

软实力助力龙头再腾飞

强烈推荐(首次)

2015年7月3日

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,050	3,000	3,190	3,386
同比(+/-%)	-1.2%	-1.7%	6.3%	6.2%
净利润(百万元)	215	292	345	374
同比(+/-%)	-30.3%	36.1%	18.3%	8.2%
毛利率(%)	35.0%	35.0%	34.9%	35.4%
净资产收益率(%)	6.1%	7.8%	8.6%	8.6%
每股收益(元)	0.54	0.36	0.43	0.47
PE	22.61	33.23	28.09	25.96
PB	1.38	2.58	2.41	2.24

投资要点

- 廿载积淀渠道、品牌优势，"软实力"具备多重变现可能，二次腾飞可期。**传统业务带来的不仅是稳定现金流，而是庞大的渠道、品牌价值。20年积淀公司获得了1000多万个存量客户和以3000多名一级经销商为中心，覆盖全国31个省市自治区、200多个地市及其大部分县(区)和乡镇的综合营销网络，极为熟悉县乡农村市场。“太阳雨”、“四季沐歌”品牌价值凸显。借助强大的渠道、品牌“软实力”，董事长怀抱二次创业的决心，从产品、商业模式上开启多元化节能环保平台之路。
- 产品转型再造日出东方。**在现有品牌渠道优势基础上，公司大力拓展经营范围，开辟了净水机、除甲醛专用机、空气能热水器等新产品。转型已见成效，2014年净水机产品销售达到1.78亿元，净水器行业处于成长初期，行业千亿级别蛋糕。随着需求的爆发，公司有望在新领域再造一个日出东方。
- 互联网思维重构商业模式。**公司将完善客户资料乃至建立全行业用户资料库，通过增值服务增加用户粘性。在渠道上加大电商平台的投入，在产品方面实现智能化、互联网化。千万个存量客户和庞大经销商网络将带来巨大的活跃用户群，农村互联网发展程度远低于城市，入口价值有望使公司享受价值重估。
- 现金充裕增厚外延发展实力。**公司现金类资产超越26亿元，凭借着资金和资源的优势可以增强技术实力、扩大业务范围。公司在上海自贸区、美国硅谷分别设立子公司作为公司国际化发展的前沿平台和先锋阵地。
- 储能业务成为亮点：**储能可以比较好的解决太阳能使用的不连续问题。公司的太阳能季节性蓄热采暖项目在近一年多的时间里运转良好，未来有望在各大型建筑和小区中复制。
- 盈利预测与估值：**预计公司2015-2017年分别实现营业收入30.00亿元、31.90亿元、33.86亿元，净利润2.92亿元、3.45亿元、3.74亿元，对应2015年7月3日股价PE分别为33.23倍、28.09倍、25.96倍。首次给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**产品销售低于预期、太阳能热水行业下滑低于预期。

分析师 袁理

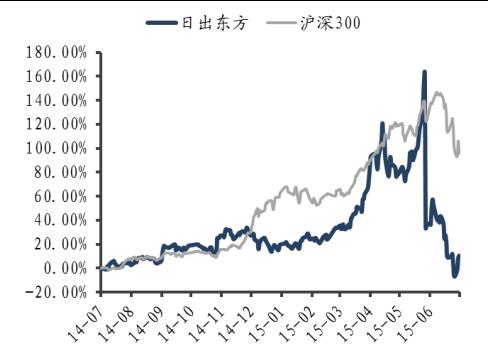
执业资格证书号码: S0600511080001

0512-62938537

yuanl@gsjq.com.cn

研究助理 翟堃

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.13
一年最低价/最高价	6.61/21.97
市净率	3.48
流通A股市值(百万元)	12000

基础数据

每股净资产(元)	8.89
资产负债率(%)	19.45
总股本(百万股)	80000
流通A股(百万股)	80000

有别于市场的认识

市场认为太阳能热水器行业趋于饱和，公司成长出现天花板，市值增长空间受限。

我们认为：

- **廿载积淀渠道、品牌优势，"软实力"具备多重变现可能，二次腾飞可期。**公司的传统业务带来的不仅是稳定的现金流入，而是庞大的渠道、品牌价值。借助在行业内近 20 年的积累，公司获得了 1000 多万个存量客户和以 3000 多名一级经销商为中心，覆盖全国 31 个省市自治区、200 多个地市及其大部分县（区）和乡镇的综合营销网络，极为熟悉县乡农村市场。“太阳雨”、“四季沐歌”品牌价值凸显。借助强大的渠道、品牌“软实力”，董事长怀抱二次创业的决心，从产品、商业模式上开启多元化节能环保平台之路。
- **产品转型再造日出东方。**在现有品牌渠道优势基础上，公司大力拓展经营范围，开辟了净水机、除甲醛专用机、空气能热水器等新产品。转型已见成效，2014 年净水机产品销售达到 1.78 亿元，净水器行业处于成长初期，行业千亿级别蛋糕。公司现有的强大经销网络对县乡市场消费行为极为熟悉，未来将以农村为主战场逐步向城市渗透。县乡、农村地区在环境质量上相对一线城市较为薄弱，净水设备覆盖率低+饮水健康需求度提升将使得县乡、农村地区的消费者对于净水机的需求更为突出。随着需求的爆发，公司有望在新领域再造一个日出东方。
- **互联网思维重构商业模式。**2015 年公司将继续完善客户资料乃至建立全行业用户的资料库，并通过增值服务增加用户粘性、提升用户价值。同时，在渠道上加大对电商平台的投入，推动传统渠道转型升级。在产品方面同步配套，加大研发投入，推动太阳能热水器、空气能热水器、净水机等现有产品的智能化、互联网化，提升用户体验。千万个存量客户和庞大的经销商网络将为公司带来巨大的活跃用户群，农村互联网市场发展程度远低于城市，入口价值有望使得公司享受价值重估。
- **现金充裕增厚外延发展实力。**公司 2012 年首发上市净募集资金 20.3 亿元，共累计投入募投项目 4.02 亿元。截止 2015 年一季报，公司账面共有货币资金 13.99 亿元，包含理财产品在内的类现金资产超越 26 亿元。怀抱战略拓展的决心，外延式发展将极有可能成为公司的战略重点。公司凭借着资金和资源的优势可以更好的进行外延并购，来增强公司的技术实力并扩大业务范围。公司在上海自贸区、美国硅谷分别设立子公司作为公司国际化发展的前沿平台和先锋阵地。

1. 励精图治的行业骄子

1.1 太阳能热水龙头

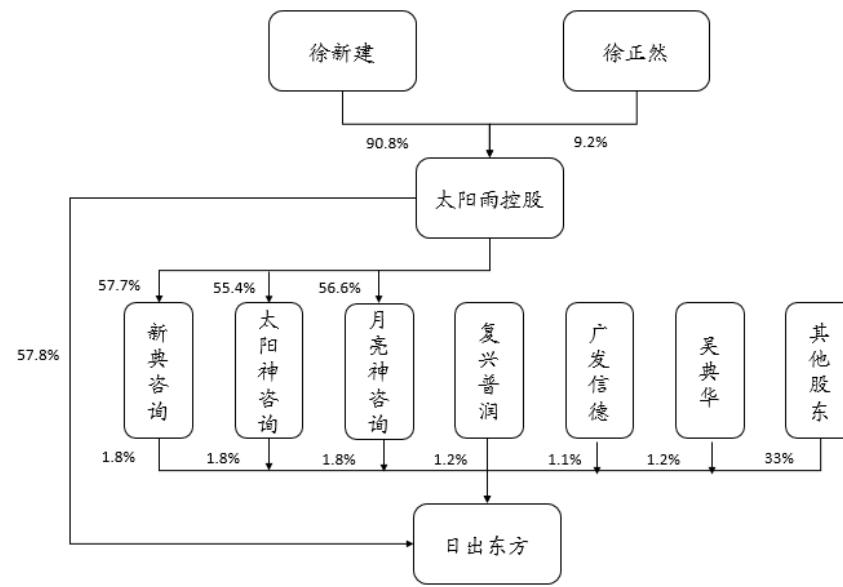
公司于 1997 年 4 月 1 日成立于江苏连云港，主营业务为太阳能热水器、太阳能热水工程系统、太阳能采暖系统以及太阳能制冷空调系统等太阳能热利用产品的研发、生产与销售。近 20 载时间内公司深耕细作县区、乡镇市场，拥有“太阳雨”和“四季沐歌”两大太阳能热水器知名品牌，是目前国内太阳能热水器行业规模最大的龙头企业，也是行业内最主要的太阳能热水器出口企业之一。

公司一直致力于打造行业内一流的研发平台和研发队伍。2014 年 6 月公司通过省“高新技术企业”复审，公司是国家发改委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局联合认定的“国家认定企业技术中心”，设有国家级“博士后科研工作站”，与北京大学、中科院、东南大学等多所国内高校、科研院所建立了横向的“产、学、研”合作关系。此外，公司检测中心获得“中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书”。公司拥有德国斯图加特大学 ITW 实验室开发的国际最先进的太阳能综合测试系统，设立了力学实验室和低温实验室，拥有太阳能行业首台“太阳模拟器”检测系统。

经过不断研发创新，目前已拥有 104 项国家专利和非专利技术，作为主导或参与起草单位之一起草了 26 项国家标准及行业标准。此外，公司还承担或参与了多项国家和省级火炬计划项目以及科技成果转化项目。

徐新建先生自 2010 年 8 月至今日出东方太阳能股份有限公司董事长，为公司实际控制人，通过太阳雨控股有限公司持有公司 55.52% 的股份。

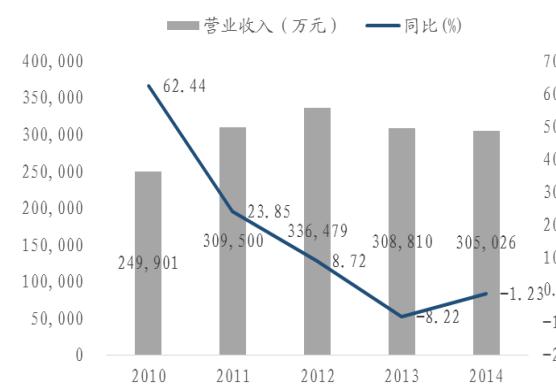
图表 1 公司股权架构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2 公司财务状况

公司 2014 年实现营业收入 30.5 亿元，同比下降 1.23%；实现营业利润 2.72 亿元，同比下降 22.52%；实现净利润 2.15 亿元，同比下降 30.3%。收入和净利润下降主要是由太阳能热水器市场景气度下降所致。受 2014 年年底抓业绩冲销量以及 2015 年春节的影响，公司 2015 年一季度营业收入同比下降 31.5%，净利润同比下降 41.4%。

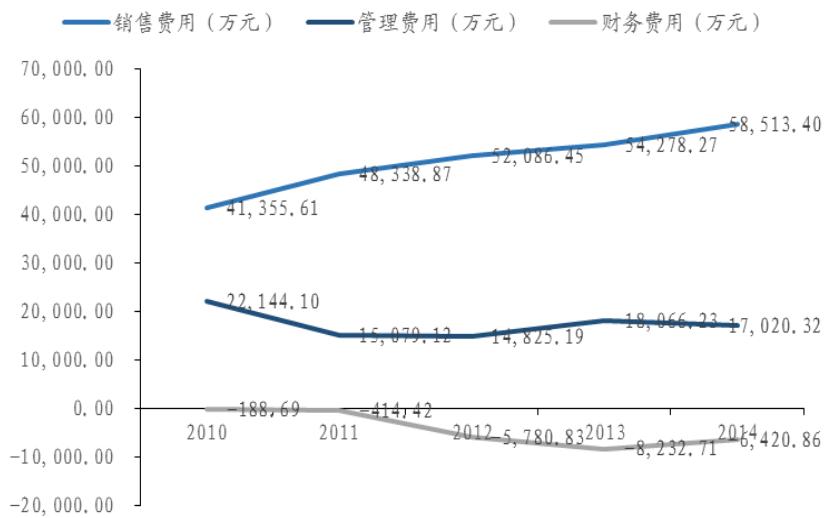
图表 2 公司历年营业收入


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3 公司历年净利润


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司期间费用表现稳定。由于涉及到企业转型以及新产品的推广，公司的销售费用近年来缓步增长，但仍然处于较低水平。公司财务费用为负，主要是由于公司账面现金较多，银行存款和购买的理财产品带来了相当的利息收入。

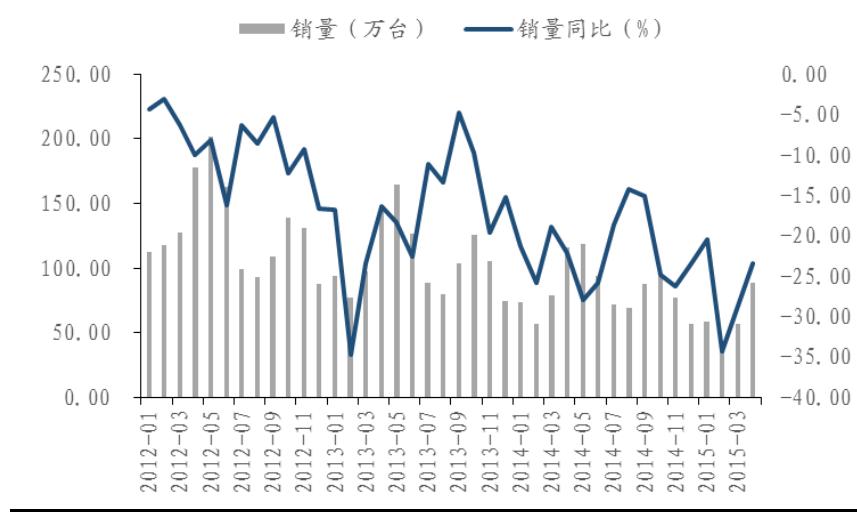
图表 4 公司期间费用稳定


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 太阳能热水器业务趋于稳定，依托品牌谋转型

随着宏观经济增速放缓、房地产市场景气度下降、产业结构调整以及“家电下乡”“节能惠民工程”等刺激政策对行业增长的提前透支，行业增速趋于稳定。太阳能热水器市场在经历了较快速的发展之后市场逐渐饱和，且随着城市化的进一步加速，高层住宅小区安装太阳能热水器不便使得电热水器和燃气热水器侵占了太阳能热水器的市场份额。城市大型小区已经开始实行集中供热，整个太阳能热水器行业进入阶段性成熟期。公司 2014 年太阳能热水器销售收入 22.9 亿元，相对 2013 年同比下降 8.77%。

图表 5 全国太阳能热水器销量



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司在公司太阳能热水器行业仅 20 年的埋头发展，为公司战略发展积累了巨大的品牌价值和渠道优势。公司在全国建立了江苏、山东、河南三个生产基地，构建了高效率的扁平化国内营销网络，形成了以县级区域为单元构建一级经销网络，以乡镇区域为单元构建二级分销网络。公司获得了 1000 多万个存量客户和以 3000 多名一级经销商为中心，覆盖全国 31 个省市自治区、200 多个地市及其大部分县（区）和乡镇的综合营销网络，极为熟悉县乡农村市场。“太阳雨”、“四季沐歌”品牌价值凸显。预计太阳能热水器市场未来将为公司提供稳定现金流。而谋求转型实现突破是公司未来发展的必然选择。公司董事长从战略上先知先觉，借助公司强大的品牌、渠道优势，怀着二次创业的决心大力转型。

2014 年 1 月，公司通过了变更公司经营范围的决议，变更后增添了消毒杀菌器具、空气净化设备、水净化设备等经营范围，旗下“太阳雨”和“四季沐歌”均推出自身品牌净水机。2014 年初，“太阳雨”成立专项小组入驻深圳科技园，专注研发全球首款除甲醛专用机——太阳雨甲醛机•黄金甲，在 2014 年公司完成广东顺德的空气能热水器生产基地建设，继续开拓太阳能与空气能能源结合业务，提高空气能热水器的生产能力与制造水平，彰显着公司由传统的太阳能业务向多元化节能环保大平台发展的信心。

3. 净水机业务开启节能环保大平台帷幕

瞄准净水机市场高速增长的机遇, 2013 年公司开始大力度投入净水机产品的研发与销售, 2014 年公司实现净水机销售收入 1.78 亿元, 占 2014 年净水机全国市场销售的 1.77%。

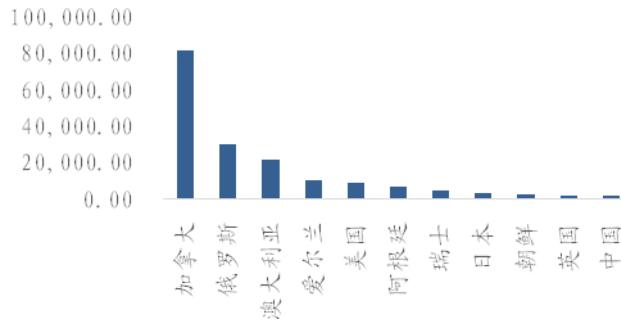
净水机行业处于成长初期, 三年内行业规模从 50 亿元翻番为 100 亿元, 水质诉求愈加强烈, 行业增速有望不断加快, 千亿级别市场尚未开启。

公司现有的渠道、品牌价值, 公司经销网络全面县乡市场, 对该区域消费者偏好、行为习惯极为熟悉。公司将以农村为主战场逐步向城市渗透。相对于更受到国家政策偏爱, 经济基础较好, 更注重发展中求环境改善的一线城市, 县乡、农村地区在经济环保的综合发展上相对一线城市较为薄弱, 净水设备覆盖率低+饮水健康需求度提升将使得县乡、农村地区的消费者对于净水机的需求更为突出。未来随着净水行业的需求爆发式增长, 公司有望在新领域中再造一个日出东方!

3.1 量与质齐缺, 城乡用水环境紧迫

中国水资源短缺情况严重。2008 年联合国统计数据显示, 中国人均水资源拥有量仅为世界平均水平的四分之一。中国人均水资源呈现出总量匮乏, 区域不平衡特征。根据《2013 年中国环境状况公报》, 长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河、浙闽片河流、西南诸河和西北诸河等十大水系的国控断面中, I~III 类、IV~V 类和劣 V 类水质的断面比例分别为 71.7%、19.3% 和 9.0%。珠江、西南诸河和西北诸河水水质为优, 长江和浙闽片河流水质良好, 黄河、松花江、淮河和辽河为轻度污染, 海河为中度污染。在监测营养状态的 61 个湖泊(水库)中, 富营养状态的湖泊(水库)占 27.8%, 其中轻度富营养和中度富营养的湖泊(水库)比例分别为 26.2% 和 1.6%。在 4778 个地下水监测点位中, 较差和极差水质的监测点比例为 59.6%。

图表 6 各国人均可更新淡水量(立方米/人)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

中国的水资源不仅是数量匮乏, 也呈现出质量缺失的特征。全国约 7 亿人饮用大肠杆菌超标水, 1.64 亿人饮用有机污染严重的水, 有 7700 万人

饮用高氟水，1.6亿人饮用耗氧量高的水。近年来我国伤寒、细菌性痢疾、传染性肝炎、腹泻等疾病屡有发生，与水污染情况加剧有关，饮用水安全问题亟待解决。饮用水安全事件频发，2010 年 7 月紫金矿业水污染事故、2012 年 2 月的广西龙江镉污染事故、2013 年 1 月山西天脊集团苯胺泄漏事件、2014 年兰州、武汉水污染事件都引起了社会广泛关注。“生命之源”的基本保障亟待加强。

水质安全关乎国计民生，愈发引起举国重视。2012 年 7 月 1 日起，我国正式实施新版的《生活饮用水卫生标准》，城镇供水水质的国家强制标准从原来的 35 项增加到 106 项。国家水资源从“质”和“量”两方面都亟待合理的价值提升来解决问题。

图表 7 我国水污染现象严重



资料来源：网络资料，东吴证券研究所

3.2 饮水健康需求为净水机行业带来发展良机

目前国内城市自来水从水厂端至用户端需经过城市供水管网和小区管网两道环节，部分网管使用年限已经很长，存在污染物渗透入网的情况，自来水流动的“最后一公里”的水质得不到保障，且城市普遍存在的二次供水更是容易导致各种污染，“二次污染”成为了困扰居民的最主要问题。同时，作为纯净水行业最早发展起来的桶装水在近年市场增速已经放缓。尤其是采用废旧塑料、洋垃圾、医疗针管等为原料的“黑心桶”和采用自来水简单粗过滤冒充纯净水的“黑心水”的出现，使得大众对桶装水的纯净度产生怀疑。同时，桶装水在加工和运输过程中容易造成二次污染，已经不能满足消费者的需求。

在成本方面，目前市场上 19L 的桶装水售价约为 10~20 元，按照每天人均用水 2.5L，平均每桶水 15 元来计算，每人每天的用水成本约为 2 元，一个四口之家每年的用水成本约为 2882 元，这已经大约是市面上中高端净水机的价格。而相比起来，每台净水机每年的成本只是价格约 300 元的滤芯和 200 元净水机的折旧，总成本不及桶装水的 20%，优势显而易见。趋于

对健康饮水的需求和成本的节约，家用净水机将迎来发展良机。

图表 8 桶装水和净水机成本比较

桶装水容量 (L)	19.0	自来水价格 (元/吨)	3.5
桶装水价格 (元)	15.0	净水机出水率	0.5
人日均饮水量 (L)	2.5	人日均饮水量 (L)	2.5
每户家庭人数	4.0	每户家庭人数	4.0
		滤芯价格 (元)	300.0
		净水机年折旧 (元)	200.0
年桶装水消费 (元)	2881.6	年净水机消费 (元)	525.6

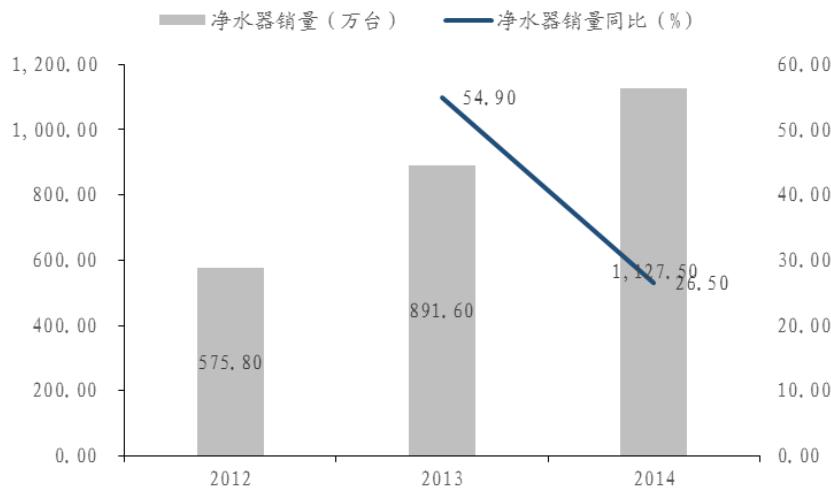
资料来源：东吴证券研究所

净水机起源于上世纪 80 年代初的美国，目前在欧美发达国家应用普遍，普及率达到 75% 以上，并且市场需求每年以 10% 至 15% 的速度增长。而在我国净水机行业只是刚刚经过了市场的导入期，作为一个新兴的行业已经被大部分的消费者所接受，但一线发达城市普及率还不足 15%，二三线城市的普及率不足 10%。

人们对饮用水的认识度不够以及行业的不规范是导致普及率不足的一个重要原因，针对我国净水机标准滞后的现状，《家用和类似用途的饮用水处理内芯》和《家用和类似用途饮用水处理装置》两项国家标准于 2014 年 8 月出台正式实施。包括《内芯》和《处理装置》在内的一系列国标对净水机总净水量、功能效率、噪声、拖延率、再生率、除菌率、废水比、回收率等按照不同的技术进行分类，给出了行业统一的规范标准。同时，2014 年 11 月 1 日国家正式实施了《家用和类似用途净水机维修维护服务规范》、《家用和类似用途连续式净水机安装规范》、《家用和类似用途龙头式净水机》、《家用和类似用途前置过滤器》、《家用和类似用途反渗透净水机、纳滤净水机专用加压泵》、《家用和类似用途饮水机性能、安装服务行业标准》等标准，为行业未来的发展指明了道路。

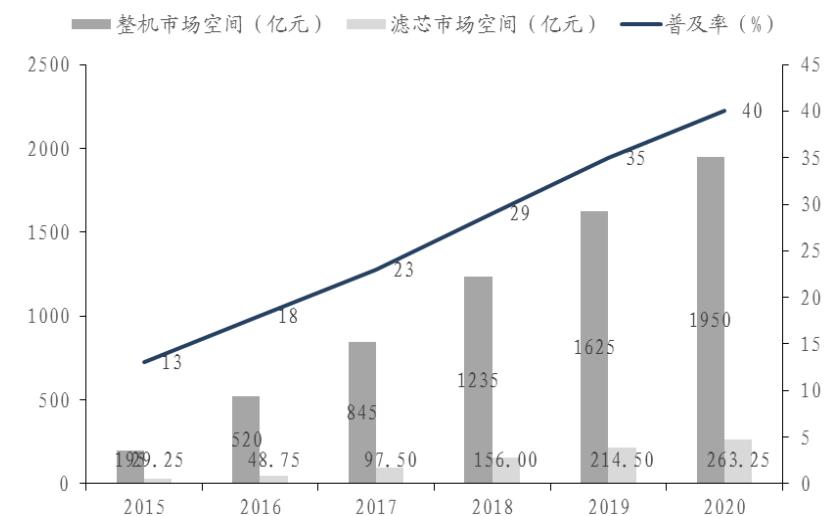
2014 年全国共销售净水机 1127.5 万台，同比增长 26.5%。国家电市场规模同比微增长 4.4%。净水机市场已经打开，相比国外成熟市场普及率仍然有着很大的差距。随着各类环境问题的出现以及人们饮水习惯的变化，净水机将成为家用电器中必备的一部分。如果未来全国净水机市场普及率增加到 40%，按照每台净水机 2000 元，每个家庭四个人口来估算，则在 2020 年净水机整机对应的市场空间将达到约 1950 亿元。考虑到滤芯需要定期更换，以单台净水机每年更换一次滤芯，每套滤芯价格为净水机价格 15% 来估算，则 2020 年滤芯的市场空间将达到约 263 亿元。

图表 9 全国净水机销售量



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 10 净水机市场空间预测



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.3 反渗透技术为发展主流

目前，净水设备主要分微滤、超滤和反渗透三大技术，其中反渗透净水机更受国内消费者青睐。反渗透（RO）技术最早应用于太空宇航领域，能有效过滤水中重金属离子、水垢、细菌等杂质，从而提取出安全、纯净的水。根据中怡康的数据显示，反渗透净水机份额逐年扩张，2015年一季度零售额份额达 66.5%，其中，北京市场反渗透净水机比重超过 80%。根据消费电子杂志对 2013 年净水机销售量的统计，销售量排名前 10 的净水机中有 7 个都采用了带有反渗透膜的滤芯。公司的主打产品使用了进口陶氏 RO 膜作为核心过滤组件，具有高品质、高精度和低故障率的特点。

图表 11 2013 年净水机销量排行

排名	品牌	型号	净水原理	滤芯种类	参考价格
----	----	----	------	------	------

1	沁园	RO-185(DT)	反渗透膜	RO 膜滤芯	1680
2	3M	DWS2000-CN	活性炭过滤	活性炭	2380
3	美的	MRU1583A-50G	反渗透膜	反渗透滤芯	1598
4	A.O.史密斯	DR50-C2	反渗透膜	RO 膜滤芯	3038
5	美的	MRO102C-4	PP 棉+活性 炭+RO 膜	RO 膜滤芯	1998
6	飞利浦	WP3806	超滤	超滤膜+水质 软化器	1498
7	沁园	QJ-UF-05E	超滤	超滤膜	1498
8	A.O.史密斯	AR400-B1	反渗透膜	RO 膜滤芯	5238
9	英国皇家道尔顿	M68(CT-DOR)	矽藻瓷/活性 炭/ATS/离子 交换树脂/银 离子	复合滤芯	2180
10	海尔	HRO5016-5(WS)	反渗透膜	RO 膜滤芯	1399

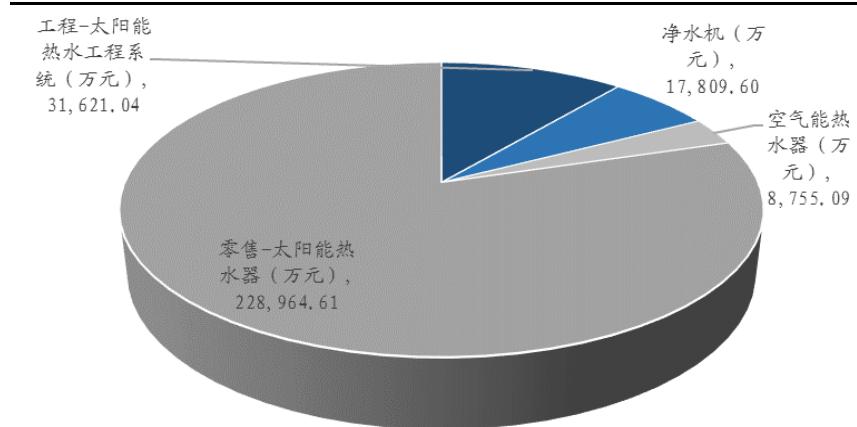
资料来源：消费电子杂志，东吴证券研究所整理

3.4 借助品牌渠道优势再造一个日出东方

公司将主要产品的推广定位于二三线城市和农村，公司在太阳能热水器产品上 20 年的深耕细作使公司获得了 1000 多万个存量客户和以 3000 多名一级经销商为中心，覆盖全国 31 个省市自治区、200 多个地市及其大部分县（区）和乡镇的综合营销网络，极为熟悉县乡农村市场，对该区域消费者偏好、行为习惯极为熟悉。公司将以农村为主战场逐步向城市渗透。

“太阳雨”和“四季沐歌”早前通过太阳能热水器投放的大量广告投放和用户口碑相传已经对于消费者有了较大的影响力和吸引力。在新产品的推广上，公司的净水机和空气净化器业务依然使用“太阳雨”和“四季沐歌”品牌，具有较高的产品识别度。在上市不到一年的时间里，公司旗下“四季沐歌”净水机已相继获得净水行业含金量极高的“磐石奖”、“金鼎奖”，成净水机十大品牌之一。公司 2014 年净水机业务实现销售额 1.78 亿元，占公司营业收入的 6.2%。净水器行业处于成长初期，行业千亿级别蛋糕。随着需求的爆发，公司有望在新领域再造一个日出东方。

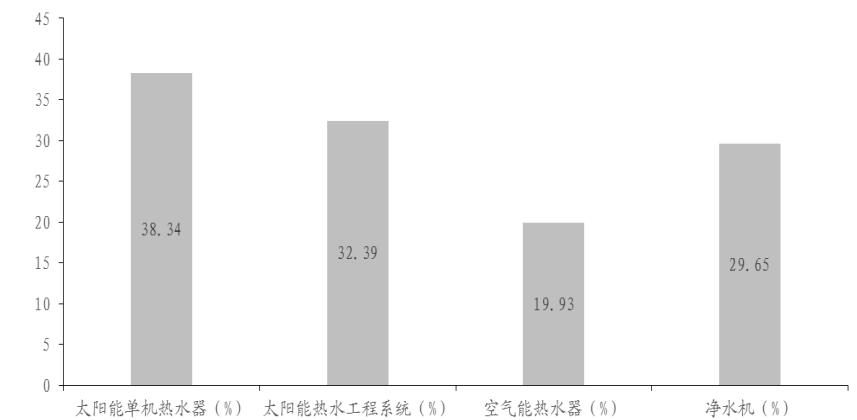
图表 12 公司主营业务构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

净水机业务仍处于着力营销，打开市场的阶段。随着市场的不断放量，销售收入的不断提升，随着资源投入逐步见效，产品销量的大幅增长将提升净水机业务的毛利率，同时摊低单个产品的期间费用。

图表 13 公司各项业务毛利率

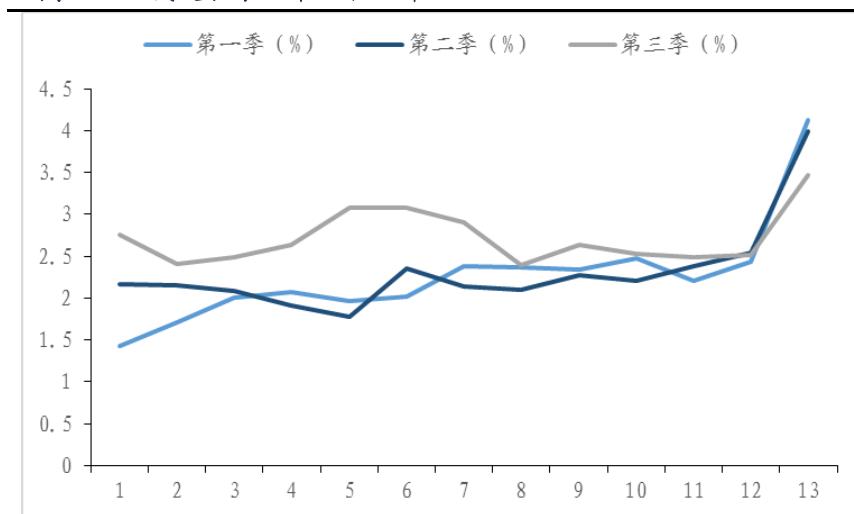


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

为推动太阳雨、四季沐歌两大品牌从单产品品牌到多产品品牌的升级，并提高两品牌在城市市场的认知。2015 年，公司将与央视、湖南卫视、优酷土豆三大媒体平台合作，并作为中国航天事业合作伙伴、西甲联赛(LFP)中国首家战略合作伙伴，树立消费者对太阳雨、四季沐歌的“阳光、空气、水”事业的强烈认知，并提升品牌形象。2015 年 1 月，公司携手湖南卫视将“四季沐歌”牌航天净水机通过赞助“我是歌手”节目强势推进公众视野。“我是歌手”节目自 2013 年开播以来吸引了大批量的观众，具有非常高的人气和收视率。通过赞助“我是歌手”节目，公司以净水润喉、以好水养出好歌神的广告思维向市场进行了贴合的产品推广，大大拓展了公司净水机的品牌形象，使消费者得以普遍接受公司转型的决心。全媒体营销的最大特点是开放与融合，在今年“四季沐歌·网易巴西世界杯”的传播中，四季沐歌就已经通过 PC 端和移动端联合，借助音乐、视频、图文、微博、微信等多种形式，为我们制造了一场全媒体营销的狂欢盛宴。

“太阳雨”品牌形象代言人林志玲的太阳雨净水机广告片在央视、湖南卫视等主流平台深入传播，“太阳雨净水机我家的第一台净水机”已经深入人心。作为西甲联赛中国首家战略合作伙伴，与西甲官方战略合作伙伴关系进一步深化，由“西甲联赛战略合作伙伴”正式升级为“西甲联赛官方指定净水设备供应商”。太阳雨将为西甲联赛场馆提供包含净水设备在内的太阳能、空气能等业务有机整合的多能源复合解决方案。太阳雨公益慈善基金 2013 年实施 1000 所“阳光浴室”捐赠计划后，开启“太阳雨 妈妈净水”公益项目。今后的 3-5 年里征集 1000 位“最美”妈妈，为她们及家庭捐赠太阳雨净水系统。是中国净水行业迄今为止最大的公益捐助项目。太阳雨公益慈善基金将携手林志玲“志玲姐姐基金会”，共同推动“太阳雨 妈妈净水”公益项目的发展。

图表 14 “我是歌手”节目收视率



资料来源：csm50 城市网，东吴证券研究所

图表 15 我是歌手节目广告效果



资料来源：我是歌手，东吴证券研究所

图表 16 太阳雨发起净水行业大型公益活动



资料来源：我是歌手，东吴证券研究所

4. 互联网思维重构商业模式

2014年公司战略性提出“互联网+”发展计划，将充分利用互联网思维与技术，逐步改造当前的商业模式、产品与服务。20年励精图治为公司积累了庞大的经销商线下网络和千万个存量客户。2015年公司将继续完善客户资料乃至建立全行业用户的资料库，并通过增值服务增加用户粘性、提升用户价值。同时，在渠道上加大对电商平台的投入，推动传统渠道转型升级。在产品方面同步配套，加大研发投入，推动太阳能热水器、空气能热水器、净水机等现有产品的智能化、互联网化，提升用户体验。从长期来看，千万个存量客户和庞大的经销商网络有望为公司带来巨大的活跃用户群，农村互联网市场发展程度远低于城市，入口价值有望使得公司享受价值重估。

4.1 农业互联网潜力巨大

在我国网购市场规模突破一万亿之后，城市市场增速日渐放缓，农村市场已经成为互联网高速增长的新引擎。虽然伴随着城镇化浪潮的发展农村人口在逐年下降，但农村人口仍然巨大。2013 年，来自农村的网民达到 1.77 亿，农村互联网普及率达到 27.5%，同比增长 4%。

在“三电合一、金农工程、农业信息进村入户、村村通”等的号召下，随着宽带下乡，运营商 3G、4G 网络的大规模布局，PC 及移动终端的大规模推广，农业信息化基础设施已进一步完善。

农业作为中国几千年的传统行业，一直饱受中间成本高、流通环节占据利润、效率低、信息不对称等问题困扰，而互联网恰恰是解决这些痛点的最佳商业方式。

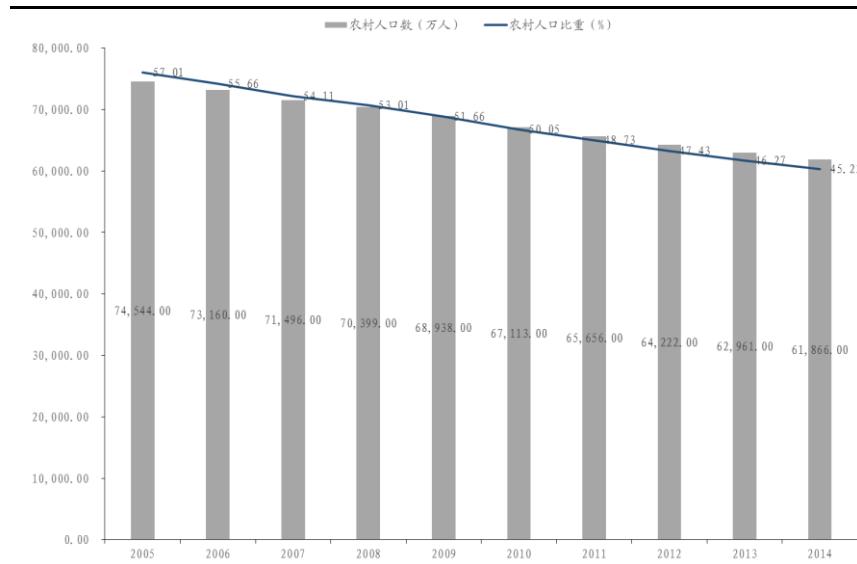
图表 17 农业互联网政策春风已到

发布时间	发布单位	政策名称	政策内容
已上报待发布	商务部、发改委、财政部	《关于加快发展农村电子商务的指导意见》	农村传统流通网络的信息化改造、发展农

	部、农业部 等 20 多个 部委	意见》	产品电商、支持农资 农机生产和流通企业 发展电商、以及拓展 农村电商服务领域 打造一批管理有序、 服务完善、文明祥和 的农村社区建设示范 点，为全面推进农村 社区建设、统筹城乡 发展探索路径、积累 经验
2015.6.5	中共中央 办公厅、国 务院办公 厅	《关于深入推进农 村社区建设试点工 作的指导意见》	
2015.3.12	交通运输、 部 农业 部、供销合 作总社、国 家邮政局	《关于协同推进农 村物流健康发展 加快服务农业现代 化的若干意见》	全面提升我国农村物 流发展水平，支撑农 业现代化发展
2015.2.1	中共中央、 国务院	《关于加大改革创 新力度加快农业现 代化建设的若干意 见》	优化农业结构上开辟 新途径，在转变农业 发展方式上寻求新突 破，在促进农民增收 上获得新成效，在建 设新农村上迈出新步 伐，为经济社会持续 健康发展提供有力支 撑
2014.12.26	财政部	《关于延续并完善 支持农村金融发展 有关税收政策的 通》	继续支持农村金融发 展，解决农民贷款难 问题，为农村小额贷款 利息收入免征营业 税
2014.1.26	中共中央、 国务院	《关于全面深化农 村改革加快推进农 业现代化的若干意 见》	努力走出一条生产技 术先进、经营规模适 度、市场竞争力强、 生态环境可持续的中 国特色新型农业现代 化道路

资料来源：各部委官网，东吴证券研究所整理

图表 18 农村人口数量



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

面对着巨大的农村市场, 阿里巴巴集团于 2014 年 10 月宣布启动千县万村计划, 拟在三至五年内投资 100 亿元, 建立 1000 个县级运营中心和 10 万个村级服务站, 且在今后几年的时间里以推动农村以线下服务实体的形式, 将其电子商务的网络覆盖到全国三分之一强的县以及六分之一的农村地区。

电商在发展的过程中从落后于实体商铺到成为商品市场的先头兵只用了短短的十年时间。在未来, 有人口的地方就会有网络覆盖, 在网络浏览中便会产生流量。农村市场作为一个近乎空白的市场, 互联网大佬的进入已经说明了其消费投资潜力, 加紧布局农村市场, 抓住农村市场的入口机会成为了现在企业发展的新的突破点。未来公司也将抓住资源, 加大在电商平台的投入, 推动渠道转型升级。

4.2 三四线城市和农村线下资源丰富

经过多年的不断积累, 公司在全国建立了江苏、山东、河南三个生产基地, 构建了高效率的扁平化国内营销网络, 形成了以县级区域为单元构建一级经销网络, 以乡镇区域为单元构建二级分销网络。目前公司已在国内建立了以 3000 多名一级经销商为中心, 覆盖全国 31 个省自治区、200 多个地市及其大部分县(区)和乡镇的综合营销网络, 包含一二级经销商超过 3 万个, 自成立以来共销售太阳能热水器超过 1000 万台。

公司的经销商渠道对于农村消费者的偏好、行为习惯十分熟悉。净水机作为持续使用且部件需要定期更换的产品, 不仅涉及到健康, 还关系到安全, 需要专业安装人员亲自上门安装调试, 对安装之后的售后服务要求相对较高。所以对于顾客来说, 购买净水机大多会选择实体店就近购买, 这就对净水机销售线下网络提出了要求。且不同于一线城市的高推广成本, 在二三线城市, 公司可以凭借着已经存在的经销商网络以

及线下服务团队对净水机这样的新产品在社区进行线下体验这样的方式精准推广，加深当地市场对于品牌的认知，在降低营销成本的同时实现产品的“二次销售”。

2014 年 12 月 31 日，太阳雨集团、四季沐歌集团与长安汽车签署合作协议，计划从 2015 年起未来三年内采购长安经改装后微型汽车一万辆。公司将通过与经销商共同承担的方式向长安汽车购买车辆，用于公司净水业务的物流、安装、售后服务，使公司的业务可以更深入到市场的每一个角落。庞大的客户存量+未来可观增量使得公司未来拓展和维护农村基层市场时有了极大的便利。

4.3 农业互联网入口价值巨大

随着互联网的飞速发展，中国网民数量达到 6.69 亿人，其中手机网民已达到 4.02 亿人，位居世界首位。越来越多的人培养了信息时代的消费习惯，通过 PC 及各种手机 App 获取社交、消费、工作等服务。站在互联网+的时代浪尖下，抢占互联网入口已经成为了各大互联网企业的发展重点，如网址导航、财富管理、电子商务等互联网入口网站都已经得到了市场的认可。而中间成本高、流通环节占据利润、效率低、信息不对称等痛点，使得农村市场极为适合互联网重构商业生态。可以预期农村互联网入口价值巨大。

强大的售前售后服务和产品质量为公司赢得了大量的客户群，2015 年公司将继续完善客户资料乃至建立全行业用户的资料库，并通过增值服务增加用户粘性、提升用户价值。同时，在渠道上加大对电商平台的投入，推动传统渠道转型升级。在产品方面同步配套，加大研发投入，推动太阳能热水器、空气能热水器、净水机等现有产品的智能化、互联网化，提升用户体验。

从长期来看，千万个存量客户和庞大的经销商网络有望为公司带来巨大的活跃用户群，农村互联网市场发展程度远低于城市，入口价值有望使得公司享受价值重估。以净水机为例，互联网入口的价值在于：

1. 通过物联网技术实现互联网接入价值。通过物联网，用户可以用智能手机 APP 遥控，一方面能够掌握净水机状况（开机状况、制水状况、当前水温、清洗再生、问题故障情况、滤芯寿命等），另一方面可用智能手机 APP 遥控开关净水机、预约制水，以及进行清洗再生等操作。

2. 通过联网及时得到服务。通过联网可以使净水机的服务体系（包括使用者本人、经销商、维修服务商）随时了解和掌握净水机的工况，及时知晓净水机的问题和故障，维修服务商藉此及时、主动地为用户进行

维护保养、滤芯滤料及相关配套设备的更换、维修等服务。

3. 通过联网实现水质大数据整合。老用户通过联网接入后台大数据平台之后可以自动上传水质信息，使各地的水质信息能够集合成一张庞大的中国水质地图。由于各地水质情况不同，新用户可以基于水质地图信息，上网查询所在地水质情况，从而选择适合自己的净水产品，实现定制化需求。数据变现的潜力巨大。

4. 通过互联网入口实现流量变现。当活跃用户数量增加，访问量不断增大时，所产生的流量可以通过开放给其他网站实现流量的变现价值。如果公司未来移动 APP 得以活跃发展，千万个存量客户和庞大经销商带来的新增推广将带来巨大的变现潜力。

5. 太阳能储能业务有望成为另一亮点

受季节和天气的影响，太阳能经常呈现出不稳定性和不连续性，而季节性太阳能采暖蓄热技术可以较好的弥补太阳能间歇性能源的缺陷。以我国北部地区为例，如果可以将 4-10 月份的太阳能热能采集并储存，并且寒冷的 11 月至来年 3 月份的冬季提供采暖与热水供水，则可以比较好的解决太阳能使用的不连续问题，并且可以在各种大型建筑和小区中复制。

在建筑的各种能耗之中，供暖能耗占总使用能耗的约 35%。如果每年城镇化竣工面积保持在 20 亿平米左右，按照 10 亿平米采用北方燃煤锅炉全空间连续集中供热计算，每年将冬天增加约 800 万吨的标煤消耗，但如果其中 5 亿平米采用安装太阳能采暖，那么每年将减少二氧化碳的排放量 1000 余万吨，环保效应显而易见。

公司在河北经贸大学的太阳能季节性蓄热采暖项目于 2013 年 11 月落成，在近一年多的时间里运转良好，是目前我国首个也是最大的太阳能季节性蓄热采暖与热水综合利用项目。河北经贸大学太阳能季节性蓄热采暖及热水综合利用项目铺设在 14 个楼面，共采用 228 个容量为 89 吨的水箱，水箱外部用钢板和特殊材料组成隔热层，总蓄热容量达 2 万吨。以系统运行寿命 15 年计算，该项目可减少 2.7 万余吨二氧化碳排放，节电 7006 万余度，节约标准煤近 1 万吨，相当于一个 800 亩森林净吸收二氧化碳的量。作为太阳能季节性采暖蓄热技术在国内的首次尝试，该项目总投资约 4000 万，设计运行的寿命是 15 年。

图表 19 河北经贸大学项目



资料来源：网络资料，东吴证券研究所

在技术和规模达到业内领先水平的同时，河北经贸大学太阳能采暖项目的运营方式也采用了与时俱进的 BOT 模式，有效解决了太阳能采暖项目前期投资较大的问题，且大概 5-7 年即可收回成本，有助于推动项目的规模化和集中化发展，使投资方、使用方和建造方都能在项目中实现多赢。作为国内第一家推行太阳能季节性蓄热采暖项目的公司，无论是商业模式还是市场空间上，公司未来都有着极大的机会，项目的高投资额快回收期都将给公司未来的业绩带来很大的看点。

6. 现金充裕，外延拓展值得期待

公司 2012 年首发上市净募集资金 20.3 亿元，共累计投入募投项目 4.02 亿元。截止 2015 年一季报，公司账面共有货币资金 13.99 亿元，包含理财产品在内的类现金资产超越 26 亿元。怀抱战略拓展的决心，外延式发展将极有可能成为公司的战略重点。公司凭借着资金和资源的优势可以更好的进行外延并购，来增强公司的技术实力并扩大业务范围。

事实上，公司的扩张布局已经开始：

在上海自贸区注册成立上海好景投资有限公司，负责日出东方的全球投资业务，主要经营范围是 PE 投资、VC 投资、资产管理、投资管理、实业投资、股权投资、投资咨询等与投资相关的业务。2015 年 4 月拟使用自有资金 1.9 亿元对上海好景进行增资，依托上海的区位优势和自贸区的政策创新，上海好景将为公司的多元化和国际化的发展战略提供有效的支持，并且可以提高财务性投资收益，为公司参与国际业务提供更好的平台，吸引国际高端技术、管理人才的加盟，进一步延伸公司的业务范围，增强公司市场竞争力，促进公司的可持续发展。好景投资是公司国际化、外延式发展的重要平台。

2014 年公司在美国硅谷设立创蓝美国投资控股公司，在世界上最早

的、规模最大的高技术工业区设立经营平台，实施公司国际化战略。硅谷是世界高技术工业发展的先驱和典范，海外设立子公司选择在硅谷，证明了公司转型扩张的决心，从长期来看有助于增强公司的核心竞争力。

图表 20 公司募投项目资金使用情况

募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)
连云港生产基地年产 160 万台太阳能热水器建设项目	50,000.00	11,841.91
洛阳生产基地年产 50 万台太阳能热水器建设项目	18,000.00	2,660.23
阳台壁挂式太阳能热水器建设项目	15,000.00	5,850.76
营销网络建设项目	30,000.00	11,326.34
研发中心建设项目	12,000.00	1,435.68
收购深圳鹏桑普太阳能股份有限公司 14.82% 股权		7,064.40
超募资金	77,757.76	
合计	202,757.76	40,179.32

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 21 公司类现金资产充裕

项目	金额 (亿元)
货币资金	13.99
银行理财产品	7.65
基金理财产品	2.11
信托理财产品	1.50
私募债券	0.73
其他	0.12
合计	26.10

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 22 公司近年来投资事项

投资事项	投资金额	持股比例
北京太阳神投资有限公司	20000 万元	100%
上海好景投资有限公司	20000 万元	100%
江苏水滤康净水有限公司	2000 万元	100%
硅谷创蓝美国投资控股公司	100 万美元	100%
江苏美意美家生活科技有限公司	490 万	49%
深圳市鹏桑普太阳能股份有限公司	17400 万元	30%
上海邦明科兴投资中心 (有限合伙)		23.15%
北京得意音通技术有限责任公司		12.5%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

7. 盈利预测与估值

2014 年公司对鹏桑普投资计提减值准备 1.86 亿元，扣除一次性非经

常损益影响，2015 年公司业绩将进入正轨。净水器产品销售收入占比有望逐步扩大。预计公司 2015-2017 年分别实现营业收入 30.00 亿元、31.90 亿元、33.86 亿元，净利润 2.92 亿元、3.45 亿元、3.74 亿元，首次给予“强烈推荐”评级。

8. 风险提示

产品销售低于预期、太阳能热水行业下滑低于预期。

资产负债表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2921.9	2974.8	3327.1	3699.0	营业收入	3050.3	2999.9	3189.8	3386.2
现金	1113.6	1196.3	1435.4	1693.1	营业成本	1952.5	1919.7	2046.8	2154.5
应收款项	167.3	164.5	174.9	185.7	营业税金及附加	29.4	28.9	30.8	32.7
存货	245.4	241.2	257.2	270.7	营业费用	585.1	600.0	606.1	643.4
其他	1395.7	1372.7	1459.6	1549.4	管理费用	179.2	173.5	167.7	177.3
非流动资产	1574.6	1967.5	1716.0	1693.9	财务费用	-64.2	-17.2	-19.7	-23.5
长期股权投资	4.5	231.0	7.9	7.9	投资净收益	89.1	40.0	40.0	30.0
固定资产	632.4	807.3	787.1	773.0	其他	-185.5	8.5	8.3	8.0
无形资产	256.1	247.5	239.3	231.3	营业利润	271.8	343.5	406.5	439.8
其他	681.7	681.7	681.7	681.7	营业外净收支	-5.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	4496.6	4942.2	5043.1	5392.9	利润总额	266.8	343.5	406.5	439.8
流动负债	900.9	886.4	934.0	984.7	所得税费用	52.2	51.5	61.0	66.0
短期借款	4.3	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	296.3	291.3	310.6	326.9	归属母公司净利润	214.6	292.0	345.5	373.8
其他	600.3	595.1	623.4	657.8	EBIT	313.0	286.3	346.7	386.3
非流动负债	72.6	72.6	72.6	72.6	EBITDA	369.9	365.7	432.8	476.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	72.6	72.6	72.6	72.6					
负债总计	973.4	959.0	1006.6	1057.2					
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司股东权益	3523.1	3756.7	4033.1	4332.2					
负债和股东权益总计	4496.6	4715.7	5039.7	5389.4					
现金流量表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E					
经营活动现金流	120.7	196.8	365.8	400.7	重要财务与估值指标				
投资活动现金流	-620.8	-51.2	-57.7	-68.2	2014	2015E	2016E	2017E	
筹资活动现金流	-212.0	-62.7	-69.1	-74.8	每股收益(元)	0.54	0.36	0.43	0.47
现金净增加额	-712.1	82.8	239.1	257.7	每股净资产(元)	8.81	4.70	5.04	5.42
企业自由现金流	-357.2	96.9	257.4	287.0	发行在外股份(百万股)	400.0	800.0	800.0	800.0
					ROIC(%)	7.4%	7.6%	10.2%	11.3%
					ROE(%)	6.1%	7.8%	8.6%	8.6%
					毛利率(%)	35.0%	35.0%	34.9%	35.4%
					EBIT Margin(%)	10.3%	9.5%	10.9%	11.4%
					销售净利率(%)	7.0%	9.7%	10.8%	11.0%
					资产负债率(%)	21.6%	19.4%	20.0%	19.6%
					收入增长率(%)	-1.2%	-1.7%	6.3%	6.2%
					净利润增长率(%)	-30.3%	36.1%	18.3%	8.2%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘-5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20%以上；

推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10%以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5%以上；

观望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码： 215021
传真： (0512) 62938527
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>