国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

# 牵手硅谷天堂，强化外延能力

油服产业链

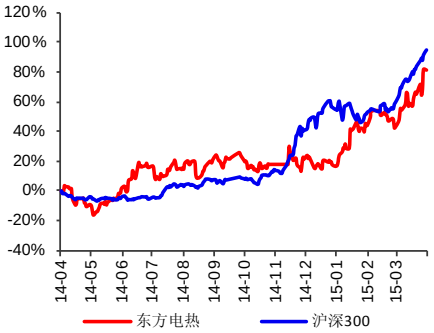
2015 年 4 月 13 日

## 东方电热（300217）临时公告点评

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（首次）

**最近 52 周走势:**




**相关研究报告:**


**报告作者:**

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：徐小敏

电话： 0510-8283-3217

Email: xuxiaom@glsc.com.cn


**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：公司于4月9日与硅谷天堂签署《战略咨询及并购整合服务协议》（以下简称“协议”），协议有限期限为三年，期限为自2015年4月起至2018年3月止。同时，公司发布15年一季度业绩预告，业绩低于市场预期。

**国联点评:**

- **牵手硅谷天堂，加快外延并购步伐。**“协议”规定三年内硅谷天堂向公司收取顾问费用合计人民币 260 万元，为公司提供并购整合顾问服务的，按并购交易总金额的 2%-5%收取并购顾问服务费。硅谷天堂作为业内知名专业并购机构，可以利用在国内外渠道资源优势，为公司寻找质地优异的投资标的，使公司资源得到合理配置。
- **围绕主营业务双线展开并购活动。**我们认为后期公司将围绕双线开展并购活动：1）、公司将通过横向并购方式快速切入咖啡机、电热壶等小家电市场；该市场空间不亚于空调领域，且尚未形成寡头格局，公司凭借自身技术、规模优势，同时借助被并购方的市场渠道，迅速在该块市场站稳脚跟；2）、作为油服行业的新星，公司可以借助硅谷天堂专业并购能力，收购业内优秀的油服企业，迅速壮大自身油服业务。
- **空调等家电行业不景气，拖累公司一季度业绩下滑。**公司一季度实现归属于上市公司股东净利润 1,549.70-2,324.56 万元，同比增速为-40% — -10%。一季度业绩下滑主要原因为作为公司产品需求端的空调市场一季度产量下滑约 10%，导致公司民用电热器产品销量下滑；此外，近期格力等家电厂商空调价格战将相关成本转嫁到公司产品身上，以致公司产品毛利率下滑。我们随着后期更多房地产利好政策出台，后期国内房地产销售有望企稳回暖，从而带动家电领域需求增加，预计公司 2015 年民用电加热器产品销售增速约为 5%-10%。
- **其他信息。**海工装备一期项目进展顺利，海工油气小件装备已开

始投产，目前订单饱满；大件成橇装备预计年中投产。公司油服装备 14 年确认营业收入约 7000 万元，随着海工装备募投项目产能逐步释放， 15 年该块业务有望大幅释放，预计实现营业收入约为 2-3 亿元。

- **首次覆盖，给予公司“推荐”评级。公司核心推荐逻辑：1）、海工装备募投项目产能释放，油服业务业绩有望大幅提升；2）、看好公司未来对小家电市场的横向并购整合，民用电加热器业务有望在多个小家电领域复制空调行业成功；3）、牵手硅谷天堂，外延并购预期强烈。**预计公司 2014-16 年每股收益为 0.27 元、0.40 元和 0.55 元，目前股价为 15.54 元，对应市盈率分别为 57.4 倍、38.9 倍和 28.4 倍，我们认为公司 15 年合理估值在 45-50 倍 PE，对应的股价为 18-20 元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示。**募投海洋油气系统项目进展不及预期；“三桶油”资本支出大幅下滑；民用电加热器在小家电市场拓展不顺。

财务报表预测与财务指标　　单位：百万

| 利润表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **827.5** | **1,016.6** | **1,385.0** | **1,856.8** |
| *YOY(%)* | *25.2%* | *22.9%* | *36.2%* | *34.1%* |
| 营业成本 | 618.8 | 757.7 | 1,026.9 | 1,367.9 |
| 营业税金及附加 | 4.2 | 6.1 | 8.3 | 11.1 |
| 销售费用 | 28.9 | 37.3 | 49.0 | 65.7 |
| *占营业收入比(%)* | *3.5%* | *3.7%* | *3.5%* | *3.5%* |
| 管理费用 | 67.9 | 86.2 | 114.3 | 156.9 |
| *占营业收入比(%)* | *8.2%* | *8.5%* | *8.3%* | *8.5%* |
| **EBIT** | **99.1** | **123.4** | **180.5** | **249.2** |
| 财务费用 | -7.4 | -4.7 | -3.4 | -5.3 |
| *占营业收入比(%)* | *-0.9%* | *-0.5%* | *-0.2%* | *-0.3%* |
| 资产减值损失 | 7.0 | 6.8 | 6.8 | 6.8 |
| 投资净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **营业利润** | **108.1** | **127.2** | **188.8** | **258.7** |
| 营业外净收入 | -1.3 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| **利润总额** | **106.9** | **128.2** | **189.8** | **259.6** |
| 所得税 | 15.4 | 19.2 | 28.5 | 38.9 |
| *所得税率(%)* | *15.0%* | *15.0%* | *15.0%* | *15.0%* |
| **净利润** | **91.4** | **109.0** | **161.3** | **220.7** |
| *占营业收入比(%)* | *11.0%* | *10.7%* | *11.6%* | *11.9%* |
| 少数股东损益 | 0.7 | 1.9 | 3.2 | 4.2 |
| **归属母公司净利润** | **90.7** | **107.1** | **158.1** | **216.5** |
| *YOY(%)* | *-4.8%* | *18.1%* | *47.6%* | *36.9%* |
| **EPS（元）** | **0.23** | **0.27** | **0.40** | **0.55** |

| 主要财务比率 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | *25.2%* | *22.9%* | *36.2%* | *34.1%* |
| 营业利润 | *3.6%* | *17.7%* | *48.4%* | *37.0%* |
| 净利润 | *-4.8%* | *18.1%* | *47.6%* | *36.9%* |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | *25.2%* | *25.5%* | *25.9%* | *26.3%* |
| 净利率(%) | *11.0%* | *10.7%* | *11.6%* | *11.9%* |
| ROE(%) | *8.4%* | *9.1%* | *8.3%* | *10.5%* |
| ROA(%) | *5.9%* | *8.7%* | *10.0%* | *11.0%* |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | *2.96* | *2.81* | *3.61* | *3.87* |
| 速动比率 | *2.31* | *2.14* | *2.94* | *3.25* |
| 资产负债率% | *26.8%* | *39.0%* | *34.1%* | *34.7%* |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | *53.4%* | *25.8%* | *28.5%* | *22.3%* |
| 应收账款周转天数 | 291.4 | 284.2 | 250.5 | 272.3 |
| 存货周转天数 | 152.0 | 149.2 | 125.4 | 110.9 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.23 | 0.27 | 0.40 | 0.55 |
| 每股净资产 | 2.75 | 2.96 | 4.80 | 5.24 |
| **估值比率** | | | | |
| **P/E** | **67.8** | **57.4** | **38.9** | **28.4** |
| P/B | 5.7 | 5.2 | 3.2 | 3.0 |

| 资产负债表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| 现金 | 244.2 | 178.0 | 542.8 | 750.8 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收款项净额 | 679.7 | 814.2 | 997.9 | 1,428.5 |
| 存货 | 257.8 | 309.8 | 352.7 | 415.8 |
| 其他流动资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **流动资产总额** | **1,181.7** | **1,301.9** | **1,893.4** | **2,595.0** |
| 固定资产净值 | 260.6 | 253.4 | 292.2 | 396.0 |
| 减:资产减值准备 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产净额 | 260.6 | 253.4 | 292.2 | 396.0 |
| 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 在建工程 | 24.0 | 75.0 | 150.0 | 250.0 |
| 固定资产清理 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **固定资产总额** | **284.5** | **328.4** | **442.2** | **646.0** |
| 无形资产 | 81.9 | 68.6 | 55.3 | 42.0 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他长期资产 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.0 |
| **资产总额** | **1,548.4** | **1,699.1** | **2,490.2** | **2,814.3** |
| 循环贷款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付款项 | 399.5 | 462.7 | 524.2 | 670.8 |
| 预提费用 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他流动负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **流动负债** | **399.5** | **462.7** | **524.2** | **670.8** |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付债券 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他长期负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **负债总额** | **414.2** | **477.4** | **538.9** | **685.5** |
| 少数股东权益 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 股东权益 | 1,134.2 | 1,221.7 | 1,951.4 | 2,128.8 |
| **负债和股东权益** | **1,548.4** | **1,699.1** | **2,490.2** | **2,814.3** |

| 现金流量表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| 税后利润 | 91.4 | 109.0 | 161.3 | 220.7 |
| 加：少数股东损益 | 0.7 | 1.9 | 3.2 | 4.2 |
| 公允价值变动 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 折旧和摊销 | 0.0 | 37.7 | 42.7 | 52.7 |
| 营运资金的变动 | (127.7) | (122.1) | (168.4) | (351.3) |
| **经营活动现金流** | (36.3) | 24.6 | 35.7 | (77.8) |
| 短期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产投资 | (100.2) | (74.2) | (149.2) | (249.2) |
| **投资活动现金流** | (100.2) | (74.2) | (149.2) | (249.2) |
| 股权融资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期贷款的增加/(减少) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公司债券发行/（偿还） | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股利分配 | 19.8 | 21.4 | 31.6 | 43.3 |
| 计入循环贷款前融资活动 | (15.0) | (12.2) | (21.2) | (43.3) |
| 循环贷款的增加(减少) | (19.9) | 36.6 | 136.9 | (119.8) |
| **融资活动现金流** | (34.9) | (16.7) | 577.6 | (32.9) |
| **现金净变动额** | **(171.5)** | **(66.3)** | **464.1** | **(359.9)** |

| 无锡 |
| --- |
| 国联证券股份有限公司 研究所 |
| 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层 |
| 电话：0510-82833337 |
| 传真：0510-82833217 |
| **上海** |
| 国联证券股份有限公司 研究所 |
| 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F |
| 电话：021-38991500 |
| 传真：021-38571373 |
| **北京** |
| 国联证券股份有限公司 研究所 |
| 北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层 |
| 电话：010-68790997 |
| 传真：010-68790897 |
| **深圳** |
| 国联证券股份有限公司 研究所 |
| 广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室 |
| 电话：0755-82556064 |
| 传真：0755-82556064 |

**国联证券投资评级：**

| 类别 | 级别 | 定义 |
| --- | --- | --- |
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |
| | 关注 | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

## 免责条款：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。