

日期: 2016年4月8日

行业: 新三板



冀丽俊



021-53686156

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

基本数据

保荐机构 申万宏源证券

主要股东

曹志强	43.33%
吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司	10.42%

收入结构 (15Y)

产品	47.34%
工程	48.02%

报告编号: JLJ16-NSP03

首次报告日期:

■ 投资要点:

“产品+工程”并举的节水灌溉服务商

公司主要从事节水器材产品、新型节水、保温材料、农用机械制造及销售;农业、园林、运动场灌溉系统及喷泉、造雾、防尘降尘、农村供水系统、土地整理工程的设计、施工。公司确立了产品和工程并举的业务模式,是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。

产品质量优良,建设施工经验优势

公司重视产品质量,从原材料及辅料、配件的采购,到产品生产全过程,以及节水工程建设的设计和施工,均严格按照国家和行业标准进行质量控制,产品获得了客户广泛好评。公司建设施工的节水工程因设计合理、选材优良、质量可靠、节水效果显著,而得到了业主单位的高度赞许,树立了在行业内良好的口碑,也因此使公司在节水工程招投标中的中标率稳步提高。

盈利预测

我们预测 2016、2017 年公司营业收入为 2.59 亿元和 2.97 亿元,同比增长 17.17%和 14.78%; 归属于母公司的净利润分别为 2991 万元和 3417 万元,同比增速分别为 11.22%和 14.24%., 相应的稀释后每股收益为 0.62 元和 0.71 元。

估值结论

2015 年 8 月 20 日,公司获得全国中小企业股份转让系统批准挂牌并公开转让通知函,2015 年 9 月 9 日在新三板挂牌,于 2016 年 2 月 25 日起由协议转让方式变更为做市转让方式,做市商为申万宏源证券、东北证券、中信建投证券、兴业证券、广州证券、方正证券。

我们认为,公司“产品+工程”并举的业务模式,是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,盈利能力较强。可适当关注。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	131.66	187.67	220.70	258.60	296.82
年增长率 (%)		42.54%	17.60%	17.17%	14.78%
归属于母公司的净利润	13.68	19.67	26.89	29.91	34.17
年增长率 (%)		43.83%	36.69%	11.22%	14.24%

数据来源:公司公告;上海证券研究所整理

重要提示:请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、行业背景

● “产品+工程”并举的节水灌溉服务商

公司主要从事节水器材产品、新型节水、保温材料、农用机械制造及销售；农业、园林、运动场灌溉系统及喷泉、造雾、防尘降尘、农村供水系统、土地整理工程的设计、施工。公司的主要产品为单翼迷宫式滴灌带、内镶式滴灌带（管）、PE 给水管材、施肥过滤器。

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。

在新产品开发上，公司走产、学、研相结合之路。与长春市应用化学研究所合作开发长效防根侵滴灌管项目，通过对玉米进行验证，做到可防玉米根侵；与中国农业大学合作，申报教育部《新型防堵塞灌水器产业化开发》项目；拟合作开发高效节水自动化控制集成技术。

2015年8月取得《一种滴灌带材料的组合物》等四项专利授权，申请的《一种薄壁高强度内镶式滴灌带的生产方法》与《一种非降解长效铜祛根滴灌管的制备》发明专利进入审查阶段，预计明年取得专利授权。公司注册申报品牌依润、依瑞、德丰、溉拓已全部通过审核，即将获得品牌证书。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

根据《2013年全国水利发展统计公报》，全国设计灌溉面积大于2000亩及以上的灌区共22387处，耕地灌溉面积33928千公顷。其中：50万亩以上灌区176处，耕地灌溉面积6241千公顷，30万-50万亩大型灌区280处，耕地灌溉面积5010千公顷。截至2013年年底，全国耕地灌溉面积63473千公顷，占全国耕地面积的52.9%。全国节水灌溉工程面积27109千公顷，其中：喷、微灌面积6847千公顷，低压管灌面积7424千公顷。

由此可以看出，全国有近一半的耕地面积没有灌溉设施，属于“靠天吃饭田”，在工程节水灌溉面积中，采用喷滴灌等现代先进节水灌溉技术的比例很低，绝大部分只是按低标准初步进行了节水改造，输水渠道的防渗衬砌率较低。

相比国外而言，美国的有效灌溉面积为3.83亿亩，不足我国的一半，但喷灌和滴灌面积却占87%左右。以色列80%以上的灌溉面积采用了先进的滴灌技术，瑞典、英国、奥地利、德国、法国、丹麦、匈牙利、捷克、罗马尼亚等国家，喷灌和滴灌面积占灌溉面积的比例都达到了80%以上。

可以看出，我国喷灌和滴灌面积的数量，以及占灌溉面积的比例都很小，

与我国水资源的紧缺形势和生产力发展水平严重不相适应。未来我国节水灌溉发展的总体趋势是，喷灌和滴灌等先进节水灌溉技术和设备的应用面积将进一步扩大，而其他简易节水灌溉方式的发展速度将减缓。

因此，不管是相对于国外，还是相对于我国严峻的缺水形势，滴灌等先进、高效灌溉技术在我国的应用比例还很低，有着巨大的发展空间和市场潜力。

同时产业政策支持，节水农业、设施农业、节水灌溉是中国农业发展的方向和重点，国家以立法的形式确立了鼓励发展节水型工业、农业和服务业的产业政策，先后出台了《水利产业政策》、《国务院关于做好建设节约型社会近期重点工作的通知》、《节水型社会建设十一五规划》、《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》等政策文件，大力支持发展节水灌溉，增加对农村水利设施的投入，并在税收等政策上支持节水灌溉产品的生产和销售。

国务院印发的《国家农业节水纲要（2012-2020）》中提出，到2020年，全国农田有效灌溉面积达到10亿亩，其中新增高效节水灌溉工程面积1.5亿亩以上。因此，我国的节水灌溉行业未来发展潜力巨大，迎来了黄金发展期。

目前，国家发展节水灌溉的“四大战役”对公司未来的发展具有现实意义。一是东北节水增粮战役。在黑龙江、吉林、辽宁及内蒙古东部地区，发展3,800万亩高效节水灌溉面积。二是西北节水增效战役。在新疆、甘肃、宁夏、陕西、青海、内蒙及新疆兵团发展高效节水灌溉面积2,850万亩。三是华北节水压采战役。在北京、天津、河北、山西、山东、河南6省市实施高效节水灌溉面积3,000万亩。四是南方节水减排战役。以减排为主要目的，在南方16省区开展节水减排方面的规划工作。

在国家鼓励节水灌溉产业发展，不断加大财政补贴力度的政策环境下，公司未来的发展空间巨大。

节水灌溉行业是个完全竞争的市场，市场化程度较高。目前，节水灌溉行业内的企业普遍规模较小，行业集中度不高，近几年由于国家加大了对节水农业的支持力度和资金投入，节水灌溉行业前景看好，进入该行业的投资者逐步增多，加之国外节水企业在国内合资或独资设厂生产节水产品，使得行业的市场竞争趋于激烈。

我国节水灌溉产业拥有上千亿的市场规模，但是绝大多数节水灌溉生产企业规模小、产品质量参差不齐，真正实现专业化生产的实力强企业极少。同时，国家开放外资进入国内节水灌溉市场，允许外国节水企业在国内设立

合资企业从事节水产品的生产。随着节水灌溉行业快速发展，行业竞争将日趋激烈。目前国内规模较大的节水灌溉设备生产企业有：甘肃大禹节水集团股份有限公司、新疆天业股份有限公司、河北润农节水科技股份有限公司、甘肃瑞盛·亚美特高科技农业有限公司、北京绿源塑料联合公司等。进入国内市场的外国节水灌溉企业主要是以色列耐特费姆公司、美国雨鸟公司等。在滴灌系统细分市场上，新疆天业和大禹节水作为起步较早，且完成上市工作的两家公司，占据了较高的市场份额。

公司竞争对手主要有：甘肃大禹节水股份有限公司、新疆天业节水灌溉股份有限公司、河北润农节水科技股份有限公司、甘肃瑞盛·亚美特高科技农业有限公司等。

公司主要竞争优势体现在：

1、具有创新能力，拥有技术优势

滴灌系统的核心是滴头制造技术，滴头档次和技术水平的高低，直接决定节水效果、出水量、滴灌管的适用范围。公司十分重视滴头制造技术的研究与开发，投入大量经费开发研制新产品。目前公司已取得 4 项发明专利。与国内其他节水灌溉企业相比，公司拥有多项专利技术和专利产品，生产设备和技术先进，具有显著的技术优势，公司产品的科技含量较高，为公司发展成为一流的滴灌系统提供商奠定了技术基础。

2、产品质量优势

公司历来非常重视产品质量，视质量为企业生命和立身之本。公司从原材料及辅料、配件的采购，到产品生产全过程，以及节水工程建设的设计和施工，均严格按照国家和行业标准进行质量控制，所有产品质量均达到或超过国家标准，质量控制系统取得了北京天一正认证中心颁发的质量管理体系认证证书。所有产品均通过了北京新华节水产品认证有限公司的认证，是通过认证的少数企业之一。几年来，公司没有发生因产品质量及节水工程质量原因引起的客户投诉或索赔事项，公司的产品获得了客户广泛好评；公司建设施工的节水工程因设计合理、选材优良、质量可靠、节水效果显著，而得到了业主单位的高度赞许，树立了在行业内良好的口碑，也因此使公司在节水工程招投标中的中标率稳步提高。因技术先进、质量可靠，公司滴灌带产品获得了国外客户的广泛认可，远销美国、俄罗斯、西班牙、澳大利亚、泰国等国家和地区，在与国外著名灌溉公司的产品竞争中也取得了一定优势。

3、具有丰富的节水灌溉工程建设施工经验优势

公司自成立以来，在生产销售滴灌带等节水灌溉设备产品的基础上，积极开拓、承接节水灌溉工程的建设施工，提供从节水灌溉设备、器材和材料

的生产，到节水工程设计、施工的整体解决方案。在国内节水灌溉市场上已树立了较高的品牌知名度和良好的市场形象，为公司大力开拓、参与、承担东北、华北及内蒙古市场，以及广阔的新疆市场和国内其他灌区的节水工程建设，奠定了十分坚实的基础，赢得了市场先机。

4、生产优势

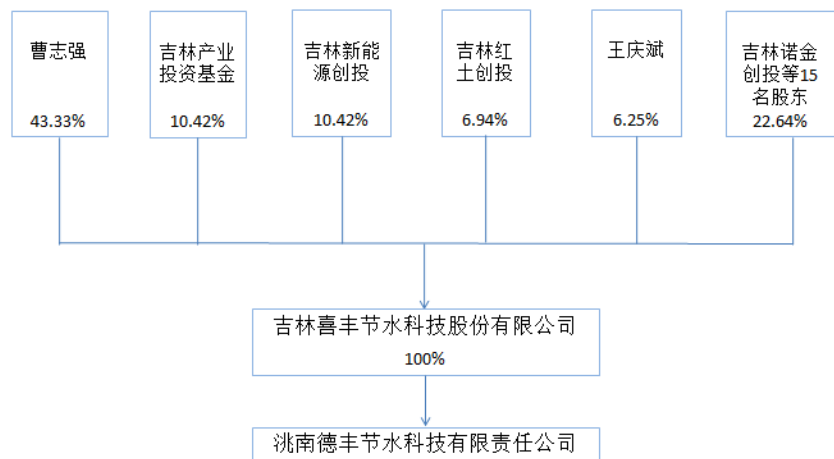
内镶扁平滴头滴灌带生产设备采用国内最先进的滴灌带生产线，生产线的速度可达到 120 米/分钟，该生产线具有自动化程度高，功能先进的特点，在保证产品质量方面，有其独到的设计，所有的产品一经出现缺陷，即可实现自动监测，自动换卷并立即报警，及时避免了有质量缺陷的产品出厂。PE 薄壁管材产品采用了下吹法的生产设备，该设计是目前国内独有的设计，改变了以往平吹法具有产量低，产品壁厚不均匀的缺陷，具有产品质量稳定性高，易于操作，产量高等特点。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由十四名自然人股东于 2012 年 7 月 10 日发起设立。公司总股本为 4800 万股，曹志强持有公司 2080 万股股份，占公司总股本的 43.33%，为公司第一大股东，是公司控股股东、实际控制人。

图 1 公司股权结构情况



资料来源：公司公告；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司专注于节水产品的研发、制造和销售，主要从事滴灌带、输水管材及节水灌溉工程施工业务，报告期内，公司主营业务收入比重均在 90% 以上，

主营业务明确。公司其他业务收入主要是原材料销售收入，在产品安装、调试过程中，部分配件如弯头、阀门等公司不能自己生产，只能外购，列入其他业务收入。

表 1 公司主营业务收入构成 (万元)

	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入			
产品	3,915.27	10,229.27	10,448.93
工程	9,142.96	7,180.96	10,597.29
其他	107.85	1,357.01	1,024.12
合计	13,166	18,767	22,070
毛利率			
产品	32.88%	27.56%	25.62%
工程	27.39%	26.49%	25.29%
其他	24.46%	9.27%	2.12%
合计	29.00%	25.83%	24.37%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

三、公司财务状况及盈利预测

● 收入增长较快，盈利能力较强

公司 2013-2015 年营业收入分别为 1.32 亿元、1.88 亿元、2.21 亿元，同比增长 42.54%、17.60%，增长较快。公司 2013-2015 年毛利分别为 3817.75 万元、4847.55 万元、5378.31 万元，分别增长 26.97%、10.19%。公司毛利逐年增加，盈利水平提高。

公司 2013-2015 年毛利率分别为 29.00%、25.83%、24.37%，毛利率小幅降低。公司单位生产成本变化不大，毛利率的变动主要是销售价格变化影响的。

2015 年，公司营业外收入 217.53 万元，较上年增长 187.1 万元，主要是政府补贴收入多。

报告期内，公司营业收入、毛利增长较快，总体盈利能力较强。公司主要通过扩大省内、外省销售市场，同时推广新产品的销售力度，降低各项成本消耗费用等措施提升公司各项经营指标。随着公司规模扩大，市场占有率、声誉的提高，公司盈利能力有望进一步提升。

● 业绩预测

我们预测 2016、2017 年公司营业收入为 2.59 亿元和 2.97 亿元，同比增长 17.17%和 14.78%； 归母公司的净利润分别为 2991 万元和 3417 万元，同比增速分别为 11.22%和 14.24%。，相应的稀释后每股收益为 0.62 元和 0.71

元。

表2 公司盈利预测 单位：百万元

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业总收入	187.67	220.70	258.60	296.82
二、营业总成本	161.35	190.50	220.72	253.27
营业成本	139.20	166.92	195.64	224.47
营业税金及附加	2.67	3.94	3.88	4.45
销售费用	3.65	2.99	3.88	4.45
管理费用	11.23	11.92	14.22	16.33
财务费用	3.62	2.78	3.10	3.56
资产减值损失				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	26.32	30.21	37.88	43.55
加：营业外收入	0.30	2.18	2.00	2.00
减：营业外支出	0.00	0.03	0.00	0.00
五、利润总额	26.63	32.35	39.88	45.55
减：所得税	6.95	5.46	9.97	11.39
六、净利润	19.67	26.89	29.91	34.17
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	19.67	26.89	29.91	34.17
最新总股本（百万股）	48.00	48.00	48.00	48.00
七、摊薄每股收益（元）	0.41	0.56	0.62	0.71

资料来源：Wind 上海证券研究所

四、风险因素

节水灌溉产品推广的行业政策风险

节水灌溉行业的发展与国家有关政策导向有着密切的关系。在国家鼓励节水灌溉产业发展，不断加大财政补贴力度的政策下，节水灌溉行业需求量大。然而，如国家宏观经济政策、水利产业政策发生重大不利变化，本行业发展将会出现不确定性。为此，节水灌溉产品市场推广的难度会增大。

公司业务季节性波动风险

节水灌溉行业具有一定的季节性。节水灌溉材料销售和节水工程施工的淡季为每年冬季，因此公司的业务存在较明显的季节性波动特征，公司经营面临季节性波动风险。

商标使用权依赖于关联方提供的风险

目前公司使用的“喜丰牌”商标为喜丰塑料授权公司使用，每年的授权使用费为 20 万元，该商标为公司国内市场销售唯一使用商标，存在关键资源

依赖于关联方提供的风险。公司已申请自己的注册商标，目前正在公示期，待拥有自己的商标之后，将不再使用喜丰塑料的商标。

税收优惠风险

根据财政部、国家税务总局《关于免征滴灌带和滴灌管产品增值税的通知》（财税[2007]83号）的规定，经吉林省白山市国税局及吉林省洮南市国税局审核批准，公司滴管带和滴灌管产品免交增值税，如果上述税收优惠政策发生变化或取消，将会公司未来经营业绩产生一定影响。

客户区域集中风险

报告期内，公司的营业收入主要集中在吉林省内。如果公司不能进一步积极开拓省外市场，降低对省内客户的重大依赖，一旦吉林省内市场环境发生不利变化，则可能对公司持续发展带来不良影响。

五、估值及定价分析

● 公司可给的估值水平

2015年8月20日，公司获得全国中小企业股份转让系统批准挂牌并公开转让通知函，2015年9月9日在新三板挂牌，于2016年2月25日起由协议转让方式变更为做市转让方式，做市商为申万宏源证券、东北证券、中信建投证券、兴业证券、广州证券、方正证券。

我们认为，公司“产品+工程”并举的业务模式，是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，盈利能力较强。可适当关注。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。