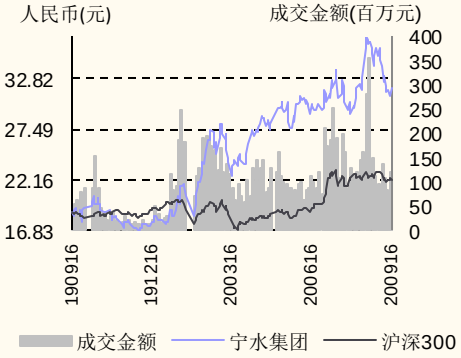
宁水集团 (603700.SH) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：31.93 元
目标价格（人民币）：45.09-45.09 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.03
已上市流通 A 股(亿股)	1.03
总市值(亿元)	64.90
年内股价最高最低(元)	37.30/30.95
沪深 300 指数	4657
上证指数	3284



智慧水表持续发力，业绩高增未来可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,029	1,371	1,815	2,240	2,797
营业收入增长率	26.42%	33.21%	32.38%	23.44%	24.85%
归母净利润(百万元)	137	212	287	364	453
归母净利润增长率	13.06%	54.72%	34.99%	26.87%	24.54%
摊薄每股收益(元)	1.170	1.358	1.410	1.789	2.228
每股经营性现金流净额	0.87	0.81	-0.41	1.10	1.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.86%	17.06%	19.49%	20.51%	20.92%
P/E	N/A	16.96	21.95	17.30	13.89
P/B	N/A	2.89	4.28	3.55	2.91

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **专注水表业务，老字号企业神采依旧：**公司成立于 1958 年 6 月，六十余年来一直聚焦于机械和智慧水表业务，通过不断创新和开拓市场，已形成丰富产品线，且广泛覆盖国内外市场的销售体系，产品销往 80 多个国家和地区。2013 年至今业绩持续增长，营收和归母净利润复合增速达到 12.29%和 29.48%，其中 2019 年以来受益于智慧水表推进，公司业绩出现大幅增长拐点，同口径 YoY 分别为 33.21%和 54.72%，我们认为高增态势有望延续。
- **赋能传统水务，智慧水表开启快速成长：**受益于 NB-IoT 技术商用条件的成熟，芯片和模组价格持续降低，智慧水表在技术和经济方面已具备良好条件。除此，下游水厂客户可以通过智慧水表有效解决抄表难、漏损率高等诸多行业痛点，用户使用体验甚好。同时，国家也颁布多项政策大力助推民用“三表”应用，多因素叠加开始行业黄金发展期。经研究，主营智慧水表业务的上市公司也均出现业绩大幅增长现象，进一步验证了行业拐点的出现。
- **竞争优势显著，水表龙头有望优先受益。**公司经营管理优异，综合费用率较低，深耕行业多年已形成良好品牌效应，产品线丰富能够满足客户多样性需求且客户粘性较高，这些综合优势构筑了公司的发展壁垒。公司是水表行业龙头公司，机械表和智能表规模均位列行业第一，约为第二第三规模之和。除此，公司能够及时响应市场变化，2019 年智慧水表大增 70%，未来有望受益行业的高景气在智慧水表业务助推下开启一轮快速增长。

投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年分别实现营业收入 18.15/22.40/27.97 亿元，同比增长 32.38%/23.44%/24.85%；归母净利润分别为 2.87/3.64/4.53 亿元，同比增长 36.79%/26.23/25.62%，EPS 分别为 1.41、1.79 和 2.23 元，对应现股价 PE 为 22X、17X 和 14X。公司所处行业正处于高速发展期，公司亦为智慧水表龙头公司，我们看好公司未来发展前景，同时参考可比公司估值比较，首次覆盖给予“买入”评级，给予公司未来 6～12 个月 25X 目标估值，对应目标价格 45.09 元，相当于未来三年 32X、25X 和 20XPE。

风险

- 行业竞争加剧风险、智慧仪表需求不及预期风险，应收账款占比较大风险等

牛波 分析师 SAC 执业编号：S1130520060001
niubo@gjzq.com.cn

N 投资要件

■ **关键假设**

1、行业规模稳健增长，与 2019 年趋同，未来三年 10570、12259 和 13344 台；

2、智慧水表渗透率不断提高，未来三年 25%、26%和 27%

3、龙头市占率也逐步提高，未来三年销量 450、585 和 760.5 万台，市占率 21.78%、22.92%和 26.31%

4、智慧水表在结构优化下价格稳中有升，NB-IoT 表比 LoRa 均价高

■ **我们区别于市场的观点**

1、市场认为：受益智慧水表推进，行业增长仅可看 3 年。

我们认为：增长有望延续更长时间。1）渗透率 3 年后也仅近 30%，仍有很大提升空间；2）新的利润点也在培育，多家上市公司在培育诸如“流量计量+水质监测+远传”一体化业务，是目前“流量计量+远传”的升级版，另外智慧水务平台搭建以及数据运维业务也在探索，这些都有望成为新的利润增长点；3）替换市场依旧提供稳定业务体量，水表替换周期 6 年，不会出现业务量断崖式下滑风险。

2、市场认为：智慧水表行业壁垒低，容易新进入加剧竞争，公司份额和产品价格恶化，从而导致公司业绩不及预期

我们认为：水表行业已发展很长时间，格局良好，行业大玩家早已通过规模化生产形成一定壁垒，龙头口碑也早已建立，再者下游客户以大型水务公司为主，批量采购和良好的售后可以降低后续管理难度，客户的认可和长期合作机制是行业关键所在因此并不容易出现上述担忧现象。

■ **股价上涨的催化因素**

1、中标金额显著增加

2、公司业绩持续兑现

3、智慧水务政策催化

■ **估值和目标价格**

我们预计 2020~2022 年公司可实现 EPS 分别为 1.41、1.79 和 2.23 元，对应现股价 PE 为 22X、17X 和 14X。公司所处行业正处于高速发展期，公司亦为智慧水表龙头公司，未来业绩兑现确定性高，我们看好公司未来发展前景，同时参考可比公司估值比较，首次覆盖给予“买入”评级，给予公司未来 6～12 个月 25X 目标估值，对应目标价格 45.09 元，相当于未来三年 32X、25X 和 20XPE。

■ **投资风险**

行业竞争加剧风险、智能仪表需求不及预期风险，应收账款占比较大风险等。

内容目录

投资要件 2
1. 行业分析：多重因素助力升级，智慧水表步入黄金发展期 5
1.1 政策体系完善，助力行业转型升级 5
1.2 智慧水务赋能，有效解决行业痛点 6
1.3 商业技术成熟，具备大幅推广条件 6
1.4 国内存增两旺，海外市场小幅扩张 7
2. 公司分析：水表龙头优势显著，乘行业东风开启快速发展 10
2.1 深耕六十余年，业绩开启快速增长 10
2.2 竞争优势显著，龙头有望优先受益 14
3. 盈利预测与估值 17
3.1 盈利预测 17
3.2 投资建议及估值 18
4. 风险提示 19
5. 附录 19

图表目录

图表 1：水计量行业相关政策 5
图表 2：智慧水表解决行业痛点 6
图表 3：物联网技术在智慧供水中的应用 6
图表 4：LoRa 水表、NB-IoT 水表特征分析 7
图表 5：我国三大运营商 NB-IoT 布局情况 7
图表 6：国内水表新增需求及预测 8
图表 7：我国水表出口情况及预测 9
图表 8：我国水表行业市场规模估算及预测 9
图表 9：宁水集团及同类可比公司介绍 10
图表 10：2015~2019 年公司营收情况变动情况 10
图表 11：2015~2019 年公司归母净利润变动情况 10
图表 12：2019H1、2020H1 公司业绩情况 11
图表 13：2019 年公司各业务营收占比情况 11
图表 14：2015~2019 年分业务营收构成（单位：百万元） 12
图表 15：2015~2019 年智慧水表、机械水表销量及价格 12
图表 16：2015~2019 年公司综合毛利率、综合净利率情况 12
图表 17：2015~2019 年公司分业务毛利率 13
图表 18：2015~2019 年公司智慧水表、机械水表单位成本 13
图表 19：2015~2019 年宁水集团、三川智慧分业务毛利率情况 13
图表 20：公司公告重大订单情况 14
图表 21：宁水集团及同类可比公司水表业务营收占比(%) 14

图表 22：宁水集团及同类可比公司水表业务营收情况.....14
图表 23：2015~2019 年宁水集团及同类可比公司海外营收情况.....15
图表 24： 宁水集团及同类可比公司销售费用率(%).....15
图表 25：宁水集团及同类可比公司管理费用率(%).....15
图表 26：可比公司应收账款周转天数（单位：天）.....16
图表 27：可比公司存货周转天数（单位：天）.....16
图表 28：2015~2019 年宁水集团、三川智慧产销情况.....16
图表 29：公司智慧水表、机械水表销售情况及预测.....17
图表 30：公司分业务盈利预测.....18
图表 31：可比公司估值一览.....18
图表 32：宁水集团发展历程.....19
图表 33：宁水集团股权结构.....20
图表 34：宁水集团主要产品.....20

1. 行业分析：多重因素助力升级，智慧水表步入黄金发展期

1.1 政策体系完善，助力行业转型升级

- **阶梯水价制度促进发展。**国家发改委、住房城乡建设部 2014 年 1 月印发出的《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》部署全面实行城镇居民阶梯水价制度，明确提出 2015 年底前，设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度，具备实施条件的建制镇，也要积极推进阶梯水价制度。“一户一表”改造作为实行阶梯水价制度的重要基础，国家对户表改造资金实行了有力的支持，地方加大了财政投入。可以说，相关政策推动了水表保有量的提升，保障了水表的存量市场，促进了水表行业的稳定发展。
- **智能水务建设引领转型。**自 2012 年正式启动国家智慧城市试点，2014 年将智慧城市上升为国家战略，我国始终致力于建设和谐宜居、富有特色、充满活力的现代城市。国务院 2014 年 3 月发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》明确指出“基础设施智能化”是我国智慧城市建设的六大方向之一，并提出要“发展智能水务，构建覆盖供水全过程、保障供水质量安全的智能供排水和污水处理系统”。与此同时，政策不断强调要发展智能仪表/智能计量，建立城市供水管网数字化管控平台等，以实现实时监控、加强城镇节水。受我国一系列智能水务相关政策影响，我国水表市场的需求发生了变化和调整，水计量行业相应地加快了产品结构调整和转型升级步伐，智慧水表正在加速融入智慧供水系统。

图表 1：水计量行业相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	政策解读
2013.08	国务院	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	支持公用设备设施的智能化改造升级，加快实施智能电网、智能交通、智能水务、智能国土、智能物流等工程。
2014.01	国家发展改革委、住房城乡建设部	《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》	加快建立完善居民阶梯水价制度，充分发挥价格机制的调节作用，促进节约用水，提高水资源利用效率。推进“一户一表”改造是实行阶梯水价制度的重要基础。
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》	发展智能水务，构建覆盖供水全过程、保障供水质量安全的智能供排水和污水处理系统。
2014.08	国家发展改革委、住房城乡建设部	《关于进一步加强城市节水工作的通知》	要与供水企业建立用水量信息共享机制，实现实时监控。有条件的地区要建立城市供水管网数字化管控平台，支持节水工作。
2015.04	国务院	《关于印发水污染防治行动计划的通知》	加强城镇节水。鼓励居民家庭选用节水器具。对使用超过50年和材质落后的供水管网进行更新改造，到2017年，全国公共供水管网漏损率控制在12%以内；到2020年，控制在10%以内。
2015.09	国家制造强国建设战略咨询委员会	《中国制造2025重点领域技术路线图》	提出重点发展智能制造核心信息设备，对重点产品之一仪器仪表提出发展目标：2020年智能仪表市场占有率达到25%，2025年智能仪表市占率达到35%。
2017.06	工业和信息化部办公厅	《关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知》	推广NB-IoT在公共服务领域的应用，推进智慧城市建设。以水、电、气表智能计量、公共停车管理、环保监测等领域为切入点，结合智慧城市建设，加快发展NB-IoT在城市公共服务和公共管理中的应用，助力公共服务能力不断提升。
2019.01	市场监管总局、住房城乡建设部	《关于加强民用“三表”管理的指导意见》	指出部分地区民用“三表”设备老化，造成计量失准，给人民群众生活带来不便。提出落实企业主体责任，保障民用“三表”产品质量和计量准确性，提升民用“三表”服务质量和水平。
2020.05	工业和信息化部办公厅	《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	明确指出要推进移动物联网应用发展。在治理智能化方面，以能源表计、消防烟感、公共设施管理、环保监测等领域为切入点，助力公共服务能力不断提升，增强城市韧性及应对突发事件能力。

来源：公开资料，国金证券研究所

1.2 智慧水务赋能，有效解决行业痛点

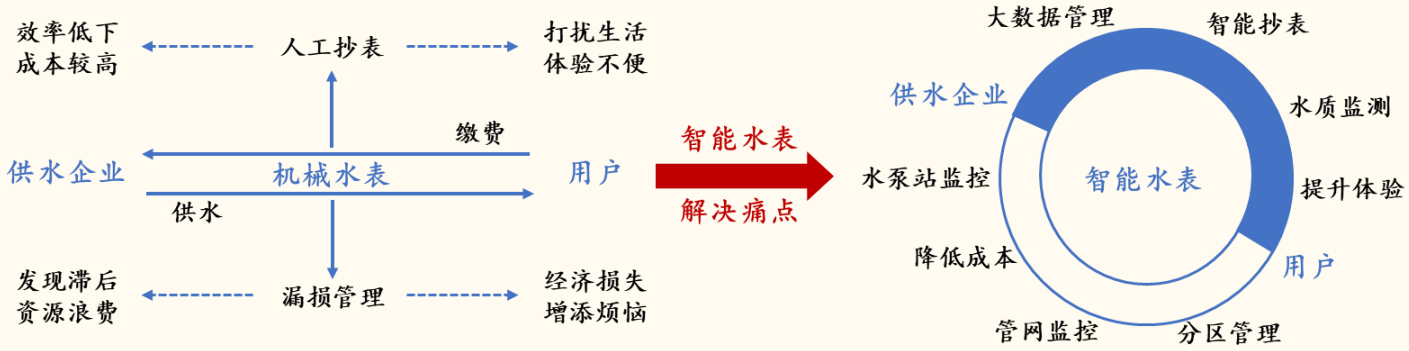
- **行业原有模式“积病难除”。**早年，机械水表因其价格低廉、安装便捷，得到了广泛的应用，市场渗透率高，但机械水表的弊端也逐渐凸显，给供水企业带来了一系列问题。据《NB-IoT 智慧水表白皮书》整理总结，水务行业主要存在以下三大痛点：

  （1）漏损导致高产销差。物理漏损、表观漏损、免费及非法用水等因素导致供水企业产销差居高不下，大大影响了供水企业的经济利益，也导致了水资源的浪费；

  （2）贸易结算方式落后。传统机械水表计量准确性较低，时有新闻报道水表故障导致用户多交钱，用户对于供水企业信任度降低；

  （3）运营成本持续上升。传统的运营管理方式效率低、成本高。机械水表需要人工抄表，而一户一抄所需的人工成本持续上升，给供水行业带来一定压力，持续挤压盈利空间。

图表 2：智慧水表解决行业痛点



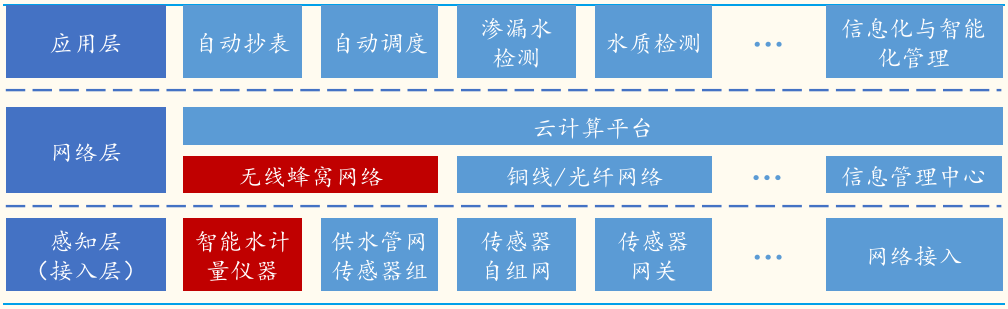
来源：《NB-IoT 智慧水表白皮书》，国金证券研究所

- **智慧水表提升客户效用。**智慧水表可以有效解决上述问题，降低运营成本、搭建大数据管理平台、实现实时监控、及时发现漏损，大大提升水务公司的运营效率与经营成果。智慧水表在满足水表基本业务的同时，可拓展到智能管网、水质监测及业务增值等智能水务相关业务。可以说，随着我国数字化转型进度的加速、智慧城市建设步伐的加快智慧水表逐渐替代机械水表是未来必然趋势。

1.3 商业技术成熟，具备大幅推广条件

- **物联网研发应用加速，NB-IoT 布局发展良好。**物联网技术被认为是解决智慧供水问题最适合的工具，对于水务行业降低漏损率、提高运营效率、实现精细化管理等有极其重要的意义。近年来，水计量行业持续开展智慧水表无线通信及网络接入技术的应用与研发，将物联网技术融入智能表计应用场景。

图表 3：物联网技术在智慧供水中的应用



来源：《我国水表行业“十二五”工作小结与“十三五”发展规划要点》，国金证券研究所

- **NB-IoT 水表适合居民分户计量场景。**现如今的智慧水表主要以应用 LoRa、NB-IoT 等技术为主。LoRa 水表采用 LoRa 扩频调制无线传输技

术，具有延迟低、电池寿命长、传输距离远等优点，已用于公寓、工业用水等测量。NB-IoT 水表则支持低功耗设备在广域网的蜂窝数据连接，覆盖范围广，并且可以满足高传输速率和频繁通信的需求。对于分户计量的场景而言，NB-IoT 水表在为数据吞吐量较大的居民用水计量提供快速的传输速率方面极具优势，能够实现实时监控，及时发现漏损等异常。

图表 4：LoRa 水表、NB-IoT 水表特征分析

	LoRa	NB-IoT
核心区别	线性扩频： 企业需要独立建网	蜂窝通信： 可以与现有蜂窝基站复用，运营商建网
电池寿命	>10年	>10年
模组成本	2美元	4-5美元
主要特点	低延迟、寿命长、传输距离远、可靠性高、系统扩容方便、安装维护简单	覆盖范围广、安全性高、海量连接、可以满足高传输速率和频繁通信的需求

来源：公开资料，国金证券研究所

- **NB-IoT 水表成本不断降低。**LoRa 模组成本在 2 美元左右，NB-IoT 模组成本在 4 至 5 美元左右。但在“2019 年中国 NB-IoT 产业发展大会”上，华为窄带物联网产品线副总裁刁志峰指出 NB-IoT 模组价格已进入 22 元人民币（约 3.2 美元）以下。同时，工信部在 2020 年 5 月发布的公告中明确指出要推动 NB-IoT 模组价格与 2G 模组趋同。可以看到，NB-IoT 模组的成本劣势已逐渐缩小，且其价格仍有下降趋势。此外，发展推广 NB-IoT 水表不需要企业独立建网，可以采用通信运营商网络，与现有蜂窝基站复用，这大大降低前期成本和后期维护难度。目前，我国三大运营商都在加速 NB-IoT 布局，预计 2020 年建成 150 万个 NB-IoT 基站，这对于 NB-IoT 智慧水表的渗透及发展而言是重大利好。

图表 5：我国三大运营商NB-IoT 布局情况

运营商	发展情况	发展规划
中国移动	2018年10月正式开始发展NB-IoT业务，已实现全国346个城市NB-IoT的主要覆盖（实现乡镇以上主干道覆盖）；截至2020年3月，中国移动NB-IoT用户数超4300万。	工信部2020年5月发布《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》中提出的目标：到2020年底，NB-IOT网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖，重点区域深度覆盖；移动物联网连接数达到12亿。
中国电信	率先在2017年打造并运营了全球最大的NB-IoT网络，整体覆盖率已达到97.84%；NB-IoT基站超41万个，承载超过6000万的NB业务连接。	
中国联通	2019年年报披露，累计开通NB-IoT基站20万个。物联网业务承载能力显著增强。	

来源：公开资料，国金证券研究所

- 总的来说，NB-IoT 水表更符合我国目前市场需求、更贴合居民应用场景、发展前景更可观，因此也成为众多水计量企业在近几年以及未来一段时间内的布局重点和发力方向。宁水集团作为最早察觉这一发展变化的水计量企业之一，率先进入 NB-IoT 智慧水表赛道，业绩成果突出，2019 年 NB-IoT 智慧水表销量超百万台。

1.4 国内存增两旺，海外市场小幅扩张

- **自来水普及市场空缺待填。**据国家统计局，2019 年，我国城镇人口 84,843 万人，城镇居民平均每户常住人口以 2.9 人计算，依据“一户一表”制度，则城镇家庭共需约 29,256 万只水表。根据水利部 2020 年 3 月公布的《2019 年法治政府建设年度报告》，我国已经建立起比较完整的农村供水体系，自来水普及率已经达到 81%。2019 年我国农村人口 55,162 万人，农村居民平均每户常住人口以 3.9 人计算，则农村家庭共需约 11,457 万只水表。据智研咨询，我国水表保有量约为 3.5 亿，则我国水表存量市场还有约 5713 万只水表的空缺未填补。我国虽

一直在大力推动改造，但城镇棚户区、农村偏远地区等地推广普及情况仍稍落后，加之 2020 年疫情影响，因此我们预测未来三年分别填补 15%/18%/20%的空缺，即 2020-2022 年国内存量市场待满足市场需求分别为 857/1028/1143 万只水表。

- **国内存量市场替换需求旺盛。**按照国家规定，口径 25mm 及以下的水表使用期限一般不超过 6 年，口径 25mm-50mm 的水表使用年限不超过 4 年，民用水表口径一般都在 50mm 以下，因此我们假设水表更新替换周期为 6 年。根据智研咨询 2014-2017 年国内水表总销量，则可推算出 2020-2022 年国内存量市场替换需求分别为 5193/6659/7498 万只。
- **房地产行业带来新增需求。**在下游房地产行业的拉动下，我国水表增量需求维持稳定。我国的房屋由房地产开发企业、农村农户等施工建造，房屋竣工后需安装、配备水表等必需的计量设备，因此我们将通过“全社会-房屋竣工面积”来估算水表新增需求量。我们推测 2018-2019 年“全社会-房屋竣工面积”（未披露）与“房地产开发企业-房屋竣工面积”变化趋势一致，YOY 分别为-7.8%/2.6%，由此可得出，2016-2019 年国内水表新增户均面积为 108/104/107/110 平方米/个，呈小幅波动上涨趋势。我们预测，2020-2022 年国内水表新增户均面积延续先前上升趋势，升至 110/111/111 平方米/个。
- 近期，我国加强了对楼市的调控，坚持“房住不炒”，我们预测未来三年“全社会-房屋竣工面积”依旧呈下降趋势，其中 2020 年受疫情影响下降幅度较大，即 2020-2022 年“全社会-房屋竣工面积”同比下降 10%/3%/3%，除以相应的国内水表新增户均面积后，可得 2020-2022 年国内水表增量需求为 2216/2130/2066 万个，下降幅度小，整体基本维持稳定。

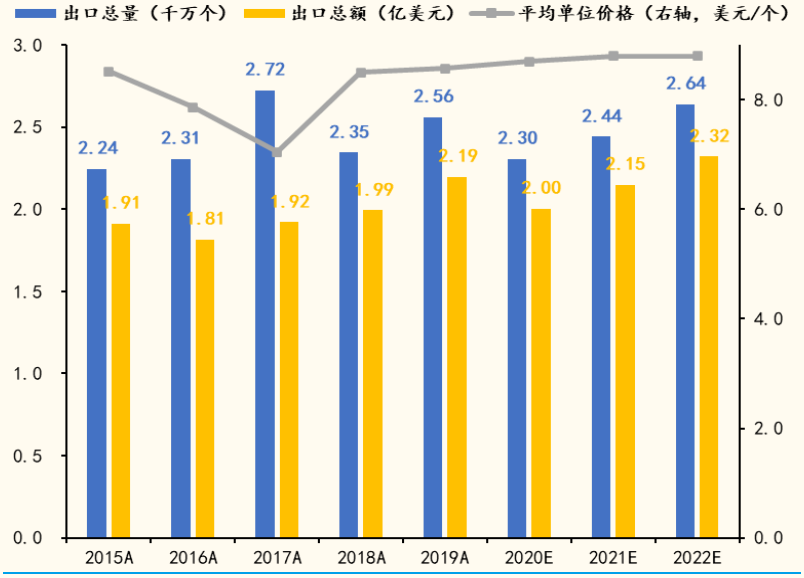
图表 6：国内水表新增需求及预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
房地产开发企业-房屋竣工面积（万平方米）	106128	101486	93550	95942	-	-	-
YOY（%）	6.1	(4.4)	(7.8)	2.6	-	-	-
全社会-房屋竣工面积（万平方米）	312119	286336	264002	270866	243779	236466	229372
YOY（%）	(11.1)	(8.3)	(7.8)	2.6	(10.0)	(3.0)	(3.0)
国内水表新增户均面积（平方米/个）	108	104	107	110	110	111	111
国内水表新增需求（万个）	2900	2743	2462	2460	2216	2130	2066

来源：国家统计局，国金证券研究所（灰底标注为预测部分）

- **水表出口市场稳步扩张。**2015-2019 年，我国水表出口总量及总额总体呈上涨态势，出口总量从 2244 万个升至 2560 万个，年均复合增长率为 3.35%；出口总额由 1.91 亿美元上涨至 2.19 亿美元，年均复合增长率为 3.52%。2019 年，水表出口情况表现优异，相较上年出口总量同比增长 9.14%，出口总额同比增长 10.06%，海外市场对我国水表的认可与需求逐渐提高。
- **预期海外市场受疫情影响后将回暖。**据草根调研，受疫情影响，2020 年出口业绩预计同比下降 10%左右，这部分主要是机械表产品。我们预测，未来三年我国水表出口市场规模下降后回暖上升，2020-2022 年出口总量同比增速分别为-10%/6%/8%，出口水表 2304/2442/2637 万个。同时，我们预测 2020-2022 年水表出口平均单位价格延续小幅上升趋势，分别为 8.7/8.8/8.8 美元/个。由此可得，我国水表出口市场 2020-2022 年出口总额在 2.00/2.15/2.32 亿美元。

图表 7：我国水表出口情况及预测



来源：智研咨询，中国海关，国金证券研究所

- **整体市场空间大，增速可观，水表行业开启黄金发展期。**总的来说，我国水表行业市场空间由三部分构成：国内存量市场（填补空白+更新置换）、国内增量市场、出口海外市场，我们预测 2020-2022 年我国水表行业需求量约为 10570/12259/13344 万个，总市场规模约为 116/148/170 亿元，市场空间十分可观。

图表 8：我国水表行业市场规模估算及预测

项目名称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
国内市场销量（万个）	6659	7498	7094	6782	7267	8266	10217	11278
其中：填补空白	-	-	-	-	-	857	1028	1143
更新替换	3801	4598	4351	4320	4807	5193	6659	7498
新增需求	2858	2900	2743	2462	2460	2216	2130	2066
行业总销量（万个）	8903	9804	9816	9127	9827	10570	12259	13344
YoY（%）		10.12%	0.12%	-7.02%	7.67%	7.56%	15.98%	8.86%
其中：国内市场智慧水表渗透率（%）	18.20	21.15	23.44	23.83	24.50	25.00	26.00	27.00
国内市场智慧水表销量（万个）	1212	1586	1663	1616	1780	2066	2553	2891
YoY（%）		30.86%	4.85%	-2.83%	10.15%	16.07%	23.58%	13.24%
宁水集团智慧水表销量（万个）	88.35	99.01	121.40	173.41	297.43	450.00	585.00	760.50
宁水集团智慧水表市占率（%）	7.29	6.24	7.30	10.73	16.71	21.78	22.92	26.31
国内市场机械水表销量（万个）	5447	5912	5431	5166	5487	6199	7265	7816
出口市场销量（万个）	2244	2306	2722	2345	2560	2304	2442	2637
智慧水表平均单位价格（元/个）	164.56	180.49	197.74	233.93	243.13	255.00	265.00	275.00
机械水表平均单位价格（元/个）	65.44	65.46	71.22	73.75	77.14	80.00	83.00	85.00
国内市场规模（亿元）	55.59	67.32	71.56	75.90	85.61	102.29	133.15	153.72
出口市场规模（亿美元）	1.91	1.81	1.92	1.99	2.19	2.00	2.15	2.32
人民币兑美元平均汇率	6.23	6.64	6.75	6.62	6.90	6.90	6.80	6.80
出口市场规模（亿元）	11.90	12.05	12.97	13.20	15.14	13.83	14.61	15.78
总市场规模（亿元）	67.49	79.34	84.52	89.08	100.72	116.09	147.76	169.50

来源：智研咨询，中国海关，前瞻研究院，公司公告，公司招股说明书，国金证券研究所（灰底标注为预测部分）

2. 公司分析：水表龙头优势显著，乘行业东风开启快速发展

2.1 深耕六十余年，业绩开启快速增长

- **产品线丰富齐全，行业经验最为丰富。**公司创立于 1958 年，相较于同类可比公司，公司更早地进入行业，积累了丰富的经验，拥有坚实的客户资源，服务国内超 2000 家水务公司。公司更为专注水计量产品，两大业务板块“硬件终端制造板块”和“大数据服务平台”均围绕下游客户的智慧水务需求，水表业务产品更为齐全，生产 8mm 至 500mm 全系列民用、工业用冷、热机械水表和智慧水表等 600 多种产品。

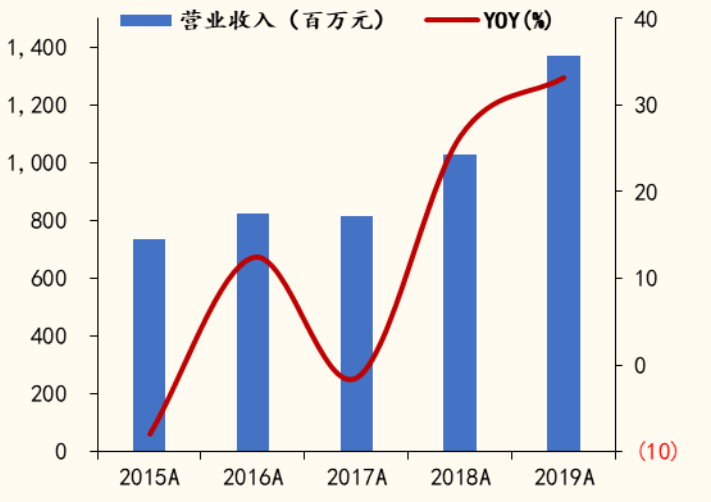
图表 9：宁水集团及同类可比公司介绍

	宁水集团	三川智慧	新天科技	汇中股份
公司类别及特征	专业生产水表企业 以传统的机械水表起步；生产时间久，产品品种全		跨行业进入的企业 原先以气表、电表领域或以生产电子电路、嵌入式系统、通信与软件等产品为主，转型跨行业进入水表行业；进入产业事业短，基本都集中在智能水表范围	
发展历程	1958年，公司前身宁波综合仪表公司成立，2000年由国企转制，2019年上交所主板上市	2004年，由江西三川集团有限公司发起设立，是国内首家以水表为主业的上市公司	成立于2000年，是中国物联网100强企业，聚焦水、电、气、热等智慧公用事业领域的物联网综合解决方案	成立于1998年，已成为全球范围内颇具规模的超声测流产品及配套系统的研发生产制造商
主营业务	机械水表、智能水表、水表配件及其他	机械水表、智能水表、水务、软件	智能水表及系统、智能燃气表及系统、工商业智能流量计	超声热量表及系统、超声水表及系统、超声流量计计系统
主要客户	水务公司等	供水企业等	自来水公司、燃气公司、供热公司、电力公司、水利局、农业局以及大型工矿企业等	热力公司、集中供热行业和用热客户；自来水公司等城市供水管网用户；钢铁、石化等给排水和大型输水用户

来源：wind，公司官网，公司公告，国金证券研究所

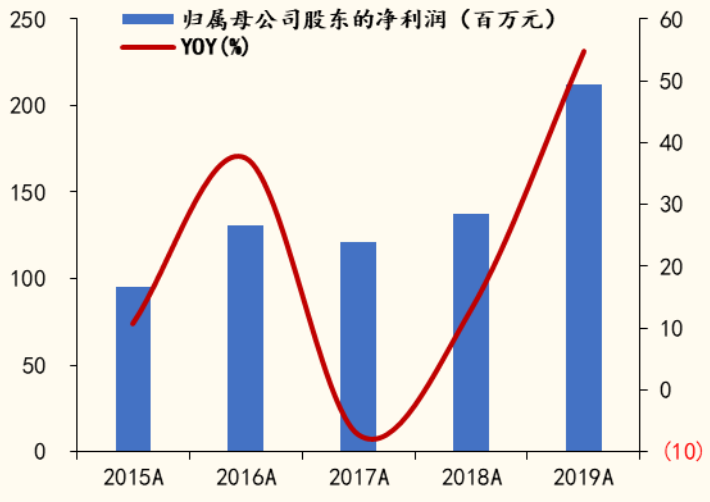
- **近 5 年业绩增幅可观，19 年拐点已现。**2015 至 2019 年，公司营业收入由 7.34 亿元增至 13.71 亿元，年复合增长率达 16.88%；归属母公司所有者净利润由 0.95 亿元增至 2.12 亿元，年复合增长率达 22.24%。公司近五年业绩表现出色，主要得益于国内智慧水表业务快速增长，尤其是 2019 年增长加速，正是智慧水表大幅推广的元年所致。

图表 10：2015~2019 年公司营收情况变动情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2015~2019 年公司归母净利润变动情况

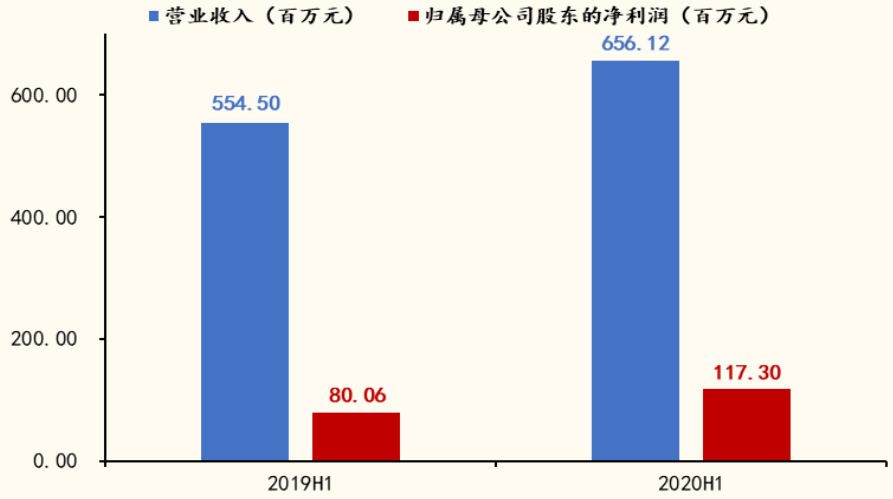


来源：公司公告，国金证券研究所

- **疫情不改出色表现，上半年同比大增 47%。**2020 年上半年，在疫情对国内大部分行业生产及销售产生普遍影响的情况下，公司仍实现营业

收入 6.56 亿元，较上年同期增长 18%，归母净利润达到 1.17 亿元，同比增长 47%，表现出强劲的韧性，主要得益于智慧水表业务规模的进一步扩张。其中 2020H1 公司智慧水表实现营收 3.47 亿元，同比增长 38%，占比达到主营业务收入的 53%，延续高增态势。

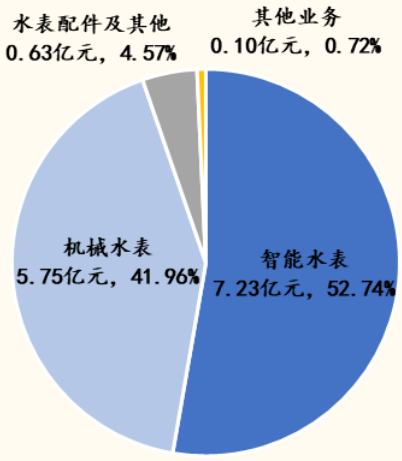
图表 12：2019H1、2020H1 公司业绩情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **专注水表主业，智能机械营收占比近 95%。**2019 年，公司智慧水表的营业收入为 7.23 亿元，占比 52.74%；机械水表的营业收入为 5.75 亿元，占比 41.96%；水表配件及其他营业收入 0.63 亿元，占比 4.57%。除主营业务外，其他业务实现营收 0.10 亿元，占比 0.72%。公司始终围绕水计量，致力于将其做精做强，智慧水表业务和机械水表业务对公司业绩贡献巨大。

图表 13：2019 年公司各业务营收占比情况

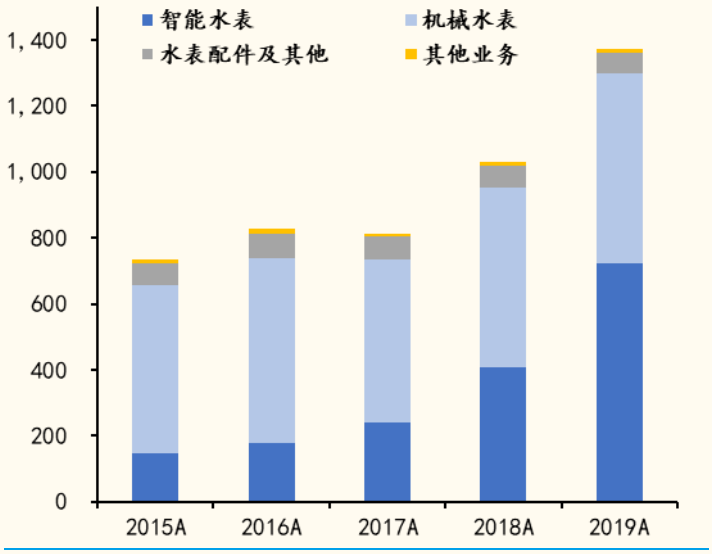


来源：公司公告，国金证券研究所

- **智慧水表强势崛起，机械水表稳步上升。**2015 至 2019 年，智慧水表营收由 1.45 亿元大幅上涨至 7.23 亿元，年均复合增长率达 49.34%，发展态势良好。2019 年，智慧水表平均价格为 243 元，同比增长 3.9%；销量达到 297.4 万只，同比增长 71.5%，销量增幅再创新高。与此同时，机械水表同样作为公司的核心业务，其营收从 2015 年的 5.10 亿元稳步上涨至 2019 年的 5.75 亿元。机械水表的单价虽低于智慧水表的单价，但销量长期维持在较高水平，市场渗透率高。2019 年，机械水表平均价格为 77 元，同比增长 4.6%；销量为 745.9 万只，基本与上年持

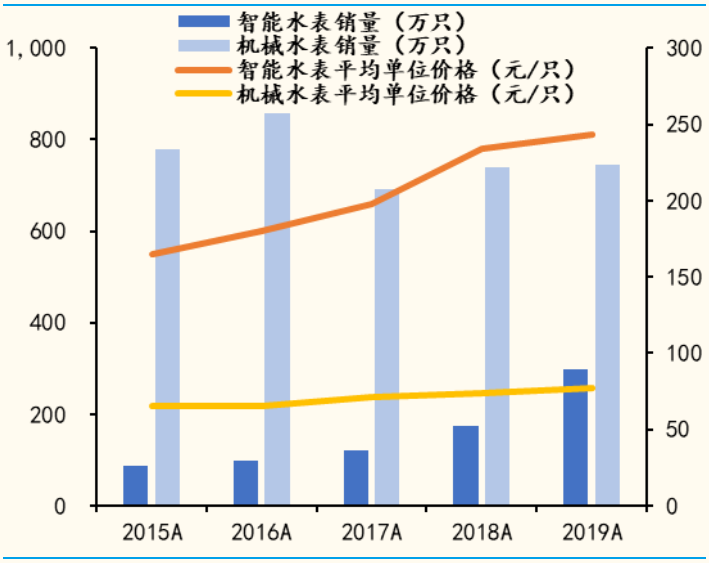
平。智慧水表业绩的快速增长和机械水表业绩的稳定增长，共同驱动了公司整体业绩的可观增长。

图表 14：2015~2019 年分业务营收构成（单位：百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

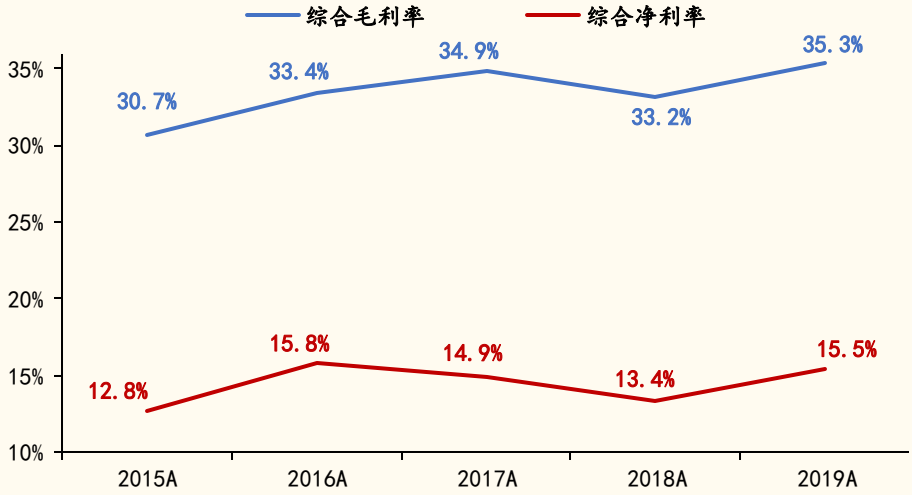
图表 15：2015~2019 年智慧水表、机械水表销量及价格



来源：公司公告，国金证券研究所

- **整体盈利指标稳定，指标规模可观。**2015 至 2019 年，公司综合毛利率小幅波动上升，近五年毛利率均在 30%以上，2019 年增至 35.3%。公司综合毛利率整体上涨，主要受产品销量增加带来的规模效益、产品结构优化等积极因素影响，其中 18 年有所下跌，主要系铜零件等主要原材料上涨所致。公司综合净利率维持在 12%以上，2019 年达到 15.5%，盈利能力稳定。

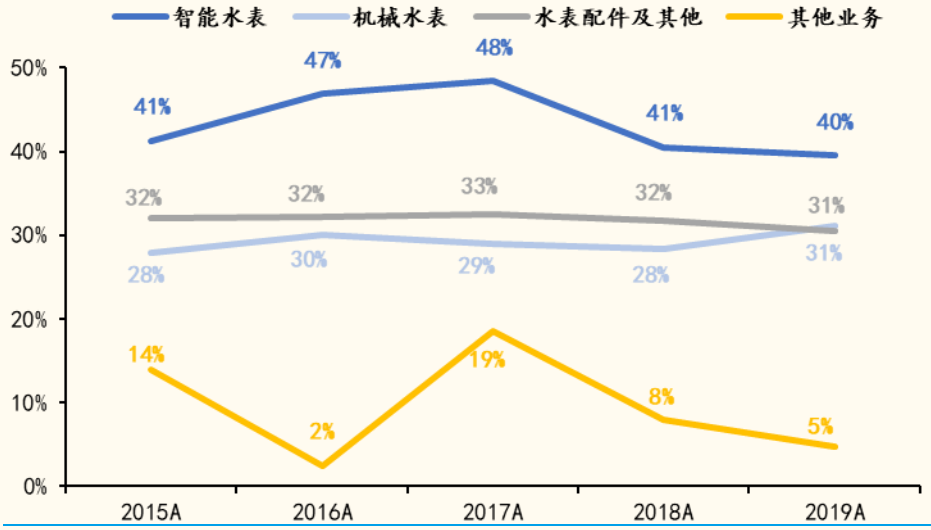
图表 16：2015~2019 年公司综合毛利率、综合净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **分业务毛利率基本稳定，智慧水表维系高位。**近五年，智慧水表毛利率虽略微下滑，但一直维持在高于 40%的水平；机械水表毛利率小有提升，2019 年增长至 31%；水表配件毛利率长期保持在 30%以上；其他业务毛利率较低，2019 年降至 5%。由于技术成熟、市场稳定，机械水表、水表配件的毛利率基本稳定。而技术变化、原材料价格变动、细分产品销售占比变动等因素对智慧水表毛利率有一定影响。2018 年，智慧水表中毛利率较低的无线远传水表销售占比大幅上涨，因此拉低了整体智慧水表的毛利率。但之后持续稳定在 40%左右。总的来说，智慧水表毛利率稍有波动后回稳，分业务毛利率整体基本稳定。

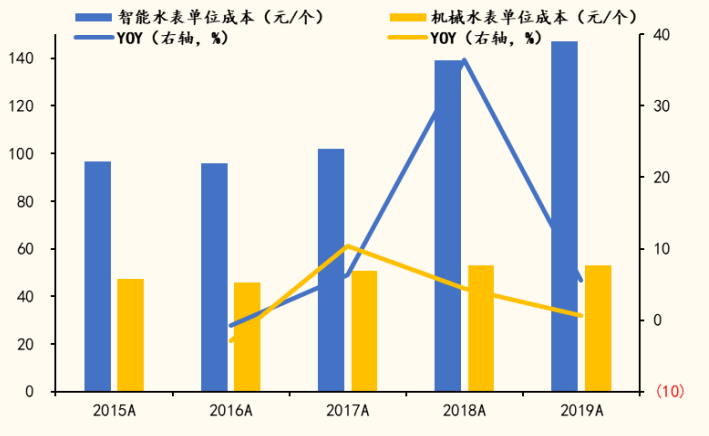
图表 17：2015~2019 年公司分业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

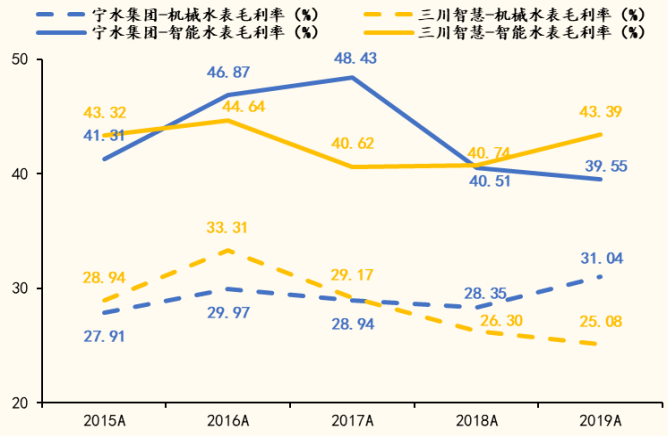
- **单位成本持续小幅上升，成本能够有效传导。**公司机械水表单位成本基本维持稳定，从 2015 年的 47.18 元/个小幅上涨至 2019 年的 53.19 元/个，年均复合增长率为 3%；智慧水表单位成本涨幅较大，从 2015 年的 96.58 元/个升至 2019 年的 146.98 元/个，CAGR 为 11%。智慧水表成本变动较大，主要在于受原材料价格波动及直接人工成本上升影响。我们对比了宁水和三川分业务毛利率情况，整体来看毛利率较为一致，机械表约在 25%～30%前后，智慧水表约在 40%～44%前后。机械水表作为公司的成熟产品，宁水集团产品毛利率较为稳定，2015-2019 年公司机械水表业务毛利率由 27.91%小幅升至 31.04%，目前略优于同行；公司智慧水表毛利率则略低于同行，主要是 NB 表毛利率略低于 LoRa 表，且 NB 表占比增加较快所致。公司毛利率整体处于稳定，可见虽然成本端持续上升，公司可以有效传导成本至下游客户。

图表 18：2015~2019 年公司智慧水表、机械水表单位成本



来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

图表 19：2015~2019 年宁水集团、三川智慧分业务毛利率情况



来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

- **订单披露不断，下沉市场新破冰。**经过多年布局与发展，公司目前已实现覆盖东北、华北、华南、华中、西南、西北、苏沪皖、浙闽八个大区的全国性营销服务网络。2019 年初至 2020 年 7 月，公司公告的重大项目中标情况如下。可以看到，在智慧水表需求十分可观的市场大环境下，公司率先进入 NB-IoT 水表、LoRa 水表等智慧水表赛道，研发能力突出、产品质量优异、综合实力强劲，尤其是公司所研发生产的 NB-IoT 水表（DN15、DN20、DN25）得到了下游水务公司的广泛认可，

对公司的经营业绩产生了积极的影响。同时，公司销售渠道进一步下沉，2020 年上半年 NB-IoT 智慧水表规模商用在黑龙江省、吉林省、湖北省、湖南省等所辖县市新区域实现破冰，可以预见的是随着智慧水表不断向二三四线城市渗透，公司订单有望继续高增。

图表 20：公司公告重大订单情况

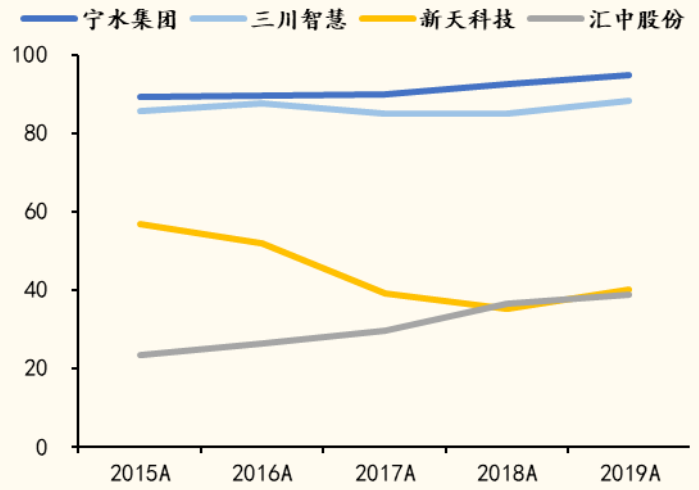
公告时间	招标单位	项目名称/内容	中标金额（万元）
2019.03	克拉玛依市水务有限责任公司	供水业务分离移交-矿区民用计量仪表维修（无线远传水表采购项目）	2171.30
	天津津滨威立雅水业有限公司	津滨威立雅公司超期居民自来水表更换项目NB-IoT物联网水表采购	2832.50
2019.07	北京市自来水集团有限责任公司	2019年度DN15～DN20户用远传水表采购及安装	3681.60
	上海城投水务（集团）有限公司供水分公司	2019年度DN15及DN20小口径物联网（NB-IoT）远传水表的采购及安装	1820.00
	北京市自来水集团京兆水表有限责任公司	2019年度无线远传基表采购	5057.30
		2019年度机械水表采购	871.00
2019.11	天津津滨威立雅水业有限公司	超期居民自来水表更换项目（NB-IoT物联网水表采购-第3标段）	5559.40
2019.12	七台河市供排水总公司	七台河市供排水总公司“无线远传阀控水表采购”项目(NB-IoT无线阀控水表、NB-IoT无线远传水表及LoRa)	5464.02
2020.04	大庆市北控企业管理有限公司	大庆石油管理局有限公司民用供水业务分离移交维修改造工程智能水表采购第一标段：NB-IoT无线远传水表	2206.90
2020.07	上海城投水务（集团）有限公司供水分公司	2020年上海城投水务（集团）有限公司小口径物联网（NB-IoT）远传水表采购及安装项目	未披露

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

2.2 竞争优势显著，龙头有望优先受益

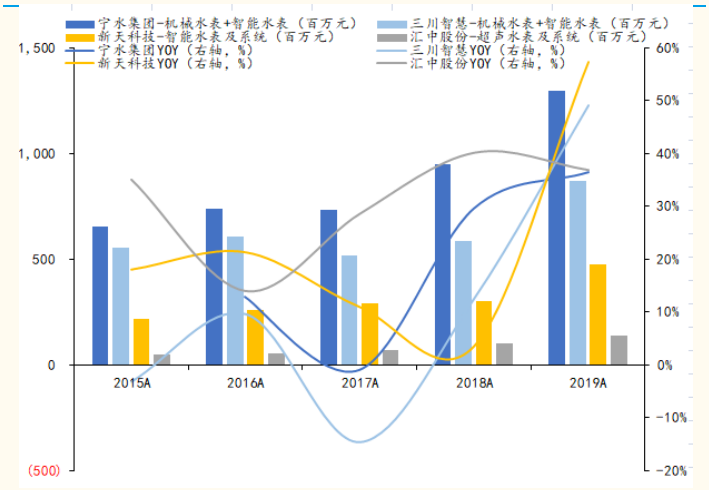
- **营收规模遥遥领先，水表增速显著。**公司专注以水表业务（机械水表+智慧水表）的生产和制造，水表营业收入占整体营收比例在 2015-2017 年之间均在 90%左右，2019 年进一步提高达到 94.71%。从收入规模来看，2015-2019 年公司水表业务的营业收入由 6.55 亿元上涨至 12.99 亿元，年复合增长率高达 18.64%。尤其是 2018-2019 年，公司水表业务营收大幅提升，同比增长 29.71%、36.59%，相较于同类可比公司，水表业务规模高居第一，且持续多年保持行业龙头地位。

图表 21：宁水集团及同类可比公司水表业务营收占比(%)



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

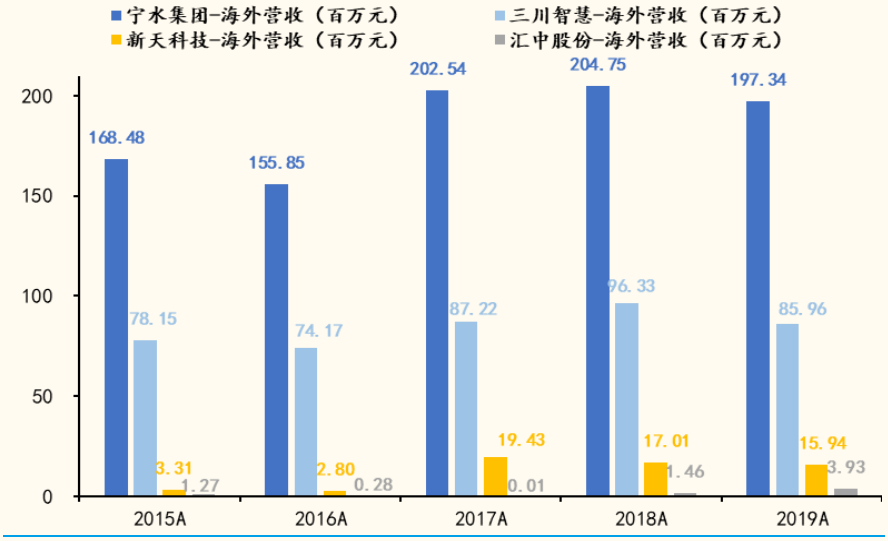
图表 22：宁水集团及同类可比公司水表业务营收情况



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- **海外业务出口第一，占比降低风险收缩。**与同类上市公司相比，宁水集团更为注重海外市场的开拓与发展，在欧洲、北美、南美、非洲、东南亚、中亚、中东等地建立经销网络，产品销往 80 多个国家和地区，致力于扩大宁波水表在全球的影响力。2015-2019 年，宁水集团海外营收由 1.68 亿元增至 1.97 亿元，年复合增长 4.03%。近五年，公司海外营收占总营收比例分别为 22.93%/18.86%/24.88%/19.89%/14.39%，逐步降低，有利于收缩海外疫情和人民币升值风险。

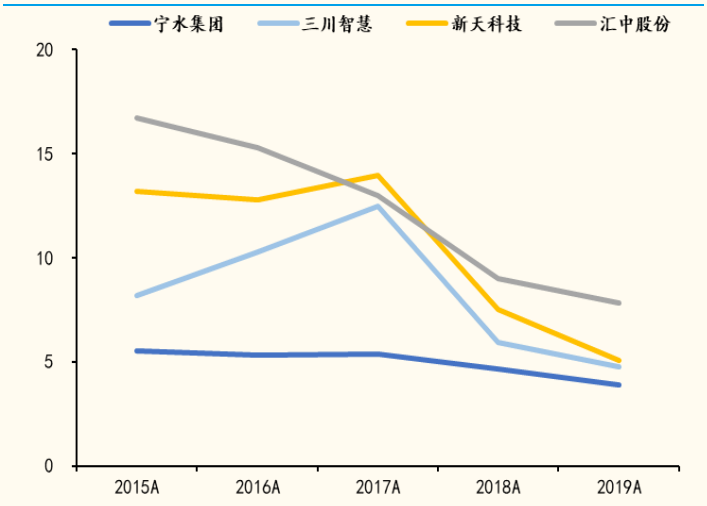
图表 23：2015~2019 年宁水集团及同类可比公司海外营收情况



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

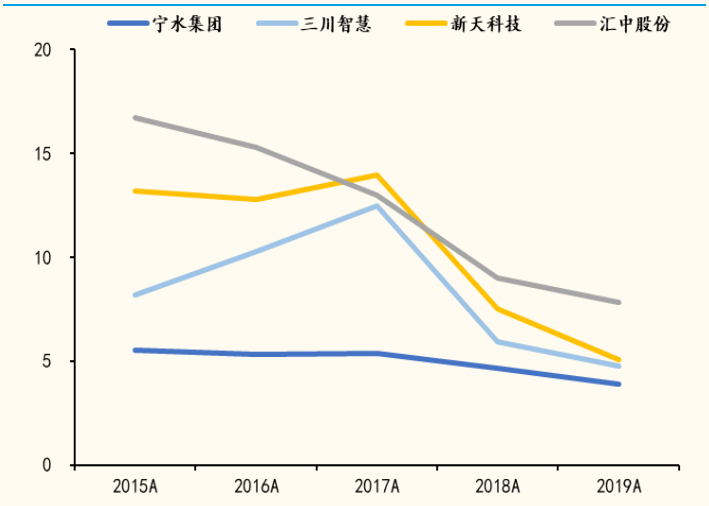
- **管理费用率低彰显管理水平优势。**受益于规模效应积极影响，公司管理费用率维持在较低的水平，且呈现逐年下降趋势，由 2015 年的 5.52%降至 2019 年的 3.90%。其次，由于公司业务规模不断扩大，销售人员、售后人员薪酬增加，以及智慧水表较机械水表多出售后服务成本，销售费用率不断上升，由 2015 年 5.94%升至 2019 年的 12.53%，但相较于同类可比公司，一直维持在合理水平。我们认为公司依靠优异的管理水平维系了行业较低的综合费用率水平，彰显公司竞争实力强劲。

图表 24：宁水集团及同类可比公司销售费用率(%)



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 25：宁水集团及同类可比公司管理费用率(%)

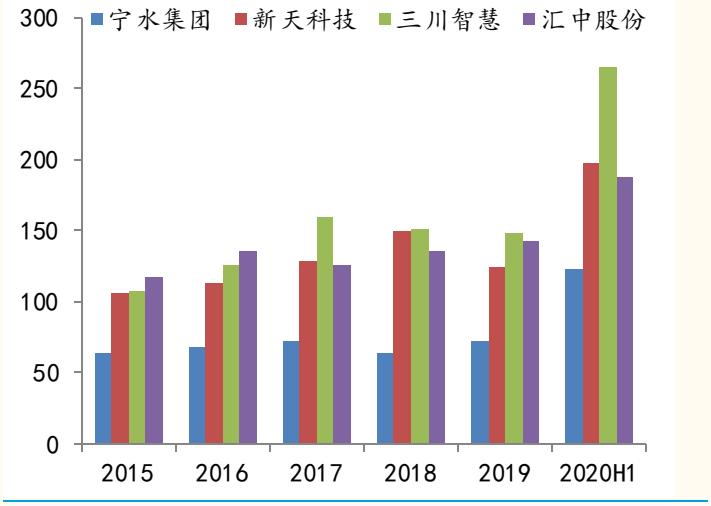


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- **经营效率高指标位列行业第一。**我们从应收账款、和存货周转天数两个角度来看，近五年公司两项指标均长期位居同类可比公司最低位置，

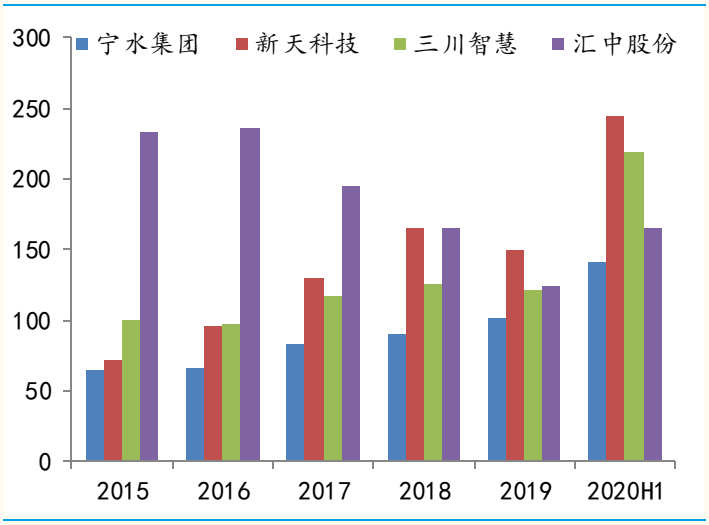
以 2019 年为例，行业平均数值（不含宁水集团）为 138.49 天和 132.16 天，宁水集团为 71.90 天和 100.89 天，明显低于行业平均水平，表明公司具有出色的下游议价能力和经营管理效率。

图表 26：可比公司应收账款周转天数（单位：天）



来源：WIND、国金证券研究所

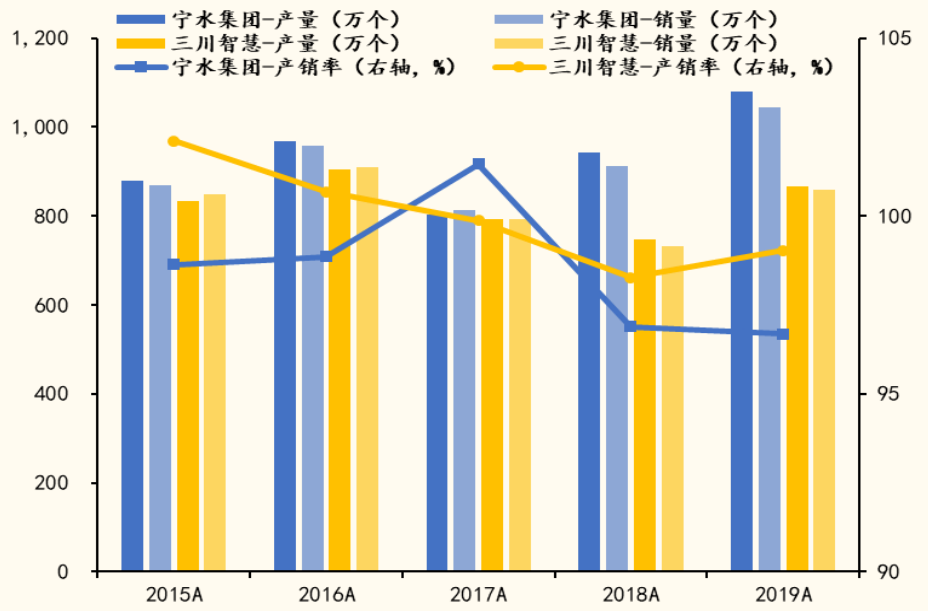
图表 27：可比公司存货周转天数（单位：天）



来源：WIND、国金证券研究所

- **水表产销率维持较高水平。**公司水表产量由 2015 年的 879.94 万个升至 2019 年的 1079.19 万个，年复合增长 5.24%，公司水表销量由 2015 年的 867.70 万个上涨至 1043.33 万个，年复合增长 4.72%，同时公司产销率一直维持在较高水平，2019 年，公司产销率达 96.68%，基本满产满销。公司与三川智慧业务重合度较高，经对比发现行业在这点也有较强共性，一方面验证了行业景气水平，另一方面也说明行业维系很高产销率属于正常现象。不必担忧的是如果后续订单继续高增，公司可以通过增加工作班次提高产销率（上述产销率为两班工作制基础）。

图表 28：2015~2019 年宁水集团、三川智慧产销情况



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- **综上，**我们认为公司水表业务行业规模第一，增速可观，管理水平优异，经营效率领先，在行业高增背景下，有望优先享受行业红利，在智慧水表的助推下实现公司业绩快速增长。

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

- **根据行业发展情况以及公司市占率变化我们假设：**

（1）假设智慧水表 2020-2022 年销量分别为 450 万、585 万和 760.5 万台；销量同比增长 51.30%和 30%、30%，其中 2020 年上半年公司智能表销量 120~150 万台左右，增长接近 200%，我们预计 2020 年目标实现 450 万台销量，2021 年和 2022 年，公司作为智慧水表龙头企业增速有望略高于行业增速，因此给予 30%销量增速。价格方面，公司材料成本上涨压力基本可以有效传导至下游，因此假设未来三年毛利率稳定与 2019 年相似，为 39%；

（2）假设机械水表增量甚微，2020-2022 年销量分别为 750 万、755 万和 760 万，比 2019 年 0.93%增长率略低 0.3%，基本维系稳定；同时毛利率方面材料价格上涨也能传导至下游客户，毛利率维系稳定在 29%，售价分别为每台 80 元、83 元和 85 元；

（3）假设水表配件及其他 2020-2022 年营业收入延续前三年趋势，分别下降 8%、7%和 7%，毛利率维持在 30%；

（4）假设其他营业收入维系低位保持不变，2020-2022 年均为 990 万元，毛利率维持在 5%。

图表 29：公司智慧水表、机械水表销售情况及预测

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
智慧水表销量（万个）	88.35	99.01	121.4	173.41	297.43	450	585	760.5
YOY（%）	-	12.07%	22.61%	42.84%	71.52%	51.30%	30.00%	30.00%
机械水表销量（万个）	779.35	857.57	692.08	739.04	745.9	750	755	760
YOY（%）	-	10.04%	-19.30%	6.79%	0.93%	0.55%	0.67%	0.66%
水表总销量（万个）	867.7	956.58	813.48	912.45	1043.33	1200	1340	1520.5
YOY（%）	-	10.24%	-14.96%	12.17%	14.34%	15.02%	11.67%	13.47%
智慧水表均价（元/个）	164.56	180.49	197.74	233.93	243.13	255	265	275
YOY（%）	-	9.68%	9.56%	18.30%	3.93%	4.88%	3.92%	3.77%
机械水表均价（元/个）	65.44	65.46	71.22	73.75	77.14	80	83	85
YOY（%）	-	0.03%	8.80%	3.55%	4.60%	3.71%	3.75%	2.41%

来源：公司公告，公司招股说明书，国金证券研究所

- 我们预测公司 2020-2022 年分别实现营业收入 18.15、22.40、27.97 亿元，同比增长 32.38%、23.44%和 24.85%；归母净利润分别为 2.87、3.64、4.53 亿元，同比增长 34.99 %、26.87%、24.54%。

图表 30：公司分业务盈利预测

业务分支	指标名称	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
智慧水表	营业收入（百万元）	405.67	723.15	1147.50	1550.25	2091.38
	增长率（%）	68.99%	78.26%	58.68%	35.10%	34.91%
	毛利率（%）	41%	40%	39%	39%	39%
机械水表	营业收入（百万元）	545.02	575.39	600.00	626.65	646.00
	增长率（%）	10.58%	5.57%	4.28%	4.44%	3.09%
	毛利率（%）	28%	31%	29%	29%	29%
水表配件及其他	营业收入（百万元）	67.94	62.69	57.67	53.64	49.88
	增长率（%）	-7.49%	-7.73%	-8.00%	-7.00%	-7.00%
	毛利率（%）	32%	31%	30%	30%	30%
其他业务	营业收入（百万元）	10.68	9.90	9.90	9.90	9.90
	增长率（%）	36.73%	-7.27%	/	/	/
	毛利率（%）	8%	5%	5%	5%	5%
合计	**营业收入（百万元）**	**1,029.31**	**1,371.12**	**1815.07**	**2240.44**	**2797.16**
	增长率（%）	**26.42**	**33.21**	**32.38%**	**23.44%**	**24.85%**
	综合毛利率（%）	**33.15**	**35.31**	**35.22%**	**35.84%**	**36.41%**

来源：WIND、公司公告，国金证券研究所

3.2 投资建议及估值

- 我们选取 3 家可比公司对宁水集团进行估值。三川智慧与宁水集团业务结构最为接近，主营机械表和智能表；新天科技主营智慧水表、智慧燃气表、农用表、电表等，其中智慧水表营收占比接近一半，公司不生产机械表；威派格主营二次供水设备，也是智慧水务应用端重要组成部分，具有相似成长逻辑。综合来看，若考虑威派格，宁水集团相对 PE 低于行业平均，相对 PB 略高于行业平均；若不考虑威派格，宁水集团相对 PE 略低低于行业平均，相对 PB 高于行业平均。我们认为公司作为智慧水表行业龙头，市占率达到 20%以上，且有集中度提升趋势，理应给予高于行业平均估值水平。

图表 31：可比公司估值一览

序号	股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（万得一致预测均值）			PE			PB		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	300259	新天科技	5.66	0.30	0.37	0.45	18.74	15.51	12.57	2.70	2.34	2.02
2	603956	威派格	17.37	0.35	0.67	1.28	49.28	26.01	13.60	6.09	5.30	4.22
3	300066	三川智慧	5.74	0.24	0.29	0.35	24.07	20.06	16.30	2.98	2.63	2.28
中位数——不含威派格							21.40	17.78	14.44	2.84	2.48	2.15
平均数——含威派格							21.40	17.78	14.44	2.84	2.48	2.15
中位数							24.07	20.06	13.60	2.98	2.63	2.28
平均数							30.70	20.53	14.16	3.92	3.42	2.84
1	**603700**	**宁水集团**	**31.93**	**1.41**	**1.79**	**2.23**	**22.64**	**17.85**	**14.33**	**4.41**	**3.66**	**3.00**

来源：WIND、国金证券研究所

- 我们预计公司 2020～2022 年 EPS 分别为 1.41、1.79 和 2.23 元，对应现股价 PE 为 22、17 和 14X。公司所处行业正处于高速发展期，公司亦为智慧水表龙头公司，我们看好公司未来发展前景，同时参考可比公司估值比较，首次覆盖给予“买入”评级，参考 2021 年业绩以及相对 PE，给予 25X 目标估值，对应目标价格 45.09 元。

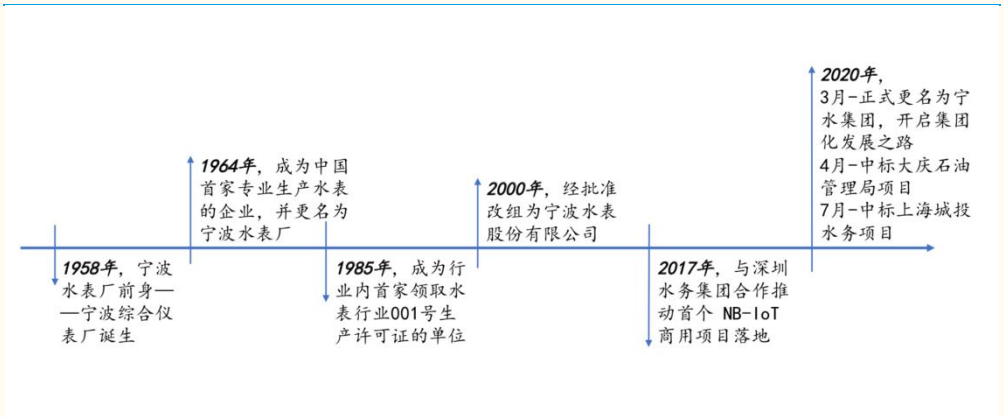
4. 风险提示

- **NB-IoT 水表推广应用不及预期。**智慧水表替代机械水表情况未及预期，NB-IoT 水表需求增速放缓。
- **疫情持续影响海外出口市场。**公司近五年海外市场营收占比均在 14%以上，若疫情在海外长期未得到有效控制，可能持续影响公司海外营收。
- **政策加强对下游房地产行业的调控。**房地产投资收缩，水表增量需求疲软。
- **行业竞争加剧导致销售不及预期风险。**若后续新进入者较多行业竞争加剧，或可能导致智能仪表行业价格受损，行业原有参与者市场份额被抢占，从而导致公司整体业绩不及预期。
- **应收账款规规模较大带来坏账风险。**公司应收账款占比较高，若后期无法如期回款将导致一方面规模继续扩大，另一方面坏账风险继续提高。

5. 附录

- **公司深耕水计量行业多年。**公司成立于 1958 年 6 月，前身为全民与集体联营企业宁波水表厂。2000 年 9 月，公司经批准改组为宁波水表股份有限公司。公司专注于水计量产业，聚焦于机械水表和智慧水表的研发、生产与销售业务。公司不断开拓国内外市场，产品已销往欧洲、北美、南美等 80 多个国家和地区，持续为客户提供优质产品与服务，多年保持行业领先地位。

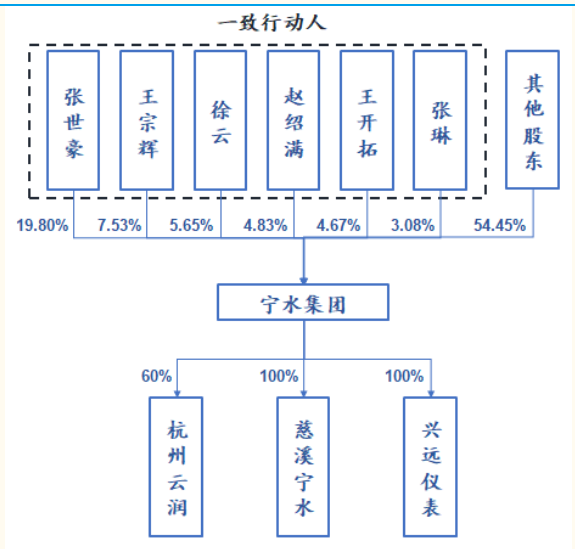
图表 32：宁水集团发展历程



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- **公司股权结构稳定。**据公司 2020 年半年报披露，张世豪、王宗辉、徐云、赵绍满、王开拓和张琳 6 人构成一致行动人，合计持有公司 45.56%的股份，为公司的控股股东、实际控制人。其中，公司董事长张琳与董事张世豪为父女关系，张世豪为持有公司最多股份的股东，股权占比 19.80%。公司管理层及中层干部大部分持有公司股份，公司发展与其个人利益直接相关，公司稳定性高、凝聚力强。

图表 33：宁水集团股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司主营各类水表。**公司主要研发、生产并销售智慧水表、机械水表、水表配件及其他，是国内领先的水表生厂商、出口商之一。公司目前水表细分型号已达 600 多种，满足下游行业不断增长、多样化的需求。随着新技术的成熟，智慧水表日益受到下游客户的青睐，尤其是 NB-IoT 智慧水表及 LoRa 远传水表，得到越来越广泛的应用与认可。

图表 34：宁水集团主要产品

主要类别	划分标准	代表产品	产品图片
机械水表	主要由机械部件构成的测量水流量的仪表	垂直螺翼式水表 承受流量大，压力损失小，灵敏度高，故障概率低，寿命长	
		水平螺翼式水表 超宽量程比，超长计量寿命，安装简单，机芯强度高，防磁防盗	
		复式水表 既满足大流量计量需要，又满足小流量计量需要，计量漏耗小	
智能水表 1.0	基于机械原理带电子装置的水表	LoRa远传水表 采用LORA扩频调制无线传输技术，可靠性强，系统扩容方便，安装维护便捷	
		NB-IoT水表 采用NB-IoT数据传输技术，网络覆盖广，信号稳定可靠，用户方便管理	
智能水表 2.0	基于电和电子原理的水表	超声波水表 数据可远传通信，可多功能配置，寿命长、量程宽，精度高，测量不受杂质影响	
		电磁水表 不受被测介质的温度、粘度、密度和水质状况等影响，量程范围宽，测量精度高，反应速度快，动态特性好	
		射流水表 没有机械传动部件，测量不受杂质影响，持久耐用，准确度高	

来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**814**	**1,029**	**1,371**	**1,815**	**2,240**	**2,797**
增长率		*26.4%*	*33.2%*	*32.4%*	*23.4%*	*24.8%*
主营业务成本	-530	-688	-887	-1,176	-1,438	-1,779
%销售收入	*65.1%*	*66.8%*	*64.7%*	*64.8%*	*64.2%*	*63.6%*
毛利	284	341	484	639	803	1,018
%销售收入	*34.9%*	*33.2%*	*35.3%*	*35.2%*	*35.8%*	*36.4%*
营业税金及附加	-7	-9	-9	-12	-15	-19
%销售收入	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
销售费用	-76	-116	-172	-229	-283	-354
%销售收入	*9.3%*	*11.3%*	*12.5%*	*12.6%*	*12.7%*	*12.7%*
管理费用	-44	-48	-54	-71	-88	-110
%销售收入	*5.4%*	*4.6%*	*3.9%*	*3.9%*	*3.9%*	*3.9%*
研发费用	-23	-32	-42	-56	-69	-86
%销售收入	*2.8%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*
息税前利润（EBIT）	134	137	208	271	348	450
%销售收入	*16.5%*	*13.4%*	*15.1%*	*14.9%*	*15.5%*	*16.1%*
财务费用	-7	1	3	10	12	14
%销售收入	*0.9%*	*-0.1%*	*-0.2%*	*-0.5%*	*-0.5%*	*-0.5%*
资产减值损失	-2	-6	-14	-7	-6	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	10	8	6	4
%税前利润	*n.a*	*0.4%*	*3.9%*	*2.4%*	*1.4%*	*0.8%*
营业利润	135	150	236	321	407	513
营业利润率	*16.6%*	*14.6%*	*17.2%*	*17.7%*	*18.1%*	*18.3%*
营业外收支	9	9	10	10	10	10
税前利润	**144**	**160**	**246**	**331**	**417**	**523**
利润率	*17.7%*	*15.5%*	*18.0%*	*18.2%*	*18.6%*	*18.7%*
所得税	-22	-22	-34	-44	-53	-70
所得税率	*15.5%*	*13.8%*	*13.8%*	*13.3%*	*12.7%*	*13.4%*
净利润	122	137	212	287	364	453
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**121**	**137**	**212**	**287**	**364**	**453**
净利率	*14.9%*	*13.3%*	*15.5%*	*15.8%*	*16.2%*	*16.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	122	137	212	287	364	453
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	19	15	22	21	53
非经营收益	6	0	-11	-19	-16	-14
营运资金变动	-9	-54	-91	-372	-146	-184
经营活动现金净流	**134**	**102**	**126**	**-84**	**223**	**308**
资本开支	-9	-19	-45	-14	-5	-414
投资	8	0	-350	100	100	100
其他	0	0	10	8	6	4
投资活动现金净流	**-1**	**-20**	**-385**	**94**	**101**	**-310**
股权募资	0	0	613	1	0	0
债权募资	0	-42	-8	0	0	0
其他	-77	-47	-92	-61	-61	-61
筹资活动现金净流	**-77**	**-89**	**513**	**-60**	**-61**	**-61**
现金净流量	**56**	**-7**	**254**	**-50**	**263**	**-63**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	230	228	504	454	717	654
应收款项	193	240	396	761	933	1,157
存货	134	212	285	483	591	731
其他流动资产	6	13	354	255	155	56
流动资产	563	693	1,538	1,952	2,396	2,598
%总资产	*81.8%*	*84.0%*	*90.5%*	*91.8%*	*93.2%*	*82.4%*
长期投资	25	26	25	25	25	25
固定资产	87	87	86	85	83	462
%总资产	*12.7%*	*10.6%*	*5.1%*	*4.0%*	*3.2%*	*14.7%*
无形资产	9	11	42	53	55	56
非流动资产	126	132	162	174	174	554
%总资产	*18.2%*	*16.0%*	*9.5%*	*8.2%*	*6.8%*	*17.6%*
资产总计	**689**	**825**	**1,701**	**2,126**	**2,570**	**3,152**
短期借款	50	8	0	0	0	0
应付款项	155	206	334	492	602	745
其他流动负债	56	90	112	153	184	231
流动负债	261	304	446	645	786	976
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	8	8	9	9	9
负债	**268**	**312**	**455**	**654**	**795**	**985**
普通股股东权益	**419**	**511**	**1,244**	**1,470**	**1,773**	**2,165**
其中：股本	117	117	156	203	203	203
未分配利润	240	316	434	660	963	1,355
少数股东权益	2	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	**689**	**825**	**1,701**	**2,126**	**2,570**	**3,152**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.035	1.170	1.358	1.410	1.789	2.228
每股净资产	3.569	4.357	7.958	7.235	8.724	10.652
每股经营现金净流	1.142	0.871	0.806	-0.412	1.097	1.514
每股股利	0.000	0.500	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	29.00%	26.86%	17.06%	19.49%	20.51%	20.92%
总资产收益率	17.62%	16.64%	12.48%	13.48%	14.15%	14.37%
投入资本收益率	24.15%	22.69%	14.34%	15.92%	17.07%	17.95%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.46%	26.42%	33.21%	32.38%	23.44%	24.85%
EBIT增长率	-3.68%	2.22%	50.99%	30.53%	28.30%	29.37%
净利润增长率	-7.18%	13.06%	54.72%	34.99%	26.87%	24.54%
总资产增长率	11.90%	19.71%	106.23%	25.04%	20.87%	22.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.9	65.5	72.9	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	84.2	91.9	102.3	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	48.8	90.7	108.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	38.7	30.4	22.9	15.0	10.3	56.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.81%	-42.84%	-68.50%	-47.79%	-48.83%	-32.49%
EBIT利息保障倍数	18.2	-103.2	-80.2	-27.3	-28.7	-31.7
资产负债率	38.93%	37.80%	26.73%	30.75%	30.93%	31.25%

36 来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**2.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH