公用事业中期投资策略

证券分析师：刘博
执业证号：S0600518070000
电话：18811311450
研究助理：唐亚辉
电话：18806288427
2020年7月12日

目录



- 核心观点：近年来公用事业板块相对收益的胜负手在于PE而不是EPS
- PE中枢有望抬升的细分领域一：地方能源国企转型和配电网改革
- PE中枢有望抬升的细分领域二：科技赋能传统行业的公用事业设备
- PE中枢有望抬升的细分领域三：高分红高股息率的水电行业龙头
- 风险提示

核心观点：公用事业板块相对收益的胜负手在于PE而不是EPS

股价=EPS*PE，因此股价的波动，既可能来自于EPS的变化，也可能来自于PE的变化，或者二者兼有.我们通过复盘2003年以来上证综指、中信公用指数的表现，可以发现：

1）**2004年1月-2004年6月**：中信公用指数相对上证综指超额收益明显，区间内超额收益最高达到15.37%；同期内，中信煤炭指数的PE相对上证综指涨幅比较明显，区间内PE相对最高涨幅达到55.68%；而2004Q1、Q2的单季度EPS同比增速分别为2.46%、-18.95%。由于区间内EPS同比增速先上升、后下降，而相对收益始终为正值，所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于PE的变化。

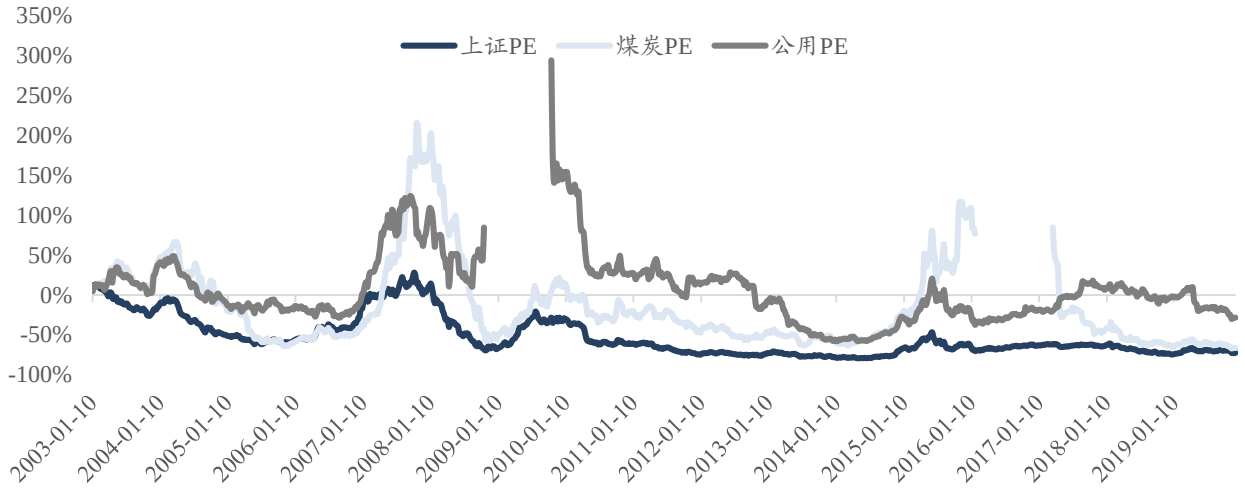
2）**2004年7月-2007年6月**：中信公用指数相对上证综指超额收益为负值，区间内超额收益最大负值为-39.49%；同期内，中信公用指数的PE表现仍然优于上证综指，但是相对涨幅先下降、后上升；而2004Q3-2007Q2这12个季度的EPS同比增速先下降、后上升，波动区间为-50.14%-65.25%。由于区间内EPS的波动较为剧烈，而相对收益始终为负值，所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于PE的变化。

3）2007年7月-2015年6月：中信公用指数相对上证综指超额收益为负值，区间内超额收益最大负值为-119.05%；同期内，中信公用指数的PE表现仍然优于上证综指，但是相对涨幅先上升、后下降；而2007Q3-2015Q2这32个季度的EPS波动较大，同比增速变化幅度为-2250.00%-227.51%。由于区间内EPS的波动较为剧烈，而相对收益始终为负值，所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于PE的变化。

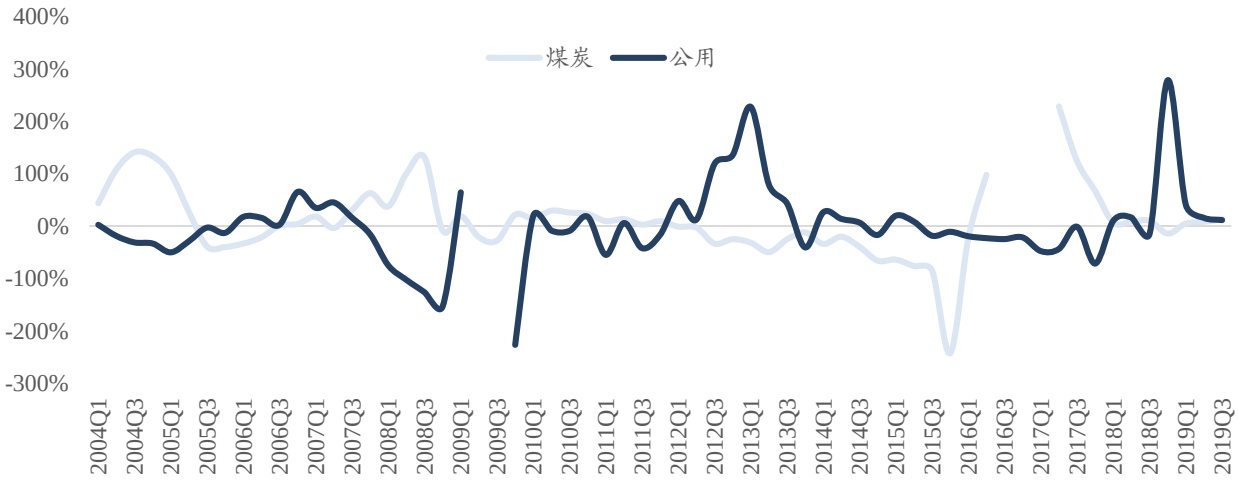
4）2015年7月至今：中信公用指数相对上证综指超额收益为负值，区间内超额收益最大负值为-78.06%；同期内，中信公用指数的PE表现仍然优于上证综指，但是相对涨幅先下降、后上升；而2015年Q3至今17个季度的EPS同比增速先下降、后上升，波动区间为-71.59%-278.40%。由于区间内EPS的波动较为剧烈，而相对收益始终为负值，所以我们认为该阶段的相对收益更多来自于PE的变化。

核心观点：公用事业板块相对收益的胜负手在于PE而不是EPS

图：2003-2019年上证综指、中信煤炭、中信公用指数PE的变化



图：2003-2019年中信煤炭、中信公用板块分季度的EPS增长率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

核心观点：公用事业板块相对收益的胜负手在于PE而不是EPS

因此，展望2020年下半年，我们的核心观点是：**PE才是决定公用事业板块相对收益的胜负手**，因此需关注有可能提振PE中枢的细分领域和个股，例如：

一、地方能源国企转型和配电网改革，推荐【山煤国际】和【三峡水利】

二、科技赋能传统行业的公用事业设备，推荐【宁水集团】和【新天科技】

三、高分红高股息率的水电行业龙头，推荐【长江电力】

表：核心标的及估值情况

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价（元）	EPS			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600546	山煤国际	27516	13.88	0.59	0.69	1.00	24	20	14	买入
600116	三峡水利	19313	10.1	0.26	0.44	0.68	39	23	15	买入
603700	宁水集团	6626	32.6	1.36	1.71	2.16	24	19	15	买入
300259	新天科技	7360	6.26	0.23	0.29	0.38	27	22	16	买入
600900	长江电力	418660	19.03	0.98	1.03	1.04	19	18	18	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所

2017-2020年山西省能源转型和国改进程全梳理：从拉开序幕到改革进入深水区

山西省国企改革时间线梳理		
年份	改革所处阶段	标志
2017年	山西国企改革拉开序幕	王一新副省长在全省国有资产监督管理工作会议上的讲话《解放思想 抢抓机遇 迎难而上 不辱使命 坚决打赢国资国企改革攻坚战》
2018年	山西国企改革有序进行	《2018年国企国资改革行动方案》及“828工程”正式出台
2019年	山西国企改革进入决胜年	《2019年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》的出台
2020年	山西国企改革战略深化，面临最后窗口期	省委书记楼阳生在全省国资国企改革发展工作会议上指出“根上改、制上破、治上立”，国企改革进入深水区，面临最后窗口期，必须要敢于涉险滩

数据来源：东吴证券研究所整理

边际条件显著改善，阻碍能源转型的关键因素正在一一解决

边际变化一：七大煤炭集团核心人事调整完成，解决管理层“想不想”改的问题。

边际变化二：开滦集团和淮南矿业提供借鉴，信达股权退出有望，解决股东层面“能不能”改的问题。

边际变化三：《2019年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》发布，划定国改边界，资产权属明晰，解决顶层设计“可以不可以”改的问题。

七大煤炭集团核心人事职务调整情况（截至2020年6月）

	焦煤集团	山煤集团	潞安集团	阳煤集团	同煤集团	晋煤集团	晋能集团
变更时间	2020.4	2020.4	2019.1	2018.11	2018.11	2019.5	2018.11
新任董事长	赵建泽	王为民	游浩		郭金刚		李国彪
新任总经理	陈旭忠	梁建光	刘俊义	王永革	崔建军	王志清	陈旭忠

数据来源：东吴证券研究所整理

人事层面：原山煤集团董事长执掌焦煤集团，其主导下的HJT项目有望加速落地

根据山西焦煤集团官网，原山煤集团董事长赵建泽履新焦煤集团党委书记、董事长一职，陈旭忠履新总经理一职。截至2020年一季度末，山煤集团资产总计968.86亿元，收入为130.71亿元，净利润为0.99亿元，是山西省七大煤炭集团中资产规模最小的一个。同期，焦煤集团资产总计3522.96亿元，是山煤集团的363.62%；收入为378.67亿元，是山煤集团的289.70%；净利润为4.87亿元，是山煤集团的491.92%；此次赵建泽董事长从山煤集团升迁至焦煤集团，相当于从山西省七大煤炭集团的第七名升迁至第一名。

我们详细梳理了焦煤集团历任董事长的名单：白培中（2008.04-2011.12）、任福耀（2011.12-2013.12）、武华太（2014.01-2019.01）、王茂盛（2019.01-2020.04）。考虑到焦煤集团作为山西省七大煤炭集团的第一名，董事长一职事关重大，此次正式任命前合理推测应该已经考察了相当长时间，而赵建泽作为候选人，在考察期间仍然亲力亲为、牵头主导HJT项目的推进，**因此，我们预计，此次正式任命和合并重组后，其主导下的HJT项目有望加速落地。**

山煤国际：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期

1）公司作为历史包袱最轻的山煤集团旗下唯一上市平台，有能力+有意愿进行能源转型；

2）市场预期差一：产业层面，HIT电池技术已到突破临界点，产业化进程超预期；

3）市场预期差二：公司层面，钧石深耕行业十余载，技术领先+成本下降超预期；

4）市场预期差三：估值层面，业绩兑现尚需时日，产业化导入阶段估值溢价超预期；

盈利预测与投资评级：预计公司2020-2022年EPS分别为0.69、1.00、1.23元，对应PE分别为20、14、11倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行影响煤炭行业需求、煤炭价格大幅波动、HIT项目进展不达预期等。

国网董事长履新后，配电网改革政策频发

2020年1月，毛伟明同志履新国家电网董事长职务后，国网公司印发2020年1号文件《国家电网有限公司关于深化改革奋力攻坚突破的意见》，其中明确提出“积极实施混合所有制改革，引入民营资本参与增量配电试点项目”。3月24日，国网公司发布《进一步支持和推进增量配电业务改革的意见》，进一步明确了改革试点的范围（鼓励电网处于不同发展水平和阶段的地区均衡参与试点）、方式（鼓励在增量配电网规划阶段划分试点区域，促进改革顺利推进；对于已划定配电区域内的存量电网资产，可通过资产入股、出售、产权置换、租赁等方式，依法合规处置）、审批（所有试点项目可研批复和项目公司组建职责下放至省级公司；公司所属出资单位对配电公司股权投资额2亿元以下的投资事项全部由省级公司决策）、合作对象（积极支持民营资本、外资等社会资本参与增量配电试点）等。

图：电改9号文及一系列配套文件梳理

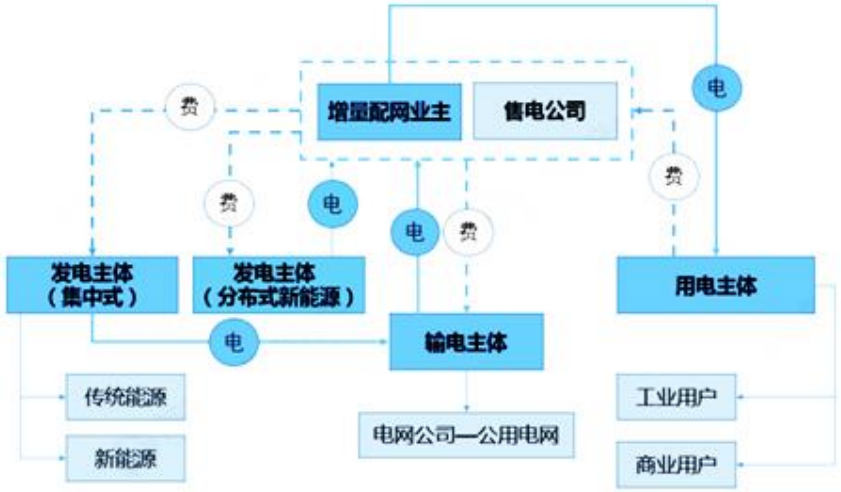


数据来源：易节能、东吴证券研究所

地方配电网改革及资产整合最早源自于电改9号文

2015年3月，中共中央国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（9号文），提出深化电力体制改革的重点和路径是：在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上，按照管住中间、放开两头的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；推进交易机构相对独立，规范运行；继续深化对区域电网建设和适合我国国情的输配体制研究；进一步强化政府监管，进一步强化电力统筹规划，进一步强化电力安全高效运行和可靠供应。

图：增量配电网运用模式



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

配电网改革作为2020年1号文的重要内容，有望加速推荐、全面落实

我们在3月7日外发的深度报告《三峡水利：长电入渝降成本、四网融合迎扩张，电网改革龙头腾飞可期》中已经介绍：

1）电改9号文及配套政策密集出台后，配电网环节鼓励社会资本投资、售电环节有序向社会资本放开成为最大亮点，目前除了国网和南网在手的存量配电网之外，地方存量配电网和增量配电网均有望成为电改推进的突破口。

2）重庆市由于自发电难以满足用电量需求使得外购电占比持续增长、电价显著高于全国平均水平等原因，作为全国首批售电侧改革试点省市，本身存在电改降成本的诉求。

3）在电改浪潮起、重庆作为排头兵的形势下，三峡集团作为拥有最优质发电资产的能源集团，乌、白电站将投产+降低弃水率目标，从单纯发电环节逐步向发配售电一体化平台转型势在必行。

4）三峡水利作为三峡集团旗下唯一的配售电业务平台，未来将会是三峡集团以重庆为核心、逐步向周边和全国范围扩张、整合存量和增量地方配电网的唯一平台，也是配电业务改革试点的显著获益龙头，成长逻辑正在逐步兑现，建议重点关注。

三峡水利：长电入渝降成本、四网融合迎扩张，电网改革龙头腾飞可期

短期：年内配电网改革政策有望持续落地，三峡电入渝显著降低公司外购电成本

中期：三峡集团已经明确三峡水利为唯一配售电平台，中期三峡集团会以重庆为基地，逐渐向周边拓展，持续收购地方配电网资产注入三峡水利；重组完的公司自身有电量增长，这个在重组方案中写的已经比较清楚，每年15%左右的电量增长；未提供业绩承诺的两江长兴是重庆的两江新区，用电量增速较高，三峡集团也会继续投建新的工业园区电网项目；三峡电入渝带来的成本端持续优化，外延+内生+新区+成本优化，复合增速保持在30%以上是大概率事件。

长期：三峡整合地方配电网资产，有望打造除国家电网、南方电网以外的“第三张网”

假设到2030年地方电网售电量占比为23.74%（对应售电量2.79万亿千瓦时），且公司立足重庆、逐步向全国范围内扩张，通过收购、新建、共建等方式整合更多地方存量和增量配电网资产，在地方售电量总额中占比达到10%，则对应售电量规模将达到0.28万亿千瓦时，相比四网融合初期（95.77亿千瓦时）增长28.13倍、相比四网融合中期（173.19亿千瓦时）增长15.11倍。届时，“三峡电网”有望成为除了国家电网、南方电网之外，具备发配售电一体化及综合能源服务提供能力的“第三张网”。

估值及投资建议

20-22年备考EPS分别为0.44、0.68、0.72元，对应PE为23、15、14倍，给予公司“买入”评级。

现象：2019年水表行业头部公司业绩均超预期

2019年，宁水集团实现归母净利润2.12亿元，同比增长54.72%；新天科技实现归母净利润2.73亿元，同比增长83.31%；三川智慧实现归母净利润1.91亿元，同比增长95.65%；行业三大龙头企业业绩均超出市场预期，根据三家公司公告：

1）新天科技业绩增长主要来自于国家政策、行业标准大力支持推动NB-IoT技术的应用，公司NB-IoT智能水表销量实现大幅增长。

2）宁波水表业绩增长主要来自于NB-IoT智能水表等核心产品的推广与商用。

3）三川智慧业绩增长主要来自于NB-IoT智能水表在北京、天津、上海、深圳以及部分省会城市完成大批量供货，智能水表销售量大幅度增长。

表：2019年水表行业头部公司的业绩均超预期（单位：亿元）

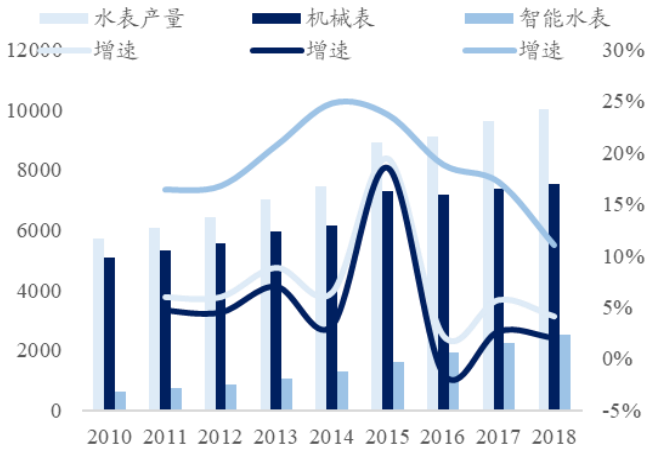
公司名称	成立时间	2019年收入构成	2019年净利润（亿元）	同比增速
宁波水表	1958	机械表42%、智能水表53%、其他15%	2.12	54.72%
新天科技	2000	智能水表及系统40%、工商业智能流量计21%、智能燃气表及系统16%、其他23%	2.73	83.31%
三川智慧	2004	智能表61%、机械表28%、其他11%	1.91	95.65%

数据来源：wind，东吴证券研究所

现状：存量缺口1.30亿只以上，占比目前保有量为37%

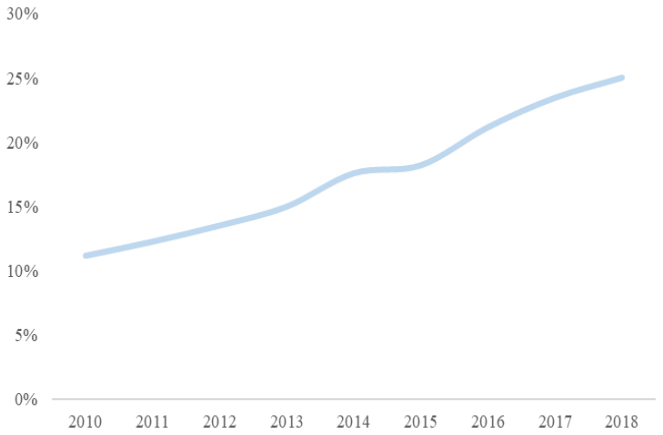
2010-2018年，我国水表产量从0.57亿只上升至1.00亿只，CAGR为7.24%；其中机械表产量从0.51亿只上升至0.75亿只，CAGR为5.00%，虽然增速较低，但是仍然占据了水表产量中超过75%的份额；智能水表从0.06亿只上升至0.25亿只，CAGR为18.59%，占比水表总量已经从10%左右迅速上升至接近25%。我们借鉴《2018年中国智能水表行业分析报告-市场深度分析与发展前景研究》中的测算方法，按照国家发改委“一户一表”的政策要求，则城镇存量水表需求为3.16亿台；农村自来水普及率为81%，对应存量水表需求为1.64亿台，加总后合计存量需求为4.80亿台，考虑到目前我国水表保有量在3.50亿台左右，因此对应存量需求缺口为1.30亿台，占比目前保有量为37.14%。

图：2010-2018年我国水表产量情况（万只）



数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

图：2010-2018年智能水表的市场占有率情况



数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

行业边际变化一：政策出台使得存量更换需求释放

水表行业政策持续落地，对水表使用的量和质均提出明确要求：1）数量上，根据2016年出台的《我国水表行业“十三五”发展规划纲要》，到2020年，水表国内销售量、国内销售收入、出口量和出口交货值争取在2015年基础上分别增长20%、60%、30%和40%；其中，智能水表（含智能应用系统）销售收入占全部水表销售比例达到40%。2）质量上，根据2019年市场监管总局、住建部联合印发的《关于加强民用“三表”管理的指导意见》，严格按照《计量法》规定，对制造的计量器具进行出厂前检定，保证产品计量性能合格，并对合格产品出具合格证；2019年6月底前，对在用的民用“三表”的产品信息、安装和使用时间、是否超期使用、轮换情况等方面进行登记造册，并报当地市场监管部门备案；要及时做好计量失准的计量器具的更换工作。

表：关于水表行业发展的重要政策文件

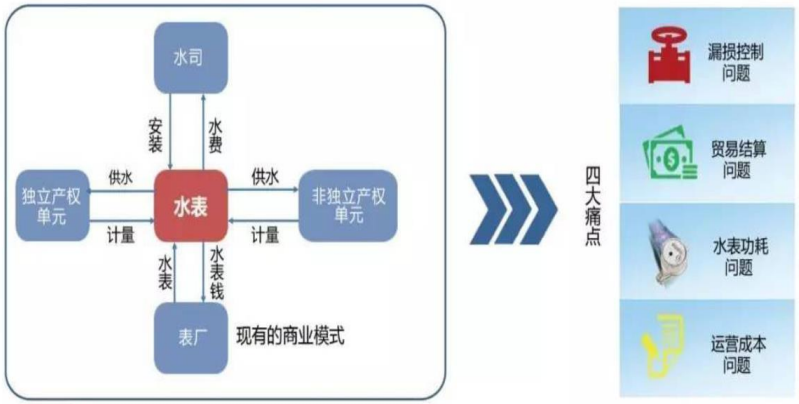
发布时间	发布部门	政策文件	主要内容
2016.02	中国计量协会	《我国水表行业“十三五”发展规划纲要》	加强高性能超声水表、电磁水表、射流水表等产品的设计、工艺、装备、测量技术与可靠性试验方法的研究和开发。加大基础研究与技术攻关力度，保证智能水表2.0产品的性能指标和长期工作稳定性与可靠性，满足用户使用的要求。开展智能水表无线通信及网络接入技术的应用和研发。
2019.01	市场监管总局、住建部	《关于加强民用“三表”管理的指导意见》	对在用的民用“三表”的产品信息、安装和使用时间、是否超期使用、轮换情况等方面进行登记造册，摸清在用民用“三表”的详细情况，及时做好计量失准的计量器具的更换工作

数据来源：发改委、住建部、东吴证券研究所

行业边际变化二：NB-IoT水表有效解决行业痛点

长久以来水务行业存在的三大痛点分别为：1）**漏损问题**：根据中国城镇供水排水协会2016年发布的《城市供水统计年鉴》，2015年全国603个建制市供水企业平均产销差率为20.72%，按照2015年603个建制市供水量415亿立方米计算，则产销差水量（管网漏损、计量损失、盗用水、无收益用水等）约86亿立方米。2）**结算问题**：水表作为供水企业与客户进行贸易结算的重要依据，一旦出现故障或者人工抄录数据错误等情况，都势必导致客户或者供水企业利益受损。目前，大多数供水企业都是通过人工以1、2个月甚至更长时间为周期抄读一次水表，发现问题的周期长、历史用水状况无法还原，需要耗费大量人物力解决纠纷。同时，由于水表人共管理周期长，易产生违法用水行为，损害供水企业利益。3）**成本问题**：主要是由人工成本上升带来的运营成本上升。

图：长期以来，水务行业在运营管理中存在的痛点



数据来源：《NB-IoT智慧水表白皮书》、东吴证券研究所

NB-IoT由于具有广覆盖、多连接、低功耗、低成本等四大特点，可广泛使用于公用事业、智慧城市、消费电子、设备管理、智能建筑、智慧物流、农业与环境等多个应用场景。根据《NB-IoT智慧水表白皮书》，NB-IoT水表可有效解决水务行业三大痛点：1）漏损问题，NB-IoT水表的应用，使得供水企业高质量、大规模应用智能终端变为可能，可实时监控漏损，降低供水企业的产销差；2）结算问题，NB-IoT水表可提供精准的计量（可计量到升）和用水异常监控，可增加售水收入、减少结算纠纷，也为供水企业提供增值服务创造了机会；3）成本问题，NB-IoT水表每天高频次水量数据采集能力可使供水企业对所有的水表运行状况了如指掌，从而大大降低人工管理成本、提高管理效率。

图：NB-IoT水表的应用可有效解决行业痛点



数据来源：《NB-IoT智慧水表白皮书》、东吴证券研究所

以治理管网漏损率为例：

目前，无论是传统的机械表（约80元/只），还是智能表1代（IC卡，约100元/只）、智能表2代（GSM卡，约160元/只）、智能表3代（Lora，约200元/只），均无法解决管网漏损率的问题，核心是无法确定管网漏损的具体位置。所以，绝大部分下游水厂还在采用极端传统的方式，即夜晚以工程队人耳听的方式去修补管网漏损，成本极高、效率极其低下。

NB-IoT水表问世后，以上海市为例，按照上海市地下管网的铺设情况，将上海市划分为若干个网格，在每个网格的主管网上安装一只NB-IoT表，居民家里安装NB-IoT表，同时点、同时段进行计数，然后用主管网的数据流量-居民家用数据流量之和，如果数据差额较大，则说明该段管网存在漏损。

2019年，北京、上海、深圳、天津均采用网格化治理方式，漏损率下降的情况明显改善，于是从2020年开始，北上深以外城市的存量水表更换绝大部分均为NB-IoT水表。

NB-IoT水表加速推广，2020年增速仍有望超预期。

1）2017年3月22日，全球首个NB-IoT物联网智慧水务商用项目发布，1200余只NB-IoT智慧水表在深圳市盐田区和福田区的多个小区完成部署；2018年7月份深圳水务集团启动9万只NB-IoT水表的招标，2020年将持续推广应用实现近50万只智慧水表的更新改造。

2）2017年6月，全球最大规模的NB-IoT商用项目，福州智慧水务项目规模商用部署启动，该项目计划于2018年12月31日前完成全部30万台智能水表更换，覆盖小区数量953个，项目区域每年节水收益预计达到4181.76万元。

3）2017年10月，华为联合三川智慧，在江西省鹰潭市举办10万NB-IoT智能水表商用上线及阶段成果发布会，该项目中三川智慧中标10万台NB-IoT智能水表。

4）NB-IoT水表主要包括：机械基表、机电转换装置、移动通信模组（包含芯片），其中芯片端华为占据绝对优势（占比90%以上），根据公开信息，2018年华为NB-IoT芯片出货量约为1500万、2019年约为5000万，在NB-IoT加速推广的趋势下，2020年预计华为NB-IoT芯片出货量仍有望保持较高增速（1亿以上）。

行业边际变化三：华为和三大运营商的推动，地方政府配合

NB-IoT，全称为窄带物联网，诞生于2014年5月华为和Vodafone共同提出的NB-M2M技术，而后进化为NB-CIoT，在2016年7月确定标准，至此NB-IoT正式形成。根据传输速率的不同，物联网（IoT，Internet of Things）可以分为高速率、中速率、低速率业务，其中：1）高速率业务主要使用3G、4G及WiFi技术，应用于监控摄像、数字医疗、车载导航和娱乐系统等对实时性要求较高的业务；2）中速率业务主要使用2G(GPRS)技术等，应用于POS、智慧家居、储物柜等高频使用但对实时性要求低的场景；3）低速率业务，主要使用低功耗广域网络（LPWAN）技术，应用于传感器、计量表、智慧停车、物流运输、智慧建筑等使用频次低但总数可观的应用场景。NB-IoT就属于低功耗广域网络技术的一种，其余的还有LoRa、Sigfox、ZigBee等。

图：2020年全球物联网连接中，低速率占比为60%



数据来源：华为官网、东吴证券研究所

NB-IoT具备四大特点：

1）**广覆盖：**在同样的频段下，NB-IoT比现有的网络增益20dB，相当于提升了100倍覆盖区域的能力，可覆盖室内和地下室；

2）**多连接：**一个扇区能够支持10万个连接，支持低延时敏感度、超低的设备成本、低设备功耗和优化的网络架构；

3）**低功耗：**工作模式主要以待机为主，只有在需要传输数据时才会启动，所以终端模块的待机时间和电池使用寿命可长达10年；

4）**低成本：**预期单个接连模块不超过5美元。因此，NB-IoT可广泛使用于公用事业、智慧城市、消费电子、设备管理、智能建筑、智慧物流、农业与环境等多个应用场景。

图：2020年全球物联网连接中，低速率占比为60%



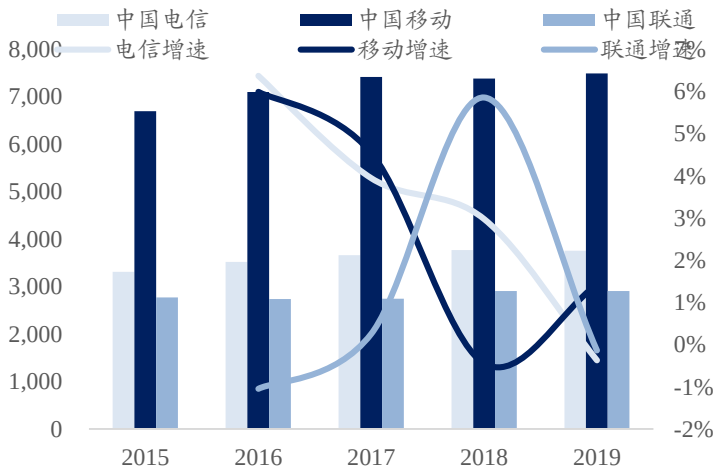
数据来源：电子发烧友、东吴证券研究所

对于华为来说：NB-IoT 的标准是华为制定的，且目前NB-IoT 水表芯片的90%均来自于华为，2018、2019、2020年该款芯片出货量分别为2000万、5000万、1亿以上。

对于三大运营商来说：由于 NB-IoT 水表需要借助基站信号传输数据，所以目前单只水表服务费约为5-6元/年，市场存量为3.5亿只表，我们在前文中已经介绍，市场容量保守估计在4.8亿只以上，假如这些水表均更换为NB-IoT 水表，对于三大运营商来说，会贡献可观的收入和毛利（因为NB-IoT 主要是占用频道，新增投资极少，收入几乎全部是毛利）。

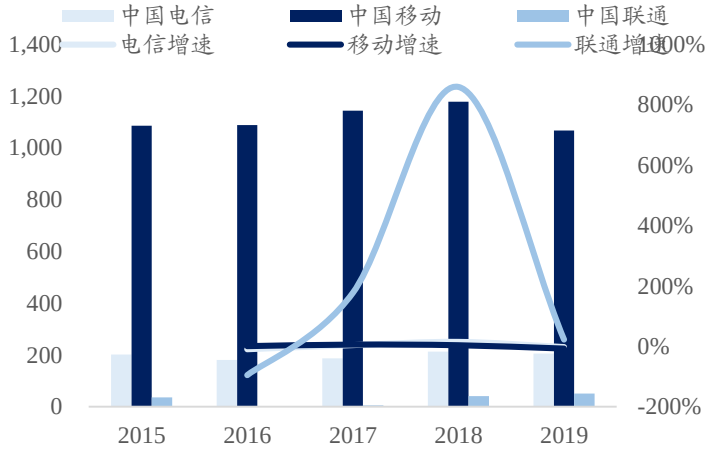
对于下游水厂来说：背后是地方政府，华为和三大运营商主推，地方政府一般会给予支持。

图：2016-2019年三大运营商收入情况（单位：亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图：2016-2019年三大运营商利润情况（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

未来三年市场空间为152亿元/年，其中智能表空间为104亿元/年

根据宁波水表2018年的年报，机械表售价约为73.75元/台、智能水表售价约为233.94元/台，1）假设未来3年，一户一表政策实施到位，则每年存量需求为0.43亿台、旧表更换需求为0.58亿台，如果其中智能表占比为40%，则对应存量需求的市场空间为139.66亿元，其中机械表的市场空间为44.84亿元、智能表的市场空间为94.82亿元；2）每年增量需求为0.08亿台，如果其中智能表占比为50%，则对应增量需求的市场空间为12.31亿元，其中机械表的市场空间为2.95亿元、智能表的市场空间为9.36亿元。3）未来三年，存量+增量需求加总后，合计市场空间约为151.97亿元/年。

表：未来三年水表行业和智能水表的市场空间测算（单位：亿台、亿元）

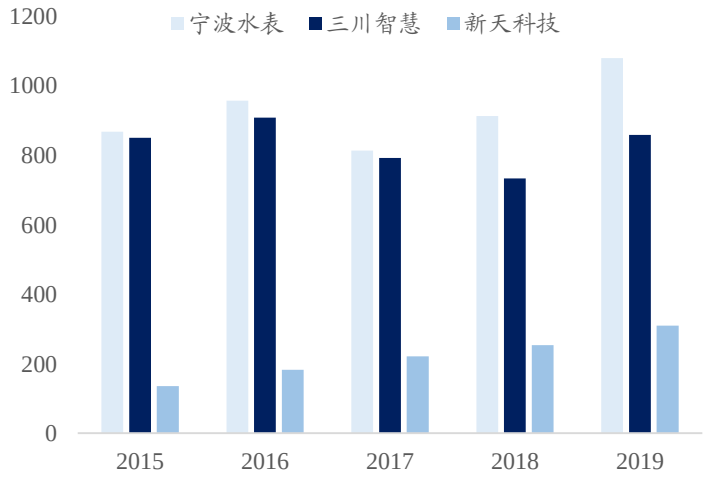
	2020	2021	2022	2023	2024
存量市场					
一户一表	0.43	0.43	0.43		
旧表置换	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
合计	1.01	1.01	1.01	0.58	0.58
其中智能表	0.41	0.41	0.41	0.23	0.23
增量市场					
房地产	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
合计	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
其中智能表	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
合计					
智能表	0.45	0.45	0.45	0.27	0.27
机械表	0.65	0.65	0.65	0.39	0.39
智能表空间	104.18	104.18	104.18	63.63	63.63
机械表空间	47.79	47.79	47.79	28.62	28.62
空间总计	151.97	151.97	151.97	92.25	92.25

数据来源：宁波水表招股说明书、东吴证券研究所

机械表格局极为分散：目前我国水表生产企业约有500-600家，其中龙头企业主要是宁水集团、三川智慧、新天科技这三家，2015-2019年三家头部企业的表计产量合计为1852.84、2047.47、1826.80、1899.35、2247.16万只，占比行业新增总产量分别为20.82%、22.50%、18.99%、18.96%、21.38%。

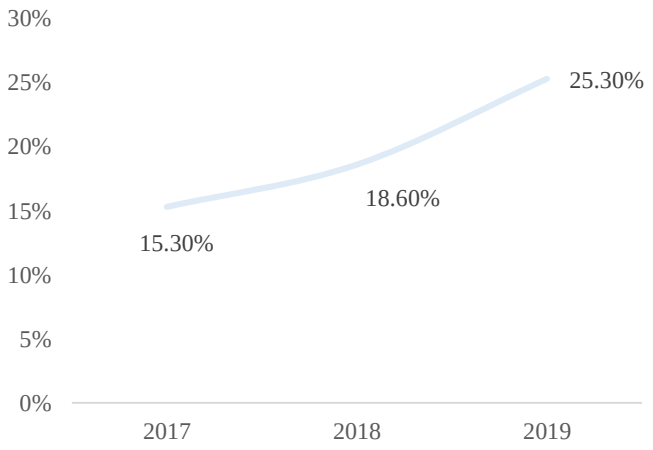
NB-IoT表格局极为集中：2019年NB表总销量约为800万只，根据我们估计，三家龙头企业宁水集团、新天科技、三川智慧市场占有率大概40%左右。

图：主要水表公司2015-2019年产量情况（万只）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图：2017-2019龙头企业智能水表市占率



数据来源：wind、东吴证券研究所

考虑到：

1）与传统机械表送货到厂即可确认收入不同，NB-IoT水表安装完成、上传数据、且调试无误后才可确认收入，因此业主方普遍要求，表厂需在业主方当地设立运维服务网点，以实现对业主方数据更新和软件升级的需求实时响应。

2）NB-IoT水表的研发和生产对技术水平要求较高，只有行业龙头企业具备研发、生产和销售能力；

3）NB-IoT水表的运维和数据分析处理能力也对水表企业提出更高要求；

因此，我们预计，在行业高气度形势下，宁波水表、三川智慧、新天科技等龙头企业有望充分获益，市场占有率将进一步提升。

水表行业层面，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，【宁水集团】、【新天科技】等龙头公司在行业高景气度下充分获益：

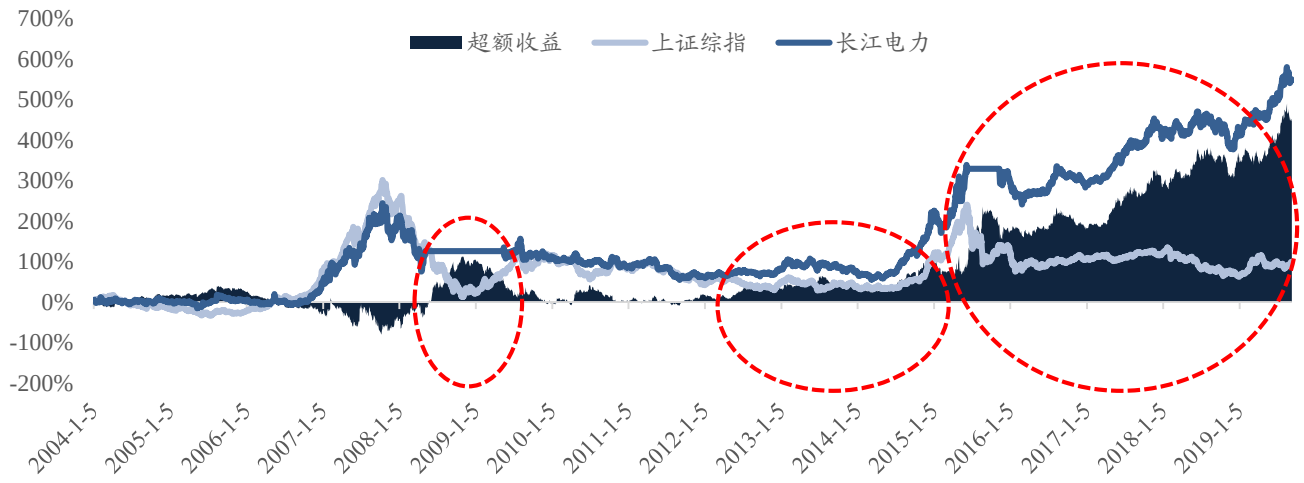
1）**市场竞争格局良好**：与传统机械水表分散的市场格局不同，NB-IoT水表的市场集中度极高，3家龙头企业市占率接近40%，且仍在进一步提升；

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，根据中国招标网的数据，1-6月行业订单数量同比增长30%，我们预计龙头宁水集团上半年收入增长20%左右，预计【宁水集团】、【新天科技】等龙头公司未来三年收入增速30%以上、利润增速30%-40%之间，给予行业目标估值30倍，目前均为20倍出头。

深度复盘长江电力：超额收益2015年以前来自于EPS、2015年以后来自于估值提升

将长江电力从2004年1月以来的股价走势与上证综指作对比，可以发现公司股价的超额收益主要体现在3个阶段：1)2008年6月-2009年5月，上证综指累计下跌20.56%、公司停牌，期间累计超额收益为20.55%、最大超额收益为105.74%。2)2012年5月-2015年4月，上证综指累计上涨58.20%、公司股价累计上涨86.58%，期间累计超额收益为28.38%、最大超额收益为104.90%。3)2015年6月至今，上证综指累计下跌40.33%、公司股价累计上涨51.56%，期间累计超额收益为91.89%、最大超额收益为490.42%。

图：2004-2019年长江电力股价走势和相比上证综指的超额收益情况



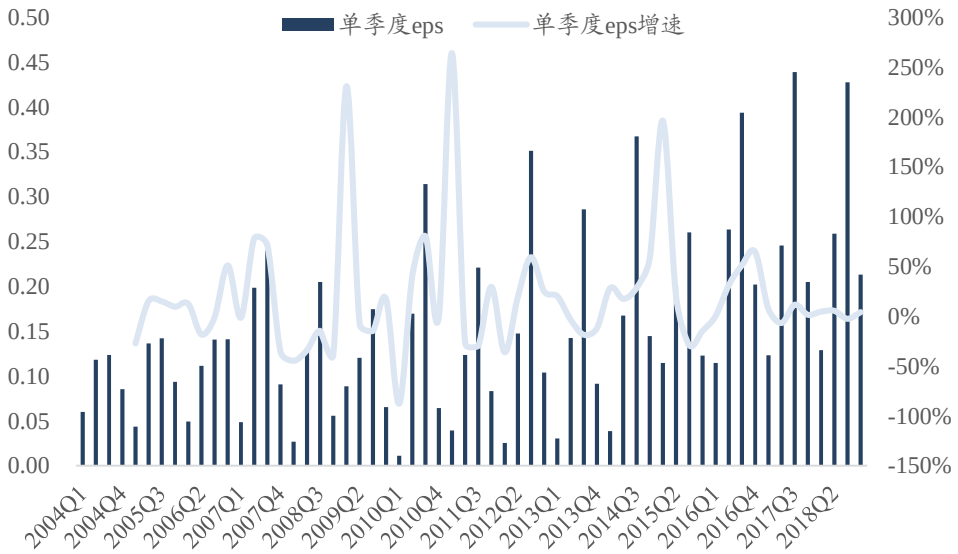
数据来源：wind、东吴证券研究所

由于公司股价的超额收益主要来自于EPS的增长和估值的提升，因此将2004年1月以来公司的单季度EPS数据、10年期国债收益率和30年期美国国债收益率数据分别导出，希望对公司3个阶段的超额收益做一个更为清楚的分拆：

1) **2008年6月-2009年5月**：该阶段超额收益主要是来自于上证综指的下跌，同期公司停牌

2) **2012年5月-2015年4月**：在此期间的12个季度内，公司有9个季度的单季EPS同比增速均为正，只是在2013年的Q2、Q3、Q4单季度EPS增速为负值，该时期增速均值为34.77%，增长主要来自于收购的三峡发电机组贡献以及来水情况较好，这种持续高增长的阶段在公司的发展过程中绝无仅有，因此认为**该阶段股价的超额收益主要来自于公司EPS的增长**。

图：2004-2019年长江电力单季度EPS及同比增速情况



数据来源：wind、东吴证券研究所

3) **2015年6月至今**：2015年公司完成对溪洛渡和向家坝电站全部发电机组的资产收购，公司业务进入稳定运营期，该阶段EPS表现相对平淡，超额收益主要来自于估值的提升：

1、**无风险收益率下行**，该时期10年期国债收益率从2015年下半年的3.64%下降至2019年9月份的3.04%，累计下降幅度为16.42%；30年期美债收益率从2015年下半年的2.94%下降至2019年9月份的2.19%，累计下降幅度为25.51%。

2、**固定股利承诺**，2016年4月29日，公司章程承诺固定股利政策，对2016年至2020年每年度的利润分配按每股不低于0.65元进行现金分红；对2021年至2025年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的70%进行现金分红。

图：2004-2019年10年期国债收益率和美国30年期国债收益率的走势(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

PE中枢有望抬升的细分领域三：高分红高股息率的水电行业龙头

较强的盈利能力是高分红的基础，虽然在亏损状态下上市公司仍可以通过处置留存收益进行分红，但一般情况下公司只有在盈利状态下才会派息；除了盈利能力的高低之外，盈利能力的稳定性也会对分红和股息率造成影响，因此在选股中要将过去3年ROE和净利润增速、预计2019年ROE和净利润增速纳入考察；

最近三年的现金分红比例和股息率反映公司分红意愿，也需纳入考察；同时一致预期的2019年每股股利和对应的2019年股息率也应纳入考察；

另外，**货币资金是公司进行现金分红的直接来源**，现金及现金等价物占比总市值越高，则公司分红的能力越强；另一方面，留存收益越多，则未来的留存收益率可能下降，分红比例提升，同时留存收益高了以后，即使在亏损年度，公司仍可以通过处置留存收益中的未分配利润部分进行分红。那么公用事业和煤炭行业上市公司，货币资金和留存收益占比市值数据也需纳入重点考察。

最后，煤炭和公用事业公司，业绩成长性普遍较小，但是也有部分公司有独特的成长性逻辑，也当纳入重点考察

PE中枢有望抬升的细分领域三：高分红高股息率的水电行业龙头

综合考虑ROE、净利润增速、现金分红比例、股息率、PE、留存收益占比市值、留存收益占比市值、承诺情况，以及公司自身成长力等多项因素后，筛选出相关标的：

长江电力、韶能股份、桂冠电力；考虑基本面的确定性，主要是长电与韶能。

表：公用事业和煤炭行业中关注标的（截至2020.7.10）

	近三年平均ROE	预测2020ROE	近三年平均分红比例	近三年平均股息率	2019年每股股利	2019股息率	货币资金/市值	留存收益/市值	2019EPS	2019年增速	PE ttm
长江电力	16.0	14.2	68%	3.60	0.68	3.60%	1.76%	19.44%	1.03	-4.73%	19.87
韶能股份	8.6	11.2	36%	3.46	0.25	4.18%	5.41%	32.42%	0.28	32.14%	17.41
陕西煤业	23.7	16.0	33%	4.69	0.36	4.69%	24.45%	51.83%	1.10	7.27%	7.01
中国神华	13.8	10.9	46%	6.18	1.26	6.18%	16.45%	77.99%	2.21	-1.41%	8.09
桂冠电力	16.4	16.0	71%	5.83	0.19	5.83%	5.37%	15.38%	0.39	-31.81%	19.24
兖州煤业	13.9	10.9	53%	9.01	0.58	9.01%	69.29%	127.83%	1.61	9.60%	5.93
盘江股份	14.7	12.1	45%	6.32	0.40	6.32%	19.26%	28.95%	0.57	15.41%	10.82
重庆水务	12.1	11.4	79%	5.21	0.26	5.21%	8.71%	19.79%	0.30	16.67%	16.10

数据来源：wind、东吴证券研究所

风险提示

宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，火电发电小时数不达预期；

宏观经济下行使得下游用煤需求减弱，煤炭销量不达预期；

风电、光伏等新能源装机快速投运，挤压火电发电量和发电小时数；

上网电价受到政策影响持续下降。

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

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园