# 宁水集团（603700）

## 2021 年三季报点评：原材料影响业绩释放，期待盈利拐点出现

买入（维持）

2021 年 11 月 1 日

证券分析师 刘博
执业证号：S0600518070002
18811311450
liub@dwzq.com.cn
证券分析师 唐亚辉
执业证号：S0600520070005
18806288427
tangyh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1,590 | 2,051 | 2,497 | 2,916 |
| 同比（%） | 16.0% | 29.0% | 21.8% | 16.8% |
| 归母净利润（百万元） | 273 | 315 | 388 | 490 |
| 同比（%） | 28.6% | 15.4% | 23.0% | 26.4% |
| 每股收益（元/股） | 1.34 | 1.55 | 1.91 | 2.41 |
| P/E（倍） | 13.60 | 11.78 | 9.58 | 7.58 |

- **事件：**公司公告 2021 年三季报，前三季度实现收入 11.76 亿元，同比增长 10.69%；归母净利润为 1.65 亿元，同比增长-9.99%；扣非后归母净利润为 1.44 亿元，同比增长-10.15%。
- **一、业绩：原材料价格冲击+缺芯影响业绩释放。**根据公司三季报，2021Q3 单季度实现收入 4.36 亿元，同比增长 7.30%；归母净利润为 0.47 亿元，同比增长-28.42%；扣非后归母净利润为 0.44 亿元，同比增长-26.63%。Q3 单季度毛利率为 29.82%，同比下降 6.17PCT，主要原因是：1）原材料价格上涨，2）缺芯（给电子元器件供应商的预付款项大幅增加可以推断出）。展望四季度，一方面原材料价格冲击环比趋于改善，另一方面，公司产品从三季度末开始提价，期待盈利拐点出现。
- **二、行业趋势：水价利好政策持续落地，预计水务行业信息化和智慧化改造将加速。**1）2021 年 8 月 6 日，国家发改委及住建部修订印发《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，两办法将于 2021 年 10 月 1 日正式施行。2）2021 年 8 月 16 日，上海发改委决定于 8 月 31 日召开居民听证会，调整居民阶梯水价。2019 年我国水价是美国的 12%左右，新加坡和以色列的 25%左右，新水价政策显著提升了自来水厂的盈利水平，以上海为例，上海市属供水企业日供水量在 794 万吨，如果水价平均提高 0.5 元/吨，全年利润增厚约 15 亿元。考虑到自来水厂作为关系民生的公用事业类公司，盈利能力提升后，将更多投入用于信息化、智慧化、数字化改造。根据公司 2021 年 3 月 7 日公告的员工持股计划，解锁条件为 2021、2022 年公司营业收入分别不低于 20、24 亿元，我们可倒推出 2021、2022 年收入增速分别为 25.79%、20.00%。
- **三、稳态视角下（到 2030 年）：只有存量更换需求、没有新增需求，我们测算公司市值约 90-120 亿元。**我们假设一个处于稳态下的场景（即智能表全部更新完成，只有存量更换、没有新增需求）：水表市场理论容量 6 亿只左右（详细测算过程请见我们 2020 年 3 月 17 日发布的深度报告《NB-IoT 推广速度超预期，智能水表、智慧烟感等应用场景有望持续爆发》），在市场稳态水平下，只有更换需求，没有新增需求，按照每 6 年一更换的节奏，每年更换水表数量大约为 1 亿只。假设稳态水平下公司市占率（销售额口径）为 20%（实际上公司机械表市占率 12%、物联网表市占率 18%，考虑到物联表的存量渗透率尚不到 20%，且龙头市占率提升是大势所趋），所以每年公司出货量是 2000 万只，假设其中物联网表占比 60%、机械表占比 40%，物联网表稳态价格 200 元/只（目前是 300 元/只）、机械表价格 70 元/只，20%净利率，则对应公司利润约为 6 亿元/年，如果给 15 倍就是 90 亿元、给 20 倍就是 120 亿元市值。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司作为水表行业龙头的地位，叠加我们预期原材料价格回落，我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.55、1.91、2.41 元，对应 PE 分别为 12、10、8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

**股价走势**




**市场数据**

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 18.27 |
| 一年最低/最高价 | 18.09/29.90 |
| 市净率(倍) | 2.41 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1887.66 |

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元) | 7.57 |
| 资产负债率(%) | 27.55 |
| 总股本(百万股) | 203.24 |
| 流通 A 股(百万股) | 103.32 |

**相关研究**

**1、《宁水集团（603700）：员工持股落地，安全边际充足的隐形龙头》2021-03-07**
**2、《宁水集团（603700）：价值洼地！“买入”评级！》2021-03-02**
**3、《宁水集团公司点评报告：回购股份充分彰显信心，拟通过股权激励将新老业务骨干利益绑定》2020-11-23**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

宁水集团三大财务预测表

| 资产负债表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1,818 | 2,193 | 2,612 | 3,109 |
| 现金 | 500 | 834 | 857 | 1,341 |
| 应收账款 | 525 | 429 | 793 | 679 |
| 存货 | 317 | 482 | 491 | 624 |
| 其他流动资产 | 476 | 448 | 471 | 465 |
| **非流动资产** | 242 | 276 | 302 | 322 |
| 长期股权投资 | 6 | 7 | 7 | 7 |
| 固定资产 | 87 | 123 | 149 | 165 |
| 在建工程 | 46 | 40 | 34 | 31 |
| 无形资产 | 46 | 51 | 57 | 64 |
| 其他非流动资产 | 56 | 56 | 55 | 54 |
| **资产总计** | 2,060 | 2,469 | 2,915 | 3,430 |
| **流动负债** | 596 | 688 | 783 | 839 |
| 短期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应付账款 | 373 | 499 | 596 | 639 |
| 其他流动负债 | 213 | 178 | 178 | 190 |
| **非流动负债** | 10 | 12 | 12 | 12 |
| 长期借款 | 0 | 3 | 2 | 2 |
| 其他非流动负债 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| **负债合计** | 606 | 700 | 795 | 850 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 归属母公司股东权益 | 1,453 | 1,768 | 2,118 | 2,579 |
| **负债和股东权益** | 2,060 | 2,469 | 2,915 | 3,430 |

| 现金流量表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 127 | 393 | 114 | 535 |
| 投资活动现金流 | -117 | -9 | -52 | -27 |
| 筹资活动现金流 | -8 | -50 | -39 | -24 |
| 现金净增加额 | -1 | 334 | 23 | 484 |
| 折旧和摊销 | 17 | 16 | 22 | 27 |
| 资本开支 | 73 | 34 | 26 | 19 |
| 营运资本变动 | -172 | 70 | -285 | 35 |

| 利润表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1,590 | 2,051 | 2,497 | 2,916 |
| 减:营业成本 | 1,044 | 1,386 | 1,688 | 1,933 |
| 营业税金及附加 | 11 | 14 | 17 | 20 |
| 营业费用 | 141 | 181 | 221 | 258 |
| 管理费用 | 59 | 74 | 85 | 99 |
| 研发费用 | 57 | 73 | 89 | 104 |
| 财务费用 | 3 | 3 | 2 | -5 |
| 资产减值损失 | 2 | 20 | 24 | 26 |
| 加:投资净收益 | 13 | 10 | 11 | 11 |
| 其他收益 | 37 | 45 | 55 | 64 |
| 资产处置收益 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| **营业利润** | 306 | 355 | 439 | 557 |
| 加:营业外净收支 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| **利润总额** | 315 | 365 | 449 | 567 |
| 减:所得税费用 | 43 | 50 | 61 | 77 |
| 少数股东损益 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| **归属母公司净利润** | 273 | 315 | 388 | 490 |
| EBIT | 301 | 346 | 424 | 534 |
| EBITDA | 318 | 362 | 446 | 562 |

| 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益(元) | 1.34 | 1.55 | 1.91 | 2.41 |
| 每股净资产(元) | 7.15 | 8.70 | 10.42 | 12.69 |
| 发行在外股份(百万股) | 203 | 203 | 203 | 203 |
| ROIC(%) | 46.4% | 56.8% | 43.7% | 56.2% |
| ROE(%) | 18.8% | 17.8% | 18.3% | 19.0% |
| 毛利率(%) | 34.3% | 32.4% | 32.4% | 33.7% |
| 销售净利率(%) | 17.2% | 15.4% | 15.5% | 16.8% |
| 资产负债率(%) | 29.4% | 28.3% | 27.3% | 24.8% |
| 收入增长率(%) | 16.0% | 29.0% | 21.8% | 16.8% |
| 净利润增长率(%) | 28.4% | 15.5% | 22.9% | 26.3% |
| P/E | 13.60 | 11.78 | 9.58 | 7.58 |
| P/B | 2.56 | 2.10 | 1.75 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 9.02 | 6.97 | 5.57 | 3.57 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**免责声明**

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn