

开能环保 (300272.SZ)

白色家电行业

评级: 减持 下调评级

业绩点评

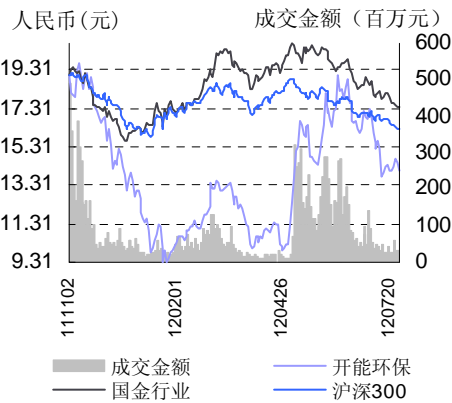
市价(人民币): 14.08元

中期保持一季度的小幅增长, 现价估值过高

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	35.72
总市值(百万元)	20.13
年内股价最高最低(元)	19.63/8.71
沪深 300 指数	2349.11



相关报告

1. 《以直销模式前瞻性耕耘家庭中央水处理市场》, 2011.11.2

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.442	0.361	0.310	0.357	0.422
每股净资产(元)	1.67	4.14	3.50	3.85	4.28
每股经营性现金流(元)	0.58	0.27	0.39	0.39	0.45
市盈率(倍)	N/A	42.19	45.47	39.40	33.36
行业优化市盈率(倍)	53.95	9.39	9.93	9.93	9.93
净利润增长率(%)	38.97%	8.92%	11.44%	15.40%	18.11%
净资产收益率(%)	26.54%	8.72%	8.86%	9.27%	9.87%
总股本(百万股)	82.50	110.00	143.00	143.00	143.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 开能环保披露中报, 1H12 实现营业收入 1.056 亿元、同比增长 8.99%, 归属于母公司股东净利润 2010 万元、同比增长 8.68%。

经营分析

- 上半年收入增长稳定, 公司 1Q12、2Q12 收入增速均为 8.99%。主营业务中水处理整体设备 1H12 同比增长 16.7%, 而水处理核心部件仅增长 0.6% (图表 1), 主要因为公司品牌产品发展较好, 而整体需求不佳使得公司核心部件销售受影响。分地区, 内销增速 4%、出口增长 14.7%; 收入主要来自华东(上海为主)和出口欧洲, 内销中华北和华中增速较高(图表 2)。
- 1H12 净利率 19%, 同比基本持平。1H12 公司毛利率 46.0%, 同比提升 2.5 个百分点, 公司对人力和采购成本有效控制, 更重要的是公司加强新品的研发, 对水处理核心部件进行了改进优化。加大市场宣传力度等使销售费用率同比上升 3.2 个百分点, 人力成本上升和加大研发投入使管理费用率同比上升 2.1 个百分点, 存款利息收入增加使财务费用率同比下降 3.3 个百分点, 最终净利率 19.0%, 同比下降 0.1 个百分点(图表 3、5)。
- 经营活动现金流量净额同比下降 67.7%, 主要原因是加大宣传和研发力度, 并加大了采购量, 这也导致了存货周转天数上升(图表 4)。
- 净水机市场空间巨大但尚不成熟, 公司业绩可稳定增长。公司在上海探索的 DSR 模式已成熟, 正向北京、无锡等其它地区复制; 通过代理商方式, “奔泰”品牌迅速向中小城镇市场发展; 海外市场虽短期受经济低迷抑制需求, 但公司通过设计、成本等优势可获得增长。

盈利调整及投资建议

- 我们下调前期预测, 预计公司 2012-2014 年收入分别为 2.30、2.65、3.14 亿元, 同比增速为 10.9%、15.6%、18.3%; EPS 分别为 0.310、0.357、0.422 元, 净利润增速为 11.4%、15.4%、18.1%。
- 国内净水机市场随着居民对水安全的重视程度越来越高, 未来空间巨大, 公司 DSR 模式逐步从上海向其他城市复制, 奔泰向三四级市场延伸; 公司以设计、成本优势, 通过代理商争夺海外市场; 行业潜力大, 公司规模尚小且具备较强竞争力, 但目前股价对应 45X12PE/39X13PE, 当前估值过高, 已经透支了对公司发展空间的看好, 我们下调公司评级为“减持”。

风险: DSR 模式向其他城市复制不成功; 海外需求不振。

图表1: 2012上半年公司分产品收入及毛利率情况

	营业收入(万元)	营业收入 YoY	收入占比	毛利率	毛利率变化百分点
水处理整体设备	5,886	16.7%	56%	46.6%	-1.0
水处理核心部件	3,188	0.6%	30%	46.4%	6.7
壁炉	869	-5.9%	8%	34.5%	3.5
服务收入及其他	620	11.2%	6%	53.8%	6.3
合计	10,562	9.0%	100%		2.5

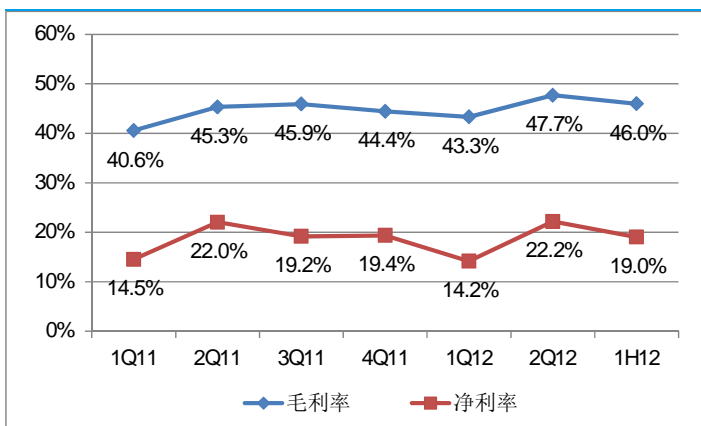
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表2: 1H12分地区的营业收入——收入主要来自华东(上海)和出口欧洲, 内销华北和华中增速较高

地区	营业收入	YoY	收入占比
华东	3,651	-0.9%	35%
华北	295	39.1%	3%
华中	588	32.6%	6%
华南	441	11.5%	4%
华西	403	-7.7%	4%
中国大陆小计	5,379	4.0%	51%
中东	53	108.7%	1%
欧洲	3,122	384.4%	30%
亚洲	593	-77.5%	6%
北美洲	778	75.2%	7%
其他	637	-17.8%	6%
其他国家和地区小计	5,183	14.7%	49%
合计	10,562	9.0%	100%

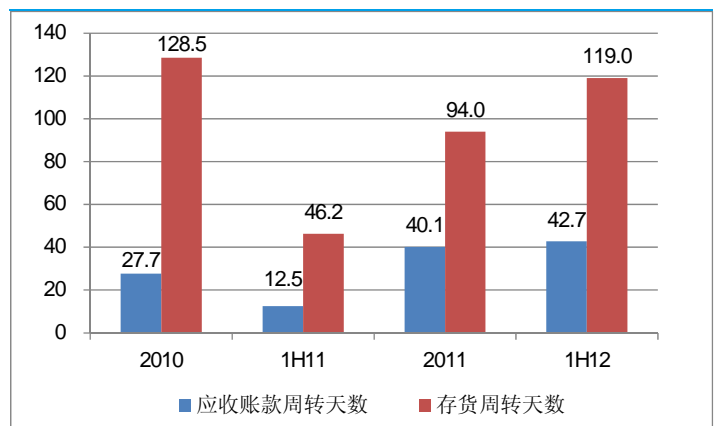
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表3: 分季度毛利率和净利率变化



来源: 国金证券研究所

图表4: 应收账款和存货周转天数



图表5：利润表分析

(百万元)		1Q11	2Q11	1H11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	1H12	2Q12	1H12	点评
										同比	同比	
单季收入及增速	营业收入	38	59	97	45	65	41	64	106	9.0%	9.0%	水处理整体设备增长16.7%
	收入YoY					-60%	9.0%	9.0%	9.0%			
利润表结构百分比	毛利率	40.6%	45.3%	43.5%	45.9%	44.4%	43.3%	47.7%	46.0%	2.4	2.5	水处理核心部件进行优化和改进
	-销售费用率	8.3%	7.2%	7.7%	10.8%	9.5%	13.6%	9.1%	10.9%	1.9	3.2	加大市场宣传力度
	毛利率-费用率	32.2%	38.1%	35.8%	35.1%	34.9%	29.7%	38.6%	35.1%	0.5	-0.7	
	-管理费用率	13.6%	10.0%	11.4%	13.7%	10.4%	15.7%	12.1%	13.5%	2.1	2.1	人力成本上升和加大研发投入
	-财务费用率	11.7%	-5.6%	1.2%	1.2%	0.1%	-3.7%	-1.1%	-2.1%	4.5	-3.3	利息收入增加
	-资产减值损失	0.0%	0.4%	0.2%	0.0%	0.7%	0.0%	0.5%	0.3%	0.1	0.1	
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+营业外收支	0.2%	0.2%	0.2%	2.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.1	-0.1	
	=利润总额	6.7%	33.2%	22.8%	22.6%	23.3%	17.5%	26.8%	23.2%	-6.4	0.3	
	-所得税费用	40.4%	12.7%	15.9%	3.4%	3.7%	17.3%	16.7%	16.9%	4.0	1.0	
-少数股东损益	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	-0.0	0.2		
归属于母公司所有者净利润率	14.5%	22.0%	19.1%	19.2%	19.4%	14.2%	22.2%	19.0%	0.1	-0.1	同比持平	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	5.5	13.0	18.5	8.6	12.6	5.9	14.2	20.1	9.7%	8.7%	
	净利润YoY					-65%	6.3%	9.7%	8.7%			

来源：公司财报，国金证券研究所

图表6: 三张报表及摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	125	165	207	230	265	314
增长率		32.1%	25.5%	10.9%	15.6%	18.3%
主营业务成本	-66	-87	-115	-124	-142	-168
% 销售收入	52.6%	52.8%	55.7%	54.0%	53.6%	53.4%
毛利	59	78	92	106	123	146
% 销售收入	47.4%	47.2%	44.3%	46.0%	46.4%	46.6%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-1
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-11	-14	-18	-24	-29	-35
% 销售收入	8.7%	8.5%	8.9%	10.5%	10.8%	11.0%
管理费用	-17	-20	-24	-31	-36	-42
% 销售收入	13.9%	12.3%	11.6%	13.5%	13.5%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	31	43	49	50	58	68
% 销售收入	24.5%	26.2%	23.5%	21.7%	21.8%	21.8%
财务费用	-1	-1	-2	2	3	3
% 销售收入	0.5%	0.9%	0.8%	-1.0%	-1.0%	-0.9%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	41	46	52	60	71
营业利润率	23.9%	25.1%	22.3%	22.7%	22.7%	22.7%
营业外收支	1	2	1	1	1	1
税前利润	31	43	47	53	61	72
利润率	24.6%	26.2%	22.9%	23.2%	23.1%	23.0%
所得税	-4	-7	-7	-9	-10	-12
所得税率	12.9%	15.2%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	27	37	40	45	51	61
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	36	40	44	51	60
净利率	21.0%	22.1%	19.2%	19.3%	19.3%	19.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	27	37	40	45	51	61
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	9	10	8	9	11
非经营收益	1	1	1	-2	-1	-1
营运资金变动	-8	1	-13	5	-4	-6
经营活动现金净流	26	48	38	56	56	64
资本开支	-20	-21	-16	-8	-15	-17
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	4	0	0	0
投资活动现金净流	-20	-21	-12	-9	-15	-17
股权募资	0	0	286	0	0	0
债权募资	25	0	-25	-11	0	1
其他	-10	-30	-9	0	0	0
筹资活动现金净流	15	-30	252	-11	0	1
现金净流量	21	-3	278	37	41	48

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	43	40	319	355	396	444
应收款项	11	16	32	22	25	29
存货	32	29	30	34	39	46
其他流动资产	2	1	1	3	3	4
流动资产	88	86	381	415	464	523
% 总资产	47.4%	46.1%	76.5%	77.9%	78.8%	79.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	78	83	91	94	94	94
% 总资产	42.5%	44.3%	18.3%	17.7%	16.0%	14.4%
无形资产	18	18	18	21	29	36
非流动资产	97	101	117	118	125	132
% 总资产	52.6%	53.9%	23.5%	22.1%	21.2%	20.2%
资产总计	185	188	498	533	588	655
短期借款	26	26	1	0	0	0
应付款项	14	15	20	21	24	28
其他流动负债	2	4	3	4	4	5
流动负债	42	45	24	24	28	33
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	6	10	10	0	0	0
负债	47	54	34	24	28	34
普通股股东权益	134	137	456	500	551	611
少数股东权益	3	3	4	4	4	5
负债股东权益合计	185	188	498	533	588	655

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.318	0.442	0.361	0.310	0.357	0.422
每股净资产	1.630	1.666	4.142	3.496	3.853	4.276
每股经营现金净流	0.315	0.579	0.268	0.394	0.388	0.451
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.52%	26.54%	8.72%	8.86%	9.27%	9.87%
总资产收益率	14.21%	18.70%	8.06%	8.39%	8.76%	9.29%
投入资本收益率	16.28%	22.02%	8.91%	8.31%	8.73%	9.32%
增长率						
主营业务收入增长率	30.09%	32.09%	25.47%	10.88%	15.58%	18.28%
EBIT增长率	112.87%	41.26%	12.60%	2.57%	15.76%	18.62%
净利润增长率	115.13%	38.97%	8.92%	11.44%	15.40%	18.11%
总资产增长率	33.77%	5.59%	152.84%	7.00%	10.34%	11.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.9	27.7	40.1	34.0	33.0	32.0
存货周转天数	149.6	128.5	94.0	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	31.2	34.5	32.0	33.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	220.5	182.4	158.5	144.9	126.3	106.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.06%	-10.33%	-69.18%	-70.52%	-71.28%	-71.95%
EBIT利息保障倍数	49.0	30.6	27.8	-21.8	-22.6	-24.3
资产负债率	25.52%	27.82%	6.86%	4.56%	4.76%	5.19%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B