

业绩拐点来临，关注工业电加热、油服边际改善

——东方电热（300217）2016 年年报点评

2017 年 04 月 10 日

推荐/首次

东方电热

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
林劼	联系人		
		linjie_@dxzq.net.cn	010-66554034
王革	联系人		
		wangge@dxzq.net.cn	010-66554043

事件：

公司发布 2016 年年度报告，全年实现营业收入 9.30 亿元，同比下降 1.13%，实现归母净利润 0.46 亿元，同比下降 39.10%。同时，公司发布利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发人民币 0.1 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	248.44	224.04	233.3	170.33	191.84	219.7	347.81
增长率（%）	-4.02%	-10.26%	-15.53%	-27.94%	-22.78%	-1.94%	49.08%
毛利率（%）	24.05%	26.38%	27.01%	19.82%	24.39%	23.03%	26.30%
期间费用率（%）	11.92%	13.20%	16.20%	14.48%	14.46%	13.17%	13.72%
营业利润率（%）	8.88%	13.06%	4.27%	7.07%	8.81%	8.35%	2.50%
净利润（百万元）	20.14	25.94	12.24	10.48	13.63	16.89	4.93
增长率（%）	01.05%	-05.75%	-60.95%	-51.05%	-32.32%	-34.88%	-59.75%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.06	0.02	0.02	0.01	0.01	0.00
资产负债率（%）	29.18%	29.15%	19.87%	16.70%	15.54%	17.32%	25.88%
净资产收益率（%）	1.64%	2.06%	0.66%	0.56%	0.74%	0.91%	0.24%
总资产收益率（%）	1.16%	1.46%	0.53%	0.47%	0.63%	0.75%	0.18%

观点：

➤ 业绩主要仍由空调支撑，看好新能源汽车、小家电用电加热器业绩增长空间。

民用加热器方面，公司 2016 年实现营收 8.06 亿元，同比微增 0.27%，主要收入来自于空调电加热器业务。受 2016 年上半年经济低迷、空调行业去库存，而下半年房地产火爆等因素影响，空调行业走出一波先低后高的行情，带动公司民用电加热器订单下半年实现触底反弹，但整体需求仍接近饱和，天花板效应明显。

受到国内新能源汽车行业带动，公司电动汽车 PTC 电加热器、动力电池加热器等产品持续爆发式增长，

同时小家电用电加热器也取得质的突破，但由于基数较小，在总体民用电加热器上增量的反映并不明显。随着新能源汽车和小家电等高增长高毛利率业务占比不断提升，公司民用电加热器业务有望迎来持续性回暖。

➤ 多晶硅市场企稳回升，受益于企业扩产潮。

公司工业电加热业务主要集中在多晶硅领域，2016年公司工业电加热器业务实现营收0.45亿元，同比下降15.98%，主要由于多晶硅价格长期低位运行，多晶硅生产企业投资意愿不足导致多晶硅冷氢化用电加热器及电加热芯销售略有下降。公司通过将原有工业电加热业务与子公司瑞吉格泰深度整合，突破了瑞吉格泰制造瓶颈，极大的提高了瑞吉格泰和工业电加热器的制造水平，并从单一工业电加热器制造商向电加热设备解决方案提供商转型，进一步开发多晶硅市场。

2016年我国光伏行业实现新增装机规模34.24GW，预计2017年在领跑者项目、光伏扶贫和分布式项目的带动下新增装机容量预计将在20-30GW。在光伏市场的强劲拉动下，多晶硅价格企稳回升，多晶硅企业逐渐重获投资信心，陆续推进技改和新增扩产建设，其中，保利协鑫斥资57亿建设全球最大6万吨多晶硅基地，而通威股份、特变电工、大全集团等也纷纷推进扩建或新增多晶硅产能。

2017年3月30日，子公司瑞吉格泰和上海韵申新能源联合中标新疆协鑫新能源36台还原炉大单，其中，瑞吉格泰中标27台还原炉，中标金额1.04亿元，约占公司2016年营业收入的11.2%，将为公司贡献显著的增量业绩。我们认为，在光伏多晶硅及其还原炉等生产核心设备的进口替代背景下，厂商纷纷在循环经济下能源成本较低的西北地区进行产能布局，同时万吨级以上企业扩产潮仍在延续，将持续带动公司工业电加热产品需求放量，后续订单有望纷至沓来，加码公司业绩触底回收。

➤ 油价稳步回升，海洋油气装备业务将迎触底反弹

受油价长期低迷、石油开采项目投资大幅减少影响，子公司瑞吉格泰海洋油气处理装备业务销售及订单大幅下降。2016年瑞吉格泰实现营收2932万元，同比下降65.43%，其中油服业务实现营收1054万元，同比减少78.64%。

随着2016年11月多国达成石油限产协议，石油市场逐步恢复再平衡，油价筑底回升。中海油2017年资本支出计划600-700亿元，同比增长约20%-40%。公司在海洋油服领域自上而下的整体系统模拟与优化设计将为海上平台客户带来极高的可靠性与极佳的经济效益，打造集研发、设计、生产制造及技术服务为一体的综合性油气服务一站式供应商，将直接受益于海洋工程装备行业投资的恢复性上升。

➤ 外延收购九天光电，打造全新业绩增长极

2016年11月，公司积极优化和完善自身业务布局，通过收购及增资入股取得江苏九天51%股权，成为国内唯一具有从钢带压延到复膜分切的宽幅材料（宽度600mm以上）全工艺流程的企业。九天 2016-2018年承诺业绩分别为4000万元、4800万元和5760万元。由于九天光电仅12月单月业绩并表，因此并表收入占公司总营收比重较低仅5.75%，其中光通信及动力锂电池行业分别为0.39亿元和0.15亿元。目前光通信和新能源电池两大业务领域景气度高企，尤其是新能源汽车受益于国家大力扶持对动力锂电池需求旺盛，拉动上游配套设备迅速增长，未来九天光电有望保持较快发展势头。同时，公司还积极拓展飞机发动机试验设备、新能源设备、环保设备、化工设备等领域，寻求新的业绩增长点。

结论：

我们看好多晶硅企业扩产、石油价格回升为公司工业电加热产品和油服业务带来的边际改善，以及新能源汽车和小家电用电加热器、九天光电未来业绩的持续快速增长，预计公司2016-2018年营业收入分别为16.6亿元、20.5亿元和24.5亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.4亿元、1.9亿元和2.4亿元，EPS分别为0.11元0.15元和0.19元，对应PE分别为36.1、27.5和21.5，给予公司“推荐”评级。

风险提示：

空调市场需求饱和，多晶硅扩产不及预期，石油价格走低，九天光电业绩未达预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1747	1865	2653	3165	3692	营业收入	942	930	1657	2048	2450
货币资金	238	173	331	410	490	营业成本	709	707	1201	1475	1759
应收账款	261	485	681	842	1007	营业税金及附加	6	10	13	14	16
其他应收款	4	5	10	12	14	营业费用	38	42	70	82	98
预付款项	11	17	23	31	40	管理费用	90	91	162	195	220
存货	255	379	493	606	723	财务费用	-4	-4	16	34	44
其他流动资产	533	479	479	479	479	资产减值损失	17.74	39.17	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	569	872	831	788	746	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.13	11.61	10.00	12.00	14.00
固定资产	417.29	564.71	527.03	488.78	450.25	营业利润	86	56	185	241	307
无形资产	94	144	139	136	132	营业外收入	9.09	4.69	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	5	6	8	8	8	营业外支出	0.64	0.45	0.50	1.00	1.00
资产总计	2317	2737	3484	3953	4438	利润总额	95	60	189	245	311
流动负债合计	421	634	1321	1686	2041	所得税	15	14	38	49	62
短期借款	0	94	532	720	887	净利润	80	46	151	196	249
应付账款	133	259	329	404	482	少数股东损益	4	0	10	11	12
预收款项	40	40	56	77	101	归属母公司净利润	75	46	141	185	237
一年内到期的非流	0	30	20	20	20	EBITDA	205	231	255	328	404
非流动负债合计	40	74	53	53	53	BPS (元)	0.19	0.04	0.11	0.15	0.19
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	460	708	1374	1740	2094	成长能力					
少数股东权益	54	222	232	243	255	营业收入增长	-7.54%	-1.33%	78.20%	23.63%	19.61%
实收资本(或股本)	455	1273	1273	1273	1273	营业利润增长	-30.79	-35.11	229.55	30.59%	27.34%
资本公积	861	42	42	42	42	归属于母公司净利润	207.96	30.98%	207.96	30.98%	27.95%
未分配利润	435	434	391	336	265	获利能力					
归属母公司股东权	1802	1807	1878	1970	2088	毛利率(%)	24.80%	23.94%	27.52%	28.01%	28.21%
负债和所有者权	2317	2737	3484	3953	4438	净利率(%)	8.46%	4.94%	9.13%	9.57%	10.15%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	3.25%	1.68%	4.05%	4.68%	5.33%	
经营活动现金流	129	79	-140	36	92	偿债能力					
净利润	80	46	151	196	249	资产负债率(%)	20%	26%	39%	44%	
折旧摊销	123.17	179.16	0.00	39.74	39.77	流动比率	4.15	2.94	2.01	1.88	1.81
财务费用	-4	-4	16	34	44	速动比率	3.55	2.34	1.63	1.52	1.45
应收账款减少	0	0	-196	-161	-165	营运能力					
预收帐款增加	0	0	17	20	24	总资产周转率	0.47	0.37	0.53	0.55	0.58
投资活动现金流	-606	-58	-23	-19	-17	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.28	4.74	5.64	5.59	5.53
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	12	10	12	14	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.04	0.11	0.15	0.19
筹资活动现金流	566	-84	321	61	5	每股净现金流(最新)	0.20	-0.05	0.12	0.06	0.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.96	1.42	1.47	1.55	1.64
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	59	819	0	0	0	P/E	21.27	111.11	36.07	27.54	21.52
资本公积增加	528	-819	0	0	0	P/B	1.01	2.82	2.71	2.59	2.44
现金净增加额	90	-63	158	78	80	EV/EBITDA	7.70	21.83	20.86	16.51	13.64

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。