天风证券 TF SECURITIES

东方电热（300217）

证券研究报告
2019 年 03 月 11 日

电加热器龙头业务多点开花

公司简介：国内最大的空调辅助电加热器制造商

公司的主营业务可以分为三大块：1）民用电加热器、2）工业电加热器、3）光通信及动力锂电池精密钢壳材料。公司核心业务电加热器业务范围虽然涉及领域较多，但均以电加热器技术为核心，向各个领域去应用

空调电加热器市占率第一，受益于行业集中度提升

2018 年公司民用电加热器业务高速增长，背后的原因在于：1）受环保风暴、供给侧改革等政策影响，部分同行小企业被关停；2）同时由于零部件企业在产业链中处于弱势地位，整机厂商地位强势，并且格力美的等公司向供应商采购方式基本以票据为主，并且由于民营企业资金链整体较为紧张，导致部分小企业因为资金链问题而退出。

预计 2019 年公司民用电加热器收入端将依然保持较快增长：1）空调电加热器中小企业的产能退出或许仍存在。2）公司将主动寻求核心公司更多供应比例，在巩固老客户的同时大力拓展新开户。3）其他领域民用小家电开拓：成为苏泊尔战略供应商，新能源汽车和轨交业务开拓。

工业电加热与工业设备领域迎来收获期

1）2017 年开始，受环保、能源、新能源补贴等多种政策影响，叠加主流多晶硅工厂原有生产线使用寿命陆续到期需要更新换代因素，主流多晶硅企业纷纷加快技术改造步伐，同时为降低能源成本，新项目向西部迁移带动了新增投资的大幅增加，公司还原炉及多晶硅用电加热器产品订单持续增加。2）随着石油价格的缓慢回升，带动了石油天然气资本投资的增加，瑞吉格泰发挥高端装备制造的技术优势，跨行业竞争，油气处理设备将订单有所增长。

外延进入新领域江苏九天，2019 年产能将释放

2018 年订单饱满，但是产能受限制，预计 2019 年公司在解决产能问题后，收入和利润将大幅提升。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.44 亿、1.88 亿和 2.41 亿，增幅为 73.10%、30.19%和 28.18%，2019 年 3 月 8 日收盘市值为 38.59 亿，公司市值对应的 2018-2020 年动态市盈率分别为 26.7 倍、20.5 倍和 16.0 倍。

公司基本面优秀，随着市场风险偏好的提升，公司估值将得到修复，我们给予公司 2019 年 25 倍估值，目标市值 47 亿，增长空间为 22%，首次覆盖，给予“买入”评级

风险提示：竞争加剧导致毛利率下滑；原材料大幅波动导致盈利能力下降；空调行业需求放缓

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	929.68	1,730.20	2,202.72	2,658.96	3,189.72
增长率(%)	(1.33)	86.11	27.31	20.71	19.96
EBITDA(百万元)	90.28	177.31	251.91	322.10	411.71
净利润(百万元)	45.86	83.36	144.29	187.84	240.79
增长率(%)	(39.10)	81.76	73.10	30.19	28.18
EPS(元/股)	0.04	0.07	0.11	0.15	0.19
市盈率(P/E)	84.14	46.29	26.74	20.54	16.03
市净率(P/B)	2.14	2.06	1.95	1.82	1.68
市销率(P/S)	4.15	2.23	1.75	1.45	1.21
EV/EBITDA	61.73	21.55	19.21	13.28	12.26

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	3.03 元
目标价格	3.69 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,273.49
流通 A 股股本(百万股)	885.53
A 股总市值(百万元)	3,858.69
流通 A 股市值(百万元)	2,683.15
每股净资产(元)	1.57
资产负债率(%)	38.69
一年内最高/最低(元)	3.24/2.16

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com
马王杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080001
mawangjie@tfzq.com
罗岸阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518120002
luoanyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 以电加热技术为核心，广泛拓展下游应用领域 4
1.1. 空调电加热器市占率第一，受益于行业集中度提升 5
1.2. 其他民用电加热器业务继续开拓 9
2. 工业电加热与工业设备领域迎来收获期 10
2.1. 多晶硅电加热与还原炉设备订单增长 11
2.2. 油服业务：油价回升带来下游企业资本开支增长 12
3. 外延进入新领域江苏九天，2019 年产能将释放 13
4. 投资建议 14
4.1. 盈利预测 14
4.2. 估值分析 16
5. 风险提示 16

图表目录

图 1：家用空调电热管 4
图 2：豆浆机用电加热器 4
图 3：汽车水暖 PTC 加热器总成 4
图 4：公司业务板块 5
图 5：公司民用电加热器业务（单位：亿元） 5
图 6：公司分业务收入占比 5
图 7：2017 年公司前五大客户占比 6
图 8：空调行业产量增速与公司民用电加热业务收入增速拟合图 6
图 9：公司收到商品与劳务现金/营业收入比例 7
图 10：铲片式电加热器 7
图 11：翅片式电加热器 7
图 12：2013 年-2018 年空调销量情况（单位：万台） 8
图 13：民用电加热毛利率 8
图 14：2018 年空调企业销量（单位：万台） 9
图 15：公司民用电加热器业务分季度收入（单位：亿元） 10
图 16：公司民用电加热业务分季度利润（单位：亿元） 10
图 17：公司产品在四氯化硅冷氢化处理中的应用 11
图 18：ICE 布油价格（单位：美元/桶） 12
图 19：接入网新建光缆长度 17 年开始下滑，本地中继网光缆长度持续增长（单位：万公里） 13
图 20：非民用业务收入季度拆分（单位：亿元） 14
图 21：公司 ROE2016 年处于低谷，后逐步回升 15
图 22：公司毛利率（单位：%） 15

图 23：东方电热 PE-BAND 16

表 1：镇江东方公司发明专利 10
表 2：瑞吉格泰发明专利....11
表 3：镇江东方收入和利润情况（单位：万元） 12
表 4：瑞吉格泰营业收入和净利润（单位：万元） 13
表 5：江苏九天营收和利润（单位：万元） 14
表 6：公司收入拆分（单位：万元） 14
表 7：可比公司估值情况....16

引言

家电零部件公司中，三花智控是市场公认的优秀公司。核心逻辑是公司拥有热管理相关的核心技术，从空调的热管理向汽车热管理应用和推进，不断打开公司的成长天花板。那么，作为**空调电加热器的龙头公司东方电热**，沿着空调电加热领域从民用拓展到工业电加热，下游应用领域不断丰富，会不会成为“小三花”？

1. 以电加热技术为核心，广泛拓展下游应用领域

公司目前是我**国最大的空调辅助电加热器制造商**，同时也是国内市场上极少数实现规模化生产多晶硅电加热系统的供应商。

公司的主营业务可以分为三大块：民用电加热器、工业电加热器、光通信及动力锂电池精密钢壳材料。

图 1：家用空调电热管

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：豆浆机用电加热器

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：汽车水暖 PTC 加热器总成

资料来源：公司官网，天风证券研究所

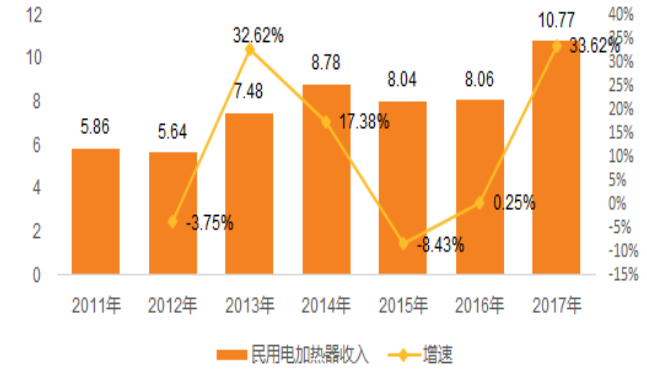
电加热器是一种通用零部件，公司核心业务电加热器业务范围虽然涉及领域较多，**但均以电加热器技术为核心**，向各个领域去应用。公司凭借自身较强的研发、设计能力、在空调电加热行业内长期积累所形成的较高工艺水平和较强质量控制能力，积极向电动汽车、小家电等民用电加热领域以及向石油、天然气开采及管道输送、石化、化工、船舶和海洋平台、核电、冶金等工业电加热领域拓展应用范围。

图 4：公司业务板块

资料来源：公司年报，天风证券研究所

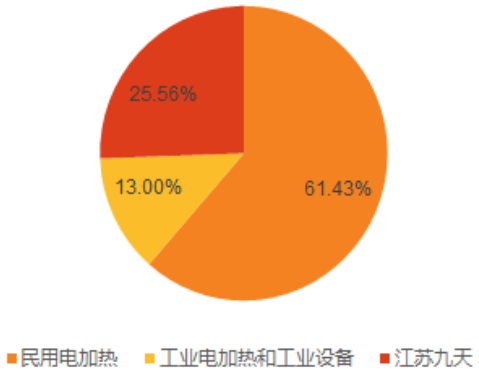
从公司业务结构看，民用电加热器仍为公司占比最大的业务，2018 年民用电加热电热器业务占总收入比例约 60%以上。民用电加热器中，空调业务的收入占比 70%左右，空调电加热器为公司最大的业务单元。

图 5：公司民用电加热器业务（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司分业务收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1. 空调电加热器市占率第一，受益于行业集中度提升

空调辅助电加热器是一种提高空调制热效率的装置。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。在配备了辅助电加热器的情况下，通过电加热器迅速加热周围空气，并通过空调的风机送入室内，可以大幅提高空调的制热效果。空调电加热器目前已经是一种相对比较成熟的零部件。

由于空调制冷主要依靠压缩机的工作，为了提高空调能效比，空调制造厂商对压缩机的功率都进行一定的限制，在达到相同制冷效果的前提下，尽量选用功率较低的压缩机。但是，采用功率较低的压缩机，在进行制热的时候制热效果就会受到影响，因此空调厂商在采用功率较低的压缩机的同时，为了保证制热的效果一般都相应采用了更大功率的辅助电加热器。但是电加热器本身也是一个能耗件，因此，**如何在保证制热效果下更加节能是行业的主要研究方向。行业主要是通过材料的不断进化来降低能耗**，空调电加热器材质经过了电热丝、电阻丝、铜质材料到陶瓷 PTC 的演变。

空调电加热器市场容量有多大?

根据产业在线数据统计，2018 年空调销量为 1.5 亿台（内销 9280 万台），根据公司年报民

用电加热收入和销量得到均价约 20 元，市场整体容量约在 30 亿左右。

空调电加热器格局：一超多强+众多小厂，公司是行业最大制造商

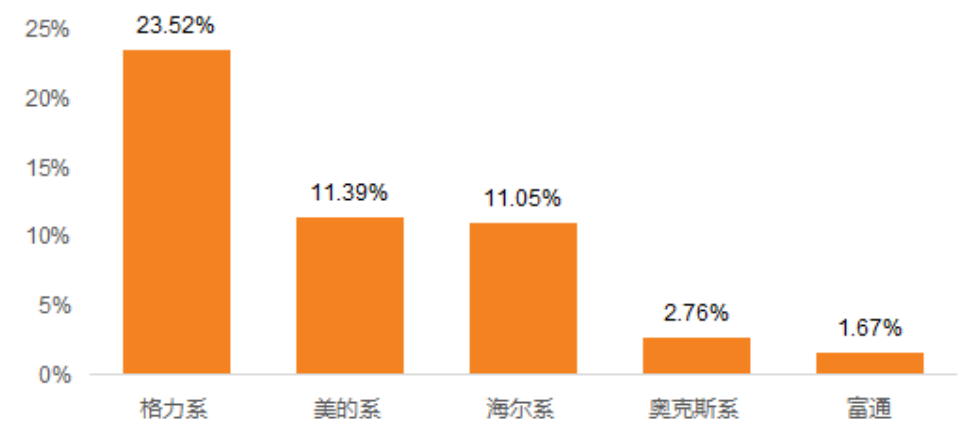
2018 年公司民用电加热器收入约 13.7 亿，空调电加热器的销售收入占民用电加热器销售收入的 70%以上（主要品种包括 PTC 电加热器、电加热管及组件，除霜电加热器、电加热带、风道式中央空调用辅助电加热器、电热丝加热器等，主要用于空调的辅助加热）；则公司空调电加热器收入约是 10 亿左右，公司市占率约 30%左右。公司主要产品空调用电加热器的竞争对手为苏州兴业、广州恒美，但是规模都不大。

公司在民用电加热领域的核心优势在于规模效应和龙头公司的稳定供应关系

空调电加热器作为零部件，定价受制于下游厂商的采购议价，往往需要成本控制，以获得更大的供应量。公司目前是行业市占率最高的公司，工艺方面较为领先，在保证质量的前提下，规模优势能够分摊固定成本，使得成本相比其他竞争对手更优竞争力。

此外，从下游客户看，主要为格力、美的、海尔、奥克斯等龙头公司，已经形成稳定的供应关系；随着下游厂商对质量的要求越来越高，越来越倾向采购稳定的高质量零部件，能够加强公司的供应粘性。

图 7：2017 年公司前五大客户占比

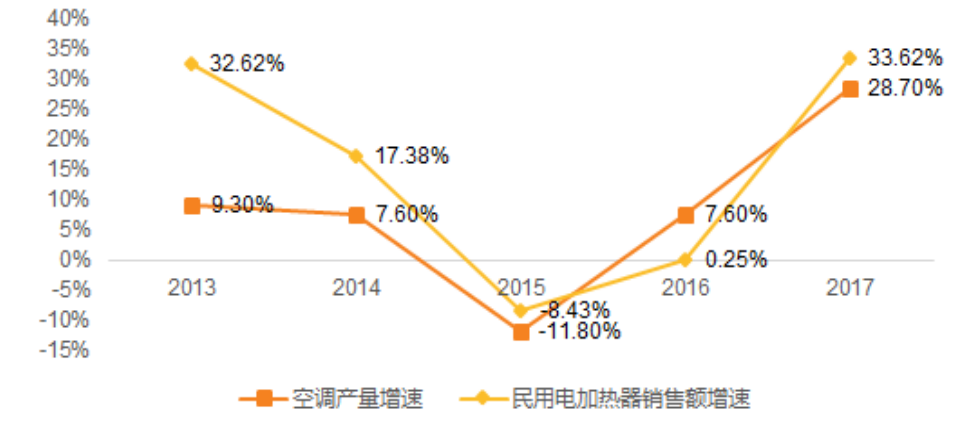


资料来源：公司年报，天风证券研究所

行业格局在变化：集中度日益提升

从历史经验看，公司民用电加热器业务与空调行业的景气度高度相关。**但是，2018 年公司民用电加热业务增速远好于行业整体，两者趋势发生背离。**预计 2018 年公司的空调电加热器增速在 40-50%，而 2018 年产业在线数据显示，空调产量增速为 4.4%。

图 8：空调行业产量增速与公司民用电加热业务收入增速拟合图



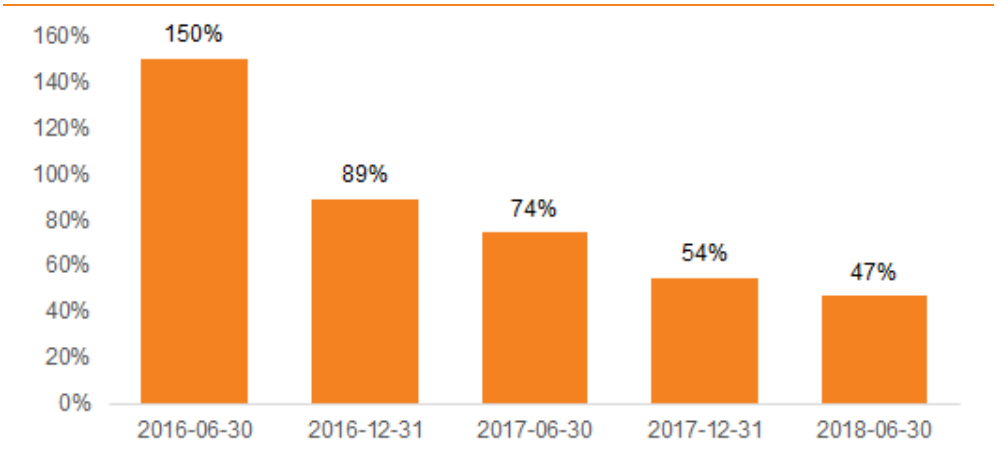
资料来源：Wind，天风证券研究所

背后的原因在于：

1）受环保风暴、供给侧改革等政策影响，部分同行小企业被关停；

2）同时由于零部件企业在产业链中处于弱势地位，整机厂商地位强势，并且格力美的等公司向供应商采购方式基本以票据为主，并且由于民营企业资金链整体较为紧张，导致部分小企业因为资金链问题而退出。从公司近年来公司收到商品与劳务现金/营业收入比例不断降低可以看到行业中的资金流紧张的状况。因此，**2018 年公司民用电加热业务的增长主要受益于市场集中度的提升。**

图 9：公司收到商品与劳务现金/营业收入比例

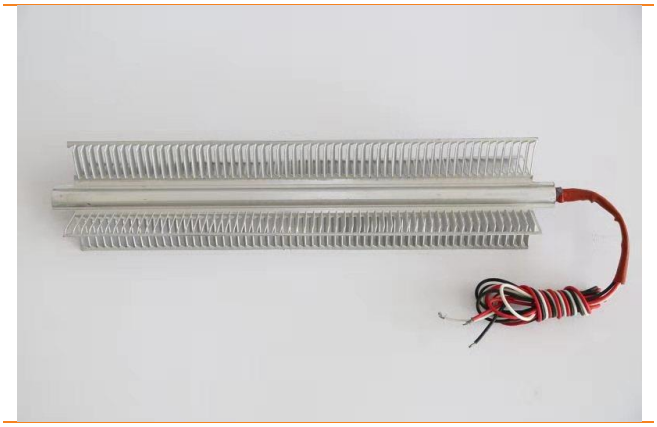


资料来源：Wind，天风证券研究所

新的技术工艺在发展

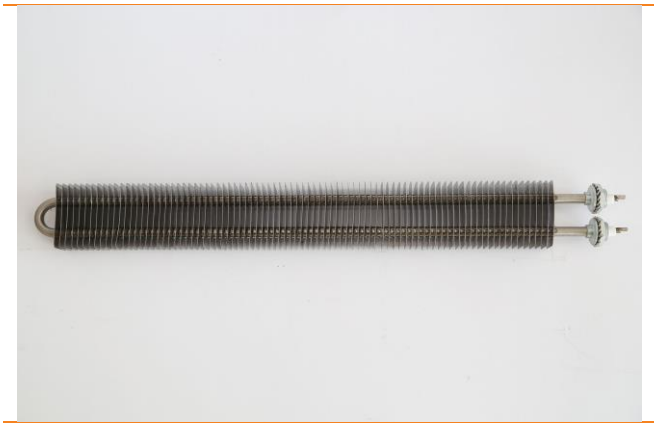
引进铲片式 PTC 电加热器生产技术。铲片式电加热器以铝材为主材，采用铲片式结构，一次成型，焊点少，生产工艺上环节更少，能降低生产成本；并且与目前空调系统使用的以铜材为主材的两器相比，具有质量轻、成本低、传热效果好、耐腐蚀等优点，参股子公司东方山源拥有铲片式 PTC 电加热器系列发明专利，同时拥有生产这种产品的机器的系列专利。2018 年，铲片式 PTC 电加热器销售良好。

图 10：铲片式电加热器



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 11：翅片式电加热器



资料来源：公司官网，天风证券研究所

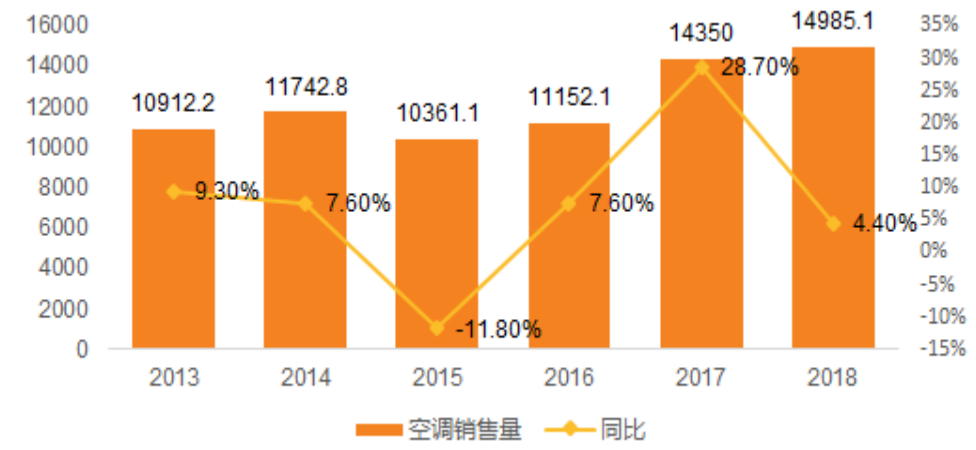
2019 年 1 月，公司与深圳山源签署增资扩股框架协议，拟在 2019 年通过 2 次增资扩股，达到对东方山源 51%的控股比例。

公司在 2019 年将加大铲片式 PTC 电加热器在美的、海尔的推广力度，同时积极推进在格力的应用，公司产品类型将进一步丰富，拉开与其他竞争对手的差距。

怎么看待公司 2019 年空调电加热器业务增长情况?

从行业角度看，2019 年空调行业或面临增长压力：我们此前预计 2019 年内销或呈现个位数下滑，同时由于 2018 年四季度抢出口的情况，导致 2019 年出口也面临较为不利因素。

图 12：2013 年-2018 年空调销量情况（单位：万台）

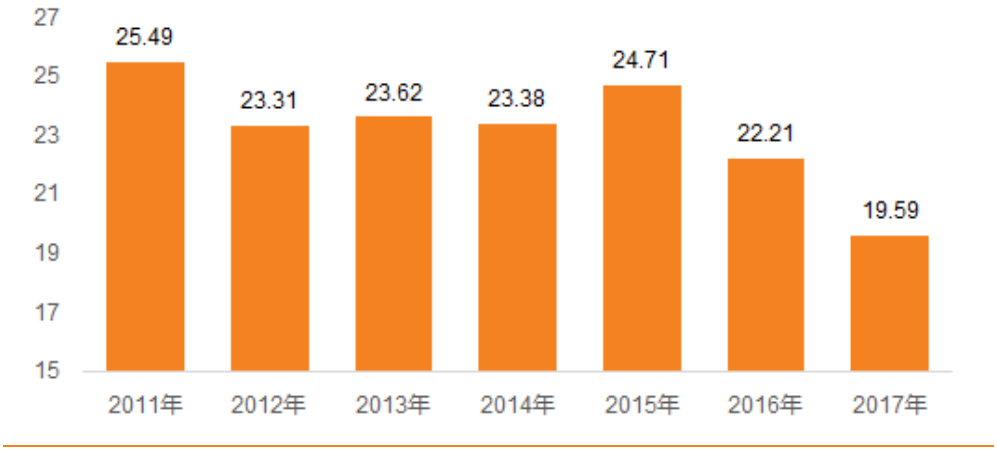


资料来源：产业在线，天风证券研究所

预计公司收入端将依然保持较快增长

1）小企业的产能退出或许仍存在：空调整机厂商在产业链处于强势地位，要求公司在内的上游供应商持续降低销售价格，导致产品销售价格进一步降低，公司近几年的民用电加热器业务毛利率处于不断下降的过程，很多小企业因为没有规模优势，生产成本相较于公司更高，将处于不利竞争地位，或因为成本原因而无法接到格力美的等下游厂商的更多订单。

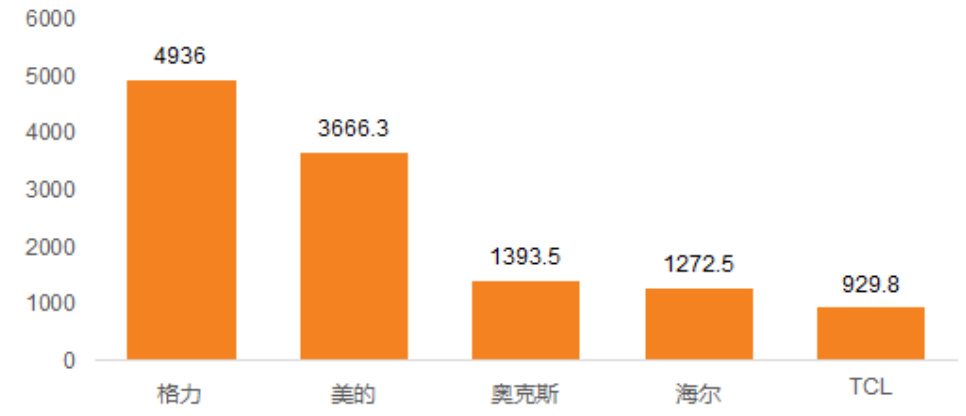
图 13：民用电加热毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2）公司将主动寻求核心公司更多供应比例，在巩固老客户的同时大力拓展新开户。根据公司公告，老客户的需求有所增加，格力、美的、海尔、奥克斯等主要客户的份额在 2018 年的基础上又有所上升，19 年初的招标计划基本上都是头标，意味着公司在核心客户的市场份额进一步增长。另一方面，新客户开发进展顺利，TCL 是 19 年公司新开发的客户，而且招标也中了头标。

图 14：2018 年空调企业销量（单位：万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

因此，尽管考虑到 2019 年预计空调行业整体销售可能存在一定压力，我们预计公司空调的电加热业务仍然能够保持稳定的增长。

1.2. 其他民用电加热器业务继续开拓

由于空调业务占比大，公司为了保持业务增长的稳定性，在民用电加热领域持续开拓——包括小家电、新能源汽车和轨交等领域，以降低空调销量波动带来的影响。

小家电加热器业务成为苏泊尔战略供应商

改善与享受型小家电行业市场需求稳中有增，预计公司咖啡机、 电烤箱等厨卫小家电用电加热销售也保持稳定增长。公司小家电客户包括海尔、美的、格力、苏泊尔、老板、方太、莱克等；产品主要应用于包括电热水器、烤箱、洗碗机等几十种小家电产品的加热系统。

公司在浙江设立的控股子公司绍兴东方已成为苏泊尔及苏泊尔的股东法国 SEB 公司的战略供应商，预计其一年的加热器订单需求预计在 4 亿至 5 亿之间。2018 年 5 月绍兴东方的销售额已达 700 万元/月，预计 2018 年实现 3000 万左右的收入。绍兴东方正在新建生产厂房，目前产能受限，预计新厂房完工后，产能会有大幅提升，2019 年目标实现 1 亿元销售，后续会继续提升。

新能源汽车加热器业务

新能源汽车用电加热器销售保持快速增长。公司新能源汽车用电加热器主要应用于新能源汽车的空调系统、暖风系统、除霜除雾、电池组加热等。由于电动汽车对空调机组的耗电量对汽车的续航能力的影响特别敏感，因而在汽车空调辅助电加热方面都选择了相对节能的 PTC 材料。

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，是国内少数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。2018 年又新开发了华晨宝马、现代、大众等客户，2018 年汽车 PTC 事业部实现销售 8391.30 万元，同比增长 62.25%。由于汽车零配件的生产有严格的质量体系要求,对产品质量和生产车间的要求更高，为更好的保证新能源汽车用电加热器的品质，促进该产品的销售，公司购买了新的厂房，目前正在逐步搬迁。预计新能源汽车电加热器的产能和销售业绩在 2019 年会有较大幅度的提升。

轨道交通用电加热器

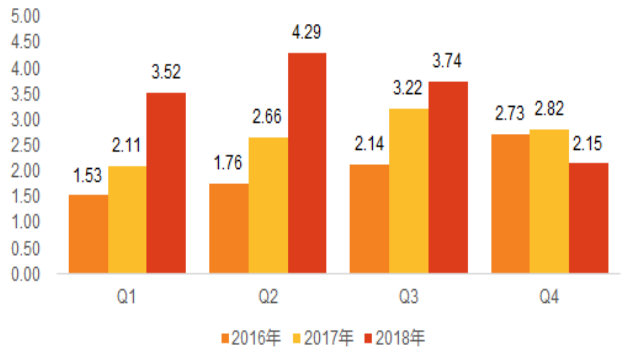
在轨道交通加热器市场，公司产品主要包括列车用空调加热器、座位加热器及水电热器等。

轨道客车用的电加热器，与普通装置用品不同，它要求有较高的抗振动性能、工作温度限制、电安全性能、防燃性能、使用寿命等等。

受动车组更新换代、高速铁路及城市轨道交通快速发展的影响，销售同比继续增长。2018年铁道事业部实现销售 1933.95 万元，同比增长 47.94%。

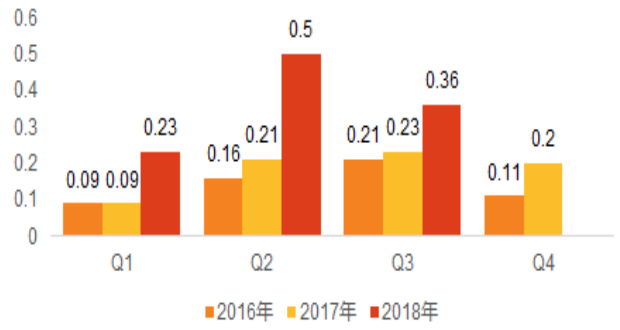
从 2018 年 7 月以来促基建成为了稳增长的重要手段，基建投资中的重点方向在于补短板，铁路及城轨建设将直接受益。从轨道交通的批复情况看，据界面数据统计，截至 2019 年 1 月 30 日（开年不到 1 个月），国家发改委官网至少公布了 6 个基础建设工程项目的获批信息，涉投资额超 4800 亿元，包括机场项目 4 个，1 个城际铁路建设项目和 1 个轨道交通项目轨交项目。轨道交通行业未来几年将会保持快速发展，直接带动轨道列车保有量持续扩张。

图 15：公司民用电加热器业务分季度收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：公司民用电加热业务分季度利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 工业电加热与工业设备领域迎来收获期

工业电加热领域与民用电加热不同，核心竞争力在于技术研发的突破以及与客户的稳定配套合作。

技术方面，公司在相关加热领域拥有核心专利；同时由于工业领域配套往往需要结合客户需求进行定制，公司与下游客户的稳定合作关系尤为重要。

表 1：镇江东方公司发明专利

发明名称	发明人	专利号	专利权人	专利申请时间	授权公告日
提高电加热管绝缘导热性能的方法及工装	谭克	ZL 2008 1 0124660.5	镇江东方电热有限公司（中外合资）	2008/8/29	2011/5/18
提高电加热管性能的方法	谭克	ZL 2008 1 0124661.X	镇江东方电热有限公司	2008/8/29	2011/11/30
电加热器	谭克	ZL 2009 1 0184693.3	镇江东方电热有限公司（中外合资）	2009/8/28	2011/12/21
高压气态、液态介质加热用电加热器	董国华、徐金华	ZL 2009 1 0032986.X	镇江东方电热有限公司（中外合资）	2009/6/10	2012/1/11
电加热管状密封方法	谭克	ZL 2014 1 0249985.1	镇江东方电热有限公司（中外合资）	2014/6/6	2015/12/30

资料来源：国家知识产权综合服务平台，天风证券研究所

表 2：瑞吉格泰发明专利

发明名称	发明人	专利号	专利权人	专利申请时间	授权公告日
分离器的预分离装置	王宏、张青松	ZL 2011 2 0203666.3	江苏瑞吉格泰油气工程有限公司	2011/7/20	2013/7/17
分离器的稳流装置	王宏、张青松	ZL 2011 1 0203723.8	江苏瑞吉格泰油气工程有限公司	2011/7/20	2013/10/16
改进的波纹板结构	王宏、张青松	ZL 2011 1 0219753.8	江苏瑞吉格泰油气工程有限公司	2011/8/3	2013/12/11
高腐蚀性介质的电加热装置	彭美锦	ZL 2011 1 0203731.2	江苏瑞吉格泰油气工程有限公司	2011/7/20	2013/12/11
分离器管束旋流入口装置	谭克、王宏、张青松、王杰	ZL 2015 1 0281701.1	江苏瑞吉格泰油气工程有限公司	2015/5/28	2017/1/4

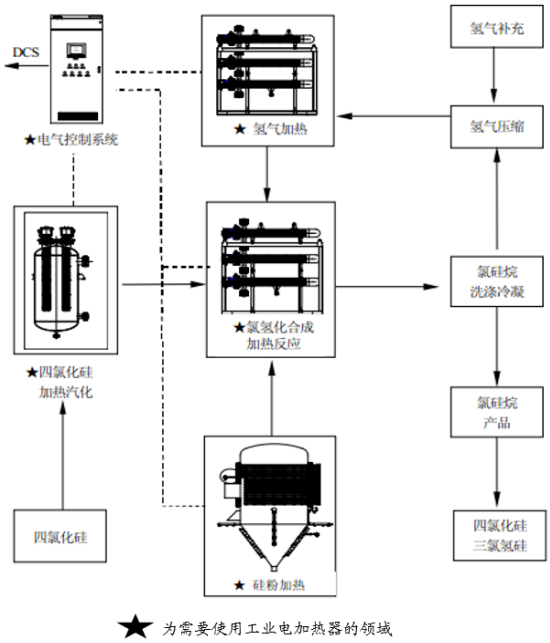
资料来源：国家知识产权综合服务平台，天风证券研究所

2.1. 多晶硅电加热与还原炉设备订单增长

工业用电加热器的客户目前主要集中在多晶硅制造业。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。

目前国际上和国内绝对大多数企业均通过改良西门子法生产多晶硅，但该方法会产生大量的副产品四氯化硅，并且量大且会对环境造成严重污染，因此多晶硅生产企业必须对四氯化硅进行处理，核心的处理方法是冷氢化技术，**该技术中的核心设备是电加热器及其控制系统**，在其工艺过程的关键环节都需采用并发挥着重要作用，并且由于其必须在高温、高压和充满着强腐蚀性气体的环境中工作，因此对电加热器的性能要求非常高。

图 17：公司产品在四氯化硅冷氢化处理中的应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

原本该类电加热器只有国外大型厂商能够生产，价格十分昂贵。本公司通过自主研发、和江苏中能、洛阳中硅等企业的紧密合作，研制出了适合它们冷氢化工艺特点的电加热器系统，公司在该类产品的技术研发实力强劲。

公司后来沿着多晶硅产业开发相关的工业设备——多晶硅还原炉。在多晶硅料生产过程中，通过还原炉底盘电极对颅内的阻性负载硅芯进行电加热，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，逐渐长成成品硅棒。**公司目前的打法是将电加热与公司多晶硅还原炉配套**

供应核心客户，在价格、技术均有明显优势。

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。来自多晶硅企业的订单持续增加。2017 年开始，受环保、能源、新能源补贴等多种政策影响，叠加主流多晶硅工厂原有生产线使用寿命陆续到期需要更新换代因素，主流多晶硅企业纷纷加快技术改造步伐，同时为降低能源成本，新项目向西部迁移带动了新增投资的大幅增加，公司还原炉及多晶硅用电加热器产品订单持续增加。

表 3：镇江东方收入和利润情况（单位：万元）

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018H1
营业收入	5,323.39	5,400.15	4,537.31	4,873.50	4,371.43
净利润	1,019.23	781.68	69.84	-	281.39

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2. 油服业务：油价回升带来下游企业资本开支增长

2013 年公司收购瑞吉格泰，主要是为了应对工业电加热器业务因为多晶硅领域产能过剩带来的增长压力。

公司工业电加热器业务本身也应用到油气开采领域——在开采油气时，一般需要对出井时降压吸热的天然气采取加热措施，使其保持一定的温度，防止管线冻堵。采用电加热方式加热，则一方面的自动化程度高，控制和保护手段齐备，可以实现对天然气井的远程控制，不必派专人值守以降低成本；另一方面，电加热的热效率高，且不会造成污染。

因此，公司选择收购瑞吉格泰（专业于开发石油及天然气开采上游生产活动中原油、天然气和采出水的分离以及天然气净化及加工技术），**进入油服领域，可以产生协同效应延长了产业链条，实现了工业电加热器产品业务向下游产业的高效延伸，进一步拓宽了业务领域，提高了产品的附加值。**

瑞吉格泰具有先进和广泛的流体分离和天然气净化及加工技术，能为石油及天然气开采用户量身定做解决方案，使其生产的油气产品满足下游用户的工艺要求，采出水经过处理后满足当地政府的废水排放指标或油气田污水重新回注的工艺要求。可生产石油及天然气上游工艺所有设备，包括系统配套和工程总承包，还专业制造管壳式换热器、直接（间接）加热炉和电加热等设备和系统，并为工艺辅助系统和公用系统进行配套和提供专用设备。

油服业务与下游油价密切相关，14 年开始，油价进入大的下行周期，最低在 2016 年到了 27.1 美元，导致油气公司资本开支减少，公司订单下降。

图 18：ICE 布油价格（单位：美元/桶）

资料来源：Wind，天风证券研究所

随着石油价格的缓慢回升，带动了石油天然气资本投资的增加，瑞吉格泰发挥高端装备制造的技术优势，跨行业竞争，油气处理设备订单有所增长。

表 4：瑞吉格泰营业收入和净利润（单位：万元）

	2016年	2017年	2018H1
营业收入	2931.59	6470.11	6,641.19
净利润	-1324.49	249.03	1,325.74

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 外延进入新领域江苏九天，2019 年产能将释放

2016 年，公司收购江苏九天。业务包括通信光缆专用高性能钢铝塑复合材料以及动力锂电池精密钢壳材料。

锂电池专用外壳材料市场需求巨大。国家工信部牵头编制的《汽车产业中长期发展规划》明确，2020 年新能源汽车产量将达 200 万辆，比 2016 年的 50 万辆增加 3 倍，2025 年新能源汽车要占总销量的 20%。

公司的动力锂电池精密钢壳材料采用预镀镍技术，制造工艺达到国际领先水平。国内企业一般都是采用后镀镍技术，成本低，但是由于工艺和基材原因容易产生腐蚀。而江苏九天采用的预镀镍技术，通过先进的高温融合及高压渗透工艺，产品的抗压、耐腐蚀强度大幅提高，具有明显的替代进口优势，得到了国内动力锂电池高端客户的充分认可。

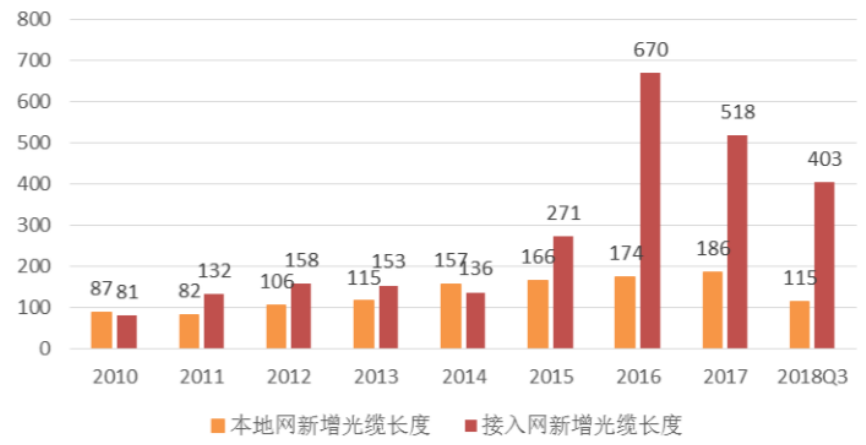
公司主产品动力锂电池精密钢壳材料的国内主要客户有四川长虹、无锡金杨、上海金杨、无锡凯越、宁波光华、旭纬、安百利等 20 余家冲壳企业，其终端用户包括日本、韩国和国内的力神、长虹、沃特玛、南孚、中银、中航等电池等企业。锂电池外壳性能需要客户的认证，目前有些客户的认证已经完成，如长虹新能源。目前钢壳冲制已经可以批量生产。

5G 建设推动通信光缆专用高性能钢铝塑复合材料

未来 5G 建设的逐渐推进，光缆作为基础条件，需求将逐渐增加。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。光通信对载体的可靠性、稳定性要求极高，否则将可能导致大面积通信障碍。

从工信部统计数据看，2016 年接入网新建光缆长度 670 万公里，达到历史建设高峰，2017 年下降为新建 518 万公里；但是从 2010-2017 年看， 城域网的新建光缆长度呈持续增长。2018 年受中兴事件影响，运营商库存较高，2018Q3 数据显示增长显著放缓。我们预计未来随着随着 5G 的建设的提速，将带动公司光缆专用钢铝塑复合材料系列产品的快速增长。

图 19：接入网新建光缆长度 17 年开始下滑，本地中继网光缆长度持续增长（单位：万公里）



资料来源：工信部官网，天风证券研究所

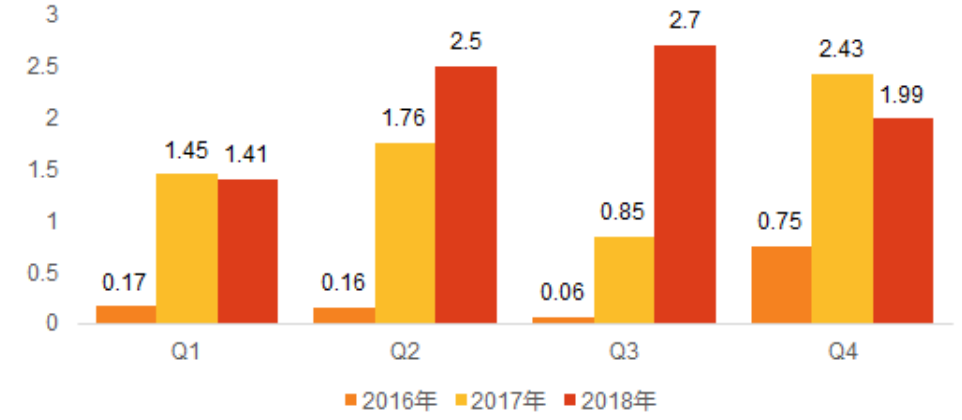
东方九天《年产 18 万吨锂电专用外壳材料、光通信专用复合材料、LED 专用精密钢带、精冲钢和邦迪管用钢带项目》第一期工程建设已基本完成，部分生产线已进入试生产阶段，在 2018 年 9 月底实现全面投产，这将进一步提升公司主导产品的产能，同时促进 LED 专用精密钢带、精冲钢和邦迪管用钢带产品的产业化，2018 年订单饱满，但是产能受限制，预计 2019 年公司在解决产能问题后，收入和利润将大幅提升。

表 5：江苏九天营收和利润（单位：万元）

	2016年	2017年	2018H1
营业收入	5549.56	55,659.62	27,110.53
净利润	501.93	4,171.94	2,450.33

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 20：非民用业务收入季度拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

公司民用业务受益于空调电加热业务的市场集中度提升以及小家电、新能源车和轨交业务的市场开拓，预计 2019 年增速约 17%左右，工业业务订单逐步转化为收入预计增速在 20%左右，江苏九天受益于产能拓展，预计增速在 30%左右。

表 6：公司收入拆分（单位：万元）

分业务收入	2016年	2017年	2018E	2019E	2020E
民用电加热	81621.03	108159.7	137000	160290	181127.7
增速		32.51%	26.7%	17%	13%
瑞吉+镇江东方	7468.896	11343.61	29000	34800	41760
增速		51.88%	156%	20%	20%
江苏九天	5549.56	55,659.62	57,000	74100	100035
增速		902.96%	2.4%	30%	35%
合计	94639.49	175162.93	223000	269190	322922.7
增速		85.08%	27.31%	20.71%	19.96%

资料来源：Wind，天风证券研究所

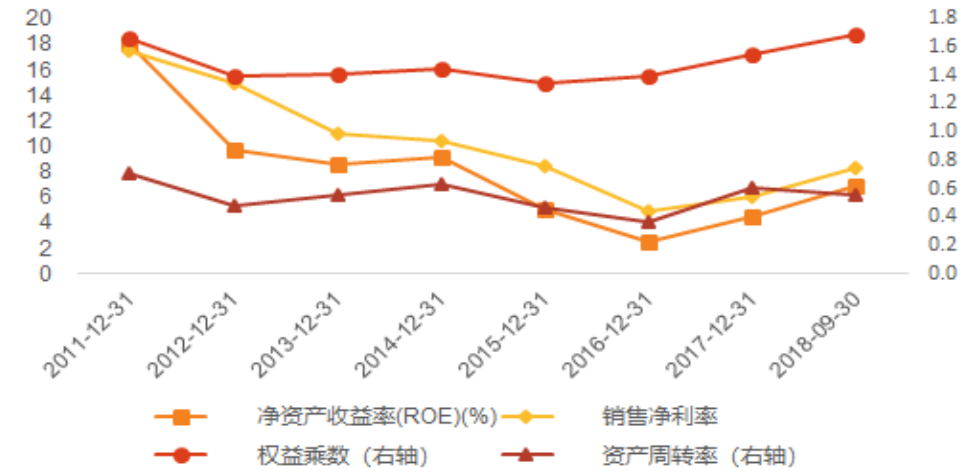
毛利率方面，受益于原材料价格下降，成本有所降低，但预计 2019 年公司空调电加热器毛利率或小幅下降，预计公司整体毛利率保持稳定。

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.44 亿、1.88 亿和 2.41 亿，增幅为 73.10%、30.19%和 28.18%，2019 年 3 月 8 日收盘市值为 38.59 亿，公司市值对应的 2018-2020 年动态市盈率分别为 26.7 倍、20.5 倍和 16.0 倍。

公司近期 ROE 处于上升周期

公司上市以来 ROE 有较大程度的下滑，2012 年 ROE 为 9.76%，到 2016 年处于谷底，仅 2.54%。净利率水平对公司 ROE 波动起了决定性作用。

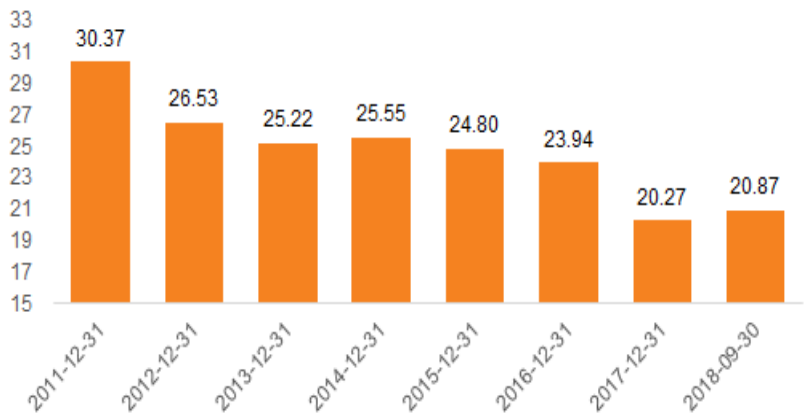
图 21：公司 ROE2016 年处于低谷，后逐步回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

期间公司的净利率出现较大程度下滑，主要原因系公司产品在上游降价压力下导致盈利能力不断下降；2017 年以来，公司净利率水平开始逐步回升，主要受益于环保核查带来的小产能出清等，2018 年 Q3 净利率已经回升至 8.26%（2018 全年净利率根据业绩快报为 6.4%）。

图 22：公司毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

未来公司 ROE 提升可期

1）净利率：我们预计未来 1-2 年空调电加热小产能退出后的影响仍将持续，产能的退出到复产需要时间滞后，并且由于空调行业逐步临近内销天花板，零部件厂商再新进入供应体系的意愿相对会较弱；从供需关系看，预计未来 1-2 年采购价格将保持稳定水平；同时公司此前布局的工业业务进入收获期，随着毛利率更高的工业和江苏九天业务比重增加，

公司未来几年的净利率水平将呈现小幅上升的趋势；

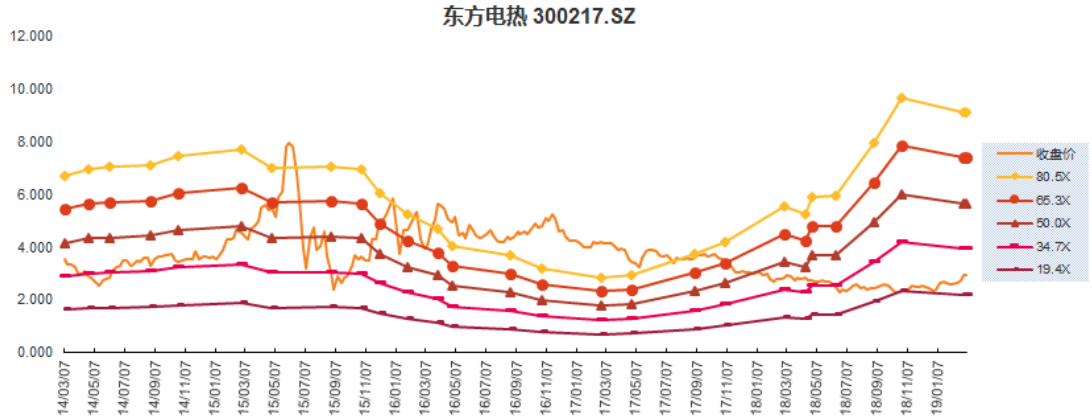
2）**权益乘数：**公司后续计划进一步增持东方山源股份、绍兴东方厂房建设等均需要资金投入，预计公司未来负债水平将会有所上升，经营适当将放大杠杆，预计未来几年权益乘数将进一步提升；

3）**资产周转率：**随着公司管理水平进一步提高，与下游公司合作进一步加深，预计未来资产周转水平将小幅上升。因此，预计未来 1-2 年，公司 ROE 水平将继续处于提升阶段。

4.2. 估值分析

从近 5 年看，公司的估值中枢为 50 倍左右。公司从估值水平从 2016 年以来一直处于下行通道，2016 年业绩工业等业务低于预期、2017 年市场风格偏好大白马，中小公司估值不断降低，2018 年由于整体市场环境低迷，公司估值继续处于下跌过程，目前公司估值处于 5 年以来的估值下限区间。

图 23：东方电热 PE-BAND



资料来源：Wind，天风证券研究所

从横向可比公司来看，零部件公司中，2017 年-2018 年行业平均 PE 为 25 倍左右（部分公司因为业绩下滑导致 2018 年 PE 估值较高，不具有代表性）。

表 7：可比公司估值情况

代码	公司	净利润		市值	PE		PB
		2017年	2018E		2017年	2018E	
000404.sz	长虹华意	0.97	0.51	32.92	34	65	1.05
002686.sz	亿利达	1.41	0.27	31.27	22	116	2.04
300342.sz	天银机电	1.91	0.96	40.47	21	42	3.05
均值					26	74	2.0
300403.sz	汉宇集团	1.61	1.64	35.34	22	22	2.65
002050.sz	三花智控	12.36	12.91	334.51	27	26	3.88
600619.sh	海立股份	2.81	2.85	69.82	25	24	1.88
均值					25	24	2.8
300217.sz	东方电热	0.83	1.44	38.59	46	27	1.92

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，2019 年公司业绩增长良好，基本面继续向好，随着市场风险偏好的提升，公司估值将得到修复，我们给予公司 2019 年 25 倍估值（参考行业平均估值，按照公司历史估值仍处于较低分位），目标市值 47 亿，增长空间为 22%，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

竞争加剧导致毛利率下滑；原材料大幅波动导致盈利能力下降；空调行业需求放缓。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	173.32	236.58	176.22	212.72	255.18
应收账款	490.65	514.84	957.27	723.50	1,292.77
预付账款	17.40	60.82	12.26	84.84	35.25
存货	378.75	590.72	779.54	883.51	1,072.79
其他	805.16	593.67	1,591.71	910.24	1,667.67
流动资产合计	**1,865.27**	**1,996.63**	**3,517.00**	**2,814.79**	**4,323.65**
长期股权投资	0.00	22.14	22.14	22.14	22.14
固定资产	564.71	544.54	552.84	575.01	592.49
在建工程	2.95	36.16	57.69	82.62	79.57
无形资产	143.87	166.41	156.89	147.37	137.85
其他	160.35	206.50	174.17	180.34	187.00
非流动资产合计	**871.88**	**975.74**	**963.74**	**1,007.47**	**1,019.05**
资产总计	**2,737.15**	**2,972.37**	**4,480.74**	**3,822.26**	**5,342.70**
短期借款	93.90	139.29	823.56	435.30	1,090.20
应付账款	264.65	351.97	489.74	537.27	621.06
其他	275.72	329.76	766.99	436.10	866.61
流动负债合计	**634.27**	**821.02**	**2,080.28**	**1,408.67**	**2,577.86**
长期借款	0.00	0.00	154.41	0.00	136.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	74.05	79.35	64.41	72.60	72.12
非流动负债合计	**74.05**	**79.35**	**218.82**	**72.60**	**208.66**
负债合计	**708.31**	**900.37**	**2,299.11**	**1,481.27**	**2,786.52**
少数股东权益	221.81	194.44	206.87	225.67	258.58
股本	1,273.49	1,273.49	1,273.49	1,273.49	1,273.49
资本公积	42.05	41.86	41.86	41.86	41.86
留存收益	533.39	603.83	701.27	841.83	1,024.10
其他	(41.91)	(41.62)	(41.86)	(41.86)	(41.86)
股东权益合计	**2,028.84**	**2,072.00**	**2,181.63**	**2,340.99**	**2,556.18**
负债和股东权益总	**2,737.15**	**2,972.37**	**4,480.74**	**3,822.26**	**5,342.70**

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	45.93	103.23	144.29	187.84	240.79
折旧摊销	38.42	58.91	39.68	42.43	45.09
财务费用	(1.20)	7.24	28.88	37.39	43.91
投资损失	(11.61)	(12.89)	(13.00)	(13.00)	(16.00)
营运资金变动	67.54	(6.59)	(998.33)	454.04	(953.70)
其它	(60.40)	(213.06)	13.08	19.12	33.67
经营活动现金流	**78.68**	**(63.16)**	**(785.40)**	**727.83**	**(606.25)**
资本支出	299.14	111.28	74.94	71.81	50.48
长期投资	0.00	22.14	0.00	0.00	0.00
其他	(356.75)	(5.04)	(121.97)	(138.80)	(84.48)
投资活动现金流	**(57.61)**	**128.38**	**(47.03)**	**(66.99)**	**(34.00)**
债权融资	123.90	139.29	987.97	448.63	1,234.52
股权融资	4.25	(8.54)	(29.12)	(37.39)	(43.91)
其他	(212.43)	(169.32)	(186.79)	(1,035.57)	(507.90)
筹资活动现金流	**(84.28)**	**(38.58)**	**772.07**	**(624.33)**	**682.71**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(63.20)**	**26.64**	**(60.36)**	**36.50**	**42.46**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**929.68**	**1,730.20**	**2,202.72**	**2,658.96**	**3,189.72**
营业成本	707.09	1,379.46	1,744.55	2,092.60	2,484.79
营业税金及附加	9.99	12.45	15.85	19.14	22.33
营业费用	41.86	75.09	70.49	82.43	98.88
管理费用	91.23	147.04	158.60	186.13	220.09
财务费用	(4.04)	8.45	28.88	37.39	43.91
资产减值损失	39.17	10.60	14.00	12.00	13.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.61	12.89	13.00	13.00	16.00
其他	(23.22)	(38.07)	(26.00)	(26.00)	(32.00)
营业利润	**56.00**	**122.28**	**183.35**	**242.28**	**322.72**
营业外收入	4.69	2.58	5.46	5.00	5.00
营业外支出	0.45	1.27	0.79	0.60	0.60
利润总额	**60.24**	**123.59**	**188.02**	**246.68**	**327.12**
所得税	14.31	20.36	30.65	39.71	52.67
净利润	**45.93**	**103.23**	**157.37**	**206.96**	**274.46**
少数股东损益	0.07	19.87	13.08	19.12	33.67
归属于母公司净利润	**45.86**	**83.36**	**144.29**	**187.84**	**240.79**
每股收益（元）	0.04	0.07	0.11	0.15	0.19

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-1.33%	86.11%	27.31%	20.71%	19.96%
营业利润	-35.11%	118.37%	49.94%	32.14%	33.20%
归属于母公司净利润	-39.10%	81.76%	73.10%	30.19%	28.18%
获利能力					
毛利率	23.94%	20.27%	20.80%	21.30%	22.10%
净利率	4.93%	4.82%	6.55%	7.06%	7.55%
ROE	2.54%	4.44%	7.31%	8.88%	10.48%
ROIC	2.47%	5.58%	9.33%	7.94%	12.14%
偿债能力					
资产负债率	25.88%	30.29%	51.31%	38.75%	52.16%
净负债率	10.95%	19.84%	24.04%	48.48%	32.08%
流动比率	2.94	2.43	1.69	2.00	1.68
速动比率	2.34	1.71	1.32	1.37	1.26
营运能力					
应收账款周转率	2.46	3.44	2.99	3.16	3.16
存货周转率	2.94	3.57	3.22	3.20	3.26
总资产周转率	0.37	0.61	0.59	0.64	0.70
每股指标（元）					
每股收益	0.04	0.07	0.11	0.15	0.19
每股经营现金流	0.06	-0.05	-0.62	0.57	-0.48
每股净资产	1.42	1.47	1.55	1.66	1.80
估值比率					
市盈率	84.14	46.29	26.74	20.54	16.03
市净率	2.14	2.06	1.95	1.82	1.68
EV/EBITDA	61.73	21.55	19.21	13.28	12.26
EV/EBIT	107.28	32.27	22.80	15.29	13.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com