宁水集团（603700）

研发费用+出口因素影响 Q3 表现，坚定看好公司长期发展

2020 年 10 月 30 日

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,371	1,730	2,346	2,955
同比（%）	33.21%	26.18%	35.58%	25.97%
归母净利润（百万元）	212	303	408	530
同比（%）	54.72%	42.92%	34.44%	29.87%
每股收益（元/股）	1.36	1.49	2.01	2.61
P/E（倍）	21.09	19.18	14.27	10.99

投资要点

- **事件：**公司前三季度实现营收 10.62 亿，同比增长 16.31%；归母净利润 1.83 亿，同比增长 35.92%；扣非后为 1.61 亿，同比增长 25.44%
- **原材料价格上涨+汇率影响出口产品毛利率+研发费用猛增，使得 Q3 业绩表现略低于预期。**Q3 单季度实现营收 4.06 亿，同比增长 13.19%；归母净利润 0.65 亿，同比增长 20.35%；扣非后为 0.59 亿，同比增长 16.58%。从单季度表观财务数据来看，相比 Q2（收入增速 31.49%、归母净利润增速 52.82%、扣非后增速 38.91%），Q3 的收入、归母净利润、扣非后归母净利润增速环比均有所下滑。我们分析净利润增速略低于预期的主要原因包括：1）成本端三季度原材料价格有所上涨；2）收入端出口的机械表受到汇率影响毛利率有所下降；3）费用端研发费用相比去年同期显著增加，前三季度累计研发费用为 0.42 亿，同比大幅增长 45.55%；4）费用端汇兑损失造成财务费用显著提升。
- **我们测算公司稳态市值约为 90-120 亿，相比目前仍有大空间。**1）**我们先假设一个最终市场处于稳态下的场景**：水表市场理论容量 6 亿只左右（详细测算过程请见我们 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 2%（2019 年增量渗透率约为 10%左右），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 80 元/只（目前 85 元/只），且 20%净利率（目前净利率为 15%左右，因为还在铺设渠道，稳态下费用占比会逐渐下降），则对应公司利润约为 6 亿元/年，合理估值应当为 15-20 倍，对应 90-120 亿市值。2）**景气度上行阶段估值弹性显著大于稳态下水平**：根据我们在前文中的测算，稳态下公司远期目标市值在 90-120 亿之间，但是需注意，目前正是三大核心驱动力（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）推动行业景气度显著高企阶段。因此，公司正处于订单和业绩爆发阶段，处于景气度投资阶段，估值弹性显著要高于稳态水平下的水平，然后随着行业发展和稳定，估值和市值会逐渐回落至稳态水平，所以保守估计目标市值相比目前仍有较大的空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.49、2.01、2.61 元，对应 PE 分别为 19、14、11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.64
一年最低/最高价	16.69/39.44
市净率(倍)	4.42
流通 A 股市值(百万元)	2959.18

基础数据

每股净资产(元)	6.47
资产负债率(%)	26.90
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）：业绩超预期只是第一步，估值超预期更值得期待》2020-08-18
2、《宁水集团（603700）：上海示范项目落地，需从科技赋能的角度理解公司》2020-07-17
3、《宁水集团（603700）：一季报大超预期，显著获益旧改+新基建》2020-04-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 事件

公司发布三季报，前三季度实现营收 10.62 亿，同比增长 16.31%；归母净利润 1.83 亿，同比增长 35.92%；扣非后为 1.61 亿，同比增长 25.44%。

2. 原材料价格上涨+汇率影响出口产品毛利率+研发费用猛增，使得 Q3 业绩表现略低于预期

Q3 单季度实现营收 4.06 亿，同比增长 13.19%；归母净利润 0.65 亿，同比增长 20.35%；扣非后为 0.59 亿，同比增长 16.58%。从单季度表观财务数据来看，相比 Q2（收入增速 31.49%、归母净利润增速 52.82%、扣非后增速 38.91%），Q3 的收入、归母净利润、扣非后归母净利润增速环比均有所下滑。我们分析净利润增速略低于预期的主要原因包括：1）成本端三季度原材料价格有所上涨；2）收入端出口的机械表受到汇率影响毛利率有所下降；3）费用端研发费用相比去年同期显著增加，前三季度累计研发费用为 0.42 亿，同比大幅增长 45.55%；4）费用端汇兑损失造成财务费用显著提升。

3. 我们测算公司稳态市值约为 90-120 亿，相比目前仍有较大空间

1）**我们先假设一个最终市场处于稳态下的场景**：

水表市场理论容量 6 亿只左右（详细测算过程请见我们 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 2%（2019 年增量渗透率约为 10%左右），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 80 元/只（目前 85 元/只），且 20%净利率（目前净利率为 15%左右，因为还在铺设渠道，稳态下费用占比会逐渐下降），则对应公司利润约为 6 亿元/年，合理估值应当为 15-20 倍，对应 90-120 亿市值。

2）**景气度上行阶段估值弹性显著大于稳态下水平**：

根据我们在前文中的测算，稳态下公司远期目标市值在 90-120 亿之间，但是需注意，目前正是三大核心驱动力（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）推动行业景气度显著高企阶段。因此，公司正处于订单和业绩爆发阶段，处于景气度投资阶段，估值弹性显著要高于稳态水平下的水平，然后随着行业发展和稳定，估值和市值会逐渐回落至稳态水平，所以保守估计目标市值相比目前仍有较大空间。

4. 跳出传统的机械设备的视角，用科技赋能的眼光看公司

根据我们的测算，NB-IoT 推广前，水表市场空间为 119 亿元/年、毛利空间为 42 亿元/年、市场集中度较低；NB-IoT 推广后，市场空间为 233.10 亿元/年，**相比 NB-IoT 推广前增长 96.71%**；假设毛利率为 33%，则对应毛利市场空间为 76.92 亿元/年，**相比 NB-IoT 推广前增长 83.84%**。市场集中度方面，2019 年 NB-IoT 表销量合计约 800 万只，其中宁水集团销量约为 120 万只、占比为 15%；新天科技、三川智慧销量均为 80 万只左右，占比均为 10%，因此行业前三甲销量加总占比约为 35%，**相比 NB-IoT 推广前市场集中度显著提升**。

我们通过分析和比较：1）To G 端科技赋能推广较为成熟的智慧水表和智慧政务；2）To G 端科技赋能推广尚不成熟的智慧农业，我们判断，**To G 端能够持续爆发的应用场景应当是同时具备持续政策支持、强力部门推动、切实解决痛点这三大因素，缺一不可**，而智慧水表作为三大核心因素兼具，To G 端最先爆发的科技赋能场景，**本身已经从传统的制造业逐渐体现科技属性，估值中枢应当显著上移**。

表 1：科技赋能在 To G 端的主要应用领域及各领域之间的共同点

赋能领域	政策支持	强力部门或企业	已解决痛点
智慧水表	2014 年的《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》和《关于进一步加强城市节水工作的通知》； 2016 年的《我国水表行业“十三五”发展规划纲要》； 2019 年的《关于加强民用“三表”管理的指导意见》等	市场监管总局、住建部、华为、三大运营商等	管网漏损、抄表结算、人工成本等
智慧政务	2017 年的《“互联网+政务服务”技术体系建设指南》和《“十三五”国家政务信息化工程建设规划》； 2018 年的《促进大数据发展行动纲要》、《进一步深化“互联网+政务服务”推进政府服务“一网、一门、一次”改革实施方案的通知》和《加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》； 2019 年修订《中国人民共和国政府信息公开条例》和《2018 年国务院政府工作报告》； 2020 年的《2019 年国务院政府工作报告》和《国家政务信息化项目建设管理办法》	国务院、发改委等	老百姓到政府部门办事难、流程繁琐等
智慧农业	2018 年的《中共中央 国务院关于实施乡村振兴战略的意见》和《国家乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》；	国务院、发改委、科技部、财政部、	尚未实现

	2019 年的《关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见（2019 年中央 1 号文件）》、《创新驱动乡村振兴发展专项规划（2018—2022 年）》、《国家质量兴农战略规划（2018-2022 年）》、《关于促进小农户和现代农业发展有机衔接的意见》; 2020 年的《2019 年国务院政府工作报告》	商务部、市场监管总局、国家粮食和物资储备局等	
智慧消防	2019 年的《关于深化消防执法改革的意见》、《关于推进全国智慧消防建设的提案》、《国家市场监督管理总局应急管理部关于取消部分消防产品强制性认证的公告》	中央全面深化改革委员会、应急管理部、市场监管总局	故障报警响应不及时、隐患监控不到位

数据来源：中国政府网、东吴证券研究所

盈利预测与投资评级

考虑到行业景气度和公司在手订单情况，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.49、2.01、2.61 元，对应 PE 分别为 19、14、11 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。

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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,538	1,772	2,252	2,646
现金	504	686	723	1,075
应收账款	343	348	589	592
存货	285	330	502	541
其他流动资产	407	408	438	439
非流动资产	162	213	294	366
长期股权投资	6	11	14	19
固定资产	86	128	201	263
在建工程	0	0	1	2
无形资产	35	39	44	49
其他非流动资产	35	35	34	33
资产总计	1,701	1,986	2,546	3,012
流动负债	446	466	700	713
短期借款	0	0	0	0
应付账款	326	325	556	549
其他流动负债	120	140	145	164
非流动负债	8	17	26	34
长期借款	0	9	18	26
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	455	483	727	747
少数股东权益	2	2	2	2
归属母公司股东权益	1,244	1,501	1,817	2,263
负债和股东权益	1,701	1,986	2,546	3,012

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	140	283	232	549
投资活动现金流	-385	-63	-101	-102
筹资活动现金流	512	-38	-94	-95
现金净增加额	268	183	37	352
折旧和摊销	15	16	24	35
资本开支	45	46	77	67
营运资本变动	-91	-33	-208	-31

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,371	1,730	2,346	2,955
减:营业成本	887	1,097	1,484	1,861
营业税金及附加	9	12	16	20
营业费用	172	217	294	370
管理费用	54	108	137	168
财务费用	-3	1	12	20
资产减值损失	-0	-1	0	0
加:投资净收益	10	5	4	5
其他收益	0	0	0	0
营业利润	236	341	463	604
加:营业外净收支	10	11	10	10
利润总额	246	352	473	614
减:所得税费用	34	48	65	85
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	212	303	408	530
EBIT	231	334	453	589
EBITDA	246	350	477	624

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.36	1.49	2.01	2.61
每股净资产(元)	6.12	7.38	8.94	11.13
发行在外股份(百万股)	156	203	203	203
ROIC(%)	15.9%	19.0%	21.2%	22.1%
ROE(%)	17.0%	20.2%	22.4%	23.4%
毛利率(%)	35.3%	36.6%	36.7%	37.0%
销售净利率(%)	15.5%	17.5%	17.4%	17.9%
资产负债率(%)	26.7%	24.3%	28.5%	24.8%
收入增长率(%)	33.2%	26.18%	35.58%	25.97%
净利润增长率(%)	54.7%	42.92%	34.44%	29.87%
P/E	21.09	19.18	14.27	10.99
P/B	4.68	3.88	3.20	2.57
EV/EBITDA	20.21	13.71	10.01	7.10

数据来源：贝格数据，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