

价值洼地！“买入”评级！

买入（维持）

2021年03月02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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,371	1,524	1,920	2,419
同比（%）	33.21%	11.18%	25.97%	25.97%
归母净利润（百万元）	212	255	318	398
同比（%）	54.72%	20.00%	25.00%	25.00%
每股收益（元/股）	1.36	1.25	1.57	1.96
P/E（倍）	18.98	20.56	16.45	13.16

投资要点

■ 一、关于行业景气度的判断：不是景气度不持续，而是受到疫情影响，延迟确认了，预计从2021年Q1开始体现

2020年Q1-Q3，公司单季度收入增速分别为0.47%、31.49%、13.19%，归母净利润增速分别为32.58%、52.82%、20.35%，市场担忧行业景气度不可持续，所以造成了公司股价表现较为低迷。但是根据我们对于行业的跟踪和判断，由：1）强制更换政策出台；2）新技术新产品（主要是NB-IoT表）的出现解决行业痛点；3）华为和三大运营商主推等三大利好因素带来的行业高景气度并没有消除，只是由于疫情的影响推迟体现了：早年机械表的确认周期一般是一个季度，即当季度发货、当季度确认收入，而现在的智能表，尤其是NB-IoT表，发货-安装-调试-确认，一般确认周期需要2个季度，尤其在疫情的影响下，安装和调试均需要入户，所以行业景气度不是不持续，而是延后确认了（实际上从库存数据来看，2020年Q3库存为3.76亿，其中绝大部分为已发货未确认收入的在途商品），我们预计2020年Q3开始延迟确认的收入，会从2021年Q1开始逐步体现。

■ 二、对于公司合理估值的判断：我们测算公司稳态市值约为90-120亿

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%，考虑到物联网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，如果给15倍就是90亿、给20倍就是120亿市值。

2）当前阶段，建议按照peg给予25倍估值。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；公司层面，渠道+客户+运维竞争力明显，未来3年业绩复合增速25%以上确定性较强，我们建议按照peg给予20-25倍估值，对应目标市值64-80亿市值。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.25、1.57、1.96元，对应PE分别为21、16、13倍，维持“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)	25.77
一年最低/最高价	22.30/39.44
市净率(倍)	3.79
流通A股市值(百万元)	2662.64

基础数据

每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	25.85
总股本(百万股)	203.24
流通A股(百万股)	103.32

相关研究

- 1、《宁水集团公司点评报告：回购股份充分彰显信心，拟通过股权激励将新老业务骨干利益绑定》2020-11-23
- 2、《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》2020-11-01
- 3、《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

## 一、关于行业景气度的判断：不是景气度不持续，而是受到疫情影响，延迟确认了，预计从 2021 年 Q1 开始体现

2020 年 Q1-Q3，公司单季度收入增速分别为 0.47%、31.49%、13.19%，归母净利润增速分别为 32.58%、52.82%、20.35%，市场担忧行业景气度不可持续，所以造成了公司股价表现较为低迷。但是根据我们对于行业的跟踪和判断，由：1) 强制更换政策出台；2) 新技术新产品（主要是 NB-IoT 表）的出现解决行业痛点；3) 华为和三大运营商主推等三大利好因素带来的行业高景气度并没有消除，只是由于疫情的影响推迟体现了：早年机械表的确认周期一般是一个季度，即当季度发货、当季度确认收入，而现在的智能表，尤其是 NB-IoT 表，发货-安装-调试-确认，一般确认周期需要 2 个季度，尤其在疫情的影响下，安装和调试均需要入户，所以行业景气度不是不持续，而是延后确认了（实际上从库存数据来看，2020 年 Q3 库存为 3.76 亿，其中绝大部分为已发货未确认收入的在途商品），我们预计 2020 年 Q3 开始延迟确认的收入，会从 2021 年 Q1 开始逐步体现。

## 二、关于激励机制的判断：通过员工持股将新老业务骨干利益绑定

根据公司半年报内容，持股的高管：张世豪（董事，持股 4023.37 万股）、王宗辉（董事，持股 1530.77 万股）、徐云（董事，持股 1148.81 万股）、赵绍满（董事，持股 981.21 万股）、王开拓（董事，持股 948.19 万股）、张琳（董事，持股 625.63 万股）、徐大卫（财务总监，持股 131.63 万股）、陈翔（监事，持股 97.65 万股）、林琪（监事，持股 35.38 万股）、陈海华（监事，持股 30.96 万股）中，除了张琳（2016 年开始在公司任职）和徐大卫（2010 年开始在公司任职）以外，其他持股高管均从 2000 年以前就在公司任职，属于公司的元老级员工。根据公司公告，此次回购的股份拟用于员工持股，我们预计在即将公布的员工持股名单中，会包含 2000 年之后进入公司、并在公司上市前后扩张过程中充分发挥能力的新一批的业务骨干。此次股份回购一方面体现了公司管理层对于公司发展前景的充分信心，也通过员工持股将新老业务骨干的核心利益充分绑定。至于市场担忧，员工持股的业绩考核目标会以 2020 年业绩为基准，所以是否会存在主观压低 2020 年业绩的可能，在这一点上我们从核心管理层均在公司内从业接近 40 年、且体外没有任何其他资产的角度来看，管理层对于行业和公司应该是有情怀的，我们判断刻意压低业绩，实现股权激励目标的概率比较小。

表 1: 持股的高管中，除了张琳和徐大卫，其他持股高管均为元老级员工

姓名	职务	持股数(股)	高管在公司任职经历
----	----	--------	-----------

张世豪	董事	40,233,657	1968 年至今, 历任公司工会主席、副厂长、厂长、总经理、董事长
王宗辉	董事	15,307,741	1993 年至今, 历任公司技术员、国际贸易部经理助理、国际贸易部副经理、副总经理、总经理
徐云	董事	11,488,100	1982 年至今, 历任公司计划科调度员、办公室副主任、生产科科长、副厂长、副董事长
赵绍满	董事	9,812,074	1982 年至今, 历任公司设计科技术员、助理工程师、技术科副科长、科长、分厂厂长、工程师、厂长助理、副厂长兼任国际贸易部经理、研究所所长、技术副总监
王开拓	董事	9,481,874	1977 年至今, 历任公司模塑车间副主任、办公室副主任、办公室主任、小表厂厂长、机芯分厂厂长、副总经理
张琳	董事	6,256,250	2016 年至今, 历任公司董事、财务总监
徐大卫	财务总监	1,316,300	2010 年至今, 历任公司会计、财务部长、董秘
陈翔	监事	976,518	1999 年至今, 历任公司国内贸易部部长助理、国内贸易部部长、监事
林琪	监事	353,806	1981 年至今, 历任公司工人、整机厂厂长助理、监事会主席兼智能仪表厂厂长
陈海华	监事	309,577	1996 年至今, 历任公司职工代表监事

数据来源: Wind、东吴证券研究所

### 三、对于公司合理估值的判断: 我们测算公司稳态市值约为 90-120 亿

#### 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%, 考虑到物联网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, 如果给 15 倍就是 90 亿、给 20 倍就是 120 亿市值。

#### 2) 当前阶段, 建议按照 peg 给予 25 倍估值

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; 公司层面, 渠道+客户+运维竞争力明显, 未来 3 年业绩

复合增速 25% 以上确定性较强, 我们建议按照 peg 给予 20-25 倍估值, 对应目标市值 64-80 亿市值。

#### 四、跳出传统机械设备的视角, 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

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 1.25、1.57、1.96 元, 对应 PE 分别为 21、16、13 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)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1,538	1,680	2,086	2,335	<b>营业收入</b>	1,371	1,524	1,920	2,419
现金	504	749	729	998	减:营业成本	887	986	1,242	1,565
应收账款	343	266	501	465	营业税金及附加	9	10	13	16
存货	285	268	429	448	营业费用	172	191	241	303
其他流动资产	407	398	427	423	管理费用	54	96	112	137
<b>非流动资产</b>	162	184	236	300	财务费用	-3	3	13	34
长期股权投资	6	11	14	19	资产减值损失	-0	-1	0	0
固定资产	86	99	144	197	加:投资净收益	10	5	4	5
在建工程	0	0	1	1	其他收益	0	0	0	0
无形资产	35	39	44	49	<b>营业利润</b>	236	284	359	452
其他非流动资产	35	35	34	33	加:营业外净收支	10	11	10	10
<b>资产总计</b>	1,701	1,864	2,322	2,634	<b>利润总额</b>	246	296	369	462
<b>流动负债</b>	446	393	615	605	减:所得税费用	34	41	51	64
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	326	259	478	451	<b>归属母公司净利润</b>	212	255	318	398
其他流动负债	120	134	137	154	EBIT	231	277	348	437
<b>非流动负债</b>	8	17	26	34	EBITDA	246	291	367	465
长期借款	0	9	18	26					
其他非流动负债	8	8	8	8	<b>重要财务与估值指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	455	410	641	639	每股收益(元)	1.36	1.25	1.57	1.96
少数股东权益	2	2	2	2	每股净资产(元)	6.12	7.14	8.26	9.81
	1,244	1,452	1,679	1,993	发行在外股份(百万股)	156	203	203	203
归属母公司股东权益					ROIC(%)	15.9%	16.3%	17.6%	18.6%
<b>负债和股东权益</b>	1,701	1,864	2,322	2,634	ROE(%)	17.0%	17.5%	18.9%	20.0%
					毛利率(%)	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%
<b>现金流量表(百万元)</b>	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	15.5%	16.7%	16.6%	16.5%
经营活动现金流	140	317	143	464	资产负债率(%)	26.7%	22.0%	27.6%	24.3%
投资活动现金流	-385	-32	-68	-86	收入增长率(%)	33.2%	11.18%	25.97%	25.97%
筹资活动现金流	512	-40	-95	-109	净利润增长率(%)	54.7%	20.00%	25.00%	25.00%
现金净增加额	268	246	-20	269	P/E	18.98	20.56	16.45	13.16
折旧和摊销	15	14	19	27	P/B	4.21	3.61	3.12	2.63
资本开支	45	17	49	58	EV/EBITDA	17.84	14.27	11.39	8.45
营运资本变动	-91	49	-204	9					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>