

2019年02月28日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

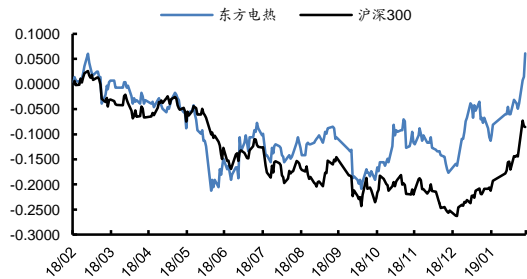
联系人： 张涵 S0350118050002

0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

## 业绩基本符合预期，电热器业务多点开花

### ——东方电热（300217）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
东方电热	19.6	20.1	6.1
沪深300	14.9	15.9	-8.6

市场数据 2019-02-27

当前价格（元）	2.99
52周价格区间（元）	2.16 - 3.10
总市值（百万）	3807.75
流通市值（百万）	2647.73
总股本（万股）	127349.37
流通股（万股）	88552.79
日均成交额（百万）	29.47
近一月换手（%）	45.28

相关报告

《东方电热（300217）事件点评：军用、光伏加热器打开业绩空间，享受多晶硅扩产红利》——2018-11-18

《东方电热（300217）动态研究：各细分领域向好，业绩大幅增长》——2018-06-19

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 事件：

公司发布业绩快报，公司实现收入 22.5 亿元，同比增长 30%，归母净利润 1.44 亿元，同比增长 73%。

## 投资要点：

■ **业绩基本符合预期，多个细分领域向好。**此前公司发布业绩预告，预计净利润为 1.46-1.71 亿元，本次业绩快报披露的业绩略低于公司 2018 年业绩预告的下限，主要是公司基于审慎性原则，加大了三年期以上存货的减值计提比例，影响金额约 546.9 万元，相比于业绩预告，公司业绩不存在重大差异，基本符合预期。全年公司在空调加热器份额进一步扩大，同时多晶硅新建项目增加、原有产能转移及老项目技改加速，带动公司毛利率较高的工业领域产品销售增长，同时公司应用于通信领域的高性能钢铝塑复合材料销售稳定增长。

■ **电加热器龙头多点开花，核心技术为业务做加法。**公司专业从事高性能电加热器及其控制系统自主研发、生产、销售，在民用、工业等多领域均处于细分领域龙头，公司与已经航天 31 所签署 4251 万元合同，其合作项目标志着研发成果在军用领域顺利转化。

**民用领域：**公司是国内最大的空调辅助电加热器制造商，在空调用电加热器约占 40% 的市场份额，主要客户为格力、美的、海尔、奥克斯等企业。小家电领域，控股子公司绍兴东方已经成为苏泊尔的战略供应商，销售额预计年底将达到 1000 万元/月，2019 年目标销售 2 亿元。在电动车领域，公司是最早研发及批量生产纯电动汽车 PTC 的企业之一，受益于全球电动车普及的大趋势。小家电、电动车领域有望成为新增长点。

**工业领域：**公司是目前国内极少数批量化生产多晶硅冷氢化用电加热器的企业，配套公司多晶硅还原炉供应核心客户，价格、技术均有明显优势。

**军用领域：**2017 年公司攻克了飞机发动机试验用电加热器技术难关，获得了客户的认可，公司目前已成为中航商发国内单一供应商。镇江东方近年来重点推进“两机”专项中配套的高温气源加温系统的研发、设计与应用，推动配套系统的国产化。航天 31 所合同的顺利签订，表明公司在电加热领域的研发、设计与应用等综合能力得到

了航空航天领域专业研究所的充分认可。

公司凭借电加热器核心技术横向拓展，给自身业务做加法，研发储备多个项目，研发的石英玻璃内喷式电加热器获得安吉尔的认可，钛瓷涂层加热管获得了多个订单，未来有望在多个领域做大做强。

- **公司多晶硅还原炉在手订单充足，高利润率为公司带来业绩弹性。**多晶硅后发优势明显，工艺出现新突破，完全成本快速下降，多晶硅全行业表面产能过剩，实则有效低成本产能不足。电耗占到多晶硅成本的 30-50%，新疆部分工业地区电价优势明显，降本压力迫使产能西迁。同时硅料国产化率明显低于硅片等其他环节，国产化进度不匹配，存在进口替代需求。根据集邦新能源网统计，2017 年国内多晶硅产能达到 24 万吨，预计 2018-2019 年新增产能分别为 17.3、12.9 万吨，2020 年后将受益于光伏平价上网带来的大机遇。

多晶硅降成本主要是降电耗，其中还原电耗占综合电耗的 70%以上。公司多晶硅还原炉 2017 年正式投放市场，得到了客户的高度认可，公司已经与江苏中能、新疆协鑫、内蒙通威、新疆东方希望等多家客户签订了供货合同，多晶硅还原炉及相应的工业加热器利润率明显高于公司其他业务，订单顺利交付将给公司业绩带来高弹性。

- **江苏九天直接受益于新能源车快速发展。**2016 年公司以现金收购江苏九天 51%股权，江苏九天专注于光缆专用复合材料以及锂电池钢壳精密材料，是国内唯一具有从钢带压延到复膜分切的宽幅材料全工艺流程的企业，具有较强的市场竞争力。其动力电池终端客户包括日韩企业、国内的力神、中航锂电等。2018 年上半年江苏九天订单饱满，受到产能限制，截至 2018 年三季度末，动力电池外壳钢基带生产线已开始试生产，锂电池外壳的部分正在进行生产线安装调试。锂电钢壳市场空间广阔，未来江苏九天业绩向上空间有望进一步打开。

- **拟增资深圳山源，电热器领域形成产业协同。**公司拟以 1.2 亿元增资深圳山源电器股份有限公司，深圳山源估值 1.85 亿元，第一次增资完成后公司将持有深圳山源股权 39.34%，公司目标是持有深圳山源 51%股权，后续将继续增资。深圳山源的业绩承诺为 2018-2020 年净利润分别不低于 1300、1800、3000 万元，2020 年或以后某个年度，深圳山源净利润达到 3000 万元及以上，公司将启动股权收购程序，以深圳山源 100%股权估值不低于 12 倍 PE 收购剩余 49%股权。深圳山源拥有的铲片式 PTC 电加热器技术在行业的认知认可程度不断提升，相关产品已经开始批量替代原有的翅片式 PTC。通过控股深圳山源，公司可以实现对铲片式 PTC 电加热器产品技术和市场的实际控制，减少不必要的市场竞争，在电热器领域形成产业协同。

- **盈利预测和投资评级：**公司深耕电热器领域，在民用、工业等多领域均处于细分领域龙头，研发成果在军用领域顺利转化。公司凭借电加热器核心技术横向拓展，给自身业务做加法，业务持续做大做强。

强。锂电钢壳精密材料业务直接受益于新能源车快速发展。拟增资深圳山源，电热器领域形成产业协同。我们预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 0.17、0.23 元，对应的 PE 分别为 17、13 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**多晶硅订单交付不及预期；加热器产销量不及预期；原油价格大幅下跌风险；加热器降价风险；钢壳复合材料产销不及预期风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1730	2250	2758	3349
增长率(%)	86%	30%	23%	21%
归母净利润（百万元）	83	144	219	289
增长率(%)	82%	73%	52%	32%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.11	0.17	0.23
ROE(%)	4.02%	6.57%	9.23%	11.10%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：东方电热盈利预测表

证券代码:	300217.SZ				股价:	2.99	投资评级:	买入	日期:	2019/02/27		
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值				2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	4%	7%	9%	11%	EPS	0.07	0.11	0.17	0.23			
毛利率	20%	22%	23%	23%	BVPS	1.47	1.55	1.67	1.83			
期间费率	14%	13%	12%	12%	估值							
销售净利率	5%	6%	8%	9%	P/E	45.68	26.44	17.40	13.15			
<b>成长能力</b>					P/B	2.03	1.92	1.79	1.63			
收入增长率	86%	30%	23%	21%	P/S	2.20	1.69	1.38	1.14			
利润增长率	82%	73%	52%	32%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
总资产周转率	0.58	0.64	0.72	0.79	营业收入	1730	2250	2758	3349			
应收账款周转率	1.92	2.29	2.52	2.81	营业成本	1379	1755	2134	2573			
存货周转率	2.34	2.49	2.68	2.78	营业税金及附加	12	16	20	24			
<b>偿债能力</b>					销售费用	75	86	91	107			
资产负债率	30%	37%	38%	39%	管理费用	147	180	207	241			
流动比	2.43	2.13	2.10	2.10	财务费用	8	9	11	13			
速动比	1.71	1.50	1.47	1.46	其他费用/(-收入)	2	(10)	0	0			
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	122	194	295	391			
现金及现金等价物	237	343	369	447	营业外净收支	1	1	1	1			
应收款项	899	985	1093	1190	利润总额	124	195	296	392			
存货净额	591	710	804	934	所得税费用	20	32	49	65			
其他流动资产	270	351	431	523	净利润	103	163	248	327			
<b>流动资产合计</b>	<b>1997</b>	<b>2389</b>	<b>2697</b>	<b>3094</b>	少数股东损益	20	19	29	38			
固定资产	545	590	631	668	归属于母公司净利润	83	144	219	289			
在建工程	36	116	116	116	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>			
无形资产及其他	166	166	162	157	经营活动现金流	(63)	136	234	317			
长期股权投资	22	22	22	22	净利润	103	163	248	327			
<b>资产总计</b>	<b>2972</b>	<b>3490</b>	<b>3835</b>	<b>4264</b>	少数股东权益	20	19	29	38			
短期借款	139	269	269	269	折旧摊销	59	71	76	79			
应付款项	490	629	765	922	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	99	129	158	192	营运资金变动	(245)	(455)	(447)	(510)			
其他流动负债	92	92	92	92	投资活动现金流	128	(126)	(41)	(37)			
<b>流动负债合计</b>	<b>821</b>	<b>1120</b>	<b>1285</b>	<b>1476</b>	资本支出	(13)	(126)	(41)	(37)			
长期借款及应付债券	0	100	100	100	长期投资	(22)	0	0	0			
其他长期负债	79	79	79	79	其他	164	0	0	0			
<b>长期负债合计</b>	<b>79</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	筹资活动现金流	41	187	(66)	(87)			
<b>负债合计</b>	<b>900</b>	<b>1299</b>	<b>1464</b>	<b>1656</b>	债务融资	45	230	0	0			
股本	1273	1273	1273	1273	权益融资	3	0	0	0			
股东权益	2072	2190	2370	2609	其它	(7)	(43)	(66)	(87)			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2972</b>	<b>3490</b>	<b>3835</b>	<b>4264</b>	现金净增加额	106	197	128	194			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电力设备新能源组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。尹斌，中科院物理化学博士，4年比亚迪动力电池实业经验，3年证券从业经验，2018年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015年新财富第2名、2016年新财富第3名核心成员。张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己



的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。