

零部件

家电、光伏与油服三轮驱动的电加热龙头

受益城市化率提升，小家电领域值得期待

报告日期: 2014-11-04

评级: **推荐**

上次评级:

目标价: **15.0**

上次预测:

当前价格(元)	9.86
52周价格区间(元)	9.69-22.07
总市值(百万)	3899.35
流通市值(百万)	2119.63
总股本(万股)	39547.20
流通股(万股)	21497.28
公司网址	www.dongfang-heater.com

预测指标	2013A	2014E	2015E
主营收入(百万元)	827	1095	1454
净利润(百万元)	91	138	197
每股收益(元)	0.23	0.35	0.50
每股净资产(元)	2.75	3.02	3.44
市盈率	42.86	28.25	19.78
P/B	3.58	3.26	2.86

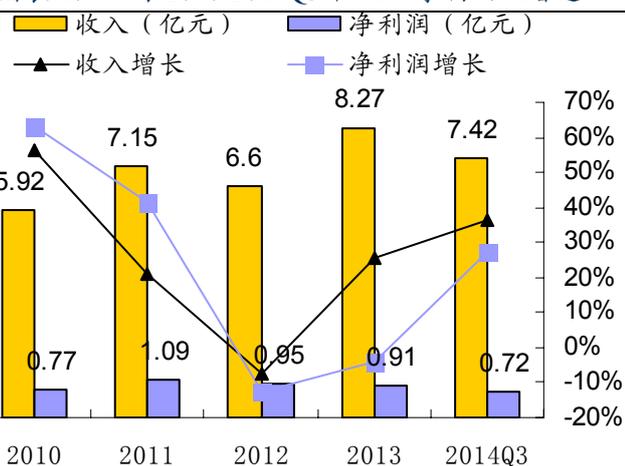
资料来源: 财富证券

事件: 公司近期调研结论。

投资要点

➤ **看点颇多的电加热龙头。**公司主营电加热元件及组件，是国内最大的空调辅助电加热器制造商，与格力、美的、海尔等家电巨头合作紧密。受益空调辅助电加热器渗透率的提升，公司近年营收保持稳定增长。除空调电加热器外，公司看点颇多——民用领域公司正开拓小家电、电动汽车、轨道交通等电加热器市场；工业领域四氯化硅冷氢化电加热器是国内唯一供应商，受光伏市场转暖公司工业电加热器见底回升；油服领域收购瑞吉格泰进入中海油配套体系，油气开采储运领域电加热器有望做大做强。

图表 1: 公司 2010-2014Q3 收入、净利润及增速



资料来源: 财富证券

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
东方电热	-5.92	0.87	121.38
上证综指	2.38	9.93	13.01

财富证券研究发展中心

王群

0731-84403422

wangqun@cfzq.com

S0530207080035

相关研究报告:

➤ **空调电加热器稳定增长。**因能效等级要求影响，空调企业往往采用小功率压缩机以达到制冷的高能效比，但小功率压缩机在制热时难以保证效果，因此通过加装辅助电加热器满足制热要求。公司是国内最早从事空调辅助电加热器制造的企业，目前约占国内30%的空调电加热市场份额，受益空调电加热器从电热管演进到PTC以及市场份额的集中，预计公司空调电加热器稳定增长。

- **公司积极开拓的小家电、电动汽车以及轨道交通等民用电加热器市场值得期待。**空调电加热器贡献公司收入的 70% 以上，2014 年三季报前五大客户格力系、海尔系、美的系、奥克斯系和广州华凌制冷占公司收入的 80%，为降低对单一产品和单一大客户的依赖风险，公司在民用电加热领域正开拓空调以外的市场。一是小家电市场，随着我国城市化率的提升，小家电普及率正在加速，按 50% 的城市家庭拥有 10 件小家电计（单件小家电电加热器 30 元），则小家电电加热器年市场规模在 40-50 亿元，是现有空调电加热器市场规模的两倍；二是电动汽车市场，电动汽车电加热器单台价值量将从现有家电 30 元/件左右上升到 1000 元/台以上，我国现汽车年销量在 2000 万辆左右，如电动汽车达到 10% 的渗透率则年市场规模在 20 亿元以上，接近现有空调电加热器市场规模，公司用于电动汽车的电加热器已开始小批量供货；三是轨道交通用电加热器，公司已进入中国南车和庞巴迪供应商体系。
- **工业电加热器受益光伏市场回暖触底回升。**公司工业用电加热器主要指多晶硅电加热器，公司“多晶硅冷氢化生产核心专用加热合成反应器成套工艺装备”荣获 2012 年度国家科学技术进步二等奖，是国内唯一实现规模化生产和批量运用四氯化硅冷氢化处理用的电加热生产企业，其产品相对于热氢化工艺，工作温度可从 1200℃ 降至 550℃，多晶硅单位产品能耗降低 50% 以上，极大帮助光伏生产企业降低成本。受光伏市场低迷影响，公司工业电加热器从 2011 年营收高点的 1.17 亿元下降到 2013 年的 0.36 亿元，2014 年起光伏市场见底回升，公司工业电加热器订单随之增加，2014 年 7 月公司公告与鄂尔多斯绿能光电有限公司签订 2.08 亿元光伏电池冷氢化电加热器设备采购合同。

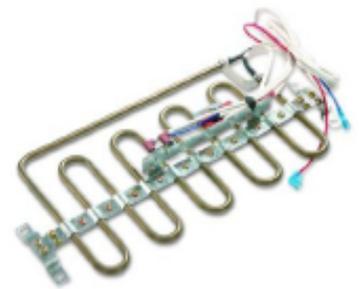
图表 2: 公司主要产品图示



四氯化硅冷氢化用电加热系统



天然气井口电加热器



空调柜机用辅助电加热器

资料来源：财富证券

- **定增做大做强海洋油气电加热领域，未来目标 10 亿元。**公司原

有天然气开采井口电加热器和管输电加热器产品，2013 年公司收购瑞吉格泰进入中海油油气分离设备配套体系，2014 年 5 月中标中海油 6511 万元分离器合同，8 月拟定增不超过 8000 万股募资 6 亿元进军海上平台油气处理系统集成领域，公司油服领域未来目标是做到 10 亿元的规模。

- **看好公司电加热龙头竞争优势，新领域拓展值得期待，给予“推荐”评级。**公司是典型的隐形冠军类企业，凭借快速的产品研发和全系列产品配套优势在竞争激烈的电加热行业胜出。我们认为公司原有空调辅助电加热产品保持稳定增长，小家电和电动汽车电加热产品放量可期，工业电加热器触底回升，油服领域稳步做大，公司未来 3 年有望保持 30% 以上的增长。预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.35 元、0.50 元，现价 PE 分别为 28.25 倍、19.78 倍，我们认为可给予公司 2015 年业绩 30 倍 PE 估值，给予“推荐”评级。
- 风险：公司新领域开拓不及预期。

财务报表预测：

**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1205	1555	1878	2346
现金	265	410	339	333
应收账款	280	329	455	595
其它应收款	5	7	10	13
预付账款	14	26	30	39
存货	258	308	409	533
其他	383	475	635	834
<b>非流动资产</b>	371	408	448	439
长期投资	0	0	0	0
固定资产	261	314	345	329
无形资产	60	70	84	92
其他	50	24	19	17
<b>资产总计</b>	1576	1963	2326	2784
<b>流动负债</b>	425	700	897	1122
短期借款	0	200	239	269
应付账款	158	177	241	314
其他	268	323	417	539
<b>非流动负债</b>	17	19	17	18
长期借款	0	0	0	0
其他	17	19	17	18
<b>负债合计</b>	442	719	915	1140
少数股东权益	48	50	53	57
股本	198	395	395	395
资本公积	531	333	333	333
留存收益	358	466	630	859
归属母公司股东权益				
合计	1086	1194	1359	1588
<b>负债和股东权益</b>	1576	1963	2326	2784

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-37	36	-1	44
净利润	91	140	200	283
折旧摊销	19	22	27	29
财务费用	-7	1	9	12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-154	-131	-246	-293
其它	14	5	9	12
<b>投资活动现金流</b>	-37	-62	-68	-19
资本支出	63	64	49	6

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	827	1095	1454	1899
营业成本	619	783	1030	1336
营业税金及附加	4	7	9	11
销售费用	29	43	56	70
管理费用	68	92	110	132
财务费用	-7	1	9	12
资产减值损失	7	6	6	6
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	108	163	234	332
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	4	2	3	3
<b>利润总额</b>	107	163	233	331
所得税	15	24	34	48
<b>净利润</b>	91	140	200	283
少数股东损益	1	2	3	4
<b>归属于母公司净</b>				
<b>利润</b>	91	138	197	279
EBITDA	120	186	269	373
EPS (元)	0.23	0.35	0.50	0.71

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.2%	32.3%	32.8%	30.6%
营业利润	3.6%	51.0%	43.2%	42.0%
净利润	-4.8%	51.7%	42.9%	42.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.2%	28.5%	29.1%	29.7%
净利率	11.0%	12.6%	13.5%	14.7%
ROE	8.4%	11.5%	14.5%	17.6%
ROIC	11.6%	15.8%	18.5%	21.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.0%	36.6%	39.3%	40.9%
净负债比率				
流动比率	2.83	2.22	2.09	2.09
速动比率	2.22	1.78	1.64	1.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.62	0.68	0.74
应收账款周转率	3	3	3	3

长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.72	4.67	4.93	4.81
其他	27	3	-19	-12	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-35</b>	<b>-30</b>	<b>-202</b>	<b>-232</b>	每股收益	0.23	0.35	0.50	0.71
短期借款	-4	200	39	30	每股经营现金流	-0.09	0.09	-0.00	0.11
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.75	3.02	3.44	4.01
普通股增加	0	198	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	-198	0	0	P/E	42.86	28.25	19.78	13.91
其他	-31	-230	-241	-263	P/B	3.58	3.26	2.86	2.45
<b>现金净增加额</b>	<b>-172</b>	<b>-55</b>	<b>-271</b>	<b>-207</b>	EV/EBITDA	31	20	14	10

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

## 免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研发中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438