



Research and
Development Center

首次覆盖：提前布局，享受净水机行业成长红利

—— 开能环保（300272.sz）深度报告

2013 年 08 月 02 日

左志方

机械行业分析师

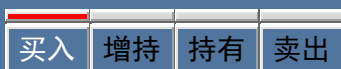
韦玮

煤炭电力行业分析师

证券研究报告

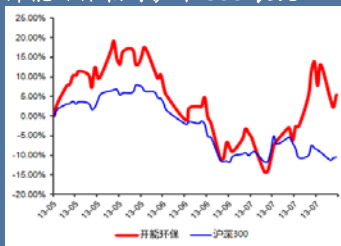
公司研究——首次覆盖

开能环保 (300272.sz)



首次评级

开能环保相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-07-31)

收盘价(元)	10.47
52 周内股价 波动区间(元)	8.52- 15.68
最近一月涨跌幅(%)	15.82
总股本(亿股)	1.89
流通 A 股比例(%)	46.41
总市值(亿元)	19.78

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 6 层研究开发中心
邮编：100031

左志方 机械行业分析师
执业编号：S1500512070002
联系电话：+86 10 63081269
邮箱：zuozhifang@cindasc.com

韦玮 煤炭电力行业分析师
执业编号：S1500512030001
联系电话：+86 10 63081423
邮箱：weiwei@cindasc.com

联系人：皮建国
联系电话：+86 10 63081286
邮箱：pijianguo@cindasc.com

首次覆盖：提前布局，享受净水机行业成长红利

2013 年 08 月 02 日

本期内容提要：

- ◆ **污染加剧，饮用水安全催生净水机市场。** 受水资源污染加剧的影响，公众对饮用水安全的担忧增加。我们认为，虽然有五种提高饮用水水质的模式可供选择，但是家用净水机模式优势明显，有望占据主导地位。
- ◆ **千亿规模的净水机和滤芯市场，将创造新的领军企业。** 根据我们测算，仅考虑国内市场，净水机的市场空间将达到 1000 亿元/年，滤芯的市场空间超过 800 亿元/年，如此巨大的市场将诞生新的领军企业。
- ◆ **公司发展战略清晰，实现路径明确。** 公司经营模式是以净水机整机和部件制造为核心，以销售渠道为辅助。其中，高端净水机以直销为主，低端净水机以经销商为主，核心部件以出口为主。我们预计，随着公司产能扩张和渠道拓展，公司未来收入将加速增长。
- ◆ **盈利预测和投资评级：** 我们预计公司 13-15 年营业收入增长 22.15%、25.24%和 37.80%，净利润增长 17.70%、20.09%和 38.68%，ESP 分别为 0.32、0.38 和 0.53 元。由于公司估值相对较低，并且未来具备较高的成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级，目标价 14.4 元/股。
- ◆ **风险因素：** 产品价格下降，市场拓展缓慢，产品质量出现严重问题。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	207.07	240.72	294.04	368.27	507.48
增长率 YoY %	25.47%	16.25%	22.15%	25.24%	37.80%
净利润(百万元)	39.73	49.80	58.62	70.40	97.63
增长率 YoY%	8.92%	25.34%	17.70%	20.09%	38.68%
毛利率%	44.30%	44.41%	43.71%	43.72%	43.77%
净资产收益率 ROE%	13.40%	10.73%	12.20%	13.45%	16.07%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.26	0.32	0.38	0.53
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.33	0.39	0.48
市盈率 P/E(倍)	38	39	33	28	20
市净率 P/B(倍)	2.53	3.17	3.99	3.49	2.97

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2013 年 07 月 31 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
污染加剧，饮用水提质是大势所趋	2
水源质量受到威胁，饮水安全引发担忧	2
水质提升的五种方案对比分析	3
家用净水机市场将会占据主导地位	6
千亿市场家用净水机将会开启	7
净水机从可选品将会变为必需品，产品选择强	7
千亿市场空间，将会创造新的领军企业	7
行业竞争格局混乱，产品标准缺乏	10
公司具备较好的成长性	10
公司基本情况介绍	10
发展战略清晰，实现路径明朗	12
盈利预测与估值	13
核心假设和产品收入预测	13
估值和投资评级	14
风险提示	15

表 目 录

表 1: 五种水质提升方案的优缺点	6
表 2: 分业务收入预测	14
表 3: A 股中小板和创业板水处理行业上市公司估值	15

图 目 录

图 1: 2012 年十大水系水质情况	2
图 2: 2012 年重点湖泊（水库）富营养化状态	2
图 3: 全国地下水水质情况	2
图 4: 供水管网改造	3
图 5: 小区建设直饮水处理中心	4
图 6: 小区净水机，居民自取纯净水	4
图 7: 桶装水厂	5
图 8: 家庭自备净水机	5
图 9: 某型号净水机的原理	6
图 10: 某型号饮水机的原理	6
图 11: 终端净水机	7
图 12: 软水机	7
图 13: 管道净水机	7
图 14: 2010-2012 年净水器产量	8
图 15: 2011-2012 年内销净水器产品结构	8
图 16: 2012 年净水机+直饮机与冰箱内销量对比	8
图 17: Pentair 水处理系统收入	8
图 18: 某型号直饮机构造示意图	9
图 19: 2012 年中国净水器内销品牌格局	10
图 20: 公司净水设备系列	11
图 21: 公司软水设备	11
图 22: 容器和多路控制阀	11
图 23: 2008-2012 年收入结构	11
图 24: 2012 年公司收入分地区结构	11
图 25: 2012 年公司股权结构	12
图 26: 公司不同产品的销售模式	13

投资聚焦

核心观点和投资逻辑

居民对水污染的担忧以及饮用水质量要求的提高，净水机将从可选消费品到必需消费品转变，家庭普及率有望大幅提升，进而创造出千亿级别的市场。公司作为净水机和核心部件的生产企业，随着产能扩张和销售渠道的拓展，将受益于净水机市场的成长。

有别于大众的认识

市场将净水机看作普通的小家电，对公司的估值参考家电估值。我们认为，净水机是供水净化设备，估值可以参考水处理行业的估值。另外，市场只关注到净水机整机的市场空间，而忽视滤芯更换的市场空间。滤芯属于易耗消费品，市场需求与净水机保有量相关，根据我们的测算，仅考虑国内市场需求，相对于净水机 1000 亿元的市场空间，滤芯的市场空间超过 800 亿元，二者超过 1800 亿元的市场空间无疑将会提升行业的估值水平，而且滤芯作为耗材，估值应该参考易耗消费品的估值。

市场对公司的成长性信心不足。我们认为，国内净水机市场还处于培育期，20%左右的成长速度属于正常水平，而公司的增速与行业一致，属于正常状态；其次，公司的产能和渠道还处于建设时期，未来随着净水机市场的膨胀，公司可以充分享受行业成长红利；最后，1800 亿元的市场容量，足以容纳各种企业发展壮大，公司的成长不会因为渠道劣势而受阻。

盈利预测和投资评级

我们预计公司 13-15 年营业收入增长 22.15%、25.24%和 37.80%，净利润增长 17.70%、20.09%和 38.68%，EPS 分别为 0.32、0.38 和 0.53 元，按照公司目前的股价（2013 年 7 月 31 日收盘价 10.47 元/股），13-15 年的动态 PE 分别为 33、28 和 20 倍，在 A 股中小板和创业板水处理上市公司的估值相对较低。另外，长期来看，公司正处于成长期的初期阶段，而且产品属性具备消费性质，行业空间较大，因此具备高成长性。按照 13 年 40-50 倍 PE 测算，公司的估值区间在 12.8~16 元，我们首次给予公司“买入”评级，目标价为 14.4 元

股价催化剂：饮用水污染事件。

风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨，净水机产品价格下降。
- 2、市场拓展缓慢。
- 3、公司产品出现严重的质量问题。

水质提升的五种方案对比分析

解决饮用水安全的问题主要有两种思路：1、解决水源的污染问题；2、解决自来水的水质问题。其中水源的污染问题属于长期性的手段，而自来水水质提升则相对容易。另一方面，自来水从水厂到用户需要长途的管道输送，由于历史原因，我国早期的供水管道材料是铁管、镀锌管为主，近年来以塑料管材为主，经过长期的积累，管道老化严重，对自来水可能产生二次污染。因此，饮用水净化必须考虑到供水管道的问题。通过整理，我们认为饮用水提质主要有五种可行方案。

方案 1：提升自来水厂出水水质，改造现有供水管网。首先需要改造现有水厂，提高水厂水质标准，使其达到直饮的要求；其次，需要更新改造现有不合格规格的供水管道。2011 年底，我国城市供水管道总长 57.38 万公里，假设其中 50%需要更新改造，每公里平均投资 100 万元，总共需要 2869 亿元。根据工艺不同，直饮水的生产成本一般在 20-30 元/吨，大规模改造将会大幅提高社会的水价，而且管网改造投资巨大，也需要提高水价来覆盖投资成本。这一方案的优点是一次性解决社会的水质问题，社会总成本比较低，但是缺点明显，水价大幅上涨提高生活成本，方案难以通过。因此，这一方案在部分新建水厂和社区可以实施，大规模推广的难度比较大，

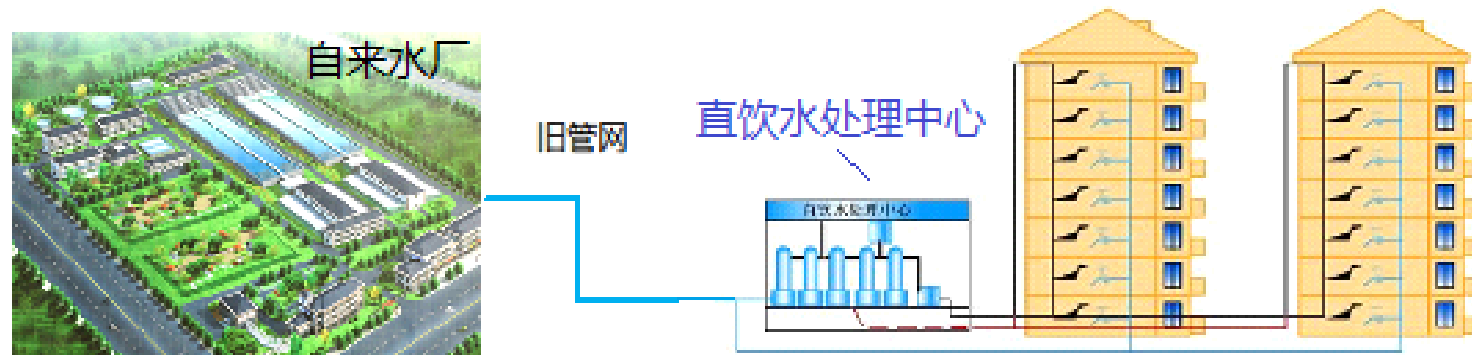
图 4：供水管网改造



资料来源：信达证券研发中心

方案 2：以小区为单位，建设直饮水处理中心，然后通过管道接入用户。在小区内建立直饮水处理中心，然后新铺设管道进入用户家庭，供应直饮水；同时原有管道保留，供应自来水。这一模式的优点是根据用户的需求来投资，解决对水质要求高的集体用户的需求，但是缺点是投资和运营模式存在问题：1、投资方、运营方没有明确。2、投资的经济效益存在最小用水量要求，运营方与多用户的谈判成本较高。3、道德风险存在，对运营商的监督成本高。这些缺点都会阻碍这一模式的推广。

图 5: 小区建设直饮水处理中心



资料来源: 信达证券研发中心

方案 3: 小区设立净水机, 居民自购纯净水。这一方案的优点是用户可以按需选择, 在一线城市很多社区都有安装, 覆盖率比较高。但是, 缺点也很明显: 1、道德风险存在, 监督成本高, 水质安全仍然是问题。2、用户不方便, 不能随时家中取水。3、成本相对较高, 以北京为例, 平均成本在 0.3 元/升左右。

图 6: 小区净水机, 居民自取纯净水



资料来源: 信达证券研发中心

方案 4: 建立桶装水厂, 家庭购买桶装水。这一方案主要优点是用户可以按需选择用量, 普及率很高。但是, 缺点与上述模式相似, 桶装水厂的道德风险较高, 水质安全存在问题; 其次是成本相对较高, 平均成本大概 0.5 元/升左右。

图 7: 桶装水厂



资料来源: 信达证券研发中心

方案 5: 家庭自备净水机。以家庭为单位, 根据自己的经济实力和水质要求, 安装不同种类的净水机, 如直饮机、软水机、全屋净水机等。优点是家庭可以自主选择, 方便使用, 也不存在因道德风险而不更换滤芯的问题。缺点是标准缺乏, 产品质量参差不齐, 价格也较相对较高。

图 8: 家庭自备净水机



资料来源: 信达证券研发中心整理

表 1: 五种水质提升方案的优缺点

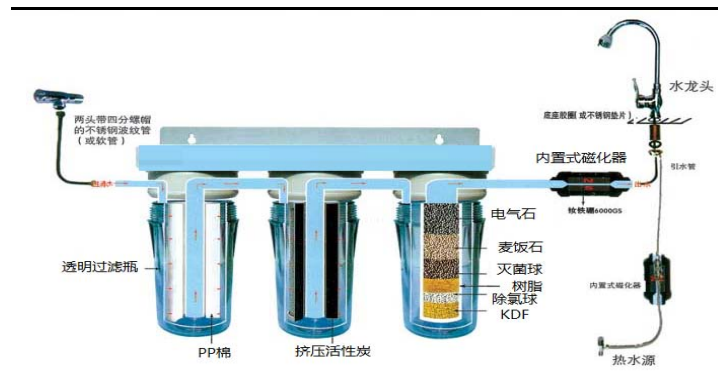
序号	方案	优点	缺点
1	提升自来水厂出水水质，改造现有供水管网	一次性解决社会的水质问题，社会总成本比较低	水价大幅上涨提高生活成本
2	建设小区直饮水处理中心，管道入户	集体用户的选择性强	投资和运营模式存在问题，运营商的道德风险，谈判成本较高
3	小区设立净水机，居民自购纯净水	用户可以按需选择	运营商的道德风险，用户不方便，用水成本相对较高
4	桶装水厂	用户按需选择	桶装水厂道德风险，水质安全存在问题，成本高
5	家庭自备净水机	用户自主选择，便利性好	产品质量参差不齐，价格也相对较高

资料来源：信达证券研发中心

家用净水机市场将会占据主导地位

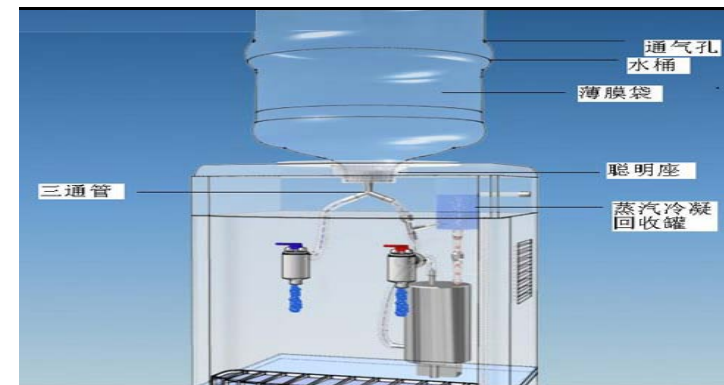
在上述五种方案中，虽然从社会总成本角度来讲，更换供水管网的成本最低，但是执行成本较高，而且会大幅提高水价，难以被大规模执行。在其他方案中，非家用净水器模式存在的普遍缺点都是运营商的道德风险，水质安全问题难以保障而推广受阻，特别是桶装水受到的质疑越来越多，市场期待另外一种模式能够解决水质的问题。我们认为，家用净水器由于其便利性、可选择性强以及水质安全性高等特点，在未来的水质净化市场中将占据主导地位，正如家用冰箱比冷库更普及的道理一样。

图 9: 某型号净水机的原理



资料来源：信达证券研发中心

图 10: 某型号饮水机的原理



资料来源：信达证券研发中心

本报告中讲的净水机不是饮水机，二者的构造原理和核心功能不一样。构造原理里如右图所示，净水机的核心功能是水的净化，饮水机的主要功能是加热和制冷。

千亿市场家用净水器将会开启

净水器从可选品将会变为必需品，产品选择强

净水器现在只是可选消费品，但是随着人们对用水质量的要求提升，净水器的普及度也将会逐步提高，而收入水平的提高将加快普及率的提高速度，最终净水器将成为家庭必需品。从现在主要的产品来看，净水器（不包括净水桶）主要包括三种类型：终端净水器（直饮机）、软水机（洗浴用机）和中央净水器（大流量的全屋净水器），净化原理主要有膜过滤（超滤、微滤、纳滤、反渗透）、吸附（活性炭）、离子交换（树脂）等方法，用户可以根据当地水源的水质、对水质净化的要求、自身经济实力等因素选择不同的净水器。

图 11：终端净水器



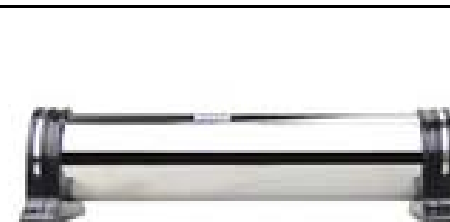
资料来源：信达证券研发中心整理

图 12：软水机



资料来源：信达证券研发中心整理

图 13：管道净水器



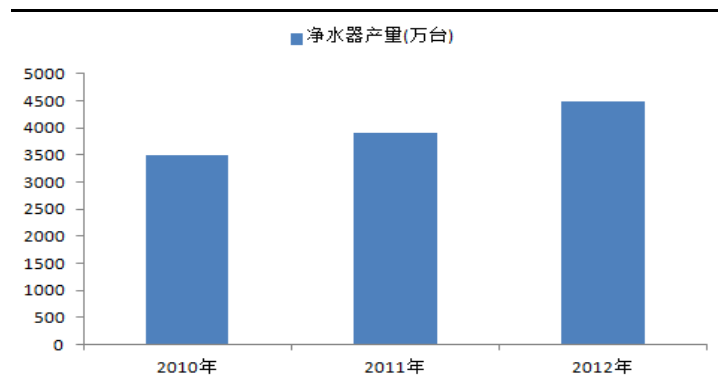
资料来源：信达证券研发中心整理

千亿市场空间，将会创造新的领军企业

消费者认可度逐渐提高,国内市场已经起步

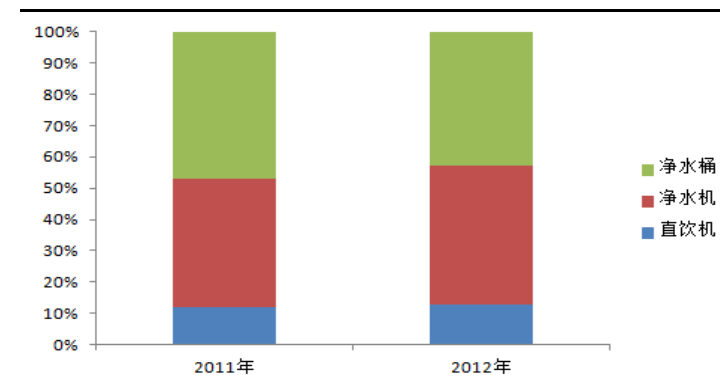
2012 年，净水器（包括净水桶）产量为 4500 万台，相对 2011 年增长 15%。其中，内销量 2688 万台，进口 112 万台，国内表观消费增速 18%。2012 年，除去净水桶销量，直饮机和净水机的内销量为 1532 万台，显示出国内消费者对净水器的认可度已经达到一定程度，国内市场已经起步。但是，国内净水器产品标准缺乏，产品质量参差不齐，价格差异较大，低端产品价格 200-1000 元，中档产品价格 1000-3000 元，高端产品价格 3000-20000 元。另外，除去部分消费者青睐的“洋品牌”之外，大多数产品的认知度不高，因此价格成为市场竞争的重要手段，低价产品在国内销量占主要地位。假设平均每台 1000 元，则 2012 年的销售总额为 153.2 亿元。

图 14: 2010-2012 年净水器产量



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 15: 2011-2012 年内销净水器产品结构



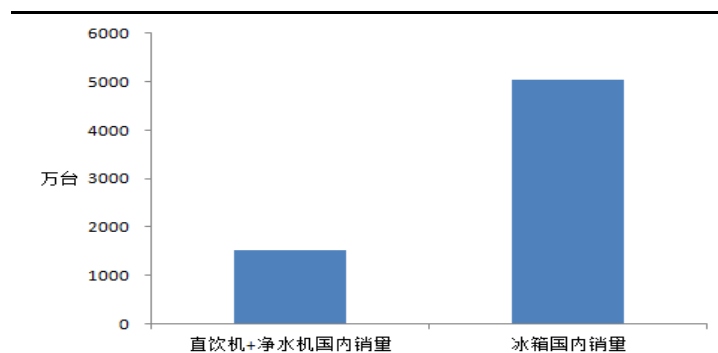
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

产品层级提高将创造千亿整机市场空间, 新的领军企业呼之欲出

随着未来净水器行业标准的推出, 以及消费者对品牌的认可度逐渐提高, 中高端产品的市场占比将会逐渐提升。即使按照现在的产品质量, 如果要达到直饮水的标准, 净水器的价格一般在 2000 元以上。参考 2012 年国内冰箱销量 5031 万台, 是净水机内销量的 3 倍多。粗略估算, 假设当市场稳定之后, 净水机的销量与冰箱销量相近, 达到 5000 万台, 另外假设产品平均价格为 2000 元, 则年均市场空间为 1000 亿元。

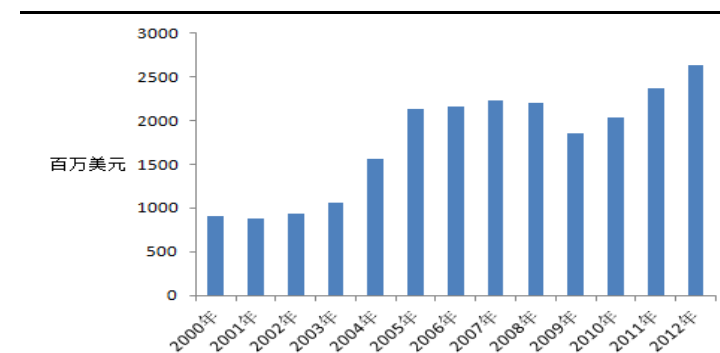
随着净水机市场的逐渐成熟, 将会诞生新的领军企业。以美国 Pentair (宾特尔) 为例, 水处理系统的收入从 2000 年 9 亿美元增长到 2012 年 26 亿美元, 成为美国最大的水处理设备生产企业。对于中国市场, 我们认为, 千亿级别的市场也将创造出一批以水处理设备为核心的大企业。

图 16: 2012 年净水机+直饮机与冰箱内销量对比



资料来源: 产业在线, 统计局, 信达证券研发中心

图 17: Pentair 水处理系统收入



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

滤芯更换，被忽略的巨大市场

与普通家用电器不同的是，净水机需要经常更换滤芯。虽然滤芯更换会增加用户的使用成本，但是如果平均计算，实际饮水成本并不高。假设某家庭安装1台2000元的直饮机（5年更换设备），每年滤芯的更换费用400元，则每天的设备费用为2.19元。另外假设该家庭成员数量是3人，每人每天需要饮水2升，则该家庭每天需要6升水。另外假设直饮水水利用率为20%，即1升水会浪费4升水，则该家庭实际饮水用量30升，按照4元/吨测算，每天饮水成本为0.12元。考虑到设备费用2.19元，则该家庭的饮水成本为2.31元/天，月度支出增加69.3元，对于一般家庭而言可以承受。

参考家用冰箱的保有率，我们保守假设净水普及之后，城市户均拥有量达到0.8台，农村户均拥有量0.5台测算，按照城市2亿户、农村2亿户测算，市场稳定之后的保有量将达到2.6亿台。按照5年的更新周期，扣除每年新的销量5200万台，实际需要更换滤芯的存量设备量为2.08亿台，按照每台需要的滤芯更换费用400元测算，年均市场容量超过800亿元。

考虑到整机和滤芯市场，国内净水机市场的整体需求量将达到1800亿元。对比现在仅百亿级别的市场，未来净水机市场的成长空间足够大。

图 18： 某型号直饮机构造示意图

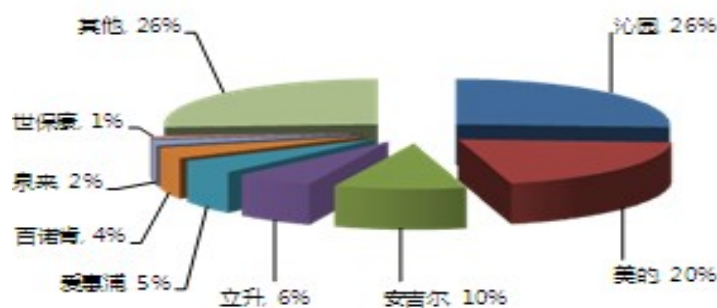


资料来源：信达证券研发中心整理

行业竞争格局混乱，产品标准缺乏

国内净水器市场正处于快速发展阶段，产品标准缺乏，整体处于无序竞争的状态。根据产业在线的数据，国内已经获得和待获得卫生许可批文的生产企业有 1200 多家，还有 2000 多家无许可证小作坊。在规模化的企业中，沁园、美的、安吉尔等品牌占据的市场份额相对较大，其他企业份额相对较小。我们认为，在整个行业成长期间，不同类型的企业根据自身的特点，通过采取相应的竞争策略，都能获得不同程度的发展，行业鱼龙混杂的格局将继续存在一段时期。

图 19：2012 年中国净水器内销品牌格局



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

公司具备较好的成长性

公司基本情况介绍

公司专注解决居家水环境改善的技术研发和产品制造，主要产品包括全屋净水机、软水机、厨房净水机、商用饮水系统等系列配套产品。2008-2012 年，公司主营业务收入从 9603 万元增长到 2.41 亿元，复合增长率 25.83%；净利润从 1222 万元增长到 4980 万元，复合增长率 42.08%。2012 年公司综合毛利率为 44.41%，销售净利率 20.69%，盈利能力较强。从区域来看，2012 年，国内销售收入占比 57.09%，国外收入占比 42.23%。其中，出口产品以软水机、零部件为主。国内市场则以净水机为主，销售区域主要集中在华东地区。另外，瞿建国先生直接和间接持有公司 43.78% 股权，是公司的实际控制人。

图 20: 公司净水设备系列



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 公司软水设备



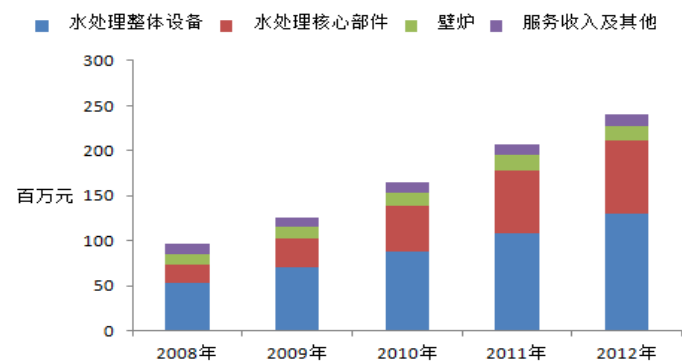
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 容器和多路控制阀



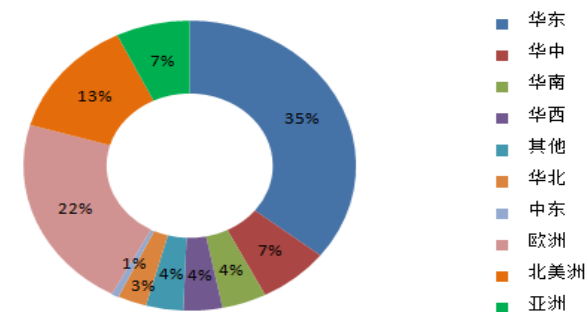
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 2008-2012 年收入结构



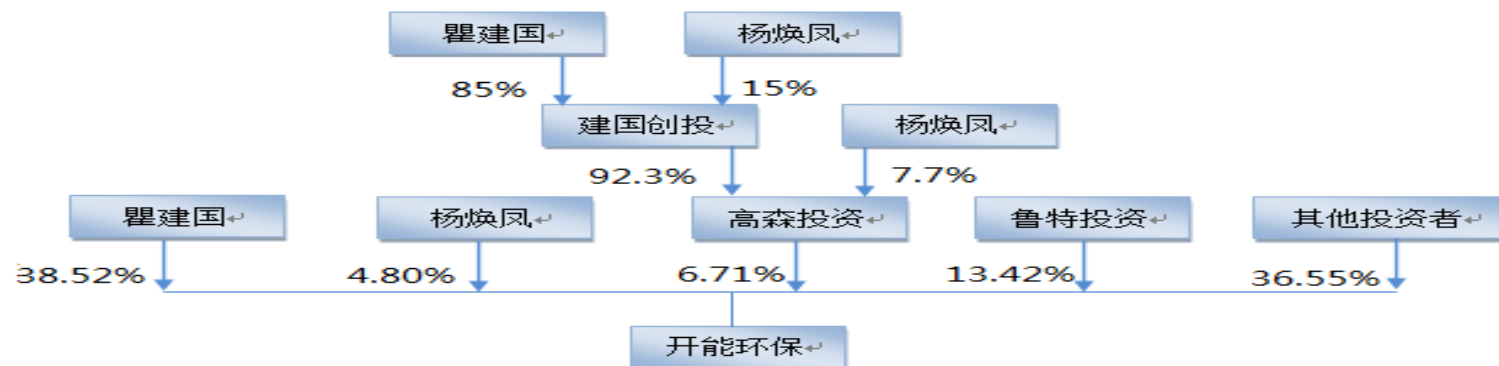
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 2012 年公司收入分地区结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 2012 年公司股权结构



资料来源公司公告，信达证券研发中心

发展战略清晰，实现路径明朗

公司的发展目标是：一流的研发和制造全屋水处理设备和专业部件产品，并集销售和服务为一体的现代科技型企业，2011-2015 年的目标是产品规模化、产业化，积极开拓国内和国际市场，实现快速发展。根据公司的发展战略，公司的具体经营计划包括两个方面的内容：

首先，积极扩大产能，应对未来行业快速成长。公司扩产包括募投项目和新建项目，募投项目主要是新增整机 18 万台/套，新增 40 万只复合材料压力容器和 10 万只多路控制阀产能。新建项目是指公司毗邻的 38 亩土地，主要用途是新建净水器产品和部件的生产车间。

其次，拓展销售渠道：

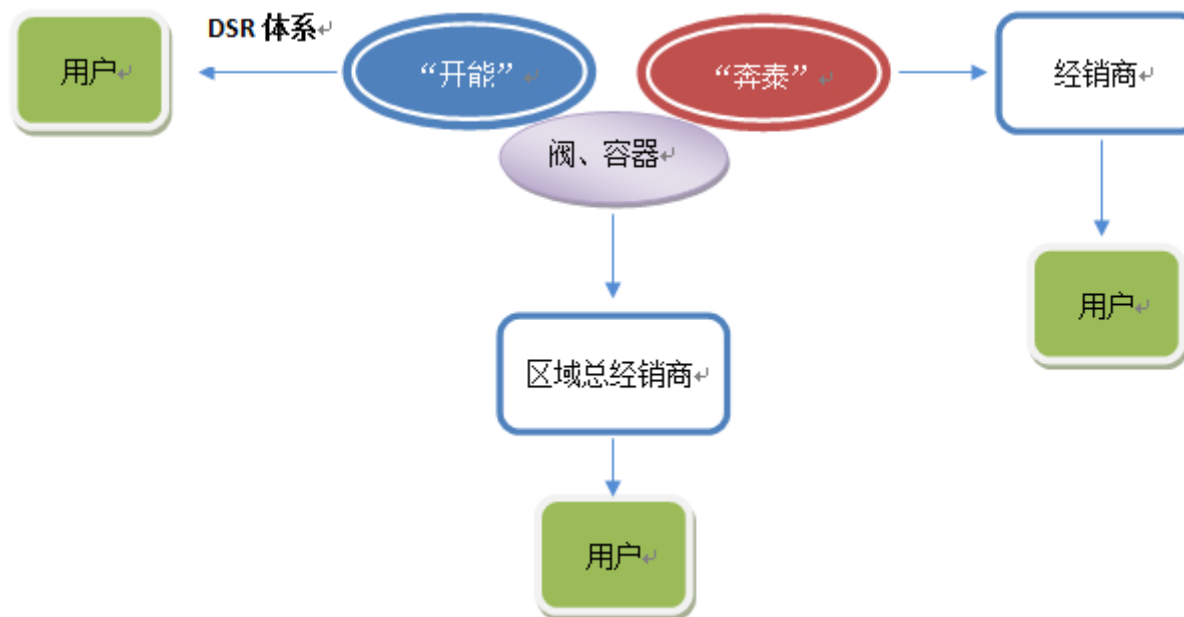
1、“开能”产品直销渠道。公司现有净水器产品包括“开能”和“奔泰”两个品牌，其中“开能”品牌主要是全屋净水器和软水机，定位在国内高端市场，主要的销售模式 DSR（Door to Door, Solution, Return）直销模式，通过给客户提供上门服务、整体解决方案和返厂保养升级，来促进高端产品的销售。公司 DSR 模式在上海地区获得了较好的效果，并已经开始在其他发达地区开展复制工作。

2、“奔泰”产品经销商渠道。“奔泰”品牌主要是中低端产品，以 RO 净水机等终端机为主，主要销售模式通过经销商网络，在全国地级、县级市场推广产品，截止 2011 年中，公司在 20 多个省级单位有零售经销商 936 家，其中活跃的经销商 270 家。公司计划在 3 年内建立不少于 1500 家合格经销商零售网络，拓展低端产品市场。

3、零部件出口总经销商渠道。公司出口产品以零部件为主，ODM 为辅，销售模式是总经销商体系。截止 2011 年中期，公司已经建立 3 家区域总经销商，未来 3 年内，计划在欧洲地区发展 5-10 家，北美地区发展 2-3 家，东南亚和中东市场发展 2-3

家总经销商，来推进公司零部件产品的出口。

图 26: 公司不同产品的销售模式



资料来源：信达证券研发中心

盈利预测与估值

核心假设和产品收入预测

- 1、公司募投项目顺利投产，而且新购置土地的产能在 2015 年投产；
- 2、渠道拓展顺利，北京地区的直销模式在 14-15 年取得明显进展；
- 3、零部件出口客户和国内客户拓展顺利；
- 4、原材料价格波动较小，产品价格稳定。

表 2: 分业务收入预测

		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
水处理整体设备	收入 (百万元)	108.75	129.28	155.14	193.92	271.49
	毛利率	47.90%	45.88%	45%	45%	45%
水处理核心部件	收入 (百万元)	68.59	82.44	107.17	139.32	195.05
	毛利率	39.10%	42.52%	42%	42%	42%
壁炉	收入 (百万元)	18.07	15.30	15.30	15.30	15.30
	毛利率	36.22%	39.48%	39%	39%	39%
服务	收入 (百万元)	11.66	13.70	16.44	19.73	25.65
	毛利率	53.80%	47.46%	47%	47%	47%
收入合计 (百万元)		207.07	240.72	294.04	368.27	507.48
增长率		25.47%	16.25%	22.15%	25.24%	37.80%
综合毛利率		44.30%	44.41%	43.71%	43.72%	43.77%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

在行业继续成长的基础之上, 我们认为: 2013-2014 年, 公司处于产能建设和渠道拓展期, 2015 年销量可能会迎来较快的增长。另外, 除了国内整机市场之外, 随着公司阀和压力容器产能的扩张, 公司零部件对国内其他整机厂的销售也可能放量, 从而提高零部件整体的销售增速。因此, 我们预计未来 3 年, 公司收入和利润的增速有望加快。我们预计: 13-15 年, 公司营业收入增长 22.15%、25.24%和 37.80%, 净利润增长 17.70%、20.09%和 38.68%, EPS 分别为 0.32、0.38 和 0.53 元。

估值和投资评级

按照公司目前的股价 (2013 年 7 月 31 日收盘价 10.47 元/股), 13-15 年的动态 PE 分别为 33、28 和 20 倍, 在 A 股中小板和创业板水处理上市公司的估值相对较低。另外, 长期来看, 公司正处于成长期的初期阶段, 而且产品属性具备消费性质, 行业空间较大, 因此具备高成长性。按照 13 年 40-50 倍 PE 测算, 公司的估值区间在 12.8~16 元, 我们首次给予公司“买入”评级, 目标价为 14.4 元 (对应 2013 年 45 倍动态 PE)。

表 3: A 股中小板和创业板水处理行业上市公司估值

简称	股价	市值	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	ROE%
	(元)	(亿元)	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2012A
兴蓉投资	5.47	163.35	0.24	0.28	0.33	23	20	17	3.8	18.02
桑德环境	37.38	241.39	0.67	0.94	1.25	56	40	30	6.3	15.89
南方汇通	9.04	38.15	0.14	0.15	0.20	64	60	46	3.8	6.24
开能环保	10.47	19.78	0.26	0.33	0.39	40	32	27	4.2	10.73
兴源过滤	14.26	16.61	0.33	0.41	0.54	43	35	26	3.1	7.51
万邦达	38.29	87.61	0.43	0.59	0.77	89	65	50	5.0	5.81
维尔利	15.70	24.56	0.44	0.56	0.71	36	28	22	2.6	7.48
碧水源	43.97	389.47	0.64	0.94	1.28	69	47	34	10.0	15.74
巴安水务	13.76	36.71	0.17	0.25	0.37	82	54	38	7.8	10.03
津膜科技	29.28	50.95	0.34	0.51	0.74	86	57	40	7.2	12.92
平均值						59	44	33		
中值						60	43	32		
开能环保 (信达预测)	--	--	--	0.32	0.38	--	33	28	--	--

资料来源: wind, 信达证券研发中心; 注: 股价是 2013 年 7 月 31 日收盘价; 一致预测是 wind 平均值。

风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨, 净水机产品价格下降。
- 2、市场拓展缓慢。
- 3、公司产品出现严重的质量问题。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	381.33	345.71	250.00	284.41	400.79
现金	318.53	259.05	145.04	154.79	224.96
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它应收款	30.51	35.05	42.81	53.62	73.89
预付账款	0.82	1.43	1.77	2.21	3.05
存货	30.18	43.01	53.20	66.61	91.72
其他	1.30	7.18	7.18	7.18	7.18
非流动资产	111.82	266.67	333.23	326.03	319.69
长期投资	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00
固定资产	89.91	100.62	105.66	166.36	160.16
无形资产	12.03	119.88	119.25	118.62	117.99
其他	9.89	26.17	88.31	21.05	21.54
资产总计	493.15	612.37	583.22	610.43	720.48
流动负债	23.82	120.56	75.10	31.20	42.64
短期借款	0.00	0.00	50.00	0.00	0.00
应付账款	10.60	11.89	14.70	18.41	25.35
其他	13.22	108.68	10.40	12.79	17.29
非流动负债	10.03	9.95	9.95	9.95	9.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.03	9.95	9.95	9.95	9.95
负债合计	33.85	130.51	85.05	41.16	52.59
少数股东权益	3.64	9.39	9.99	10.70	11.68
归属母公司股东权益	455.66	472.47	488.18	558.58	656.21
负债和股东权益	493.15	612.37	583.22	610.43	720.48

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	207.07	240.72	294.04	368.27	507.48
同比	25.47%	16.25%	22.15%	25.24%	37.80%
归属母公司净利润	39.73	49.80	58.62	70.40	97.63
同比	8.92%	25.34%	17.70%	20.09%	38.68%
毛利率	44.30%	44.41%	43.71%	43.72%	43.77%
ROE	13.40%	10.73%	12.20%	13.45%	16.07%
每股收益(元)	0.21	0.26	0.32	0.38	0.53
P/E	38	39	33	28	20
P/B	2.53	3.17	3.99	3.49	2.97
EV/EBITDA	19.20	22.06	24.30	19.59	14.36

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	207.07	240.72	294.04	368.27	507.48
营业成本	115.35	133.81	165.53	207.25	285.37
营业税金及附加	0.65	0.64	0.90	1.08	1.46
营业费用	18.48	25.28	29.40	36.83	50.75
管理费用	23.98	31.60	36.23	43.53	57.45
财务费用	1.75	-7.92	-7.69	-4.31	-4.60
资产减值损失	0.70	0.62	0.87	1.09	1.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.17	56.69	68.81	82.80	115.61
营业外收入	1.34	3.74	2.05	2.27	2.35
营业外支出	0.02	0.12	0.09	0.08	0.09
利润总额	47.48	60.31	70.77	84.99	117.87
所得税	7.43	9.85	11.56	13.89	19.26
净利润	40.05	50.46	59.21	71.11	98.61
少数股东损益	0.31	0.66	0.59	0.71	0.99
归属母公司净利润	39.73	49.80	58.62	70.40	97.63
EBITDA	58.19	65.80	79.71	96.33	131.43
EPS (加权平均)	0.21	0.26	0.36	0.38	0.53

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	38.26	39.69	54.28	63.74	77.21
净利润	40.05	50.46	59.21	71.11	98.61
折旧摊销	9.23	10.27	8.94	11.34	13.56
财务费用	1.48	-4.78	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-13.08	-17.05	-14.63	-19.65	-36.21
其它	0.58	0.80	0.75	0.94	1.25
投资活动现金流	-12.02	-68.24	-175.38	-3.99	-7.04
资本支出	-16.02	-39.17	-175.38	-3.99	-7.04
长期投资	0.00	-31.05	0.00	0.00	0.00
其他	4.00	1.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	252.32	-30.95	7.10	-50.00	0.00
吸收投资	285.78	2.10	0.00	0.00	0.00
借款	-24.70	0.00	50.00	-50.00	0.00
支付利息或股息	1.45	33.05	42.90	0.00	0.00
现金净增加额	278.49	-59.48	-114.00	9.75	70.17

行业小组简介

左志方，中国人民大学经济学博士，对经济周期、资产定价理论有深入的研究。2010 年加盟信达证券，从事机械行业研究。

韦玮，从事煤炭和电力行业研究，2012 年初加盟信达证券研究开发中心。曾任职于天相投顾和中国民族证券，从事煤炭和电力行业研究。

皮建国，工业外贸工学学士、应用会计与金融硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师、中国注册税务师。1993 年毕业，先后在银行、投资公司、会计师事务所工作，并在 A+H 股上市公司担任执行董事兼财务总监。2012 年加盟信达证券。

机械行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
郑煤机	601717	山东矿机	002526	杭氧股份	002430	陕鼓动力	601369
长荣股份	300195	杭齿前进	601177	利君股份	002651	黄海机械	002680
杭锅股份	002534	惠博普	002554	天壕节能	300332	恒立油缸	601100
中联重科	000157	津膜科技	300334	维尔利	300190	万邦达	300055

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	Liusheng@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@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。

评级说明

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； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

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。