



中以博胜 小求精当

油服基地进展顺利, 电动车模组发力, 晶硅电加热器复苏

——东方电热（300217）调研报告

2014年3月24日

强烈推荐/维持

东方电热

调研快报

分析师: 弓永峰 何昕

执业证书编号: S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

联系人: 何昕 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队: 弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

事件:

近日我到上市公司进行调研, 就公司新油服基地建设进展及电动车电加热器、多晶硅电加热器进展情况和主要领导进行了深入交流与沟通, 并参观了公司油服基地。

我们主要观点: 1) 油服基地进展顺利, 办公楼等主体结构封顶, 预计8月份建成投产, 为14年业绩贡献力量; 2) 整合传统工业电加热器后打造集研发、设计、生产制造及技术服务为一体的综合性油气服务一站式供应商, 预计未来3年达到14-17亿元收入, 增长近70倍, 利润达到3亿元; 3) 自上而下的整体系统模拟与优化设计为海上平台客户带来了极高的可靠性与极佳的经济效益, 成为国内唯一一家具有海外设计认证资质和诸多项目案例的公司, 进入一片蓝海的海上油气分离领域; 4) 纯电动车用电加热器已经进入国内20多家电动车供应商体系, 且从电加热元器件向成套模块供应商转变, 预计今年销售近3万套, 带来收入1500-2000万元; 5) 作为电动车电加热器最具实力的国内供应商, 随着特斯拉及奔驰、宝马等电动车产业链国产化的逐步实施, 有望迎来爆发式增长; 乐观研判2020年纯电动车销量达到我国汽车销量3%, 即100万辆, 则带来EV电加热器模组10亿元市场空间; 6) 高铁用电加热器已经进入法国庞巴迪和中国南车供应商, 今年也将逐步实现放量, 创造数百万元收入; 7) 随着近期多晶硅技改及复产项目增加, 多晶硅电加热器业务持续好转, 预计今年销售收入超5000万以上; 8) 小家电、水电加热器市场开拓顺利, 保守预计今年销售翻倍增长, 超1亿元, 打开长期以来被合资及海外水电加热器厂商控制的高毛利率水电加热器数40多亿市场, 成为公司民用电加热器产品新的增长点。9) 民用电加热器保持好的增长, 未来水电加热器翻倍增长, 确保民用电加热器利润稳定增长; 保守预计14年油气总包业务达到2.5-3亿元, 贡献利润0.8亿元, EPS 0.4元, 占比近40%。预计13-15年EPS为0.49元, 1元和1.37元, PE为39、19和14倍, 分别给予传统业务和油服20和40估值, 则目标价28元, 近50%空间。建议投资者近期借创业板调整积极买入, 迎接基本面大逆转的到来, 持续给予“强烈推荐”评级。

评论:

1. 镇江油服基地进展顺利, 打造最具实力的海上油气分离系统综合供应商。

我们参观了镇江油服基地建设基地, 其基地进展速度超出之前预期, 如图所示。随着新基地的建成投产, 瑞吉格泰除了持续拓展海外海上油气分离系统总包业务之外, 积极进军国内中海油海上油气分离系统设备集成与总包业务, 开拓新的增长点。

由于我国长期以来石油天然气开采领域一直专注于陆地上油气井的开发, 对海上油气领域开发发力比较晚。近些年由于陆地上常规油气项目资源日趋紧张枯竭, 为了应对未来我国对石油天然气需求的持续攀升, 一方面加强路上非常规天然气(包括致密气, 煤层气, 页岩气)开采之外, 积极进军海上油气平台的开发

和建设。相比较于非常规天然气的开采，海上油气开采技术更加成熟，稳定，且资源综合利用成本更低，这将是今后我国海洋经济战略的重要一环。根据我们调研研判，未来海上油气投入增速要远远高于陆地油气开采增速，其带来直接的具有经济价值和意义的油气井平台数量将急剧增加。由此拉升对海上油气平台设备的急剧需求，这为一直专注于海上油气平台油气分离系统设计与总包业务的瑞吉格泰带来巨大市场空间。

图 1：新油服基地进展，此图为 13 年四季度拍摄。



资料来源：实地调研资料，东兴证券整理

图 3：新油服基地进展，此图为 14 年 1 季度末拍摄（桁架地级桩已经接近打完）。



资料来源：实地调研资料，东兴证券整理

图 2：新油服基地进展，此图为 14 年 1 季度末拍摄（办公楼托建筑已经封顶）。



图 4：电动汽车用电加热器，为国内众多汽车企业配套，供货量达到数千套。



2. 整合海外油气管束电加热器销售平台，强强联合促进油气分离系统还外扩展。

公司新加坡海外公司在此次收购瑞吉格泰之前，一直专注于石油管输电加热器销售与海外市场开拓，收购瑞吉格泰后，进一步整合了销售渠道资源，打通了从传统油气管束电加热器到平台设备油气分离撬装模块的全产业链产品，整合了原有客户资源，拓展产品销售类型，为公司油气分离及海工装备发展创造了良好条件。

新加坡作为东南亚、中东以及东北亚地区油服招标、贸易的重要地区，新加坡销售公司积极拓展海外油气分离撬业务，目前已经通过了多家著名海外客户的认证，为未来销售打下坚实基础。由于海外客户对供应商具有更大的合作粘性，通过认证进入供应商序列后，其后续业务扩展将迅速得以展开并保持较高的增长态势，这为公司业绩放量提供了巨大的支撑。

3. 自上而下的系统模拟与优化设计打造顶级海上油气分离一体化供应商。

瑞吉格泰油气分离业务与国内其它陆上油气分离业务公司完全不同：其自上而下的整体系统模拟与优化设计为海上平台客户带来了极高的可靠性与极佳的经济效益，成为国内唯一一家具有海外设计认证资质和诸多项目案例的公司，而传统的沿袭前苏联设计思路的“路上”设计无法满足苛刻要求的海上平台的技术要求。

从业内调研结果显示，目前做陆上油气分离的兰科高新等三家公司，其渊源均为陆上油田设计院，如某某油田等，其设计思路主要沿袭前苏联的设计思路，所设计系统体积大、重量足、效率低，这对于传统的常规石油天然气分离设备来说，由于陆地上的设施不存在场地限制且设备维护也相对容易，因此对体积、可靠性和效率要求相对较低，进入门槛相对较低。瑞吉格泰采用的西方海上油服全新成熟的设计理念，通过对石油、天然气杂质含量的定量分析，进行系统模拟设计、实验验证、系统优化、效率提升和可靠性验证。这种设计思路与方案符合现代海上油气分离功能的模块化设计要求，体现出未来油气分离撬装模块向小体积，高效率，高可靠性，低运维成本的发展趋势。目前瑞吉格泰已经拥有海外近60个项目经验且为海外著名企业如雪福龙、壳牌等供应商，且为中海油1级资质供应商并拥有其项目经验与案例。

4. 油服业务3年收入达14-17亿元，增长70倍。

瑞吉格泰为油气分离技术的顶级设计与集成商，通过整合传统工业电加热器资源后打造集研发、设计、生产制造及技术服务为一体的综合性油气服务一站式供应商，预计未来3年达到14-17亿元收入，增长70倍，利润达到3亿元，年均增速连续四年翻倍增长，远高于以压力容器制造为基础的陆地上油气设备类企业。

公司收购的瑞吉格泰的强项在于模块化的技术解决方案，其长期以来为雪福龙、壳牌以及国内中海油，中石油以及中石化等提供油气分离技术解决方案与撬装模块。其海外海上项目经验丰富，是国内唯一具备海上平台项目集成设计经验且在海外拥有众多案例的技术集成设计商。通过与上市公司丰富的在异常苛刻领域使用的工业电加热制造经验的整合，有利于未来打造成集油服、化工领域系统设计、装备制造和总包一起的一体化供应商。

我们研判，凭借瑞吉格泰技术团队多年来在海外市场取得的项目经验及相关资质，以及国内中海油等企业

的资源优势，公司油气分离设计及装备总包业务在今年将迎来开门红，收入为去年的4倍，达到近8000万元；随着公司未来镇江重工基地的建成，14年公司油服业务将初步放量达3亿元，贡献利润近8000多万元，成为A股年增速超300%的油气分离技术集成公司，增厚公司EPS约0.4，占公司业务比重的近37%。极大拉升公司的业绩与估值

5. 从纯电动车（EV）电加热器器件向整套模组供应商转变。

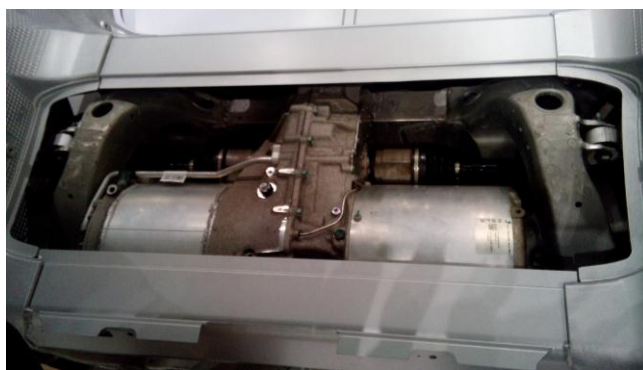
新能源汽车，特别是纯电动汽车由于没有传统的燃气发动机，其在寒冷地区冬季需要使用电加热器进行供热，以保障其使用的安全性和舒适性。公司在几年前就为多家汽车企业开发新能源汽车用电加热器，并得到几十家客户的认可。目前，公司正积极从EV电加热器元器件供应商向整车电加热模组供应商转移，已成功为上汽等车企提供模组。据调研，含有控制系统EV模组国外售价高达20万人民币一套，而公司国内开发价格大约几万元人民币一套，其附加值远远高于几百之数千元的EV电加热器。

公司是国内较早研发、生产纯电动汽车PTC电加热器的企业之一，8年前开始与比亚迪合作。经过这么多年的发展，公司电动车PTC电加热器以及相关模组技术为国内纯电动车电加热器的领军人物，且已经批量供给国内电动车厂商。目前公司已拥有的电动车电机热气客户已有20余家，包括上汽、一汽、北汽、江淮、比亚迪等国内多家主要电动车生产企业。我们研判，随着国内新能源汽车市场的逐步打开，特别是纯电动车和纯电动大巴在公务用车、出租车以及城市公共交通的率先放量，将极大带动公司电动车电机热模组的销售；同时，随着未来特斯拉以及奔驰、宝马等电动车产业链国产化的逐步实施，公司作为纯电动车必不可少的电加热器模组最具实力的国内供应商，有望爆发式增长，成就公司业务的另一极。

图 1：特斯拉 S 系列在国内开始接受预定（北京芳草草地展示店）。



图 2：特斯拉采用转子电机驱动（后驱），需要电加热器模组在寒冷地区加热产生暖风。



资料来源：实地调研资料，东兴证券整理

据了解，纯电动汽车用电加热器包括三类，一个是车厢加热，二个是电磁包加热，三个是特殊加热，如玻璃除雾。公司经过多年研究，已经成功开发出多个车型电加热器，预计随着纯电动车市场的放量，国内市场乐观预计对公司PTC电加热器模组采购量将达到上万套，收入未来达到近5000万元。

预计今年将销售 EV 电加热器（模组）数千套产品，乐观预计收入超过我们之前预期，达到 1500-2000 万元收入，虽然占公司整体业绩比重尚低，但未来发展空间巨大，同时毛利率较高，为公司稳定传统业务毛利率带来正能量。

6. 特斯拉及奔驰、宝马电动车产业链国产化受益者。

公司作为电动车电加热器最具实力的国内供应商，其纯电动车用PTC电加热器（模组）品质要远远高于其它后进入者，如深圳金科、上海帕克等，且产量也远超过竞争对手。随着未来特斯拉，奔驰及宝马等EV电加热器（模组）由海外企业逐步想国内转移，同时随着公司PTC电加热器控制系统的进一步完善，其成本优势和技术优势将更加突出，为国外EV配套的可能性极大。随着，特斯拉及奔驰、宝马等电动车产业链国产化的逐步实施，有望迎来爆发式增长；我们乐观研判2020年纯电动车销量达到我国汽车销量3%，即100万辆，则带来EV电加热器模组10亿元市场空间，远远超出之前我们预测的数值。

未来随着特斯拉火爆带来的纯电动车放量，拉升电加热器需求，为公司新的业务增长点。

7. 高铁电加热器的主力供应商且成功打入国外市场。

公司多年来一直积极致力于高铁电加热器的研发和生产。经过多年的不断努力，目前公司产品已经获得法国某知名高铁企业认可且开始供货，为今年民用电加热器带来新的利润点。同时公司和我国南车合作，开发的高铁动车电加热器也逐步放量，替代进口产品，为公司产品提升竞争力。

我们预计此类产品今年将达到数百万元收入，随着为南车以及国外某知名企业配套，其收入有望进一步大规模提升，且毛利率远超传统民用电加热器产品，为公司利润贡献正能量。

8. “非常规”油气开发打开数百亿油服装备空间。

近期各种政策表明，陆上常规天然气开采的增量空间已经不大，主要集中在原有油井的再增产和非常规天然气等所谓“边界经济”区块的石油、天然气的开发利用。而这些地域与传统常规天然气、石油开采不同，其传统的路上设计装备在这些区域的实施因体积大、运输难、施工难、维护难等面临极大挑战。其油气分离系统也逐渐趋于智能化的高度集成的模块化设计，这将进一步打开瑞吉格泰未来的成长空间。经过测算，仅西南地区未来非常规天然气（致密气，页岩气等）对地面设备需求达到600亿元以上，空间巨大。

公司在专注做好传统石油、天然气领域的地面以及海上平台设备的同时，积极进军非常规天然气领域，为公司今后业务增长开辟新的战场。在非常规天然气领域，煤层气和致密气是目前可以商业化盈利的产业领域，公司目前已经参与了相关公司的合作与开发，为后续非常规天然气的地面设备大规模推进打下基础。

9. 进军40亿水电加热器市场，替代合资品牌产品。

水电加热器领域是公司近两年来重点拓展的领域，之前由于技术难度大，可靠性要求高，市场一直被杭州和合等外资企业所占据，公司经过多年的研发，已经批量进入国内外知名品牌水电加热器领域。水电加热器产品毛利率比公司传统空调电加热器产品高5-10个百分点，技术要求高，进入难度大，属于典型的蓝海市场。整个水电加热市场容量大约40多亿元，且每年保持超过20%以上的增长，除了传统水电加热器市场

外，近些年随着小家电等市场的兴起，水电加热器需求处于较快增长阶段。

据调研显示，海尔等传统使用合资品牌水电加热器的企业，去年已经开始批量采购公司水电加热器产品，而大批量水电加热器在今后几年开始显著放量。目前，公司对海尔热水器供货能占到其总量半壁江山；对其它著名品牌的水电加热器供货量也占比逐步提升；一些外资高档产品的水电加热器，都陆续开始采用公司产品。

此外，在高端小家电领域，如咖啡机里面用的高端电加热锅炉，其主要竞争者为海外企业，目前已经开始放量，且毛利率比传统空调电加热器高10个点，具有较强的盈利能力。保守预计，1.3亿订单预计拉升公司14年利润1500万元，贡献EPS约0.07元，对公司传统业务业绩拉动巨大。

盈利预测

公司盈利预测：预计13-15年EPS为0.49元，1元和1.37元，PE为39、19和14倍，持续给予“强烈推荐”评级。

投资建议：

投资亮点：1) 油服基地进展顺利，办公楼等主体结构封顶，预计8月份建成投产，为14年业绩贡献力量；2) 整合传统工业电加热器后打造集研发、设计、生产制造及技术服务为一体的综合性油气服务一站式供应商，预计未来3年达到14-17亿元收入，增长近70倍，利润达到3亿元；3) 自上而下的整体系统模拟与优化设计为海上平台客户带来了极高的可靠性与极佳的经济效益，成为国内唯一一家具有海外设计认证资质和诸多项目案例的公司，进入一片蓝海的海上油气分离领域；4) 纯电动车用电加热器已经进入国内20多家电动车供应商体系，且从电加热元器件向成套模块供应商转变，预计今年销售近3万套，带来收入1500-2000万元；5) 作为电动车电加热器最具实力的国内供应商，随着特斯拉及奔驰、宝马等电动车产业链国产化的逐步实施，有望迎来爆发式增长；乐观研判2020年纯电动车销量达到我国汽车销量3%，即100万辆，则带来EV电加热器模组10亿元市场空间；6) 高铁用电加热器已经进入法国庞巴迪和中国南车供应商，今年也将逐步实现放量，创造数百万元收入；7) 随着近期多晶硅技改及复产项目增加，多晶硅电加热器业务持续好转，预计今年销售收入超5000万以上；8) 小家电、水电加热器市场开拓顺利，保守预计今年销售翻倍增长，超1亿元，打开长期以来被合资及海外水电加热器厂商控制的高毛利率水电加热器数40多亿市场，成为公司民用电加热器产品新的增长点。9) 民用电加热器保持好的增长，未来水电加热器翻倍增长，确保民用电加热器利润稳定增长；保守预计14年油气总包业务达到2.5-3亿元，贡献利润0.8亿元，EPS0.4元，占比近40%。预计13-15年EPS为0.49元，1元和1.37元，PE为39、19和14倍，分别给予传统业务和油服20和40估值，则目标价28元，近50%空间。建议投资者近期借创业板调整积极买入，迎接基本面大逆转的到来，持续给予“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	712.17	1,388.81	1,683.55
主营收入增长率	20.87%	-7.67%	7.75%	95.01%	21.22%
EBITDA（百万元）	152.95	99.44	170.92	324.71	425.62
EBITDA 增长率	25.12%	-34.99%	71.89%	89.97%	31.08%
净利润（百万元）	109.00	95.31	96.00	199.09	271.42
净利润增长率	41.26%	-12.56%	0.72%	107.39%	36.33%
ROE	11.62%	9.39%	16.81%	26.54%	27.29%
EPS（元）	1.360	0.480	0.485	1.007	1.373
P/E	14.12	40.00	39.55	19.07	13.99
P/B	1.84	3.74	6.65	5.06	3.82
EV/EBITDA	8.42	33.82	21.78	11.66	8.32

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。

东兴证券中小市值团队简介

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。

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。

高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

汤杰 研究员

经济学(金融方向)学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

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，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。