

# 加快二三线市场布局 看好全屋净水设备市场

投资要点：

- **2013 年净利同比增长 14%。**2013 年公司实现营收 3.11 亿元，同比增长 29%，归属于母公司股东的净利润为 5697 万元，同比增长 14%，剔除 2012 年度募集资金尚未全部投入所带来的利息增加和股权激励成本等非经营因素，2013 年度税后盈利比上年度增长 35%。每股收益 0.30 元，加权平均净资产收益率 11.69%，同比提升 0.89 个百分点。公司拟每 10 股转增 3.5 股派现金 1.5 元。公司预告 14 年 1 季度净利增长 5%-25%。
- **主导产品销量增加，但毛利率下降。**13 年水处理整体设备、水处理核心部件、壁挂炉产品销售量同比分别增长 39%、53%、9%，但毛利率同比分别下降 0.94、4.5、3.5 个百分点，水处理整体设备和水处理核心部件作为前两大业务，收入占比分别为 51%、38%。单项业务毛利率下降导致公司综合毛利率同比下降 2.48 个百分点至 41.93%。
- **出口业务同比增长 23%。**13 年公司实现出口额 1.4 亿元，同比增长 23%，出口业务实现毛利 5548 万元，同比增长 17%，毛利率 39.55%，同比下降 2.63 个百分点。出口产品以水处理核心部件为主，海外市场竞争加剧，导致毛利增速低于营收增速。
- **内销业务营收增长 32%，加快二三线市场布局。**13 年公司内销业务实现营收 1.7 亿元，同比增长 32%，毛利同比增长 26%。其中毛利率较高达到 49%的 DSR 直销模式继续开拓上海等一线城市，毛利率稍低的奔泰品牌以经销商模式加快开拓二三线城市市场，13 年奔泰品牌国内经销业务同比增长 58%。
- **现阶段公司各项业务发展优先顺序：奔泰品牌>出口>DSR 模式。**公司以扩大市场份额为主，同时加大环保核心部件出口，继续巩固及扩大一线城市覆盖面，预计未来几年公司营业收入快速增长，但考虑到产品线多元化将摊薄盈利，同时行业竞争加剧，预计净利增速慢于营收增速。
- **全屋净水设备市场巨大。**根据我国目前原水水质污染情况以及城市自来水处理以及供水管网的现状，全屋净水设备将是人们获得更加健康人居环境的主要途径，也是未来人居水处理设备的消费趋势，其潜在市场容量可高达 1000 万台，按照单价 5 万元测算市场规模约 5000 亿。
- **公司关注膜片生产设备和城市污水处理设备市场需求。**13 年公司参股 20%的浙江美易膜技术有限公司发展势头良好，第一套膜片生产设备已经建成并投入生产，将逐步开展特种分离膜、海水淡化、纳滤和反渗透膜片的生产制造。公司与江苏华宇环保设备有限公司签订合同，合资设立江苏开能华宇环保设备有限公司，公司持有该公司 25%的股份。该公司将立足于满足未来中国城镇化过程中所产生的生活污水处理需求，研发和制造商用型水处理核心部件和产品。
- **盈利预测：2014-2016EPS 为 0.35、0.41、0.47 元。**预计 2014-2016 年公司净利润分别同比增长 16%、17%、14%，EPS 为 0.35、0.41、0.47 元，对应 PE 为 38、32、28 倍。公司新研制的全自动多路控制阀、手动软水阀和手动净水阀、减压阀、软水机等产品将陆续投放市场，是未来市场开拓主要看点。看好消费升级带来的全屋净水设备市场

开能环保  
(300272.SZ)

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel：010-59355904

Email：lijing@chinans.com.cn

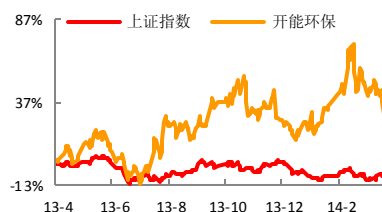
## 投资评级

本次评级：增持  
跟踪评级：首次  
目标价格：

## 市场数据

市价(元)	13.17
上市的流通 A 股(亿股)	0.88
总股本(亿股)	1.89
52 周股价最高最低(元)	18.42-8.11
上证指数/深证成指	2041.71/ 7165.57
2013 年股息率	2.38%

## 52 周相对市场改变



## 相关研究

需求的增加，目前公司规模较小，未来成长空间大。首次给予“增持”评级。

- 催化剂：水环境恶化的突发事件、迪士尼概念、居民水处理需求普及。
- 风险提示：市场拓展慢于预期、行业竞争加剧。

**公司财务数据及预测**

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	311	395	488	591
增长率(%)	29.28%	26.78%	23.61%	21.16%
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	57	66	78	89
增长率(%)	14.40%	16.47%	17.02%	14.47%
毛利率%	41.93%	41.14%	40.06%	39.00%
净资产收益率(%)	11.30%	12.24%	13.09%	13.65%
EPS(元)	0.30	0.35	0.41	0.47
P/E(倍)	43.74	37.55	32.09	28.04
P/B(倍)	4.94	4.59	4.20	3.83

数据来源：民族证券

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E	单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>262</b>	<b>272</b>	<b>312</b>	<b>317</b>	<b>营业收入</b>	311	395	488	591
现金	137	114	114	75	营业成本	181	232	292	360
应收账款	51	65	80	97	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	11	14	18	22	销售费用	31	39	48	58
预付账款	3	4	5	7	管理费用	34	47	59	71
存货	54	71	90	111	财务费用	-2	-3	-3	-4
其他	4	4	5	6	资产减值损失	1	2	2	2
<b>非流动资产</b>	<b>298</b>	<b>339</b>	<b>365</b>	<b>438</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	22	22	22	投资净收益	0	0	0	0
固定及无形资产	276	316	341	414	<b>营业利润</b>	66	76	89	101
其他	1	2	2	3	<b>利润总额</b>	69	80	93	107
<b>资产总计</b>	<b>560</b>	<b>611</b>	<b>677</b>	<b>755</b>	所得税	11	12	14	16
<b>流动负债</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>净利润</b>	58	68	79	91
短期借款	0	4	5	6	少数股东损益	1	2	2	2
应付账款	18	13	16	20	<b>归属母公司净利润</b>	57	66	78	89
其他	6	8	10	12	EBITDA	78	89	102	118
<b>非流动负债</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	EPS (元)	0.30	0.35	0.41	0.47
长期借款	0	0	0	0					
其他	10	12	15	19	<b>主要财务比率</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债合计</b>	<b>47</b>	<b>58</b>	<b>72</b>	<b>89</b>	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	9	11	12	14	营业收入	29.28%	26.78%	23.61%	21.16%
归属母公司股东权益	504	542	593	651	营业利润	16.03%	15.47%	16.68%	14.11%
<b>负债和股东权益</b>	<b>560</b>	<b>611</b>	<b>677</b>	<b>755</b>	归属母公司净利润	14.40%	16.47%	17.02%	14.47%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	41.93%	41.14%	40.06%	39.00%
单位: 百万元	2013E	2014E	2015E	2016E	净利率	18.31%	16.82%	15.92%	15.04%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-54</b>	<b>38</b>	<b>59</b>	<b>69</b>	ROE	11.30%	12.24%	13.09%	13.65%
净利润	58	68	79	91	ROIC	10.49%	10.96%	11.61%	11.96%
资产减值损失					<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	13	14	15	18	资产负债率	8.37%	9.50%	10.57%	11.79%
公允价值变动收益					净负债比率				
财务费用	-2	-3	-3	-4	流动比率	7.06	5.98	5.56	4.51
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.59	4.42	3.96	2.93
营运资本变化	-123	-43	-34	-38	<b>营运能力</b>				
递延税款变化					总资产周转率	0.56	0.65	0.72	0.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>-43</b>	<b>-54</b>	<b>-41</b>	<b>-90</b>	应收帐款周转率	6.12	6.12	6.12	6.12
资本支出	-42	-54	-41	-90	应付帐款周转率	3.32	3.28	3.25	3.24
其他投资	-1	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-25</b>	<b>-7</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	每股收益	0.30	0.35	0.41	0.47
短期借款	0	19	6	9	每股经营现金	-0.29	0.20	0.31	0.37
新发股份	18	0	0	0	每股净资产	2.66	2.87	3.14	3.44
分红	-43	-28	-27	-31	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	-2	0	0	0	P/E	43.74	37.55	32.09	28.04
财务费用	2	3	3	4	P/B	4.94	4.59	4.20	3.83
<b>现金净增加额</b>	<b>-122</b>	<b>-23</b>	<b>1</b>	<b>-39</b>	EV/EBITDA	32.12	28.09	24.38	21.19

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

## 分析师承诺

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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员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。

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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)