

海工业务落地，持续推动股价

买入 维持

目标价格：25.00 元

事件描述：近期我们走访东方电热，与公司管理层就电加热器和海工业务的经营状况和发展方向做了深入探讨。

报告摘要：

- **在手订单排产至明年6月，今年收入1亿确定性较高。**原来瑞吉格泰设计一流，但制造能力一般，公司入主之后，短板被弥补，中海油等客户认可度提高。海工今年收入目标1亿，从在手订单来看（已排产至明年6月），确定性较高，明年增速有望超100%。另外海工空间千亿空间，黄岩油气项目还有订单空间，因此看好海工成长的持续性
- **海工一期在今年三季度末将达产，产能规模8-10亿。**公司占据稀有深水码头资源，为未来海外项目和大型设备项目布局。公司在建海工项目分三期，一期达产就可实现8-10亿产能。预计3季度末一期投产之后，产能释放将推动收入快速上升，**明年海工业务将是爆发年。**
- **小家电放量推动民用电加热器增速超25%。**小企业退出竞争，空调等制冷加热器增速有望超15%。小家电、水电热器放量，预计今年收入1.1亿，增速超100%，加上电动车PTC等其他新品，全年民用电加热器目标预计在10亿左右，增速超25%。**工业电加热器目标收入1亿。**依托配套和成本优势，公司开始蚕食和泰等海外巨头的份额，加上下游多晶硅复苏，订单景气大幅攀升，预计今年收入目标1亿
- **盈利预测及投资建议。**预计2014至2016年净利润增速为71.3%、35%和42.4%；EPS分别为0.79、1.06和1.51元。**自我们6月19日发布深度报告《海工装备业务开启2倍市值空间》以来的4个交易日，股价已上涨14.5%。**股价近期上涨体现了市场对公司海工业务的预期，考虑公司海工项目爆发确定性强，其实际性收入大幅增长将推动股价持续表现。因此我们上调目标价至25元，维持买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	661	827	1,285	1,671	2,255
增长率(%)	-7.7%	25.2%	55.3%	30.0%	35.0%
归母净利润(百万)	95.3	90.7	155.4	209.7	298.6
增长率(%)	-12.6%	-4.8%	71.3%	35.0%	42.4%
每股收益	0.48	0.46	0.79	1.06	1.51
市盈率	35.7	37.5	24.5	18.3	12.8

家电行业研究组

分析师：

蒋毅(S1180513070007)

电话：021-65051165

Email: jiangyi@hysec.com

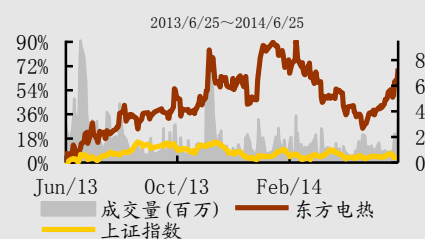
研究助理：

董佳敏

电话：021-65051165

Email: dajiamin@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《近期已现个股行情》 2014/6/23
- 《东方电热：海工装备业务开启2倍市值空间》 2014/6/18
- 《美的高管增持，或带动行业反弹》 2014/6/16
- 《继续加注优秀个股》 2014/6/9
- 《家电行业周报》 2014/6/2
- 《海信科龙：增长无忧，极具投资价值》 2014/6/2
- 《家电行业周报》 2014/5/29
- 《估值接近底部，且跌且加仓》 2014/5/22
- 《格力电器：业绩无忧，估值提升空间》

目录

一、瑞吉格泰在手订单排产至明年 6 月，今年收入 1 亿.....	4
二、海工一期项目达产有望推动 8 亿收入规模.....	4
三、民用电加热器收入目标 11 亿（含税）.....	6
四、工业电加热器 1 亿目标收入	6
盈利预测及投资建议	8
风险提示	8

插图

图 1: 东海陆架盆地部分油气资源统计.....4

图 2: 海工项目经验丰富.....5

图 3: 多晶硅价格强势复苏.....7

图 4: 工业电加热器收入有望强势复苏.....7

图 5: 财务数据及预测.....9

一、瑞吉格泰在手订单排产至明年 6 月，今年收入 1 亿

瑞吉格泰在手订单（包括压力容器等）排产至明年 6 月。瑞吉格泰 2003 年开始涉足油气分离设备设计业务，设计技术先进，具备海外设计资质，业内认可度高。2011 年前后切入利润丰厚的后端设备制造，但受困于资金、产能等因素，瑞吉格泰制造能力较弱，影响了公司接单能力。东方电热入主之后，资金配套到位，产能逐步开出，制造能力大幅提升。2014 年 3 月公司斩获中海油 6500 万设备大订单，是瑞吉 2013 年 2000 多万收入的 3 倍多，订单景气大幅提高，目前包括压力容器在内的在手订单已经排产到了明年 6 月，全年收入预计 1 亿，2015 年收入增速有望超 100%。

黄岩项目属于滚动开发项目，油气分离设备订单还有空间。平北黄岩油气群属于东海陆架盆地，东海陆架盆地是中国近海面积最大的中、新生代沉积盆地，油气储量十分丰富，有效勘探面积达到 $24 \times 10^4 \text{km}^2$ ，保守预计天然气储量 $3 \times 10^{12} \text{m}^3$ （数据取自《东海陆架盆地油气资源勘探现状及含油气远景》）。平北黄岩油气群是目前中海油主要油气开发群之一，除黄岩一期、二期之外，后续会有一系列滚动开发项目。此前公司击败强大竞争对手中松、巨涛拿下中标黄岩一期和二期的油气分离设备订单，制造与设计能力得到了中海油认可，看好公司在后续项目里的拿单能力。

图 1：东海陆架盆地部分油气资源统计

油气田名称	含油气构造名称
黄岩 7-1(残雪)	宁波 6-1(龙井 2)
黄岩 14-1(断桥)	宁波 14-1(孔雀亭)
黄岩 13-1(天外天)	宁波 27-1(玉泉)
丽水 36-1	南平 5-2(石门潭)
宁波 25-1(宝云亭)	天台 12-1(孤山)
宁波 19-1(武云亭)	
绍兴 36-1(平湖)	
天台 24-1(春晓)	

资料来源：《东海陆架盆地油气资源勘探现状及含油气远景》，宏源证券

二、海工一期项目达产有望推动 8 亿收入规模

一期项目达产，有望推动 8 亿海工收入规模。海工项目原规划为两期，为了加快产能投放，缓解产能瓶颈，目前海工一期项目拆分为两期建造、投产，预计三季度末第一期产能将逐步开出。如果项目完全达产，开出的产能最高可推动 8 亿的收入规模。

依托优越的码头资源，公司目标指向大型海工设备供应商。公司海工业务具备清晰的发展规划，第一步扩产能，提升自身设备制造能力，弥补制造短板；第二步转总包，由单一油气分离设备供应商向油气分离系统集成供应商转型，提升竞争实力和盈利空间。第三步发展成为大型海工设备供应商，要成为大型海工设备供应商，必须具备水路出口一码头，目前公司拿下镇江 300 亩的深水港码头，是镇江地区唯一仅存的码头资源，稀缺性强。码头是公司战略性布局的重要一环，抢占码头资源，进一步凸显了公司做强做大海工业务的决心和信心。

公司海工竞争力分析:

击败巨涛、上海申松、斩获中海油 6500 万分离设备订单，侧面验证公司已具备强劲的拿单实力。巨涛海洋石油、上海申松是油气分离领域的领军企业，东方电热入主瑞吉格泰之前，瑞吉格泰设计出众，但制造能力一般，因此无法承接大型设备订单。公司入主瑞吉格泰之后，增资扩产，弥补资金和产能短板，制造水平大幅提升，客户认可度大大提高。2014 年 3 月公司击败巨涛、上海申松拿到中海油 6500 万油气分离设备订单，侧面验证公司已经具备强劲的拿单实力。

技术领军人王宏具备丰富的设计、从业和管理经验。核心技术团队领军人王宏先生在中海油设计院和加拿大工作长达 16 年，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，具备丰富的设计和管理经验。在王宏加盟瑞吉格泰之前，瑞吉格泰也只局限于电加热器领域，在其加盟后通过持续的技术创新与开拓，一手将瑞吉格泰打造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，技术实力业内认可度高。

项目经验丰富：瑞吉格泰与中海油、中石油、中石化、学佛龙、优尼科的海内外能源巨头公司都有良好稳固的合作关系，在国内公司参与了中海油 LD 项目、LF 项目、Z34、BZ29、PY 天然气项目等重大项目，在国外参与中东、俄罗斯、南美、南亚、西亚、非洲等众多油气项目，积累了丰富的项目经验和人脉资源。

图 2：海工项目经验丰富

公司客户	项目数量	项目/设备名称
中海油	10	LD5-2 项目：原油换热器
		LD10-1 项目：生产分离器撬等
		LD 近海项目：计量分离器撬等
		LF13-2 项目：三相高效分离器撬
		PY 天然气开发项目：凝析油聚结器等
		BZ28-2S 油田项目：计量分离器撬等
		BZ29-4 油田项目：测试分离器撬等
		BZ34-1 油田项目：测试分离器撬等
		SZ36-1 油田项目：电脱水入口分离器撬
		JZ9-3W 油田项目：燃料气撬
中石油	2	四川南坝天然气脱水站项目：入口过滤分离器 尼日尔项目：气体洗涤器撬等
OGI Group	1	Hamrin 油田开发项目：甘醇接触塔等
洛克石油	1	洛克石油赵东项目：测试分离器撬等
Occidental Petroleum Corp.	1	Safah Field：电脱盐和甘醇水浴加热器撬等
ENCE	1	Khabarovskij Refinery：电脱盐撬
UK Expro	1	OPL-230：热处理器撬
SICEC 工程建造公司	1	Labsefid 油田：电脱盐处理器

资料来源：公开资料，宏源证券

三、民用电加热器收入目标 11 亿（含税）

空调等制冷电加热器收入增速有望超 15%。对于下游电加热器企业，格力、美的等空调主机厂采用 3 个月的信用期，6 个月的票据承兑进行结算，当前经济不景气，资金面收紧，小企业资金压力大，部分企业受制于资金压力退出了格力、美的等行业龙头的供应体系，如竞争对手浙江雨丰退出格力供应链。另外，当前模块化供应趋势，要求具备电加热企业具备上游线温、钣金、线速等配件的成本控制能力，小企业量小，模块配件需要外协，议价能力弱，进一步加速了小企业退出竞争的速度。受益于小企业的退出，公司空调等制冷电加热器市场占比有望进一步提高，收入增速有望超 15%。

空调模块化产品发展迅速，单品盈利能力有望提升。模块化供货可以节省空调主机厂的装配成本，因此下游主机厂加大模块化产品的采购量。电加热模块除电加热器之外，还需要限温器、钣金件和线速等配件。公司自身拥有钣金制造能力，同时限温等核心部件公司采购量大，与艾默生等供应商合作时间久，相对格力、美的的主机厂而言，公司可以以更低的价格取得配件供应，因此盈利边际得到外延。

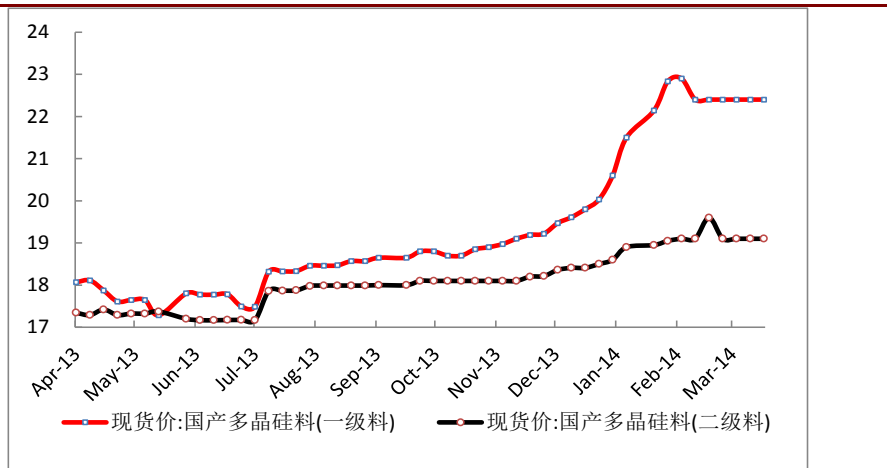
小家电+水电热器收入目标 1.1 亿，同比增速超 100%。小家电市场空间超百亿，水电热器市场在 20 亿以上，均超过原有的空调电加热器市场。2013 年公司切入热水器和小家电领域，目前电热水器公司已经切入海尔、万和、本科、皇明等巨头供应体系，2014 年将快速上量。小家电领域，公司紧盯市场空间巨大的咖啡机市场，国内小田、尾加等客户的需求量均在 2 亿以上，与竞争对手杭州河合、意大利佐帕斯相比，公司具备成本和交货期的优势，目前小田等客户已经开始上量，大客户尾加也已经通过验证，进入送样阶段。预计今年小家电+水电热器收入目标 1.1 亿，同比增速超 100%。

全年民用电加热器收入目标 11 亿（含税），收入增速超 25%。今年新品轨道交通、电动车 PTC 均开始放量，小家电+水电热器收入目标 1.1 亿，加上空调等制冷电加热器收入的稳步攀升，预计全年民用电加热器收入目标 11 亿（含税），收入增速超 25%。

四、工业电加热器 1 亿目标收入

下游多晶硅需求强势复苏。2013 年底以来国内多晶硅价格持续上涨，截至 2014 年 4 月累计涨幅达到 11.6%，龙头企业保利协鑫、特变电工、大全订单 2014 年已经排满，甚至部分已经排到了 2015 年，多晶硅景气快速提升。据美国 NPD Solarbuzz 公司预测，2014 年全球光伏需求约达 45-55GW，较 2013 年增长超过 29%，增速大幅提升。

图 3：多晶硅价格强势复苏

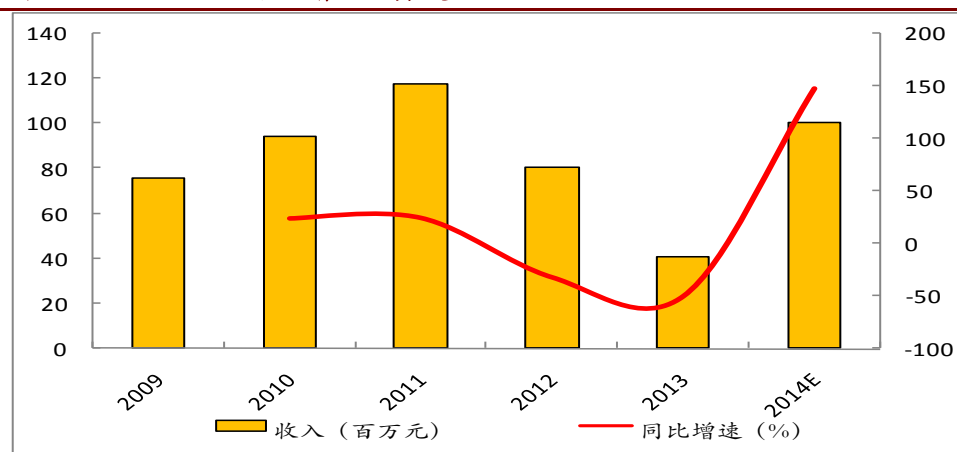


资料来源: wind,宏源证券

具备一体化配套优势，加热器领域竞争实力大大增强。2013 年公司完成对瑞吉格泰收购之后，拥有海外压力容器制造资质和 ASME 认证，在多晶硅等工业电加热器领域，较竞争对手英国和泰（国际龙头）具备一体化配套的成本优势（和泰的压力容器外协），借助瑞吉格泰的海外资质和自身压力容器、电加热的制造成本优势，公司今年已经抢夺了和泰的部分订单，竞争实力大大提升。

工业电加热器今年 1 亿收入目标。下游多晶硅需求强势复苏，多晶硅电加热器订单景气大幅攀升，加上公司在石化领域的布局开始显成效，预计今年工业电加热去收入水平将恢复至正常年份的收入规模，全年目标 1 亿。

图 4：工业电加热器收入有望强势复苏



资料来源: wind,宏源证券

盈利预测及投资建议

预计 2014 至 2016 年净利润增速为 71.3%、35%和 42.4%；EPS 分别为 0.79、1.06 和 1.51 元。自我们 6 月 19 日发布深度报告《海工装备业务开启 2 倍市值空间》以来的 4 个交易日，股价已上涨 14.5%。股价近期上涨体现了市场对公司海工业务的预期，考虑公司海工项目爆发确定性强，其实际性收入大幅增长将推动股价持续表现。因此我们上调目标价至 25 元，维持买入评级。

风险提示

1、对格力等大客户的依赖度高（2013 年前五大客户收入占比 82.5%）； 2、小家电电加热器市场拓展速度低于预期； 3、海工项目的推进进度缓慢，订单落地难； 4、短期资本开支大，现金流断裂风险上升。

图 5：财务数据及预测

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	827	1,285	1,671	2,255	货币资金	265	100	100	100
YOY	25%	55%	30%	35%	应收和预付款项	299	642	880	1187
营业成本	619	945	1,203	1,590	存货	258	543	692	915
% 营业收入	25%	27%	28%	30%	长期股权投资	0	0	3	3
营业税金及附加	4	6	8	11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	285	385	535	685
销售费用	29	45	58	81	无形资产和开发支出	60	63	66	69
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	资产总计	1574	2266	2908	3749
管理费用	68	103	134	185	短期借款	0	222	467	705
% 营业收入	8.2%	8.0%	8.0%	8.2%	应付和预收款项	425	741	928	1228
财务费用	-7	4	21	37	长期借款	0	0	0	4
% 营业收入	-0.9%	0.3%	1.2%	1.6%	其他负债	15	14	14	14
资产减值损失	7	0	0	0	负债合计	442	977	1409	1951
公允价值变动收益	0	0	0	0	股本	198	198	198	198
投资收益	0	0	0	0	资本公积	531	531	531	531
营业利润	108	183	247	351	留存收益	358	513	723	1022
% 营业收入	13.1%	14.2%	14.8%	15.6%	归属母公司股东权益	1084	1242	1451	1750
营业外收支	-1	0	0	0	少数股东权益	48	48	48	48
利润总额	107	183	247	351	股东权益合计	1132	1290	1499	1798
% 营业收入	12.9%	14.2%	14.8%	15.6%	负债和股东权益合计	1574	2266	2908	3749
所得税费用	15	27	37	53					
净利润	91	155	210	299					
归属于母公司所有者的净利润	91	155	210	299					
少数股东损益	1	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	25%	27%	28%	30%
长期股权投资	0	0	-3	0	三费/销售收入	11%	12%	13%	13%
无形资产投资	-63	-83	-155	-155	EBIT/销售收入	13%	15%	16%	17%
固定资产投资	0	-100	-150	-150	EBITDA/销售收入	28%	19%	21%	22%
其他	0	0	0	0	销售净利率	11%	12%	13%	13%
投资活动现金流净额	-100	-83	-158	-155	ROE	8%	13%	14%	17%
债券融资	-7	-1	0	4	ROA	6%	7%	7%	8%
股权融资	2	0	0	0	ROIC	8%	10%	12%	13%
银行贷款增加（减少）	0	222	245	242	销售收入增长率	25%	55%	30%	35%
筹资成本	-7	4	21	37	EBIT 增长率	12%	73%	43%	45%
其他	0	2	0	0	EBITDA 增长率	107%	3%	44%	44%
筹资活动现金流净额	-35	216	222	204	净利润增长率	-7%	70%	35%	42%
现金净流量	-172	-165	0	0	总资产增长率	13%	44%	28%	29%
					股东权益增长率	-149%	714%	-78%	-24%
					经营现金净流增长率	-149%	714%	-78%	-24%
					流动比率	2.8	1.9	1.7	1.7
					速动比率	2.2	1.4	1.2	1.2
					应收账款周转天数	173.1	175.0	185.0	185.0

资料来源：宏源证券

作者简介:

蒋毅: 2008.4--2010.11 索尼中国商业有限公司 大客户管理部; 2011.5-2013.3 国金证券 家电研究员 连续两届新财富第二名团队成员; 2013.3 至今宏源证券 家电研究员。

笪佳敏: 毕业于上海交通大学机械与动力工程学院, 工学硕士, 曾就职于上海通用汽车动力总成新项目。2014 年加入宏源证券家电研究小组。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。