

润农节水 (830964)
业绩良好，持续高增长
基本数据

2017年2月7日	
收盘价(元)	10.29
总股本(万股)	9600
流通股本(万股)	4998
总市值(亿元)	9.88
每股净资产(元)	4.12
PB(倍)	2.49

财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	257.07	420.35	677.16	948.75
净利润(百万元)	30.79	50.05	71.03	93.80
毛利率	30.80%	30.80%	30.80%	30.80%
净利率	11.97%	11.90%	10.49%	9.89%
ROE	10.51%	9.58%	12.22%	13.50%
EPS(元)	0.32	0.52	0.74	0.98

投资评级：买入（首次）
公司简介：

公司是我国节水农业的优质标的，目前在华北地区市占率近10%，是华北地区的龙头企业。公司技术实力雄厚，产品品质优良，工程经验丰富，能够提供从设计、产品到工程和服务一揽子的综合业务，在业内具有很强的竞争力。近年来，叠加我国节水农业的行业机遇，公司业绩保持高速增长，15年实现收入翻倍，利润增长115.29%。

公司竞争优势：

- 1 公司主营滴灌，技术实力雄厚
- 2 公司业绩高速增长，盈利能力强
- 3 与同行业相比，公司运营效率较高
- 4 公司主营滴灌和喷灌产品具有良好的经济性

盈利预测：

预测公司2016—2018年收入分别为4.2亿元，6.77亿元和9.48亿元，每股收益分别为0.52元，0.74元，0.98元，综合估值情况我们评级为买入。

研究员：翟博
zhaibo@wtneeq.com

010-85715117


风险提示：

政府政策变更或落实不及预期，土地流转改革不及预期。

目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	5
投资逻辑与估值.....	6
风险点.....	6

图表目录

图表 1：公司部分主要产品.....	4
--------------------	---

■ 风险分析：

● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料，未发现这方面风险。

● 行业与公司经营

1 企业规模普遍偏小、产业集中度低、技术创新难

节水灌溉行业技术壁垒较低，受国家产业优惠政策的影响大批资金进入节水灌溉行业，受到资金规模的限制该行业中的企业规模普遍较小，仅有大禹节水和新疆天业两家大型节水灌溉企业和为数不多的中型企业。由于规模小、缺少现代管理手段，容易导致产品和服务质量低下。

2 研发投入不足，产业持续发展能力较弱

我国目前节水灌溉产品技术含量不高缺乏核心自主知识产权，并且由于资金和技术实力不足的限制很难进行新产品的研发，在短期利益的驱使下企业开展新产品的深入研究和开发动力不足，产品技术含量低，导致节水灌溉行业技术含量提升缓慢。

3 行业竞争加剧的风险

节水灌溉行业属于国家大力扶持的行业，随着国家多项政策的出台，国内节水灌溉市场规模迅速增加，节水灌溉行业面临良好的发展机遇，市场前景广阔。受此预期影响，将可能有大量的节水材料或工程企业出现，从而导致行业竞争加剧。

4 产业政策退出的风险

目前节水灌溉工程多为政府补贴的方式，建设资金来源于国家中央预算内专项资金和地方配套资金两部分。随着节水灌溉规模快速增长，节水灌溉依靠政府补贴的方式将逐渐退出，取而代之的是市场化运行，由农户或者农业龙头企业承担节水灌溉的相应费用。如果国家逐步取消财政补贴政策，节水灌溉设备生产企业将面临推广难度上升的风险。

5 季节波动风险

节水灌溉工程与季节相关，受气温、农作物耕种情况及节水灌溉材料本身的物理属性影响，每年的冬季为节水灌溉行业的淡季，因此公司业务存在明显的季节性波动特征。

■ 公司简介：

公司是华北地区规模最大的节水灌溉材料生产商，是国内少数具备节水灌溉全产业链布局的企业之一。公司的主要业务是节水灌溉材料和设备的研发、制造、销售，为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务，主要客户包括各级地方政府、农业龙头企业、农业合作社等。公司是华北地区规模最大的节水灌溉材料生产商，新产品内镶嵌片式滴灌带无论从技术、质量还是市场推广上都处于领先地位，具有很强的不可替代性；另外，公司能够独立承接大型节水灌溉施工项目，是国内少数具备节能灌溉全产业布局的企业之一。

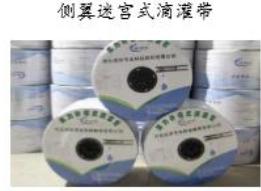
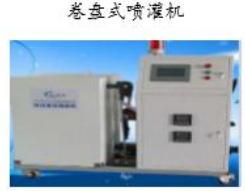
公司收入主要来自节水材料销售收入和节水工程收入，受水资源短缺影响，政府近几年每年投入大量资金进行节水灌溉工程的建设和改造，为公司业务发展提供了契机。2012~2014年，公司营业总收入分别为3299、7136、12107万元，年均增速达到91.6%；归属母公司净利润分别为334、825、1634万元，年均增速121.3%，2015年公司实现营收2.57亿，实现净利润3079万元，营收与净利润同比增速几乎100%。公司2015年份登陆资本市场，2016年6月进入创新层，目前有12家做市商。

■ 公司主要产品及商业模式：

● 公司主要产品

公司是华北地区规模最大的节水灌溉材料生产商，新产品内镶嵌片式滴灌带无论从技术、质量还是市场推广上都处于领先地位，具有很强的不可替代性；另外，公司能够独立承接大型节水灌溉施工项目，是国内少数具备节能灌溉全产业布局的企业之一。

图表1：公司部分主要产品

滴灌带	输水管材	节水灌溉控制系统
 内嵌式滴灌带	 PE管材	 自动控制器
 侧翼迷宫式滴灌带	 PVC管材	 卷盘式喷灌机
 压力补偿式滴灌管	 PP管材	 自动灌溉施肥机

资料来源：公司公告

- 公司商业模式

公司主要业务为节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售，为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务。经过在塑料制品行业多年的积淀和市场开发运作，公司确立了产品和工程并举的业务模式，既能够研发、制造和销售滴灌带、管材、过滤器、首部控制系统等节水材料设备，又能够承接政府节水灌溉招标工程施工，成为集节水灌溉产品供应，到节水工程设计施工、提供技术服务的综合性系统服务商。主要客户包括各级地方政府、农业龙头企业、农业合作社等。

■ 公司投资亮点：

- 高效的管理团队

公司核心管理团队均是来自国内知名高校的管理学院，具有丰富的企业管理经历和行业从业经验，保证公司高效运作。同时，公司不断招募高学历高水平专业对口的研发人员，利用人才优势加强自身研发实力，提高产品创新的能力，使公司产品永远走在行业前列，目前公司已经有 42 项专利。

- 公司目前的滴头及滴灌带整体生产水平已经是行业内先进水平

公司改进了滴灌带的生产工艺，提高了滴灌带的使用寿命和可靠性，滴灌带的生产速度提高了 20%、滴头正位率从原来的 99.98% 提高到近 100%；另外公司还改进了滴灌带的原料配比，比原有配比可节省 300 元/吨的成本。稳定的产品质量、较低的生产成本以及良好的口碑，使公司产品在节水滴灌材料市场具有较强的竞争力，产品品质和技术均处于行业先进水平。

- 公司业务资质齐全，施工经验丰富

公司拥有水利水电总承包三级资质，近两年来参与了一系列政府招标项目，积累了丰富的工程施工经验，尤其工程测量技术和工程制图技术方面，公司采用了手持 GPS、水准仪、经纬仪、全站仪、激光测距仪等先进测量工具，使得工程测量保持了很高的准确度和精度。工程数量和质量的重大突破使公司于 2015 年获得中国水利企业协会“灌溉企业等级”甲壹级资质，是国内仅有的 5 家甲壹级资格企业之一（最高级别资质，国内另外获得该资质的企业有：广东达华节水、现代农装、甘肃瑞盛·亚美特、大禹节水）。

- 布局滴灌水肥一体化，延伸企业价值链

水肥一体化技术是借助微灌系统，在灌溉的同时将肥料配兑成肥液一起输入到农作物根部土壤，实现水和肥一体化利用和管理。与传统灌溉施肥方式相比，水肥一体化的水分利用率为 20%~50%，节肥 20%~30%。根据全国农技中心的统计数据，当前具备条件且适合发展水肥一体化的农田面积约为 4 亿亩，但实际应用面积还不到 1 亿亩，所以水肥一体化技术推广潜力巨大。目前公司正积极开发水肥一体化潜力市场，已经实现了全自动施肥机的研制升级，通过土壤分析与专业化肥的配置来实现水肥的最优供应，调整灌溉与施肥频率等控制作物的生长条件，从而实现公司产品价值链的延伸。

- 持续研发创新，开发智“云”灌溉系统，探索节水灌溉信息化道路

公司坚持研发创新，不断改进工艺，提升节水材料和节水工程的质量，同时也积极探索节水灌溉信息化领域。公司开发的智“云”灌溉系统是将传统灌溉模式改变为智能灌溉，通过在田间添加各种传感器与自控设备，对作物的温度、湿度等进行实时监控，做到按需供水供肥，该项技术的发展为公司后续农业信息化发展之路打好基础。

- 公司植根华北、东北节水灌溉大市场，地域优势显著

2012年公司经营之初，以河北本地为中心，迅速扩张至周边天津等华北区域，并辐射至广西、福建等中南地区；2013年公司加强了对东北地区业务的拓展，目前公司收入的80%以上来自东北和华北市场，建立了比较成熟和完善的营销团队，分区域进行营销拓展工作并取得了良好效果，这两个地区的市场占有率为10%左右，并且在快速增长中。公司在东北和华北地区经过多年的产品销售和工程经验积累，品牌、市场影响力显著，在东北三省以及华北地区中标率较高，先发优势和品牌影响力突出。

- 公司在进一步扩大原有市场份额的同时，积极进军西北节水灌溉大市场

公司现有市场主要集中在东北三省、内蒙古地区、华北地区（包括河北、山西、山东、河南等），目前公司在这几个地区的品牌影响力和市场地位较强，在手订单充裕，同时公司大力发展稳定优质的合作社及龙头企业客户，进一步提升市场份额。另外，公司利用现有区域发展的经验和知名度，计划逐步将营销网络扩展到西北地区、西南地区，利用国家政策扶持的有利时机，实现公司业务的跨越式发展，为公司带来新的利润增长点。目前公司已经在甘肃地区设立全资子公司，拓展西北市场，预计2017年开始能够贡献业绩。

■ 投资逻辑与估值：

在政策的推动下，我国农业节水行业发展空间广阔，我们预期“十三五”期间，每年喷灌和微灌的市场规模将接近500亿元，较“十二五”有近翻倍增长。此外，农业水价改革、土地流转推进以及国家对于农田水利工程监管趋严都会对公司业绩和股价产生积极的催化。

河北省规划“十三五”期间新建1200万亩高效节水农田，年均240万亩，叠加存量，年市场规模将近40亿元。公司是河北龙头企业，是最大的受益者！此外，公司也在积极拓展西北及全国其他市场，打开公司的成长空间，将推动公司持续成长。

公司登陆新三板以来，先后完成三次增发，融资超过1.8亿元。随着创新层的推出，公司将成为创新层当中的优质标的，所能够享有的资本市场资源更多，将助力公司业绩和股价表现！

我们预期公司2016-2018年归母净利润达到5005万元、7103万元和9380万元，对应当前股本的每股收益分别为0.52元、0.74元和0.98元，对应目前10.29元的股价，市盈率分别为19.78倍、13.90倍和10.5倍，给予推荐评级。

■ 风险点

1 企业规模普遍偏小、产业集中度低、技术创新难

节水灌溉行业技术壁垒较低，受国家产业优惠政策的影响大批资金进入节水灌溉行业，受到资金规模的限制该行业中的企业规模普遍较小，仅有大禹节水和新疆天业两家大型节水灌溉企业和为数不多的中型企业。由于规模小、缺少现代管理手段，容易导致产品和服务质量低下。

2 研发投入不足，产业持续发展能力较弱

我国目前节水灌溉产品技术含量不高缺乏核心自主知识产权，并且由于资金和技术实力不足的限制很难进行新产品的研发，在短期利益的驱使下企业开展新产品的深入研究和开发动力不足，产品技术含量低，导致节水灌溉行业技术含量提升缓慢。

3 行业竞争加剧的风险

节水灌溉行业属于国家大力扶持的行业，随着国家多项政策的出台，国内节水灌溉市场规模迅速增加，节水灌溉行业面临良好的发展机遇，市场前景广阔。受此预期影响，将可能有大量的节水材料或工程企业出现，从而导致行业竞争加剧。

4 产业政策退出的风险

目前节水灌溉工程多为政府补贴的方式，建设资金来源于国家中央预算内专项资金和地方配套资金两部分。随着节水灌溉规模快速增长，节水灌溉依靠政府补贴的方式将逐渐退出，取而代之的是市场化运行，由农户或者农业龙头企业承担节水灌溉的相应费用。如果国家逐步取消财政补贴政策，节水灌溉设备生产企业将面临推广难度上升的风险。

5 季节波动风险

节水灌溉工程与季节相关，受气温、农作物耕种情况及节水灌溉材料本身的物理属性影响，每年的冬季为节水灌溉行业的淡季，因此公司业务存在明显的季节性波动特征。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法，并且以独立的方式表述，研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其它人，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差 -15% 至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果，提出对某家特定企业的研究需求，也可以完成别人的悬赏任务，或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后，即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话：010-85715117

传真：010-85714717

电子邮件：zhaibo@wtneeq.com



