

油服产业链

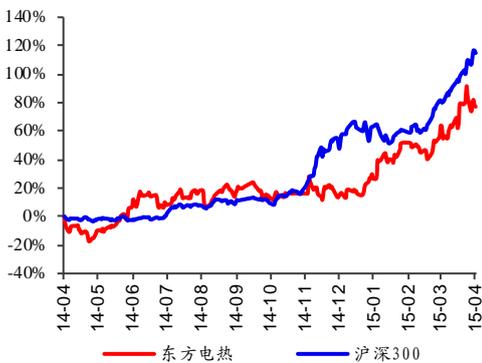
2015年4月25日

东方电热（300217）年报点评

评级（首次/维持/下调/上调）

谨慎推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

《东方电热（300217）临时公告点评：牵手硅谷天堂，强化外延能力》

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：东方电热发布2014年年度报告，报告期内，公司实现营业收入10.19亿元，同比增长23.15%；归属于上市公司普通股股东净利润10,267.11万元，同比增长13.19%；归属于上市公司普通股股东扣非净利润10,172.68万元，同比增长10.85%。

国联点评：

- 海工油服业务表现突出，期待项目投产带来业绩释放。公司各块业务在报告期内都有不错的表现，其中油服业务表现特别亮眼：民用电加热器营收同比增长17.32%，毛利率为23.38%，毛利率略微下滑0.24个百分点；工业用电加热器营收同比增长39.76%，毛利率为37.28%，下降13.13个百分点；油服业务营收同比增长207.39%，毛利率为41.27%，同比上升10.29个百分点。海洋油气处理系统投资项目目前一期已开始试生产且已有设备出厂，油服业务后期业绩贡献有望大幅释放，预计15年能实现2-3亿营业收入。
- 民用电加热器在小家电等横向市场拓展顺利，工业用电加热器受益于多晶硅复苏。公司民用电加热器在空调行业占据50%以上市场份额，但报告期内一方面国内房地产行业景气度下行导致空调等家电产品需求下滑，另一方面空调等家电行业竞争激烈，家电厂商将成本转嫁到公司产品上，导致公司民用电加热器毛利率下滑。对此公司加大对小家电等横向市场的开拓力度，报告期内，公司的轨道列车用电加热器、电动汽车用电加热器开始快速增长；水加热器、小家电用电加热器得到客户的认可。工业用电加热器方面，15年为国内光伏大年，多晶硅行业加快复苏步伐，公司新建项目或技术改造订单也开始增加；我们预计15年公司工业用电加热器业务也会有不错表现。
- 牵手硅谷天堂，外延并购成为公司近期工作重心。公司近期与硅谷天堂签订合作协议，利用其在国内外渠道资源优势，为公司寻

找质地优异的投资标的。并购方向主要集中在电加热器行业和油气处理行业的上下游企业中，积极寻找与公司互补的优质企业，通过产业并购加速公司的快速发展。

- **其他信息。**公司近期发布 15 年一季度报告，报告期内公司实现营业收入 2.36 亿元，同比增长 0.88%，归属于上市公司股东净利润 2,094.35 万元，同比下滑 18.91%，低于市场预期。业绩下滑主要原因为其主要原因是民用电加热器产品市场竞争力度加大，产品毛利率有所下降。油服业务有部分订单在今年初交付，一季度实现销售 1852.19 万元，较去年有大幅提升。
- **维持公司“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 2015-17 年每股收益为 0.40 元、0.55 元和 0.72 元，目前股价为 15.4 元，对应市盈率分别为 38.9 倍、28.1 倍和 21.4 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，维持公司“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。

附录：财务预测表（更新日期 2015-4-24）
财务报表预测与财务指标

单位：百万

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,019.0	1,387.9	1,861.2	2,424.7
YOY(%)	23.1%	36.2%	34.1%	30.3%
营业成本	758.6	1,027.7	1,369.8	1,774.9
营业税金及附加	5.7	7.8	10.4	13.6
销售费用	39.9	49.1	67.7	87.0
占营业收入比(%)	3.9%	3.5%	3.6%	3.6%
管理费用	85.7	114.5	155.4	202.5
占营业收入比(%)	8.4%	8.3%	8.4%	8.4%
EBIT	121.6	181.7	251.6	340.9
财务费用	-3.4	-7.0	-3.4	-5.3
占营业收入比(%)	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	7.7	8.9	8.9	8.9
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	124.7	186.9	257.6	338.9
营业外净收入	0.9	1.8	2.7	3.0
利润总额	125.6	188.7	260.3	341.9
所得税	19.9	28.3	39.0	51.3
所得税率(%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	105.7	160.4	221.2	290.6
占营业收入比(%)	10.4%	11.6%	11.9%	12.0%
少数股东损益	3.0	4.0	4.6	5.4
归属母公司净利润	102.7	156.4	216.6	285.2
YOY(%)	13.2%	52.3%	38.5%	31.7%
EPS (元)	0.26	0.40	0.55	0.72

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	23.1%	36.2%	34.1%	30.3%
营业利润	15.3%	49.9%	37.8%	31.6%
净利润	13.2%	52.3%	38.5%	31.7%
获利能力				
毛利率(%)	25.6%	26.0%	26.4%	26.8%
净利率(%)	10.4%	11.6%	11.9%	12.0%
ROE(%)	8.9%	8.2%	10.3%	12.1%
ROA(%)	7.5%	7.4%	8.9%	9.8%
偿债能力				
流动比率	2.72	3.58	3.06	2.35
速动比率	2.03	2.92	2.39	1.81
资产负债率%	25.3%	20.8%	23.4%	30.3%
营运能力				
总资产周转率	62.9%	25.8%	28.5%	22.3%
应收账款周转天数	252.7	249.0	256.7	250.8
存货周转天数	135.7	119.7	118.2	117.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.40	0.55	0.72
每股净资产	2.75	2.93	4.80	5.30
估值比率				
P/E	59.3	38.9	28.1	21.4
P/B	5.3	3.2	2.9	2.6

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	112.7	532.1	237.0	194.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	719.7	969.4	1,338.6	1,703.5
存货	282.1	337.1	443.5	570.8
其他流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1
流动资产总额	1,114.6	1,838.7	2,019.2	2,468.3
固定资产净值	260.6	291.1	350.1	476.4
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	260.6	291.1	350.1	476.4
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	24.0	72.7	150.0	200.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	284.5	363.8	500.1	676.4
无形资产	117.6	105.4	94.1	83.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	24.2	24.2	24.1	24.1
资产总额	1,620.1	2,468.3	2,813.9	3,465.7
循环贷款	9.0	0.0	0.0	145.0
应付款项	401.4	513.8	659.8	904.5
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	410.4	513.8	659.8	1,049.5
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	410.4	513.8	659.8	1,049.5
少数股东权益	3.0	3.0	3.0	3.0
股东权益	1,209.8	1,954.5	2,154.1	2,416.2
负债和股东权益	1,620.1	2,468.3	2,813.9	3,465.7

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	105.7	160.4	221.2	290.6
加: 少数股东损益	3.0	4.0	4.6	5.4
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	24.2	17.1	26.1	38.4
营运资金的变动	(60.6)	(192.0)	(331.7)	(242.2)
经营活动现金流	69.3	(14.5)	(84.4)	86.9
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	(155.9)	(148.5)	(197.7)	(247.5)
投资活动现金流	(155.9)	(148.5)	(197.7)	(247.5)
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	0.0	15.6	21.7
计入循环贷款前融资活动	(15.8)	7.0	(7.0)	(20.7)
循环贷款的增加(减少)	(25.8)	36.6	136.9	(119.8)
融资活动现金流	(41.6)	582.4	(13.0)	117.5
现金净变动额	(128.3)	419.4	(295.1)	(43.0)

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	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個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。