宁水集团（603700）

2021 中报点评：水价上调政策加速行业信息化改造进程

买入（维持）

2021 年 08 月 19 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（%）	28.4%	15.5%	22.9%	26.3%
每股收益（元/股）	1.34	1.55	1.91	2.41
P/E（倍）	15.08	13.06	10.62	8.41

- **事件：**公司发布半年报，2021H1 实现营收 7.40 亿元，同比增长 12.79%；归母净利润为 1.18 亿元，同比增长 0.29%；扣非后同比增长-0.48%。
- **一、政策和疫情影响行业景气度，原材料价格上涨拖累公司业绩表现。**根据公司半年报，2021H1 智能表收入为 3.98 亿元，同比增长 14.77%；可以推算出机械表收入为 3.42 亿元，同比增长 10.60%。从收入端来看，2021H1 表现不达预期，主要是因为：1）“十四五”开局之年，在中央下达框架性文件的指导下，各地促进行业利好的明细政策有待进一步出台落地，造成政府大型专项的数量同比有所减少。2）年初发改委发布清理城镇供水行业收费意见通知，对行业收费行为进一步规范后暂未明确实施细则，因此部分地区改造有所滞缓。3）2021H1 总体仍受疫情余蕴扰动，重要城市客户地区无法收发货。毛利率方面，2021Q2 单季度为 32.63%，相比 2020 年同期下降 5 个百分点，主要是由于 2021H1 原材料价格大幅波动，导致生产资料成本增加、供应紧缺。因此，政策、疫情、原材料等多方面因素影响，公司 2021H1 业绩表现不达预期。
- **二、报表质量有所恶化，期待下半年应收账款和经营性净现金流发生改善。**1）应收账款：2021H1 为 7.13 亿元，同比增长 28.70%，我们推测是因为公司收入构成中智能表，尤其是其中 NB-IoT 表占比显著提升，货款回收周期变长，具有一定季节性。2）经营性净现金流：2021H1 为-1.46 亿元，相比去年同期有所恶化。考虑到公司下游主要是自来水厂，一方面，公司作为水表行业龙头，深耕行业 63 年，与下游客户建立了长期良好的合作关系；另一方面，自来水厂商业模式清晰、现金流稳定，拖欠水表货款的可能性不大，随着三、四季度逐渐进入集中结转货款节点，我们预计公司应收账款和现金流状况会有所改善。
- **三、水价利好政策持续落地，水务行业信息化和智慧化改造有望加速。**1）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）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。截至 2019 年底，我国水价只有美国的 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 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%。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司受到原材料上涨拖累，我们将公司 2021-2023 年 EPS 从 1.72、2.17、2.60 元下调为 1.55、1.91、2.41 元，对应 PE 分别为 13、11、8 倍。考虑到十四五期间行业 NB-IoT 智能水表的渗透率提升趋势，维持公司“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)	20.26
一年最低/最高价	19.90/39.44
市净率(倍)	2.76
流通 A 股市值(百万元)	2093.26

基础数据

每股净资产(元)	7.35
资产负债率(%)	27.84
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）：2021 一季报点评：业绩符合预期，饱满订单奠定全年高增长基础》2021-04-26

2、《宁水集团（603700）：2020 年报点评：报表稳健，既有数量更有质量的增长》2021-04-20

3、《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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【事件】

公司发布半年报，2021H1 实现营收 7.40 亿元，同比增长 12.79%；归母净利润为 1.18 亿元，同比增长 0.29%；扣非后为 1.01 亿元，同比增长-0.48%。

一、政策和疫情影响行业景气度，原材料价格上涨拖累公司业绩表现

根据公司 2021 年半年报，2021H1 智能表收入为 3.98 亿元，同比增长 14.77%；可以推算出机械表收入为 3.42 亿元，同比增长 10.60%。从收入端来看，2021H1 表现不达预期，主要是因为：1）“十四五”开局之年，在中央下达框架性文件的指导下，各地促进行业利好的明细政策有待进一步出台落地，造成政府大型专项的数量同比有所减少。2）年初发改委发布清理城镇供水行业收费意见通知，对行业收费行为进一步规范后暂未明确实施细则，因此部分地区改造有所滞缓。3）2021H1 总体仍受疫情余蕴扰动，重要城市客户地区无法收发货。

毛利率方面，2021Q2 单季度为 32.63%，相比 2020 年同期下降 5 个百分点，主要是由于 2021H1 原材料价格大幅波动，导致生产资料成本增加、供应紧缺。因此，政策、疫情、原材料等多方面因素影响，公司 2021H1 业绩表现不达预期。

二、报表质量有所恶化，期待下半年应收账款和经营性净现金流发生改善

1）应收账款：2021H1 为 7.13 亿元，同比增长 28.70%，我们推测是因为公司收入构成中智能表，尤其是其中 NB-IoT 表占比显著提升，货款回收周期变长，具有一定季节性。

2）经营性净现金流：2021H1 为-1.46 亿元，相比去年同期有所恶化。

考虑到公司下游主要是自来水厂，一方面，公司作为水表行业龙头，深耕行业 63 年，与下游客户建立了长期良好的合作关系；另一方面，自来水厂商业模式清晰、现金流稳定，拖欠水表货款的可能性不大，随着三、四季度逐渐进入集中结转货款节点，我们预计公司应收账款和现金流状况会有所改善。

三、水价利好政策持续落地，水务行业信息化和智慧化改造有望加速

1）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》，明确了城镇供水的定价方式以及成本核算方式，两办法将于 2021 年 10 月 1 日正式施行。2）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：第一阶梯水价从 3.45 元/m³调整至 4.09 元/m³，其中供水价格为 2.27/m³，应缴污水处理费 1.82/m³，第一阶梯水价上涨约 18.5%。

截至 2019 年数据，我国水价只有美国的 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。仍然以上海为例，上海明确规划“十四五期间，将加快推进水厂深度处理改造，同步完成 2000 公里老旧供水管网更新改造，加强原水、出厂水、管网水和二次供水环境全过程水质管理，提高居民饮用水水质。”根据公司 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（一期解锁 60%、二期解锁 40%），我们可倒推出 2021、2022 年收入增速分别为 25.79%、20.00%；同时考虑到水表行业的现状和公司成长的逻辑为智能表（尤其是 NB-IoT 表）的渗透率提升，公司高毛利率的 NB-IoT 表替代老式机械表，因此净利润的增速高于收入增速是大概率事件，在未来 2 年收入复合增速在 20%以上的基础上，我们判断公司净利润复合增速大概率超过 20%。

估值及盈利预测

考虑到：1）行业层面，强制更换政策出台、新技术新产品的出现解决行业痛点、华为和三大运营商主推推动行业景气度上行；2）公司层面，渠道+客户+运维竞争力明显。公司今年受到原材料价格的拖累，我们下调公司 2021-2023 年 EPS 从 1.72、2.17、2.60 元到 1.55、1.91、2.41 元，对应 PE 分别为 13、11、8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1）NB-IoT 推广速度不达预期、三大运营商基站建设数量不达预期、终端连接数量不达预期

2）NB-IoT 水表行业推广速度不达预期、下游水厂客户盈利能力下降、传统机械水

表更换速度不达预期

3）公司产能投放不达预期、机械表和智能表价格下降超预期、疫情影响招投标进程等。

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	116	147	174	204
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	15.08	13.06	10.62	8.41
P/B	2.83	2.33	1.94	1.60
EV/EBITDA	10.29	8.08	6.47	4.29

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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