



Research and
Development Center

新能源车+光伏设备放量，电加热器龙头价值重估

—制造力外溢系列报告之东方电热(300217)公司深度报告

2021 年 11 月 14 日

罗岸阳 首席研究员
S1500520070002
13656717902
luoanyang@cindasc.com

相关研究

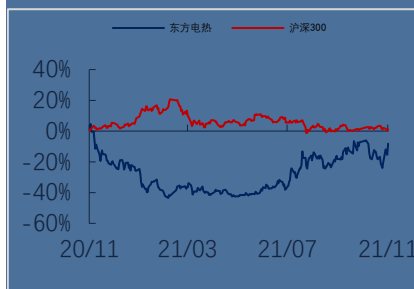
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

东方电热(300217)

投资评级 买入



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	6.06
52周内股价波动区间	6.06-2.81
最近一月涨跌幅(%)	+37.73
总股本(亿股)	14.41
流通A股比例(%)	62.25
总市值(亿元)	87

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

新能源车+光伏设备放量, 电加热器龙头价值重估

2021年11月14日

本期内容提要:

- ◆**国内 PTC 电加热器龙头, 市场份额持续提升。**东方电热是国内民用、工业电加热器龙头企业, 公司空调 PTC 电加热器市场占有率达到 25.59%。在保持传统业务优势的同时, 从 2013 年起开始通过收购、增资等方式, 进一步拓展公司业务版图。公司是国内唯一拥有铲片式 PTC 电加热器专利的公司, 其产品特性在导热效率、安全性、环保性方面都优于胶粘式 PTC, 目前美的、格力等企业均已开始导入, 公司拟新建 6000 万套铲片式 PTC 项目满足未来需求。2020 年开始, 随着工业制造装备行业回暖, 公司业绩趋势明确, 2020 年, 公司营业收入达到 23.97 亿元, 同比+7.30%, 实现归母净利润 6042.93 万元, 成功扭亏为盈。
- ◆**新能源汽车 PTC 电加热器快速放量, 锂电池壳预镀镍技术稀缺厂商。**公司是国内新能源汽车 PTC 电加热器的重要生产厂商之一, 产品受到广大生产厂商认可。公司拟新建 350 万套新能源车 PTC 项目, 落地后或将成为公司未来又一大增长点。国内高端新能源电池市场目前由日本生产企业主导, 公司预镀镍技术成熟运用于动力锂电池钢壳材料, 相对进口材料具有价格优势。除高端新能源汽车电池以外, 吸尘器、扫地机等电动工具也开始导入预镀镍外壳电池, 产品应用新增空间和高端动力锂电池钢壳国产替代都带来公司业务拓展的可能性。
- ◆**光伏制造设备订单增长迅猛。**光伏产业受产业政策和市场双重驱动, 我们认为将在未来很长一段时间内处于投资高峰期, 公司生产多晶硅还原炉和冷氢化用电加热器作为光伏产业上游关键重要装备, 从市占率来看冷氢化电加热器占据国内绝大多数市场份额, 多晶硅还原炉市场占有率高达 30~40%。我们认为在未来两年将受益于多晶硅行业高景气周期, 公司相关订单业务将持续放量。
- ◆**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 28.26/38.10/46.85 亿元, 分别同比+17.90%/+34.83%/+22.94%。; 归母净利润 1.29/2.35/3.29 亿元, 同比+113.9/81.9/40.0%, 对应 PE 为 67.57/37.14/26.53 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- ◆**风险因素:** 铲片式 PTC 电加热器导入不及预期、新能源汽车 PTC 电加热器业务拓展不及预期、新能源汽车补贴等政策变化影响行业增速、光伏产业政策变化、5G 通信光纤光缆集中采购价格持续下跌等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,234	2,397	2,826	3,810	4,685
增长率 YoY %	-0.2%	7.3%	17.9%	34.8%	22.9%
归属母公司净利润(百万元)	-98	60	129	235	329
增长率 YoY%	-167.3%	161.8%	113.9%	81.9%	40.0%
毛利率%	15.1%	15.3%	15.9%	17.1%	17.9%
净资产收益率ROE%	-5.2%	3.0%	6.0%	9.8%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.08	0.05	0.09	0.16	0.23
市盈率 P/E(倍)	—	73.60	67.57	37.14	26.53
市净率 P/B(倍)	1.64	2.30	4.03	3.63	3.20

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 11 月 12 日收盘价

一、国内 PTC 电加热器龙头，市场份额持续提升	6
1.1 民用电加热器龙头，业绩改善趋势明确	6
1.2 前瞻性布局铲片式电加热器，推动行业技术迭代	8
1.3 经营重回上升通道，新业务正处高景气周期	11
二、制造能力外溢：强势切入新能源汽车+光伏设备制造	13
2.1 家用制造业务打下基石，向新能源车 PTC 加热器赛道快速切换	13
2.2 预镀镍锂电池壳稀缺供应商，国产替代市场前景广阔	15
三、加码高端光伏设备制造，下游高景气带来订单放量	20
3.1 光伏高景气度带动公司多晶硅装备业务订单放量	20
3.2 业务矩阵格局已定，效率提升初见成效	21
盈利预测、估值与投资评级	24
可比公司估值和投资建议	25
风险因素	26

表目录

表 1：公司通过收购、增资等方式不断拓展业务版图	6
表 2：公司空调电加热器客户 TOP5	8
表 3：公司现有民用电加热器产能	9
表 4：公司民用电加热器和空调用 PTC 电加热器产能利用率情况	9
表 5：胶粘式 PTC 电加热器和铲片式 PTC 电加热器对比	10
表 6：铲片式 PTC 和胶粘式 PTC 电加热器单位成本情况对比（元，%）	10
表 7：公司从 2017 年开始布局铲片式 PTC 电加热器产品	10
表 8：2020 年度向特定对象发行股票募投项目（万元）	11
表 9：募投铲片式 PTC 项目达成后公司市占率测算（万台，%，万支）	11
表 10：公司目前在手订单	14
表 11：公司锂电池钢壳材料业务在手订单情况	16
表 12：预镀镍和后镀镍区别	16
表 13：公司在锂电池外壳领域的主要竞争对手	17
表 14：公司锂电池钢业务规模预测	17
表 15：2021 年公司光伏相关装备中标情况	21
表 16：公司营业收入预测（百万元，%）	24
表 17：可比公司估值（截至 2021/11/12）	25

图目录

图 1：东方电热发展历程	6
图 2：公司业务板块划分	7
图 3：公司通过不同控股子公司开展不同板块业务	7
图 4：公司 PTC 电加热器占有率情况（%）	8
图 5：公司民用 PTC 电加热器业务增速与空调行业增速趋势	8
图 6：胶粘式 PTC 电加热器	9
图 7：铲片式 PTC 电加热器	9
图 8：公司目前铲片式 PTC 市场占有率（万件，%）	11
图 9：公司产能规划情况（万支）	11
图 10：公司营业收入及增速变化（百万元，%）	12
图 11：公司归母净利润及增速变化（百万元，%）	12
图 12：公司营业收入分产品变化（百万元）	12
图 13：2020 年公司分产品业务占比	12
图 14：公司不断拓展产品矩阵	13
图 15：公司新能源车用电加热管理器业务及占比（百万，%）	13
图 16：公司汽车 PTC 销量及市占率（万支，%）	13
图 17：不同类型电加热器产品毛利水平（%）	14
图 18：公司汽车用电加热器产能	15
图 19：动力电池钢壳业务收入及增速（万元，%）	15
图 20：预镀镍产品销售单价及毛利率变化（元/吨，%）	15
图 21：公司动力电池行业营收规模及占比（百万元，%）	18
图 22：公司光通信行业营收规模及占比（百万元，%）	18
图 23：富通信息中国移动普通光缆中标均价（元/芯公里）	18
图 24：公司光通信材料产销量和产能利用率（吨，%）	19
图 25：公司工业设备板块营收及增速（百万元，%）	20
图 26：公司反应设备多样化	20

图 27: 公司工业装备业务毛利率和双良节能对比 (%)	21
图 28: 公司存货数量得到控制	22
图 29: 公司存货周转天数	22
图 30: 公司人均创收 (万元/人)	22
图 31: 公司人均创利 (万元/人)	22
图 32: 公司销售费用率变化 (%)	22
图 33: 公司销售费用率变化 (%)	22
图 34: 公司研发费用和费用率 (百万元,%)	23

投资聚焦：我们与市场不同的观点

公司分业务板块看：

1) 公司是民用电加热器龙头企业，市场份额持续提升。前瞻性布局铲片式 PTC 电加热器产品，推动国内空调行业技术迭代，且公司拥有铲片式 PTC 电加热器专利，将进一步有效扩大公司在民用电加热器行业的市场份额，且铲片式 PTC 毛利水平高于传统胶粘式，公司相关业务盈利水平也将得到提升。

2) 新能源汽车板块带来公司新增长点。公司从家电 PTC 电加热器出发，向新能源车用电加热器拓展，目前已经获得比亚迪、零跑汽车、江淮汽车、长城汽车等知名车企的认可，新增产能推动公司乘风新能源汽车发展，扩大业务规模；公司动力锂电池钢壳材料技术储备完善，预镀镍技术和产品成本优势将成为公司在高端新能源汽车电池钢壳材料国产替代化过程中的优势，扩大公司产品市场份额。

3) 光伏产业高景气度推动公司多晶硅还原炉等高端制造业务放量。公司多晶硅还原炉市场市占率在 30-40%之间，国家政策和市场带动多晶硅价格保障从而推动企业扩产，公司多晶硅相关装备作为关节设备在未来两年将快速增长。

总体来看，公司业务矩阵已基本整合完毕，进入上升阶段，多点开花叠加降本提效，业务规模和盈利能力或将进一步得到提高。

一、国内 PTC 电加热器龙头，市场份额持续提升

1.1 民用电加热器龙头，业绩改善趋势明确

东方电热（镇江东方电热科技股份有限公司，300217）最早成立于 1992 年 12 月，前身为镇江市东方制冷空调设备配件有限公司，从事民用电加热元件生产。2003 年通过设立控股子公司镇江东方电热有限公司进入工业电加热器领域，2006 年，公司经过股份制改革变更为“镇江东方电热科技股份有限公司”并于 2011 年登陆创业板上市。

公司以电加热技术为核心，致力于多个领域的热管理系统集成研发，广泛拓展电加热技术及热管理系统的应用领域。目前是国内空调辅助电加热器系统及元器件的龙头制造企业，新能源汽车热管理系统重要供应商，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，国内光通信行业通信光缆钢（铝）塑复合材料领先企业。

图 1：东方电热发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

作为国内民用、工业电加热器龙头企业，公司在保持传统业务优势的同时，从 2013 年起开始通过收购、增资等方式，进一步拓展公司业务版图。2013 年公司收购瑞吉格泰 100% 股权，正式进入石油、石化、天然气工程系统相关业务领域；2016 年和 2017 年，公司先后将江苏九天光电科技及其子公司江苏东方九天新能源材料有限公司纳入控股子公司范畴，业务板块中加入了通信光缆材料和动力锂电池精密钢壳材料；2019 年起公司与深圳山源签订增资协议框架协议约定其绝对控股地位，巩固公司在 PTC 电加热器业务领域的技术和市场优势。

表 1：公司通过收购、增资等方式不断拓展业务版图

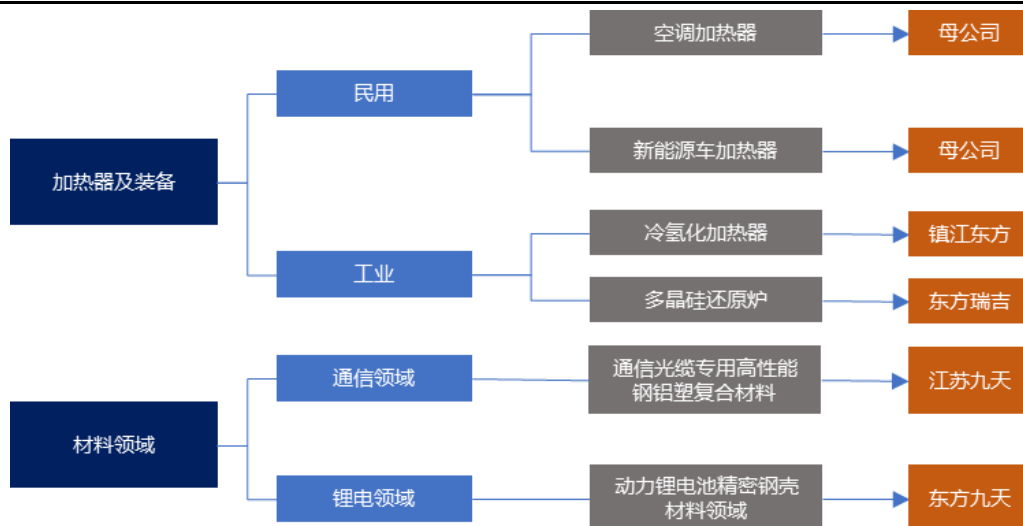
时间	事件	目的
2013	收购瑞吉格泰 100% 股权	进入石油、石化、天然气工程系统相关业务领域
2016	现金收购及增资方式取得江苏九天光电科技 51% 股权	拓展通信光缆钢铝塑符合材料及动力锂电池精密钢壳材料研发及制造业务
2017	与子公司瑞吉格泰联合受让江苏九天全资子公司江苏东方九天新能源材料有限公司 70% 股份	拓展光电产品、电池钢壳及其钢基带、电池零部件、通信光缆钢（铝）塑复合带及其钢基带等业务
2019	与深圳山源签订增资协议框架，达到决定控股地位	实现对铲片式 PTC 电加热器产品技术和市场的实际控制，
2020	收购镇江东方山源电热有限公司 51% 股权	继续扩大铲片式电子散热器、PTC 发热器等业务优势

资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

经过多年整合，目前公司业务可以主要分为两个板块，加热器及相关装备业务和材料业务

板块。加热器及装备板块可以进一步划分为民用和工业板块业务，民用业务中包括空调、家电加热器产品和新能源汽车加热器，工业板块中主要为冷氢化加热器和多晶硅还原炉业务。在材料业务板块，公司的主要覆盖了通信光缆专用高性能钢铝塑复合材料和动力锂电池精密钢壳材料领域。

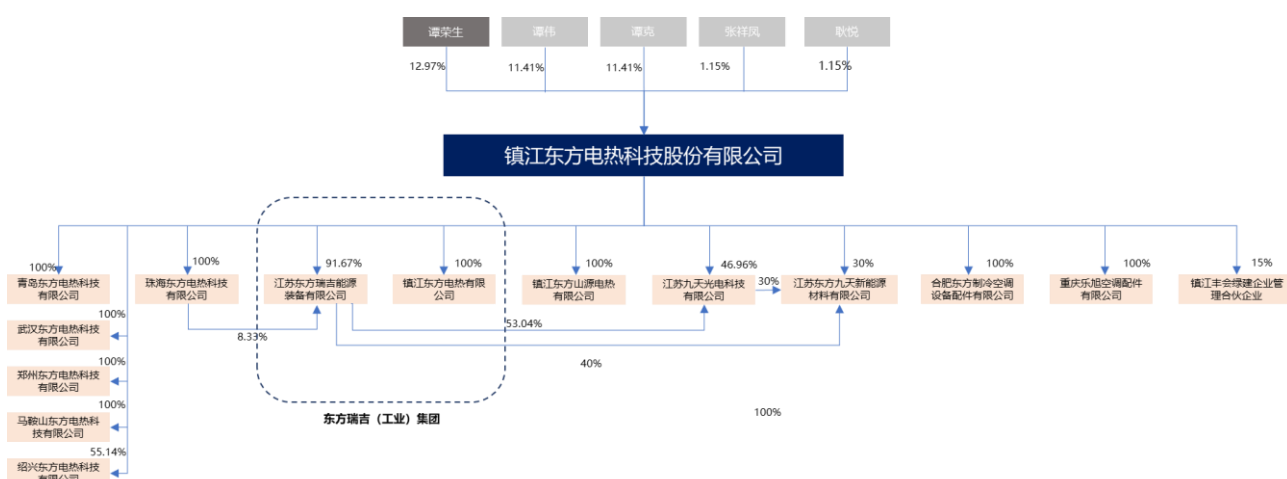
图 2：公司业务板块划分



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

针对目前业务板块众多的情况，公司通过不同子公司各司其职并协同发展的方式实现业务**高效运营**。从业务板块和子公司划分来看，公司民用的家用电器和新能源汽车板块业务都由镇江东方电热科技股份有限公司进行运营负责；工业相关加热器和装备业务则由东方瑞吉和镇江东方电热组成的东方瑞吉（工业）集团负责；材料领域方面，江苏九天光电主要负责通信领域的通信光缆钢铝塑复合材料，而东方九天则主要负责动力锂电池钢壳材料相关业务，两者业务具有一定协同效应。

图 3：公司通过不同控股子公司开展不同板块业务

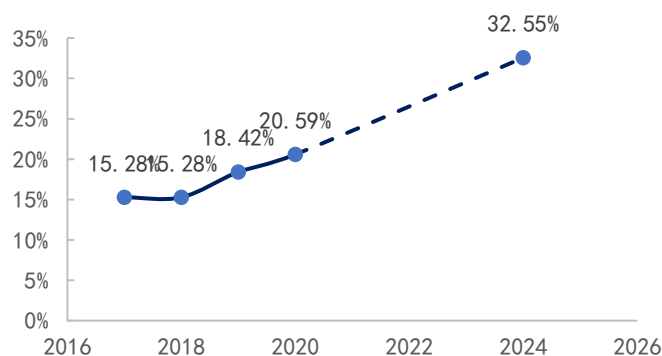


资料来源：企查查，信达证券研发中心

1.2 前瞻性布局铲片式电加热器，推动行业技术迭代

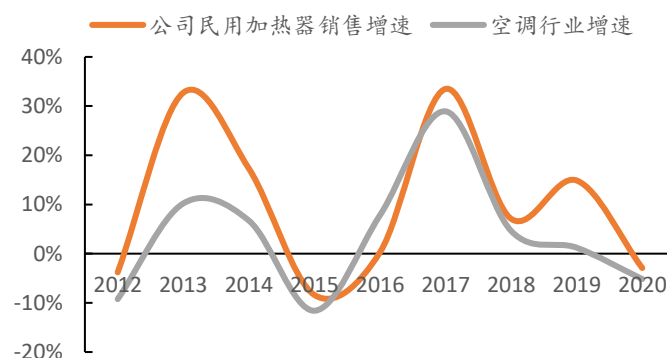
2018 年公司民用电加热器收入约 12.86 亿，空调电加热器的销售收入占民用电加热器销售收入的 80%以上（主要品种包括 PTC 电加热器、电加热管及组件，除霜电加热器、电加热带、风道式中央空调用辅助电加热器、电热丝加热器等，主要用于空调的辅助加热）。根据公司披露数据，2020 年公司传统胶粘式 PTC 电加热器及铲片式 PTC 电加热器市场占有率达到 20.59%，处于行业领先地位。从公司民用电加热器板块增速和空调行业的增速的历史趋势来看，公司民用电加热业务与空调行业的景气度存在高度相关，在大多数情况下，公司民用电加热业务增速好于空调行业整体发展，一定程度上体现出公司的龙头地位和不断提升的市场占有率。

图 4：公司 PTC 电加热器占有率情况（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司民用 PTC 电加热器业务增速与空调行业增速趋势



资料来源：万得，产业在线，信达证券研发中心

从竞争格局来看，国内空调 PTC 电加热器领域公司主要对手包括广东恒美、新业电子、重庆世纪精信，但公司始终保持了一定的技术和先行优势。从客户储备来看，公司目前订单涵盖了几乎所有国内白电龙头，包括格力系、美的系、海尔系、奥克斯系、海信系、四川长虹系等。

表 2：公司空调电加热器客户 TOP5

2021Q1		2020		2019	
客户名称	交易金额	客户名称	交易金额	客户名称	交易金额
格力系	1.62 亿	格力系	4.99 亿	格力系	6.42 亿
美的系	8124.91 万	美的系	3.91 亿	美的系	2.14 亿
海尔系	5576.12 万	海尔系	2.28 亿	海尔系	1.94 亿
四川长虹空调	417.75 万	奥克斯系	2728.62 万	奥克斯系	5025.90 万
海信系	361.57 万	四川长虹空调	1684.07 万	安徽扬子空调	2675.08 万

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产能充足，满足公司发展需求。目前公司民用电加热器产能合计 5950 万支/年，其中包括来了 3200 万支空调用 PTC 电加热器，25 万套汽车用 PTC 电加热器和 2725 万支小家电以及轨道交通用 PTC 电加热器。小家电方面，公司积极开发各类小家电用和水加热用电加热器产品，为苏泊尔等客户提供配套服务；除了以上产能以外，公司还拥有深圳山源 3000 万支铲片式电加热器。

表 3: 公司现有民用电加热器产能

	2018	2019	2020
空调用 PTC 电加热器 (万支)	3200	3200	3200
小家电及轨道交通用 PTC 电加热器 (万支)	2725	2725	2725
汽车用 PTC 电加热器 (万支)	25	25	25
合计	5950	5950	5950

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 4: 公司民用电加热器和空调用 PTC 电加热器产能利用率情况

	2018	2019	2020	2021Q1
民用电加热器	119%	116%	142%	99%
胶粘式空调用 PTC 电加热器	107%	98%	76%	91%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从结构上看: 传统胶粘式电加热器是由波纹状散热片和薄铝板钎焊在一起, 然后利用硅胶将 PTC 发热元件进行粘接而成; 铲片式 PTC 电加热器是通过加工机床铲削而成, 散热片和散热铝管是一个整体。

图 6: 胶粘式 PTC 电加热器


胶粘式PTC电加热器

图 7: 铲片式 PTC 电加热器


铲片式PTC电加热器

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

这两种产品的区别主要可以分为 2 个方面:

- 1) 铲片式 PTC 电加热器在产品本身的性能方面要优于传统胶粘式 PTC 电加热器, 更加符合目前节能低碳的行业趋势。由于传热效果的不同, 胶粘式 PTC 电加热器的能耗要高于铲片式, 铲片式 PTC 电加热器以同样的长度、同样的功率和传统空调用胶粘式 PTC 电加热器要节约 10% 的能耗; 其次, 胶粘式脱落的硅胶或产品脱落会带来异味和污染; 从噪音角度来看, 铲片式的产品一体性更好, 所受风阻小, 因此产生的噪音也要小于胶粘式; 在防腐性方面铲片式 PTC 电加热器表现也要优于胶粘式 PTC 电加热器。

表 5: 胶粘式 PTC 电加热器和铲片式 PTC 电加热器对比

		胶粘式 PTC 电加热器	铲片式 PTC 电加热器
产品特性	耐腐蚀性	外表需进行防腐处理, 否则在特定使用环境下将遭到腐蚀	本身有较好防腐效果, 经处理则抗腐蚀性更好
	防脱落性	铝管表面若处理不到位或硅胶老化, 散热容易脱落	一体化结构防脱落
	传热效果	传热过程中有一定热能损耗	一体式不存在散热片和铝管间的热阻差, 传热效果佳
环境保护	能耗	同样风速下, 风阻较大, 功率低于铲片式 PTC	风阻小, 功率高于胶粘式
	噪音	风阻较大, 噪音大	产品间完全通透, 风阻小, 噪音小
	污染	胶粘式因硅胶粘连会带来硅胶老化和异味, 脱落影响环境	一体式产品不存在脱落问题等污染问题

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2) 铲片式 PTC 生产成本比传统胶粘式 PTC 有明显优势。根据 2021Q1 最新披露的数据, 胶粘式 PTC 电加热器的单位成本为 26.23 元/支, 而铲片式 PTC 电加热器单位成本 13.80 元/支, 仅为胶粘式产品的 1/2, 且从趋势上来看, 铲片式 PTC 相较胶粘式 PTC 的成本优势呈现出不断扩大的趋势。此外, 铲片式 PTC 省去了硅胶粘贴的步骤, 也可以从一定程度上提升组装效率, 减少生产制造费用。

表 6: 铲片式 PTC 和胶粘式 PTC 电加热器单位成本情况对比 (元, %)

	2017	2018	2019	2020	2021Q1
铲片式 PTC (元)	13.99	14.79	12.75	12.28	13.8
胶粘式 PTC (元)	22.53	23.91	24.87	25.51	26.23
铲片式较胶粘式便宜 (%)	-37.9%	-38.1%	-48.7%	-51.9%	-47.4%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

东方电热已完成专利技术买断, 成为目前市场上唯一可以批量生产铲片式 PTC 电加热器的厂家。2017 年起, 公司为使用深圳山源拥有的铲片式 PTC 电加热器生产技术, 与深圳山源合资成立东方山源, 深圳山源以 185 项专利技术和 12 项专利技术出资, 东方山源设立的目的就是加快铲片式 PTC 电加热器产品的推广应用。2021 年, 公司完成对东方山源剩余 51% 股权的全部收购, 东方山源成为公司全资子公司。至此, 东方电热已完成对于深圳山源的铲片式 PTC 专利技术的买断, 深圳山源将永久退出 PTC 电加热器相关业务市场。

表 7: 公司从 2017 年开始布局铲片式 PTC 电加热器产品

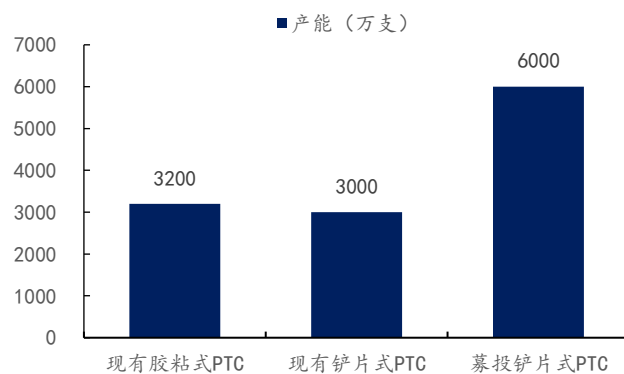
时间	事件
2017 年	公司为使用深圳山源拥有的铲片式 PTC 电加热器生产技术, 与深圳山源合资成立东方山源, 深圳山源以 185 项专利技术和 12 项专利技术出资
2019 年	与深圳山源签订增资协议框架, 目的为成为其控股股东
2020 年	收购深圳山源 13 项铲片式 PTC 电加热器生产加工相关技术
2021 年	完成对东方山源剩余 51% 的股权收购, 东方山源成为公司全资子公司

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

随着铲片式 PTC 电加热器工艺的日益完善, 其行业认可度也随之不断提升, 2020 年铲片式 PTC 电加热器占整体空调市场比例提升至 8.58%, 同比+3.44pct。许多客户已完成对铲片式 PTC 产品的导入, 如广东美的、青岛海尔等空调整机厂商均已使用, 而珠海格力、宁波奥克斯、扬子空调等企业也有意向开发并使用此类产品, 未来市场需求持续扩大。

图 8：公司目前铲片式 PTC 市场占有率（万件，%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司产能规划情况（万支）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在 2020 年度向特定对象发行股票的募投项目中，公司计划筹建年产 6000 万支铲片式 PTC 电加热器项目。完工后，公司将拥有 9000 万支空调铲片式 PTC 的产能，实现完全替代则比原有产能增加 45.16%。

表 8：2020 年度向特定对象发行股票募投项目（万元）

序号	项目名称	项目投资金额（万元）	拟募集资金投入金额（万元）
1	收购东方山源 51% 股权	6300	6300
2	年产 6000 万支铲片式 PTC 电加热器项目	29282.54	26370.54
3	年产 350 万套现有电动汽车 PTC 电加热器项目	20206.9	10012.9
4	补充流动资金	18200	18200
合计		73989.44	60883.44

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

根据测算，我们预计公司在未来 3 年内空调 PTC 电加热器市占率将提升至 40% 以上。我们对公司未来在空调 PTC 电加热器市占率进行测算，我们假设空调行业产量按照 2016 年至 2020 年 6.67% 的复合增速增长，公司新建铲片式 PTC 项目 4 年内均匀释放产能且完全替代胶粘式 PTC，整体产能利用率从 80% 稳步提升至 100%。

表 9：募投铲片式 PTC 项目达成后公司市占率测算（万台，%，万支）

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
空调产量（万台）	15457	16489	17589	18763
空调行业增速（%）	6.67%	6.67%	6.67%	6.67%
新增铲片式 PTC 产能（万支）	1500	1500	1500	1500
公司铲片式 PTC 产能（万支）	4500	6000	7500	9000
产能利用率（%）	80%	85%	90%	95%
市占率（%）	23.29%	30.93%	38.38%	45.57%

资料来源：信达证券研发中心测算

1.3 经营重回上升通道，新业务正处高景气周期

2016 年至 2020 年公司营业收入 CAGR4 达到 26.72%，归母净利润 CAGR4 达到 7.14%。但在这个过程中，2019 年公司营业收入出现小幅下滑，归母净利润为 -9777 万元，合并报表首次出现亏损。

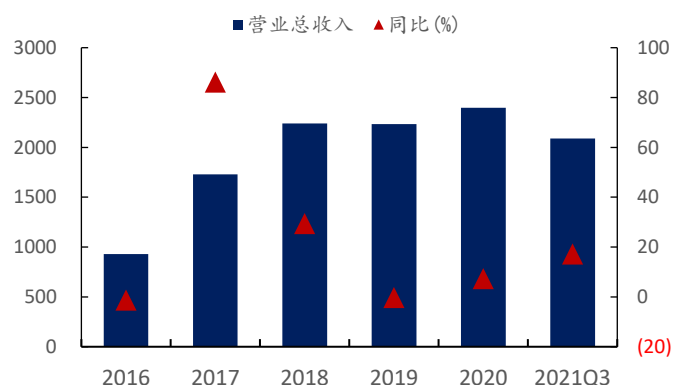
公司 2019 年业绩波动主要原因在于行业政策的巨大变化，而非单纯经营性因素：

1) 光纤光缆行业环境波动: 公司控股子公司江苏九天所除的行业环境发生巨大变化, 江苏九天作为光纤行业产业链中间层受制于上下游价格压力, 光缆市场供大于求, 三大运营商招标价格平均降幅超过 30%, 直接导致公司出现大额亏损三千多万, 遵循谨慎性原则计提了商誉减值 1.19 亿元;

2) 新能源车国家补贴政策退坡: 控股子公司东方九天主要业务为动力锂电池外壳材料, 2019 年受新能源车补贴大幅退坡导致的市场需求下降, 东方九天和江苏九天归母净利润合计亏损 5053.85 万元。

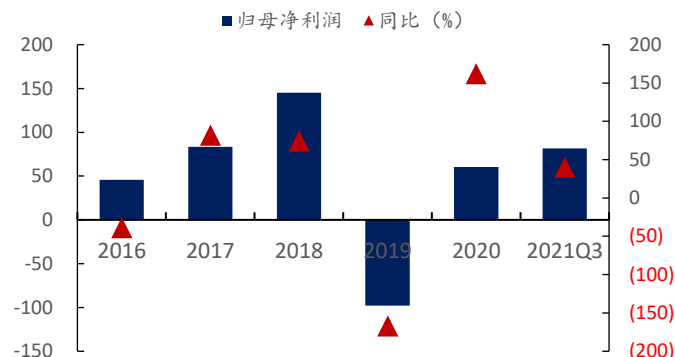
2020 年开始公司经营重回正轨: 一方面, 公司始终保持民用电加热器的优势地位实现稳定增长, 工业多晶硅相关设备销售保持高水平, 东方瑞吉成功扭亏为盈; 另一方面, 江苏九天加强内部管理和市场开拓后业绩好转, 营收同比增长 11.21%。21H1 公司业绩继续回暖, 营收达到 13.47 亿元, 同比+20.69%, 归母净利润 4577.29 万元, 同比+78.20%。

图 10: 公司营业收入及增速变化 (百万元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

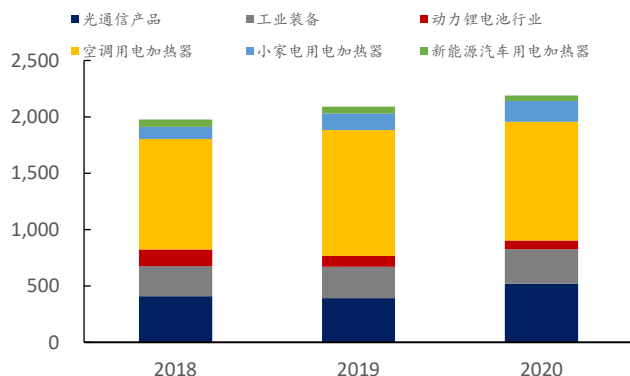
图 11: 公司归母净利润及增速变化 (百万元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

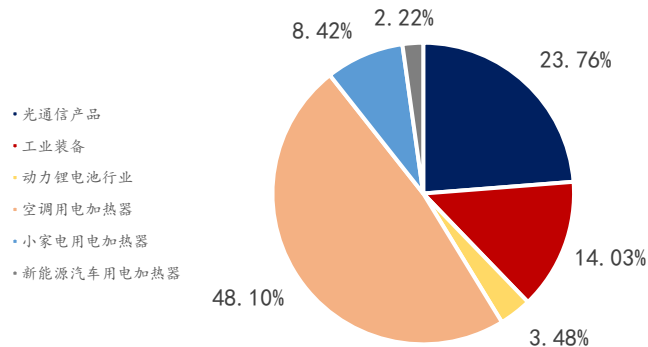
新能源、光伏设备业务占比快速上升, 下游正处于高景气时期。从公司业务结构占比来看, 公司民用电加热器作为公司传统业务基石, 在主营中占比已在明显下降, 而新能源、光伏设备等相关业务快速提升。民用电加热器营业收入 2020 年占比达到 58.73%, 其中小家电用电加热器占比进一步提升, 2020 年达到 8.42%, 同比+1.38pct。占比第二的业务为通信光缆钢铝塑股和材料部分, 占公司总营收的 23.76%, 同比+5.04pct; 工业装备方面, 多晶硅还原炉等业务受益于光伏相关产业趋势占比提升至 14.03%。

图 12: 公司营业收入分产品变化 (百万元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 2020 年公司分产品业务占比



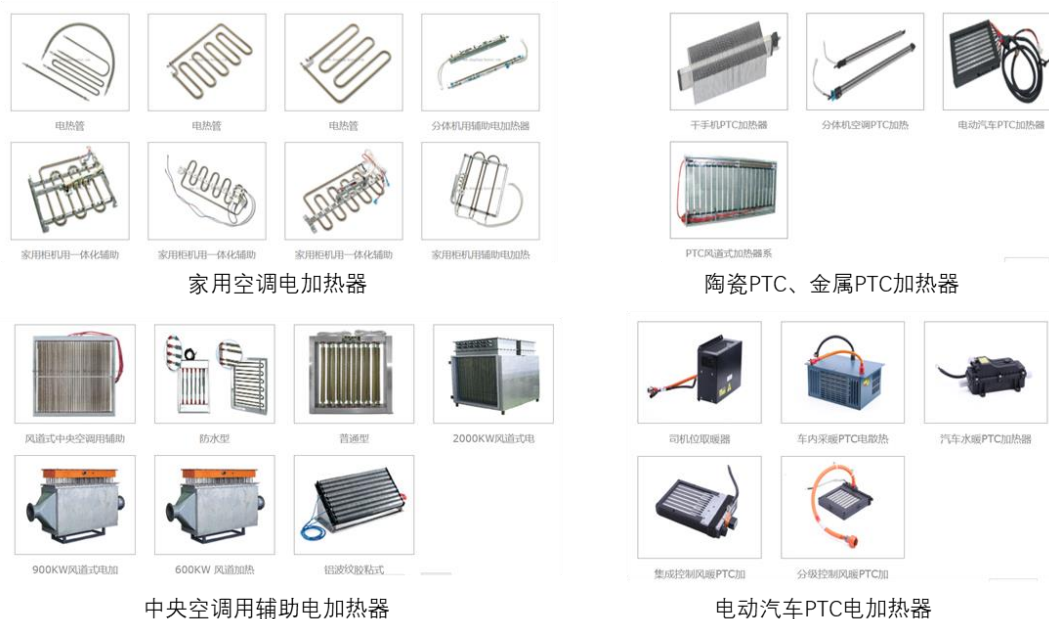
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、制造能力外溢：强势切入新能源汽车+光伏设备制造

2.1 家用制造业务打下基石，向新能源车 PTC 加热器赛道快速切换

从空调到新能源汽车，技术储备推动公司产业链延伸。公司是行业内技术领先，种类最全的电加热生产企业，随着技术不断积累，公司产品从普通家用空调电加热器向相关领域延伸，目前公司民用电加热产品已经拓展至中央空调用辅助电加热器、融霜加热器、压缩机曲轴箱电加热带、陶瓷 PTC/金属 PTC 加热器、电动汽车 PTC 电加热器等产品。且公司自主研发并规模生产的“高效节能电动汽车 PTC 电加热器”曾被江苏省科学技术厅评为“江苏省高新技术产品”。

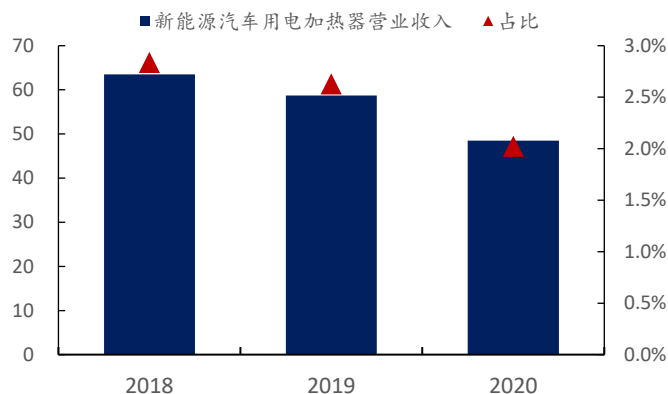
图 14：公司不断拓展产品矩阵



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

新能源汽车业务快速放量，车用 PTC 市占率稳步提升。公司拥有的新能源汽车用电加热器的主要产品包括新能源汽车用 PTC 电加热器、新能源大巴用暖风机、集成控制水暖 PTC 电加热器等，用于新能源汽车的车厢加热、电池组加热、除霜除雾加热、座椅加热等。目前，公司新能源车电加热相关业务占公司总营业收入 2~3%，从市占率来看，2020 年公司新能源汽车 PTC 销量 19.24 万套，占市场总销量的 14.08%，同比提升 1.56pct。

图 15：公司新能源车用电加热管理器业务及占比（百万，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：公司汽车 PTC 销量及市占率（万支，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从家用空调 PTC 加热器向新能源车 PTC 加热器自然延伸，公司在空调 PTC 等传统业务领域深耕多年，是国内空调 PTC 的龙头企业，也是国内最早研发新能源汽车 PTC 电加热器的企业之一，积累了丰富的技术储备和产品经验，目前已经取得了比亚迪、零跑汽车、江淮汽车、长城汽车等知名车企的认可。

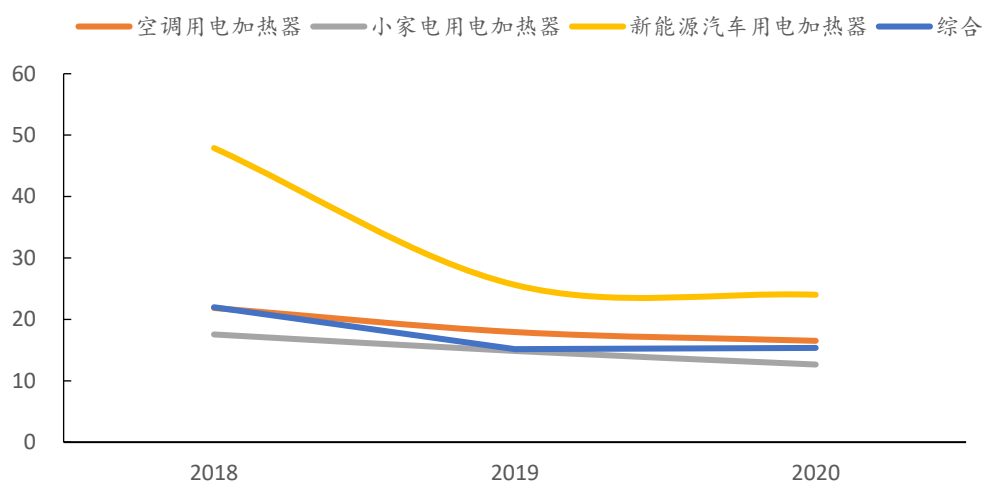
表 10：公司目前在手订单

终端客户	在手订单（套）	备注
长安汽车	109570	2021 年需求量
零跑汽车	52293	2021 年需求量
长城汽车	17280	2021 年需求量
江淮汽车	11476	2021 年 5-7 月需求量
瑞驰汽车	14393	2021 年需求量
东风小康	5000	2021 年 4-8 月需求量
比亚迪	框架合同	根据实际需求下订单
合计	210012	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新能源车用 PTC 加热器业务利润率显著高于传统民用，将带动盈利结构提升。2020 年公司新能源汽车用电加热器毛利率为 24.00%，分别高出空调用电加热器和小家电用电加热器 7.5pct、11.26pct，和综合毛利率相比高出 8.68pct。推动新能源汽车用电加热器业务不仅可以为公司后续发展提供新增长点，同时业务比例的提升也将有效拉动公司整体盈利水平的提升。

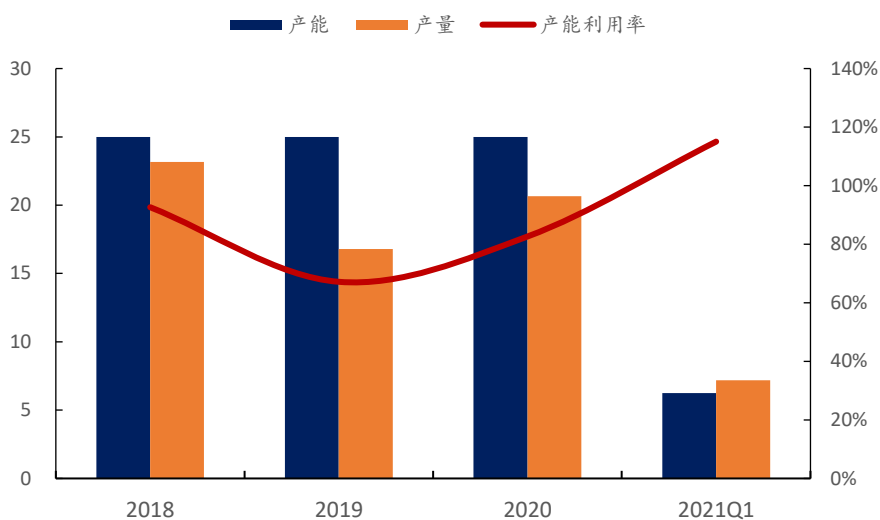
图 17：不同类型电加热器产品毛利水平（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

产能紧张超负荷生产，募投项目有望充分释放订单红利。目前公司拥有汽车用电加热器产能 25 万支/年，随着新能源车行业放量和公司不断得到客户认可，公司订单数量增多，产能利用率也稳步提升。2021 年 Q1 公司已超负荷生产，产能利用率达到 115.04%。并且，2021 年初以来，公司分别与上汽集团（丹诺西诚）、五菱汽车、一汽商用、恒大新能源等客户初步达成合作意向，亟需扩大产能作为接收订单的保障。

图 18: 公司汽车用电加热器产能



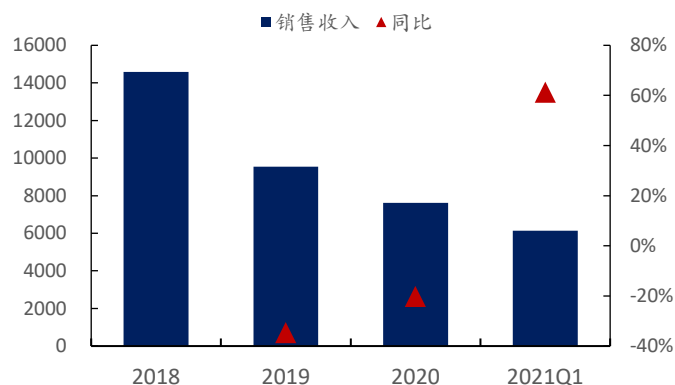
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

募投项目除了有利于提高公司获取大额订单的能力, 进一步巩固公司市场地位, 还有助于提升公司产品的自动化水平。公司目前汽车 PTC 电加热器生产线仍依赖人工组装, 属于人力资源密集型产业, 人均产出较低, 募投项目通过引进公司自动化生产线, 可以有效提升汽车 PTC 电加热器的生产效率, 同时为产品质量、性能提供更多保障, 也为公司带来更高的经济效益。

2.2 预镀镍锂电池壳稀缺供应商, 国产替代市场前景广阔

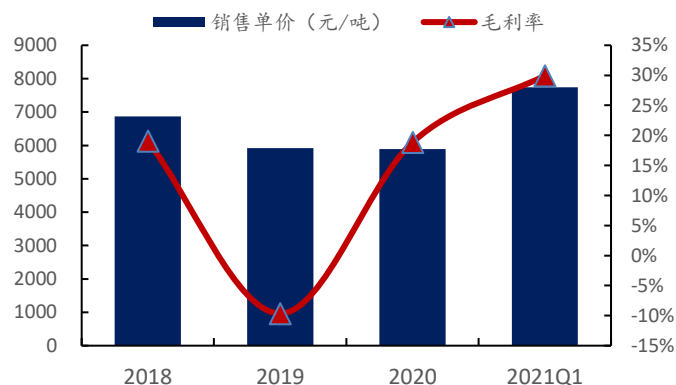
国内唯一预镀镍锂电池钢壳供应商, 国产化替代空间广阔。2020 年, 公司总部接手江苏九天和东方九天的经营管理, 成立了电池钢专项小组进行技术攻关。公司对电池钢冲壳表面缺陷进行系统试验; 针对化霜管绝缘不良比较突出进行专项攻关, 对封口树脂胶进行了调整更换; 产品结构方面, 公司对现有生产线进行改造, 改造后现有的生产线, 重点保障和维护锂电池钢壳材料业务中毛利对较高、需求量稳定且回款能力良好的重点客户需求。2021 年第一季度, 公司动力锂电池钢材业务收入明显改善, 毛利水平达到 29.93%, 较 2020 年提升 10.09pct, 业务盈利能力水平明显改善, 21H1 公司电池钢壳业务板块成功扭亏为盈

图 19: 动力锂电池钢材业务收入及增速 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 预镀镍产品销售单价及毛利率变化 (元/吨, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司电池钢材料产品覆盖了高中低端各个等级，在手合同充足。目前在手合同已超过 4319 吨，后续意向合同达到 17435 吨/年。未来，公司拟新建高端锂电池钢壳材料生产线，通过新的轧机和精整机满足 910 宽幅要求的电池钢材料生产并在后道工序上新增更多性能优秀的新设备，从而为客户提供更加优质的产品。

表 11：公司锂电池钢壳材料业务在手订单情况

客户	产品等级	在手合同	意向合同
松下采购（中国）有限公司	高端、中低端	-	1000
泰兴市莹旺钢材物资有限公司	高端、中低端	-	600
长虹三杰新能源有限公司	高端	-	2400
东莞市嘉颐达精密五金科技有限公司	高端	300	1350
深圳增金金属材料有限公司	高端	720	2160
无锡市力达金属制品有限公司	高端	-	600
临沂华太电池有限公司	中低端	720	720
山东华太新能源电池有限公司	中低端	466	1400
上海克林莱塑料有限公司	中低端	133	335
四川泰虹科技有限公司	中低端	1800	4000
江苏华通电池配件有限公司	中低端	180	470
宁波佳禾五金配件有限公司	中低端	-	2400
合计		4319	17435

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司动力锂电池钢壳材料业务真正的核心优势在于公司所拥有的预镀镍技术。目前锂电池常用的外壳材料主要分为三种，分别为钢材、铝材、铝塑膜，其中钢材外壳由于其成本低、工艺成熟的特性，被广泛应用于动力锂电池行业。公司与国内其他锂电池钢壳材料生产厂商最大的区别在于所生产的电池钢壳使用的为预镀镍技术，国内少有，国内其他厂商所使用的多为后镀镍工艺。预镀镍工艺是在电池壳冲压之前对基础钢材进行电镀，可以让钢层和镍层之间相互渗透形成镍铁合金层从而大大提升镀镍钢带的整体性能。

预镀镍工艺的主要优点在于：

- 1) 预镀镍产品可以控制外壳的厚薄程度，从而实现轻量化；
- 2) 镀层和钢材融为一体，产品的抗压性、耐腐蚀强度相较后镀镍有了大幅提升，冲制成电池壳后能够更加有效地保证锂电池的一致性、安全性。

表 12：预镀镍和后镀镍区别

	预镀镍	后镀镍
工艺顺序	先电镀后冲制	先冲制再进行滚镀
特点	镀层与镍层之间相互渗透形成镍铁合金层，大大提升镀镍钢带整体性能；量轻	镀层不够均匀，容易部分或整体脱裂
使用公司	新日铁，国内只有公司在内的少数企业能够数列掌握	大部分生产厂家

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

技术适配高端电池，行业主导者目前为日本企业。目前，我国的锂电池钢壳材料市场中日本厂商如新日铁、东洋钢板等具有绝对的优势地位，市场份额达到 50%以上。国内市场方面整个锂电池外壳材料领域公司主要的公司的竞争对手主要为宝钢股份、湖南利德。但由于公司采用的预镀镍动力锂电池钢壳材料是国际大牌新能源汽车企业选用的电池材料，因此公司的直接竞争对手主要是新日铁等日本企业。

表 13: 公司在锂电池外壳领域的主要竞争对手

竞争对手	性质	简介
新日本制铁公司	外资	世界大型钢铁公司之一，产品包裹钢轨、圆钢、冷轧钢板等，出口 100 多个国家；下设一个工程事业部，为国外钢铁企业提供技术资料，参与中国宝山钢铁总厂的建设
宝钢股份	内资	宝钢股份是全球领先的现代化钢铁联合企业，产品主要包括碳钢薄板、厚板与钢管等，是中国主要钢材供应商，产品出口日本、韩国、欧美等四十多个国家。
湖南利德	内资	是镀镍深冲钢带大规模产业化企业，主要产品镀镍深冲钢带/铜镀镍带等，

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

预镀镍工艺+价格优势，国产替代行业空间巨大。公司预镀镍开发成功后长期给四川长虹新能源供货，并已经进入电动工具电池壳市场，目前江苏海四达、江苏天棚、泰兴三杰等已经开始更换成预镀镍，吸尘器、扫地机等电动工具高端线也逐渐切换至预镀镍电池钢壳。公司生产的预镀镍钢带在外观检测、力学性能、镀层厚度、耐蚀性、镍层硬度、钢带+镍层硬度、附着力、合金层等关键指标上均接近新日铁镀镍钢带性能。而且，目前新日铁产能受限，只能确保国内较大汽车电池壳厂家的供应，因此国内电池钢市场升级带来的产品空间将成为公司的一大机遇。从价格方面来看，公司高端预镀镍产品销售价格在 1.5~1.6 万元/吨，而新日铁同类型材料的销售价格大约在 1.9 万元/吨，公司具有较大的价格优势。

假设 2026 年新能源汽车市场规模达到 280 万台，公司动力锂电池钢产品国产替代化实现市场占有率 20%~30%，按照每辆车 0.5 吨用料，1.6 万元/吨来计算，公司可动力锂电池钢业务规模可达到 45~67 亿元，按照 5%净利润率水平将为公司贡献 2.24~3.36 亿利润。

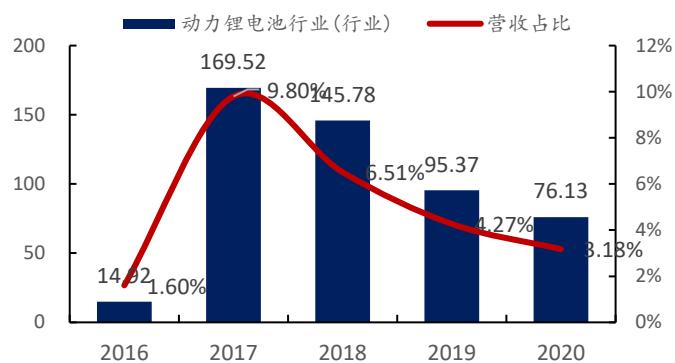
表 14: 公司锂电池钢业务规模预测

新能源汽车市场规模预计 2026 年达到	280 万台
每辆车所用电池钢	0.5 吨
若公司电池钢产品国产替代化率达到	20%~30%
则公司电池钢销量将达到	28~42 万吨
按照公司每吨电池钢	1.6 万元/吨
则公司动力锂电池钢业务规模可达到	44.8 亿~67.2 亿
按照 20%的毛利	8.96 亿~13.44 亿
按照 5%的净利润	2.24 亿~3.36 亿

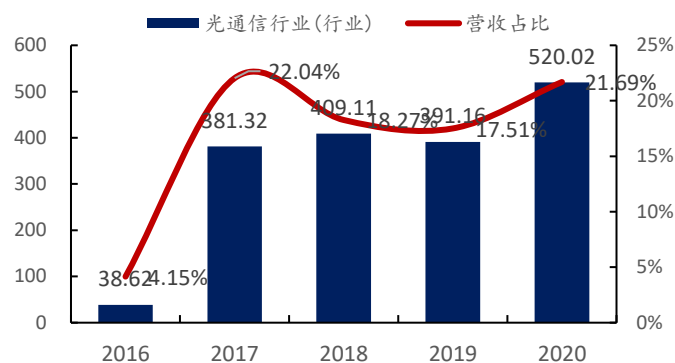
资料来源：信达证券研发中心测算

从产能来看，公司全资子公司东方九天共有 4 条预镀镍生产线的环保批文，目前实际只建成一条，第二条生产线正在筹建，技术规格等将进一步提升。未来，随着公司在高端动力锂电池钢壳材料方面的技术和价格优势进一步体现，公司产能的提升或为公司提供又一稳定增长驱动。

2020 年，公司对江苏九天和东方九天的市场方向进行调整，明确了“以光通信和新能源为主，进行布局延伸，聚焦主营业务”的市场布局，并且根据市场实际情况，对江苏九天及东方九天生产产品进行梳理，停止不具备盈利的产品生产，聚焦于高附加值的产品。其中动力锂电池的部分产能被协同用于公司光通信钢基带的生产。

图 21：公司动力锂电池行业营收规模及占比（百万元，%）


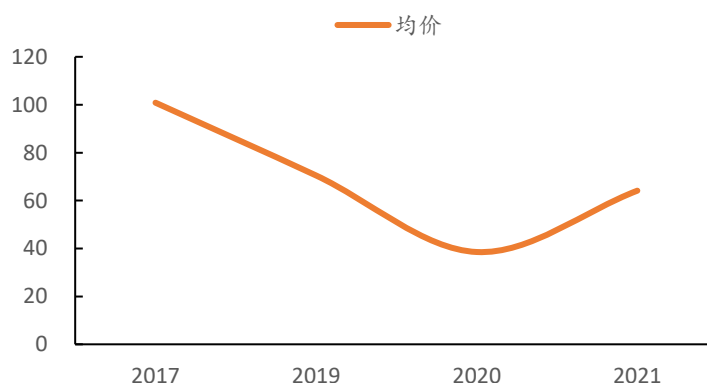
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：公司光通信行业营收规模及占比（百万元，%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

近年来我国光纤光缆行业受 5G 通信行业发展进入快速放量阶段，但光纤光缆配套制造企业下游客户集中且市场地位较高，因此下游客户招投标过程中议价能力强。为获得更多中标份额，行业内企业竞争激烈，市场集中度逐渐提高。我国光纤市场呈现“六大巨头”竞争的格局，长飞光纤、亨通光电、通鼎光电、富通集团、烽火通信、中天科技六家公司累计的光纤光缆产能占据了全国产能的主要部分。在光缆复合材料领域，公司的主要对手包括网讯科技、速达新材和朗盛线缆。

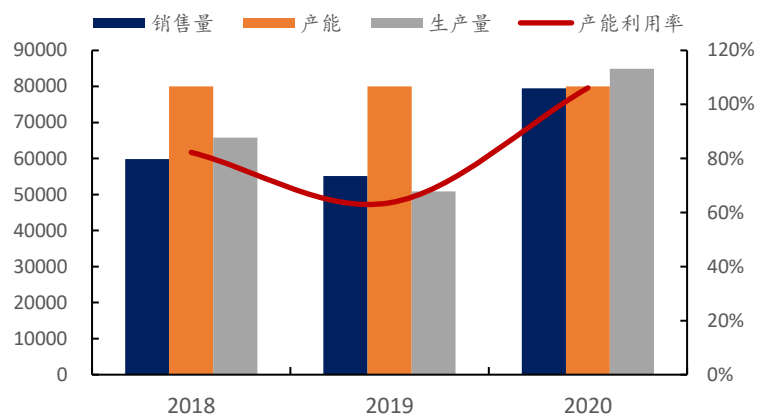
公司生产的光通信用钢铝塑复合材料是下游光纤光缆行业的必要配套产品，与新建光缆长度一致，因此公司在光通信行业的市场容量和公司订单价格很大程度上受光纤光缆市场影响。由于国内光纤光缆市场竞争激烈，且在 2019 年时 5G 商用进展投资进度不及预期，导致市场供大于求，光纤光缆集中采购价格开始不断下探。2018 年之前，中国移动普通光缆的中标价格大约为 100 元/芯公里，2019 年起价格不断下跌，三大通信运营商光纤类产品市场招标价格平均降幅超过 30%，至 2020 年普通光缆的集中采购价格已下降至 38 元/芯公里。受光缆集采价格大幅下降影响，公司光通信用钢铝塑复合材料产品价格因此随之下调。因此尽管光通信材料营业收入规模在 19 年出现下滑，但从出货量来说公司依旧保持着稳定增长。

图 23：富通信息中国移动普通光缆中标均价（元/芯公里）


资料来源：公司公告，中标公示，信达证券研发中心

2020 年，江苏九天对公司内部加强管理，促进降本提效，大力开拓市场，再加上 5G 行业建设速度加快，公司光通信材料板块产能利用率提升至 106.15%，实现营业收入 5.20 亿，同比+32.94%。21H1 延续了增长趋势，主要以光通信钢铝塑复合材料为主要业务的江苏九天实现营业收入 3.88 亿元，同比+41.61%，扭亏为盈，净利润达到 1452.23 万元。

图 24: 公司光通信材料产销量和产能利用率 (吨, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

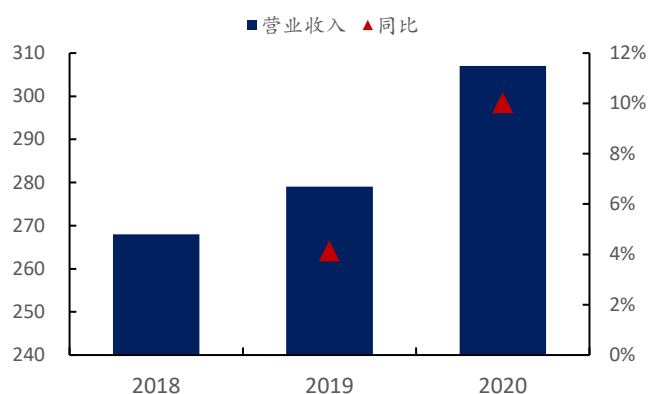
我们认为, 随着国内 5G 建设投资推进, 公司通信业务将恢复上升渠道, 而公司本身拥有光通信钢材基带生产能力, 可有效发挥协同作用, 降本增效进一步提升光通信材料业务的整体盈利水平。而公司在动力锂电池钢壳材料业务方面, 公司凭借扎实的技术基础和自身的价格优势, 有望在受益于电池钢材料国产替代化进程, 快速扩大市场份额。

三、加码高端光伏设备制造，下游高景气带来订单放量

3.1 光伏高景气度带动公司多晶硅装备业务订单放量

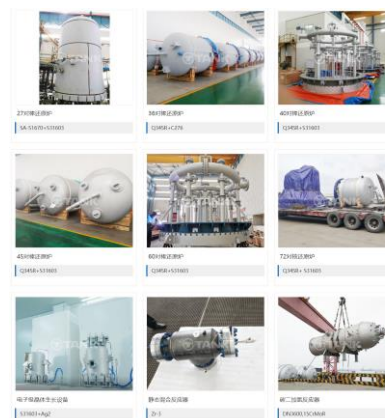
工业装备制造行业经济度持续回升，订单进入业绩释放期。东方电热另一大业务板块是工业板块，涵盖业务主要为多晶硅相关的冷氢化用电加热器、多晶硅还原炉、化工压力容器以及海洋油气处理系统装置等产品，目前多晶硅还原炉业务主要由公司全资子公司东方瑞吉能源装备有限公司负责，冷氢化加热器由镇江东方电热有限公司负责，两者同属于 2018 年 1 月整合而成的东方瑞吉（工业）集团。2021H1 东方瑞吉实现营业总收入 2.60 亿元，同比 +3.95%，实现净利润 1101.80 万元，成功扭亏为盈。

图 25：公司工业设备板块营收及增速（百万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：公司反应设备多样化



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

政策推动光伏产业发展，企业扩产带动公司业务。2021 年 9 月 15 日，国家能源局发布《整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》，共 676 个县（市、区）进入试点名单，在将来很长的时间内都将持续推动需求。需求保障带来供需不平衡，从而导致多晶硅硅料价格上涨迅猛，高毛利吸引国内多家大型企业纷纷投资扩产。我们认为，光伏产业受产业政策和市场双重驱动，将在未来很长一段时间内处于投资高峰期，公司生产多晶硅还原炉和多晶硅冷氢化用电加热器作为光伏产业上游关键重要装备，在近几年将受益于多晶硅行业高景气周期，实现业务爆发。

公司的主要产品多晶硅还原炉和冷氢化用电加热，市占率稳定，目前订单价值约 10 亿：

1) 冷氢化用电加热器主要用于多晶硅冷氢化生产过程中的加热，属于多晶硅生产的重要设备，公司生产的冷氢化用电加热器可用于颗粒硅生产，在国内占绝大多数份额；

2) 多晶硅还原炉用于还原三氯氢硅从而最终获得硅棒，公司所生产的多晶硅还原炉从 2018 年开始投放市场，成功应用于国内多家主流多晶硅生产企业如通威股份、保利协鑫、大全能源等，目前市场占有率在 30%~40%。

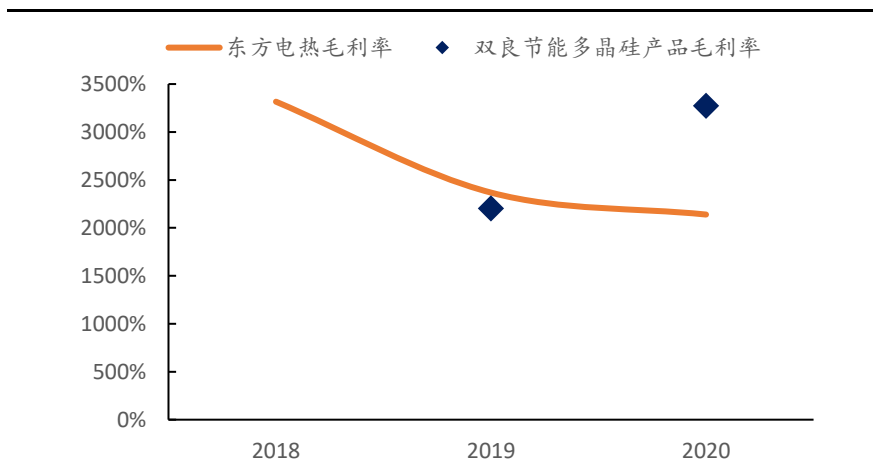
公司与多家光伏行业龙头企业合同的签署表明公司的研发与制造能力得到了多晶硅行业龙头客户的高度认可，也体现了公司的行业地位。今年公司与多家多晶硅行业龙头企业签订合约，公司与光伏行业龙头企业四川永祥的控股子公司内蒙古通威、云南通威签订了还原炉和换热器设备合约。公司还与保利协鑫签订了 14 台价值 1.12 亿元的辐射式电加热器设备订单，与新疆特变电工工程项目管理有限公司限定了价值 1.46 亿元多晶硅还原炉和加热器订单。

表 15：2021 年公司光伏相关装备中标情况

中标时间	签约对象	主体	项目	合同金额	交付时间期限
2021.2.20	内蒙古通威高纯晶硅有限公司	东方瑞吉	40 台对棒还原炉	9855 万元	2021.8.31
2021.3.8	云南通威高纯晶硅有限公司	东方瑞吉	多台（套）换热器	2082.6 万元	
2021.4.16	内蒙古通威高纯晶硅有限公司	东方瑞吉	40 对棒还原炉	8212.5 万元	2021.10.15
2021.4.15	新疆特变电工工程项目管理有限公司	东方瑞吉 镇江东方	29 台多晶硅还原炉 7 台多晶硅辐射式电加热器	8642 万元 6000 万元	
2021.6.1	保利协鑫	镇江东方	14 台辐射式电加热器	11176 万元	中能项目：2021.11.30 交付两台 乐山项目：2021.12.30 交货完毕 内蒙古项目：2022.3.28 开始交货，3.20 交货完毕
2021.6.25	青海丽豪半导体材料有限公司	镇江东方	多台辐射式电加热器	17396 万元	210 天内调试完毕
2021.6.16		东方瑞吉	多台还原炉		240 天内交付
2021.11.5	浙江特骏实业有限公司	东方瑞吉	多台（套）40 对棒还原炉设备	12470 万元	2022.6.30

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

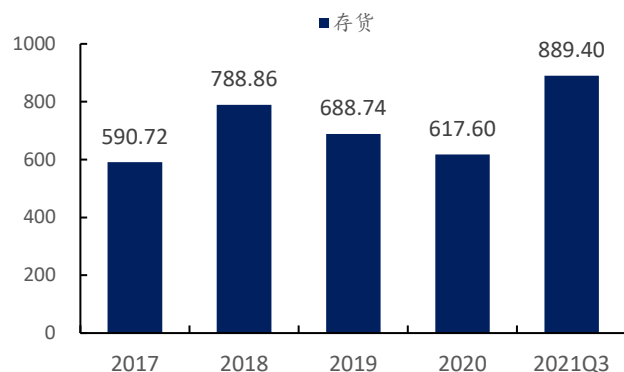
市场新入者，盈利提升空间巨大。从盈利能力来看，公司在多晶硅装备业务方面的竞争对手双良节能多晶硅产品毛利率达到 32.72%。两者毛利率差别的主要原因一是因为公司多晶硅装备生产线于 2018 年建成刚刚投入使用，因此固定资产摊销成本相较双良节能更高；此外，由于公司还原炉产品从 2019 年开始全面推向市场，客户基础较为薄弱，因此公司在进行招投标时会进行一定让价，从而扩大公司中标率，获得更高的市场份额。后期，随着公司生产线摊销成本减少，公司市场地位提高议价能力上升，业务盈利能力也将随之得到提高。

图 27：公司工业装备业务毛利率和双良节能对比（%）


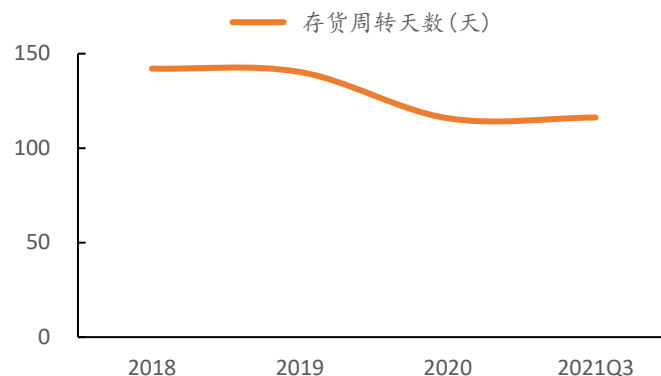
资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 业务矩阵格局已定，效率提升初见成效

业务格局已定，完善管理提高效率。随着各个板块业务完成整合进入上行轨道，公司从 2020 年开始大力推行降本增效，加强日常内部管理，提高企业效益。供应链方面，公司搭建智能化平台，开通全公司采购、储存、生产、销售、物流、库存一网通，执行以销定产方针，提升公司整体管理水平。同时，公司加强库存管理，严格控制库存水平，2020 年底公司存货较 19 年年底减少 10.31%，公司存货周转天数下降至 115.84 天，减少 24.47 天，2021 受原材量上涨和公司订单增加影响，公司进行了一定原材料库存管理，但公司周转天数并未发生明显变化。

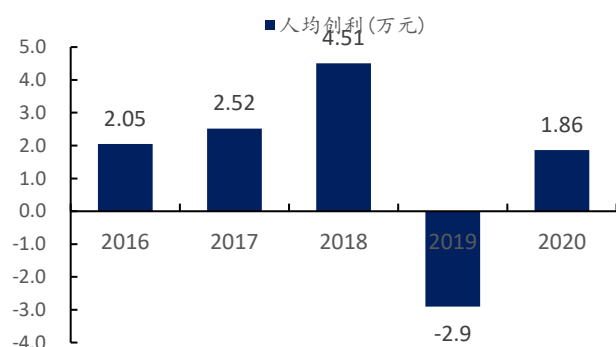
图 28: 公司存货数量得到控制


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

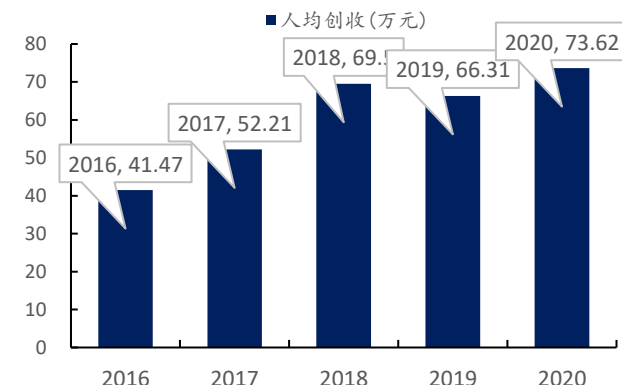
图 29: 公司存货周转天数


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

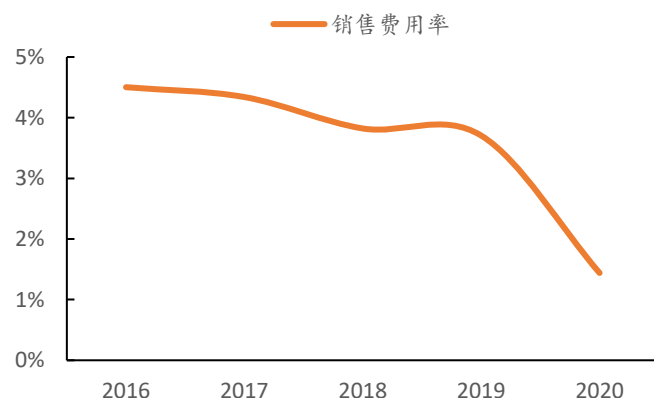
组织架构调整提高人均产出效率。公司加强分子公司监督, 帮助分子公司进行精细化管理、精细化管理, 公司总体运营成本明显降低。在 2020 年的时候对江苏九天、东方九天组织机构进行调整, 补充管理人才, 降低了资源内耗, 公司销售费用率和管理费用率整体呈现下降趋势。公司在汽车 PTC 事业部和水加热事业部试点推行阿米巴经营管理, 重点核算收入、成本、费用、利润, 针对性地控制成本。2020 年公司人均创收 73.61 万元/人, 同比提高 11.02%。人均创利 1.86 万元/人, 实现扭亏。

图 30: 公司人均创收 (万元/人)


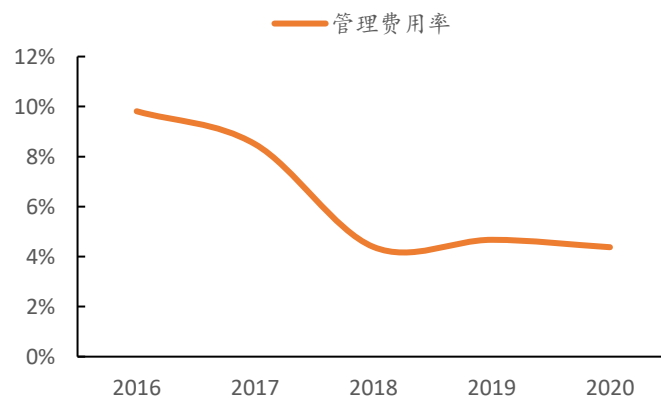
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 公司人均创利 (万元/人)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 32: 公司销售费用率变化 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

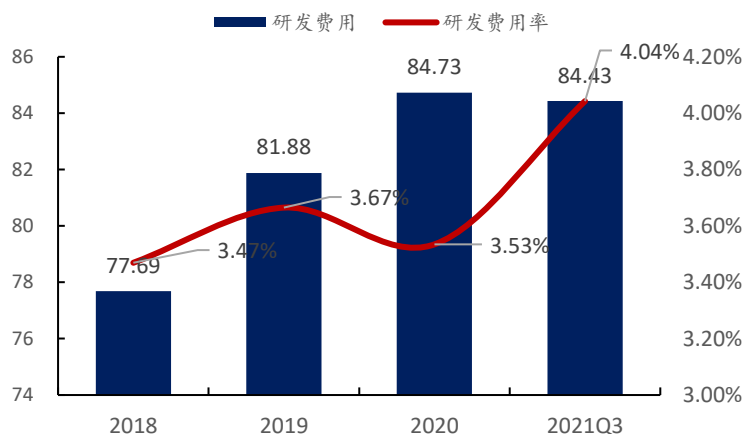
图 33: 公司管理费用率变化 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

降费不降研发, 坚持研发推动企业发展。在公司降本控费提高效率的同时, 公司依旧坚持推
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

动产品技术进步，实现专项攻关。2020 年电池钢专项小组对电池钢冲壳表面缺陷问题深入研究；加热器方面开发了多款浴霸小家电、热水器管、烘干机管；新能源汽车方面开发了多款水暖、带控制器的加热器、PTC 电除霜器等；解决了海尔 3D 动态加热管螺旋管处测温要求。2020 年全年公司获得 34 项专利授权证书，累计持有发明专利 21 项，实用新型及外观专利 113 项。2021 前三季度公司研发费用达到 8443 万元，接近 2019 年全年研发费用，研发费用率达到 4.04%。

图 34：公司研发费用和费用率（百万元,%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

总体来看，公司业务多矩阵已基本整合完毕，进入上升阶段，静待开花。公司作为国内民用电加热器龙头企业市场份额稳定，推动铲片式 PTC 电加热器替代引领行业发展；受益于新能源汽车发展，公司新能源车用 PTC 发展前景广阔，产能扩大后公司业务规模将进一步上升；公司预镀镍技术成熟，抓住国内高端锂电池壳国产替代化机遇，或将成为国内新能源汽车锂电池钢材料龙头企业；受益于 5G 商用投资建设稳步推进，公司业务体量将进一步扩大，光纤光缆采购价格回升有望提高公司盈利水平；光伏产业高景气度催生公司多晶硅还原炉等关节设备订单稳定上量。公司业务多点开花叠加降本提效，业务规模和盈利能力或将进一步得到提高。

盈利预测、估值与投资评级

我们根据公司业务发展结构、扩产情况、在手订单对公司收入按业务板块进行拆分：

1) 民用供电加热器板块业务预计 21-23 年分别同比+13.30/+18.45/+17.30%。空调用电加热器预计将略超下游空调整机行业，随着铲片式 PTC 电加热器替代推进，公司空调用 PTC 市场份额或略有上升；新能源汽车业务板块，现有产能 25 万套，21 年实际出货约 40 万套，后续 350 万套产能将在未来 10 年陆续落地，今年新能源汽车业务预计+100%以上，未来每年成倍增长。

2) 工业装备制造板块业务预计 21-23 年分别同比+65/+84/+54%。公司受益于光伏高景气度预计未来多晶硅还原炉等产品未来两年订单都将迅速增长。

3) 光通信材料业务预计 21-23 年分别同比+18.75/+20.00/+10.00%，动力锂电池钢壳材料业务预计 21-23 年分别同比+57.79/+44.20/+44.20%。

综上，我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 28.26/38.10/46.85 亿元，分别同比 +17.90/+34.83/+22.94%。

表 16：公司营业收入预测（百万元，%）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入总额(百万元)	2397.15	2826.17	3810.46	4684.62
YoY	7.30%	17.90%	34.83%	22.94%
民用电加热器（百万元）	1418.44	1475.60	1747.85	1871.95
YoY	2.05%	4.03%	18.45%	7.10%
工业装备制造（百万元）	307.04	506.62	932.17	1435.55
YoY	10.02%	65.00%	84.00%	54.00%
光通信材料（百万元）	520.02	617.52	741.03	815.13
YoY	32.94%	18.75%	20.00%	10.00%
动力锂电池钢壳材料（百万元）	76.13	150.16	309.32	477.91
YoY	-20.17%	97.24%	106.00%	54.50%
其他业务（百万元）	75.51	76.27	80.08	84.08
YoY	-3.87%	1.00%	5.00%	5.00%

资料来源：信达证券研发中心预测

可比公司估值和投资建议

目前，公司业务多矩阵整合已经基本完毕，我们认为公司未来增长逻辑遵循三大主线：

- 1) 民用电加热器龙头份额持续提升, 铲片式 PTC 电加热器推动行业技术迭代带来替换空间。
- 2) 制造力外溢: 新能源车放量打开公司长期空间, 新能源车 PTC 电加热器和动力锂电池钢壳材料业务成长空间巨大,
- 3) 光伏的景气周期, 公司生产的冷氢化用电加热器和多晶硅还原炉高端设备门槛高, 面临价值重估。

由于公司业务板块众多，我们对公司进行分部估值，对各业务板块选取相应可比公司。以 22 年营收和净利润为标准，预计 22 年公司民用/新能源车电加热器/光伏设备/锂电池钢壳/光通信材料净利润分别为 1.0/0.2/0.6/0.2/0.4 亿元，分部给予目标市值 16.5/9.7/41.9/17.3/11.1 亿。**综上，我们预计 22 年公司估值为 97.7 亿，且新业务成长空间广阔，目前公司市值约为 87 亿，仍有上涨空间。**我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 28.26/38.10/46.85 亿元，分别同比+17.90%/+34.83%/+22.94%；归母净利润 1.29/2.35/3.29 亿元，同比+113.9/81.9/40.0%，对应 PE 为 67.57/37.14/26.53 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17: 可比公司估值 (截至 2021/11/12)

证券简称	股价	EPS			市盈率 PE			总收入(百万元)		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E
民用电加热器（除电加热器）										
盾安环境	8.6	-1.1	0.5	0.6	-7.9	18.6	14.7	7,380.6	9,507.0	10,876.0
平均					-7.9	18.6	14.7			
汽车电加热器业务										
三花智控	24.5	0.4	0.5	0.7	59.8	47.3	37.1	12,109.8	15,645.4	18,730.2
银轮股份	14.0	0.4	0.4	0.6	34.0	33.3	22.0	6,324.2	7,498.4	8,822.2
平均					46.9	40.3	29.6			
工业设备制造										
金辰股份	143.2	0.8	1.1	1.8	183.6	125.7	81.3	1,060.8	1,502.5	2,120.6
晶盛机电	82.7	0.7	1.2	1.7	123.5	67.8	48.9	3,810.7	6,629.1	9,230.3
双良节能	13.1	0.1	0.2	0.4	154.9	78.2	36.3	2,071.6	3,176.7	6,551.6
平均					154.0	90.6	55.5			
动力锂电池钢业务										
璞泰来	185.5	1.5	2.4	3.6	122.0	77.2	52.2	5,280.7	8,936.2	13,321.8
平均					122.0	77.2	52.2			
光通信材料业务										
亨通光电	16.4	0.6	0.7	1.0	29.9	24.4	15.7	32,384.1	37,858.9	43,819.0
长飞光纤	32.8	0.7	1.1	1.3	45.5	29.5	25.9	8,221.5	8,417.0	9,632.0
平均					37.7	27.0	20.8			

资料来源：可比公司股价为 2021/11/12 收盘价，盈利预测为万得一致性预期，信达证券研发中心

风险因素

铲片式 PTC 电加热器导入不及预期、新能源汽车 PTC 电加热器业务拓展不及预期、新能源汽车补贴等政策变化影响行业增速、光伏产业政策变化、5G 通信光纤光缆集中采购价格持续下跌等。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,445	2,696	3,007	3,650	4,345
货币资金	254	291	411	200	160
应收票据	632	778	878	1,201	1,469
应收账款	384	529	578	800	975
预付账款	72	85	96	129	157
存货	689	618	770	1,002	1,230
其他	414	396	273	318	354
非流动资产	1,125	1,090	1,045	995	938
长期股权投资	82	96	124	147	172
固定资产(合计)	765	781	774	766	751
无形资产	175	164	155	146	136
其他	103	50	-8	-63	-121
资产总计	3,571	3,787	4,052	4,645	5,283
流动负债	1,313	1,534	1,672	2,023	2,326
短期借款	226	205	205	205	205
应付票据	261	296	341	455	553
应付账款	306	283	349	456	558
其他	520	750	778	907	1,009
非流动负债	167	198	198	198	198
长期借款	100	100	100	100	100
其他	67	98	98	98	98
负债合计	1,479	1,732	1,871	2,221	2,524
少数股东权益	208	15	12	19	26
归属母公司股东权益	1,884	2,040	2,169	2,404	2,734
负债和股东权益	3,571	3,787	4,052	4,645	5,283

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,234	2,397	2,826	3,810	4,685
同比(%)	-0.2%	7.3%	17.9%	34.8%	22.9%
归属母公司净利润	-98	60	129	235	329
同比(%)	-167.3%	161.8%	113.9%	81.9%	40.0%
毛利率(%)	15.1%	15.3%	15.9%	17.1%	17.9%
ROE%	-5.2%	3.0%	6.0%	9.8%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.08	0.05	0.09	0.16	0.23
P/E	—	73.60	67.57	37.14	26.53
P/B	1.64	2.30	4.03	3.63	3.20
EV/EBITDA	27.44	23.78	35.49	25.20	19.39

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,234	2,397	2,826	3,810	4,685
营业成本	1,896	2,030	2,378	3,158	3,848
营业税金及附加	17	17	17	25	30
销售费用	83	35	40	51	61
管理费用	104	105	130	171	206
研发费用	82	85	114	154	187
财务费用	18	21	15	14	16
减值损失合计	-145	-24	0	0	0
投资净收益	12	28	14	15	19
其他	-13	-7	2	6	7
营业利润	-111	101	148	257	362
营业外收支	2	-35	-13	3	3
利润总额	-109	66	136	260	365
所得税	7	9	9	18	29
净利润	-116	57	126	242	336
少数股东损益	-19	-3	-3	7	7
归属母公司净利润	-98	60	129	235	329
EBITDA	115	198	243	351	458
EPS(当年)(元)	-0.08	0.05	0.09	0.16	0.23

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	65	28	41	-157	11
净利润	-116	57	126	242	336
折旧摊销	83	87	96	101	106
财务费用	21	21	18	18	18
投资损失	-12	-28	-14	-15	-19
营运资金变动	-73	-144	-202	-504	-432
其它	162	35	17	1	2
投资活动现金流	-236	-55	97	-36	-33
资本支出	-101	-16	-36	-28	-27
长期投资	-143	-55	122	-23	-25
其他	7	15	11	15	19
筹资活动现金流	29	44	-18	-18	-18
吸收投资	13	0	0	0	0
借款	403	409	0	0	0
支付利息或股息	-49	-32	-18	-18	-18
现金流净增加额	-142	15	120	-211	-39

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。