10. 公司产品

| 流体分离 | 天然气加工 | 原油处理 | 天然气处理 | 污水处理 | 自动井口测试 | 加热及换热设备 | 系统化产品 |
|--------|--|--------------|------------|-----------------|-------------|---------|--------|
| 卧式分离器 | 轻烃回收装置 | 原油热处理器 | 甘醇脱水 | 斜板油水分离器 | 井口测试盘 | 电水浴加热器 | 撬装工艺系统 |
| 立式分离器 | 脱除 H ₂ S/CO ₂ 装置 | 立式 & 卧式静电处理器 | 接触塔 | 板式聚集器/脱水器 | 电动操作井口 | 直接电加热器 | 工程及设计 |
| 计量分离器 | | 电脱盐设备 | 甲醇回收, 甲醇再生 | 诱导式气体浮选装置 (IAF) | 测试管汇 | 换热器 | 电气 |
| 过滤分离器 | 气体处理装置 | | 分子筛装置 | 加气浮选装置 (IGF) | 气动操作井口 | | 仪表 |
| 段塞流捕集器 | 凝析油稳定及分馏装置 | | 乙二醇再生 | 溶气式气体浮选装置 (DAF) | 测试管汇 | | |
| 气体聚集器 | 凝析液聚集体 | | | 高速介质过滤器 | 撬装井口测试设备 | | |
| 凝析液聚集体 | 烃露点控制装置 | | | 高速机械过滤器 | 便携式拖车井口测试设备 | | |
| 气体洗涤器 | | | | 核桃壳过滤器 | | | |
| | | | | 介质过滤器 | | | |

资料来源：公司网站、中银国际证券

丰富的项目经验，广泛的客户关系

在石油天然气领域，在技术、资质和客户高门槛之下，第一笔订单的获得总是最为困难也最具有挑战的，只有获得第一笔项目获得甲方肯定、获得资质方能有后续持续合作的可能，而丰富的项目经验积累也是技术持续优化、长久客户关系得以建立的宝贵财富。瑞吉格泰过去虽受资金限制未能将体量做大，却在包括陆地和近海油田的油气分离与处理的各个环节积累了丰富的项目经验，与包括中石油、中石化、中海油和壳牌、雪弗龙、洛克石油等国内外知名石油客户建立了良好关系。获得产能与资金后，这些积累都将成为公司腾飞的坚实基础和核心优势。

图表 11. 公司部分项目细节

| 甲方 | 项目 | 位置 | 所供设备 |
|----------------------------|-------------------------|------------|--|
| 雪弗龙&中石油 | 川东北天然气项目 | 中国 | 卧式气液分离器、低温液氮罐、水浴式蒸发器 |
| 中海油 | LD5-2 项目 | 中国 | 原油换热器 |
| | LD10-1 项目 | 中国 (近海平台) | 生产分离器撬、核桃壳过滤器撬 |
| | LD 近海项目 | 中国 (近海平台) | 计量分离器撬、段塞流捕集分离器撬、生产分离器撬、原油热处理器撬 |
| | LF13-2 项目 | 中国 (近海平台) | 三相高效分离器撬 |
| | PY 天然气开发项目 | 中国 (近海平台) | 凝析油聚结器、天然气生产分离器、天然气再生气分水器、闪蒸分离器、凝析油分离器、低温分离器、天然气分液罐、高压燃料气洗涤器、低压燃料气洗涤器、燃料气处理撬 |
| | BZ28-2S 油田项目 | 中国 (近海平台) | 计量分离器撬、一级分离器撬、二级分离器撬、测试分离器撬 |
| | BZ29-4 油田项目 | 中国 (近海平台) | 测试分离器撬、段塞流捕集分离器撬、 |
| | BZ34-1 油田项目 | 中国 (近海平台) | 测试分离器撬、计量分离器、一级分离器撬、二级分离器撬 |
| | SZ36-1 油田项目 | 中国 (近海平台) | 电脱水入口分离器撬 |
| | JZ9-3W 油田项目 | 中国 (近海平台) | 燃料气撬 |
| 中石油 | 四川南坝天然气脱中国 水站项目 | 中国 | 入口过滤分离器、三甘醇脱水接触塔、闪蒸罐、贫甘醇/干气换热器、甘醇重沸器、蒸馏柱、固体颗粒过滤器、活性炭过滤器、消泡剂罐、三甘醇补充罐 |
| | 尼日尔项目 | 尼日尔 | 气体洗涤器撬、污油罐、化粪池、高压分液罐撬、低压分液罐撬、闭式排放罐、开始排放罐、火炬分液罐撬、静态混合器、过滤器 |
| OGI Group | Hamrin 油田开发项目 | 伊拉克 | 甘醇接触塔、出口液体分离器、甘醇重沸器、蒸馏柱、汽提柱、甘醇过滤器、活性炭过滤器、缓冲罐、闪蒸罐、甘醇再生撬 |
| 洛克石油 | 洛克石油赵东项目 | 中国 (近海平台) | 测试分离器、闭式排放容器、仪表气瓶、燃料器入口分离器、断塞流捕集器、生产分离器、原油热处理器、闭式排放罐、火炬分液罐、高压闭式排放罐、高压火炬分液罐 |
| Occidental Petroleum Corp. | Safah Field | 阿曼 | 电脱盐和甘醇水浴加热器撬、电脱盐撬 |
| ENCE | Khabarovskij Refinery - | 俄罗斯 | 电脱盐撬 |
| UK Expro | OPL-230 | 尼日利亚(近海平台) | 热处理器撬 |
| SICEC 工程建造公司 | Labsefid 油田 | 伊朗 | 电脱盐处理器 |

资料来源：公司网站、中银国际证券

加快整合扩张，期待腾飞

虽然瑞吉格泰在技术服务能力方面有着得天独厚的优势，但长期以来由于资金缺乏产能有限，尤其是国内项目基本需全额垫资的情况下，公司过去在大型总包项目方面接单能力较弱，诸多项目仅能专注于轻资产的设计服务、提供部分核心设备。直至 2012 年公司收入规模仅 2,147 万元，净利润 743 万，仅是巨大的油气分离处理市场中的一叶扁舟。

图表 12. 瑞吉格泰财务数据

| (百万元) | 2012.12.31 | 2011.12.31 |
|-------|------------|------------|
| 总资产 | 46.76 | 41.90 |
| 净资产 | 16.23 | 9.34 |
| | 2012 年 | 2011 年 |
| 营业收入 | 21.47 | 18.50 |
| 净利润 | 7.43 | -2.61 |

资料来源：公司公告、中银国际证券

瑞吉格泰作为东方电热未来业务转型的根本所在，公司在收购前已开始为瑞吉格泰在产能方面积极进行准备，收购后公司副董事长谭克先生开始专注于瑞吉格泰的管理工作，多渠道引进技术、管理、制造、质控、市场等各方面的专业人才，加快在资源、人才、市场等多方面整合扩张。

虽然仍面临不确定性，但在景气正强的海上油气开采背景下，结合瑞吉格泰一流的设计能力、完善的资格认证体系、全面的产品体系和项目经验以及良好的客户关系，与东方电热自身资金、制造优势，我们相信公司有望将瑞吉格泰打造为海上平台油气处理的顶级系统集成商，实现自身产品与业务结构的转型升级，实现继工业加热器后的二次腾飞。我们预计自 2014 年起瑞吉格泰对公司的业绩贡献将开始凸显，到 2015 年收入规模有望达到 5 亿元，成为上市公司利润和增长的主要来源。

图表 13.上市公司加快对瑞吉格泰的资源整合与扩张

| 整合方向 | 整合方式 |
|------|---|
| 资金 | 以超募资金 3800 万元增资，增资后瑞吉格泰注册资本达到 5000 万元。 |
| 产能 | 公司已于今年 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。公司已启动“海洋油气处理工程装备生产建设项目”，年产 15 套原油处理系统和 7 套天然气处理系统，3.5 年完全达产后将贡献年收入 13.68 亿元，贡献净利润 2.66 亿元，成为公司支柱业务。按照建造速度，明年年中瑞吉格泰生产基地将悉数搬迁至此地逐步进入生产，生产能力大幅提升。在新建产能可使用前过渡期，公司已在瑞吉格泰原厂址附近进行产能扩建，以满足期间订单的大幅增加。 |
| 制造 | 公司已从同行业引进制造、管理与质量控制团队，以海外客户严苛的要求为标准，着力于打造一流的制造能力 |
| 市场 | 整合上市公司原有新加坡工业加热器销售平台与瑞吉格泰自身客户关系，实现市场资源共享。 |

资料来源：公司公告、中银国际证券

多方位扩展民用电加热器下游运用

公司目前是我国最大的空调辅助电加热器制造商，在包括格力、美的、海尔在内的主要空调生产商所占据市场份额已遥遥领先于其他竞争对手，部分产品市占率超过 50% 甚至达到 90% 以上。公司同时是我国最大的冷藏陈列柜除霜电加热器制造商，并正大力横向拓展水加热器、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多种产品领域。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。我们认为未来 2 年内公司水加热器与小家电加热器将是主要放量产品，支撑民用加热器销售稳定增长。

空调辅助加热器龙头稳定增长

凭借超过 20 年的发展，公司空调辅助电加热器（包括 PTC 与电热管电加热器）已经占据格力、美的、海尔等空调生产商主要市场份额，客户关系稳定紧密。

公司核心优势在于长期紧贴客户的产能建设与销售政策所积累的规模效应：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，加上技术、服务、产品系列等优势已难以撼动，行业竞争格局趋于稳定，未来增长将取决于行业整体增速变化。

经过 10、11 年国内经济刺激下的高速增长，到 12 年经济增速放缓的增速大幅下滑，自今年年初以来空调生产开始缓慢复苏，1-10 月全国空调产量达到 1.23 亿台，较去年同期增长 8.5%。房地产开发与城镇化仍是空调需求的主要来源，行业仍有增长潜力。但随着全球经济增速的放缓与家电下乡等刺激政策效应的减退，对空调的需求已经难以复制以往高速增长态势，进入平稳发展阶段。由于公司大客户美的的恢复性生产，公司今年空调加热器增速超过 20% 明显高于行业平均水平，2014 年这一因素的影响不再，未来公司空调加热器将进入稳定低速增长阶段。

图表 14. 全国空调月度累计产量



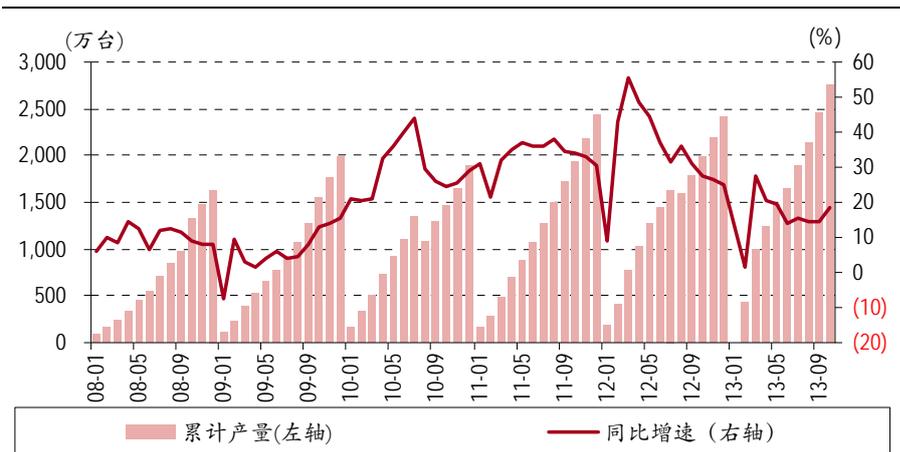
资料来源: wind、中银国际证券

水加热器进入放量期

水加热器主要应用于电热水器、滚筒洗衣机等家用电器中。2012年，我国全年生产家用电热水器2,424万台，家用洗衣机6,741万台，均创下历史新高。今年1-10月，全国共生产电热水器2,747万台，同比增长18.36%，生产家用洗衣机5,825万台，同比增长7.61%，增长态势不减。随着人民生活水平的提高，两类家用电器的普及率将持续提升，尤其是滚筒洗衣机占洗衣机的比例将持续提升，广阔的市场为相关零部件提供机会。

公司在2011年年末投入超募资金8,500万元建设年产600万套新型水加热器产能，该产能已经在去年年底建设完成开始逐步投产。按照最初规划，该项目完全达产可贡献收入2.1亿元，生产期第1-4年内分别达产40%、60%、80%、100%。在建设产能的同时，公司利用已有客户资源大力推广。经过上半年的试生产和小批量供货，公司已经得到包括电热水器第一品牌生产商海尔在内的诸多厂商认可，水电加热器开始稳定放量。进入第三季度，公司水加热器每月销售量稳定在800-900万之间，我们认为随着客户的进一步开拓，明年水加热器月均销量将突破1,000万，成为明年民用电加热器主要的增量来源。

图表 15. 全国家用电热水器月度累计产量



资料来源: wind、中银国际证券

图表 16. 全国家用洗衣机月度累计产量



资料来源: wind、中银国际证券

研发多点开花，横向扩张下游运用

除水加热器外，公司也致力于不断研发新产品，拓展电加热器在包括厨具等小家电用电加热器、电动汽车用电加热器、轨道交通客车等多种产品领域的应用，通过横向发展拓宽公司产品销售。结合各类产品研发进度与市场情况，我们认为小家电用加热器是中短期最可能获得突破的领域。该产品主要为如咖啡机等出口产品进行配套，现主要由外资企业垄断，公司今年上半年开始进行试生产，若市场拓展进展顺利，有望于明年获得突破。电动汽车 PTC 电加热器研发已有实质性突破并开始销售，其中江淮、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。

图表 17.新产品研发

| 产品应用 | 进度 |
|---------------|----------------------|
| 咖啡机蒸汽内胆 | 产品试制成功，进入产品推广阶段 |
| 电动汽车 PTC 电加热器 | 产品进入中、小规模生产并进入推广应用阶段 |
| 轨道交通客车用电加热器 | 产品已经通过阿尔斯通等考核认证 |

资料来源：公司公告、中银国际证券

多晶硅龙头陆续复产，工业加热器底部回升

公司是多晶硅生产过程中四氯化硅冷氢化回收利用处理的核心设备——电加热系统国内唯一规模化批量供应商，是包括江苏中能、洛阳中硅、洛阳中岳、洛阳万年硅业、赛维 LDK、内蒙古盾安光伏科技、内蒙古锋威硅业等采用冷氢化工业进行四氯化硅回收利用的多晶硅生产商的独家供应商。公司产品主要包括电加热器和电加热芯，其中电加热器系统主要在新建产能、生产线技改中使用，而核心部件电加热芯（约占电加热器价值的 40-60%）在生产线复产、或连续工作一年左右需要更换。

自 2008 年公司完成产品研发开始试制起，随着光伏多晶硅产能建设高潮公司工业用电加热器年销售额曾最高达到 1.17 亿元（2011 年）。2012 年光伏行业景气度急转直下，多晶硅生产商产能利用率迅速下滑、部分甚至停产乃至退出市场。同年，公司在完成上年留存订单后多晶硅生产用电加热器在下半年几乎颗粒无收，致使工业加热器收入大幅下滑，拖累业绩下滑。

图表 18.工业加热器收入自 2012 年下半年起大幅下滑



资料来源：公司公告、中银国际证券

今年 5 月，国务院发布《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，7 月，中欧光伏价格承诺谈判成功，旷日持久的光伏贸易争端圆满解决，行业最后一个利空因素消除。欧盟将对我国 94 家企业按照价格承诺协议要求，实施对欧盟出口硅片、电池、组件免征反倾销税。同月，商务部发布公告对产自美、韩的太阳能级多晶硅采取临时反倾销措施。一系列产业引导与优惠政策的出台，和同行业近两年的整合调整、优胜劣汰，光伏行业开始显现复苏迹象。三季度起，多晶硅价格温和上涨，长达一年几近行业全面停产的境况被打破，国内一些多晶硅龙头企业开始逐步复产，包括但不限于：南玻 A 多晶硅厂 8 月 4 日正式开车；8 月 18 日洛阳中硅全面复产；陕西天宏 9 月复产开车。随着多晶硅陆续复产，对多晶硅生产用电加热器需求也有所恢复。公司 7 月获得内蒙古盾安光伏科技公司价值 1,180 万元的电加热器订单，用于客户生产线技改。除此之外，我们也了解到公司陆续接到因复产而产生的更换电加热芯的订单需求，虽然体量尚小，多晶硅生产的复苏尚有不确定性，但经过近两年的低迷，我们认为公司工业电加热器底部已经确定，未来将逐步回升。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 销售收入 | 716 | 661 | 798 | 1,118 | 1,482 |
| 销售成本 | (498) | (486) | (604) | (824) | (1,058) |
| 经营费用 | (62) | (53) | (63) | (84) | (116) |
| 息税折旧前利润 | 156 | 122 | 131 | 210 | 308 |
| 折旧及摊销 | (13) | (26) | (36) | (46) | (57) |
| 经营利润(息税前利润) | 142 | 96 | 95 | 164 | 251 |
| 净利息收入/(费用) | (1) | 20 | 8 | (8) | (12) |
| 其他收益/(损失) | 4 | 0 | 3 | 1 | 1 |
| 税前利润 | 146 | 117 | 106 | 157 | 239 |
| 所得税 | (21) | (18) | (16) | (24) | (37) |
| 少数股东权益 | (16) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| 净利润 | 109 | 95 | 85 | 128 | 197 |
| 核心净利润 | 105 | 95 | 83 | 127 | 196 |
| 每股收益(人民币) | 1.213 | 0.482 | 0.431 | 0.649 | 0.995 |
| 核心每股收益(人民币) | 1.174 | 0.480 | 0.420 | 0.643 | 0.993 |
| 每股股息(人民币) | 0.200 | 0.091 | 0.129 | 0.195 | 0.299 |
| 收入增长(%) | 21 | (8) | 21 | 40 | 33 |
| 息税前利润增长(%) | 29 | (33) | (1) | 73 | 53 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 30 | (22) | 7 | 61 | 46 |
| 每股收益增长(%) | 89 | (60) | (11) | 51 | 53 |
| 核心每股收益增长(%) | 94 | (59) | (13) | 53 | 54 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 146 | 117 | 106 | 157 | 239 |
| 折旧与摊销 | 13 | 26 | 36 | 46 | 57 |
| 净利息费用 | 1 | (20) | (8) | 8 | 12 |
| 运营资本变动 | (279) | (35) | (73) | (175) | (200) |
| 税金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营现金流 | 63 | (13) | (10) | (17) | (29) |
| 经营活动产生的现金流 | (56) | 75 | 50 | 20 | 79 |
| 购买固定资产净值 | (106) | (53) | (130) | (120) | (120) |
| 投资减少/增加 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (106) | (52) | (130) | (120) | (120) |
| 净增权益 | 562 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 18 | (28) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 0 | (18) | (18) | (26) | (39) |
| 其他融资现金流 | (12) | 10 | 8 | (8) | (12) |
| 融资活动产生的现金流 | 568 | (36) | (10) | (34) | (51) |
| 现金变动 | 406 | (13) | (90) | (134) | (91) |
| 期初现金 | 31 | 437 | 425 | 335 | 201 |
| 公司自由现金流 | (161) | 3 | (80) | (100) | (41) |
| 权益自由现金流 | (144) | (5) | (72) | (108) | (53) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 437 | 425 | 335 | 201 | 110 |
| 应收帐款 | 442 | 461 | 557 | 780 | 1,034 |
| 库存 | 183 | 179 | 223 | 304 | 391 |
| 其他流动资产 | 69 | 32 | 35 | 41 | 47 |
| 流动资产总计 | 1,132 | 1,097 | 1,150 | 1,326 | 1,581 |
| 固定资产 | 193 | 232 | 290 | 337 | 372 |
| 无形资产 | 26 | 57 | 87 | 107 | 127 |
| 其他长期资产 | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 长期资产总计 | 221 | 292 | 380 | 447 | 502 |
| 总资产 | 1,352 | 1,389 | 1,530 | 1,773 | 2,084 |
| 应付帐款 | 286 | 283 | 352 | 481 | 618 |
| 短期债务 | 28 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 其他流动负债 | 19 | 15 | 16 | 23 | 32 |
| 流动负债总计 | 333 | 303 | 373 | 508 | 654 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 26 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 股本 | 90 | 198 | 198 | 198 | 198 |
| 储备 | 848 | 817 | 885 | 988 | 1,146 |
| 股东权益 | 938 | 1,015 | 1,082 | 1,185 | 1,344 |
| 少数股东权益 | 56 | 55 | 60 | 65 | 71 |
| 总负债及权益 | 1,352 | 1,389 | 1,530 | 1,773 | 2,084 |
| 每股帐面价值(人民币) | 10.43 | 5.13 | 5.47 | 5.99 | 6.79 |
| 每股有形资产(人民币) | 10.14 | 4.84 | 5.03 | 5.45 | 6.15 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (4.55) | (2.13) | (1.67) | (1.00) | (0.54) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 21.7 | 18.5 | 16.4 | 18.8 | 20.8 |
| 息税前利润率(%) | 19.9 | 14.5 | 11.9 | 14.7 | 16.9 |
| 税前利润率(%) | 20.4 | 17.6 | 13.2 | 14.1 | 16.2 |
| 净利率(%) | 15.2 | 14.4 | 10.7 | 11.5 | 13.3 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 3.4 | 3.6 | 3.1 | 2.6 | 2.4 |
| 利息覆盖率(倍) | 228.6 | n.a. | n.a. | 20.5 | 20.9 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 2.8 | 3.0 | 2.5 | 2.0 | 1.8 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 16.1 | 40.6 | 45.4 | 30.1 | 19.7 |
| 核心业务市盈率(倍) | 16.7 | 40.7 | 46.6 | 30.4 | 19.7 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 22.2 | 54.1 | 61.9 | 40.4 | 26.2 |
| 盈率(倍) | | | | | |
| 市净率(倍) | 1.9 | 3.8 | 3.6 | 3.3 | 2.9 |
| 价格/现金流(倍) | (31.6) | 51.8 | 77.0 | 194.7 | 48.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.0 | 28.7 | 27.5 | 17.8 | 12.5 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 125.7 | 136.3 | 121.5 | 116.8 | 119.8 |
| 应收帐款周转天数 | 184.2 | 249.5 | 232.8 | 218.2 | 223.4 |
| 应付帐款周转天数 | 128.0 | 157.4 | 145.4 | 136.0 | 135.3 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 16.5 | 18.9 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 18.1 | 9.8 | 8.1 | 11.3 | 15.6 |
| 资产收益率(%) | 12.1 | 5.9 | 5.5 | 8.4 | 11.0 |
| 已运用资本收益率(%) | 19.8 | 9.2 | 8.6 | 13.7 | 18.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

杰瑞股份 (002353.CH/人民币 76.78, 买入)

惠博普 (002554.CH/人民币 12.99, 谨慎买入)

通源石油 (300164.CH/人民币 16.45, 未有评级)

恒泰艾普 (300157.CH/人民币 24.36, 买入)

吉艾科技 (300309.CH/人民币 22.39, 未有评级)

神开股份 (002278.CH/人民币 12.27, 未有评级)

江钻股份 (000852.CH/人民币 16.55, 未有评级)

准油股份 (002207.CH/人民币 17.80, 未有评级)

海默科技 (300084.CH 人民币 17.18, 未有评级)

仁智油服 (002629.CH/人民币 12.45, 未有评级)

潜能恒信 (300191.CH/人民币 31.23, 未有评级)

东方电热 (300217.CH/人民币 19.57, 买入)

以 2013 年 11 月 28 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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