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

买入（维持）

2020 年 07 月 16 日

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001

证券分析师 刘博
执业证号：S0600518070002
18811311450
liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,371	1,764	2,239	2,926
同比（%）	33.21%	28.64%	26.92%	30.69%
归母净利润（百万元）	212	267	338	436
同比（%）	54.72%	25.99%	26.52%	28.93%
每股收益（元/股）	1.04	1.32	1.66	2.15
P/E（倍）	29.59	23.49	18.56	14.40

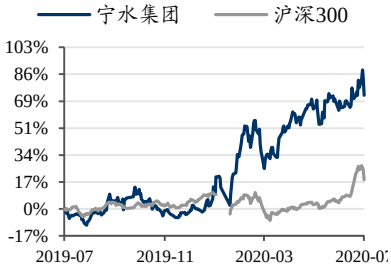
投资要点

- **事件：**公司公告，中标 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，中标数量为 8.50 万只。
- **上海示范项目订单落地，北京和深圳项目落地可期：**此次的 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合计招标数量为 64.50 万只，其中公司中标 8.50 万只、占比为 13.18%，DN15、DN20、DN25 型号的中标价格分别为 238、239、269 元/只。公司今年已经是连续第二年中标上海示范项目，根据我们跟踪产业链的情况，**北京、深圳地区示范性项目有望于近期集中开标**，我们预计公司后续还会有标志性项目落地，打造 NB-IoT 行业标杆龙头可期。
- **行业景气度提升+产品单体价值量提升+市场集中度提升，多重利好共振：****行业层面发生显著边际变化**：1）6 年强制更换政策出台，使得 3.5 亿只存量水表更换需求释放；2）NB-IoT 水表有效解决行业痛点，节水政策强制要求降低漏损率；3）华为和三大运营商的推动，地方政府积极配合并给予一定补贴；因此，新政策+新技术，预计未来三年行业复合增速在 30%左右。公司层面：1）**市场竞争格局良好**：3 家龙头企业市占率接近 40%；2）**在手订单和产能饱满**：考虑到产品结构中 NB-IoT 表占比显著提升，因此，行业景气度提升+产品单体价值量提升+市场集中度提升，多重利好共振，公司业绩高增长是大概率事件。
- **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**。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.66、2.15 元，对应 PE 分别为 23、19、14 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.91
一年最低/最高价	14.89/34.33
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(百万元)	3193.72

基础数据

每股净资产(元)	6.29
资产负债率(%)	20.92
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）：一季报大超预期，显著获益旧改+新基建》2020-04-29

2、《宁水集团（603700）：中标大庆三供一业改造项目+获益旧改力度超预期，公司成长逻辑逐步兑现》2020-04-20

3、《宁水集团（603700）：老字号水表龙头插上 NB-IoT 科技翅膀，获益新基建、走向新未来》2020-04-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：

公司公告，中标 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，中标数量为 8.50 万只。

一、上海示范项目订单落地，北京和深圳项目落地可期

根据招标网的公开信息和公司公告内容，此次的 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合计招标数量为 64.50 万只，其中 DN15、DN20、DN25 型号数量分别为 38.30、24.90、1.30 万只。公司中标数量为 8.50 万只、占比为 13.18%，DN15、DN20、DN25 型号的中标价格分别为 238、239、269 元/只。值得注意的是，公司今年已经是连续第二年中标上海示范项目，根据我们跟踪产业链的情况，**北京、深圳地区示范性项目有望于近期集中开标**，我们预计公司后续还会有标志性项目落地，打造 NB-IoT 行业标杆龙头可期。

二、行业景气度提升+产品单体价值量提升+市场集中度提升，多重利好共振

行业层面，2019 年发生显著边际变化（2 个新政策、1 项新技术）：

1）行业边际变化一：6 年强制更换政策出台，使得 3.5 亿只存量水表更换需求释放；

2）行业边际变化二：NB-IoT 水表有效解决行业痛点，节水政策强制要求降低漏损率；

3）行业边际变化三：华为和三大运营商的推动，地方政府积极配合并给予一定补贴；

因此，新政策+新技术，预计未来三年行业复合增速在 30%左右。

公司层面：1）**市场竞争格局良好**：与传统机械水表分散的市场格局不同，NB-IoT 水表的市场集中度极高，3 家龙头企业市占率接近 40%，且仍在进一步提升；2）**在手订单和产能饱满**：在疫情严重影响项目招投标和产品销售的情况下，公司在手订单数量同比仍有增长，且考虑到产品结构中 NB-IoT 表占比显著提升，因此，行业景气度提升+产品单体价值量提升+市场集中度提升，多重利好共振，公司业绩高增长是大概率事件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三、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）》； 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》	国务院、发改委、科技部、财政部、商务部、市场监管总局、国家粮食和物资储备局等	尚未实现
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	中央全面深化改	故障报警响

	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》	革委员会、应急管理部、市场监管总局	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

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.66、2.15 元，对应 PE 分别为 23、19、14 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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,538	1,757	2,080	2,487
现金	504	622	659	789
应收账款	343	362	532	636
存货	285	363	457	617
其他流动资产	407	410	431	445
非流动资产	162	218	278	363
长期股权投资	6	11	14	19
固定资产	86	133	185	260
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	1,975	2,358	2,850
流动负债	446	504	648	801
短期借款	0	0	0	0
应付账款	326	360	508	629
其他流动负债	120	144	140	172
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	522	674	835
少数股东权益	2	-11	-28	-49
归属母公司股东权益	1,244	1,465	1,712	2,064
负债和股东权益	1,701	1,975	2,358	2,850

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	140	226	211	344
投资活动现金流	-385	-68	-80	-114
筹资活动现金流	512	-39	-94	-100
现金净增加额	268	119	37	130
折旧和摊销	15	16	24	34
资本开支	45	51	56	80
营运资本变动	-91	-43	-143	-125

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,371	1,764	2,239	2,926
减:营业成本	887	1,156	1,463	1,916
营业税金及附加	9	12	15	20
营业费用	172	221	281	367
管理费用	54	134	165	216
财务费用	-3	3	12	25
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	284	363	471
加:营业外净收支	10	11	10	10
利润总额	246	295	373	481
减:所得税费用	34	41	51	66
少数股东损益	0	-13	-17	-21
归属母公司净利润	212	267	338	436
EBIT	231	278	355	461
EBITDA	246	295	379	495

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.04	1.32	1.66	2.15
每股净资产(元)	6.12	7.21	8.42	10.16
发行在外股份(百万股)	156	203	203	203
ROIC(%)	15.9%	16.2%	17.6%	18.9%
ROE(%)	17.0%	17.5%	19.1%	20.6%
毛利率(%)	35.3%	34.4%	34.7%	34.5%
销售净利率(%)	15.5%	15.2%	15.1%	14.9%
资产负债率(%)	26.7%	26.4%	28.6%	29.3%
收入增长率(%)	33.2%	28.64%	26.92%	30.69%
净利润增长率(%)	54.7%	25.99%	26.52%	28.93%
P/E	29.59	23.49	18.56	14.40
P/B	5.05	4.29	3.67	3.04
EV/EBITDA	22.09	18.04	13.92	10.36

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