

开能环保(300272)
推荐
行业：小家电

业绩增长稳定，非公开发行获批

公司发布16年三季报：1)16年1-9月实现营收4.34亿元，同比+47.3%；归母净利润5,995.2万元，同比+13.2%。2)Q3单季实现营收1.7亿元，同比+58.6%；归母净利润2,528.3万元，同比+6.7%。

10月26日公告，公司非公开发行获中国证监会创业板发审委审核通过。

投资要点：

- ◆ **润鑫并表推动营收显著增长，家用净水器未来空间巨大。**公司15年12月初通过收购和增资，持有了RO净水机加工企业润鑫电器52.28%的股权。润鑫实现并表推动公司1-9月营收同比增长47.3%。目前我国城镇家庭净水机渗透率仅为10%左右，远低于欧美80%的渗透率。我们认为，家用净水器市场未来将达到千亿级规模，润鑫能够与公司旗下“奔泰”品牌形成良好协同，从而抢占市场。
- ◆ **盈利能力有所下滑，期间费用率保持稳定。**1、公司16年前三季度毛利率35.63%，同比-4.78pct；净利率13.02%，同比-4.38pct。盈利能力的下滑主要是由于润鑫、奔泰销售额占比提升(RO净水机毛利率约20%)。2、1-9月销售、管理、财务费用率为8.39%、15.07%、-0.34%，同比分别-1.18pct、+1.96pct、+0.75pct。除管理费用率由于润鑫并表而有所增长外，销售和财务费用率较为稳定。
- ◆ **定增加码终端净水产品，海泰药业收购完成，双主业持续推进。**公司修改后的定增方案计划募集5.3亿元，发行价格16.26元/股，用于润鑫电器52.38%收购及滤芯研发制造和补流。定增由界龙集团和建信基金认购，锁定期36个月。此外，公司已于10月完成了对海泰药业的收购。公司净水和免疫细胞双主业持续推进。
- ◆ **给予“推荐”评级，目标价18.2元。**公司在终端净水和免疫细胞两大领域具有极大想象空间。考虑到本次非公开发行摊薄，预测公司2016-18年EPS 0.23、0.28和0.34元。首次覆盖给予“推荐”评级，目标市值60.3亿元，对应17年58倍市盈率，对应增发后股本价格16.3元，对应增发前股本价格18.2元。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧风险；并购协同不及预期风险；汇率风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	457	694	795	948
收入同比(%)	22%	52%	14%	19%
归属母公司净利润	76	85	104	125
净利润同比(%)	18%	12%	22%	21%
毛利率(%)	40.3%	37.2%	38.2%	39.3%
ROE(%)	12.5%	7.2%	8.2%	9.3%
每股收益(元)	0.21	0.23	0.28	0.34
P/E	75.96	67.77	55.57	46.04
P/B	9.46	4.86	4.58	4.27
EV/EBITDA	55	39	31	24

资料来源：中国中投证券研究总部

作者
署名人：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

6-12个月目标价：18.2

当前股价：15.80

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	332
流通股本(百万股)	202
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	32
成交量(百万股)	1.05
成交额(百万元)	16.59

股价表现

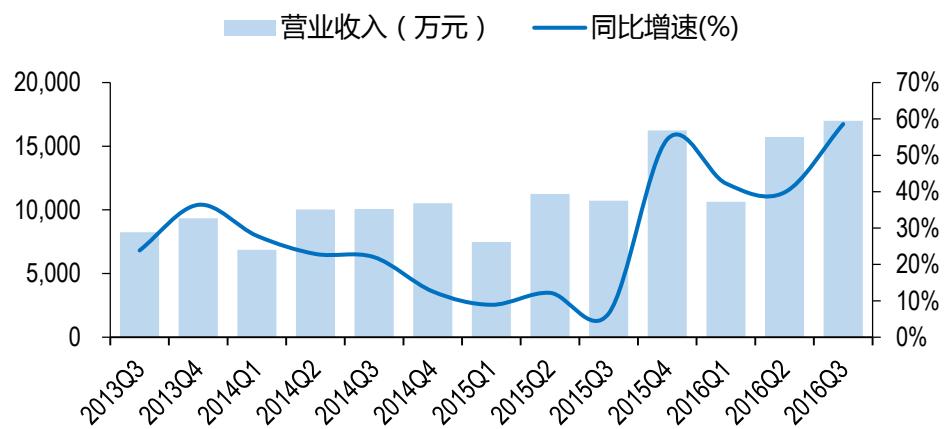
相关报告

一、营收及净利润季度变动趋势

公司 2016 年 1-9 月实现营收 4.34 亿元，同比+47.27%；归母净利润 5,995.16 万元，同比+13.15%；扣非归母净利润 5,579.95 万元，同比+14.42%。每股收益 0.18 元。

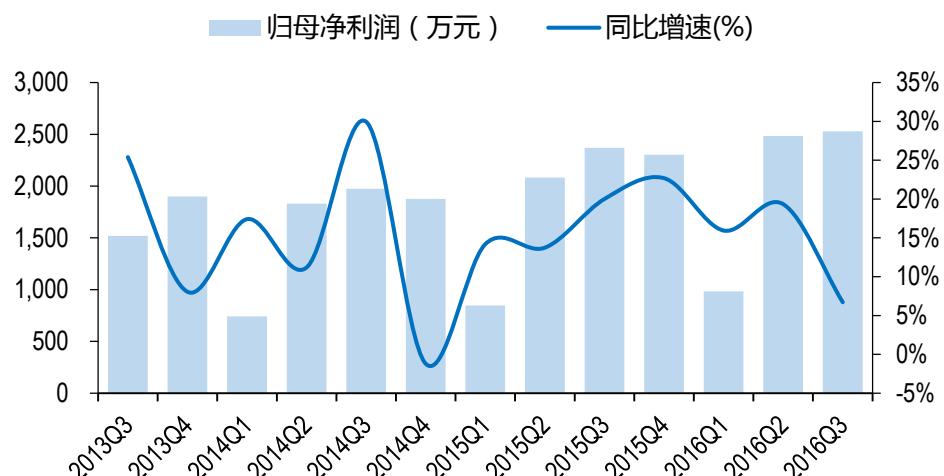
分季度来看，16Q3 实现营收 1.7 亿元，同比+58.6%；归母净利润 2,528.3 万元，同比+6.7%。

图 1 开能环保分季度营收（截止至 16Q3）



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

图 2 开能环保分季度归母净利润（截止至 16Q3）



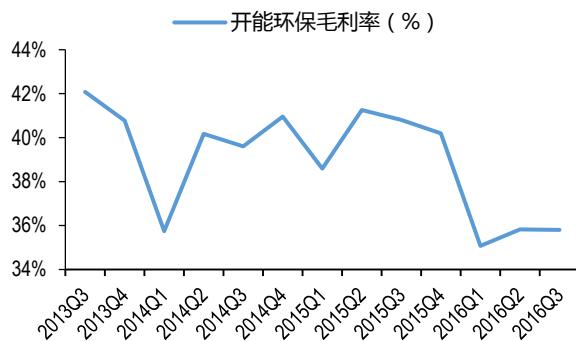
资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

二、盈利能力及费用率季度变动趋势

公司 16 年 1-9 月毛利率 35.63%，同比-4.78pct；净利率 13.02%，同比-4.38pct。

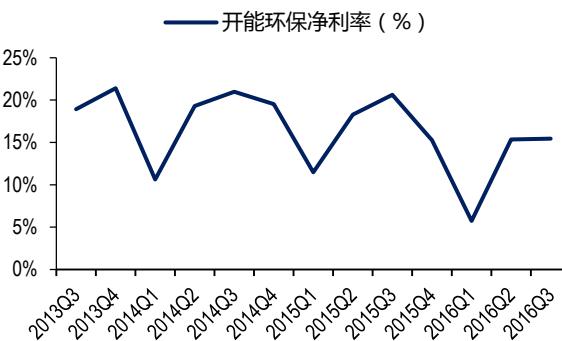
分季度来看，16Q3 毛利率 35.8%，同比-5.0pct；净利率 4.8%，同比-5.2pct。

图3 开能环保分季度毛利率率(截止至16Q3)



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

图4 开能环保分季度净利率率(截止至16Q3)



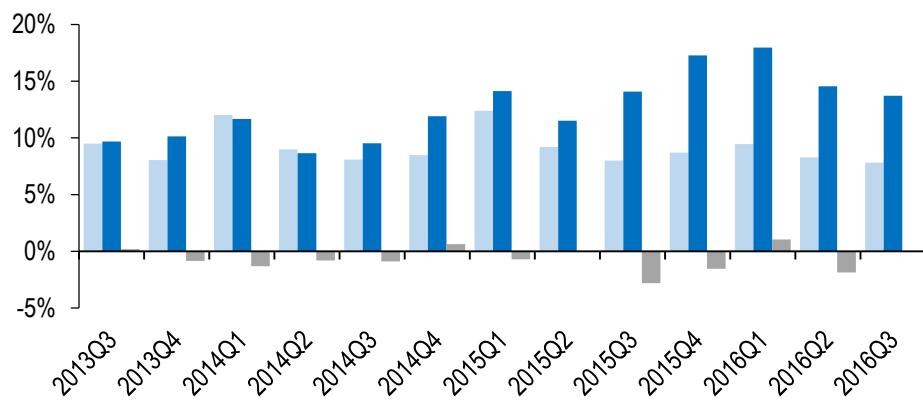
资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

从费用率来看，公司16年1-9月销售、管理、财务费用率为8.39%、15.07%、-0.34%，同比分别-1.18pct、+1.96pct、+0.75pct。

分季度来看，16Q3销售、管理、财务费用率分别为7.8%、13.7%、-0.1%，同比分别-0.2pct、-0.4pct、+2.7pct。

图5 开能环保分季度三项费用率(截止至16Q3)

■ 销售费用率 (%) ■ 管理费用率 (%) ■ 财务费用率 (%)



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

三、可比上市公司估值

表1 可比上市公司估值(Wind一致预期)

代码	公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS				PE		PB
				16E	17E	18E	16E	17E	18E	15
000333.SZ	美的集团	27.15	1,744	2.33	2.72	3.10	12	10	9	3.0
600690.SH	青岛海尔	9.98	609	0.85	1.02	1.18	12	10	8	2.4
603355.SH	莱克电气	42.02	169	0.85	1.41	1.69	49	30	25	6.0
002242.SZ	九阳股份	19.47	149	0.91	1.04	1.18	21	19	17	4.5
均值								23.6	17.1	14.7
300272.SZ	开能环保	15.80	52	0.23	0.28	0.34	68	56	46	8.2

资料来源：Wind，中国中投证券研究总部，注：股价及市值取自16年10月31日收盘

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	445	841	869	942
现金	77	177	168	186
应收账款	146	132	151	180
其它应收款	18	26	29	35
预付账款	9	11	14	17
存货	70	95	106	123
其他	125	400	400	401
非流动资产	824	998	1107	1202
长期投资	23	142	146	151
固定资产	221	400	569	713
无形资产	181	179	176	173
其他	398	278	216	166
资产总计	1268	1839	1976	2144
流动负债	334	320	368	417
短期借款	18	10	5	0
应付账款	70	109	123	144
其他	246	201	240	273
非流动负债	40	35	36	36
长期借款	33	33	33	33
其他	7	2	3	4
负债合计	374	355	403	453
少数股东权益	285	299	315	340
股本	365	365	365	365
资本公积	135	612	612	612
留存收益	146	208	281	374
归属母公司股东权益	609	1185	1258	1350
负债和股东权益	1268	1839	1976	2144

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	80	-145	171	198
净利润	76	99	120	150
折旧摊销	23	31	45	59
财务费用	-6	-4	-6	-8
投资损失	-8	-8	-9	-9
营运资金变动	-12	-303	18	1
其它	7	41	3	4
投资活动现金流	-147	-251	-150	-150
资本支出	162	150	150	150
长期投资	208	105	4	4
其他	223	3	4	4
筹资活动现金流	77	496	-29	-30
短期借款	18	-8	-5	-5
长期借款	33	0	0	0
普通股增加	77	33	0	0
资本公积增加	-13	477	0	0
其他	-37	-6	-24	-25
现金净增加额	10	100	-9	18

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	457	694	795	948
营业成本	273	436	491	575
营业税金及附加	2	2	3	3
营业费用	42	58	65	76
管理费用	67	107	119	137
财务费用	-6	-4	-6	-8
资产减值损失	5	-8	-3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	8	9	9
营业利润	82	112	134	170
营业外收入	5	3	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	87	115	138	174
所得税	11	16	18	24
净利润	76	99	120	150
少数股东损益	-0	14	16	25
归属母公司净利润	76	85	104	125
EBITDA	99	138	173	222
EPS (元)	0.21	0.23	0.28	0.34
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	21.9%	51.9%	14.5%	19.3%
营业利润	4.8%	36.1%	20.3%	26.4%
归属于母公司净利润	18.3%	11.9%	22.0%	20.7%
获利能力				
毛利率	40.3%	37.2%	38.2%	39.3%
净利率	16.6%	12.3%	13.1%	13.2%
ROE	12.5%	7.2%	8.2%	9.3%
ROIC	9.5%	8.8%	9.8%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	29.5%	19.3%	20.4%	21.1%
净负债比率				
流动比率	1.33	2.63	2.36	2.26
速动比率	1.11	2.33	2.07	1.95
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.45	0.42	0.46
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	5.80	4.87	4.24	4.32
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.23	0.28	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	-0.40	0.47	0.54
每股净资产(最新摊薄)	1.67	3.25	3.45	3.70
估值比率				
P/E	75.96	67.77	55.57	46.04
P/B	9.46	4.86	4.58	4.27
EV/EBITDA	55	39	31	24

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超南京大学硕士研究生，在富士通（中国）通信业务部门任职多年，2008 年加入中投证券研究总部，先后从事交通运输、电子和家电行业研究；

孙佳骏男，上海外国语大学金融学硕士，2016 年加入中投证券研究总部，从事家电行业研究。

免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434