

终端净水释放业绩，细胞业务或超预期

2015. 08. 18

王亮(分析师)

电话: 010-57385534

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

● 公司 2015 年半年报数据显示，公司上半年整体收入同比增长 10.85%，归属母公司股东的净利润同比增长 13.87%，毛利率为 40%、净利率为 15.6%。从增速角度看，公司似乎进入中速发展阶段。近一年来，公司在原有业务（本报告指非终端净水业务）稳步发展的同时，逐步在终端净水业务和免疫细胞业务发力。这三项业务存在较大差异，有必要进行分拆观察和估值。

● 公司终端净水器领域通过内生和外延增长方式将于 2016 年中期迅速释放产能。配合公司销售渠道的扩张、品牌建设，核心部件制造优势以及成本优势，我们预计到 2016 年，公司终端净水器产能达到 220 万台，是目前产能的 11 倍。该产能相当于 2014 年行业终端净水器销产量的近 20%。我们按照股利折现模型计算，得到股价理论值为 12.22 元。

● 公司免疫细胞业务进展顺利，从商业模式、存储规模、下游应用环节和客户需求判断，免疫细胞业务或超出市场预期。公司以细胞存储为中心，在细胞存储、技术研发、临床研究与转化应用、项目投资这四个全面进展。基于我们在《20140723 深度报告：免疫细胞治疗带动细胞存储大市场，开能环保领先一步》的思路，并调整现金净收入参数，得到股价理论值为 11.52 元。

● 非终端产品主要包括剔除终端净水器后的水处理设备（即全屋净水器、软水机和商用净化饮水机）、核心部件（包括控制阀、压力容器）以及服务。净水器的消费趋势将是全屋净水+终端净水，公司在全屋净水领域已是龙头，具有较高的壁垒。我们剔除终端净水器后公司产品和服务的股价理论值为 6.79 元。

● 根据上述三项估值，在不考虑免疫细胞治疗和养老业务的情况下，公司合理股价为：11.52+12.22+6.79=30.53 元，目前最新股价为 21.59，还有 41%空间，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：1、净水业务：全屋设备和终端设备国内市场竞争加剧风险；海外市场波动风险；汇率风险。2、免疫细胞存储业务：免疫细胞存储政策风险；免疫细胞存储市场的竞争风险。

单位:百万元

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	374.74	465.95	622.93	1034.58
同比(%)	20.4%	24.3%	33.7%	66.1%
归属母公司净利润	64.24	78.47	104.91	174.28
同比(%)	12.7%	22.2%	33.7%	66.1%
毛利率(%)	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
ROE(%)	10.00%	9.78%	12.22%	18.34%
每股收益(元)	0.19	0.24	0.32	0.53
P/E	81.72	65.63	49.09	29.55
P/B	9.86	8.68	8.04	6.68

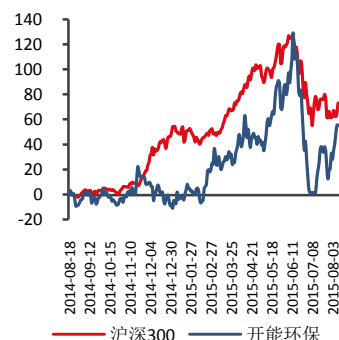
强烈推荐(维持)

现价: 21.59

目标价: 30.53

股价空间: 41%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开能环保	15.1	-2.0	46.0
家用电器	1.0	-3.7	34.4
沪深 300	-1.8	-11.7	17.5

基本资料

总市值(亿元)	71.64
总股本(万股)	33,182.14
流通股比例	59.46%
资产负债率	7.27%
大股东	瞿建国
大股东持股比例	38.48%

相关报告

深度报告《人居水处理行业黄金十年、投资稀缺品种》2014 年 6 月 6 日

调研报告《公司营销模式清晰，远近无忧》2014 年 6 月 26 日

深度报告《免疫细胞治疗带动细胞存储大市场，开能环保领先一步》2014 年 7 月 23 日

半年报点评《下半年产能放大效率提升，业绩高增长有保障》2014 年 8 月 1 日

调研报告《产能释放保障盈利；细胞业务提升估值》2014 年 11 月 7 日

点评报告《免疫细胞业务有实质性进展，进一步提升估值》2014 年 11 月 17 日



目录

1. 终端净水器即将突破产能瓶颈，产能多倍增长成为股价促发因素	5
1.1 家用净水器仍将保持较高增长，普及率将持续提高	5
1.2 净水器技术和新品更新不断	7
1.2.1 终端净水器技术和新品不断涌现	7
1.2.2 终端净水和全屋净水将长期并存，最理想的状态是全屋净水+终端净水	8
1.3 公司终端净水增速较高，产能释放将极大提升公司盈利	8
1.3.1 奔泰终端净水增速明显，并对标浩泽净水	8
1.3.2 通过内生和外延扩大产能，并拥有核心技术	10
1.3.3 公司全屋和终端产品品牌建设积极稳健	11
1.3.4 奔泰渠道具有网点数量和售后服务的优势	12
1.4 终端净水器扩大产能后的盈利预测与估值	13
2. 免疫细胞业务进展顺利，或超出市场预期	14
2.1 细胞存储	15
2.2 技术研发	16
2.3 临床研究与转化应用	16
2.4 项目投资	17
2.5 免疫细胞业务盈利预测与估值	17
3. 净水器的消费趋势将是全屋净水+终端净水，全屋净水领域已是龙头	18
3.1 公司在全屋净水领域处于领先地位	18
3.2 公司技术储备雄厚	19
3.3 非终端产品领域的盈利预测与估值	19
4. 未来亮点：养老产业	20
5. 公司整体盈利预测与估值	20
6. 风险提示	21



图表目录

图表 1 收入增速趋势在 15-20%之间	5
图表 2 归属母公司股东的净利润增速在 15%上下	5
图表 3 毛利率接近 40%、净利率 15%上下	5
图表 4 ROA 和 ROE 比较稳定 10%上下	5
图表 5 净水器行业产量增长稳定	6
图表 6 净水器行业销量增长稳定	6
图表 7 净水器行业内销量进入稳定增长	6
图表 8 净水器行业出口销量增速明显	6
图表 9 2014 年净水器行业品牌竞争格局	6
图表 10 2014 年我国净水器企业出货额情况	7
图表 11 新进推出的净水器产品	7
图表 12 市场上最主流的净水工艺和产品方向	8
图表 13 奔泰收入和净利润	8
图表 14 2014 年末母公司子公司收入占比	8
图表 15 2014 年末子公司中营业收入占比	8
图表 16 2014 年末母子公司净利润	9
图表 17 2014 年末子公司中净利润占比	9
图表 18 浩泽净水收入进入中速增长	9
图表 19 浩泽净水净利润剔除特殊情况影响同比增长 23.5%	9
图表 20 浩泽净水毛利率高于 60%、净利率 20%以上	9
图表 21 浩泽净水 ROA 下降至 6.6%	9
图表 22 公司向终端净水领域的延伸	10
图表 23 奔泰现阶段膜生产技术和产能	10
图表 24 开能子品牌“奔泰”涵盖了膜过滤技术终端净水器	11
图表 25 公司通过多种途径加大品牌建设	12
图表 26 奔泰销售渠道的规划	13
图表 27 奔泰家居水处理体验中心和奔泰专卖店	13
图表 28 终端净水盈利预测	13
图表 29 终端净水估值	14
图表 30 以细胞存储为中心推进技术研发、临床研究与应用和项目投资	14
图表 31 免疫细胞存储业务进展	15
图表 32 原能细胞在细胞存储方面的进展	15
图表 33 原能细胞在技术研发方面的进展	16
图表 34 原能细胞在临床研究与转化应用方面的进展	16
图表 35 原能细胞在项目投资方面的进展	17
图表 36 免疫细胞业务现金流量预计	17
图表 37 生物科技板块加权平均 ROE 变化	17
图表 38 细胞存储业务现金流量折现	18
图表 39 常见的使用 KDF 进行过滤的净水器产品	18
图表 40 公司研发费用持续增长	19
图表 41 非终端产品领域的盈利预测	19



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

开能环保(300272)深度报告

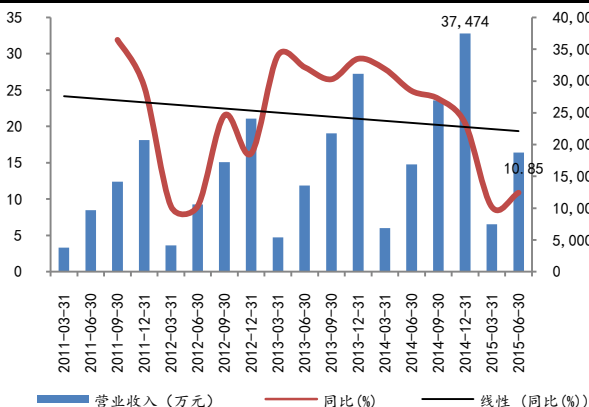
图表 42 非终端产品估值假设	20
图表 43 公司在养老产业的进展	20
图表 44 公司主要财务指标预测	20
图表 45 公司整体盈利预测表（单位：百万元）	22



公司 2015 年半年报数据显示,公司 2015 年上半年整体收入同比增长 10.85%,归属母公司股东的净利润同比增长 13.87%。毛利率为 40%、净利率为 15.6%。从增速角度看,公司似乎进入中速发展阶段。

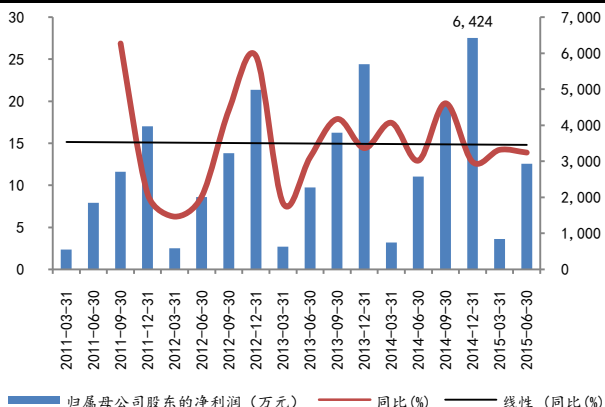
近一年来,公司在原有业务(本报告指非终端净水业务)稳步发展的同时,逐步在终端净水业务和免疫细胞业务发力。公司拥有终端净水器的核心技术,其产能也即将突破瓶颈,预计到 2016 年终端净水器将达到 220 万台,是目前的 11 倍。公司的免疫细胞业务进展顺利,或超市场预期。由于终端净水、非终端净水和免疫细胞这三项业务存在较大差异,有必要进行分拆观察和估值。

图表 1 收入增速趋势在 15-20%之间



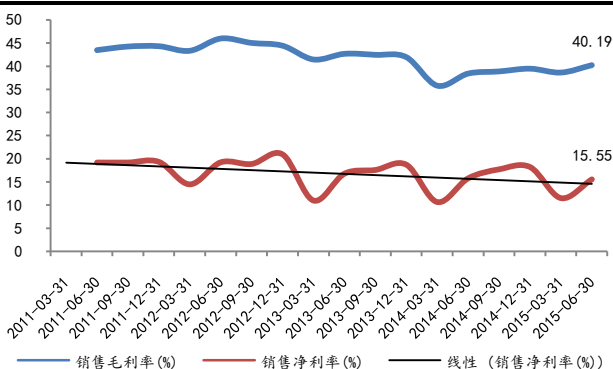
资料来源:公司公告,广证恒生整理

图表 2 归属母公司股东的净利润增速在 15%上下



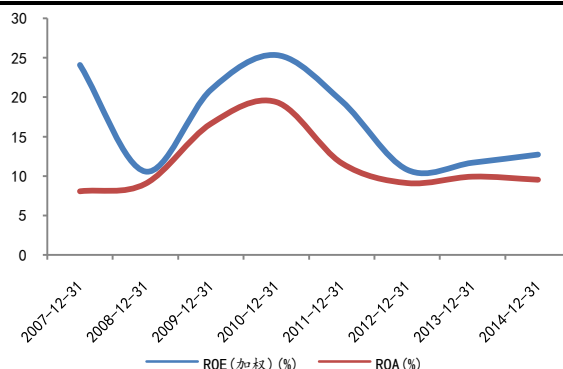
资料来源:公司公告,广证恒生整理

图表 3 毛利率接近 40%、净利率 15%上下



资料来源:公司公告,广证恒生整理

图表 4 ROA 和 ROE 比较稳定 10%上下



资料来源:公司公告,广证恒生整理

1. 终端净水器即将突破产能瓶颈, 产能多倍增长成为股价促发因素

1.1 家用净水器仍将保持较高增长, 普及率将持续提高

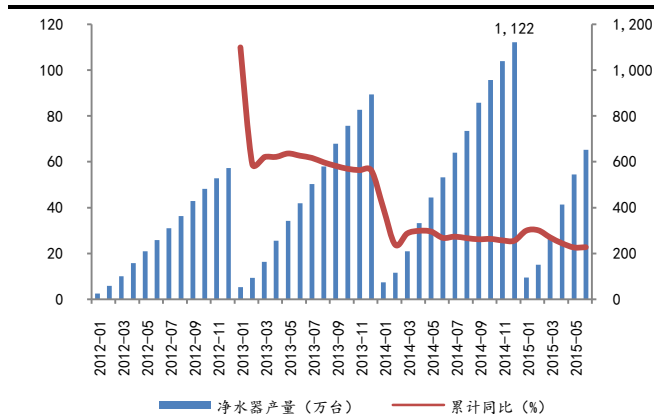
根据产业在线数据,2014 年我国净水设备销量为 1127.6 万台,同比增长 26.5%。相比 2013 年及之前,2014 年和今年上半年销量进入中速增长阶段。近几年的家用净水器普遍以终端净水器为主,技术上以多级膜过滤+活性炭净水为主,技术相对成熟。

2010 年第六次全国人口普查显示,我国共有家庭 4 亿户,其中居住在城镇的人口占总人口的 49.68%,城镇家庭约为 2 亿户。根据产业在线数据,2012 年 1 月至 2015 年 5 月我国累计销售净水设备 2,714 万台。假定 2010 年、2011 年净水设备销量与 2012 年销量 480 万台持平,则 2010 年 1 月至 2015 年 5 月累计销量约为 3,674 万台。若以 2 亿户城镇家庭测算,得到的城镇净水设备普及率分别为 14%、18%,实际普及率数值或将介于其中,仍远低于国外普及率。



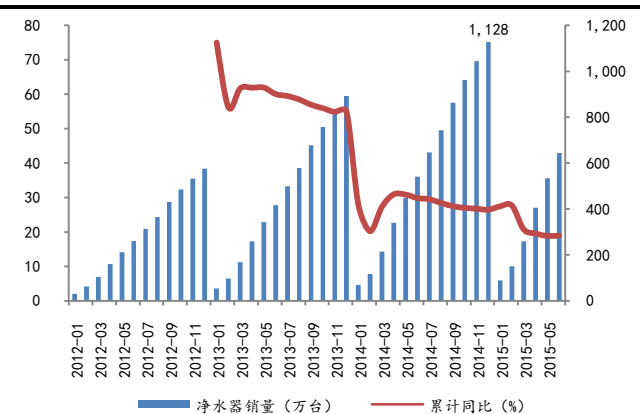
净水器作为健康类家电，同时也会成为厨房电器的标配，家用净水器市场空间非常大。根据图表 5-8 和以上分析，我们预计净水器在国内外销量的增速将会一直保持较高水平。

图表 5 净水器行业产量增长稳定



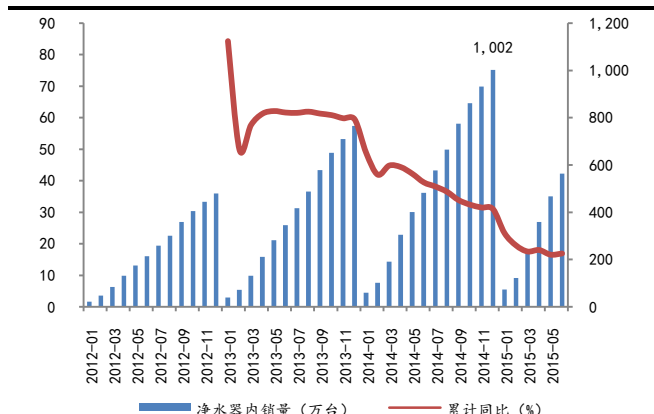
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 6 净水器行业销量增长稳定



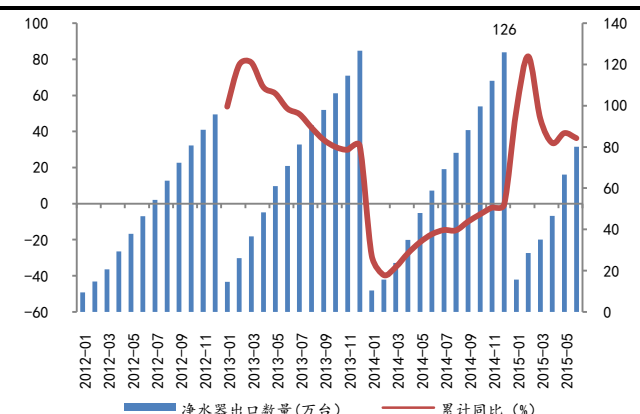
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 7 净水器行业内销量进入稳定增长



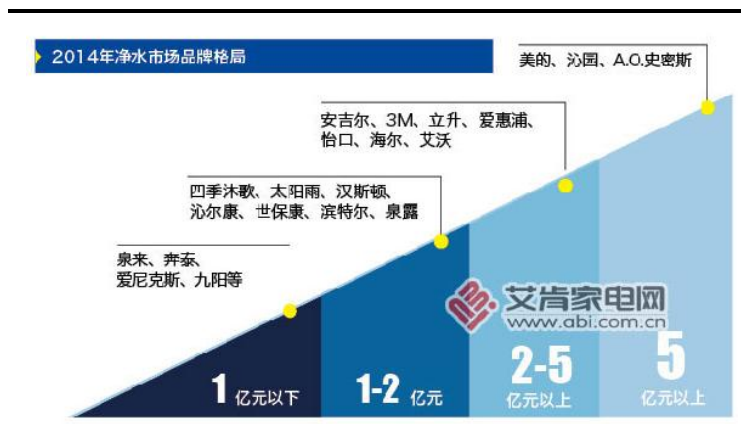
资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 8 净水器行业出口销量增速明显



资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表 9 2014 年净水器行业品牌竞争格局



资料来源：艾肯家电网



图表 10 2014 年我国净水器企业出货额情况

阵营	品牌	出货额情况
第一梯队	美的、沁园、A.O. 史密斯	年出货额均达到了 5 亿元以上。其中美的约为 11 亿元，沁园约为 10 亿元，A.O. 史密斯约为 7 亿元。三个品牌的出货额占比分别达到了 20%、18% 和 13%。
第二梯队	安吉尔、3M、立升、爱惠浦、怡口、海尔、艾沃	除安吉尔的年出货额在 3 亿元左右外，其他品牌均略低。安吉尔的占比约为 5%，其他品牌的市场占有率分别约为 4% 左右。
第三梯队	四季沐歌、太阳雨、汉斯顿、沁尔康、世保康、滨特尔、泉露	年出货额在 1 亿元以上，市场占有率分别约为 2%。
第四梯队	泉来、奔泰、爱尼克斯、九阳等	年出货额在 5000 万元以上，市场占有率分别约为 1%。

资料来源：广证恒生整理

1.2 净水器技术和新品更新不断

1.2.1 终端净水器技术和新品不断涌现

虽然净水器行业进入了稳定增长阶段，但新品牌、新技术和新产品仍积极进入。近期，小米首次推出了净水器产品；碧水源、浩泽陆续推出了新品新技术。

图表 11 新进推出的净水器产品

品牌和厂商	技术特点	分析
小米	净水器采用“活性炭+RO 膜”过滤技术，净水速度达 1L/min。该净水器支持小米智能家庭系统，可以和 APP 互联互通，包括滤芯更换自动提醒；智能判断水质水量；一键下单送到家；故障自检；服务人员主动上门维修等特色。	根据我们对小米的智能家居方面的观察，小米净水器面世将再次推动净水器行业驶入快车道。小米已获得授权的 96 件实用新型专利中，有 44 件与水处理相关，预计小米将持续推进净水器。与目前市面上大部分终端净水器无差异或略有胜出。 <u>价格非常亲民，1299 元。</u>
碧水源	采用自主知识产权的超级纳滤技术，纳滤膜（DF 膜）孔径大小 0.001 微米。 1、能够去除原水中污染物，保留对人体有益的矿物质和微量元素，克服 RO 过滤净水机水质过纯、超滤净水机无法去除重金属、水垢的缺点，产生的水更适合饮用； 2、出水率高，废水少，比反渗透净水机更节水； 3、过滤水全程无需耗电，比反渗透净水机更加节能环保。	碧水源一直专注于污水处理，并具有微滤、超滤和反渗透膜生产能力。从 13 年开始，公司加大了家用净水器的研制。新产品为纳滤技术，考虑去除重金属、氯的同时， <u>保留对人体有益的矿物质和微量元素，克服 RO 过滤净水机水质过纯。</u>
浩泽净水	浩泽净水器采用国际领先的 AP0+安全净水技术，保证水质新鲜、健康和安全。AP0+是 Absorption Purification Ozone 的缩写，即优化级吸附、优质过滤、鲜活净化技术，“+”即更优。 1、采用 PPF、KDF、优质活性炭、亚硫酸钙、载银活性炭等多重吸附组合技术，强力吸附水中余氯、锈浊沉积物、亚硝酸盐、三氯甲烷等致癌物。 2、采用自主研发升级的新一代 ORO 反渗透技术，滤芯孔径 0.0001 微米，深度拦截水中化工污染物、重金属离子等有毒物质。ORO 技术与传统 RO 技术相比净水率最高可达 95%。 3、采用安全活氧杀菌技术，防止二次污染。	<u>组合过滤非常全面，加入了 KDF 净水技术，和改进的反渗透技术（ORO）。</u>

资料来源：公司官网，广证恒生整理



1.2.2 终端净水和全屋净水将长期并存，最理想的状态是全屋净水+终端净水

净水器按属性分，可归为健康类家电领域和整体厨房领域，因此具有较大的消费刚性。由于净水器在我国普及率较低，仍具有很大的新增需求。另外，由于净水技术更新很快，因此替代需求显著。

目前市场上见到的净水器大部分为终端净水器，技术采用各级膜过滤+活性炭的组合，其中，包含 RO 膜过滤的净水器被认为净水效果最好，去除氯、重金属、有机物、细菌以及可见物杂质具有很好的效果，安装使用和更换滤芯也比较简易。但是担忧同时并存，RO 膜在制取净水的同时，过滤掉了对人体有益的矿物质。

因此，我们认为，终端净水器可以用于临时净水、制取特种水（纯水）以及商用饮水（办公室、机场和公园等场所），但不宜作为家庭日常主要的饮用水。相比之下，采用 KDF+活性炭组合技术 的全屋净水具有诸多优点。综合起来，我们认为终端净水和全屋净水将长期并存，最理想的状态是全屋净水+终端净水。

图表 12 市场上最主流的净水工艺和产品方向

净水技术	产品类型	分析	代表产品
膜过滤+活性炭	终端净水	市场上见到的基本上都是终端净水器	美的、海尔、沁园、奔泰（开能环保控股子公司）等 100 多个常见品牌
KDF（铜锌合金氧化还原过滤）+活性炭	全屋净水	产品少、价格昂贵、消费者对认识较少	开能环保(Canature); 滨特尔(PENTAIR); A. O. 史密斯 (A. O. SMITH); 3M

资料来源：广证恒生

1.3 公司终端净水增速较高，产能释放将极大提升公司盈利

1.3.1 奔泰终端净水增速明显，并对标浩泽净水

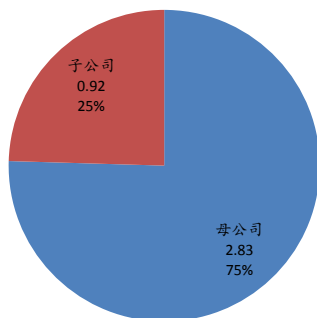
根据公司产品结构，终端净水器的销售主要来自于控股子公司奔泰公司。奔泰公司收入和净利润保持较高增长。但公司销售收入规模很小，原因在于受制于产能。

图表 13 奔泰收入和净利润

	营业收入	增速	净利润	增速	销售净利率
2012 年	0.41	——	0.03	——	7.3%
2013 年	0.65	58.5%	0.05	66.7%	7.7%
2014 年	0.90	38.5%	0.08	60.0%	8.9%

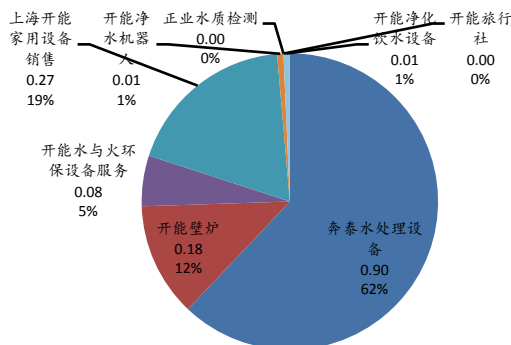
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 14 2014 年末母公司子公司收入占比



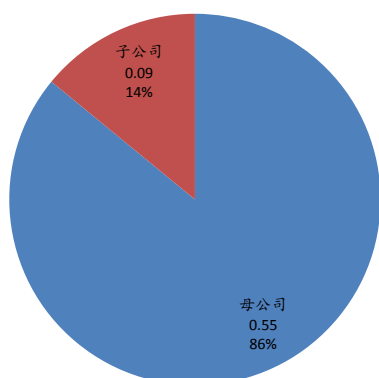
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 15 2014 年末子公司中营业收入占比



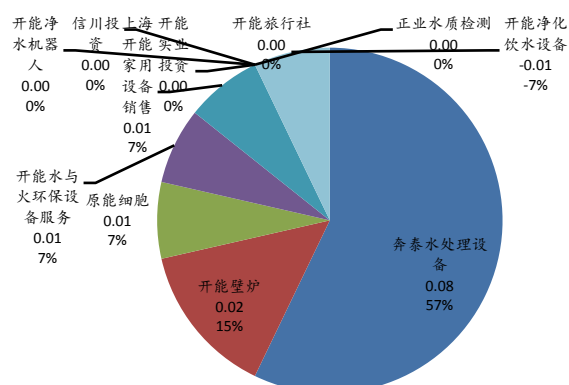
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 16 2014 年末母子公司净利润



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 17 2014 年末子公司中净利润占比

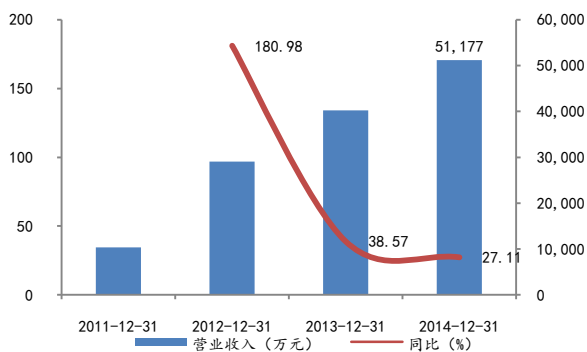


资料来源：公司公告，广证恒生整理

我们进一步对比浩泽净水。浩泽净水主打终端净水产品，其净水产品收入占其总收入的 80% 以上。2014 年浩泽净水的营业收入增加 27.2%，其中来自净水服务的收入增加 31.0%，达到 4.1 亿元；已安装净水机的总数达到约 65.7 万台，增加了 41.9%。

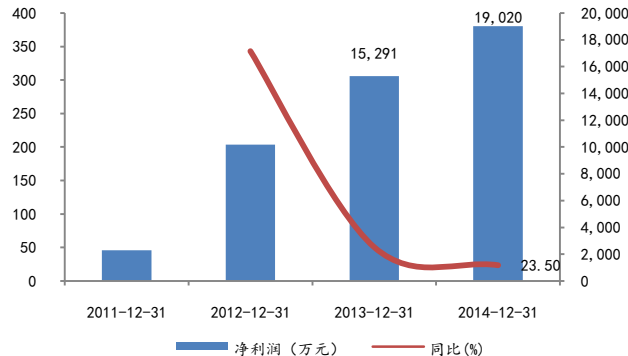
由于受到应付款项确认的汇兑损益、购股权费用及一次性上市费用所影响，净利润下降 19.1%，若扣除这些影响，净利润可达 1.9 亿元，增加 23.5%，销售净利率为 37.2%。因此，扣除特殊情况影响，浩泽净水的经营业绩良好，这也反映出终端净水器面临的市场状况较好。

图表 18 浩泽净水收入进入中速增长



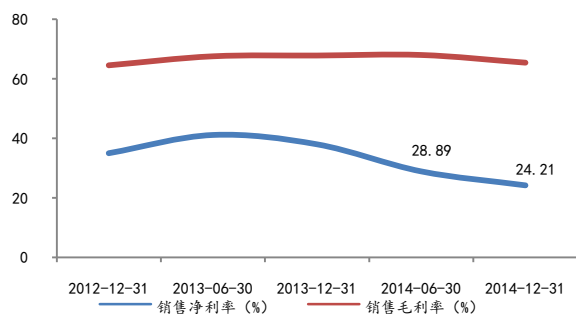
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 19 浩泽净水净利润剔除特殊情况影响同比增长 23.5%



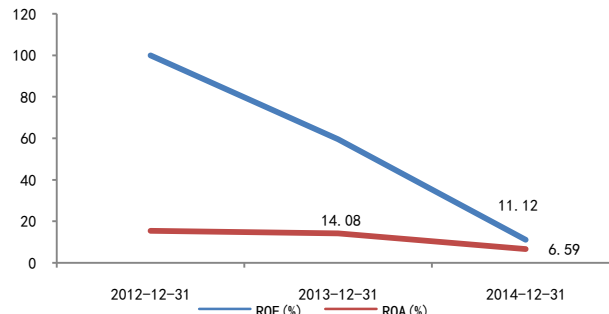
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 20 浩泽净水毛利率高于 60%、净利率 20% 以上



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 21 浩泽净水 ROA 下降至 6.6%



资料来源：公司公告，广证恒生整理



1.3.2 通过内生和外延扩大产能，并拥有核心技术

公司自 2012 年开始通过内生和外延扩展终端净水。我们预计到 2016 年，公司终端净水器产能达到 220 万台，是目前产能的 11 倍。该产能相当于 2014 年行业终端净水器销产量的近 20%。

图表 22 公司向终端净水领域的延伸

途径	时间	进展	RO 机产能预计
终端净水器 内生增长	2012 年	子公司奔泰公司的滤芯事业部成立。 目前已具有反渗透膜年产能 100 万支，滤芯年产能 300 万支。	20 万台
	2013 年	开能净水设备二期项目即净水技术产品研发制造项目。产品主要以 RO 机为主。预计产能将是目前产能的一倍。按照整体的建设进度周期预计，2015 年至 2016 年可投产。	100 万台
	2013 年 2 月	投资 1.09 亿元取得 38 亩土地	
	2014 年 7 月	投资 0.73 亿元进行土建和安装	
	2014 年 7 月	IP0 募投项目之一节余资金的 1,090 万元，用于净水设备二期项目	
	2014 年 9 月	IP0 募投项目之一节余资金的 2,155 万元，用于净水设备二期项目	
	2015 年 7 月	正在建设中，项目进展顺利。	
终端净水器 外延增长	2012 年	公司向浙江美易膜科技有限公司投资 2,000 万元，取得其 20% 股权。分离膜产品包括微滤膜、超滤膜、纳滤膜和反渗透膜。另外还有工业园废水分离膜等。	——
	2015 年	公司与浙江润鑫电器有限公司签署股权收购框架协议，持有浙江润鑫 60% 的股份。浙江润鑫是一家专业从事民用水处理设备系列环保产品的高新技术企业，是中国终端水处理技术和产品研发制造方面的领先企业之一，具有年产各式滤芯 500 多万支、RO 机 100 多万台的生产能力，产品远销欧美等 30 多个国家和地区。	100 万台

资料来源：公司网站，公司公告，广证恒生整理

终端净水器的核心部件包括：各级滤膜尤其反渗透膜（RO 膜），多路控制阀，压力容器罐。

反渗透膜是一种模拟生物半透膜制成的具有一定特性的人工半透膜，在压力的作用下溶剂会从浓度高的一侧流向浓度低的一侧。反渗透膜按使用材料可分为醋酸纤维素膜、不对称芳香聚酰胺膜和复合膜。反渗透膜需要制成一定构型才可用于水处理，目前膜的构型主要有平板式、管式、卷式和中空纤维式，常用于水处理的是卷式和中空纤维式两种。目前国内生产反渗透膜的企业主要有陶氏 DOW、GE、世韩、美易、碧水源、南方汇通等，这些企业的反渗透膜多采用复合膜材料和螺旋卷式结构。

公司于 2012 年和浙江美易联营。美易的反渗透膜采用聚酰胺复合膜材质和螺旋卷式结构，在本土运营十多年，在研发、制造、销售和服务方面积累了许多经验和人才，是国内为数极少获得膜片研制能力的企业之一，目前膜片产品已批量生产。子公司奔泰已具有反渗透膜加工技术和设备，且已与全球高品质反渗透膜片供应商 DOW、GE 等国际知名企业达成战略合作。

图表 23 奔泰现阶段膜生产技术和产能

项目	说明
反渗透膜加工技术	引进韩国全自动反渗透膜元件制造设备，自动膜片分切机、自动打胶机、自动卷膜设备；
	引进美国原装进口旋熔焊接机、超声波焊接机、自动加碳机。




反渗透膜片供应商	与全球高品质反渗透膜片供应商 DOW, GE 国际知名企业达成战略合作。
产能	反渗透膜年产能 100 万支；滤芯年产能 300 万支。
节水 RO 机	把废水端浓缩水回流到原水端混合，再一次进行浓缩。TDS 装置实时监测，可根据用户水质设定排放值。

资料来源：奔泰官网，广证恒生整理

公司在人居水处理设备行业已深耕十五年，在基础水质研究、涉水产品研究、水质服务建立了深厚基础，具有核心部件控制阀、压力容器的制造能力，并且逐步实现了制造和仓储的工业自动化。多路控制阀和压力容器罐一直是公司强项，公司具有核心技术，获得了多项专利。公司研发制造的多路控制阀、复合材料压力容器等水处理专业部件产品在技术、性能、品质、成本、个性化方面均具备较强的竞争优势，并已在北美和欧洲国家获得客户好评。

1.3.3 公司全屋和终端产品品牌建设积极稳健

图表 24 开能子品牌“奔泰”涵盖了膜过滤技术终端净水器

大类		“开能”品牌	“奔泰”品牌
			
全屋水处理设备	全屋净水设备	全自动前置过滤器 PFS-10C	中央前置过滤系列 BNT-Q...
		双子星 3 系列 DSR-2F...	中央净水机系列 BNT-KC...
		双子星系列 AC/KDF-...	—
	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-... CN-RO... CF-...	反渗透净水机系列 BNT-RO... 超滤净水机系列 BNT-UF...
	终端软水机	开能沐浴软水机 BNT-07-05-MB 开能终端软水宝 BNT-07-05-TE	—
	商用净化饮水设备	2 系列、6 系列、5 系列 AC/KDF1000-...	大流量直饮机 AC/KDF1000-...
			商务净水机系列 BNT-RO...

资料来源：公司产品说明书，广证恒生



图表 25 公司通过多种途径加大品牌建设

时间	关键词	品牌建设活动
2015 年 6 月	公众宣传活动	2015 年 6 月 5 日，浦东新区“纪念六·五世界环境日”宣传活动在开能园区举办。本次活动以“践行绿色生活，保护水资源环境”为主题，倡导绿色健康的消费与生活方式，提倡大众特别是企业履行保护水资源环境，重视水污染治理的社会责任。会场活动结束后，相关单位与企业代表、环保志愿者共同参观了开能独创的全水回用负排放系统，了解了开能的生活污水与工业废水经过多级生态湿地净化系统净化之后，完全达到零污染、负排放的一类生态水质标准过程。
2015 年 6 月	会展	2015 年 6 月 10 日，全球净水行业内最顶级的展会 AQUATECH CHINA 在上海举办第八届国际水展。开能环保作为水处理行业的第一家上市公司，成为了媒体和业界经销商的关注焦点。
2015 年 6 月	会展	2015 年 6 月 26 日，由上海市学校后勤协会主办的第二届上海学校后勤展在上海举行。在目前各大学校对于校园公共饮水安全与健康问题高度关注的时期，上海开能环保设备股份有限公司作为净水行业内首家上市公司应邀参展。展会现场，来自江、浙、沪的各大教育机构来到开能展区参观咨询，对于开能的产品与全套公共饮水解决方案表现出了极大兴趣。针对幼儿园、中小学、大学等各类院校大流量的日常饮用水需求，开能特推出了“校园饮用水解决方案”，特别定制的校园净化饮水台系列，让在校师生的饮水更加便捷、安心。
2015 年 3 月	会展	2015 年 3 月 11 日-14 日，中国家电博览会(2015AWE)在上海拉开帷幕。开能集团携旗下多家子公司及全线产品，与国内外知名家电品牌共襄盛举，一起掀起中国家电品牌大狂欢。
2015 年 3 月	会展	2015 年 3 月 31 日，2015 中国上海环境保护产业博览会(EPIE)在上海世博展览馆拉开帷幕。作为中国居家环保领域的先驱者，开能集团携旗下多家子公司及全线产品隆重登场。开能展区中的重点陈列产品为最新的多罐/阀联动系统(MTS)，以及净化饮水机等多款商用水处理设备，兼顾超大流量和个性化定制，让品质饮用水走出家门，走向宾馆、酒店、商务楼等公共场所。
2014 年 10 月	公众宣传	2014 年 10 月 18 日，2014 浪漫滨江艺术季在陆家嘴中心绿地隆重开幕，吸引了许多朋友们前往观看。开能 DSR 团队为新朋友们科普水知识、介绍居家环保产品、派发小礼品。
2014 年 9 月	客户活动——健康食材	2014 年中秋节前夕，在开能环保产业园内，一场大型的健康食材赶集会拉开帷幕。近千名对品质生活、健康生活的追求者、开能嘉宾和客户，聚集在此，共同分享健康、品味自然、原生态、不一样的生活方式。自 2013 年，开能环保搭建健康食材分享平台以来，受到了极大的欢迎。活动也从最初的一个季度举办一次，发展成如今每月定期举办的规模。
2014 年 8 月	客户活动——保护水资源	2014 年 8 月 17 日，开能第二届河滨游泳赛再次举办，短短几天就有 68 名选手参赛，比赛当天还有络绎不绝的开能客户冒雨来到园区，要求参赛。开能的河滨游泳赛，不仅为大家提供了健身和交流的契机，同时也通过这项活动唤起大家对保护自然界水资源的重视。
2014 年 7 月	公众宣传——环保和贫困捐助	2014 年 7 月 9 日东方卫视大型公益真人秀节目《小善大爱》之“老瞿公益行”原貌呈现了开能公司董事长、首届上海慈善奖获得者、建国公益基金会理事长瞿建国变身退休工程师，10 天隐姓埋名，深入甘肃贫瘠之地做义工的故事。

资料来源：开能官网；广证恒生整理

1.3.4 奔泰渠道具有网点数量和售后服务的优势

奔泰的经销商能够实施标准化服务。经销商经过公司总部专业培训，公司的销售子公司也会协助所在区域的销售。

2014 年，奔泰品牌继续发展以地级市、县级市和县（或镇）级为中心的独立经销商网络建设，并加速开发全国空白渠道网点，除延续既往的发展策略外，还调整了更为符合市场以及行业发展的长期销售策略。



2014 年，奔泰品牌的销售收入同比增长了 44.78%，其国内经销商数量也取得了非常好的增长，已经突破了 3,000 家。按照现有增速，我们估计经销网点目前达到 4,000 家左右。目前，全国一线、二线 100 多个城市已设立了总代理，三线、四线 1000 多个市县已设立了经销商和加盟商。

图表 26 奔泰销售渠道的规划

2012 年	在地级、县级市镇等基层市场大力推广公司研发的高效、质优、富有竞争优势的产品。坚持简洁、标准化，力求方便安装、方便服务的产品路线，以最大限度发挥经销网络的效能。通过这一模式，覆盖全国中小城镇市场。
2013 年	奔泰品牌积极拓展国内经销业务。根据公司制定的发展策略，继续在地级市/县级市等二三线城市发展，建立独立经销商体系，年内国内经销业务比上年增长了 58%。奔泰品牌的产品研发制造也取得了突破性进展，自主研发制造的采用膜技术的家用终端水处理功能先进，质量优良，获得经销商和终端客户的好评。
2014 年	报告期内，奔泰品牌继续发展以地级市、县级市和县（或镇）级为中心的独立经销商网络建设，并加速开发全国空白渠道网点，其除延续既往的发展策略外，还调整了更为符合市场以及行业发展的长期销售策略。本年度，奔泰品牌的销售收入同比增长了 44.78%，其国内经销商数量也取得了非常好的增长，已经突破了 3000 家。全面拓展延伸渠道，实现中国三分之二以上县一级设立经销网点。开拓了滤芯销售渠道。电商销售渠道：canature 奔泰天猫官方旗舰店， https://canaturedq.tmall.com/ 。
2015 年 E	渠道全面提升优化，扶持实力商家做大做强；
2016 年 E	全面角逐终端卖场。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表 27 奔泰家居水处理体验中心和奔泰专卖店



资料来源：奔泰官网，广证恒生整理

1.4 终端净水器扩大产能后的盈利预测与估值

基于以上对净水器市场的分析，我们认为净水器需求将保持 20%以上增长。基于公司净水器优势和产能扩大的分析，我们认为公司终端净水器将未来四年（到 2017 年），营业收入有望接近 5 亿元。

根据开能公司 2011 年 IPO 时公布的 2008-2010 年公司经营数据，水处理设备中的净水设备、软水设备、商用净化饮水机的销售额占比稳定，分别为 43%、49%、8%，销售量占比分别为 41%、58%、1%。假设上海开能家用设备销售有限公司所得销售额全部来自于全屋净水，两者相减得到终端净水销售额。我们估算 2014 年开能终端净水设备销售额为 0.53 亿元，销售量为 6.8 万台；全屋净水设备销售额为 0.27 亿元，销售量为 1.52 万台。

图表 28 终端净水盈利预测

单位百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总收入	241	311	375			
估计终端收入（百万）	24	38	53	79.7	159.5	478.4



增速	122.2%	57.6%	38.6%	50%	100%	200%
估计对应销售量(万台)	3.1	4.9	6.8	10.2	20.4	61.3

资料来源：广证恒生

图表 29 终端净水估值

估值假设	数值
过渡期年数	7
过渡期增长率	50.00%
永续增长率 g	5.00%
贝塔值 (β)	1.10
无风险利率 R_f (%)	4.00%
市场的预期收益率 R_m (%)	10.00%
有效税率 T_x (%)	15.74%
应付债券利率	0.00%
资本成本	
加权平均资本成本 WACC	10.60%

资料来源：广证恒生

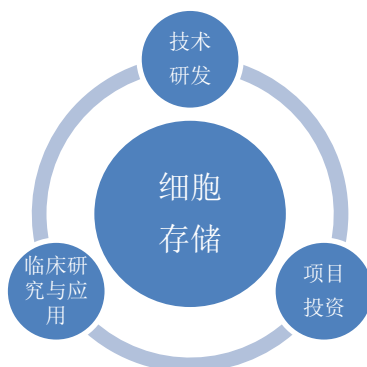
我们按照股利折现模型计算，得到股价理论值为 12.22 元。我们认为，基于对市场的需求判断、以及公司技术、品牌效应以及渠道和服务体系，公司的外延增长将会持续，因此公司的盈利增持具有持续性。另外，随着用户对生活水质的更高要求，全屋净水在我国也将迎来极大的空间。

2. 免疫细胞业务进展顺利，或超出市场预期

公司 2014 年 7 月出资 1 亿元设立全资子公司上海原能细胞科技有限公司开展细胞业务；2014 年 10 月，上海原能细胞科技有限公司增资后成为公司的控股子公司，注册资本变为 5 亿元，公司持股比例为 50%。增资完成后上海原能细胞科技有限公司依照公司细胞业务发展规划积极开展各项业务，主要是细胞存储、技术研发、临床研究与应用、项目投资这四个方面的。

经过一年多，逐渐形成以细胞存储业务为中心的上下游产业链，原能细胞业务在这四个方面分别取得了较快进展，结合可行性报告的进度，并从商业模式、存储规模、下游应用环节和客户需求判断，我们认为细胞业务将超预期。

图表 30 以细胞存储为中心推进技术研发、临床研究与应用和项目投资



资料来源：广证恒生



图表 31 免疫细胞存储业务进展

计划（可行性报告 2014-7-1 公告）			实际进展（截止到 2015-08-13）	
阶段	出资	计划进度	出资	实际进度
第一阶段	2014 年底 前，第一期 增资：增至 人民币2 亿元，另外 1 亿元由 其他投资 人出资。	1、建设具有国际标准的健康体检与细胞采集、制备中心； 2、完善开发细胞的采集、分离、制备、存储技术和方案，为细胞存储做配套服务； 3、建设一个符合国际标准的 3 万平方米的细胞存储基地。（可存储 1000 万份（支）细胞的、高科技、现代化的细胞存储中心。）	第一期的增资总额超过预期，增资后原能细胞注册资本达到50,000万元。	1. 2015年8月位于浦东新区张江生物医药基地的细胞存储库已开始试运营； 2. 已制定免疫细胞库存储技术体系和质量控制标准，并开发了细胞存储管理软件； 3. 2015年2月，收购并控股上海惠元医院，用于为客户提供符合国际标准的健康体检与细胞采集，全面健康免疫评估与检测服务。 4. 2015年2月，设立全资子公司北京原能细胞医学研究院有限公司，用于北方地区细胞存储业务。
第二阶段	2016 年底 前，第二期 增资：增至 7-9 亿元， 根据项目 进展由投 资人陆续 出资；	1、建成一个具有国际水准的细胞技术工程研究中心； 2、聚集一批优秀的免疫细胞专家，研究人体免疫细胞的基础数据，开展免疫细胞技术转化应用；	——	1. 2014年11月，与军事医学科学院基础医学研究所合作设立原能生命科学研究院，并共建军民两用干细胞库和两个联合实验室，在干细胞与再生医学领域，从基础研究、转化实验、技术应用三个层面建立合作机制； 2. 2015年6月，与上海细胞生物协会、自然与健康基金会合作，建立原能细胞生物研究院，致力于细胞技术在肿瘤治疗与康复方面的研究。
第三阶段	2017 年开 始，第三期 增资：增至 12-15 亿 元，根据项 目进展由 投资人陆 续出资。	1、与高端保健机构合作，开展免疫细胞技术与抗衰老、提升免疫能力等方面的技术转化应用。 2、与国际、国内一流的免疫细胞技术的研发机构合作，搭建原能公司自主知识产权的技术平台。 3、与医疗机构合作，开展免疫细胞的治疗肿瘤等方面的临床转化应用。	——	1. 2015年1月，收购增靓生物全部股权，取得其位于浦东新区的占地40余亩、总建筑面积27000多平米的20幢房产，并已聘请瑞士设计团队，计划将其打造成元老健康公社； 2. 2015年5月，与上海长征医院合作，共建“长征原能细胞临床中心”和“长征原能生物样本库”，共同开展专业细胞采集、细胞技术对治肿瘤等疾病、抗衰老的临床研究合作。 3. 2015年7月，与上海中山医院合作，共建“中山原能细胞治疗中心”，合作开展专业细胞采集、细胞技术治疗肿瘤、抗衰老等临床研究合作。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

2.1 细胞存储

公司规划建设符合国际标准、高效率、低成本、规范化的免疫细胞存储中心，该中心将具备 1000 万份细胞以上超大规模的存储能力，以及规范的细胞采集、制备、存储、扩增的专业能力。同时，还会为免疫细胞存储客户提供体检、保健、健康数据管理等个性化增值服务。在上海免疫细胞存储中心成功的基础上，还将逐步发展北京、广州、成都等核心大城市的分支企业。

图表 32 原能细胞在细胞存储方面的进展

时间	事件	内容	分析
2015 年 2	设立全资子公司上海原能	免疫细胞存储库建设项目第一期落户浦东新区张	服务上海及周边地



月	细胞医学技术有限公司	江生物医药基地，计划存储容量为 1000 万份； 目前已完成办公区域、实验室及试运营阶段的细胞库的建设，并于 7 月模拟运营后开始试运营； 已制定 免疫细胞库存储技术体系和质量控制标准 ，并开发了 细胞存储管理软件 。	区
2015 年 2 月	设立全资子公司北京原能细胞医学研究院有限公司	主要从事细胞医学技术、新药产业化技术、北方地区细胞储存等。	服务北京及周边地区
2015 年 2 月	收购并控股上海惠元医院（通过其全资子公司上海原能细胞医学技术有限公司取得 60% 股权）	将其打造成一个集现代化检测设备、个性化诊疗服务、中医保健理疗为一体的全科医院；一个为原能的客户提供专属的细胞采集、24 小时家庭医生、全面健康免疫评估与检测的国际医疗服务机构。	服务上海及周边地区

资料来源：公司公告，广证恒生整理

基于我们对公司免疫细胞全产业链的分析，以及有可能的商业模式及定价的判断，我们认为免疫细胞存储具有极大的消费需求。该业务收入和盈利均有较大空间和增速。

2.2 技术研发

技术研发是指公司通过项目合作研发、共建实验室等方式，与国内外知名细胞生物科学研究机构合作，开展免疫细胞应用技术和产品的研究，搭建一个具有国际一流水准的免疫细胞技术研发合作平台，致力于免疫细胞技术在肿瘤治疗与康复、抗衰老等方面的产品开发。

图表 33 原能细胞在技术研发方面的进展

时间	事件	内容
2014 年 11 月	与军事医学科学院基础医学研究所签订科技合作协议	设立 原能生命科学研究院 ，致力于细胞技术延缓衰老，改善免疫，提升健康活力的研究； 双方合作，在干细胞与再生医学领域从基础研究、转化实验、技术应用三个层面建立合作机制； 共建军民两用 干细胞库 和两个联合 实验室 ：干细胞与再生医学基础研究实验室、干细胞与再生医学转化应用实验室。
2015 年 6 月	与上海细胞生物协会、自然与健康基金会签订战略合作协议	建立全方位、多角度、多层次的长期稳定的合作机制； 联合发起创建“ 原能细胞生物研究院 ”，致力于细胞技术在肿瘤治疗与康复方面的研究。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

2.3 临床研究与转化应用

临床研究与转化应用通过技术输出及投资、合作，与国内外知名的医疗机构，养老、保健机构开展合作，进行免疫细胞技术和产品在治疗肿瘤、抗衰老、保健等方面的临床研究与转化应用。

图表 34 原能细胞在临床研究与转化应用方面的进展

时间	事件	内容
2015 年 5 月	与上海长征医院签订了临床研究中心合作协议	共建“长征原能细胞临床中心”；共建“长征原能生物样本库”；共同开展专业细胞采集、细胞技术对治肿瘤等疾病、抗衰老的临床研究合作。



2015 年 7 月	与上海中山医院签订合作协议	共建“中山原能细胞治疗中心”，合作开展专业细胞采集、细胞技术治疗肿瘤、抗衰老等临床研究合作。
------------	---------------	--

资料来源：公司公告，广证恒生整理

2.4 项目投资

项目投资通过参股、控股等方式，投资成熟的细胞技术相关的项目和企业，从而集合产业投资，打造健康生态圈。

图表 35 原能细胞在项目投资方面的进展

时间	事件	内容
2014 年 12 月	投资深圳星雅通用航空有限公司(通过旗下的上海圆能投资中心取得20%股份)	星雅航空专门从事公务飞机、直升机运营管理；该投资战略布局医疗救援，为开展航空医疗救助奠定基础。
2015 年 1 月	收购增靓生物100%股权	聘请瑞士设计团队，打造出一个占地四十多亩，建筑面积3万多平方米的百位百岁老人生活园区；以细胞抗衰老技术为保障，结合中国传统养生技术护理老人。

资料来源：公司公告，广证恒生整理

2.5 免疫细胞业务盈利预测与估值

基于我们在 2014 年 7 月 23 日《深度报告：免疫细胞治疗带动细胞存储大市场，开能环保领先一步》的思路。原能细胞存储项目总投资额为 15 亿元，2014 投资 1 亿元，2015-2016 年投资 7 亿元，2017-2019 年投资 7 亿元；按照规划，原能细胞将在 2017-2019 三年间收回全部投资。自由现金流量折现模型中，我们基于两个假设：

假设 1 2017 年细胞存储业务开始产生收入；2017-2019 年，细胞存储业务收入增速为 60%；2020-2026 年，增速 50%。细胞存储业务收入全部采用现金方式，2015-2019 年现金流出主要是投资额，现金流入是考虑了厂房、设备折旧（年限平均法，厂房按 50 年折旧，设备按 10 年折旧）和人员支出后的现金流入。因此原能细胞的现金流量如下：

图表 36 免疫细胞业务现金流量预计

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
现金流出（百万）	-300	-400	-300	-200	-200	0
现金流入（百万）	0	0	291	465	744	1,116
净现金流量（百万）	-300	-400	-9	265	544	1,116
年份	2021	2022	2023	2024	2025	2026
现金流出（百万）	0	0	0	0	0	0
现金流入（百万）	1,674	2,512	3,767	5,651	8,477	12,715
净现金流量（百万）	1,674	2,512	3,767	5,651	8,477	12,715

资料来源：广证恒生

假设 2 假设公司资本成本在 wind 生物科技板块加权平均 ROE 的基础上调整，计算如下：

图表 37 生物科技板块加权平均 ROE 变化

时间	wind 生物科技板块加权平均 ROE
2011-12-31	17.06%



2012-12-31	11.49%
2013-12-31	12.26%
2014-12-31	12.24%
算数平均	13.26%

资料来源: wind, 广证恒生整理

考虑到原能细胞业务存在的风险(主要是政策风险和用户的接受程度),我们取 18%作为原能细胞业务的资本成本,将未来 10 年的现金流量折现到 2015 年 12 月 31 日如下表:

图表 38 细胞存储业务现金流量折现

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
折现后现金流量(百万)	-300	-339	-7	161	281	488
年份	2021	2022	2023	2024	2025	2026
折现后现金流量(百万)	620	788	1002	1274	1620	2059

资料来源: 广证恒生

因此到 2015 年 12 月 31 日,原能细胞公司理论价值为 76.48 亿元。按现有股权比例,开能环保占 50% 股权,因此权益价值 38.24 亿元,按现有总股本 3.32 亿计算,公司细胞业务的股价理论值为 38.24/3.32=11.52 元。

3. 净水器的消费趋势将是全屋净水+终端净水,全屋净水领域已是龙头

非终端产品主要包括:剔除终端净水器后的水处理设备(即全屋净水器、软水机和商用净化饮水机)、核心部件(包括控制阀、压力容器)以及服务。这些产品和服务中,人们对净水比对软水的需求更为迫切,因此全屋净水器更具核心。

3.1 公司在全屋净水领域处于领先地位

目前全球全屋净水领域常见的有四家厂商:开能(Cannature)、A.O. SMITH、PENTAIR、3M。开能是国内唯一家用全屋净水器上市公司,其产品、技术和品牌在全球有较大影响力。

图表 39 常见的使用 KDF 进行过滤的净水器产品

品牌	主打产品	过滤方式	代表产品及参数
开能	AC/KDF 双子星系列	KDF+活性炭	AC/KDF 07C×2 适用于 1 厨 2 卫,常住人口 3-4 人的家庭使用,净水量:180 吨,净水流量:0.7 吨/小时
PENTAIR	PCFE 系列	KDF+高级水洗椰壳活性炭	PCFE35B01 型净水机,机械款 净水流量:0.8-1.2 吨/小时,控制器:Pentair 自动控制器
3M	WTS1 系列	KDF+活性炭	WTS1-CTS150 适合二卫以上和复式别墅,净水流量:1.5 吨/小时
A.O. SMITH	ACWP-系列	KDF/活性炭/石英砂	ACWP-15AE1 净水流量:16.5L/min (0.99 吨/小时),建议流量:约 2T/h

资料来源:各公司网站,广证恒生整理



3.2 公司技术储备雄厚

公司在人居水处理设备行业已深耕十五年，积累了厚实的工业基础：

第一、在基础水质研究、涉水产品研究、水质服务建立了深厚基础，是公司领先人居水处理行业的核心壁垒。

第二、公司具有核心部件控制阀、压力容器的制造能力，整体设备制造形成了明显的规模效应。

第三、公司逐步实现了制造和仓储的工业自动化，已经能够显著提高效率、节约成本。

图表 40 公司研发费用持续增长

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 H1	2014 年	2015 年 H1
研发费用	567 万元	753 万元	840 万元	508 万元	1217 万元	714 万元
同比增速	18%	33%	12%	26.85%	44.69%	40.55%
占收入比例	2.7%	3.1%	2.7%	3.0%	3.25%	3.8%
获得专利	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	94 项，其中： 发明专利 7 项 实用新型 45 项，外 观设计 42 项	110 项，其中： 发明专利 8 项 实用新型 57 项 外观设计 45 项	127 项，其中： 发明专利 11 项 实用新型 64 项 外观设计 52 项	129 项，其中：发 明专利 11 项实用 新型 65 项外观设 计 52 项
受理中专利	——	受理中共 9 项： 发明专利 8 项， 实用新型 1 项	——	受理中共 23 项：发 明专利 12 项， 实用新型 4 项， 外观设计 7 项。	——	受理中共 15 项： 发明专利 10 项，实 用新型 2 项，外观 设计 3 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	完成 3 项； 新立项 9 项，其中 有 5 项是改善现有 产品，4 项是新品 开发	共立项 23 项，其中 完成 16 项，7 项正 在设计研究开发 中。	上半年立项 5 项用 于新产品开发，同 时另有多项项目 是在围绕现有产 品的改进和完善。

数据来源：公司公告、广证恒生

3.3 非终端产品领域的盈利预测与估值

非终端业务按照公司现有业务的增速，我们剔除终端净水器后得到的股价理论值为：6.79 元。计算如下：

图表 41 非终端产品领域的盈利预测

单位百万	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总收入（百万）	241	311	375	466	623	1,035
终端收入（百万）	24	38	53	79.7	159.5	478.4
非终端产品收入（百万）	216.66	272.64	321.84	386.21	463.45	556.14
非终端产品净利润（百万）	39.0	49.1	57.9	69.5	83.4	100.1
股利（百万）	19.5	24.5	29.0	34.8	41.7	50.1

资料来源：广证恒生



图表 42 非终端产品估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	7
过渡期增长率	18.00%
永续增长率 g	5.00%
贝塔值 (β)	1.10
无风险利率 Rf (%)	4.00%
市场的预期收益率 Rm (%)	10.00%
有效税率 Tx (%)	15.74%
资本成本	
加权平均资本成本 WACC	10.60%

资料来源：广证恒生

4. 未来亮点：养老产业

开能环保涉足养老产业主要是原能细胞业务的延伸，具有极大的市场空间。原能细胞未来致力于构建以人体细胞存储、细胞治疗技术以及产品研发、转化应用和相关项目投资四个方面组成的大健康产业平台。截止目前，公司涉足养老产业主要有以下方面：

图表 43 公司在养老产业的进展

时间	主题	内容
2014 年 12 月	参股深圳星雅通用航空	原能细胞投资专门从事公务飞机、直升机运营管理的星雅航空，战略布局医疗救援，为原能客户生命健康提供细胞远程运输及紧急医疗救援服务。
2015 年 1 月	元老健康公社	收购上海增靓生物科技有限公司 100% 股权，由此而取得位于上海浦东新区占地 40 余亩、总建筑面积 27000 余平米的 20 幢房产。公司聘请瑞士设计团队，打造出一个占地四十多亩，建筑面积 3 万多平方米的百位百寿老人生活园区；以细胞抗衰老技术为保障，结合中国传统养生技术。根据公司官网介绍，该园区命名为元老健康公社。
2015 年 3 月	原能健健公社	董事长瞿建国在新浪微博中发布有关开展“原能健健公社”的内容，正在制定健康包百岁的运行方案，建设养老社区，上海先行一步，其他区域可能在 2015 年下半年开始实施。养老社区拟招聘百名 60 岁-80 岁创始社员，以启动保证百岁计划。在百岁计划中：40-60 岁属中年，60-80 岁当元年，80-100 岁为长年，100-120 岁为寿年，120 岁以上才天年。在健康公社实行：包吃、包住、包医、包疗、包快乐。

资料来源：广证恒生整理

5. 公司整体盈利预测与估值

根据上述部分预测公司整体盈利情况：

图表 44 公司主要财务指标预测

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	374.74	465.95	622.93	1034.58
同比 (%)	20.4%	24.3%	33.7%	66.1%



归属母公司净利润	64.24	78.47	104.91	174.28
同比(%)	12.7%	22.2%	33.7%	66.1%
毛利率(%)	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
ROE(%)	10.00%	9.78%	12.22%	18.34%
每股收益(元)	0.19	0.24	0.32	0.53
P/E	81.72	65.63	49.09	29.55
P/B	9.86	8.68	8.04	6.68

资料来源：广证恒生

因此，在不考虑免疫细胞治疗和养老业务的情况下，公司合理股价为： $11.52+12.22+6.79=30.53$ 元，目前最新股价为 21.59，还有 41%空间，维持“强烈推荐”评级。目标价相对于 2015、16、17 年的预计 EPS 的 PE 分别为 66 倍、49 倍、30 倍。

6. 风险提示

一、净水业务：全屋设备和终端设备国内市场竞争加剧风险；海外市场波动风险；汇率风险。

二、免疫细胞存储业务：免疫细胞存储政策风险；免疫细胞存储市场的竞争风险；用户对免疫细胞存储和治疗的接受程度。



图表 45 公司整体盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	515.52	575.17	616.10	909.18
现金	45.24	306.66	229.85	357.09
应收账款	60.83	73.22	100.29	165.69
其它应收款	15.86	0.00	21.78	12.77
预付账款	6.20	0.47	10.36	8.32
存货	54.11	80.27	103.03	165.77
其他	333.29	114.55	150.78	199.54
非流动资产	353.96	381.03	477.46	773.80
长期投资	8.25	10.87	7.70	2.97
固定资产	147.58	166.73	208.11	346.19
无形资产	114.81	150.27	206.02	350.30
其他	83.32	53.15	55.63	74.34
资产总计	869.49	956.20	1093.56	1682.98
流动负债	87.76	111.76	199.31	655.14
短期借款	0.00	0.00	81.22	426.91
应付账款	23.83	24.72	40.91	69.79
其他	63.93	87.04	77.17	158.44
非流动负债	10.64	9.85	9.82	9.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.64	9.85	9.82	9.81
负债合计	98.40	121.61	209.13	664.95
少数股东权益	238.58	240.58	243.03	245.86
归属母公司股东权益	532.51	593.11	640.51	771.28
负债和股东权益	869.49	955.31	1092.67	1682.09

利润表	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	374.74	465.95	622.93	1034.58
营业成本	226.98	279.57	373.76	620.75
营业税金及附加	1.17	1.42	1.98	3.22
营业费用	34.34	45.85	59.92	98.70
管理费用	38.81	53.50	68.11	113.02
财务费用	-1.94	-7.03	-5.70	-10.15
资产减值损失	2.11	1.99	3.02	5.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.13	1.82	2.42	3.12
营业利润	78.41	92.47	124.27	207.08
营业外收入	2.46	3.11	2.89	2.82
营业外支出	0.05	0.07	0.06	0.06
利润总额	80.82	95.50	127.11	209.84
所得税	12.54	15.03	19.75	32.73
净利润	68.28	80.47	107.36	177.11
少数股东损益	4.04	2.00	2.45	2.83
归属母公司净利润	64.24	78.47	104.91	174.28
EBITDA	95.47	122.22	160.85	245.17
EPS (摊薄)	0.19	0.24	0.32	0.53

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生

现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	80.25	324.75	21.27	143.45
净利润	68.28	80.47	107.36	177.11
折旧摊销	14.66	26.71	33.73	35.34
财务费用	-1.94	-7.03	-5.70	-10.15
投资损失	-5.13	-1.82	-2.42	-3.12
营运资金变动	-294.90	225.78	-111.42	-55.70
其它	299.29	0.63	-0.28	-0.03
投资活动现金流	-370.58	-52.59	-127.47	-328.53
资本支出	35.73	51.45	92.89	296.84
长期投资	8.94	-12.18	-0.70	-1.44
其他	-325.91	-13.32	-35.27	-33.13
筹资活动现金流	198.36	-10.73	-51.85	-33.37
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	198.36	-10.73	-51.85	-33.37
现金净增加额	-91.96	261.42	-158.04	-218.45

主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入增长率	0.20	0.24	0.34	0.66
营业利润增长率	0.19	0.18	0.34	0.67
归属于母公司净利润增长率	0.13	0.22	0.34	0.66
获利能力				
毛利率	0.39	0.40	0.40	0.40
净利率	0.18	0.17	0.17	0.17
ROE	0.10	0.10	0.12	0.18
ROIC	0.13	0.14	0.15	0.15
偿债能力				
资产负债率	0.11	0.13	0.19	0.40
净负债比率	0.00	0.00	0.09	0.42
流动比率	5.87	5.15	3.09	1.39
速动比率	5.26	4.43	2.57	1.13
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.51	0.61	0.75
应收账款周转率	0.16	0.16	0.16	0.16
应付账款周转率	10.74	11.52	11.39	11.22
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.24	0.32	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.98	0.06	0.43
每股净资产(最新摊薄)	2.32	2.51	2.66	3.07
估值比率				
P/E	81.72	65.63	49.09	29.55
P/B	9.86	8.68	8.04	6.68
EV/EBITDA	57.01	41.60	32.61	22.29



机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	王微娜	(86) 18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86) 13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.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（广州证券股份有限公司）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。