



人居水处理行业黄金十年 投资稀缺品种

2014. 06. 06

姚玮(首席分析师) 王亮(研究助理)

电话: 020-88836125 010-83226009-813

邮箱: yaow@gzgzs.com.cn Wangl-a@gzgzs.com.cn

执业编号: A1310512110002

强烈推荐(首次)

现价: 11.22

目标价: 15.30

股价空间: 36%

家电行业

投资要点:

● 人居水处理设备行业刚刚进入10年黄金发展期

我国居民对人居水处理设备的消费意识开始加速提升,生产厂商正加速布局该行业。我们预计未来10年终端设备复合增速为42%;全屋设备的复合增速为61%。

● 公司具有研发、制造和服务优势

公司进入行业13年之久,一直是全屋和终端设备领先企业。公司在水环境污染与人体健康、水处理核心技术和部件、水处理效率等方面储备了深厚的基础研究和技术研发,公司在研发、制造和服务方面具有较明显的优势。

● 公司引领消费趋势,全屋设备和终端设备同时发力

公司产品线覆盖人居水处理设备细分全部领域,对国内消费市场趋势有深刻把握。公司凭借先进技术和制造工艺,在海外市场也保持较高份额。公司“开能”、“奔泰”双品牌营销,未来收入持续高增长有保障。

● 盈利预测与估值

我们预计公司14、15、16年按最新股本摊薄EPS分别为0.34元、0.52元、0.77元,对应的PE分别为33、22、15倍。考虑到公司的业务处于行业黄金发展期初期,而且是该行业稀缺品种。给予公司14年45倍市盈率,对应目标价15.30元,给予公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示

1、国内市场竞争加剧的风险;2、欧美市场波动风险;3、人民币汇率上升风险;4、营业成本上升的风险;5、限售股解禁的风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	311.21	450.46	655.20	937.51
同比(%)	29.28%	44.75%	45.45%	43.09%
归属母公司净利润	56.97	86.32	132.14	196.69
同比(%)	14.40%	51.51%	53.08%	48.85%
毛利率(%)	41.93%	42.57%	43.15%	43.42%
ROE(%)	11.45%	15.91%	21.78%	27.69%
每股收益(元)	0.22	0.34	0.52	0.77
P/E	50.84	33.19	21.68	14.56
P/B	5.74	5.10	4.54	3.73
EV/EBITDA	35.68	23.22	15.57	10.77

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开能环保	10.7	1.4	22.9
家用电器 (申万)	-1.0	-3.5	-6.5
沪深300	-1.0	-1.8	-13.8

基本资料

总市值(亿元)	26.32
总股本(亿股)	2.55
流通股比例	46%
资产负债率	8.95%
大股东	瞿建国
大股东持股比例	38.47%

相关报告

目 录

1. 对人居水处理设备行业基本认识.....	4
1.1 行业强劲持续发展有牢固的基础.....	10
1.1.1 居民消费意识开始加速提升.....	10
1.1.2 居民饮水习惯变化开始显著.....	10
1.1.3 消费路径：先终端后全屋，先净水后软水.....	11
1.2 未来十年终端设备复合增速 42%，全屋设备复合增速 61%.....	11
1.2.1 分终端和全屋设备测算行业增速.....	12
1.2.2 类比：空调行业早期复合增速达 57%.....	13
1.2.3 细分行业增速各不相同.....	13
1.3 企业外延并购特征显著.....	14
2. 公司业务及财务分析.....	15
2.1 五类细分设备比例估算.....	15
2.2 预计 2013 年起公司进入收入高增长通道.....	16
2.3 公司毛利率稳中有降但仍保持较高水平.....	17
2.4 预计未来几年生产成本保持稳定.....	17
3. 公司意在强化研发、制造和服务三大壁垒.....	18
3.1 公司具有研发壁垒.....	19
3.1.1 已拥有的核心技术和发展研究.....	20
3.1.2 研发投入持续增长.....	21
3.2 公司具有制造壁垒.....	22
3.2.1 公司产品齐全覆盖行业全部细分领域.....	22
3.2.2 加速产能扩张和工艺改进.....	22
3.3 公司具有服务壁垒.....	24
4. 双品牌营销、收入高增长有保障.....	25
4.1 奔泰品牌：经销商模式发展迅速.....	25
4.2 开能品牌：DSR 模式复制加快.....	26
4.3 开能品牌在海外市场收入稳定.....	26
5. 公司着力外延扩张、整合产业链.....	27
6. 公司盈利预测与估值.....	28
6.1 基本假设.....	28
6.2 盈利预测.....	28
6.2.1 水处理整体设备收入增速预测.....	28
6.2.2 水处理核心部件收入增速的预测.....	29
6.2.3 服务收入预测.....	29
6.2.4 壁炉收入预测.....	29
6.2.5 汇总：分项收入和成本预测.....	29
6.3 估值.....	31
7. 公司投资风险提示.....	32

图表目录

图表 1 人居水处理设备分类	4
图表 2 家庭用水需求分类	4
图表 3 终端净水设备外观（终端机）	5
图表 4 终端净水设备（终端机）按照示意图	5
图表 5 全屋设备示意图	5
图表 6 膜过滤技术分类	6
图表 7 人居水处理设备按全屋、终端和部件分类的主要厂商	8
图表 8 全屋水处理设备产业链关系	8
图表 9 终端水处理设备产业链关系	8
图表 10 目前行业适从的法规与标准	8
图表 11 饮用水污染点	10
图表 12 近 3 年净水机销售量复合增速达 45%	11
图表 13 饮水机销量增速急剧下滑（单位：）	11
图表 14 家用水处理设备的消费路径	11
图表 15 人居水处理设备行业空间和增速测算	12
图表 16 我国每百户空调保有量前 10 年增速达 57%	13
图表 17 人居水处理设备行业主要并购事件	14
图表 18 开能环保控股股东情况	15
图表 19 公司整体设备和专业部件收入占比稳定	15
图表 20 整体设备各分项的比例变动不大	16
图表 21 公司 2013 年开始主要业务增速显著	16
图表 22 公司国内收入增速显著	16
图表 23 公司主业毛利率较高（%）	17
图表 24 公司期间费用率稳定下降（%）	17
图表 25 材料费用占成本最大	17
图表 26 公司主要材料成本	17
图表 27 直接材料——铜价格走势持续下降	18
图表 28 直接材料——锌价格走势平稳	18
图表 29 直接材料——塑料格走势平稳	18
图表 30 直接材料——苯乙烯价格走势上升缓慢	18
图表 31 各子公司（参股公司）业务简表	19
图表 32 公司拥有核心技术、基础研究等简表	20
图表 33 公司拥有发明专利简表	21
图表 34 公司研发费用持续增长	21
图表 35 公司产品齐全、覆盖行业全部细分领域	22
图表 36 公司固定资产等的现金支出增长显著	23
图表 37 公司固定资产增速稳步增长	23
图表 38 公司产能扩张和工艺改进稳步推进	23
图表 39 公司服务体系健全	24
图表 40 开能环保经销商家数量高速发展	25
图表 41 公司海外几大区域收入占比稳定	26
图表 42 公司主要产品销量预测（单位：台/套）	30
图表 42 公司主要产品销量预测（单位：台/套）	30
图表 43 参考标的估值	31
图表 44 公司限售股分类简表	32
图表 45 盈利预测表（单位：百万元）	33



1. 对人居水处理设备行业的基本认识

公司所处行业为水处理设备行业中的人居水处理设备，主要为满足家庭生活对饮水和用水的深度水处理需求。由于人们生活水平和水健康意识的提高，人们对水质洁净度、软硬度有整体性和个性化的需求；再由于环境污染对水源的影响、以及市政供水在进入家庭的过程中，因为管道和环境污染对市政供水有二次污染，因此人居水处理行业得以迅猛发展。

一、行业细分领域

下图展示了人居水处理设备的细分领域。从这些名称中发展出几组惯用说法，包括全屋设备、终端设备；净水设备、软水设备；家用设备、商用设备。由于目前销售的人居水处理设备主要是终端净水设备，因此行业和市场上经常说净水器、净水机是相同概念，大部分都是指终端净设备。

图表 1 人居水处理设备分类

人居水处理设备	家用全屋水处理设备	全屋净水设备	用于家庭用户。
		全屋软水设备	
	家用终端水处理设备	终端净水设备	用于家庭用户。
		终端软水设备	
商用净化饮水设备		学校、工厂、企事业单位、医院等单位用户。	

资料来源：广证恒生整理

家庭用水的需求主要包括：

图表 2 家庭用水需求分类

饮水	直饮、泡茶、煮咖啡、冲奶。	首先要求净水。 其次增加口感，调节水的硬度。
厨房用水	洗菜、淘米；煲汤、煮饭； 餐具清洗	首先要求净水。 其次软水洗涤避免水垢残余，有助于保持餐具、洁具光亮如新。
卫浴用水	洗澡；洗衣；洗漱。	首先要求净水。 其次软水沐浴有助于发丝柔顺、肌肤细腻，避免干燥瘙痒。软水洗衣有助于节省洗涤液，避免衣物原色和亮洁渐退。
注：净水要求符合《生活饮用水卫生标准》(GB5749-2006)		

资料来源：广证恒生整理



二、行业具有家电、环保家庭装修属性

人居水处理设备行业具有如下的性质：

- 1、环保属性：人居水处理设备，是人居水环保行业的一个分支，属于环保行业范畴。
- 2、家电消费属性，在家庭的厨房、卫生间以及客厅使用。
- 3、家庭装修属性：人居水处理设备，尤其是全屋水处理设备，在安装过程中需要改动家中水路和电路，因此具有家庭装修属性。

三、人居水处理设备技术介绍

终端净水设备供水流量相对较小，一般只需要满足饮水的需要，在产品结构设计上相对简单和便捷，技术实现相对容易，产品的成本和价格相对较低。终端净水设备多采用膜或陶瓷，以及活性炭的过滤技术。目前市场上的终端净水设备多采用该技术。

全屋净水设备要满足大流量水处理下的净化功效，并要求持续供水的稳定性、安全性、操作便捷性、成本的经济性等。全屋净水设备多采用铜锌合金氧化还原过滤技术，同时通过多种应用技术进行有效集成，实现这些集成的重要部件包括：多路控制阀和复合材料压力容器。

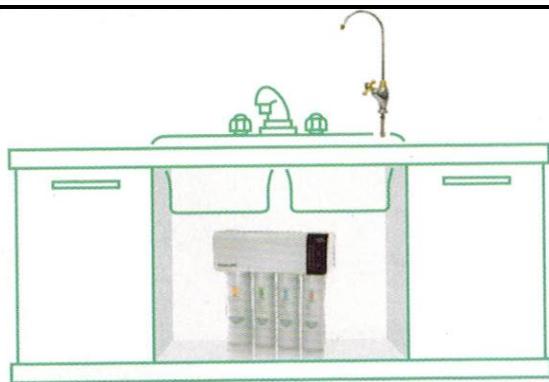
软水设备多采用食品级树脂为主要滤料、现代智能控制技术为核心控制单元。终端软水和全屋软水的技术原理相同，区别在于通过多路控制阀来控制水流量。

图表 3 终端净水设备外观（终端机）



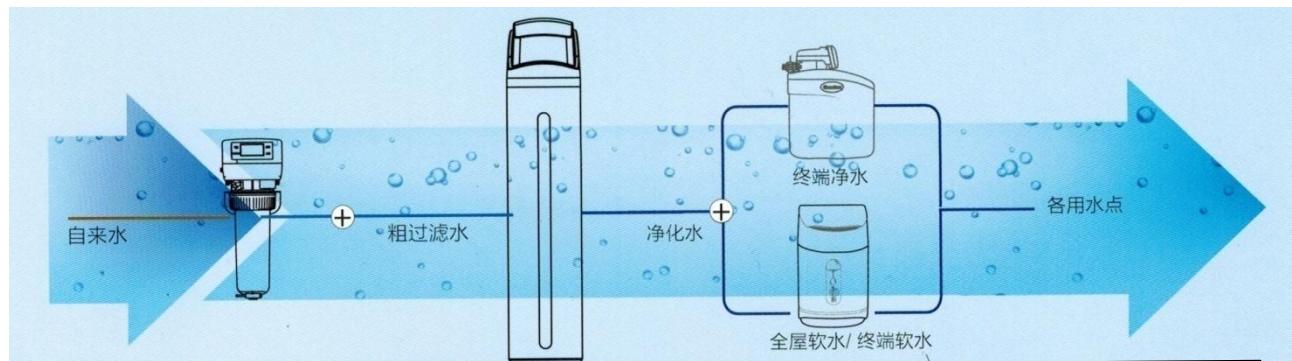
资料来源：广证恒生整理

图表 4 终端净水设备（终端机）按照示意图



资料来源：开能环保产品说明书，广证恒生

图表 5 全屋设备示意图



资料来源：开能环保产品说明书，广证恒生

1、常见的过滤技术

(1) 膜过滤

图表 6 膜过滤技术分类

序号	膜的类别	膜的孔径	过滤效果
1	粗滤、微滤膜	0.5-1 微米	简单过滤泥垢、铁锈、胶体等可见杂质，以及大的细菌团。
2	超滤膜 (简称UF)	0.1-0.01 微米	较粗滤/微滤膜进一步过滤细菌、病毒、色素、炭粉等大分子有机物。
3	纳滤膜 (简称NF)	0.01-0.001微米	较超滤膜进一步过滤农药、除草剂、洗涤剂等大分子有机物和大分子盐类。
4	反渗透膜 (简称RO)	0.0001 微米	除水分子和氧分子外，其余化学分子和离子等原则上均不能通过，进而达到了纯水的净化效果。经反渗透膜过滤的水虽然水的性状与氧溶量未改变，但水中也少了有益的矿物质。

资料来源：广证恒生整理

(2) 活性炭吸附过滤

活性炭是一种经特殊处理的炭，具有无数细小孔隙，表面积巨大，约为 900-1500 平方米/克。活性炭有很强的物理吸附和化学吸附功能，利用其巨大的表面积可将水中毒性有机物吸附于微孔中，同时又能与水中多种化学污染物结合，从而阻止有机物和化学污染物被人体吸收。活性炭主要用于脱色、脱臭、脱氯、去除有机物及部分重金属、去除合成洗涤剂、细菌、病毒及放射性等污染物质。

活性炭具备再生性，其表面附着物可在使用过程中通过水的反向流动进行冲洗，而其深层吸附物可在回收后返送到活性炭生产或再生工厂经过一定的再生工艺处理彻底去除。

(3) 铜锌合金氧化还原过滤

通常所说的KDF (Kinetic Degradation Fluxion) 即指高纯度的铜、锌合金颗粒。在与水接触时，合金中的金属锌通过强大的微电化学氧化还原反应与水中氧化性有害物质进行电子交换，使有害物质转化为无害成分，从而达到净水的目的。去除的物质附着在铜锌合金滤料表面，通过水的反向流动冲洗。

可去除物质	去除率
氯	99%
可溶性铅、汞、镍、铬等重金属离子	98%
病菌	绝大多数
水中钙镁离子不再形成难溶的方解石晶体，而形成松软的规则结晶，不容易结垢。	

资料来源：广证恒生整理

(4) 活性炭和铜锌合金的复合净化处理技术

经多年实践检验证明，活性炭和铜锌合金的复合净化处理技术是安全可靠、净化效果显著、运行成本

低廉的净水技术。而且，该项复合处理技术的单位产水量大大优于膜、陶瓷等其他过滤技术，符合环保、节能、节水等现代生活理念，可以用于大流量用水的净化处理。目前，市场上优质的全屋净水设备均主要采用该项复合水净化处理技术。

2、软水技术

软水设备采用食品级树脂为主要滤料、现代智能控制技术为核心控制单元（自动多路控制阀）、食品级塑料为部件主材，用于去除家庭用水中的钙、镁离子，降低水的硬度，从而减少管路、设备结垢现象，并降低涉水电器因结垢而造成的能耗增加（例如热水炉在结垢后会出现加热等量的水单位耗能增加的现象），进而延长相关涉水电器的使用寿命；同时，可减少因水硬度高而造成的洗涤剂消耗量，从而达到节能、节水等目的。此外，软化后的水会感觉较为润滑，可提高洗脸、沐浴等用水的舒适度，保护皮肤。

3、多路控制阀

多路控制阀实际上是多路阀+控制器。多路阀是由一系列机械部件组成的多水路阀体，通过控制部件的位置变化来控制水的流动方向，从而实现水处理设备的处理、再生、反冲、正冲等各项功能。控制器则是负责各项处理程序的智能控制系统和人机交互界面功能的集成。

阀内的机械驱动装置和智能控制系统芯片协同控制不同的水路开合，从而实现不同的水处理功能，并确保水流的恒压、恒速。

4、复合材料压力容器

复合材料压力容器是水处理滤料的装载容器，也是水处理过程的反应容器，是带智能化自动反冲洗和再生功能的净水机、软水机不可缺少的核心部件之一。应用的技术包括：结构设计、吹塑技术、复合材料缠绕技术、固化技术等。

技术上要求耐压力、耐疲劳、耐爆破、耐腐蚀性，并达到涉水卫生安全的食用材料品质要求，以及统一恒定的内外尺寸控制。

四、各细分领域厂商分类

由于我国人居水处理设备行业存在的巨大的潜在市场和良好的发展势头，国内外很多企业进入该领域。大概包括以下几类：

- 1、国内较早进入家用终端净水设备的企业：如沁园、立升、全来。
- 2、国内较早进入全屋设备的企业：如开能环保。
- 3、从饮水机行业进入净水行业：如安吉尔。
- 4、国内大型家电企业进入该行业：如美的。
- 5、工业水处理设备企业进入人居水处理设备行业：如碧水源。
- 6、生产过滤膜的企业往下游延伸：如碧水源。
- 7、整体设备企业往上游专业部件延伸：如开能环保。
- 8、国外企业进入中国市场：如Pentair(滨特尔)、ECOWATER(怡口)、A.O.Smith(A.O.史密斯)、3M、Honeywell

基于我国消费者对于人居水处理设备的消费习惯、消费能力以及全屋设备和终端设备的生产技术等原

因，终端设备的企业参与者众多，根据业界统计，目前市场上大概有 3000 多家企业；全屋设备的企业参与者较少，目前有不到 10 家企业。与全屋设备相关的专业部件厂商，主要是多路控制阀和复合材料压力容器制造厂商。图表 7 列举了人居水处理设备目前主要的生产企业（品牌）。图表 8 反映了产业链关系。

图表 7 人居水处理设备按全屋、终端和部件分类的主要厂商

细分领域	厂商
全屋水处理设备	全屋净水设备：开能环保、Pentair、A.O.Smith 全屋软水设备：开能、ECOWATER、Pentair、3M、Honeywell
终端水处理设备	主打终端设备的企业：美的、沁园、安吉尔、立升、碧水源、全来。 全屋设备企业同时参与终端设备：上述全屋设备企业。
全屋设备相关的专业部件	多路控制阀：Fleck（富莱克）（Pentair旗下公司）、温州润新、开能环保。 复合材料压力容器：Wave Cyber（唯赛勃）、开能环保、Pentair

注：未列举全屋设备和终端设备的上游滤芯企业。

资料来源：广证恒生整理

图表 8 全屋水处理设备产业链关系



资料来源：开能环保招股说明书

图表 9 终端水处理设备产业链关系



资料来源：广证恒生整理

五、行业适从的法规与标准

人居水处理设备及专业部件产品的生产及制造暂未有统一的行业标准或监管体系，目前我国与行业相关的主要法规和政策如下：

图表10 目前行业适从的法规与标准

标准名称	颁发部门	开始实施时间
《生活饮用水卫生标准》(GB5749-2006)	国家卫生部和国家标准化管理委员会	2007年
《生活饮用水标准检验方法》(GB5750-2006)	国家卫生部和国家标准化管理委员会	2007年

《生活饮用水卫生监督管理办法》	卫生部和国家建设部	1996 年
《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录》（2010 年版）对用于家庭生活用水和饮用水处理、以及学校、政府机关及企事业单位安全饮水处理的净水器的主要性能指标进行了规范。	国家发改委和国家环保部	2010 年
《强制性产品认证管理规定》，“中国强制认证证书”	国家认证认可监督管理委员会颁发	——

2008 年 1 月，由全国家用电器标准化技术委员会（简称“家电标准委员会”）归口制定的 GB/T30307-2013《家用和类似用途饮用水处理装置》和 GB/T30306-2013《家用和类似用途的饮用水处理内芯》两项国家标准，被家电标准委员会立项，经过多次修改以及行业内的广泛征集意见，标准编制小组 2013 年 7 月 29 日最终形成“报批稿”，将于 2014 年 8 月 1 日正式实施。

根据报批稿，两项标准分别对饮用水处理装置和饮用水处理内芯的术语和定义、分类与命名、技术要求、试验方法、检验规则及标志、包装、运输、贮存等内容做了规定。

一、卫生安全应符合：

化学处理剂应符合 GB/T 17218

与水接触材料及部件应符合 GB/T 17219

内芯和整机卫生安全均须符合国家卫生管理部门有关法规要求

二、电气安全

内芯和整机电气安全应符合 GB 4706.1 要求

三、整机和内芯的出水水质应符合国家卫生管理部门相关法规及 GB 5749《生活饮用水卫生标准》的要求。

四、整机方面，对净水机、软水机、纯水机、矿化水机的指标均进行了规定；对净水量、噪声和控制性能做了规定。

五、内芯方面，对粗滤、膜内芯（微滤、超滤、纳滤和反渗透内芯）、吸附内芯、离子交换内芯、矿化指标进行了规定；对净水量做了规定。

六、对整机和内芯的试验方法和检验规则做了详细规定。

从两个国家标准（“报批稿”）可以看到，由于终端设备的技术较全屋设备要低一些，因此标准主要是对终端设备进行了比较全面的规定，而对全屋设备的整机和内芯的规定比较少。此外，卫生安全和电气安全是最主要的标准。

我们预计，随着国家标准的逐步完善，人居水处理设备的生产企业将面临重新洗牌，资金实力雄厚、技术研发、成本控制、售后服务及长期营销策划等综合管理能力强的企业将在竞争中取得优势地位。

六、行业发展的特征

基于我们对人居水处理设备的消费需求、生产企业和行业发展内外因素的分析，可以得到行业发展的些重要趋势和特征：

- 1、未来 10 年我国的人居水处理设备行业处于黄金发展期。
- 2、企业外延并购将加剧。

1.1 行业强劲持续发展有牢固的基础

1.1.1 居民消费意识开始加速提升

我国经济经过长期的高速发展后，经济总量实现了极大的提高，同时自然环境遭到极大的破坏，其中比较突出的就是水污染。水污染主要来自工业污水、生活污水、农业残留农药化肥等。近几年水污染事件频频曝光，居民和政府对饮水、生活用水的意识大大提高，从而使得居民对水处理设备的消费意识与日俱增。

《法制晚报》对 2004 年至 2014 年 4 月十年间水污染事件做了统计，期间我国共发生 47 起影响较大的水污染事件。在这 47 起事件中，有 29 起水污染事件是因为化工厂泄漏污染而引起的，占发生污染事件的 60%。环保部门的统计显示，近十年来我国水污染事件高发，水污染事件近几年每年都在 1700 起以上。2014 年 3 月，环保部公布我国有 2.5 亿居民的住宅区靠近重点排污企业和交通干道，2.8 亿居民使用不安全饮用水。下表列举了各种污染暴露点：

图表 11 饮用水污染点

污染产生地点	主要污染物
自来水供应端	余氯； 100 多种消毒副产物； 以有机污染为主的微污染，如：农药、环境内分泌干扰物、藻类毒素； 重金属污染物。
自来水输送过程	铁锈； 管网破损、维修管理不力也易使得地表污染物渗透入管道中。
二次供水污染（高层水箱 和地下蓄水池）	滋生微生物。

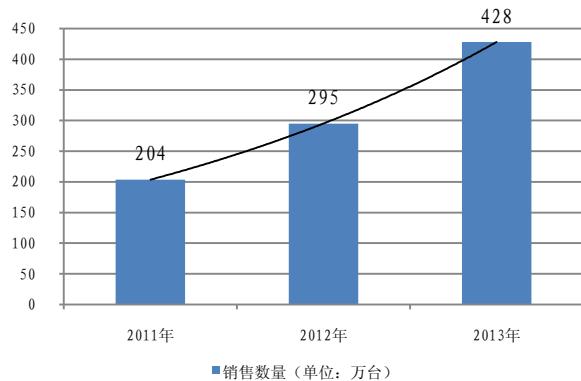
资料来源：广证恒生整理

1.1.2 居民饮水习惯变化开始显著

当前我国居民饮水主要有四类：自来水、桶装水、自动售水机售水和分质供水。自上世纪 90 年代至今，饮水机+桶装水或带简易净水装置，是我国居民最常见的饮水方式。桶装水可以理解为饮用水集中式净化，由净水生产企业生产。

但是，随着消费者环境意识的提高和对水消费质量的提升，以饮水机+桶装水或带简易净水装置的使用习惯，将逐步变为家用净水设备消费习惯。因此，净水设备市场将会抢占饮水机和桶装水市场。净水设备可以理解为饮用水由家庭分散式净化。下面的图表显示了此消彼长的趋势。净水设备的销量近三年以 45% 的增速快速增长，而饮水机销量增速由 2009 年的 250% 快速下降到近几年负增长或零增长。饮水机普及率出现饱和，新的饮水习惯或者水消费习惯迅速产生。

图表 12 近 3 年净水机销售量复合增速达 45%



图表 13 饮水机销量增速急剧下滑 (单位:)



资料来源：中国家用电器协会《中国水处理产品消费者调研》 资料来源：WIND，广证恒生

1.1.3 消费路径：先终端后全屋，先净水后软水

随着生活水平的提高，人们对高品质的生活用水需求增强，生活用净化水和软水逐步进入居民生活。从我国消费者消费角度看，根据消费者的消费认知和消费能力，我们绘制了人居水处理设备的消费路径：

图表 14 家用水处理设备的消费路径

消费选择	消费需求	购买的设备	产品生命周期	市场价格	目标客户
“两步走”	第一步：首先解决饮水问题。	第一步：购买终端设备(以RO机为主)	成长期初期	2,000-3,000 元	普通消费者
	第二步：再解决生活用水问题。	第二步：购买软水设备+全屋净水设备			高端消费者
“一步到位”	全屋解决饮水+生活用水问题	全屋设备(全屋净水+全屋软水)	导入期	12,000 元 15,000-20,000 元	高端消费者

资料来源：广证恒生

作为普通消费者，首先考虑的是饮水的问题，软水和全屋净水倒在其次。随着生活进一步改善，接下来将会购买软水机及全屋净水设备。对于高端客户比如别墅和高档住宅用户，可能选择“一步到位”，将全屋装备起来一劳永逸。

1.2 未来十年终端设备复合增速 42%，全屋设备复合增速 61%

中怡康数据显示，2013 年我国水家电（包括传统饮水机和净水设备）整体零售额 186 亿元，同比增长 20.7%，其中 净水设备规模在 95 亿元，同比增长 75.9%。净水设备的增速远超过传统饮水机。



根据中国家用电器协会发布的《中国水处理产品消费者调研》报告，2013年我国净水器设备市场销量达到428万台，净水行业连续两年保持45%的年复合增长率。

1.2.1 分终端和全屋设备测算行业增速

中怡康数据显示，我国净水行业产品目前的普及率只有2%，在北京、上海等发达城市净水设备的普及率不超过10%。目前在欧美发达国家，家庭购买水处理产品的消费意识比较成熟，净水设备普及率已经达到70%。因此，我国人居水处理设备市场空间极为广阔。根据人居水处理设备的普及率进行估算，可以预计人居水处理设备中，终端设备复合增速为42%；全屋设备的复合增速为61%。估算如下：

图表 15 人居水处理设备行业空间和增速测算

前提条件	根据2010年11月1日零时为标准时点的第六次全国人口普查，全国总人口为13.4亿人，家庭户人口12.4亿人，我国家庭户4.015亿户。城镇人口66557万人，占总人口的49.68%，乡村人口67415万人，占50.32%。家庭户4亿户，城镇人口约6.7亿人； 购买终端设备、全屋设备和商用净化饮水机没有冲突。终端设备的用户将来可能成为全屋设备的用户。					
基本假设	城镇家庭户和农村家庭户1:1； 未来10年； 终端设备出厂价（均价）1,000元； 全屋设备出厂价（包含1台全屋净水、1台全屋软水）（均价）10,000元； 后续维护，对滤芯有需要，对整机和专业部件没有需求。					
细分领域	二元市场	家庭户和普及率	解释	需求量	购买设备	
终端设备	城镇家庭户	2亿户，普及率50%	大部分是对现有饮水方式的替换。	1亿台	1000亿	
	农村家庭户	2亿户，普及率20%		0.4亿台	400亿	
	小计			1.4亿台	1400亿	
	根据中国家用电器协会发布的《中国水处理产品消费者调研》报告， <u>2013年我国净水器设备市场销量达到428万台，根据我们估算，绝大部分为终端设备中的RO净水机。</u> <u>预计未来10年（2014年至2023年）复合增速42%</u>					
全屋设备	城镇家庭户	2亿户，普及率10%	全屋设备偏高端消费，进度取决于客户的意识和厂商的营销。	0.2亿台	2000亿	
	<u>慧聪邓白氏的调研报告，2010年国内全屋型水处理设备的销售数量约为17万台。</u> <u>2010至2020年10年的复合增速61%</u>					

按照上面的金额权重计算，行业整体增速为53%。

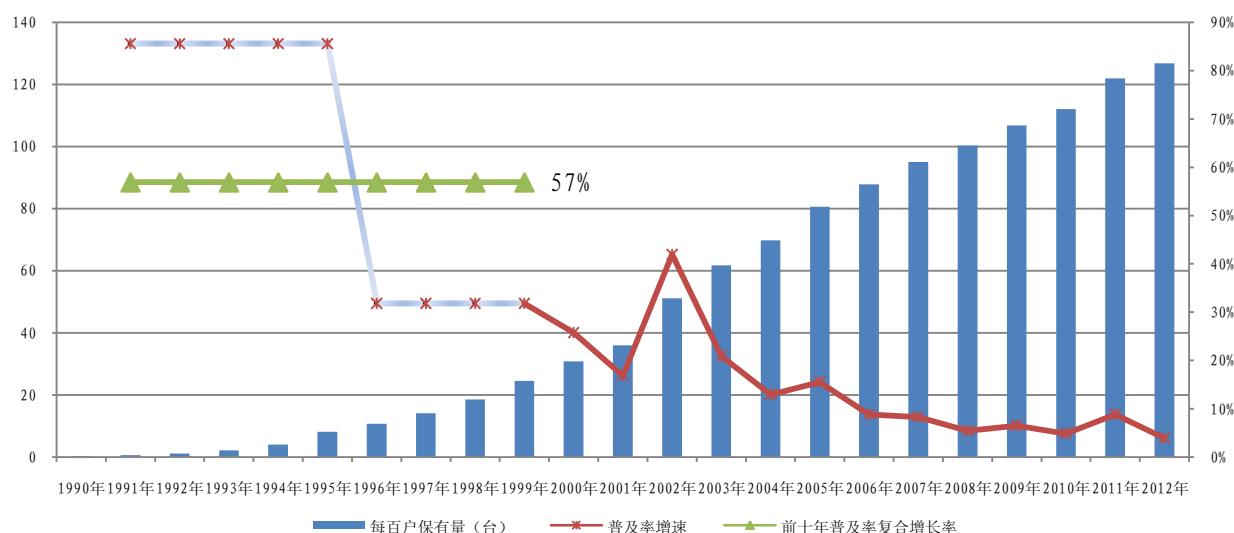
1.2.2 类比：空调行业早期复合增速达 57%

如今空调已经是我国家庭最常见的家电之一，2013 年城镇居民每百户保有量达到 127 台。回顾空调在我国的发展历程，不难发现，在空调发展较早的 1989-1998 年，我国制冷空调行业进入了大发展时期。根据中国制冷空调工业协会的统计数据显示，1989 年空调行业的工业总产值(按现价)为 65.34 亿元，经过 10 年的发展，1998 年行业工业总产值(现价)达到 493.62 亿元；销售收入由 1989 年的 50.16 亿元发展到 1998 年的 464.5 亿元。这一发展时期，产品的结构和品种得到了极大的丰富，除商用制冷产品外，工商用制冷空调产品、家用空调器及家用制冷产品等均取得快速发展。1989 年家用空调器产量在 22 万台左右，到 1998 年，国家统计局公布的数据显示空调器产量为 1150 多万台，10 年来增加了近 51 倍。

以下表格反应了每百户家庭拥有空调数量，1990 年每百户 0.34 台到 2000 年每百户 30.8 台，十年间增长近 90 倍，复合增速达到 57%。前六年复合增速为 89%，后四年复合增速 32%。表现出空调消费前高后低走势。

家用空调用于提高居民的生活质量，与此类似，家用水处理设备用于改变饮水水质，改善生活用水质量，其消费属性或许比空调更加紧迫。家用水处理设备的消费增速与空调类似，也会出现前高后低走势。

图表 16 我国每百户空调保有量前 10 年增速达 57%



资料来源：WIND，广证恒生，

1.2.3 细分行业增速各不相同

根据上文对消费路径的分析，我们可以判断在我国现阶段，净水设备的消费增长远快于软水设备的消费增长，当每百户保有量达到一定水平，软水设备的增速会明显提高。由于软水设备的价格较高，其消费更多取决于居民可支配收入的提升。

同样，在行业发展前期，终端设备的消费增长会远快于全屋设备的消费增长。由于全屋设备的价格更高了，其消费更多取决于居民可支配收入的提升。

1.3 企业外延并购特征显著

我们考察了人居水处理设备行业优秀企业的发展路径，可以看出，通过外延扩张是每家企业迅速扩大规模的方法。

图表 17 人居水处理设备行业主要并购事件

品牌	代表性	并购历程
滨特尔	旗下有三个品牌，产品线最齐全，包括： 1、终端设备 2、全屋设备 3、专业部件（控制阀、玻璃钢罐） 4、滤芯 5、RO 膜	滨特尔水处理业务相关的并购历程： 1995 年，收购美国 FLECK 公司。（公司主要产品是金属材质的软化水及过滤器用多路阀） 1999 年，并购 STRUCTRAL 公司。（公司主要产品是玻璃钢缠绕的膜壳及树脂罐体） 2001 年，在中国苏州设立生产基地 2003 年，收购美国 EVERPURE 公司。（公司的净水机品种丰富） 2004 年，收购美国 WICOR 公司（著名水处理公司），借此滨特尔稳固了水技术业务，总产值达 20 亿美元。 2005 年，滨特尔的水处理领域年营业额 30 亿美元，是世界最大的水处理公司之一，涉及水处理的所有产品线。
美的	主打终端设备。	2001 年 美的日用家电集团成立净水设备项目组 2006 年 美的与韩国清湖公司合资成立美的清湖净水设备有限公司
AO 史密斯	主打全屋设备。 2009 年新进入人居水处理设备，但目前主要业务是仍热水器。	2009 年，收购了 Tianlong 公司的水处理产品事业部 80% 的股权，开始进入人居水处理设备。 2010 年，收购了 Tianlong 剩下的 20% 的股权。 2013 年，收购了一家民营土耳其水处理公司（MiM）100% 的股份的公司，进入东欧和黑海领域市场。
沁园 与联合利华	沁园集团是中国水处理行业的领航企业。2013 年，该集团分立为家用水处理业务（沁园集团）和工业工程水处理业务（水艺控股）两大体系。2013 年家用水处理业务年销售额约 12 亿人民币。 2014 年 3 月，联合利华收购沁园 55% 股份。 水艺控股则进军市政供水、污水处理、水处理膜技术等三大领域。	2005 年，联合利华净水宝品牌推向市场。 2013 年，联合利华净水宝品牌推向中国市场。 2014 年，以 18.2 亿元人民币（约合 3 亿美元）收购沁园集团 55% 的股份。联合利华的净水业务扩大一倍。 <u>沁园品牌</u> 和 <u>净水宝品牌</u> 将协作发展、独立运营。沁园集团将获得联合利华旗下“净水宝”品牌在华使用权和经销权。联合利华和沁园集团将共享两大品牌的核心技术。

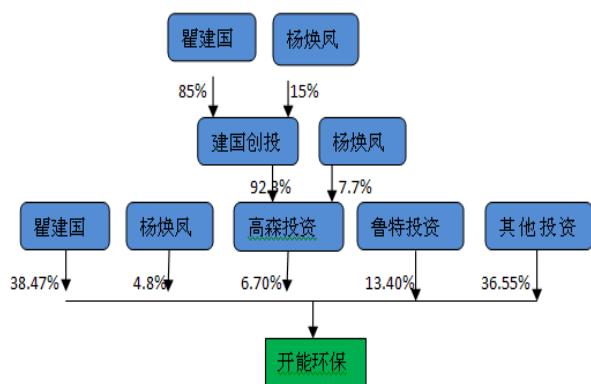
资料来源：广证恒生整理

2. 公司业务及财务分析

公司成立于 2001 年 2 月 27 日，一直致力于人居水处理设备整机及核心部件的研发、生产、销售和服务，是国内最大的全屋水处理设备研发和制造企业，全屋净水设备位居全国第一、全屋软水设备位居全国第三。复合材料压力容器和多路控制阀是公司主要出口产品，技术和生产位居国内领先。终端净水设备的上升势头很强劲。公司水处理整体设备和专业部件一直是公司主要产品，2013 年两项的收入占比分别为 50% 和 40%。公司于 2011 年 11 月 2 日在 A 股创业板上市 (300272.SZ)。

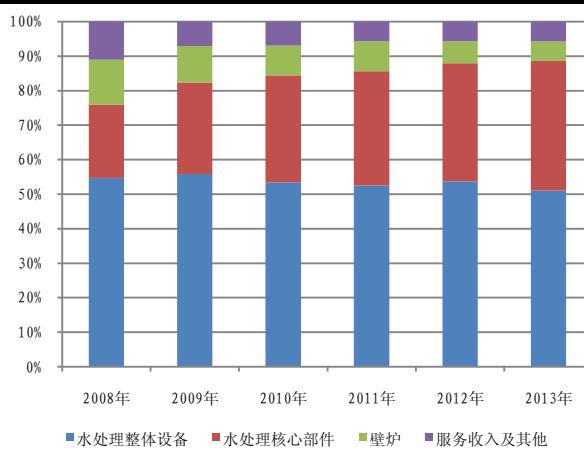
开能环保的创始人瞿建国先生直接或间接持有公司总股本的 38.47%，对上市公司具有绝对的控制地位，稳定的股权结构是公司未来发展的稳定器。

图表 18 开能环保控股股东情况



资料来源：2014 年公司一季度报告，广证恒生

图表 19 公司整体设备和专业部件收入占比稳定



资料来源：WIND，广证恒生

2.1 五类细分设备比例估算

根据公司 IPO 招股说明书中全屋设备、终端设备和商用设备分项数据，我们按照下面的假设整理出公司整体设备中各项的占比：

- 1、净水设备中，假设价格在 3000 元以下的为终端设备，价格在 3000 元以上的为全屋设备。
- 2、软水设备中，假设价格在 2000 元以下的为终端设备，价格在 2000 元以上的为全屋设备。

图表 20 整体设备各分项的比例变动不大



资料来源：公司 IPO 招股说明书，广证恒生

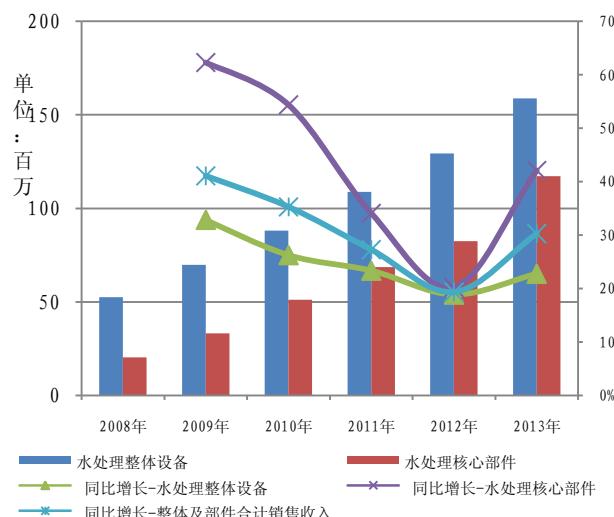
2.2 预计 2013 年起公司进入收入高增长通道

在过去 6 年中，公司的两大核心业务收入维持较高的增长速度，水处理整体设备以及水处理核心部件的复合年均增速达到 20.2% 和 33.8%。在 2013 年两大核心业务增速加快，主要是公司募集项目逐渐达产，净水设备行业环境逐渐向好，使公司的销售收入快速增长。

从国内外收入角度看，公司国内收入比国外收入占比稍大。2012 年国内销售收入增速锐减不到 10%，主要是由于国内的别墅及高档住宅调控力度加大，对公司全屋设备的增速影响较大。在发展前期，公司的全屋设备侧重于别墅及高档公寓，但自 2013 年开始，普通住宅的全屋净水设备需求有较大提升。而且，公司实施了“开能”“奔泰”双品牌经营战略。因此，我们预计未来房地产调控对其业绩影响将越来越小。

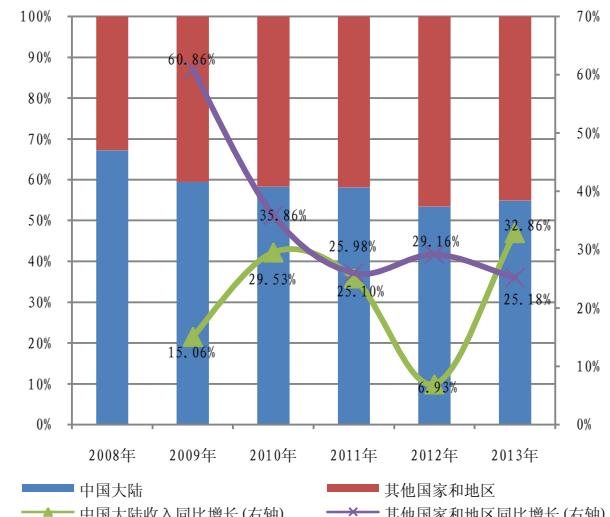
国外的收入增速有下降趋势，公司于 2013 年开始加大了印度市场的销售力度，我们预计国外收入增速的下降趋势会止住。

图表 21 公司 2013 年开始主要业务增速显著



资料来源：WIND，广证恒生

图表 22 公司国内收入增速显著



资料来源：WIND，广证恒生

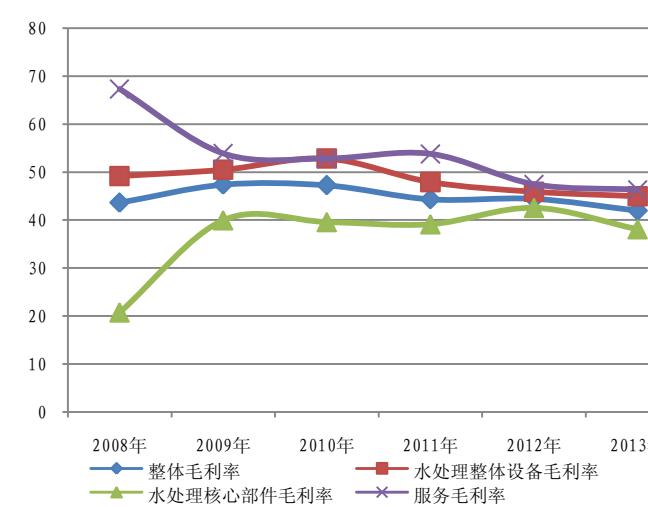


2.3 公司毛利率稳中有降但仍保持较高水平

自 2008 年以来，公司整体毛利率保持稳定，都在 40%以上，但是有下滑的趋势，产生这种现象的原因是低毛利率的水处理核心部件的比重逐年增加（从 2008 年的 21%递增至 2013 年的 38%）。

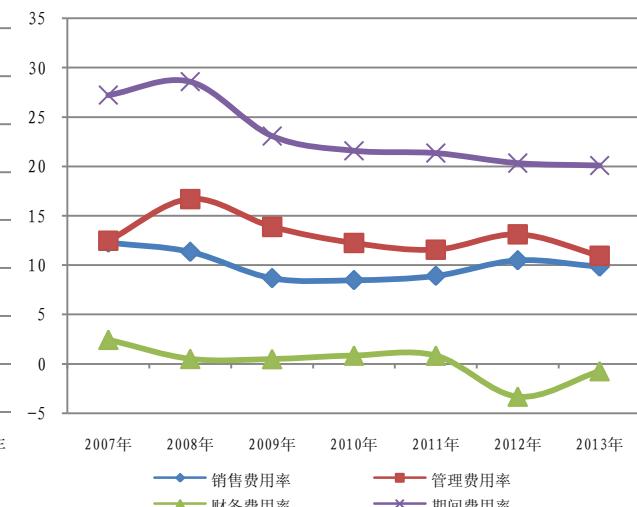
公司的期间费用率稳中有降，从 2008 年的 28.6%下降为 2013 年的 20.1%，下降的原因主要在于管理费用率不断下降，显示公司的成本控制富有成效。

图表 23 公司主业毛利率较高 (%)



资料来源：WIND，广证恒生

图表 24 公司期间费用率稳定下降 (%)

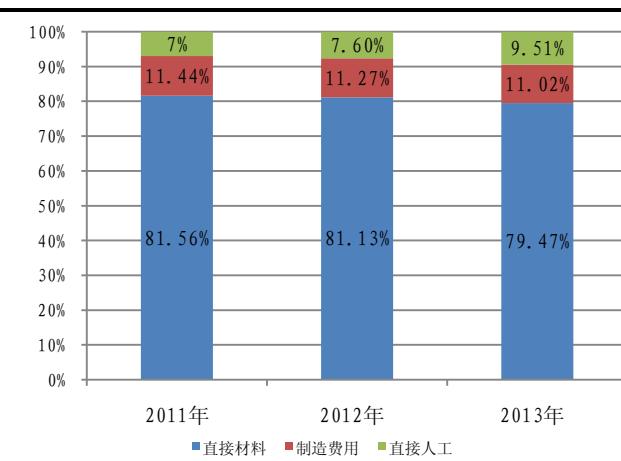


资料来源：WIND，广证恒生

2.4 预计未来几年生产成本保持稳定

公司生产成本包括三类：直接材料、直接人工和制造费用。其中直接材料占比较大，近年来都保持在 80%上下。我们预计未来几年材料成本将保持稳定。

图表 25 材料费用占成本最大



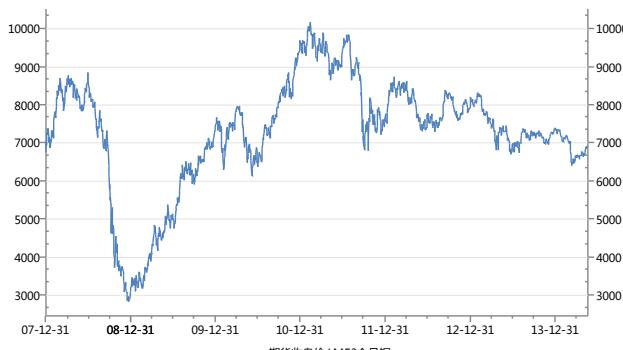
资料来源：WIND，广证恒生

图表 26 公司主要材料成本

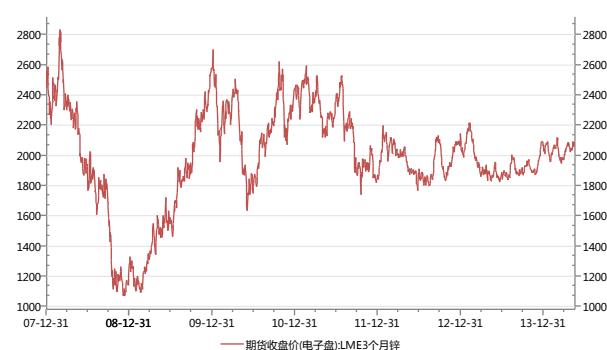
直接材料	原材料	价格走势	采购市场
粒子交换树脂	苯乙烯	见下图	公司供应商稳定
塑料粒子	塑料		塑料粒子为通用型，市场供应充足，国内外均有供货渠道。
铜锌合金	铜、锌		公司供应商稳定
活性炭	椰壳碳化料		资源丰富，供货渠道充足。

资料来源：公司年报，广证恒生

图表 27 直接材料——铜价格走势持续下降



图表 28 直接材料——锌价格走势平稳



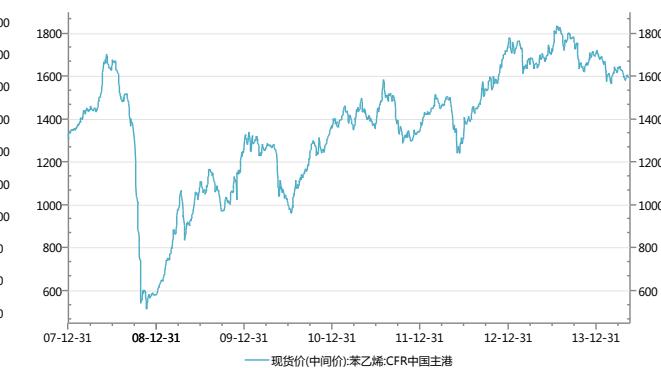
资料来源: WIND, 广证恒生

资料来源: WIND, 广证恒生

图表 29 直接材料——塑料格走势平稳



图表 30 直接材料——苯乙烯价格震荡上升

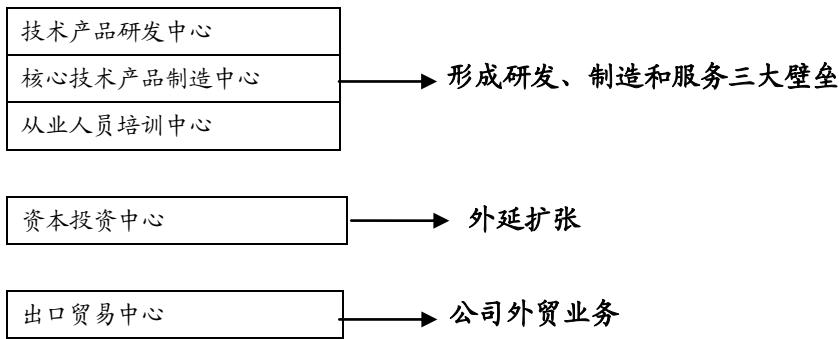


资料来源: WIND, 广证恒生

资料来源: WIND, 广证恒生

3. 公司意在强化研发、制造和服务三大壁垒

根据公司董事会制定的长期发展战略规划，公司把目前本部所在地建成水处理技术产品研发中心、核心技术产品制造中心、出口贸易中心、资本投资中心和从业人员培训中心。五大中心建设将奠定公司在水处理行业中的不可替代的核心作用，并为公司实现长期、稳健、可持续增长提供动力。公司战略布局有利于公司强化研发、制造和服务三大壁垒，其他业务借助外力。公司本部的职能:



图表 31 各子公司（参股公司）业务简表

子公司（或参股公司）名称 (简称)	公司持股比例	业务
上海开能销售	100%	上海地区“开能”品牌的 DSR 模式的业务
北京开能销售	40%	北方地区“开能”品牌的 DSR 模式的业务
东莞开能销售	60%	华南地区“开能”品牌的 DSR 模式的业务
上海奔泰水处理设备	60%	“奔泰”品牌业务
上海开能机器人	100%	“机器人”品牌业务
上海开能水与火环保设备服务	100%	为客户提供勘察现场、水处理设备安装调试、保养维护等服务
上海正业水质检测	100%	水质、空气、环境、食品、水处理材料、橡塑制品、金属材料的检测
上海开能壁炉	75%	壁炉的生产与批发销售
上海信川投资管理	100%	投资管理业务
上海开能实业投资	100%	实业投资
上海开能生态科技	40%	环保工程
浙江美易膜科技	20%	膜分离技术

资料来源：公司年报，广证恒生

其中，水处理技术产品研发中心、核心技术产品制造中心和从业人员培训中心将构成公司三大壁垒，是公司的核心竞争力。资本投资中心，将成为公司外延扩张、整合产业链的介质。公司产品的外销业务由出口贸易中心承担。

公司的国内销售业务，则实施双品牌营销。各地的开能销售公司（目前有上海、北京、南京、东莞四家）负责“开能”品牌的 DSR 模式的业务；上海奔泰水处理设备有限公司负责奔泰品牌产品经销业务，目前已拥有各地经销商 2000 多家经销商。上海开能水与火环保设备服务有限公司负责为客户提供勘察现场、水处理设备安装调试、保养维护等服务。

公司从事人居水处理设备行业已有 13 年，清楚地认识到技术研发、制造工艺和规模、以及持续服务是该行业立足和发展的根本。因此，公司长期发展战略规划中建设“五个中心”，其中的三个中心突出强化三大壁垒。

3.1 公司具有研发壁垒

公司一直以来注重研发与创新，并在水环境污染与人体健康的关系、水处理基础核心技术和部件、提升水处理产品的综合处理效率、降低产品成本等方面持续投入，努力保持公司的行业技术领先地位，并进一步扩大公司产品的市场覆盖面。

人居水处理设备生成的水是供人们饮用和生活使用的，水的安全与健康是人们最关心的。因此，关于水与人体健康的基础性研究，以及我国各地区水质状况数据是衡量人居水处理设备生产厂商比较核心的因素。



素。开能环保在这些领域持续研究，并且拥有大量的研究成果。

3.1.1 已拥有的核心技术和基础研究

公司已拥有 10 项核心技术、以及多项基础研究成果，这些技术和基础研究主要为自主研发创新。

图表 32 公司拥有核心技术、基础研究等简表

类别	核心技术
核心技术	根据水质污染进行滤料配比及筛选的技术
	中空成型工艺技术
	自动多路控制阀技术
	复合材料压力容器制造技术
	水处理设备的远程排污技术
	净水反冲洗再生技术
	一键再生软水设备技术
	铜锌合金滤料反应器技术
	漏水报警及水路切断技术
	远程水质监测传输技术
基础研究	国家级水处理研发中心： 与中国人民解放军第三军医大学开展战略合作建立。对中国水质及其对健康的影响进行基础性研究。
	五种饮水对多代繁殖研究： 为科学评价不同饮水的远期健康效应提供实验依据
	饮用水安全研究与评估中心： 第三军医大学侧重于饮用水健康效应研究及评估，开能环保侧重于饮用水水质分析及产品研发。
	制成上海市的电子水质地图
卫生许可及 国际认证	整机设备 2002 年，获得国家卫生部颁发的卫生许可批件。 2011 年，获得 10 个新产品系列的卫生许可批件。 2012 年，获得 9 个新产品的卫生许可批件。
	多路控制阀 2011 年，获得国际认证。
	压力容器 2009 年，获得国际认证。

数据来源：公司公告、广证恒生

截止 2013 年末，公司拥有专利 82 项，其中发明专利 6 项，实用新型 43 项，外观设计 33 项。发明专

利分别是：

图表 33 公司拥有发明专利简表

领域	发明专利	申请日期及状态
全屋设备	1、中央型饮用水净化和供给系统及其使用方法。	申请日期：2008.03.28 目前状态：有效
	2、顺流再生式软净水一体机	申请日期：2011.11.18 目前状态：有效
	3、盐格栅及包括其的一体式软水机	申请日期：2011.12.01 目前状态：在审
终端设备	1、净化储水桶。	申请日期：2009.04.07 目前状态：有效
	2、直饮水机温水装置。	申请日期：2009.12.31 目前状态：有效
多路控制阀	1、自动多路控制阀。	申请日期：2007.06.15 目前状态：有效
	2、多路控制阀、水处理器、水处理系统及运行方法。	申请日期：2011.03.02 目前状态：在审
	3、控制阀用圆柱齿轮。	申请日期：2012.04.09 目前状态：在审
压力容器	玻璃钢压力容器的生产方法。	申请日期：2008.03.28 目前状态：有效

数据来源：国家知识产权局、广证恒生

3.1.2 研发投入持续增长

公司一直致力于水环境污染与人体健康的关系、水处理基础核心技术和部件、提升水处理产品的综合处理效率、降低产品成本方面的研发。下表列举了公司近五年研发费用占比和增速。

图表 34 公司研发费用持续增长

项目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
研发费用 (单位：万元)	314	480	567	753	840
增速	--	53%	18%	33%	12%
占收入比例	2.5%	2.9%	2.7%	3.1%	2.7%
申请专利	--	--	59项，其中： 发明专利4项、 实用新型31项、 外观专利24项。	82项，其中： 发明专利6项， 实用新型43项， 外观新型33项。	100多项，其中： 发明专利7项， 实用新型43项， 外观设计33项。
研发项目	--	--	完成5项； 接近完成2项。 设计中2项。	完成7项； 接近完成6项。	共立项17项： 其中完成7项，10项在设计研究开发过程中

数据来源：公司公告、广证恒生

3.2 公司具有制造壁垒

3.2.1 公司产品齐全覆盖行业全部细分领域

下表列举了公司三个品牌的产品系列，目前市场上常见的是“开能”、“奔泰”品牌。“机器人”品牌为小众定制产品，目前市场上很少见到。

图表 35 公司产品齐全、覆盖行业全部细分领域

			“开能”品牌	“奔泰”品牌	“机器人”品牌
人居水处理设备	全屋水处理设备	全屋净水设备	双子星 3 系列 DSR----	中央前置过滤系列 BNT-Q---	全屋净水机 Robot-F----
			双子星系列 ACKDF----	中央净水机系列 BNT-KC...	
	商用净化饮水设备		全屋软水设备 CN----	中央软水机系列 BNT-S...	全屋软水机 Robot-S----
			2 系列、6 系列、5 系列 C/KDF----	大流量直饮机 AC/KDF----	——
	终端水处理设备	终端净水机	开能厨房净水机系列 KF----, AC/KDF----, CF----	商务净水机系列 BNT-R0...	
				反渗透净水机系列 BNT-R0...	厨房净水机 Robot-F----
		终端软水机	终端软水机系列 BNT----		——

数据来源：公司产品说明书，广证恒生

3.2.2 加速产能扩张和工艺改进

公司从 2012 年开始，加快了固定资产投资力度（如图表 36、37），表明公司处于高速增长阶段。图表 36 列举了公司产能扩张工艺改进时间表，我们看到公司将于 2014 年完成 IPO 募投项目、立体仓库及转运系统、以及工艺的改进，从而解决产能瓶颈，以及提高生产效率。另外，公司于 2014 年新建研发中心和净水机车间，进一步扩大产能，为未来几年的持续高增长奠定扎实的基础。

图表 36 公司固定资产等的现金支出增长显著



资料来源：WIND，广证恒生

图表 37 公司固定资产增速稳步增长



资料来源：WIND，广证恒生

图表 38 公司产能扩张和工艺改进稳步推进

时间	已实现产能	产能投入
2008 年	12 万台/套	“智能化家用全屋水处理设备及商用净化饮水机生产基地发展项目”获批。
2009 年	18 万台/套（含募集资金投资项目已实现的 6 万台/套的产能）	
2010 年	24 万台/套 其中新增产能产能 12 万台/套 生产规模领先于国内其它同行业生产企业。	“复合材料压力容器及多路控制阀发展项目” 获批。建设年产 40 万台复合材料压力容器和 10 万台多路控制阀的项目。
2011 年	24 万台/套	IPO 募集资金项目（募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换）： 一、智能化家用全屋水处理设备及商用净化饮水机生产基地发展项目，投资额 9250 万元。2011 年开始投资，2014 年达产。 年产能 18 万台/套，智能化家用全屋水处理设备、商用净化饮水机及其相关套件。 二、复合材料压力容器及多路控制阀发展项目，投资额 4500 万。2013 年投资，2015 年达产。 年产能 40 万台玻璃钢桶和 10 万台/套多路控制阀。 投资完成并达产后，将达到 30 万台/套全屋水处理设备及套件的年生产能力。

2012年	24万台/套	获得38亩国有土地使用权，用于建设净水技术产品研发中心、净水机产品制造车间及自动化立体仓库等设施，计划建筑面积近4万平。
2013年	1、实现24万台/套 2、采用膜技术的终端净水器和自主研发制造的膜元件投入市场。	<u>改进：</u> 智能化家用全屋水处理设备及商用净化饮水机生产基地发展项目，实现 <u>全自动化生产</u> 。 <u>改进：</u> 复合材料压力容器及多路控制阀发展项目中的设备为德国定制设备，与自动化生产线匹配。 2013年，塑料原料的自动供料系统将投入使用。
2014年	预计2014年30万台/套。 新增产能18万台/套，其中整机12万台，套件6万台。	2014年，建成第一期自动化立体仓库及转运系统，大大提高原材料及产品的出入库效率和管理精度，降低管理和转运成本。 2014年，建成包括净水技术产品研发中心、净水机产品及核心部件制造车间；第二期自动化立体仓库等设施。

资料来源：公司公告，广证恒生

3.3 公司具有服务壁垒

在终端消费者市场，为维护水处理设备的长期有效性、保障消费者的用水健康，销售人居水处理设备的企业必须要做好各项持续的服务工作。这些服务包括售前上门水质检测、设计配置、安装调试、售后的滤料更换、水质监控、定期检测服务。这些服务的专业性远超过其他家电消费。

图表 39 公司服务体系健全

品牌	服务主体	服务内容	服务支持
开能品牌	公司专业人员	DSR服务 (详细内容如下)	配备了大型的研究和检测设备，并自主开发完善了信息化服务平台，包括：客户信息管理系统、服务车辆调度系统、远程终端信息采集系统、城市水质地图等信息化服务平台。
奔泰品牌	经销商 (截止 2013 年末有 2000 余家)	标准化服务。	经销商经过公司总部专业培训；公司的销售子公司协助所在区域经销商。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

经过近十年的经验总结，开能环保已探索并创立了一套优质的服务模式——DSR 模式。该模式在上海地区得到客户极好口碑。

D — Door to Door (门到门服务)：包括上门设计配置、上门安装调试、上门跟踪回访、上门维修检修、上门水质监测五套服务。

S — Solution(整体解决方案)：公司提供给用户的是人居水处理的一揽子解决方案。根据上海地区的水质状况，公司研发制造了双子星系列全屋·净水机产品，同时考虑到各个用户水质的差异以及不同的用水需求，公司开发制造了几十种不同功能的辅助产品，通过模块式的组合配置，实现最佳的水处理方案和处理效果。

R — Return (返厂保养升级)：由于滤料都有一定的使用期限，为确保水处理设备的良好使用效果，

滤料需要定期更换。在上海地区，滤料的更换频率一般为12个月一次。为此，公司为用户提供滤料桶整体返厂清洁、消毒、灌装的保养服务，而不是在用户地现场换装。这样做可以保证整个滤料更换过程没有二次污染。同时，公司还提供返厂升级服务，为用户用水提供长期的服务保障。

4. 双品牌营销、收入高增长有保障

公司进入人居水处理设备行业已有13年，同时经营国内和海外市场，因此对国内外的消费需求有着深刻的认识与把握。公司已针对不同市场和客户群体推出不同的品牌和渠道，以期在各细分市场抢占较高市占率。

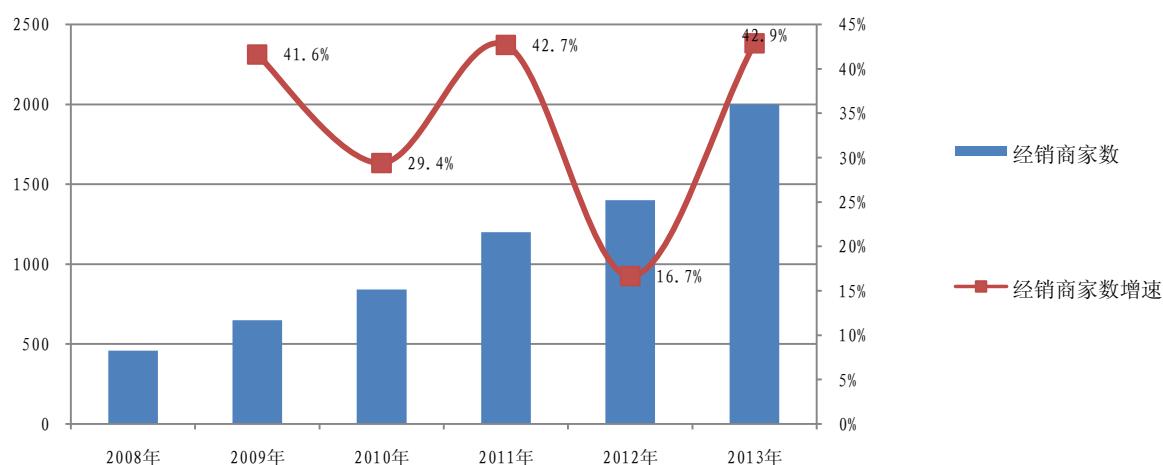
4.1 奔泰品牌：经销商模式发展迅速

公司在2012以前，专注全屋水处理设备。但是考虑到国内消费者的习惯，公司在2012年开发适合更加广泛的市场的RO终端净化产品，以及相应的过滤部件产品。开发适合酒店、学校、机场等公共场所应用的净化饮水机产品。2013年公司以奔泰品牌迅速发展起经销商体系。

公司大力发展战略业务对公司全屋净水设备的发展有极大好处。第一、终端设备的用户将来也是全屋设备的用户。第二、迅速扩大公司的收入。

2013年公司的经销商达到大约有2000余家，2013年公司奔泰牌国内销售收入增长58%，高于公司水处理设备整体23%增速，高于公司整体收入30%的增速。我们预计，随着公司进一步加快奔泰品牌经销商发展速度，公司奔泰品牌的销售增长未来几年将保持50%到70%的增长，公司整体收入的增速提供保障。

图表 40 开能环保经销商家数量高速发展



资料来源：公司公告，广证恒生

我们对比一下美的净水设备经销商相比情况。2013年美的经销商达到3000余家，2014年美的已把净水机作为2014年主打产品之一，拟将公司重点资源倾斜到净水机产品的技术升级和营销整合推广上，将实现净水机销售增长100%的目标，2013年其销售收入大概为5亿元左右，折合单店销售额为16.6万元。与美的净水设备经销商相比，奔泰品牌的经销商更有优势：

第一、产品丰富。除了终端净水机，还有人居水处理设备的全部产品。

第二、产品质量过硬，使得经销商维护成本相对不高，还能得到区域销售公司的协助。

第三、滤芯的更换服务收费每年占消费者初次购买的10%，因此经销商有较大的销售动力。

第四、公司近几年对经销商的扶持政策优惠很大。

因此，可以预计公司在“奔泰”经销业务上将一直保持高速增长。此外，公司若能适时加大广告的投入，则会有立竿见影的效果。

4.2 开能品牌：DSR 模式复制加快

DSR 模式需要有经验的销售安装与服务人员、当地的客户基础及人脉基础，对于一些比较重要的城市，公司积极寻找与当地水处理行业的企业合作。

以北京为例。

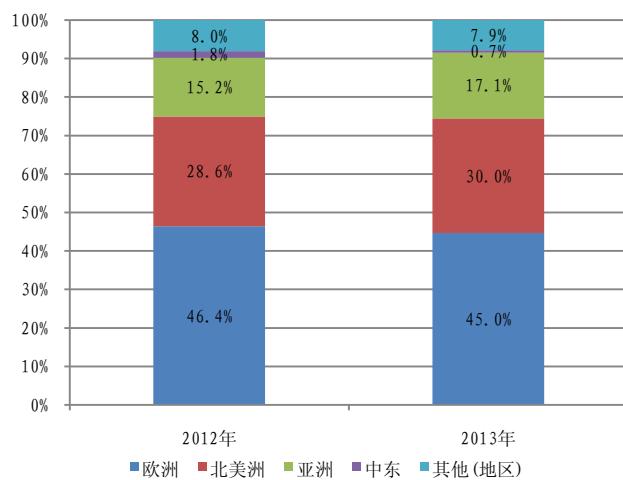
DSR 模式在北京地区的主要客户是别墅和高档住宅用户，营销的方法主要是通过定期举办客户沙龙、组织小型活动，来凝聚别墅和高档住宅用户。销售骨干都来自公司总部，有非常成熟的销售和服务流程，对客户提供家庭用水处理的全方位解决方案，以及长期持续的售后服务。客户满意度高，口碑效应明显，北京的客户 80% 的来自老客户介绍。

公司于 2013 年 12 月将北京销售公司的 60% 股权转让给当地合作伙伴，上市公司持有 40% 股权，公司选择的合作伙伴具有当地销售资源，能够迅速扩大销售，拿单能力明显增强。

4.3 开能品牌在海外市场收入稳定

开能在国际市场上，主要销售专业核心部件。公司一直保持北美和欧洲地区收入的稳定增长。近两年，公司为防范这两个地区的波动，公司积极发掘日本、印度等国的优质经销商。从图表 41 可以看出，2012、2013 年亚洲地区的收入占比在扩大。

图表 41 公司海外几大区域收入占比稳定



资料来源：WIND，广证恒生



5. 公司着力外延扩张、整合产业链

公司持续关注业内质地优良、有发展潜质的企业，通过参股、控股方式寻求合作和发展。

外延扩张时间	扩张事件	后续跟踪与分析
2012年	<p>公司向浙江<u>美易膜科技有限公司</u>投资2,000万元，取得其20%股权。</p> <p>浙江美易膜科技有限公司（原名称：富阳梅伊韦尔环保设备有限公司，该公司几年前就进入反渗透膜技术应用产业，引进了高端人才，积极和美国技术实力雄厚的膜技术公司深度合作，积聚了坚实的技术基础，并在水处理、膜分离、过滤行业积累了丰富的人脉和市场资源。</p>	<p>2013年，<u>美易膜科技公司</u>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。</p> <p>开能环保一方面可以增强公司现有产品的竞争优势，另一方面也可以为公司介入反渗透膜技术领域打下基础。</p>
2013年	<p>公司与江苏<u>华宇环保设备有限公司</u>签订合同，合资设立<u>江苏开能华宇环保设备有限公司</u>，公司持有合资公司25%的股份。</p> <p>合资公司立足于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。</p>	开能环保开始进入工业水处理设备行业。
	<p>公司转让北京销售公司60%的股权给当地合作伙伴，上市公司持有40%股权。公司选择的合作伙伴具有当地销售资源，能够迅速扩大销售。</p>	公司将加快开能品牌收入的扩张。
2014年1季度	<p>公司将积极寻求与专业投行或基金管理公司合作，立足水污染严重、水处理行业比较发达的地区，取得当地政府支持，共同成立水处理产业基金，通过基金收购或参股水处理企业。通过这种方式不但可以有效降低投资风险，而且可以发挥公司的技术优势、品牌影响和资本能力推动行业发展，并为公司今后的投资并购储备项目资源。</p>	<p><u>公司经过多年的固定资产扩张快速扩大产能，同时夯实了研发、生产和服务三大优势，接下来公司大力借助资本市场和品牌效应，扩大营销，以及展开并购。更长远看地看，公司延伸人居水处理设备产业链，以及涉足工业水处理领域。</u></p>

资料来源：公司公告，广证恒生

6. 公司盈利预测与估值

6.1 基本假设

基于上述的分析，盈利预测假设如下：

- 1、终端设备复合增速为 42%，全屋设备的复合增速为 61%，均呈现前高后低趋势。
- 2、现阶段净水设备的消费增长远快于软水设备的消费增长。
- 3、现阶段终端设备的消费增长会远快于全屋设备的消费增长。

6.2 盈利预测

公司 14、15、16 年按最新股本摊薄，EPS 分别为 0.34 元、0.52 元、0.77 元。对应的 PE 分别为：33、22、15 倍。

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	311.21	450.46	655.20	937.51
同比(%)	29.28%	44.75%	45.45%	43.09%
归属母公司净利润	56.97	86.32	132.14	196.69
同比(%)	14.40%	51.51%	53.08%	48.85%
毛利率(%)	41.93%	42.57%	43.15%	43.42%
ROE(%)	11.45%	15.91%	21.78%	27.69%
每股收益(元)	0.22	0.34	0.52	0.77
P/E	50.84	33.19	21.68	14.56
P/B	5.74	5.10	4.54	3.73
EV/EBITDA	35.68	23.22	15.57	10.77

6.2.1 水处理整体设备收入增速预测

2011-2013 年实际值

时间	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水处理整体设备收入 (单位：百万元)	108.75	129.28	158.70			
水处理整体设备增长率	23.35%	18.88%	22.76%			

未来三年预测值

细分产品	占水处理整体设备收入比重	预测值
终端净水	30%	60%
终端软水	40%	50%
全屋净水	12%	50%
全屋软水	10%	65%



商用净化饮水机	8%	30%
合计		53%

6.2.2 水处理核心部件收入增速的预测

2011-2013年实际值

时间	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水处理核心部件 收入 (单位: 百万元)	68.59	82.44	117.14			
水处理核心部件 增长率	34.09%	20.19%	42.09%			

未来三年预测值

分类	占水处理整体设备收入 比重	预测值
国外出口	75%	30%
国内: 自用+销售	25%	53%
合计		36%

6.2.3 服务收入预测

2011-2013年实际值

时间	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入 (单位: 百万元)	11.66	13.70	17.88			
增长率	1.73%	17.50%	30.52%			

未来三年预测值: 53%。服务收入增速保持与整体设备相同。

6.2.4 壁炉收入预测

2011-2013年实际值

时间	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入 (单位: 百万元)	18.07	15.30	17.48			
增长率	26.71%	-15.32%	14.25%			

未来三年预测值: 20%。

6.2.5 汇总: 分项收入和成本预测

1、分项收入和成本预测 (单位: 百万)



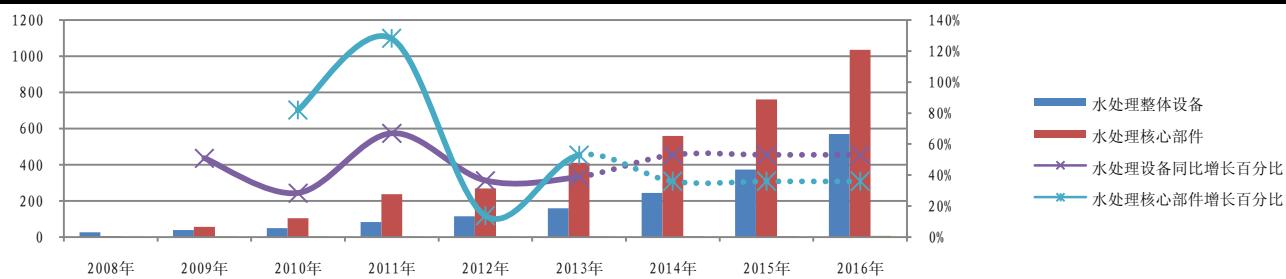
图表 42 公司主要产品销量预测 (单位: 台/套)

营业收入	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水处理整体设备	108.75	129.28	158.70	242.82	371.51	557.27
增长率		18.88%	22.76%	53.00%	53.00%	50.00%
水处理核心部件	68.59	82.44	117.14	159.31	216.65	285.98
增长率		20.19%	42.09%	36.00%	36.00%	32.00%
服务收入及其他	11.66	13.70	17.88	27.36	41.86	64.04
增长率		17.50%	30.52%	53.00%	53.00%	53.00%
壁炉	18.07	15.30	17.48	20.98	25.18	30.21
增长率		-15.32%	14.25%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	207.07	240.72	311.21	450.46	655.20	937.51
营业成本	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水处理整体设备	56.66	69.96	87.38	133.68	204.54	306.81
增长率		23.48%	24.89%	53.00%	53.00%	50.00%
水处理核心部件	41.77	47.39	72.54	97.20	130.25	171.94
增长率		13.44%	53.08%	34.00%	34.00%	32.00%
服务收入及其他	5.39	7.20	9.60	14.40	21.60	32.39
增长率		33.63%	33.32%	50.00%	50.00%	50.00%
壁炉	11.53	9.26	11.20	13.43	16.12	19.35
增长率		-19.65%	20.88%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	115.35	133.81	180.71	252.24	354.12	499.95

2、基于公司产能扩张时间表和历史销量，以及上述关于各分类产品的增速，我们预测了未来三年公司整体设备和核心部件的销量（不含公司服务收入）。

销售量(台/套)	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
水处理整体设备 (净水机、软水机、商务机)	25,976	39,196	50,331	84,045	114,707	159,248	243,649	372,783	570,358
水处理核心部件 (桶、阀、套件)	6,148	56,936	103,591	236,370	269,050	411,302	559,370	760,744	1,034,612

图表 43 公司主要产品销量预测 (单位: 台/套)



资料来源: WIND, 广证恒生

6.3 估值

我们依据公司属性和业务特点，参照如下标的进行比较估值：

图表 44 参照标的估值

单位：百万元

类别	参照板块或标的	市场一直预期——2014年动态市盈率	业务	总资产	营业收入	营业利润	ROE
工业水处理设备和上游	巴安水务 (300262)	42	主营工业水处理、市政水处理工程和设备。	1,135	451	82	12%
	津膜科技 (300334)	70	通过微滤和超滤技术污水 处理。	1,045	382	88	10%
	南方汇通 (000920)	52	反渗透膜业务是公司的新 业务，占公司利润 36%。	2,471	2,285	107	6%
新兴的家用电器	桑乐金 (300247)	90	主营家庭红外桑拿设备。国 外市场成熟，国内处于导入 期前期。	670	265	17	3%
	蒙发利 (002614)	34	主营家用按摩器具。	3,195	2,230	106	5%
新兴的家用电器，同时兼具环保污水处理概念	开能环保 (300272)	40	主营人居（家用、商用）水 处理设备。	560	311	69	11%
平均		55 倍					
参考： 高速发展期的家电	格力电器 (000651)	1996至1999年 平均 39 倍	行业高速发展在上个世纪 90 年度，格力电器 1996 年 11 月上市，1996 年到 1999 年 PE 平均为 39 倍。	观察空调行业高速发展期格力电器的估值。			

资料来源：WIND，广证恒生

考虑到公司业务处于人居水处理设备行业景气初期，我们预计未来 10 年行业增速达到 53%，公司整体的收入稳定复合增速达到 45%。公司是该行业稀缺品种。公司产品齐全，覆盖行业全部细分领域，而且具有技术、制造和服务优势。参照上述参照板块和公司，给予开能环保 2014 年 45 倍市盈率，目标价格 15.30 元。

7. 公司投资风险提示

- 1、国内市场竞争加剧的风险。
- 2、欧美市场波动风险。
- 3、人民币汇率上升风险。
- 4、营业成本上升的风险。
- 5、限售股解禁的风险：

图表 45 公司限售股分类简表

	股东	持股量(股)	持股比例	解禁日期
首发前限售股	瞿建国	72,754,500	47.11%	2014年11月2日
	上海高森投资有限公司	12,675,000		
	韦嘉	2,028,000		
	瞿佩君	1,521,000		
	瞿建新	152,100		
	小计	89,130,600		
高管锁定股	杨焕凤	6,803,793	4.81%	每年的第一个交易日按持股总数的25%解除限售
	顾天禄	1,140,750		
	高国垒	712,968		
	奚品彪	380,250		
	周忆祥	63,375		
	小计	9,101,136		
股权激励限售股	股权激励限售股小计	3,313,700	1.75%	业绩达标后分三期解除限售
限售股份合计		101,545,436	53.68%	
总股本		189,179,104		
公司公告的总股本		189,213,700		

资料来源：公司 2013 年报



图表 46 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	261.75	337.76	414.26	540.02
现金	137.07	171.94	163.80	196.02
应收账款	50.89	73.66	107.14	153.30
其它应收款	11.36	6.99	19.71	18.49
预付账款	3.45	3.61	6.66	8.04
存货	54.49	78.01	112.32	159.95
其他	4.49	3.55	4.64	4.23
非流动资产	298.49	293.33	312.38	345.03
长期投资	21.51	21.51	21.51	21.51
固定资产	114.08	124.67	138.35	157.02
无形资产	117.42	122.23	130.53	142.91
其他	45.48	24.92	21.99	23.58
资产总计	560.25	631.09	726.64	885.05
流动负债	37.05	49.15	75.49	95.80
短期借款	0.00	0.00	6.41	0.00
应付账款	18.45	24.98	37.55	51.50
其他	18.60	24.17	31.53	44.30
非流动负债	9.86	9.90	9.90	9.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.86	9.90	9.90	9.90
负债合计	46.91	59.05	85.39	105.70
少数股东权益	9.13	9.89	10.79	11.78
归属母公司股东权益	504.21	562.15	630.46	767.58
负债和股东权益	560.25	631.09	726.64	885.05
利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	311.21	450.46	655.20	937.51
营业成本	180.71	258.72	372.51	530.48
营业税金及附加	1.05	1.37	1.98	2.94
营业费用	30.66	45.05	65.52	93.75
管理费用	34.12	45.05	58.97	75.00
财务费用	-2.23	-1.93	-0.91	0.43
资产减值损失	1.44	1.59	2.34	3.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.31	0.10	0.14	0.19
营业利润	65.78	100.73	154.94	231.43
营业外收入	3.12	2.73	3.20	3.02
营业外支出	0.05	0.06	0.08	0.06
利润总额	68.85	103.40	158.06	234.38
所得税	10.58	16.32	25.02	36.70
净利润	58.28	87.08	133.04	197.68
少数股东损益	1.30	0.76	0.91	0.99
归属母公司净利润	56.97	86.32	132.14	196.69
EBITDA	77.61	116.38	174.61	248.84
EPS (摊薄)	0.22	0.34	0.52	0.77

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生

现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	47.84	74.29	88.57	150.60
净利润	58.28	87.08	133.04	197.68
折旧摊销	12.87	17.62	21.39	19.66
财务费用	-2.23	-1.93	-0.91	0.43
投资损失	-0.31	-0.10	-0.14	-0.19
营运资金变动	-121.54	-29.03	-64.71	-66.83
其它	100.78	0.66	-0.09	-0.16
投资活动现金流	-143.11	-13.01	-40.21	-51.97
资本支出	16.18	7.42	15.38	30.89
长期投资	1.51	0.00	0.00	0.00
其他	-125.42	-5.59	-24.83	-21.08
筹资活动现金流	-26.67	-26.41	-62.92	-60.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-26.67	-26.41	-62.92	-60.00
现金净增加额	-121.94	34.87	-14.55	38.62
主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入增长率	0.29	0.45	0.45	0.43
营业利润增长率	0.16	0.53	0.54	0.49
归属于母公司净利润增长率	0.14	0.52	0.53	0.49
获利能力				
毛利率	0.42	0.43	0.43	0.43
净利率	0.19	0.19	0.20	0.21
ROE	0.11	0.16	0.22	0.28
ROIC	0.11	0.15	0.20	0.25
偿债能力				
资产负债率	0.08	0.09	0.12	0.12
净负债比率	0.00	0.00	0.01	0.00
流动比率	7.06	6.87	5.49	5.64
速动比率	5.59	5.28	4.00	3.97
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.76	0.97	1.16
应收账款周转率	0.16	0.16	0.16	0.16
应付账款周转率	11.91	11.91	11.91	11.91
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.34	0.52	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.29	0.35	0.59
每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.24	2.51	3.05
估值比率				
P/E	50.84	33.19	21.68	14.56
P/B	5.74	5.10	4.54	3.73
EV/EBITDA	35.68	23.22	15.57	10.77

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域 机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzs.com.cn
北京机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzs.com.cn
	刘小洁	(86)18511699006	liuj@gzgzs.com.cn
广州机构 销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzs.com.cn
深圳机构 销售	杨嵛	(86)18988978715	yangy@gzgzs.com.cn
上海机构 销售	黄诚	(86)18616267711	huangc_c@gzgzs.com.cn
海外业务 拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzs.com.cn



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。