



买入

50% ↑

目标价格: 人民币 28.00

原目标价格: 人民币 26.00

300217.CH

价格: 人民币 18.65

目标价格基础: 37倍 2014年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 子公司瑞吉格泰中标6,512万分离器项目实现海上油气处理质的飞跃, 海上油气处理系统总承包商战略目标正在加速实现。
- 预计瑞吉格泰2014收入1.5-2亿, 2015收入4-5亿, 具备爆发力与高弹性。
- 电动汽车PTC电加热器放量或成下一爆发点
- 民用电加热器稳定增长, 多晶硅领域触底回升

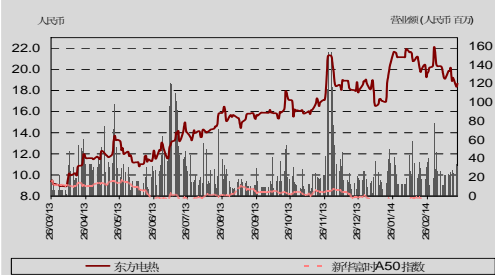
我们的观点有何不同?

- 有别于市场的疑虑, 我们多次走访公司管理层实地调研显示公司具备卓越实力和执行力, 坚定认为油气板块将爆发。

主要催化剂/事件

- 持续获得油气处理系统大订单

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.1)	(3.2)	(0.8)	93.7
相对新华富时A50指数	6.0	(4.8)	5.0	115.5

发行股数(百万)	198
流通股(%)	39
总市值(人民币 百万)	3,688
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2014E)	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2014年3月25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

中标大项目彰显实力, 海上油气处理实现飞跃

公司公告子公司瑞吉格泰中标中海油平北黄岩油气田群一期开发项目黄岩二期分离器采购, 中标金额达到6,512万元, 项目内容包含10台分离器(撬)的设计和制造。我们估计此次中标体量超过瑞吉格泰去年全年收入规模, 是公司在海上油气处理领域质的飞跃, 充分证明公司的技术与制造实力已能满足大型项目的要求。结合我们近期对公司实地调研情况, 预计镇江新区新建项目一次期将于今年8月完工, 进一步释放产能增强大型项目接单能力。我们相信此次中标绝非独立事件, 未来将不断有大体量订单出现, 公司成为国内领先的海上油气处理系统总承包商的战略目标正在加速实现。同时, 民用电加热器稳定增长、工业电加热器触底回升与电动汽车电加热器市场的爆发, 公司传统业务也将实现快速增长。我们上调公司2013-2015每股收益预测至0.48、0.75、1.15元, 调高目标价至28.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 瑞吉格泰此次中标是公司海上油气处理业务质的飞跃, 将彻底改变市场对公司收入规模小、单体项目小的传统看法, 消除市场对其是否有实力承接大型项目的疑虑, 强化公司转型为国内领先海上油气处理系统总承包商的战略可行性。
- 公司位处镇江新区长江沿岸的项目一期工程正在加紧建设中, 预计将于8月完工。新建厂房的建成后公司位于江阴的旧厂房将逐渐搬迁, 增强制造能力, 缓解现有产能瓶颈, 进一步释放大型项目承接能力。
- 我们认为瑞吉格泰属于“大市场+高景气”行业中的小公司, 卓越的“实力+执行力”是我们看好公司的核心因素。我们预计2014年瑞吉格泰收入将达到1.5-2亿元, 2015年将进一步跃升至4-5亿元, 业绩爆发力强, 弹性高。
- 得益于数年研发与技术积累, 公司目前是国产电动汽车电加热器垄断供应商, 向包括上汽、一汽、北汽、比亚迪等众多厂商供货, 且产品正由电加热器元件向整套模块升级。随着今年国内电动汽车的兴起, 公司订单明显放量, 或成为公司下一个爆发点。
- 传统业务方面, 公司停滞近五个季度的多晶硅生产用工业电加热器市场已于去年4季度明显回暖, 目前电加热芯月交货额稳定, 中硅、中能技改项目先后启动, 电加热棒市场有望持续好转。我们预计工业电加热器全年收入有望恢复至2012年水平。家电用电加热器随着向水电、小家电领域的扩张而稳步增长, 我们预计民用电加热器全年收入增速达到25%。

评级面临的主要风险

- 油气处理设备订单不达预期。

估值

- 我们上调公司2013-2015每股收益预测至0.48、0.75、1.15元, 目标价由26.00元调高至28.00元, 维持买入评级。

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	827	1,222	1,633
变动(%)	21	(8)	25	48	34
净利润(人民币 百万)	109	95	95	148	227
全面摊薄每股收益(人民币)	0.551	0.482	0.478	0.750	1.149
变动(%)	5.1	(12.6)	(0.7)	56.8	53.2
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.478	0.704	1.094
调整幅度(%)	-	-	0	6.5	5.0
核心每股收益(人民币)	0.533	0.480	0.510	0.786	1.189
变动(%)	7.7	(10.0)	6.1	54.3	51.2
全面摊薄市盈率(倍)	33.8	38.7	39.0	24.9	16.2
核心市盈率(倍)	35.0	38.8	36.6	23.7	15.7
每股现金流量(人民币)	(0.28)	0.38	0.20	0.41	0.53
价格/每股现金流量(倍)	(66.3)	49.3	93.8	45.0	34.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	27.2	23.5	14.9	10.4
每股股息(人民币)	0.200	0.091	0.144	0.225	0.345
股息率(%)	1.1	0.5	0.8	1.2	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	827	1,222	1,633
销售成本	(498)	(486)	(624)	(895)	(1,164)
经营费用	(62)	(53)	(58)	(90)	(124)
息税折旧前利润	156	122	146	237	345
折旧及摊销	(13)	(26)	(36)	(46)	(57)
经营利润(息税前利润)	142	96	110	190	288
净利息收入/(费用)	(1)	20	8	(8)	(12)
其他收益/(损失)	4	0	(7)	(8)	(9)
税前利润	146	117	111	174	266
所得税	(21)	(18)	(16)	(26)	(39)
少数股东权益	(16)	(3)	0	0	0
净利润	109	95	95	148	227
核心净利润	105	95	101	155	235
每股收益(人民币)	0.551	0.482	0.478	0.750	1.149
核心每股收益(人民币)	0.533	0.480	0.510	0.786	1.189
每股股息(人民币)	0.200	0.091	0.144	0.225	0.345
收入增长(%)	21	(8)	25	48	34
息税前利润增长(%)	29	(33)	15	73	51
息税折旧前利润增长(%)	30	(22)	20	62	46
每股收益增长(%)	5	(13)	(1)	57	53
核心每股收益增长(%)	8	(10)	6	54	51

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	111	174	266
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)	(89)	(128)	(198)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	63	(13)	(11)	(19)	(31)
经营活动产生的现金流	(56)	75	39	82	106
购买固定资产净值	(106)	(53)	(130)	(150)	(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)	(150)	(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)	(28)	(44)
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)	(36)	(56)
现金变动	406	(13)	(101)	(105)	(71)
期初现金	31	437	425	324	219
公司自由现金流	(161)	3	(91)	(68)	(14)
权益自由现金流	(144)	(5)	(83)	(76)	(26)

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	324	219	148
应收帐款	442	461	577	737	985
库存	183	179	230	284	370
其他流动资产	69	32	36	40	46
流动资产总计	1,132	1,097	1,167	1,280	1,549
固定资产	193	232	290	337	372
无形资产	26	57	87	137	157
其他长期资产	1	3	3	3	3
长期资产总计	221	292	380	477	532
总资产	1,352	1,389	1,547	1,758	2,082
应付帐款	286	283	364	450	586
短期债务	28	4	4	4	4
其他流动负债	19	15	17	21	27
流动负债总计	333	303	385	475	616
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	894	1,014	1,197
股东权益	938	1,015	1,092	1,212	1,394
少数股东权益	56	55	55	55	55
总负债及权益	1,352	1,389	1,547	1,758	2,082
每股帐面价值(人民币)	10.43	5.13	5.52	6.13	7.05
每股有形资产(人民币)	10.14	4.84	5.08	5.43	6.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.55)	(2.13)	(1.62)	(1.09)	(0.73)

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	17.6	19.4	21.1
息税前利润率(%)	19.9	14.5	13.3	15.6	17.6
税前利润率(%)	20.4	17.6	13.4	14.2	16.3
净利率(%)	15.2	14.4	11.4	12.1	13.9
流动性					
流动比率(倍)	3.4	3.6	3.0	2.7	2.5
利息覆盖率(倍)	228.6	n.a.	n.a.	23.8	24.0
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	2.4	2.1	1.9
估值					
市盈率(倍)	33.8	38.7	39.0	24.9	16.2
核心业务市盈率(倍)	35.0	38.8	36.6	23.7	15.7
目标价对应核心业务市	52.5	58.3	54.9	35.6	23.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.8	3.6	3.4	3.0	2.6
价格/现金流(倍)	(66.3)	49.3	93.8	45.0	34.9
企业价值/息税折旧前利	8.5	27.2	23.5	14.9	10.4
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	125.7	136.3	119.8	104.9	102.6
应收帐款周转天数	184.2	249.5	229.0	196.3	192.5
应付帐款周转天数	128.0	157.4	142.8	121.5	115.7
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	9.0	12.9	17.4
资产收益率(%)	12.1	5.9	6.4	9.8	12.8
已运用资本收益率(%)	19.8	9.2	9.9	15.7	21.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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