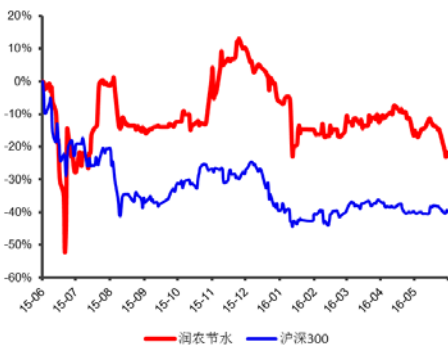


2016年06月17日

——润农节水深度报告

评级：推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

《亿亩农田，千亿盛宴：进击的节水农业》

报告作者：

王承

执业证书编号：S0590513090004

联系人：

魏振亚

电话：0510-85630532

Email: weizy@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- 公司是我国节水农业的优质标的，业绩高速增长。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%。
- 我国节水农业面临良好的发展机遇。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。
- 公司大本营河北市场迎来爆发期，公司向西北及全国扩张战略将推动公司持续成长。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！
- 借力资本市场，公司发展步入新时代。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！
- 给予推荐评级：我们预期公司2016-2018年每股收益分别为0.52元、0.74元和0.98元，对应目前6.6元的股价，市盈率分别为12.7倍、8.9倍和6.8倍，给予强烈推荐评级！
- 风险提示：1、政府政策变更或落实不及预期；2、土地流转改革不及预期；3、行业竞争更加激烈。

财务和估值数据摘要

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	121.07	257.07	437.01	677.37	982.19
增长率	69.67%	112.34%	70.00%	55.00%	45.00%

净利润 (百万元)	14.30	30.79	50.05	71.03	93.80
EPS (元/股)	0.210	0.321	0.521	0.740	0.977
市盈率 (P/E)	31.38	20.58	12.66	8.92	6.75
市净率 (P/B)	4.65	2.16	1.85	1.53	1.25

目录

1、农田节水优质标的，业绩高速增长	3
1.1 公司主营滴灌，技术实力雄厚	3
1.2 公司主营滴灌和喷灌产品具有良好的经济性	4
1.3 公司业绩高速增长，盈利能力强	6
2、政策扶持力度加大，节水农业市场空间广阔	9
2.1 国家加大对于农田节水的政策扶持	9
2.2 我国节水行业市场空间广阔	12
3、水价改革、土地流转和水利监管加强推动行业发展	14
3.1 水价改革提升用水成本，加大节水需求，促进节水农业发展	14
3.2 土地流转改革推进规模化经营利好节水农业发展	15
3.3 农田水利工程监管力度加大，利好龙头企业发展	16
4、立足河北，布局西北，放眼全国	17
4.1 河北是公司的大本营，发展前景广阔，是公司业绩的重要区域	17
4.2 布局西北，拓展公司市场区域	18
4.3 加强人才队伍建设，为全国发展打下基础	18
5、借力资本市场，迎接发展新时代	19
5.1 登陆新三板，增强公司融资能力，三次融资夯实公司发展基础	19
5.2 股权激励增强公司管理层队伍稳定性	20
5.3 进入创新层，迎接发展新时代	21
6、盈利预测与估值	23
7、风险提示	24

1、农田节水优质标的，业绩高速增长

1.1 公司主营滴灌，技术实力雄厚

河北润农节水科技股份有限公司业务范围主要包括管材管件、节水滴灌管(带)、喷灌设备的生产制造、销售及安装，同时开展节水灌溉工程技术咨询和服务。公司产品引进以色列滴灌管生产技术，15年新增及甘肃内镶式滴灌管产能合计可达10亿米，各种管材约38400吨。

设计、材料、工程一站式服务能力强。公司自成立以来，一直专注于节水灌溉行业，致力于节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售，以及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。

由于节水灌溉设备需要根据不同地质条件进行定制，该行业通常采用根据订单组织生产的模式。企业根据获取的订单和合同要求来制定物料需求，再根据物料需求采购原材料，最后根据计划生产成品。因此，在节水灌溉领域，公司能够通过提供一揽子的节水服务来有效的提升公司的竞争力。

公司产品线齐全且可以提供节水灌溉系统。公司自设立以来，公司产品和服务实现了从单一到系统的变化，公司成立时只是生产内镶贴片式滴灌带，现在公司产品不但规格齐全，而且可以提供系统工程。目前，公司的主要产品为节水灌溉设备，包括三大类：第一类为滴灌带，主要包括内镶贴片式滴灌带和侧翼迷宫式滴灌带；第二类为输水管材，主要包括PVC管材、PE管材及PP管等；第三类为节水灌溉控制系统，主要包括过滤器、施肥器、首部控制系统等。

图表 1: 公司的部分产品



来源：国联证券研究所

公司技术实力雄厚，是高新技术企业；拥有水利水电总承包三级资质、国家灌溉企业等级证书甲一级资质（全国仅四家）；是中国水利企业协会灌排分会副理事长单位；中国农业节水和农村供水技术协会副会长单位；省级研发中心；拥有滴灌设备核心部件知识产权，专利技术高达 40 余项；是我国微滴灌行业制标企业成员。2015 年，公司研发项目落实 13 项专利，其中一项发明专利。同时新增了喷灌机、管件、自动施肥机、反冲洗过滤器的生产，实现了喷、滴灌行业主要产品部件规格品种的全覆盖，进一步完善了公司产品链。

1.2 公司主营滴灌和喷灌产品具有良好的经济性

从目前的节水技术来看，主要有渠道防渗、管灌、喷灌和微灌等，其中以微灌节水效果最好，并且能够与施肥结合，提升肥料使用效率，提升产量，主要应用于大棚栽培和高产高效经济作物上；喷灌则是大田作物较为理想的灌溉方式，节水效果高于管灌，但低于微灌。

图表 2: 主要的节水形式

节水灌溉技术	主要形式	节水效果
渠道防渗	改土渠为防渗渠输水灌溉	节水 10%-20%
管灌	利用低压管道（埋设地下或铺设地面）将灌溉水直接输送到田间。	节水 20%—30%
喷灌	将灌溉水加压，通过管道、由喷水嘴将水喷洒到灌溉土地上，喷灌是目前大田作物较理想的灌溉方式。	节水 30%—50%
微灌	有微喷灌、滴灌、渗灌等微管灌等。是将灌水加压、过滤，经各级管道和灌水器具灌水于作物根系附近的灌溉方式，微灌属于局部灌溉，只湿润部分土壤。微灌与施肥结合，利用施肥器将可溶性的肥料随水施入作物根区，及时补充作物所需要水分和养分，增产效果好，微灌应用于大棚栽培和高产高效经济作物上。	节水 50%—80%

资料来源：国联证券研究所

虽然节水农业的发展不应仅仅考虑其经济效益，还需要考虑其带来的环境

保护、农民致富等社会效益，但是仅仅从节水农业的经济性进行分析，对于分析节水农业的未来发展具有很重要的参考意义。

节水农业的成本即是前期的投入成本、以及后期的维护管理成本，其经济效益主要体现在四个方面：一是节水用水、节约用肥；二是节省土地；三是节省人工；四是提高产量。

以喷灌和滴灌来看：

成本端：一次性的投入成本约 600-2000 元，后期每年的维护管理费用很低，我们按照每亩 150 元每年的费用计算。

收益端：

首先，节水方面，喷灌可节水 30%-50%，微灌可节水 50-80%，按照水浇地亩均需 400 立方米来计算，则每亩喷灌可节水 160 立方米左右，微灌可节水 260 立方米左右，目前，我国农业灌溉平均供水成本约 0.25 元，一般水浇地的供水成本要更高，未来施行水价改革后，供水价格还将提升，我们仅以 0.25 元计算，则喷灌实现节水经济效益 40 元，微灌实现节水经济效益 65 元。

节约化肥、农药方面。使用微灌和喷灌可节约肥料和农药，节肥和节药比例在 20%以上，目前，我国亩均农药化肥费用约在 150 元左右，由此可实现节约化肥、农药经济效益 30 元左右。

其次，节省土地方面，相对于渠灌，喷灌和微灌节省土地面积约 3%-5%，则相当于每亩可增加产量 3%-8%，不同作物的亩产出不等，大粮作物相对较低，但也在 2000 元左右，而经济作物的产值则更高，仅此一项即可实现经济效益 60 元-160 元左右，平均 110 元以上。

第三，节省人工方面，北方水浇地每年浇水次数在 4-8 次左右，使用喷灌和微灌后，我们估计每年可节省工时至少 10 个以上，每个工时的成本在 10 元以上，则每年可节省人工至少 100 元以上。

第四，提高产量方面，不同的作物使用滴管和微灌后其增产效果不同，大田作物来看的话，微灌和喷灌能使其增产 10%-20% 以上，按 2000 元的亩均产出来计算，微灌可实现经济效益 200 元-400 元，平均 300 元。

我们以上对微灌和喷灌实现的经济效益的计算均是以比较保守的方法进行估算，尤其是对提高产出和节省土地增加的产出，若使用于非大粮作物，增加的产值将达到千元以上，甚至数千元。

按照我们的保守估算，则使用喷灌后可实现经济效益在 580 元，使用微灌后可实现经济效益在 605 元。而我们按照 1000 元的初始投入成本，5 年使用年限来计算，加每年 150 元的维护管理费用，每年的成本仅约 350 元，因此，我们认为农田节水设施的经济效益非常显著。节水农业的经济性是保证该行业持续健康发展的基础。

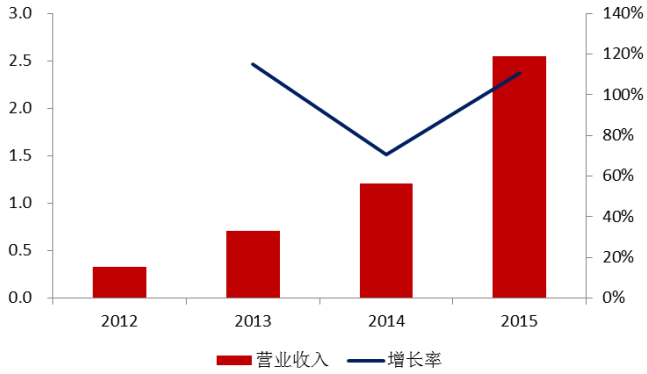
1.3 公司业绩高速增长，盈利能力强

公司营业收入和利润保持快速增长

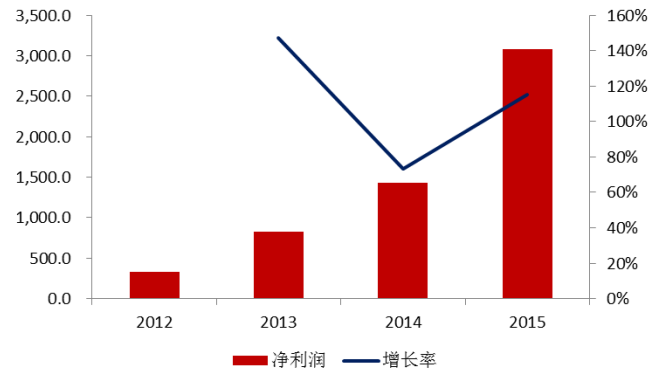
近年来，公司收入和利润保持快速增长，营收来看，近年来基本保持在每年翻一番，2015 年营收达到 2.57 亿元，同比增长 112.4%，2015 年，公司净利润为 3079 万元，同比增长 115.29%。

图表 3: 公司营业收入快速增长 (亿元)

图表 4: 公司净利润快速增长 (万元)



来源: wind 国联证券研究所

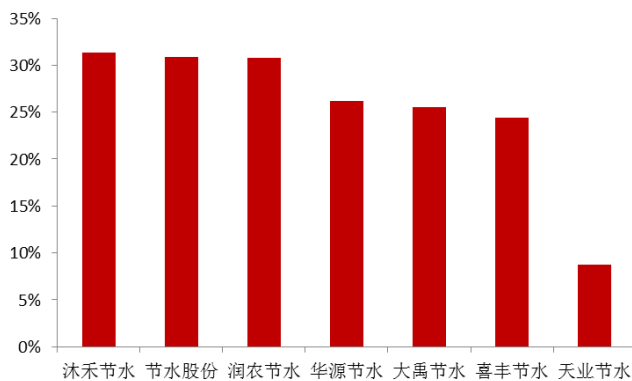


来源: wind 国联证券研究所

与同行业相比, 公司盈利能力强

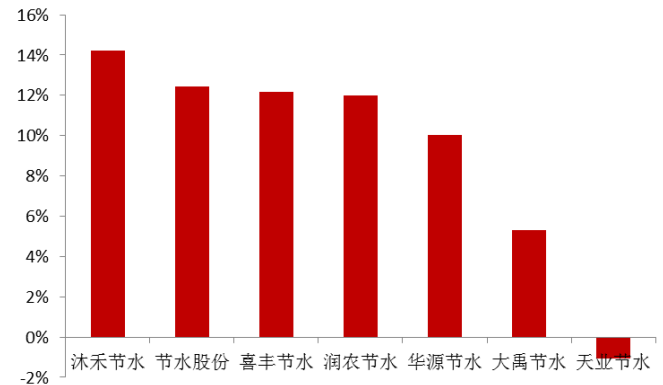
如我们所说, 节水农业行业竞争非常激烈, 但是公司依然保持了较高的利润水平。从毛利率水平来看, 公司可达到 30.8%, 而行业龙头大禹节水仅 25.56%。从净利率水平来看, 公司净利率达到 11.76%, 显著高于行业龙头大禹节水的 5.29%。

图表 5: 公司毛利率水平高



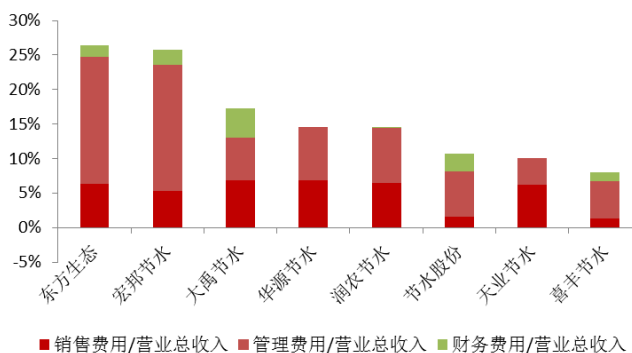
来源: wind 国联证券研究所

图表 6: 公司净利率水平较高



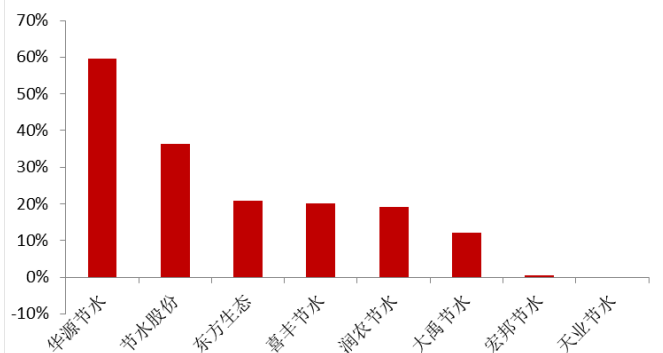
来源: wind 国联证券研究所

图表 7: 公司期间费用率较低



来源: wind 国联证券研究所

图表 8: 公司将资产收益率水平

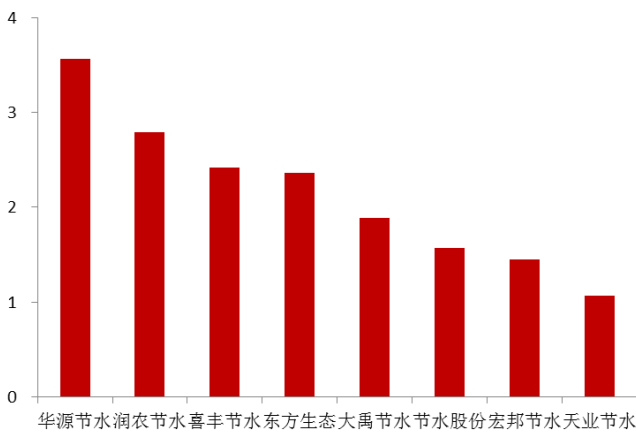


来源: wind 国联证券研究所

与同行业相比，公司运营效率较高

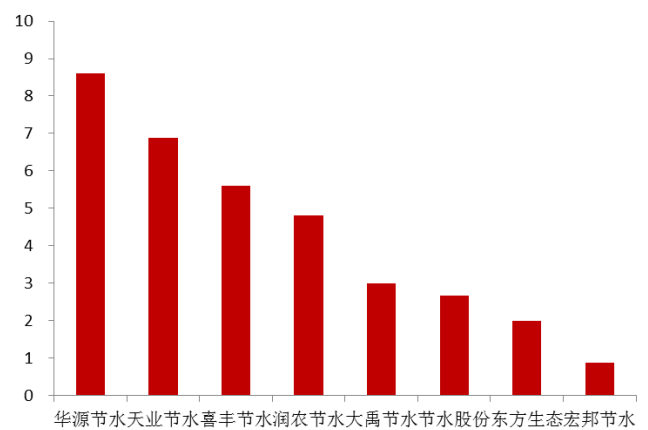
营运能力在很大程度上影响到公司的盈利能力，同时也能反映出公司的经营管理能力。我们看到，公司库存周转率较高，达到 2.79，远高于龙头企业大禹节水的 1.89；公司的应收账款周转率也较高，达到 4.81，远高于龙头企业大禹节水的 2.66。

图表 9: 公司的库存周转率较高



来源：wind 国联证券研究所

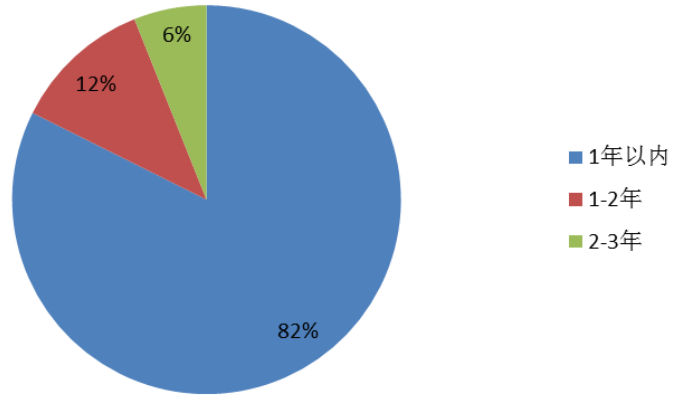
图表 10: 公司应收账款周转率较高



来源：wind 国联证券研究所

而且，从公司应收账款结构来看，公司的营收账款主要都是在一年以内，两年以上的应收账款仅 414 万元（占比 6%），说明公司回款情况良好。而且公司的应收账款对象主要是各地水利水务主管部门，在国家对节水农业投资加大的背景下，公司应收款回收压力不大。

图表 11: 公司应收账款主要集中在一年以内



来源：国联证券研究所

2、政策扶持力度加大，节水农业市场空间广阔

2.1 国家加大对于农田节水的政策扶持

近年来，国家大力推动农业水利设施建设，尤其是节水农业的建设。2010年12月31日，国家发布了《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》，第一次将水利建设作为“一号文件”的主题，预期未来十年投资不低于4万亿进行水利基础设施建设，由此拉开我国水利大发展的序幕。此后，国家密集出台政策，推动水价综合改革，推动高效节水农业发展。

图表 12：近年来国家政策大力扶持发展节水农业

时间	名称	水利方面的主要内容
2011	中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定	加强农田水利设施建设，大力发展节水灌溉，推广渠道防渗、管道输水、喷灌滴灌等技术，扩大节水、抗旱设备补贴范围；建立水利投入稳定增长机制，力争今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍，从土地出让收益中提取10%用于农田水利建设；实行最严格的水资源管理制度，实行用水总量控制和效率控制，并建立水资源管理制度和考核制度。
2012	国务院实行最严格	控制用水总量，提升用水效率，到2030年农田灌溉水有效利用系数提高到0.6以上；严格实行用水总量控制，建立健全水权制度，积极培育水市场，鼓励开展水权交易，运用市场机制

水资源管理制度意见 合理配置水资源；加快推进节水技术改造，加大农业节水力度，完善和落实节水灌溉的产业支持、技术服务、财政补贴等政策措施，大力发展管道输水、喷灌、微灌等高效节水灌溉。

2012

农业部关于推进节水农业发展的意见 抓住国家高度重视农田水利建设有利时机，整合资源，加强田间节水农业基础设施建设；加强示范主体的培育，重点扶持、服务和指导粮食生产大户、科技示范户和专业合作社，树立样板，带动周边农户，切实发挥示范带动作用；培育、推广高产耐旱品种，改进耕作栽培制度，提高作物水分利用效率，实现节水增产和节水增效目标。

2014

深化农业水价综合改革试点方案 实行总量控制和定额管理，科学核定农业用水总量，细分到各种水源，明晰农业水权，实行用水总量“封顶”政策；全面实行终端计量供水，完善供水终端计量设施，地表水灌区计量到斗渠口及以下，井灌区计量到户；完善农业水价政策，建立合理反映农业供水成本、有利于节约用水的农业水价形成机制，探索实行分类价格政策，区分地表地下水源、种植养殖品种等实行不同的供水价格，探索实行超定额累进加价制度；建立精准补贴机制和节水奖励机制，优化现有资金渠道，建立精准补贴机制，提高补贴精准性和指向性，建立节水奖励机制，对促进农业节水的农民用水合作组织或用水户给予奖励。

2015

全国农业可持续发展规划 节约高效用水，保障农业用水安全，分区域规模化推进高效节水灌溉，加快农业高效节水体系建设，到 2020 年和 2030 年，农田有效灌溉率分别达到 55% 和 57%，节水灌溉率分别达到 64% 和 75%，到 2020 年发展高效节水灌溉面积 2.88 亿亩。（2015-2030 年）

2015

促进西北旱区农牧业可持续发展的指导意见 发展高效节水农业。实施西北节水增效区域规模化高效节水灌溉，加强大中型灌区续建配套节水改造建设。新建一批大型灌区，进一步强化小型农田水利工程建设，配套供水计量设施，改善灌溉条件，增强农业抗旱能力。改造升级现有灌溉设施装备条件，因地制宜发展农牧业高效节水灌溉工程。加强地下水资源状况调查评价，合理开发利用地下水。

关于加大改

革创新力度 加快大中型灌区续建配套与节水改造，加快推进现代灌区建设，加强小型农田水利基础设施

2015 加快农业现 建设。大力推广节水技术，全面实施区域规模化高效节水灌溉行动。深化水利和林业改革，

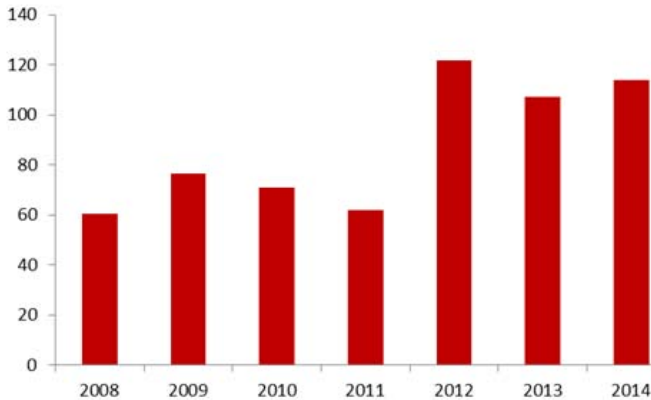
代化建设的 健全水权制度，开展水权确权登记试点，探索多种形式的水权流转方式。

若干意见

资料来源：国联证券研究所

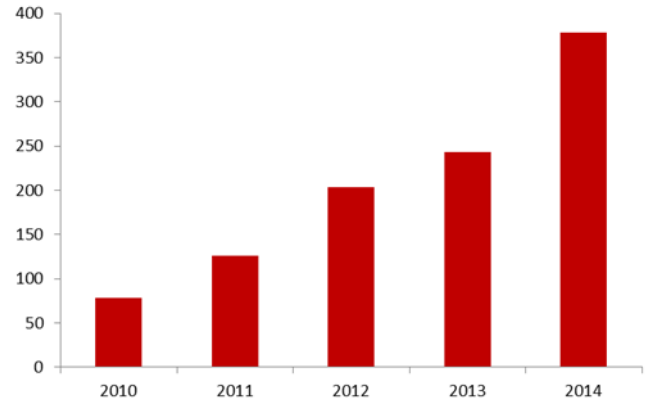
国家加大对于农田水利设施的投资力度。对于农田水利基础设施的投资不仅仅能够产生一定的经济效益，更是关系到改善我国农业生产条件，提升农民生活水平和保障国家粮食安全的战略层面。因此，近年来，国家大幅增加了对于农业水利设施的投资。从中央财政预算投资资金来看，2012年开始，我国中央用于灌区水利设施建设的资金大幅增长，较2012年之前增长了近一倍，而用于小型农田水利设施建设的投资增速更快，2014年达到378亿元，较2013年增长55.36%。

图表 13: 中央用于灌区水利设施建设资金情况



来源：水利部国联证券研究所

图表 14: 中央用于小型农田水利设施建设情况



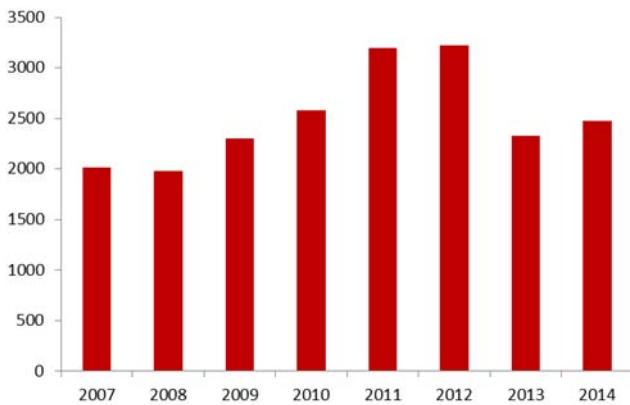
来源：水利部国联证券研究所

国家将继续加大对于农田水利基础设施的投资。过去国家的建设主要集中在城镇和工业领域，如今城镇和工业领域已经出现了过度建设的现象，投资效率很差。但是，对于国家对于农业的欠账却很大，在国家经济放缓的背景下，我们预期国家对于农业的投资力度会大幅增强。而农田水利基本设施是农业投资的重点，我们预期，随着我国土地流转的推进，以及国家在2020年建成8亿亩的高标准农田的目标，国家对于农田水利设施的投资还会继续加大。

2.2 我国节水行业市场空间广阔

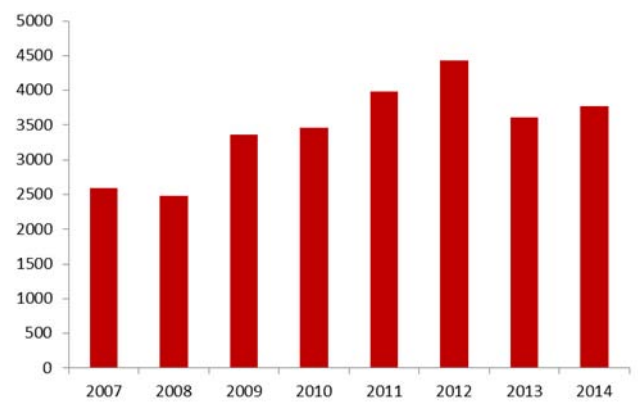
根据国家农业节水纲要（2012-2020）的规划，到 2020 年全国农田有效灌溉面积达到 10 亿亩，新增节水灌溉工程面积 3 亿亩，其中新增高效节水灌溉工程面积 1.5 亿亩以上；全国农业用水量基本稳定，农田灌溉水有效利用系数达到 0.55 以上；全国旱作节水农业技术推广面积达到 5 亿亩以上，高效用水技术覆盖率达到 50% 以上。

图表 15: 近年来新增有效灌溉面积 (万亩)



来源: 水利部国联证券研究所

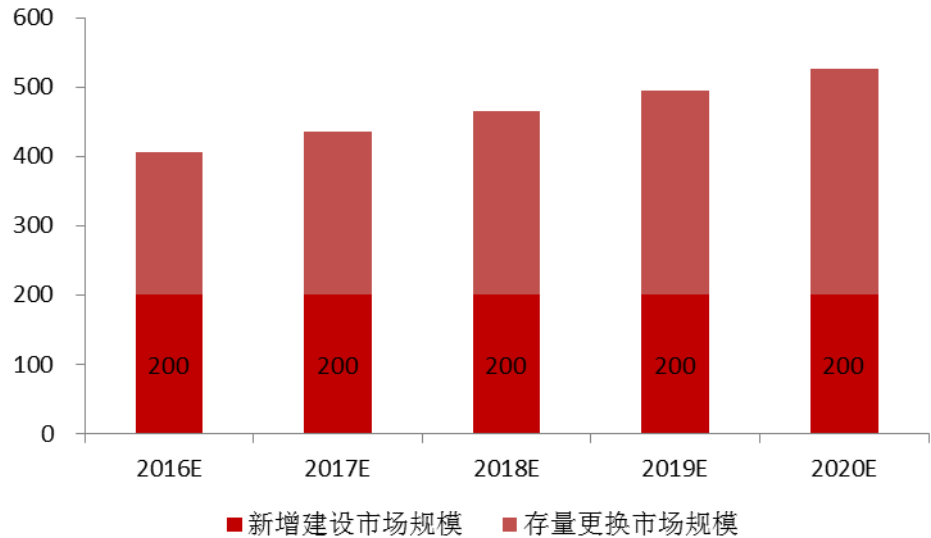
图表 16: 近年来新增节水灌溉面积 (万亩)



来源: 水利部国联证券研究所

截至 2014 年底，全国有效灌溉面积达到 9.68 亿亩，完成有效灌溉面积的难度不大。但 2012-2015 年，我们测算全国新增节水灌溉面积 1.5 亿亩，全国新增喷灌、微灌等高效节水灌溉面积 5000 万亩。与 2020 年目标相比，2016-2020 年，我国还需新增节水灌溉面积 1.5 亿亩以上，新增高效节水灌溉面积 1 亿亩以上，年均新增高效节水灌溉面积 2000 万亩以上，新增其他节水灌溉面积 1000 万亩以上。我们按照每年 2000 万亩的新增市场计算，假设每亩投资 1000 元，则新增市场空间即可达到 200 亿元。我们假设已建成的高效节水灌溉面积每亩的维护和更换费用每年在 150 元左右，则存量市场的规模在 200-300 亿元，整个节水市场的规模约在 400 亿-500 亿元。

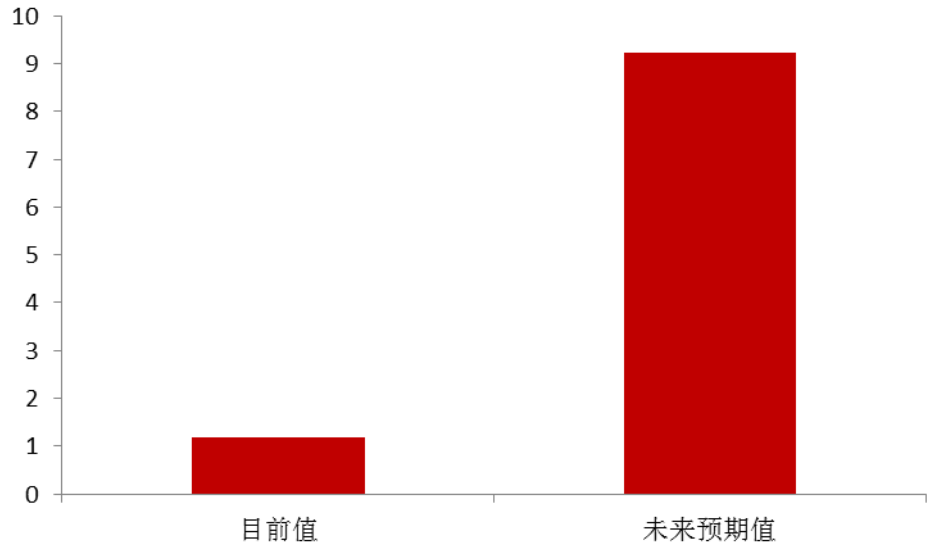
图表 17: 我国未来高效节水行业未来市场规模



来源：国联证券研究所

目前，我国旱地面积约 11 亿亩，主要分布在东北、华北和西南地区，3 个大区旱地面积之和占全国的 61.83%。各省旱地以黑龙江省最多，为 1.6 亿亩，占该省耕地面积的 90.9%。沿昆仑山—秦岭—淮河一线划分，以北为北方旱地，面积 7.38 亿亩，占全国旱地总面积的 66.5%；以南为南方旱地，面积 3.71 亿亩，占全国旱地面积的 33.5%。此外，我国尚有园地 1.45 亿亩，我们假设未来我国 11 亿亩的旱地和 1.45 亿亩的园地中 80% 实现有效的灌溉，有效灌溉面积中能够实现欧美发达国家 70% 的高效节水灌溉率，则可实现 6.97 亿亩的高效节水灌溉面积。此外，2013 年我国有草场 22.5 亿亩，草场适宜发展喷灌，园地主要以种植蔬菜、瓜果等经济作物为主，事宜发展喷灌和微灌。我们假设牧草地实现喷灌的比例达到 10%，则可实现喷灌面积达到 2.25 亿亩。合计，全国高效节水灌溉面积未来空间可高达 9.22 亿亩，相较于 14 年的 1.18 亿亩，未来市场空间巨大。

图表 18：我国未来高效节水行业未来市场规模



来源：国联证券研究所

3、水价改革、土地流转和水利监管加强推动行业发展

3.1 水价改革提升用水成本，加大节水需求，促进节水农业发展

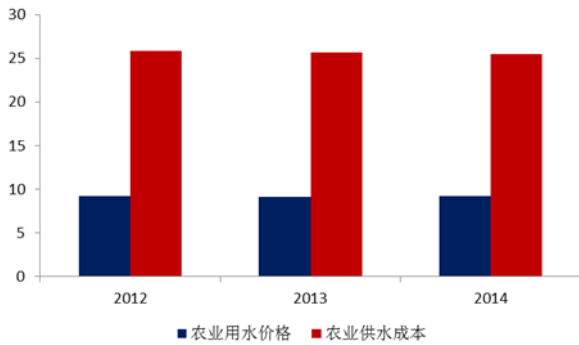
2015年，中央一号文件对农业很多领域做出改革部署，推进农业水价综合改革就是其中一项。2015年7月，国家发改委、财政部、水利部和农业部联合印发《深化农业水价综合改革试点方案》，在全国27个省选择80个县进行试点，其中2013年的55个试点县原则上全部纳入试点范围，新增的25个试点县由有关省择优选择。

我们认为未来农业水价改革的要点主要包括：1.价格改革，让农业用水价格逐步反应其真实价值；2.明晰水权，限定用水定额；3.建立水权交易市场，利用市场力量进行水资源的合理配置。

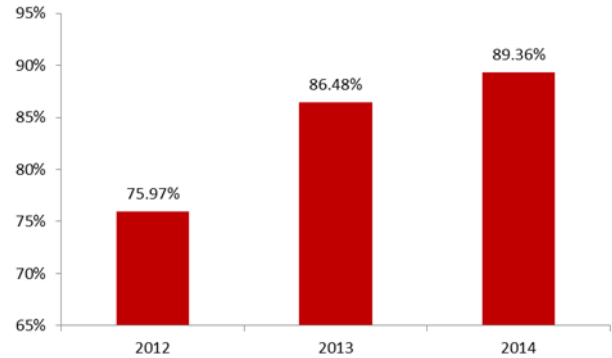
价格是进行资源配置的核心，但是目前我国农业用水价格远低于成本，2014年，我国农业用水的供水平均成本约25.52分/立方米，但农业用水平均水价仅有9.23分/立方米，仅有成本的36%，而且，农业水费也不能实现百分百征收，2014年的实际征收率为89.36%。

图表 19：我国农业用水价格远低于成本

图表 20：农业水费实际征收率不断提升



来源：水利部国联证券研究所



来源：水利部国联证券研究所

我们认为，这种价格低于成本且征收率不高的用水现状完全没有反应我国水资源稀缺的现状，不利于水资源的节约和高效利用。随着农业水价改革的推进，我们判断农业用水价格将不断趋向成本，超过配额的部分用水或将收取更高的惩罚性水价，从而推动未来农业用水价格将不断提升，促进节水设施农业的发展。

《深化农业水价综合改革试点方案》提出在明晰水权的基础上，施行水资源的定额管理，对于节水用户给予精准补贴，或通过建立水权交易所的方式将节省的水资源转让变现，而对于超额用水则实行累进加价制度，如此可以加大对于节约用水的激励效果，从而促进节水设施农业的发展。

3.2 土地流转改革推进规模化经营利好节水农业发展

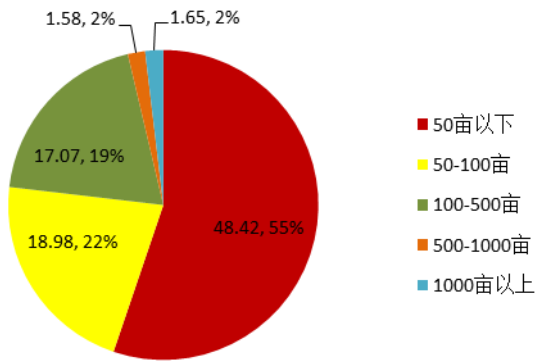
2013 年中央一号文件提出，鼓励和支持承包土地向专业大户、家庭农场、农民合作社流转。继续增加农业补贴资金规模，新增补贴向主产区和优势产区集中，向专业大户、家庭农场、农民合作社等新型生产经营主体倾斜。

近年来，政府政策不断加大对于农业规模化种植的补贴，目前，农户种粮的补贴约为 130 元/亩，但对于规模在 300 亩以上的粮食种植补贴则可达到 230 元/亩。政策的导向也促进了我国农业生产规模化的快速发展。家庭农场、专业大户和农民合作社等规模化生产经营的组织迅速增加。

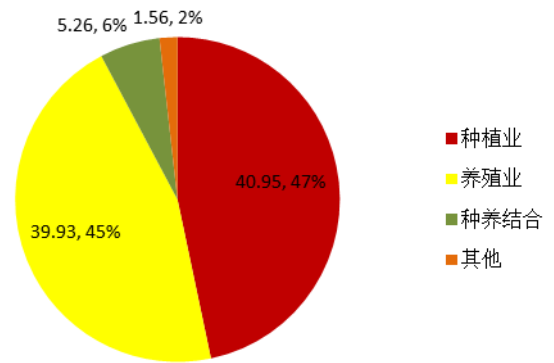
根据农业部的统计，截至 2012 年底，全国 30 个省、区、市(不含西藏)共有家庭农场 87.7 万个，经营耕地面积达到 1.76 亿亩，占全国承包耕地面积的 13.4%。平均每个家庭农场有劳动力 6.01 人，其中家庭成员 4.33 人，长期雇工 1.68 人。2012 年全国家庭农场经营总收入为 1620 亿元，单个家庭农场的平均收入为 18.47 万元，家庭农场的平均经营规模达到 200.2 亩，是全国承包农户平均经营耕地面积 7.5 亩的近 27 倍。

图表 21: 家庭农场的规模以 50 亩以下为主 (万)

图表 22: 种植业占家庭农场的比重最大 (万)



来源：农业部国联证券研究所



来源：农业部国联证券研究所

与传统的家庭分散式经营相比，家庭农场、种植大户、合作社在资金规模和耕地规模方面均具有绝对优势，不仅能够负担得起建设节水农业设施的成本，而且节水农业带来的经济效益也更加明显，从而有利于推动节水农业的发展。

3.3 农田水利工程监管力度加大，利好龙头企业发展

我国农田水利工程长期存在建设和管理粗放问题，尤其是后续的使用和运维不足，效率较低。2011年以来，国家开始大幅加大对于水利的投资力度，我国农田水利工程尤其是高效节水农业得到了快速发展。然而，我国节水农业行业长期处于小、散、乱、弱的格局，大量的农田节水工程由地方性的中小企业承建，质量监管往往存在不到位的情况，后期的维护、运营也难以得到保障，从而导致农田水利工程使用效率较低。

五月初开展的水法执法检查，以及近期出台的《农田水利条例》将加大对农田水利工程的监管力度，有利于有质量、有技术、有品牌和后期运维能力的龙头公司发展。五月初，人大常委会在全国范围内展开以农田水利工程为重点的水法执法检查将有效改善我国农田节水行业的粗放式管理现状。近期出台的《农田水利条例》，一方面明确各级财政主体对于农田水利工程建设责任和发展目标，并加强金融对于农田水利的扶持力度，从而有效加大农田水利工程的投入和建设力度；另一方面《农田水利条例》要求设立农田水利工程的质量验收标准，并明确工程的后期运营和维护的主体，加强对于质量和运维端的监督和管理。

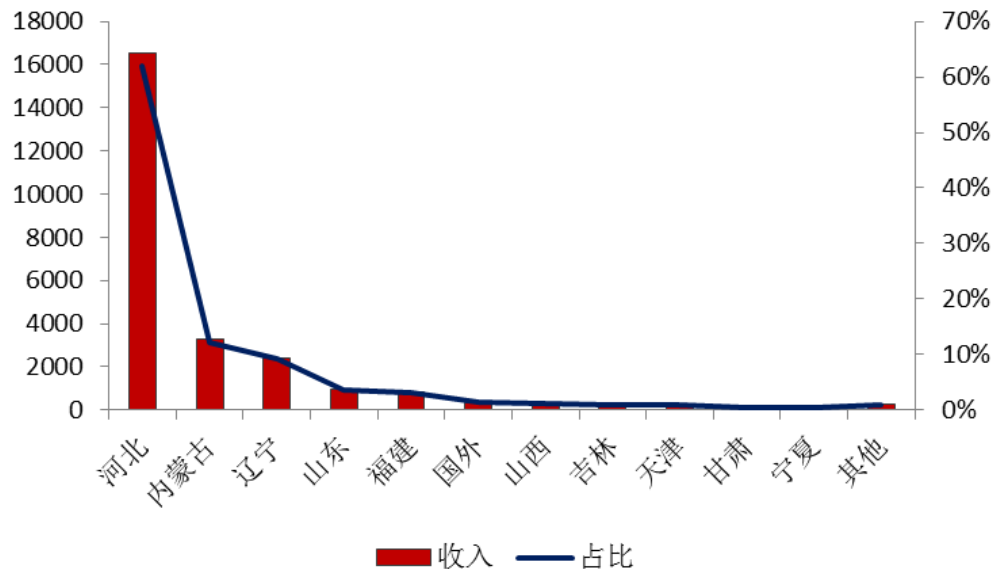
我们认为，未来国家对于农田水利工程的质量、运维和使用都将加大监管力度，从而将迫使那些技术质量不达标，管理运维能力不足的中小企业逐渐退出市场，而具有技术、品牌、渠道和运维优势的龙头企业将在未来的市场竞争中越来越强。

4、立足河北，布局西北，放眼全国

4.1 河北是公司的大本营，发展前景广阔，是公司业绩的重要区域

河北是公司的大本营，也是公司收入的重点区域，2015年，公司在河北实现收入1.65亿元，占公司营收比重达到61.94%。

图表 1: 公司收入主要集中在河北 (万)



来源：国家工商总局国联证券研究所

按照规划，华北节水压采项目投入金额将达到313亿元，其中河北地区是重点投入区域。2015年，华北地区节水压采项目进入实施阶段，公司在华北地区收入大幅增加，河北、天津和山东三地收入达到1.77亿元，较14年增加1.32亿元，是公司15年收入扩张的主要因素。

河北地下水超采严重，节水形势严峻，任务紧迫。河北省人均水资源量仅为全国平均水平的1/7，地下水超采总量及超采面积均占全国1/3，是超采最为严重的地区，造成地下水位下降、地面沉降和地裂等问题，严重威胁生态环境和可持续发展。作为资源型缺水省份，河北省境内没有大江大河。为了满足工农业以及居民生活用水，从上世纪80年代起，河北开始超采地下水，年均超采50多亿立方米。截至2013年年底，河北已累计超采地下水1500亿立方米左右，面积达6.7万平方公里。目前，河北深层地下水位正以每年0.5至1米的速度下降，该省当前的深层地下水位较之上世纪50年代已下降40至60米，华北地区或成为世界上最大的地下水“漏斗区”。

华北试点水资源税改革，为节水加码，有利于节水农业发展。五月份，财

政部、税务总局和水利部联合印发《水资源税改革试点暂行办法》，以河北省作为试点进行水资源税的改革。我们认为，水资源税改革的目的在于通过增加用水成本实现节约用水的目的。对于农业用水，定额内用水不计征水资源税，超过定额的用水量从低计征水资源税。在此推动下，河北省节水农业将迎来良好的发展机遇。

河北省力推节水农业发展，市场空间广阔！今年3月份，河北省水利厅印发《河北省节水灌溉发展总体方案 2016-2020》，确定全省 2016-2020 年发展节水灌溉面积 1500 万亩，其中高效节水灌溉面积 1200 万亩，全省节水灌溉率由 69% 提高到 89%，其中高效节水灌溉率提高到 77%。我们按照 240 万亩一年的新增面积计算，按照 1000 元一亩的投资来计算，则年市场规模可达到 24 亿元左右，加上存量市场的更换，年市场规模将在 40 亿元以上。

4.2 布局西北，拓展公司市场区域

西北地区节水农业市场广阔！西北地区干旱缺水，历来是我国节水农业的重要发展区域。按照甘肃省规划，2016 年全省将新建高效节水农田 100 万亩以上，存量面积约 350 万亩。宁夏地区而言，截止 2015 年，全省累计建设高效节水农田近 230 万亩，其中 15 年新建 40 万亩左右。如此来看，宁夏和甘肃地区每年新增高效节水面积约 150 万亩，加上存量约 580 万亩左右，年市场规模将在 20 亿元以上。

设立子公司拓展公司市场空间。2015 年，公司分别在甘肃和内蒙古这两个节水农业发展的传统区域设立了全资子公司，其中内蒙子公司注册资本 1000 万元，甘肃子公司注册资本 5020 万元。两个子公司分别用于拓展东北市场和西北市场，有利于公司市场份额的扩大，把握目前正在到来的我国节水农业发展大机遇。而且，两个子公司的成立有利于节省公司产品的运输成本。

2015 年，公司在甘肃和宁夏地区实现收入 286 万元，我们认为随着子公司业务的开展，未来成长空间巨大。

4.3 加强人才队伍建设，为全国发展打下基础

开启校企合作，为公司发展储备人才队伍。2016 年，公司与河北农业大学城乡建设学院启动院企合作“润农班”。“润农班”的成立以院企双方共同制定培养方案、共同确定教学大纲、共同建设管理、共同培育人才为基本原则，旨在为学生更好学习实践搭建平台，畅通人才输送渠道。依托河北农业大学的农学专业优势为润农定向培养人才，将增强公司人才储备，为将来科研、施工奠

定坚实的基础。

目前，公司业务已经开始在全国开展，除了河北、东北和西北地区，公司在全国各地也已经有业务布局。2015年，公司在山东实现收入931.46万元，在福建实现收入859.92万元，在山西实现收入276万元，并实现出口泰国357.3万元。

我们认为，目前，在国家政策和投资的推动下，我国高效节水农业面临着前所未有的发展机遇。通过与院校的合作培养，能够为公司发展提供源源不断的生力军，为公司在业务的全国拓展打下基础。

5、借力资本市场，迎接发展新时代

5.1 登陆新三板，增强公司融资能力，三次融资夯实公司发展基础

农田节水灌溉行业对于资金的需求量较大。随着公司生产经营规模扩大，公司对原材料、产成品需求将逐步扩大，日常经营性流动资金需求同步增长；同时受公司业务特点影响，应收项目占用公司较多经营活动现金流。公司承接的工程项目从投标到质保期结束，公司需要垫付投保、履约、质量保证金及工程的周转金。

与同类新三板公司相比，公司具有强大的融资能力。我们认为，在节水行业爆发的大背景下，拥有强大融资能力的公司更有可能在未来的竞争中获得优势。强大的融资能力是公司进行区域市场扩张（分子公司建立、人员扩招等支出）、产能扩大、流动资金铺底和业务垫资的有力保证。我们对比公司与新三板的其他节水公司，发现，公司的融资能力尤其是直接融资能力强，三次增发融资1.87亿元，居业内之首。同时，我们认为，强大的直接融资能力是也能够增强公司的间接融资能力，从而为公司的发展提供充足的资金保障。

2014年，公司登陆新三板后共进行了三次增发融资，共募集资金18660万元。利用定增资金，公司新建生产线扩大了产能，在甘肃和内蒙古新建了两家子公司以拓张公司业务区域，新建了研发楼并购置研发设备增强公司研发实力，同时也为公司的业务扩张提供了流动资金，为公司业务的快速发展起到了至关重要的作用。

图表 24：公司登陆新三板后三次增发融资

时间	发行价格	发行股数	融资金额	融资目的
2014	3	600万	1800万	向做市商提供做市库存股票

2015	4.25	1200 万	5100 万	(1) 扩大产能；(2) 补充公司因扩大产能而产生的流动资金需求；(3) 进一步增加公司股票流动性而向做市商提供做市库存股票。
2015	7.35	1600 万	11760 万	(1) 本部扩大产能；(2) 补充公司因扩大产能而产生的流动资金需求；(3) 为占领区域市场在域外建立全资子公司；(4) 增加研发投入。

资料来源：公司公告 国联证券研究所

5.2 股权激励增强公司管理层队伍稳定性

公司高管目前主要有总经理张国峰、副总经理李明欣和财务总监兼董秘齐乃凤。其中公司的总经理张国峰和副总经理李明欣都比较年轻，富有进取心，有在节水行业长期深耕的意愿。总经理张国峰长期跟随董事长薛宝松工作，为南开大学校友，管理层比较稳定。

图表 25: 公司管理层年轻化, 合作多年较为稳定

姓名	职务	个人简历
薛宝松	董事长	男,1977 年出生,中国国籍,无境外居留权.2003 年毕业于南开大学管理学院,专科学历。2003 年至今担任唐山前进塑料制品有限公司执行董事,总经理;2008 年至今担任前进钢铁集团有限公司执行董事,总经理;2008 年至今担任唐山澳亚斯电梯设备有限公司执行董事,总经理;2010 年至今担任玉田县前进汽车悬架有限公司执行董事,唐山悦农房地产开发有限公司执行董事、总经理,青州山河房地产开发有限公司执行董事,总经理;2014 年 3 月起担任润农节水科技股份有限公司董事长。
张国峰	总经理	男,1978 年出生,中国国籍,无境外居留权.2003 年毕业于南开大学管理学院,本科学历。2003 年至 2011 年担任唐山前进塑料制品有限公司销售部副总经理;2011 年至 2014 年 2 月担任唐山润农节水

科技有限公司执行董事,总经理;2014年3月起担任河北润农节水科技股份有限公司董事,总经理。

资料来源: wind 国联证券研究所

管理层持股增强管理层的稳定，实现管理层和公司利益一致性。公司的主要高管均持有公司股权，通过持股有利于实现管理层的稳定性，并对管理层起到积极的激励作用。

图表 26: 公司管理层持股情况

姓名	职务	持股数(股)	占总股本比重
薛宝松	董事长	4639.00	48.32%
张国峰	董事,总经理	635.00	6.61%
薛丽霞	监事会主席	221.00	2.30%
李明欣	董事,副总经理	211.00	2.20%
高维	董事	128.91	1.34%
齐乃凤	董事,财务总监,董事会秘书	127.91	1.33%
王庆利	监事	115.47	1.20%

资料来源: wind 国联证券研究所

5.3 进入创新层，迎接发展新时代

2016年5月27日，全国股转系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》，并于6月27日起实施。根据该办法，新三板的企业将分为创新层和基础层两类。

对于进入创新层的企业，办法设立了3+2的条件，3是要求公司满足在盈利能力、成长能力和市值三个方面的条件之一，2是要求公司必须满足融资能力以及完善的公司治理制度。

按照目前的划分标准，我们看到，润农节水全部符合创新层的标准，是新三板中为数不多的优质标的。

图表 27: 公司符合创新层的所有标准

序号	创新层标准	公司情况
1	最近两年连续盈利，且年平均净利润不少于 2000 万元（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；最近两年加权平均净资产收益率平均不低于 10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）。	2014-2015 公司净利润分别为 1430 万元和 3058 万元，平均为 2244 万；加权平均净资产收益率分别为 20.5%和 18.91%，平均为 19.71%。（满足）
2	最近两年营业收入连续增长，且年均复合增长率不低于 50%；最近两年营业收入平均不低于 4000 万元；股本不少于 2000 万股。	14-15 年营收增速分别为 69.67%和 115.27%，平均为 92.27%；公司两年平均营收 1.89 亿元，公司股本为 9600 万股。（满足）
3	最近有成交的 60 个做市转让日平均市值不少于 6 亿元；最近一年年末股东权益不少于 5000 万元；做市商家数不少于 6 家；合格投资者不少于 50 人。	最近 60 日平均市值大于 7 亿元；2015 年末股东权益 2.93 亿元，合格投资者超过 200 人。（满足）
4	最近 12 个月完成过股票发行融资（包括申请挂牌同时发行股票），且融资额累计不低于 1000 万元；或者最近 60 个可转让日实际成交天数占比不低于 50%。	2015 年 12 月公司完成增发 1600 万股，融资 1.18 亿元。（满足）
5	公司治理健全，股东大会、董事会和监事会制度、对外投资管理制度、对外担保管理制度、关联交易管理制度、投资者关系管理制度、利润分配管理制度和承诺管理制度完备；公司设立董事会秘书并作为公司高级管理人员，董事会秘书取得全国股转系统董事会秘书资格证书。	满足

资料来源：wind 国联证券研究所

我们认为，新三板分层制度的推行对于新三板中的优质公司是个极大的利好，有利于资源向这类公司集中。而且，极有可能会降低对于创新层中优质公

司的投资门槛，从而提升这些公司的流动性和投资价值。

公司作为创新层中的优质标的，未来将在以下几个方面获得优势：1、公司的融资能力将得到提升；2、公司股票的流动性将得到提升；3、公司的关注度和品牌认可度将得到提升。我们认为，随着公司进入创新层，公司将拥有更多的资源来迎接节水行业的机遇，助力公司实现快速发展！

6、盈利预测与估值

公司目前正处于快速成长期，公司是河北市场爆发的主要受益者，同时通过甘肃和内蒙子公司的设立有利于拓展公司市场空间，我们预期公司未来高成长仍然能够维持。

图表 28：公司业绩预测

单位：万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	12106.57	25706.69	43701.37	67737.13	98218.84
增长率	70%	112%	70%	55%	45%
毛利	3556.22	7918.32	13110.41	19643.76	27501.27
毛利率	29%	31%	30%	29%	28%

资料来源：国联证券研究所

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 6.6 元的股价，市盈率分别为 12.7 倍、8.9 倍和 6.8 倍，给予推荐评级！

与同行业估值相比，公司估值具有极大优势！

图表 29：主要农田节水公司估值 (PB) 比较

	2016E	2017E	2018E
大禹节水	43	29	15
京蓝科技	28	20	13
润农节水	13	9	7

资料来源：国联证券研究所

7、风险提示

- 1、政府政策变更或落实不及预期;
- 2、土地流转改革不及预期;
- 3、行业竞争更加激烈。