



公司营销模式清晰，远近无忧

2014. 06. 26

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(维持)

现价: 11.93

目标价: 15.30

股价空间: 28%

家电行业

投资要点:

● 公司营销模式清晰，未来收入持续增长有保障

公司在不断巩固内核(强化研发、制造和服务/培训优势)的基础上，根据消费需求的发展，以及市场竞争格局的发展，适时推出了以下七类营销模式：1、“开能”品牌的海外经销；2、“开能”品牌的国内直销；3、ODM业务；4、“奔泰”品牌经销；5、全新打造自有品牌形成新销售渠道；6、控股或参股别的销售渠道；7、与地方政府成立水处理产业基金。

● 公司近几年有三个最主要的增长点

1、“奔泰”经销，近三年是强势增长点；2、“开能”直销，其他大区强劲发力；3、印度市场成为海外市场的主要增长点。

● 维持对公司的盈利预测和“强烈推荐”的评级

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35、23、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，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示

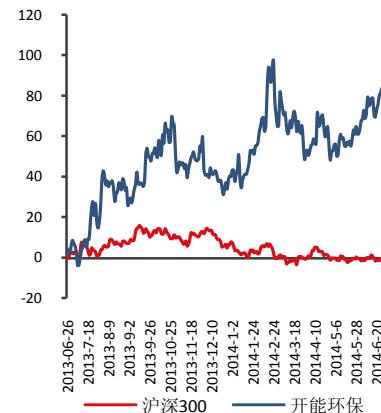
1、国内市场竞争加剧的风险；2、欧美市场波动风险；3、人民币汇率上升风险；4、营业成本上升的风险；5、限售股解禁的风险。

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	35.29	23.05	15.49
P/B	5.74	5.42	4.83	3.97
EV/EBITDA	35.68	24.78	16.61	11.50

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开能环保	12.7	11.2	37.6
家用电器(申万)	0.9	-0.7	-6.9
沪深300	-0.3	-1.0	-6.1

基本资料

总市值(亿元)	30.46
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

《人居水处理行业黄金十年、投资稀缺品种》2014年6月6日



目录

1. 公司营销模式清晰，未来收入持续增长有保障.....	3
2. 公司近几年有三个主要的增长点.....	4
3. 维持对公司的盈利预测和“强烈推荐”的评级.....	6

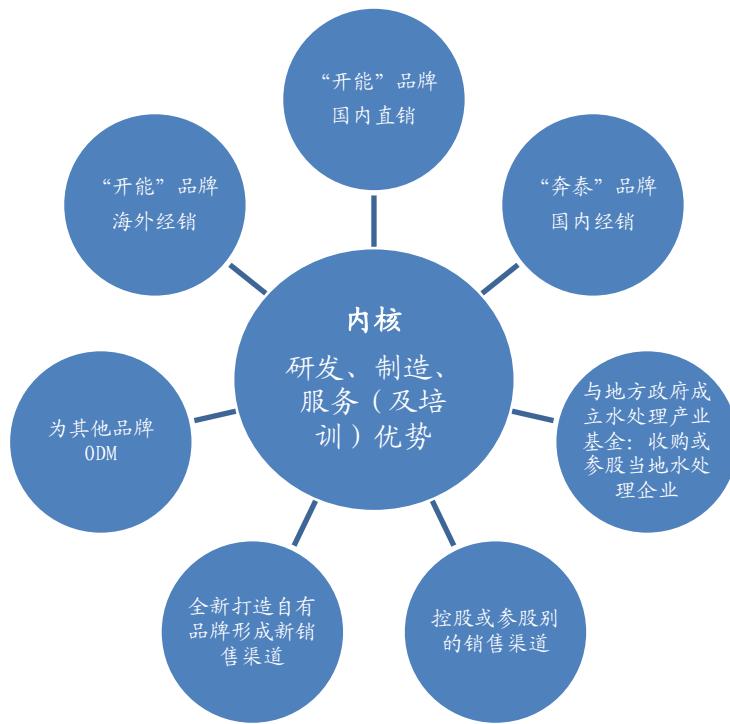
图表目录

图表 1 公司营销模式	3
图表 2 “开能”和“奔泰”产品系列对比.....	4
图表 3 公司经销商发展迅猛	5
图表 4 “奔泰”品牌收入和净利润增长迅速	5
图表 5 国内五大区域收入对比 (单位: 万元)	5
图表 6 国内五大区域中其他区域收入增速迅猛.....	5
图表 7 公司海外市场收入占比 (左轴) 和增速 (右轴) 稳定.....	6
图表 8 国外各大区域中亚洲增长显著 (单位: 亿元)	6
图表 9 盈利预测表 (单位: 百万元)	7

1. 公司营销模式清晰，未来收入持续增长有保障

公司在不断巩固内核（强化研发、制造和服务/培训优势）的基础上，根据消费需求的发展，以及市场竞争格局的发展，适时推出了以下七类营销模式。

图表 1 公司营销模式



资料来源：广证恒生整理

“开能”品牌的海外经销、“开能”品牌的国内直销以及ODM业务一直是公司的传统业务。

2012、2013年人居水处理的各细分行业中，国内居民对终端净水设备的需求旺盛，尤其以RO终端净化产品的需求增长最为显著。公司及时地加速发展“奔泰”品牌的国内经销业务。截止2013年底，公司的经销商达到2000余家，“奔泰”国内销售收入增长58%，高于公司水处理整体设备23%的增速，高于公司整体30%的增速。（图表3、4）

基于公司强有力的内核，公司进一步对外输出产品、技术、品牌和资本。包括：

1. 全新打造自有品牌以形成新的销售渠道

“奔泰”品牌是公司全力打造的自有品牌之一，以区别“开能”品牌的目标客户，是公司对外输出产品和技术的典型一例。“奔泰”品牌的优势在于：

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。（图表2）

图表 2 “开能”和“奔泰”产品系列对比

大类		“开能”品牌	“奔泰”品牌
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...
		双子星系列 ACKDF-...	中央净水机系列 BNT-KC...
	全屋软水设备	全屋软水设备 CN-...	中央软水机系列 BNT-S...
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-...	反渗透净水机系列 BNT-RO...
			超滤净水机系列 BNT-UF...
商用净化饮水设备	终端软水机	终端软水机系列 BNT-...	
		2 系列、6 系列、5 系列 C/KDF-...	大流量直饮机 AC/KDF-...
			商务净水机系列 BNT-RO...

资料来源：公司产品说明书，广证恒生

第二、产品质量过硬，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金额的 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。

第五、公司总部完善的服务培训，能够保障经销商的售后服务与持续维护。

2. 控股或参股别的销售渠道

公司积极地推进市场化的营销方式，控股或参股别的销售渠道。例如：北京开能销售公司是上市公司直销 DSR 模式在北京的服务主体，原来由上市公司 100% 控股。2013 年 12 月上市公司将北京销售公司的 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。

3、与地方政府成立水处理产业基金：收购或参股当地的水处理企业

作为公司 2014 年的四项经营计划之一，公司积极推动与地方政府成立水处理产业基金的模式。该模式可有效降低投资风险，加强公司三大优势内核的对外输出，有望成为接下来新的收入与利润增长点。

2. 公司近几年有三个主要的增长点

基于我们的行业和公司发展的判断，我们认为公司近几年的收入和利润增长点在以下三方面：

1、“奔泰”经销，近三年是强势增长点

公司截止 2013 年已有 2000 多家经销商，我们做个简单的估算：考虑到今年新增经销商以及存量有效的经销商，我们假定今年销售贡献较大的经销商数量仍为 2000 家，每家经销商年提货额平均 6 万元，则全年奔泰的提货额有 1.2 个亿，因此相比 2013 年“奔泰”收入有 85% 左右的增长。

图表 3 公司经销商发展迅猛



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 4 “奔泰”品牌收入和净利润增长迅速

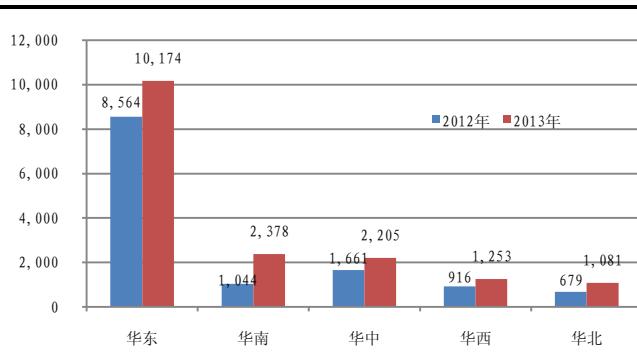
时间	营业收入 (单位：万元)	增速	净利润 (单位：万元)	增速
2013 年	6,518	58%	457	40%
2012 年	4,135	—	326	—
2011 年	—	—	-32	—

资料来源：WIND，广证恒生

2、“开能”直销，国内其他区域强劲发力

公司国内的五大区域中，由于华东是公司总部所在地，因此收入一直占国内的 30% 多，而其他区域的销售收入占比还很少，因此具有很大的增长空间。我们预计，随着我国居民对净水设备认识的迅速增强、饮水习惯的逐渐改变、公司对直销力度的加大，以及 DSR 模式效应的显现，未来几年其他几大区域“开能”直销业务也将加速发展。按水处理整体设备增速和核心部件国内销售增速综合预期，“开能”直销的收入增长将保持 53% 左右，与行业增速的预期相当。（参考 2014 年 6 月 6 日广证恒生证券研究报告《人居水处理行业黄金十年、投资稀缺品种》）

图表 5 国内五大区域收入对比（单位：万元）



资料来源：WIND，广证恒生

图表 6 国内五大区域中其他区域收入增速迅猛

国内分地区 收入增速	2012 年	2013 年
华东	0.78%	18.79%
华南	21.90%	127.71%
华中	45.18%	32.72%
华西	-7.28%	36.90%
华北	24.81%	59.19%
国内总收入	6.93%	32.86%

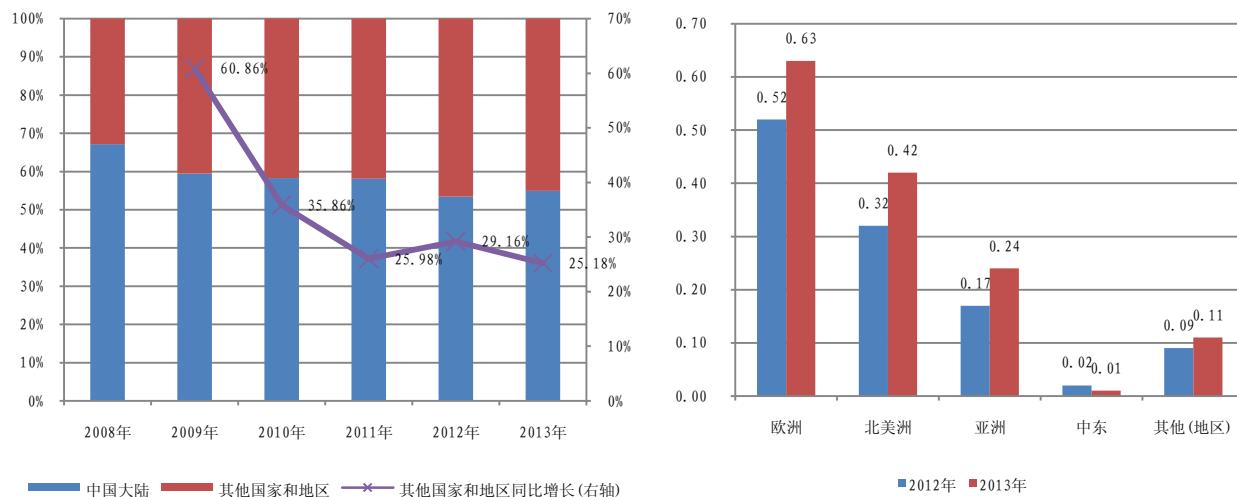
说明：国内总收入中除了“开能”直销，还包括“奔泰”经销、以及其他营销模式产生的收入。

资料来源：WIND，广证恒生

3、印度市场或成为海外市场的主要增长点

公司从 2012 年开始，积极推动印度市场的经销业务。基于公司在北美和欧洲市场的成熟经验，以及印度市场对净水设备的较大需求，我们预计公司未来几年海外市场收入增速在 30% 左右。

图表 7 公司海外市场收入占比（左轴）和增速（右轴）稳定 图表 8 国外各大区域中亚洲增长显著（单位：亿元）



资料来源：WIND，广证恒生

资料来源：WIND，广证恒生

3. 维持对公司的盈利预测和“强烈推荐”的评级

基于以上分析，我们维持 2014 年 6 月 6 日证券研究报告《人居水处理行业黄金十年、投资稀缺品种》中的盈利预测和评级。

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 35、23、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，维持“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。



图表 9 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	35.29	23.05	15.49
P/B	5.74	5.42	4.83	3.97
EV/EBITDA	35.68	24.78	16.61	11.50

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	liuxj@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。