

切入高成长新领域，迎来业绩全面复苏

——东方电热（300217）深度报告

2017年05月11日

强烈推荐/上调

东方电热 深度报告

报告摘要：

收购江苏九天 51%股权，加速新领域拓展。江苏九天是我国光缆铠装材料绝对强者和锂电池钢壳材料细分龙头，受益于光通信网络建设和新能源汽车动力电池飞速发展，处于快速成长期。目前江苏九天全力推进项目建设，在扩大电池钢产能的同时，打通电池钢壳从材料到压延、电镀和冲制等环节，成为国内唯一实现电池钢壳上下游全产业链布局的企业，进一步增强公司盈利能力，并有效规避下游客户账款回收风险。

多晶硅扩产潮延续，还原炉等设备显著回暖。公司是多晶硅冷氢化电加热器最具实力供应商，并在高附加值的 CVD 还原炉领域崭露头角。随着国内多晶硅行业产能西迁和大规模扩产，下游多晶硅设备需求显著回暖，公司今年以来陆续获得还原炉和电加热器大单，为工业领域利润回升打下基础。

传统制冷电加热器迎来补库存高峰，电加热器新品依旧蓝海。目前空调行业迎来消费升级和补库存高峰，公司作为国内空调电加热器龙头，为美的、格力、海尔主力供应商，将迎来恢复性显著增长。同时，公司大力布局的电动汽车 PTC、小家电和轨道列车电加热器等新产品毛利率较高，业绩增长明显，业务占比不断提升，加码民用电加热器业务持续回暖。

海上油服空间巨大，油价企稳拉动海工装备需求复苏。加大我国海上油气开采力度可解决油气资源对外依存度过高和陆上油气日渐枯竭问题，在油价企稳的背景下海上油服装备迎来发展转机。公司作为具备丰富海上油气项目经验的油气处理系统综合供应商，将直接受益于中海油等企业资本开支回升，迎来行业上升拐点。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 20.1 亿元、30.0 亿元和 39.5 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.3 亿元、2.3 亿元和 2.9 亿元，EPS 分别为 0.10 元、0.18 元和 0.23 元，对应 PE 分别为 32.7、18.9 和 15.0 倍，上调公司至“**强烈推荐**”评级。

风险提示：东方九天建设进度不达预期，多晶硅企业设备需求延续性低于预期，空调市场需求饱和，石油价格持续低位运行。

财务指标预测

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 942.17 | 929.68 | 2,005.12 | 3,004.32 | 3,949.45 |
| 增长率(%) | -7.54% | -1.33% | 115.68% | 49.83% | 31.46% |
| 净利润(百万元) | 79.72 | 45.93 | 156.77 | 287.79 | 386.97 |
| 增长率(%) | -24.55% | -42.39% | 241.33% | 83.58% | 34.46% |
| 净资产收益率(%) | 4.18% | 2.54% | 6.94% | 11.07% | 12.70% |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.04 | 0.10 | 0.18 | 0.23 |
| PE | 17.97 | 93.89 | 32.67 | 18.90 | 15.00 |
| PB | 0.85 | 2.38 | 2.27 | 2.09 | 1.91 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：

林劼

010-66554034

linjie_@dxzq.net.cn

王革

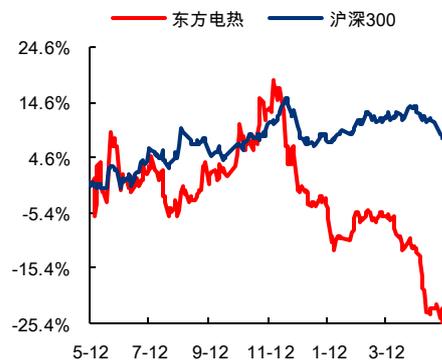
010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|----------------|--------------|
| 52 周股价区间(元) | 3.32-4.47 |
| 总市值(亿元) | 42.28 |
| 流通市值(亿元) | 28.89 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 127349/87022 |
| 流通 B 股/H 股(万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 2.05 |

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《东方电热（300217）：业绩拐点来临，关注工业电加热、油服边际改善》2017-04-11
- 2、《东方电热（300217）：多晶硅电加热器大单袭来，再造辉煌业绩》2014-07-08
- 3、《东方电热（300217）事件点评报告：业绩持续高增长，民用与工业油服比翼双飞》2014-07-03

目 录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 1. 电加热器龙头，积极切入新领域 | 5 |
| 1.1 公司产品品类齐全，股权结构稳定..... | 5 |
| 1.2 民用电加热器景气度回收，外延并表带来业绩双重提振..... | 6 |
| 2. 外延新材料，注入新动力 | 7 |
| 2.1 收购江苏九天，未来成长值得期待..... | 7 |
| 2.2 光缆铠装材料领域绝对强者..... | 9 |
| 2.3 电池钢壳细分龙头，拓展全产业链布局..... | 10 |
| 2.3.1 锂电池外壳壁垒高..... | 10 |
| 2.3.2 新能源汽车加码动力电池大发展..... | 11 |
| 2.3.3 专注圆柱电池钢材，细分领域优势明显..... | 12 |
| 2.3.4 打造电池钢壳唯一全产业链布局企业..... | 13 |
| 3. 多晶硅工业设备需求转暖 | 15 |
| 3.1 工业电加热突破产品升级..... | 15 |
| 3.1.1 冷氢化电加热系统..... | 15 |
| 3.1.2 CVD 还原炉..... | 16 |
| 3.2 多晶硅扩产潮持续，设备订单迎来放量..... | 17 |
| 4. 民用电加热器增长势头不减 | 19 |
| 4.1 传统民用电加热器下游需求改善..... | 19 |
| 4.1.1 空调行业..... | 19 |
| 4.1.2 冷链行业..... | 21 |
| 4.2 电加热器新产品迎来放量..... | 22 |
| 4.2.1 纯电动车用 PTC 电加热器..... | 22 |
| 4.2.2 水电加热与小家电..... | 23 |
| 4.2.3 轨道列车用电加热器..... | 24 |
| 5. 油价企稳有望打开海上油服大市场 | 25 |
| 5.1 海上油气发展空间巨大..... | 25 |
| 5.2 油价企稳带来油服复苏曙光..... | 26 |
| 6. 盈利预测及投资评级 | 27 |
| 7. 风险提示 | 28 |

表格目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 表 1: 九天主要产品及产能 | 8 |
| 表 2: 东方九天未来项目规划 | 14 |
| 表 3: 规范、扶持光伏产业发展的主要措施 | 17 |
| 表 4: 公司盈利预测表 | 29 |

插图目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 公司主要产品线 | 5 |
| 图 2: 公司股权结构 | 6 |
| 图 3: 公司业绩及增速情况 | 7 |
| 图 4: 公司分业务营收构成 | 7 |
| 图 5: 江苏九天股权结构 | 8 |
| 图 6: 江苏九天营业收入情况（百万元） | 8 |
| 图 7: 江苏九天净利润情况（百万元） | 8 |
| 图 8: 中国光缆线路长度 | 9 |
| 图 9: 中国国内光缆需求情况 | 9 |
| 图 10: 中国光缆产量情况 | 9 |
| 图 11: 光缆内部构成（1） | 10 |
| 图 12: 光缆内部构成（2） | 10 |
| 图 13: 不同类型锂电池外壳各有差异 | 10 |
| 图 14: 中国新能源汽车产量及预测 | 11 |
| 图 15: 中国新能源汽车动力电池需求及预测 | 11 |
| 图 16: 国内各终端锂电池产量及增速 | 12 |
| 图 17: 我国锂电池产量及增速 | 12 |
| 图 18: 电池钢壳生产流程 | 12 |
| 图 19: 九天自主设计立式高效预镀镍热处理一体化产线 | 13 |
| 图 20: 预镀镍高端电池钢壳优势明显 | 13 |
| 图 21: 电池钢壳生产流程 | 14 |
| 图 22: 以 32650 电池为例的钢壳价格构成（元/只） | 14 |
| 图 23: 冷氢化下改良西门子法闭路循环工艺流程 | 15 |
| 图 24: 工业电加热器在冷氢化工艺中的应用 | 16 |
| 图 25: 多晶硅还原炉沉积硅棒 | 17 |
| 图 26: 我国近年来光伏装机情况 | 18 |
| 图 27: 我国多晶硅生产状况（万吨） | 18 |
| 图 28: 国内多晶硅出厂价格（元/千克） | 19 |
| 图 29: 家用空调辅助电加热器组 | 20 |
| 图 30: 冷暖两用和单冷空调保有量占比 | 20 |
| 图 31: 全国空调销售情况及增长率 | 20 |
| 图 32: 全国商品房销售情况及增长率 | 20 |
| 图 33: 冷链产业链中电加热器主要应用领域 | 21 |
| 图 34: 我国冷冻水产品产量及增速 | 22 |
| 图 35: 我国速冻米面食品产量及增速 | 22 |
| 图 36: 公司电动汽车用电加热器为国内众多车企配套 | 22 |
| 图 37: 中国厨卫小家电普及水平远低于发达国家 | 23 |
| 图 38: 我国家用电热水器产量情况 | 23 |

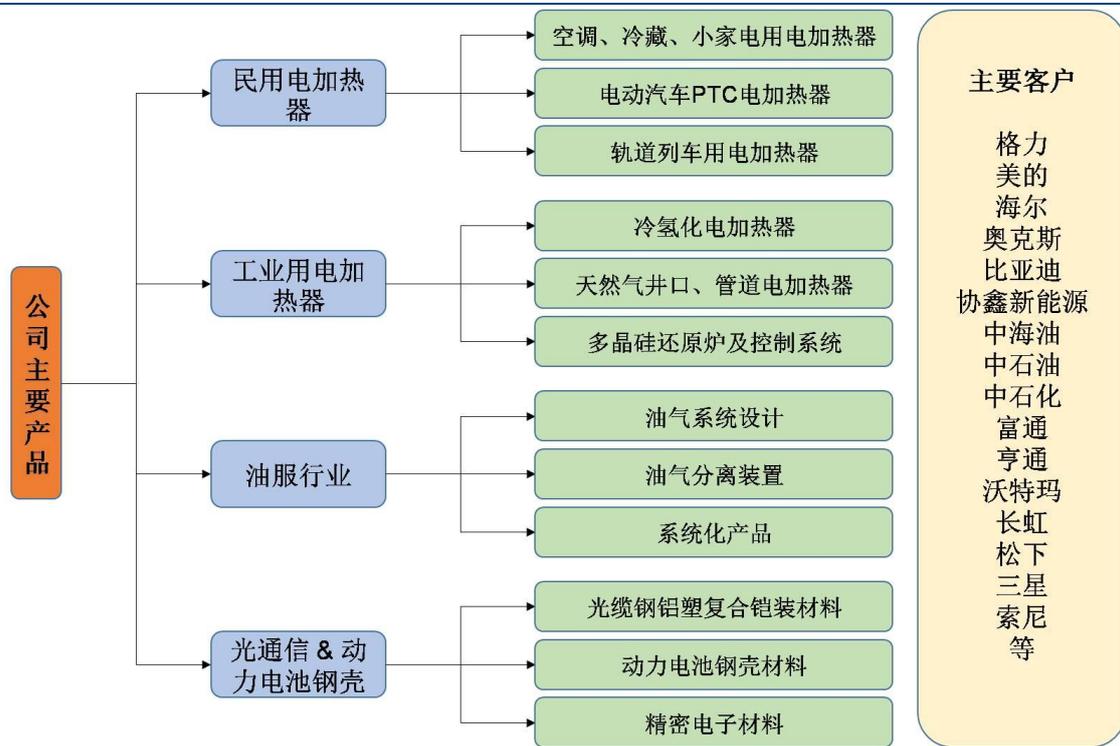
| | |
|----------------------------------|----|
| 图 39: 全国铁路固定资产投资及增速..... | 24 |
| 图 40: 全国铁路动车组拥有量（按组计）..... | 24 |
| 图 41: 中国城市轨道交通运营线路长度..... | 25 |
| 图 42: 中国城市轨道交通运营车辆..... | 25 |
| 图 43: 全球能源消费结构变化（百万吨油当量）..... | 25 |
| 图 44: 2015 年全球各种能源消费量占比..... | 25 |
| 图 45: 我国油气消费量情况..... | 26 |
| 图 46: 我国油气对外依存度..... | 26 |
| 图 47: 2016 年后原油价格逐步企稳（美元/桶）..... | 27 |
| 图 48: 石油和天然气固定资产投资完成额情况..... | 27 |
| 图 49: 中海油资本支出情况..... | 27 |

1. 电加热器龙头，积极切入新领域

1.1 公司产品品类齐全，股权结构稳定

镇江东方电热科技股份有限公司成立于2009年8月，其前身是成立于1992年的镇江市东方制冷空调设备配件有限公司，以高性能电加热器以及相关控制系统的研发、生产和销售起家，并于2011年5月在创业板成功上市。通过多年来内外增长与外延并购并举，目前公司业务已拓展为民用电加热器、工业用电加热器、油服行业、光通信行业和动力锂电池钢壳五大领域。从公司下游客户情况来看，包括格力、海尔、美的、中石化、中石油、中海油、比亚迪、九阳、松下、三星等各领域的龙头企业均采用公司产品。

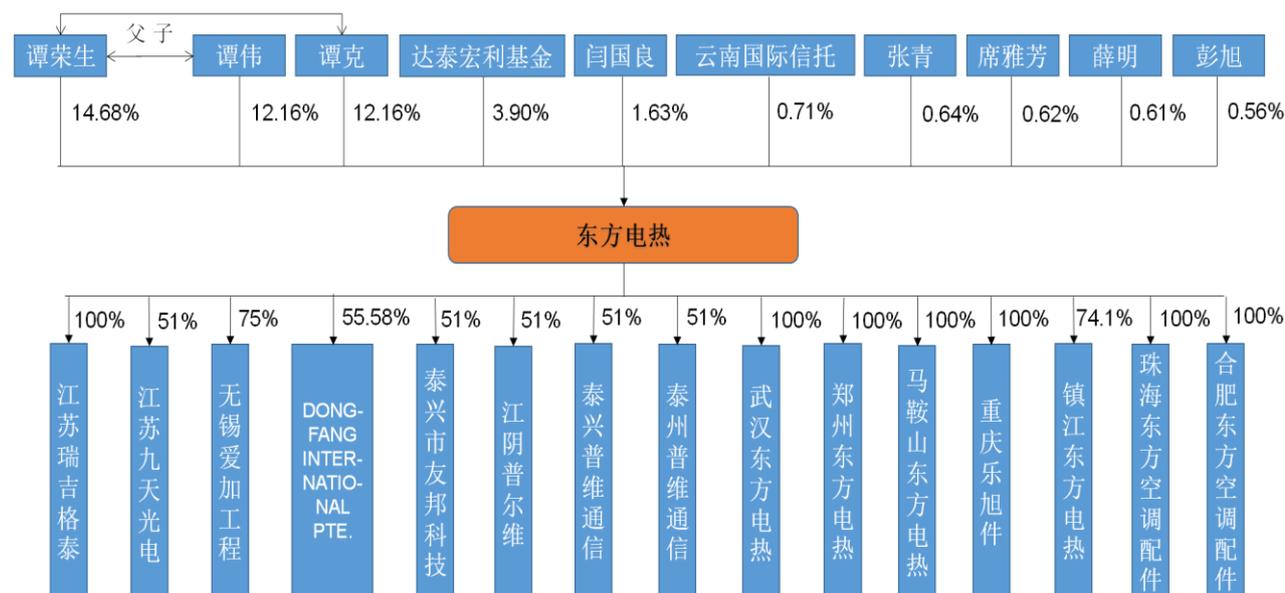
图 1：公司主要产品线



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司股权结构稳定，前三大股东分别为谭荣生、谭伟、谭克，分别持有上市公司股权比例为 14.68%、12.16%和 12.16%，其中谭荣生与谭伟、谭克为父子关系，谭伟、谭克为兄弟关系，三人属于一致行动人，共同为公司实际控制人。

图 2：公司股权结构



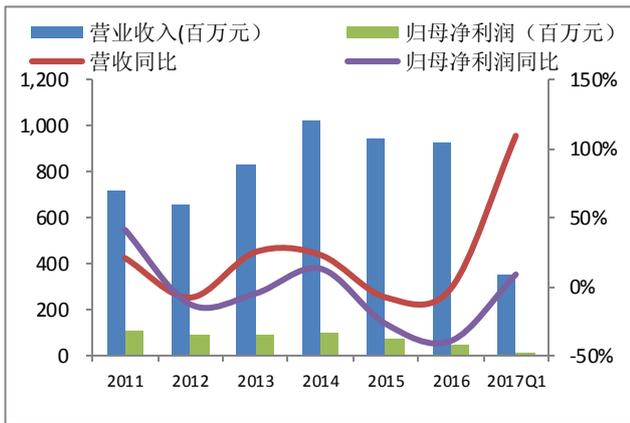
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 民用电加热器景气度回收，外延并表带来业绩双重提振

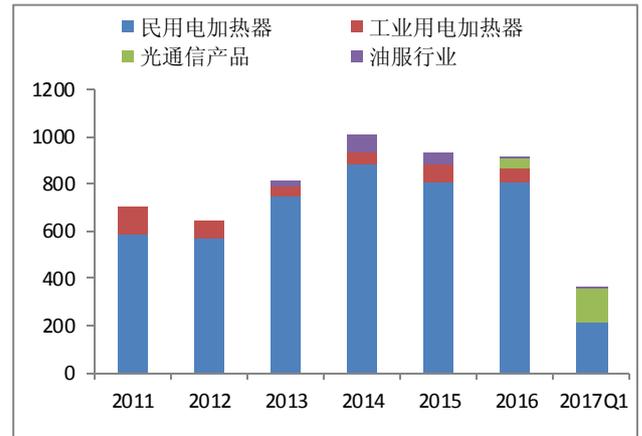
空调用电加热器业务作为公司的主导产品，长期以来，其销售额占比达 70%，是公司业绩的基石。2015 年来，受国内经济增速放缓及空调高库存影响，公司民用电加热器业务销售额持续下滑，同时由于多晶硅和石油价格长期低位运行，影响下游企业投资意愿，导致订单减少。2016 年上半年，公司营收和归母净利润分别减少 25.3%和 40.7%。

从 2016 年下半年开始，国内空调企业去库存基本结束，同时受季节性因素影响，公司民用电加热器订单出现大幅增长。同时，得益于电动汽车用 PTC 电加热器爆发增长及小家电、轨道列车用电加热器持续走量，公司民用电加热器业务迎来剧情反转。新业务方面，公司通过收购江苏九天光电 51%的股权成功进入光缆钢铝塑复合材料及动力锂电池钢壳材料领域，九天 12 月并表实现合并业绩快速提振。2016 年，公司全年实现营业收入 9.3 亿元，同比下降 1.13%，呈现触底企稳态势；实现归母净利润 0.46 亿元，同比下降 39.1%，利润降幅较大主要是因为瑞吉格泰亏损 1332 万元并计提商誉减值准备 2164 万元。

2017 年一季度，公司实现营业收入 3.56 亿元，同比增长 109.3%，主要是江苏九天并表及民用电加热器销售增加所致；实现归母净利润 0.11 亿元，同比增长 9.02%，业绩拐点已至。在行业景气度整体向好的背景下，公司通过主动调整发展重心、加大市场开拓力度，已成功扭转业绩下滑态势，为 2017 年实现全面复苏打下了坚实的基础。

图 3：公司业绩及增速情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：公司分业务营收构成


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆在传统民用电加热器方面，公司是国内最大的空调辅助电加热器和冷柜电加热器制造商，目前产品已从空调辅助电加热器、冷柜和冷链除霜用电加热器拓展至纯电动汽车 PTC 电加热器、轨道列车用电加热器和小家电用电加热器等新产品。
- ◆在工业用电加热器方面，公司主要布局于多晶硅生产环节，是国内唯一批量化生产和应用多晶硅冷氢化用电加热器的企业。目前，通过与子公司瑞吉格泰资源整合，在多晶硅工业领域，公司已成为国内唯一集压力容器设计、制造与工业电加热器设计、制造为一体的工业电加热器生产企业。
- ◆油服行业方面，2013 年公司通过外延收购江苏瑞吉格泰进入海上油气分离系统设计及工程总包领域，是国内第一家具备海洋油气处理系统撬装化海外项目成功应用经验的企业。
- ◆光通信和动力锂电池钢壳方面，2016 年 11 月，公司通过收购及增资入股江苏九天 51% 股权，成功切入通信光缆专用高性能钢铝塑复合材料及动力锂电池精密钢壳材料研发与制造领域，成为国内唯一具有从钢带压延到复膜分切的宽幅材料（宽度在 600mm 以上）全工艺流程的企业。

2. 外延新材料，注入新动力

2.1 收购江苏九天，未来成长值得期待

江苏九天光电科技有限公司成立于 2012 年 11 月，前身为江阴市九天科技有限公司，是一家主营通信光缆专用高性能钢铝塑复合材料及动力锂电池精密钢壳材料研发及制造的民营企业，是国内唯一具有从钢带压延到复膜分切的宽幅材料（宽度在 600mm 以上）全工艺流程的企业，产、销、出口量目前均居国内首位，在行业内具有突出的规模、技术和成本优势。目前公司各类特钢产品年产能约 10 万吨。

表 1：九天主要产品及产能

| 产品 | 年产能 |
|-------------------------|------|
| 光缆专用钢基带、钢铝塑复合带、铬钝化钢带 | 5 万吨 |
| 电池专用钢、LED 引线支架钢等精密电子专用钢 | 3 万吨 |
| 精密镍复合带 | 2 万吨 |

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2016 年 11 月，公司联合子公司瑞吉格泰以现金 3.12 亿元，通过收购及增资入股取得江苏九天 51% 股权。江苏九天原股东为李国忠（80%）和李浩（20%）父女，收购及增资完成后，公司持有江苏九天 16.33% 股权，瑞吉格泰持有江苏九天 34.67% 股权，合计持有 51% 股权，原股东李国忠先生持有江苏九天 49% 股权，江苏九天成为公司的控股子公司。

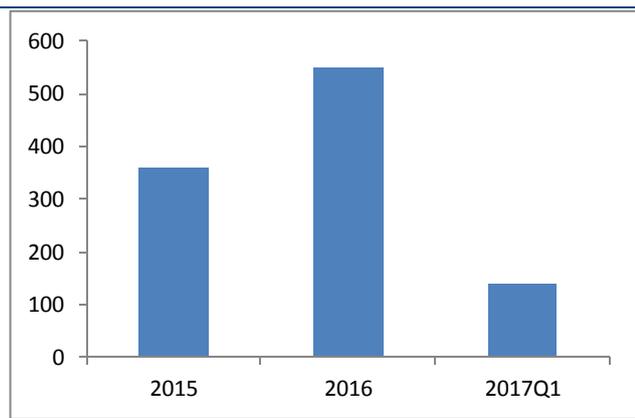
图 5：江苏九天股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

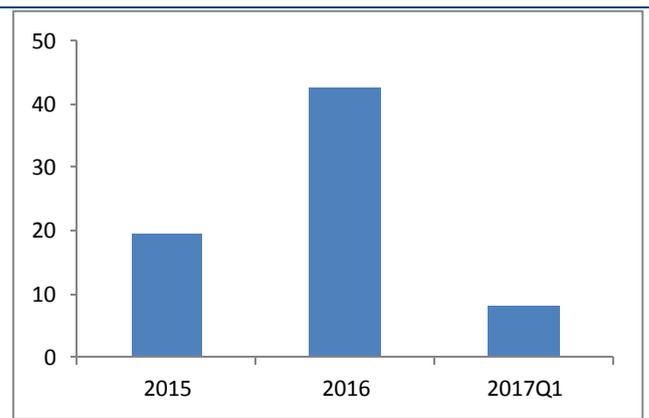
江苏九天 2016-2018 承诺业绩分别为 4000 万元、4800 万元和 5760 万元，年增长率不低于 20%，对应 PE 分别为 7.8、6.5 和 5.4 倍。九天 2016 年业绩仅 12 月并表，并表收入为 5550 万元，其中光通信和电池钢材料分别为 3862 万元和 1492 万元，并达成 2016 年承诺业绩。目前江苏九天的这两个主要行业具有极高的成长性，尤其是新能源汽车受益于国家大力扶持对动力锂电池需求旺盛，拉动上游电池材料迅速增长，本次收购为公司未来高速发展打开了新的天地。

图 6：江苏九天营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，江苏九天，东兴证券研究所

图 7：江苏九天净利润情况（百万元）

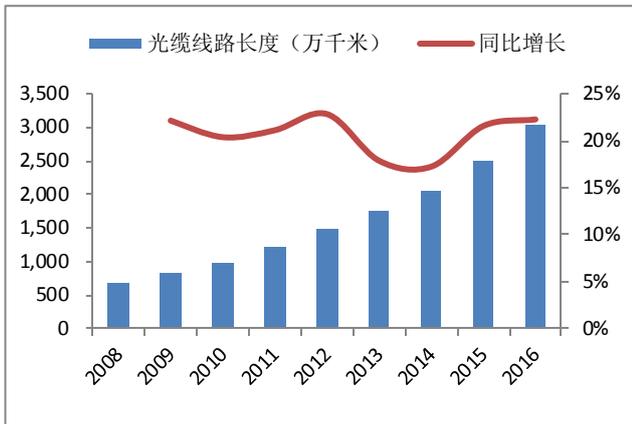


资料来源：公司公告，江苏九天，东兴证券研究所

2.2 光缆铠装材料领域绝对强者

随着“宽带中国”战略持续推进和国内 4G 网络建设热潮，我国通信光缆行业迎来迅猛发展期。2016 年，我国新建光缆线路 554 万千米，总长度达 3041 万千米，同比增长 22.3%，需求保持旺盛增长。大规模光缆建设以及“一带一路”走出去战略直接带动光缆生产行业快速放量，2016 年我国光缆产量达 3.29 亿芯公里，在 2015 年高基数作用下同比增速虽略有下降，但 2017 年一季度又迎来恢复性快速增长，行业景气度不减。

图 8：中国光缆线路长度



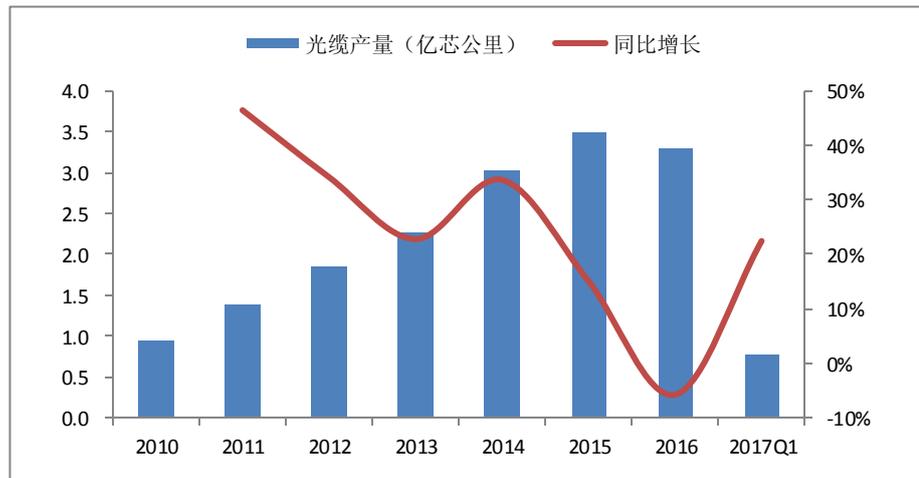
资料来源：工信部，东兴证券研究所

图 9：中国国内光缆需求情况



资料来源：CRU，东兴证券研究所

图 10：中国光缆产量情况

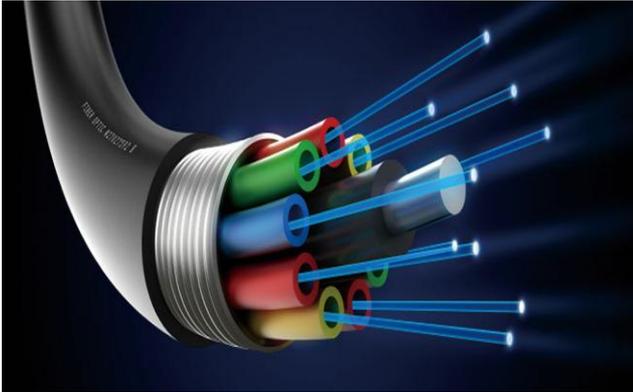


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

以光缆为载体的光通信，具有传输频带宽、通信容量大的特点，对载体的可靠性、稳定性要求极高，否则将可能导致大面积通信障碍。钢铝塑复合带作为光缆的重要组成部分，主要与护套料粘结构成光缆的综合外护层，用于保护缆芯免受潮气侵蚀，同时对缆芯具有铠装作用，抵抗外界作用力，为光缆在各种应用场合敷设提供机械保护，

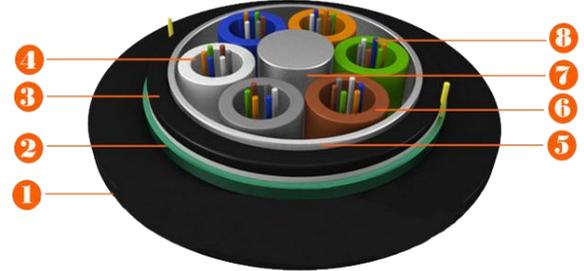
保证应用的稳定性、可靠性。

图 11: 光缆内部构成 (1)



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 12: 光缆内部构成 (2)



■ 1号：聚乙烯护套（外） ■ 2号：涂塑钢带 ■ 3号：聚乙烯护套（内） ■ 4号：填充油膏
 ■ 5号：涂塑铝带 ■ 6号：松套管 ■ 7号：钢丝加强芯 ■ 8号：光纤

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

江苏九天是国内光缆钢铝塑外护层配套行业龙头，其通信光缆钢基带出货量排名国内第一，钢铝塑复合带位列行业前三，主要客户包括浙江富通、亨通光电、武汉长飞、烽火科技、南通中天、成都康宁、凯乐科技、深圳特发等国内大型光缆集团，国际主要客户遍及欧美、日韩、中亚、中东、南美等国家和地区，月销售量超过 4500 吨。同时，公司基于自身供应链和客户优势，进一步整合光缆上游材料前端钢铝塑复合带和后端分切等环节，实现产业链附加值的进一步提升。

2.3 电池钢壳细分龙头，拓展全产业链布局

2.3.1 锂电池外壳壁垒高

锂电池外壳保护电池在储存和使用过程中免受外界损坏并维持电池内部稳定性，对电池的安全性、密封性和一致性等方面都有直接影响，是锂电池重要的组成部分之一。根据锂电池形状的不同，其所采用外壳材料各有差异：圆柱形电池外壳以钢壳为主，方形电池外壳以铝壳居多，软包电池主要使用铝塑膜和极耳来封装。

图 13: 不同类型锂电池外壳各有差异



圆柱形钢壳



方形铝壳



软包铝塑膜

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

在锂电池尤其是动力锂电池领域，电池外壳具有较高的行业壁垒：

- ◆ 消费者对新能源汽车续航里程的愈加重视和政策对动力电池能量密度等参数要求的提高，倒逼企业不断提升动力电池系统性能，动力电池向大单体、轻量化发展，对

电池外壳的强度、稳定性、均匀性、薄度提出了更加苛刻的要求。

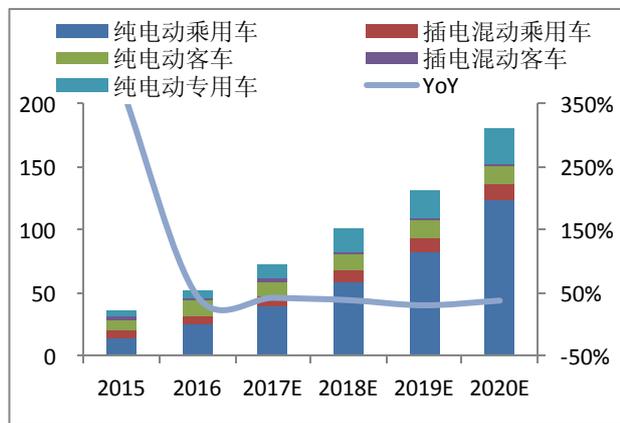
- ◆ 锂电池外壳是确保其安全性的基本保障，既可保护电池免受外界冲击和侵蚀对电池造成的损坏，又可防止电池因内部短路、过温、过压等而造成爆炸事故。因此，电池企业在选择电池外壳及其材料供应商时往往即为慎重，其认证周期往往在 1 年以上，行业龙头具备较强的客户粘性，行业新进者较少。

2.3.2 新能源汽车加码动力电池大发展

在我国对电动汽车产业规划、行业规范和财政补贴等多方面的大力扶持下，我国新能源汽车产销迎来快速放量。据中汽协统计，2016 年我国新能源汽车生产 51.7 万辆，销售 50.7 万辆，同比分别增长 51.7% 和 53.2%，进一步巩固新能源汽车第一大国地位。国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出，到 2020 年，我国将实现当年新能源汽车产销量 200 万辆，累计产销量 500 万辆以上。

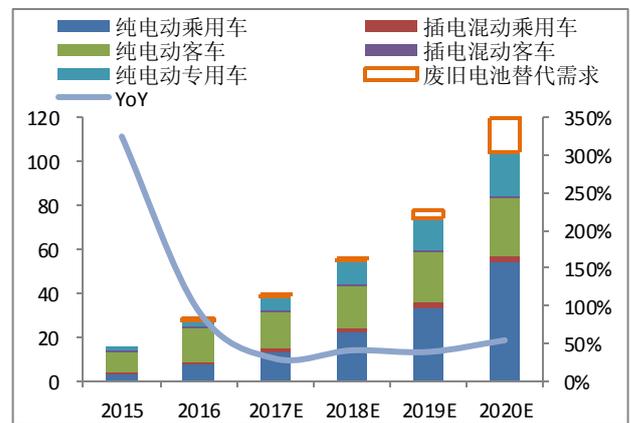
作为新能源汽车产业的核心环节，我国动力锂电池行业迎来快速扩容，2014 年来我国动力电池产量保持全球占比 40% 以上，生产规模已快速赶超 3C 类锂电池，为锂电池市场带来最大增量，成为最主要的应用终端。在新能源汽车产业持续快速增长的预期下，我们预计至 2020 年中国国内新能源汽车动力电池需求量有望达到 120GWh，年均增速 40% 以上。同时，随着传统 3C 类锂电池的稳定增长和储能锂电池新市场进一步拓展，未来我国锂电池市场未来空间巨大。

图 14：中国新能源汽车产量及预测



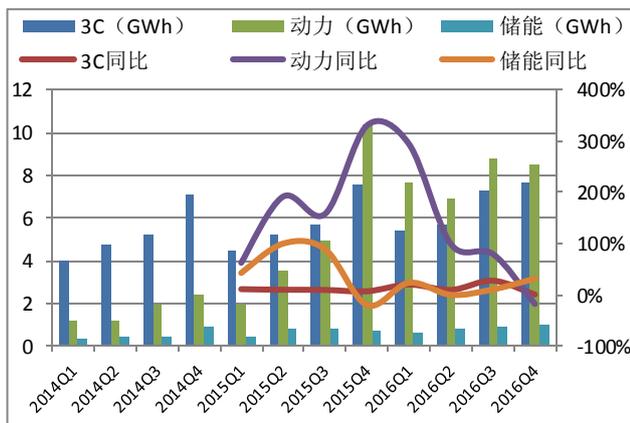
资料来源：中汽协，东兴证券研究所

图 15：中国新能源汽车动力电池需求及预测



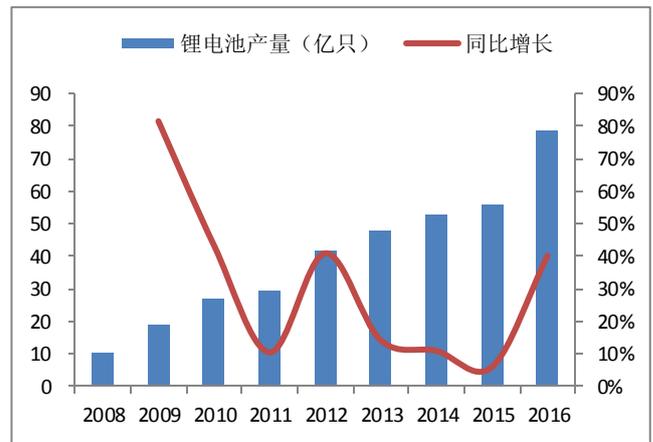
资料来源：中汽协，东兴证券研究所

图 16: 国内各终端锂电池产量及增速



资料来源: GGII, 东兴证券研究所

图 17: 我国锂电池产量及增速

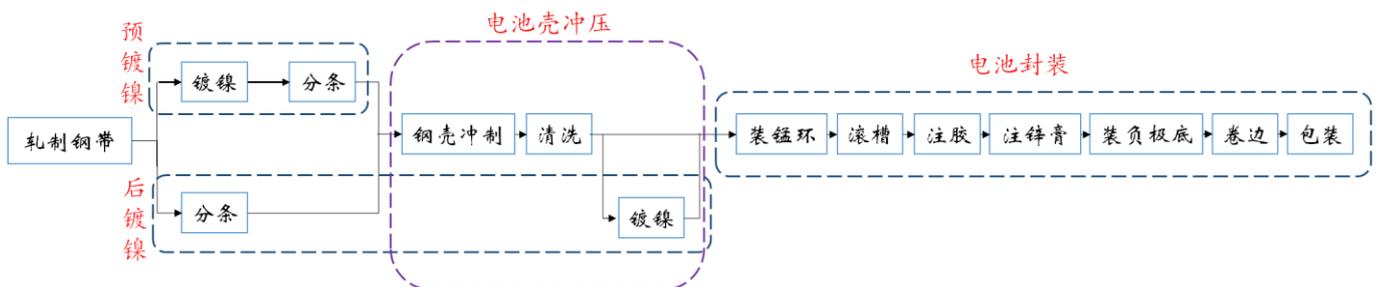


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

2.3.3 专注圆柱电池钢材，细分领域优势明显

江苏九天专注圆柱形电池钢壳材料细分领域，以首钢和宝钢薄宽冷轧卷为原材料，通过压延、电镀等处理工艺生产锂电池精密钢壳材料，并进一步布局钢壳的冲压环节，产品广泛用于一次和二次电池领域。

图 18: 电池钢壳生产流程



资料来源: 欧冶知钢, 东兴证券研究所

江苏九天在电池钢领域主要具有三大核心优势:

1) 优势一: 专注细分市场, 把握需求脉动

目前江苏九天电池钢月销量约 3000 吨, 产品长期供不应求, 市占率在 30% 左右, 为行业内首屈一指。同时, 由于另一主要电池钢厂商宝钢与武钢合并而进行产品线调整, 宝钢原有电池钢产能下半年前将陆续关停, 届时市场供给面临将近 10% 左右的退坡。在动力电池钢需求持续放量下, 行业供需格局进一步偏紧, 九天作为行业龙头市场份额和议价能力有望进一步增加。

2) 优势二: 预镀镍技术具备高门槛, 高端市场不断拓展

江苏九天通过自主设计产线, 面向海外和国内部分高端市场, 在电池钢产品中推广高品质预镀镍工艺, 实现电池钢带两面同时镀镍 (传统后镀镍仅能实现单面电镀), 并结合热处理扩散工艺使镍层与基带之间形成镍铁扩散层, 保证了镀层的致密性、均匀

性和延伸性，有利于延长一次电池保有期，提高二次电池一致性、稳定性以及电池轻量化下的薄壳强度，且更符合国家环保政策要求（后镀生产工艺是今后国家限制的产业）。

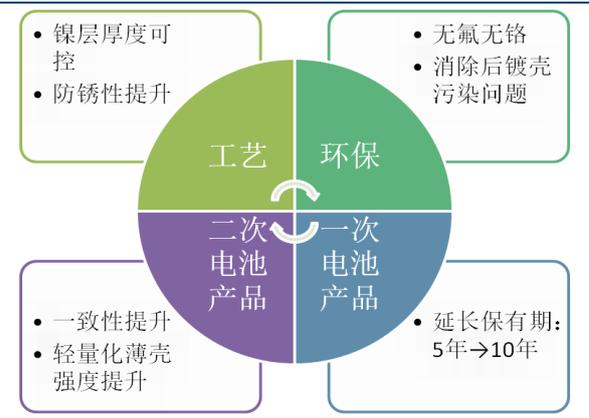
目前预镀镍工艺已在海外高端动力电池市场得到 100%使用，而国内市场占有率仅 10%左右。在动力电池技术升级和性能标准趋严下，预镀镍动力电池钢壳存在巨大技术替代空间，将成为今后电池领域发展的主流。由于预镀镍动力电池钢具备较高技术门槛，公司作为优先布局企业，将深度受益于高端市场的快速拓展。

图 19: 九天自主设计立式高效预镀镍热处理一体化产线



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 20: 预镀镍高端电池钢壳优势明显



资料来源：东兴证券研究所

3) 优势三：服务海内外客户，彰显综合实力

江苏九天在动力锂电池钢的主要客户有四川长虹、无锡金杨等 20 余家冲壳企业，终端用户包括沃特玛、力神、中航等电池企业，并为日韩企业松下、LG、三洋等进行供货。电池企业对电池原材料和零部件要求严苛，对于进入其供应链厂商往往具备较强粘性，成为江苏九天综合实力的极好的证明。

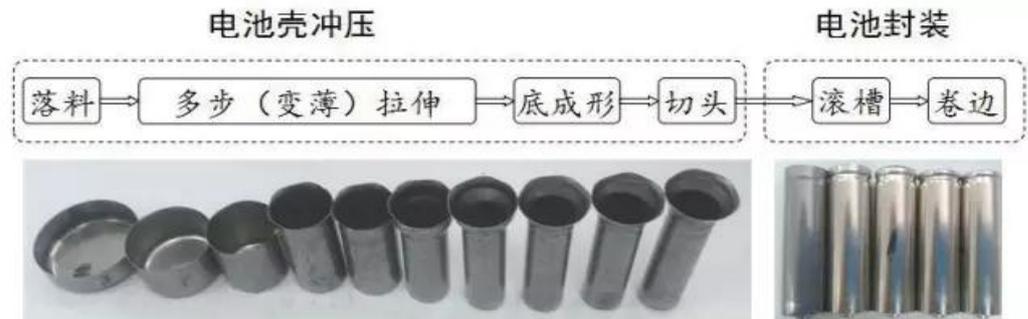
2.3.4 打造电池钢壳唯一全产业链布局企业

2017 年初，在公司全力支持下，江苏九天进一步拓展自身产学研实力，在江苏泰兴设立孙公司即江苏九天子公司东方九天新能源材料有限公司，扩大九天电池钢产能，并打通电池钢上下游领域，成为国内唯一实现电池钢壳从材料到压延、电镀、冲制等环节全产业链布局的企业。我们认为，东方九天的延伸布局不仅能增强公司竞争力，提高收入水平，还可有效缩短与终端用户的业务间隔，并形成更强议价能力，防范下游账款回收风险。

具体而言，东方九天将主要满足公司未来发展两大迫切需求：

- ◆一方面，东方九天将进一步扩大电池钢材料产能规模，以缓解目前电池钢市场供不应求态势，提升行业市场份额。
- ◆另一方面，东方九天将进一步切入电池钢壳冲压等环节，实现从电池钢基带材料压延、电镀、热处理到冲壳等全产业链布局，进一步提升公司的盈利能力。

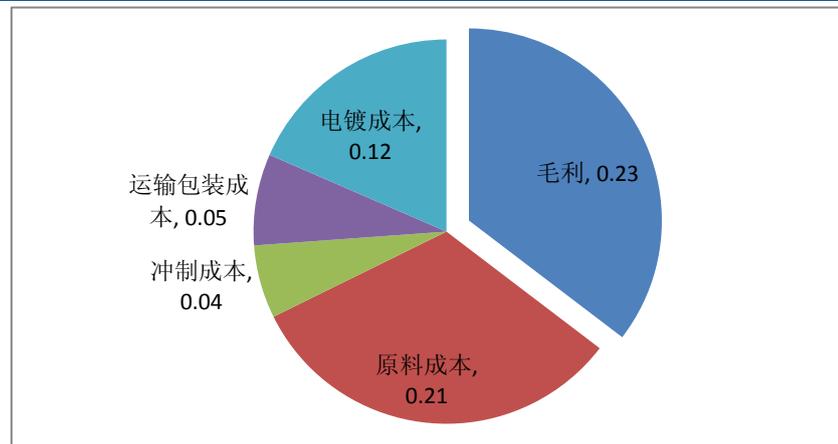
图 21: 电池钢壳生产流程



资料来源：欧冶知钢，东兴证券研究所

以公司大客户沃特玛用 32650 电池为例，经过我们的调研，其钢壳单价一般在 0.65 元左右，扣除原料、电镀、冲制、运输等成本后，毛利润约 0.23 元，毛利率高达 35%，同目前 15%左右的电池钢带业务相比盈利能力将显著提升。

图 22: 以 32650 电池为例的钢壳价格构成（元/只）



资料来源：东兴证券研究所

同时，东方九天将加快新研发的 LED 专用精密钢带、汽车用精冲钢和邦迪管用钢带产品的产业化，延伸产品产业链。我们预计东方九天项目将在三年内全部达产，实现新增产值规模 12 亿元，毛利率 20%以上，构筑起完善的产品体系。

表 2: 东方九天未来项目规划

| 产品 | 产能（万吨） | 产值（亿元） | 毛利（亿元） |
|-----------|-------------|--------------|-------------|
| 动力电池钢基带 | 6 | 3.6 | 0.48 |
| 电池钢壳冲制及电镀 | 20（亿只） | 5 | 1.5 |
| LED 精密钢带 | 1.2 | 0.84 | 0.18 |
| 精冲钢 | 3 | 2.1 | 0.45 |
| 邦迪管用钢带 | 1 | 1 | 0.15 |
| 合计 | 11.2 | 12.54 | 2.76 |

资料来源：江苏九天，东兴证券研究所

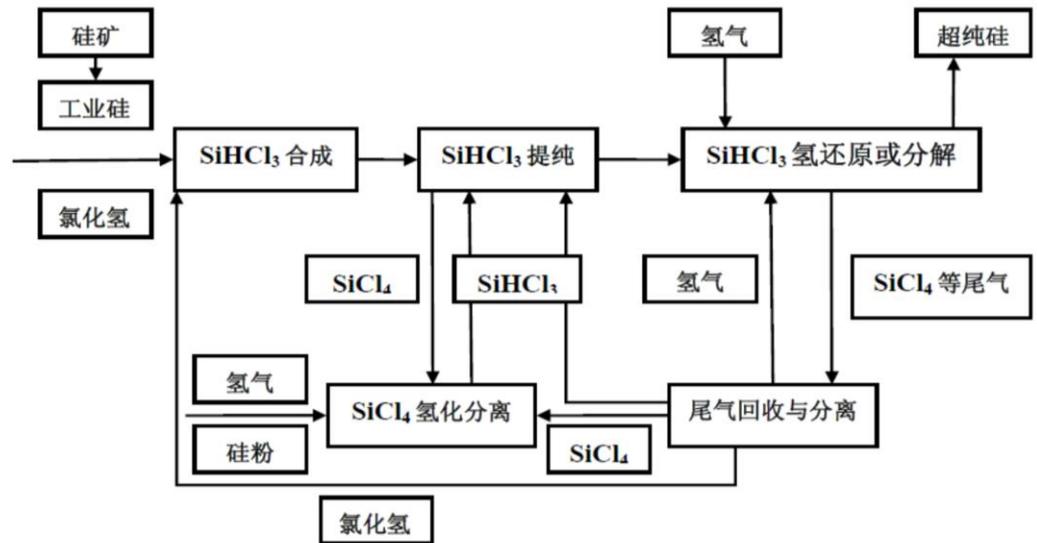
3. 多晶硅工业设备需求转暖

3.1 工业电加热突破产品升级

公司工业电加热器下游应用主要集中在多晶硅领域，同时在石化、油气管道输送、船舶等领域也占据一定的市场份额。

3.1.1 冷氢化电加热系统

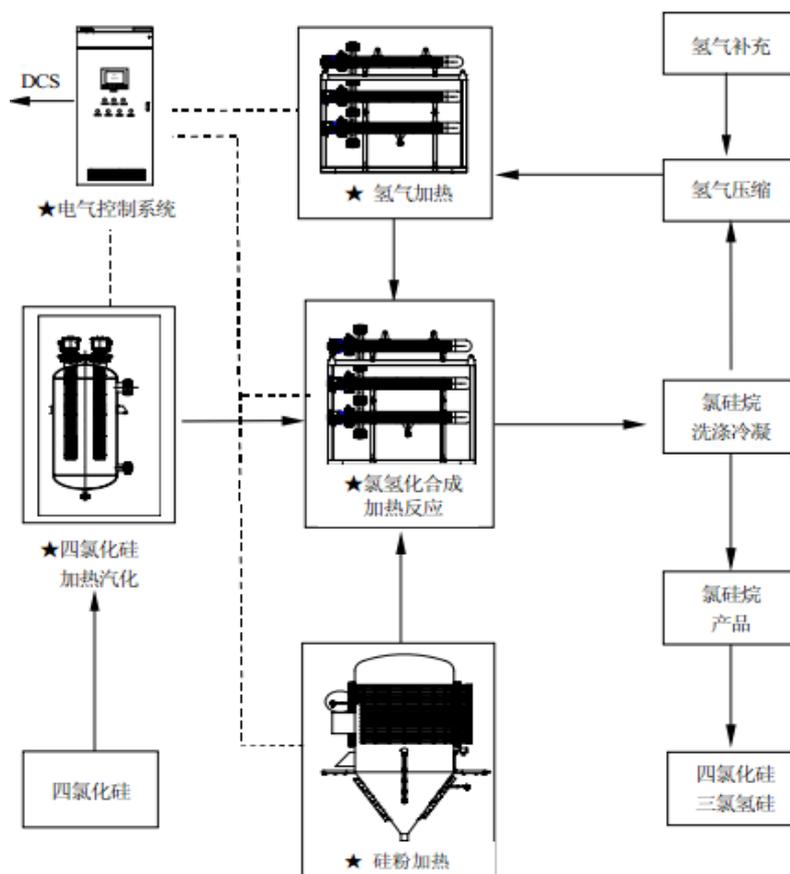
图 23：冷氢化下改良西门子法闭路循环工艺流程



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司早期在工业电加热领域的主打产品是多晶硅冷氢化用电加热器及电加热芯，是主流的改良西门子法多晶硅生产过程中冷氢化工艺的核心设备，用于回收生产过程中产生的大量副产品 SiCl_4 ，在氯氢化合成加热反应、硅粉加热、氢气加热、四氯化硅加热汽化等关键环节都需要电加热器的辅助。由于其工作环境属于高温、高压且 SiCl_4 为腐蚀性气体，对电加热器的性能提出了较高的要求。同时，电加热器的电加热芯更换周期一般在 1 年左右，更换部件的价值占到电加热器总价值的 40%-60%，更新需求也在一定程度上提升了公司的盈利水平。

图 24：工业电加热器在冷氢化工艺中的应用



★ 为需要使用工业电加热器的领域

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.1.2 CVD 还原炉

在多晶硅料生产过程中，通过 CVD 还原炉底盘电极对炉内的阻性负载硅芯进行电加热，是硅芯温度升高并保持在理想的还原温度。在一定温度下，三氯氢硅和氢气以特定比例混合，并源源不断地送入还原炉内发生还原反应，从三氯氢硅还原析出的硅沉积在硅芯表面，硅芯逐渐增粗长成成品硅棒，并被作为下一步多晶硅铸锭或单晶硅拉伸工艺的原料。作为多晶硅生产的核心设备，还原炉具有高技术壁垒、高附加值属性，市场上产品毛利率水平接近 50%。同时，与还原炉相配套的控制模块技术集成度同样较高，具备高价、高利润特点。

图 25: 多晶硅还原炉沉积硅棒



资料来源：协鑫新能源，东兴证券研究所

3.2 多晶硅扩产潮持续，设备订单迎来放量

2012 年海外光伏及多晶硅市场需求萎缩后，为解决国内光伏产能过剩、过度以来海外市场需求问题，并保持国内光伏产业平稳发展，2013 年国家推出一系列政策，限制多晶硅企业非理性扩张，淘汰落后多晶硅产能，同时加快推进国内需求量的增长。

表 3: 规范、扶持光伏产业发展的主要措施

| 主要措施 | 具体细则 |
|--------------------------|--|
| 加快产业结构调整和技术进步 | 利用市场“倒逼机制”，鼓励企业兼并重组，淘汰落后产能，提高技术和装备水平。严格控制新上单纯扩大产能的多晶硅、光伏电池级组件项目。 |
| 规范产业发展秩序 | 加强光伏发电规划与配套电网规划的协调，建立健全高效的并网服务体系。建立健全技术指标体系，加强市场监管，对关键设备实行强制检测认证制度。 |
| 积极开拓国内光伏应用市场 | 着力推进分布式光伏发电，鼓励单位、社区和家庭安装、使用光伏发电系统，有序推进光伏电站建设。加强国际合作，巩固和拓展国际市场。 |
| 完善支持政策 | 根据资源条件制定光伏电站分区上网标杆电价，对分布式光伏发电实行按照电量补贴政策，根据成本变化合理调减上网电价和补贴标准。完善中央财政资金支持光伏发展的机制，光伏执行与风电相同的增值税优惠政策。 |
| 充分发挥市场机制作用，减少政府干预，禁止地方保护 | 完善电价定价机制和补贴效果考核机制，提高政策效应。发挥行业组织作用，加强行业自律，引导产业健康发展。同时要求各有关部门抓紧制定完善配套政策，确保落实到位。 |

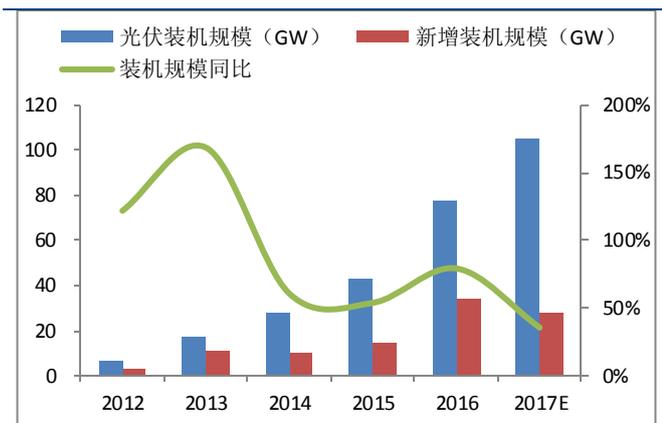
资料来源：国务院，东兴证券研究所

2013 年后，我国光伏进入换挡发展期，年新增光伏装机量迎来显著提升。2016 年我国光伏行业实现新增装机规模 34.24GW，创历史纪录；在领跑者项目、分布式光伏和光伏扶贫项目等的带动下，预计 2017 年光伏新增装机规模仍将达 27GW 左右，持续快速增长势头。

旺盛的下游需求带动多晶硅产量和开工率持续攀升，根据中国有色金属工业协会硅业分会统计，2016 年我国多晶硅产量达 19.5 万吨，同比增长 15.4%，全球占比达 51%，

创历史新高。其中，前三大厂商江苏中能、新特能源和洛阳中硅产量大 10.8 万吨，占全国总产量 55.6%，前七大厂商产量占全国总产量 80.7%，产业规模较为集中。

图 26: 我国近年来光伏装机情况



资料来源：国家能源局，东兴证券研究所

图 27: 我国多晶硅生产状况（万吨）



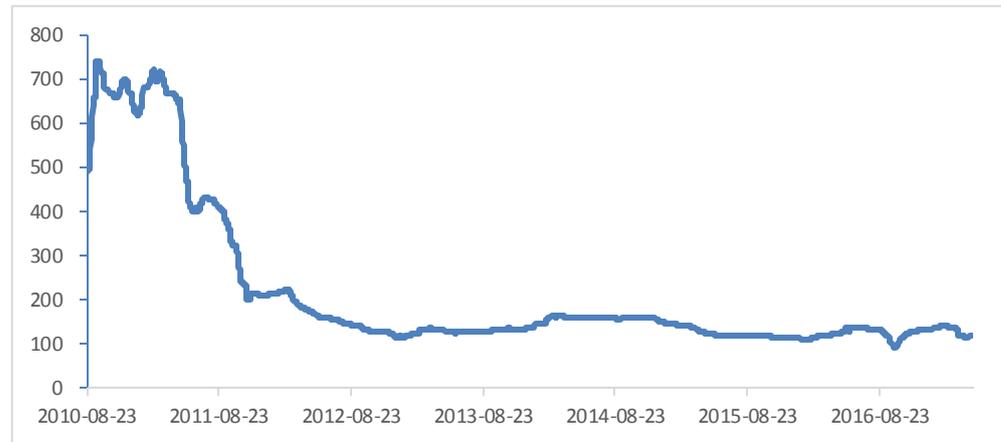
资料来源：硅业分会，东兴证券研究所

今年以来，多晶硅企业延续扩产势头，陆续推进技改和新增扩产建设。截至 2 月底，国内在产多晶硅企业 17 家，有效产能共计 22 万吨/年，较 2016 年底净增 1 万吨/年。其中，保利协鑫斥资 57 亿建设全球最大 6 万吨多晶硅基地，而通威永祥、新特能源、新疆大全等其他万吨级企业也纷纷推进扩建或新增多晶硅产能。根据企业的扩产进度来看，到 2017 年中，国内多晶硅年产能将达到 25 万吨/年左右，至。

我们认为，目前多晶硅厂商的迁厂和扩产主要基于三点考虑：

- ◆ 2017 年光伏新装机规模较 2016 年虽有所回落，但从国家层面对新能源产业的规划支持、行业企业不断降本增效提升光伏发电竞争力等方面看，未来光伏行业仍将保持高景气运行，为多晶硅提供稳定的下游需求支撑。
- ◆ 多晶硅企业生产用电成本一般占总成本的 30%-50%，多晶硅价格持续走低挤压厂商盈利空间，降低能源使用成本对企业而言至关重要。我国西北地区电价便宜，以新疆为例，部分地区工业电价在 0.2 元/kWh 左右，远低于洛阳、徐州等多晶硅生产重镇的 0.5 元/kWh 左右。因此，在低电价优势下，企业纷纷将产能向西部转移。
- ◆ 从规模效应方面考虑，国内龙头厂商通过产能扩张，以量补价，降低产品降价下毛利率的下行风险，稳定企业利润空间。

图 28：国内多晶硅出厂价格（元/千克）



资料来源：PVNEWS，东兴证券研究所

2015 年，公司在上海成立研发中心和销售中心，加大工业领域的研发投入和业务拓展，并将工业电加热业务与子公司瑞吉格泰系统设计能力资源整合。公司通过从日资的上海森松等龙头企业引进一流研发、制造及销售团队，并借助瑞吉格泰原有系统设计研发优势，克服行业壁垒，成功切入 CVD 还原炉及配套系统领域，目前已成为国内唯一集压力容器设计、制造与工业电加热器设计、制造为一体的工业电加热器生产企业。

本轮多晶硅扩产潮直接带动上游设备需求放量，为公司工业电加热业务提供了新机遇。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。5 月 8 日，公司在次公告中标新疆协鑫新能源 17 台电加热器，金额 4000 万元，两次中标约占公司 2016 年营业收入的 15.5%。得益于公司原有工业电加热器业务丰富的客户基础，公司在还原炉领域迅速开疆拓土，随着后期订单有望纷至沓来，将持续加码公司工业电加热业绩触底回收。

4. 民用电加热器增长势头不减

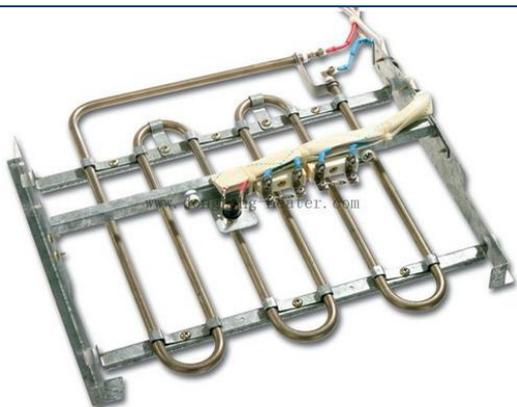
4.1 传统民用电加热器下游需求改善

公司传统民用电加热器下游应用主要集中在空调和冷链两大制冷领域，二者业务占比约为 70%和 20%。

4.1.1 空调行业

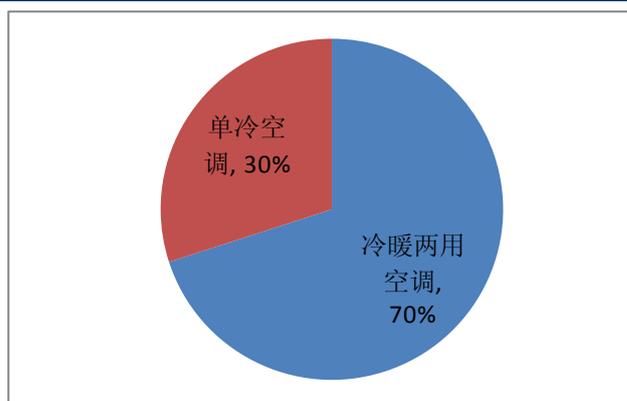
空调辅助电加热器是一种提高空调制热效率的装置。由于在外界温度较低时，空调压缩机的工作效率会下降，如果单纯依靠空调压缩机进行制热，需要很长的时间才能将室温提升到理想的温度，因此空调辅助电加热器已经成为冷暖两用空调中不可或缺的装置。从市场占比情况来看，目前我国空调市场中冷暖两用空调保有量占比在 70%以上。

图 29: 家用空调辅助电加热器组



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 30: 冷暖两用和单冷空调保有量占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2008-2014 年，我国空调销量年均增速接近 10%，虽然在个别年份中曾出现过小幅负增长，但整体需求趋势依然保持着正增长的态势。2014 年以来，受经济增速放缓和下游商品房销售市场下滑，空调行业需求低迷影响，去库存压力较大，且价格战逐步传导至上游电加热器等配件厂商，销售量和价格均出现不同程度下降。空调行业经历过去两年的一轮漫长的去库存周期，至去年年中渠道库存已降至良性水平，各空调企业去库存基本结束，空调价格战开始反转。同时，从 2015 年下半年来下游商品房销售市场持续转暖，在经过 1 年左右的滞后期后，市场需求已逐渐传导至家电行业；叠加消费者对价格敏感度减弱和持续高温天气等因素影响，空调销量从 2016 年下半年起触底反弹。2017 年一季度，空调行业实现销量 3503 万台，在低基数影响下，同比增长高达 33%。面对库存下降和量价齐升的共阵，空调企业补库存动力强劲，为上游配件企业业绩复苏提供充足保障。

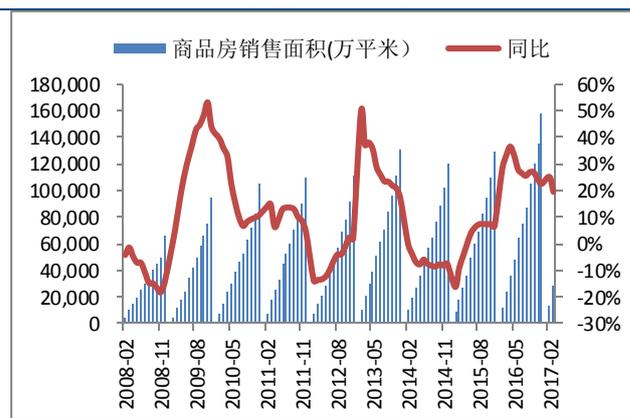
另外，随着用户对于品牌、技术等指标的愈加重视，以格力、海尔、美的为首的空调龙头厂商市场份额不断提升，带动相应零配件厂商不断推出节能低功耗的高附加值新品，业绩增速好于行业销售台数增长的平均水平。另一方面，随着民众节能意识的加强，低功耗空调需求量占比正在提升，从而扩大高性能电加热器产品市场空间。

图 31: 全国空调销售情况及增长率



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

图 32: 全国商品房销售情况及增长率



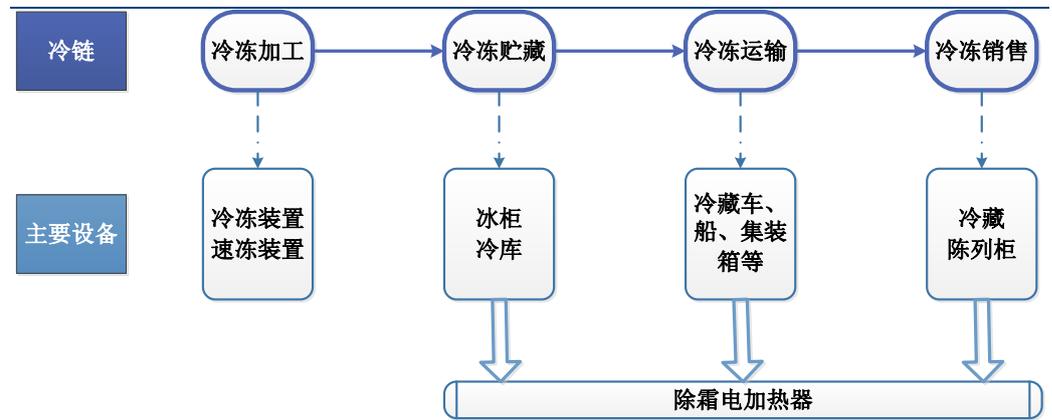
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

公司作为空调用电加热器龙头企业，主要客户为格力、海尔、美的等，为三巨头的最大供应商，客户集中度较高，市场占有率高达 50%。未来下游行业的需求增长将主要来自于城镇消费水平的升级、农村市场、主要客户市占率的提升以及从单个产品向组件化产品订购的转变四大方面，未来公司在空调用电加热器领域的业绩增速仍有望好于行业平均 10% 的水平。

4.1.2 冷链行业

冷链主要由四个环节组成，分别为冷冻加工、冷冻贮藏、冷冻运输以及冷冻销售，除冷冻加工外，其他三个环节均需要配置除霜电加热器。这主要是因为冷柜等冷链设备在没有配置除霜电加热器的情况下，由于受到内部空气湿度和实物含水量的作用，将产生结霜的现象，导致冷柜等设备的蒸发器向外传热能力下降，降低设备的制冷效果。

图 33：冷链产业链中电加热器主要应用领域



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着我国生鲜及速冻食品产销量的快速增长，冷链产业在我国已经形成了一定的规模。以冷冻水产品和速冻米面食品为例，我国冷冻水产品和速冻米面食品产量分别从 2008 年的 176 万吨和 216 万吨增长到 2016 年的 860 万吨和 566 万吨，年均增速分别为 22% 和 13%。

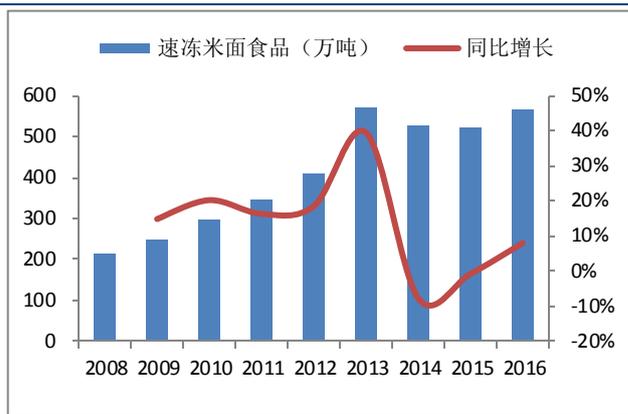
相比生鲜及速冻食品产业的蓬勃发展，我国冷链运输行业发展相对滞后，一方面，我国缺乏政策面的约束，在技术要求和设备指标方面都缺乏统一的规定；另一方面，由于运输行业进入门槛较低，行业内企业在管理水平、运输设备等方面参差不齐，这都大大制约了我国冷链产业的良性发展。以蔬菜、肉类以及水产品为例，截至去年其冷链流通率分别为 22%、34% 和 41%，冷藏运输率分别为 35%、57% 和 69%，而发达国家肉禽冷链流通率已达 100%，蔬菜、水果冷链流通率均达 95% 以上，可见我国在冷链产业方面仍有巨大的发展空间。随着进入冷链系统的农产品比例增加，将有效带动我国冷柜、冷藏车以及冷库等设备的需求，间接带动除霜电加热器产品的下游需求。

图 34: 我国冷冻水产品产量及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 35: 我国速冻米面食品产量及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

4.2 电加热器新产品迎来放量

4.2.1 纯电动车用 PTC 电加热器

纯电动汽车由于无传统内燃发动机，在寒冷地区冬季需要使用电加热器进行供热，以保障车辆行驶的安全性和舒适性。根据用途不同，纯电动汽车 PTC 电加热器包括三类，一是车厢加热，二是电池组加热，三是特殊加热（如玻璃除雾等）。

公司是国内较早研发、生产纯电动汽车 PTC 电加热器的企业之一，早在 2006 年起便开始与比亚迪合作。经过多年的发展，公司已成为国内电动汽车 PTC 电加热器领域龙头，是国内唯一进入批量生产的企业。同时，公司还积极从电动汽车电加热器元器件供应商向整车电加热模组供应商转型，已成功为比亚迪、上汽、金龙等大型车企一级供应商。

随着国内新能源汽车行业持续快速发展，公司电动汽车用 PTC 电加热器销售迎来爆发式增长，2016 年电动汽车 PTC 开发新品厂家达到 78 家，实现营业收入 3499 万元，同比增长 118%。虽然占公司整体业绩比重尚低，但未来成长空间巨大且处于高速发展期，同时毛利率较高，将成为公司未来重要的业绩增长极，预计未来收入将达 2 亿元以上。

图 36: 公司电动汽车用电加热器为国内众多车企配套



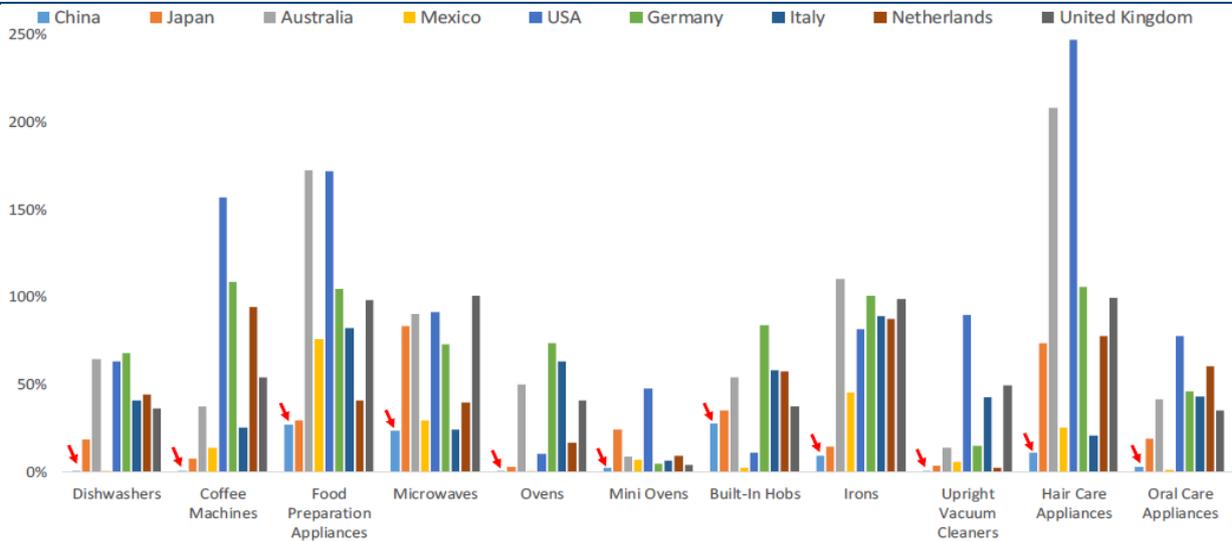
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4.2.2 水电加热与小家电

热水器和小家电属于厨卫电器行业。作为“家电行业的最后一块利润高地”，近年来我国厨卫电器产品的市场需求持续保持高速增长。同发达国家相比，我国厨卫电器普及率明显偏低，家庭平均拥有小家电数量不超过 10 台，而在欧美等发达国家，家庭平均拥有小家电数量已经接近 40 台，国内市场已经成为未来各厂商的主战场。同时，根据《中国建材网》数据显示，我国百户家庭厨卫电器综合普及率仅 39.78%，其中 41.23% 面临超龄使用，10.1% 使用假冒伪劣产品，超龄厨卫电器和假冒伪劣产品存在较大安全隐患。

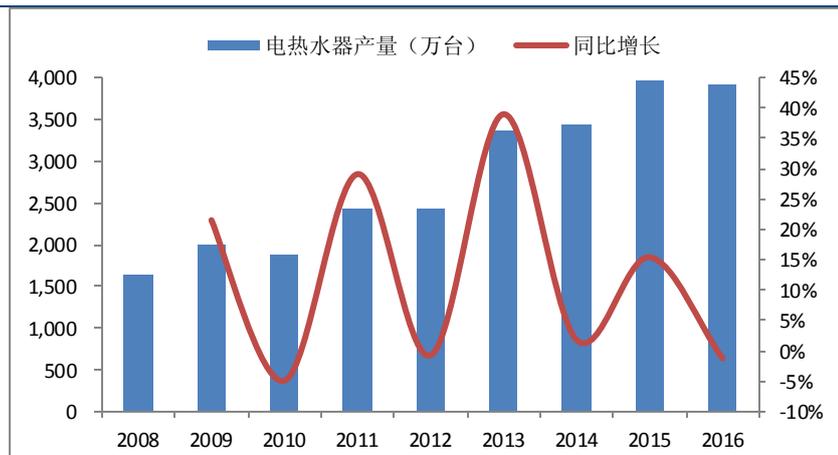
随着新型城镇化进程持续推进、国民生活水平的不断改善，我国小家电行业迈入消费升级大周期，传统产品的高端化和新产品的普及使其具有良好的需求创造属性，我国厨卫电器的市场将保持中高速增长态势，未来行业空间巨大。

图 37：中国厨卫小家电普及水平远低于发达国家



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 38：我国家用热水电热水器产量情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

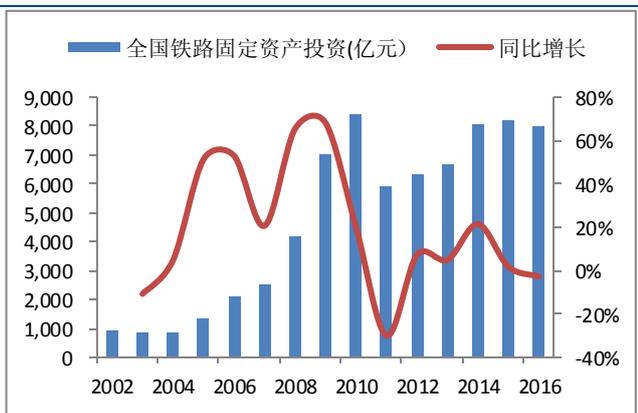
2016年，公司对水加热及小家电用电加热器进行全新整合，实行“分灶吃饭、独立核算”的管理模式，强化质量控制，已开始实行批量生产供货：

- ◆在水加热用电加热器领域，公司主要的竞争对手杭州和合、佐帕斯等外资企业长期垄断国内水电加热器市场。公司作为该领域的新进者，依靠良好的客户基础和可靠的产品品质，已得到最大客户海尔的认可，成为海尔水电加热器的主要供应商之一，2016年销售量增长50%以上。随着我国电热水器市场持续增长，已进入良性发展道路。
- ◆在电烤箱用电加热器领域，公司主要供货于美的，2016年销售量增长70%以上，同时开发了方太和莱克这两个客户。
- ◆此外，公司在高端小家电领域，如咖啡机用高端电加热锅炉，其主要竞争者为海外企业，目前已开始放量，毛利率比传统空调电加热器高将近10个百分点，具有较强的盈利能力。

4.2.3 轨道列车用电加热器

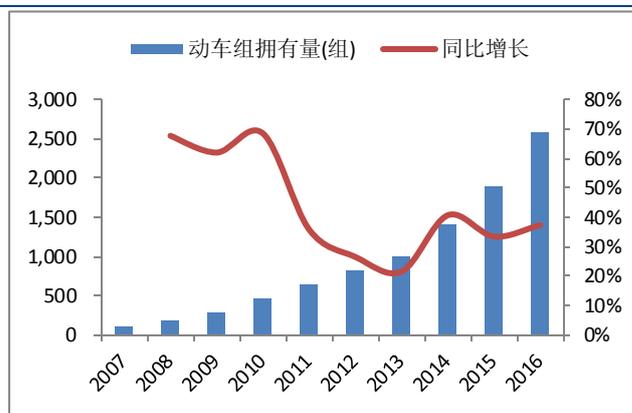
受益于中国基础设施建设的全面提速和城市化率的快速提升，我国铁路固定资产年投资持续放量，2016年全国铁路固定资产投资完成8015亿元，近14年来复合增速高达16.34%，其中高铁爆发式发展是主要因素。2017年初，铁路总公司提出，全年铁路行业投资将保持去年规模，全面完成国家下达的固定资产投资计划，动车组车辆将保持稳定增长。

图 39: 全国铁路固定资产投资及增速



资料来源：铁路总公司，东兴证券研究所

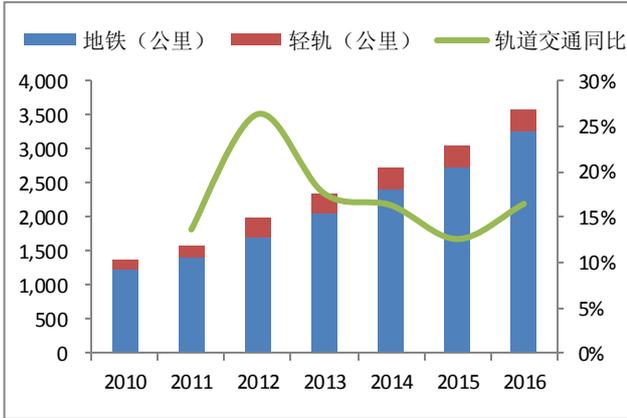
图 40: 全国铁路动车组拥有量（按组计）



资料来源：国家铁路局，东兴证券研究所

在城际之间的交通日趋完善的同时，城市内部的基础设施仍明显滞后，阻碍了城市发展，因此未来基建投资的重点很可能是城市内部的公共建设，而轨道交通是其最重要的一个方向。2013年，国家发改委将城市轨道交通审批权下放给省级政府，全国各地进入地铁项目批复的高峰期，2016年9月，国家发改委在北京召开的城市轨道交通投融资机制创新研讨会上透露消息称，全国有43个城市的建设规划获得批复，规划总里程约8600公里。城市轨道交通是与供给需求契合度最高的领域，不仅能扩大投资拉动经济增长，而且能满足老百姓的实际出行需求，同时还可部分消化水泥等行业存在的过剩产能，一举多得。

图 41: 中国城市轨道交通运营线路长度



资料来源：交通部，东兴证券研究所

图 42: 中国城市轨道交通运营车辆



资料来源：交通部，东兴证券研究所

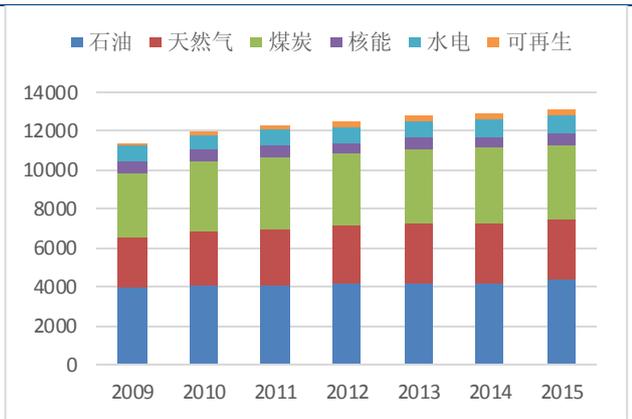
因此，轨道交通行业未来几年将会保持快速发展，直接带动轨道列车保有量持续扩张。在轨道交通加热器市场，公司产品主要包括列车用空调加热器、座位加热器及水电加热器。2016年10月，公司轨道加热器获得国祥列车空调关键供应商资格，将供应国祥2017年度动车加热器的主要份额，轨道交通用电加热器进入加速发展期。

5. 油价企稳有望打开海上油服大市场

5.1 海上油气发展空间巨大

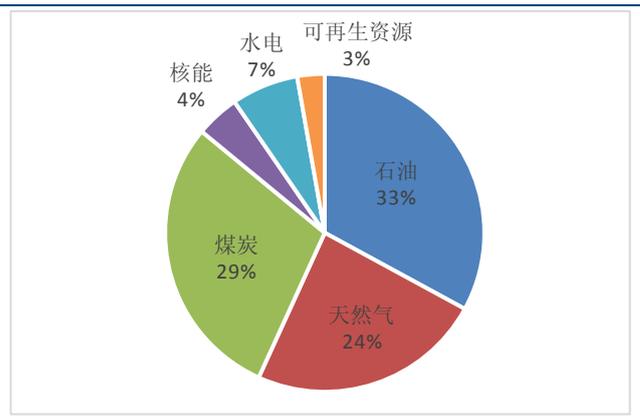
从全球能源消耗结构来看，2015年全球化石能源消耗量仍占能源消耗总量的86%，其中石油和天然气消耗量占比分别为32.94%和23.85%。作为能源结构中的消耗主体，全球对于油气资源的需求逐年增长。

图 43: 全球能源消费结构变化 (百万吨油当量)



资料来源：BP，东兴证券研究所

图 44: 2015 年全球各种能源消费量占比

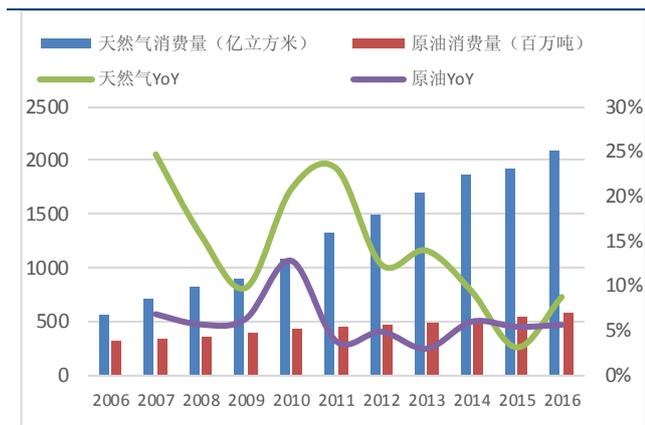


资料来源：BP，东兴证券研究所

2006-2016年，我国石油和天然气消费量年复合增长率分别为5.97%和13.96%，远高于全球平均增速。然而，与我国快速增长的油气资源需求量相比，我国油气资源产量增速明显滞后，需要大量依赖进口油气来满足国内需求。2006-2016年，我国油气

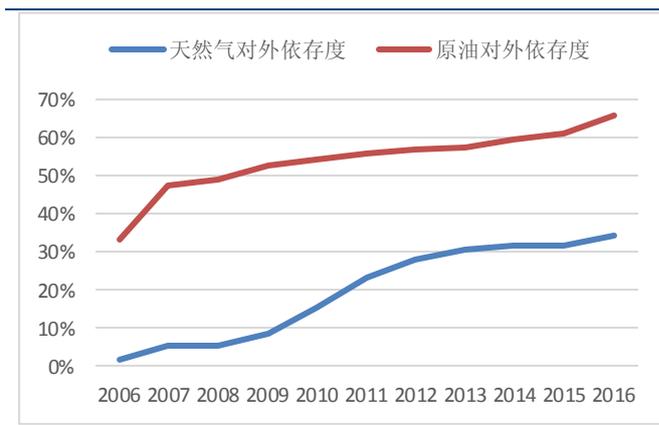
资源产量年复合增长率仅为 0.78%和 8.88%，长年的供需失衡，导致我国油气资源对外依存度较高。目前，我国石油和天然气对外依存度分别达到 65.94%和 34.46%。

图 45: 我国油气消费量情况



资料来源：国家能源局，东兴证券研究所

图 46: 我国油气对外依存度



资料来源：国家能源局，海关总署，东兴证券研究所

为缓解我国油气资源对外依存度持续攀升现状，在陆上石油资源日渐枯竭的情况下，加快海上油气资源开采将是加大我国油气供应最有效的方式之一，由此将拉升对海上油气设备的需求。这为一直专注于海上油气平台油气分离系统设计与总包业务的瑞吉格泰带来巨大市场空间。

5.2 油价企稳带来油服复苏曙光

作为公司旗下的海上油气系统一体化服务平台，瑞吉格泰主要产品为海洋油气处理系统，用于分离和处理从油气井口采出的碳氢化合物流体。与国内传统陆地油气分离系统设计理念延续前苏联思路导致系统体积大、重量足、效率低不同，瑞吉格泰采用的西方海上油服全新成熟的设计理念，通过对石油、天然气杂质含量的定量分析，进行系统模拟设计、实验验证、系统优化、效率提升和可靠性验证，更符合现代海上油气分离功能的模块化设计要求，体现未来油气分离撬装模块向小体积，高效率，高可靠性，低运维成本的发展趋势，在国内海上油气装备领域拥有较强竞争力。

然而，2014 年来，受油价长期低迷影响，全球范围内油气开采固定资产投资大幅减少。2016 年，我国油气固定资产投资完成额约为 2331 亿元，仅为 2014 年高点的 58%，而以海洋油气业务为主的中海油资本开支两年减少超过 46%。海洋油气处理系统业务与海工油服装备行业发展趋势密切相关，下游行业的不景气直接导致瑞吉格泰海洋油气处理装备业务订单大幅下降，业绩持续下滑。2016 年，瑞吉格泰实现营收 2932 万元，同比下降 65.4%，其中油服业务实现营收 1054 万元，同比减少 78.6%。

图 47: 2016 年后原油价格逐步企稳（美元/桶）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2016 年 11 月，欧佩克成员国及部分非欧佩克成员如俄罗斯、墨西哥等达成石油限产协议，如按照减产目标执行，原油库存有望在 2017 年中期回归到五年平均水平，石油市场将逐步恢复再平衡，油价开始筑底企稳。同时，多方正探讨进一步延长限产期限的可能性。基于对未来油价稳中有升的判断，中海油 2017 年资本支出计划 600-700 亿元，较 2016 年增幅约 20%-40%，海工油服行业投资初见上升势头。

图 48: 石油和天然气固定资产投资完成额情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 49: 中海油资本支出情况



资料来源：中海油公告，东兴证券研究所

瑞吉格泰作为国内最具实力的海上油气分离系统综合供应商，自上而下的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经济效益，直接受益于海工装备行业的投资回升，预计将取得领先于行业的业绩增速。

6. 盈利预测及投资评级

我们认为江苏九天并表、工业电加热订单快速落地和民用电加热器销售增长将为公司贡献显著的业绩增量，预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 20.1 亿元、30.0 亿元和 39.5 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.3 亿元、2.3 亿元和 2.9 亿元，每股收益分别为 0.10 元、0.18 元和 0.23 元，对应 PE 分别为 32.7、18.9 和 15.0 倍，

上调公司至“**强烈推荐**”评级。

7. 风险提示

东方九天建设进度不达预期，多晶硅企业设备需求延续性低于预期，空调市场需求饱和，石油价格持续低位运行。

表 4: 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 | 2577 | 3597 | 4576 | 营业收入 | 942 | 930 | 2005 | 3004 | 3949 |
| 货币资金 | 238 | 173 | 201 | 300 | 395 | 营业成本 | 709 | 707 | 1523 | 2215 | 2897 |
| 应收账款 | 261 | 485 | 769 | 1152 | 1515 | 营业税金及附加 | 6 | 10 | 16 | 23 | 28 |
| 其他应收款 | 4 | 5 | 12 | 17 | 23 | 营业费用 | 38 | 42 | 80 | 120 | 158 |
| 预付款项 | 11 | 17 | 25 | 36 | 51 | 管理费用 | 90 | 91 | 180 | 270 | 355 |
| 存货 | 255 | 379 | 542 | 789 | 1032 | 财务费用 | -4 | -4 | 7 | 19 | 35 |
| 其他流动资产 | 533 | 479 | 479 | 479 | 479 | 资产减值损失 | 17.74 | 39.17 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 非流动资产合计 | 569 | 872 | 834 | 797 | 761 | 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 | 532.68 | 500.08 | 467.19 | 营业利润 | 86 | 56 | 184 | 344 | 465 |
| 无形资产 | 94 | 144 | 139 | 136 | 132 | 营业外收入 | 9.09 | 4.69 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 其他非流动资产 | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 | 营业外支出 | 0.64 | 0.45 | 0.50 | 1.00 | 1.00 |
| 资产总计 | 2317 | 2737 | 3411 | 4395 | 5337 | 利润总额 | 95 | 60 | 191 | 351 | 472 |
| 流动负债合计 | 421 | 634 | 1212 | 1976 | 2617 | 所得税 | 15 | 14 | 34 | 63 | 85 |
| 短期借款 | 0 | 94 | 189 | 531 | 756 | 净利润 | 80 | 46 | 157 | 288 | 387 |
| 应付账款 | 133 | 259 | 542 | 789 | 1032 | 少数股东损益 | 4 | 0 | 25 | 60 | 100 |
| 预收款项 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 归属母公司净利润 | 75 | 46 | 132 | 228 | 287 |
| 一年内到期的非 | 0 | 30 | 10 | 10 | 10 | EBITDA | 205 | 231 | 239 | 411 | 548 |
| 非流动负债合计 | 40 | 74 | 53 | 53 | 53 | EPS (元) | 0.19 | 0.04 | 0.10 | 0.18 | 0.23 |
| 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 | 1265 | 2029 | 2671 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 54 | 222 | 247 | 307 | 407 | 营业收入增长 | -7.54% | -1.33% | 115.68% | 49.83% | 31.46% |
| 实收资本(或股 | 455 | 1273 | 1273 | 1273 | 1273 | 营业利润增长 | -30.79% | -35.11% | 228.01% | 87.26% | 35.16% |
| 资本公积 | 861 | 42 | 42 | 42 | 42 | 归属于母公司净利 | 187.32% | 72.87% | 187.32% | 72.87% | 25.98% |
| 未分配利润 | 435 | 434 | 414 | 380 | 337 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 1802 | 1807 | 1899 | 2059 | 2259 | 毛利率(%) | 24.80% | 23.94% | 24.04% | 26.27% | 26.64% |
| 负债和所有者权 | 2317 | 2737 | 3411 | 4395 | 5337 | 净利率(%) | 8.46% | 4.94% | 7.82% | 9.58% | 9.80% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 3.25% | 1.68% | 3.86% | 5.18% | 5.38% |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE(%) | 4.18% | 2.54% | 6.94% | 11.07% | 12.70% |
| 经营活动现金流 | 129 | 79 | 44 | -130 | 13 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 80 | 46 | 157 | 288 | 387 | 资产负债率(%) | 20% | 26% | 37% | 46% | |
| 折旧摊销 | 123.17 | 179.16 | 0.00 | 34.09 | 34.13 | 流动比率 | 4.15 | 2.94 | 2.13 | 1.82 | 1.75 |
| 财务费用 | -4 | -4 | 7 | 19 | 35 | 速动比率 | 3.55 | 2.34 | 1.68 | 1.42 | 1.35 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -284 | -383 | -363 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.47 | 0.37 | 0.65 | 0.77 | 0.81 |
| 投资活动现金流 | -606 | -58 | -26 | -24 | -22 | 应收账款周转率 | 3 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 7.28 | 4.74 | 5.00 | 4.51 | 4.34 |
| 长期股权投资减 | 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 | 0.19 | 0.04 | 0.10 | 0.18 | 0.23 |
| 筹资活动现金流 | 566 | -84 | 9 | 254 | 104 | 每股净现金流(最新 | 0.20 | -0.05 | 0.02 | 0.08 | 0.07 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 3.96 | 1.42 | 1.49 | 1.62 | 1.77 |
| 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 | 17.97 | 93.89 | 32.67 | 18.90 | 15.00 |
| 资本公积增加 | 528 | -819 | 0 | 0 | 0 | P/B | 0.85 | 2.38 | 2.27 | 2.09 | 1.91 |
| 现金净增加额 | 90 | -63 | 27 | 100 | 95 | EV/EBITDA | 6.33 | 18.41 | 18.03 | 11.06 | 8.54 |

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。