

## 2021 一季报点评：业绩符合预期，饱满订单奠定全年高增长基础 买入（维持）

2021 年 04 月 26 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,590	2,051	2,497	2,916
同比（%）	16.0%	29.0%	21.8%	16.8%
归母净利润（百万元）	273	349	441	529
同比（%）	28.6%	27.7%	26.3%	20.0%
每股收益（元/股）	1.34	1.72	2.17	2.60
P/E（倍）	21.08	16.42	13.02	10.87

■ **事件：**公司公告一季报，实现营收 2.83 亿元，同比增长 19.52%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 27.47%；扣非后为 0.29 亿元，同比增长 2.44%。

■ **一、业绩：Q1 业绩符合预期，产品结构变化+原材料价格影响毛利率表现。**根据公司公告内容，Q1 实现营收 2.83 亿元，同比增长 19.52%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 27.47%；扣非后为 0.29 亿元，同比增长 2.44%。考虑到 2020 年 Q1 公司收入增速为 0.47%、归母净利润增速为 32.58%，业绩不存在低基数效应，因此 2021 年 Q1 业绩符合我们预期。Q1 毛利率为 32.08%，相比去年同期下降 2.47 个百分点，主要是因为：1) 原材料价格上涨，2) 我们跟踪行业订单信息发现，今年 Q1 机械表出货量增速显著高于智能表，因此我们推断公司 Q1 机械表占比提升，拖累了公司 Q1 毛利率表现，进入 Q2 以后，随着订单执行和产品结构逐渐恢复正常，我们预计公司毛利率会逐步抬升。

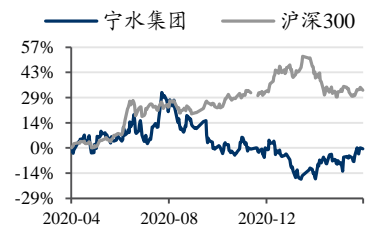
研发费用方面，Q1 为 0.14 亿元，同比增长 55.56%，根据公司公开的投资者关系活动记录，2020 年 4 月，公司与浙江大学合作的国家重点基金项目“面向城市供水系统安全的大数据分析及云服务理论与方法研究”通过结题验收，因此，我们判断 Q1 的高研发费用来自于去年 4 月份以后的高校合作项目，Q2-Q4 在 2020 年报表中已经体现，对 2021 年不会形成显著影响。

■ **二、订单：2021 年以来中标频频，饱满订单为业绩持续增长保驾护航。**根据“中国水表”公众号内容，1) 宁水集团中标北京自来水集团有限责任公司、北京檀州自来水有限责任公司 NB-IoT 远传水表采购项目，中标金额合计 0.71 亿元（其中北京自来水集团 0.64 亿元、北京檀州自来水 0.07 亿元）。2) 2021 年以来，宁水集团在杭州、合肥、长沙、苏州、天津、重庆、成都等城市屡有斩获。例如杭州水务工程建设有限公司的“2021 年年度智能远传水表采购”项目，江苏联合水务科技股份有限公司上海分公司的“联合水务集团智能远传水表年度采购”项目，宁波市自来水有限公司的“无线远传水表 NB-Iot”项目等，皆有百万到千万金额不等的智能水表项目中标。3) 机械表方面，3 月 1 日，宁水集团中标上海城投水务（集团）有限公司供水分公司小口径机械表采购项目，中标份额 45 万只（占比为 60%）。广东的“2021 年度机械水表采购”项目，合肥的“工程机械水表合格供应商”项目，苏州的“2021 年机械水表 DN20-DN300”项目等无不体现了宁水在技术、产品方面的综合实力和优势。

■ **盈利预测与投资评级：**基于我们对水表行业景气度的判断，我们维持公司 2021-2023 年 EPS 1.72、2.17、2.60 元，对应 PE 分别为 16、13、11 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)	28.25
一年最低/最高价	23.00/39.44
市净率(倍)	3.86
流通 A 股市值(百万元)	2918.88

### 基础数据

每股净资产(元)	7.31
资产负债率(%)	23.06
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)：2020 年报点评：报表稳健，既有数量更有质量的增长》2021-04-20
- 2、《宁水集团 (603700)：员工持股落地，安全边际充足的隐形龙头》2021-03-07
- 3、《宁水集团 (603700)：价值洼地!“买入”评级!》2021-03-02

## 【事件】

公司公告一季报，实现营收 2.83 亿元，同比增长 19.52%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 27.47%；扣非后为 0.29 亿元，同比增长 2.44%。

## 一、业绩：Q1 业绩符合预期，产品结构变化+原材料价格影响毛利率表现

根据公司公告内容，Q1 实现营收 2.83 亿元，同比增长 19.52%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 27.47%；扣非后为 0.29 亿元，同比增长 2.44%。考虑到 2020 年 Q1 公司收入增速为 0.47%、归母净利润增速为 32.58%，业绩不存在低基数效应，因此 2021 年 Q1 业绩符合我们预期。

Q1 毛利率为 32.08%，相比去年同期下降 2.47 个百分点，主要是因为：1) 原材料价格上涨，2) 我们跟踪行业订单信息发现，今年 Q1 机械表出货量增速显著高于智能表，因此我们推断公司 Q1 机械表占比提升，拖累了公司 Q1 毛利率表现，进入 Q2 以后，随着订单执行和产品结构逐渐恢复正常，我们预计公司毛利率会逐步抬升。

研发费用方面，Q1 为 0.14 亿元，同比增长 55.56%，根据公司公开的投资者关系活动记录，2020 年 4 月，公司与浙江大学合作的国家重点基金项目“面向城市供水系统安全的大数据分析及云服务理论与方法研究”通过结题验收，因此，我们判断 Q1 的高研发费用来自于去年 4 月份以后的高校合作项目，Q2-Q4 在 2020 年报表中已经体现，对 2021 年不会形成显著影响。

## 二、订单：2021 年以来中标频频，饱满订单为业绩持续增长保驾护航

根据“中国水表”公众号内容，1) 宁水集团中标北京自来水集团有限责任公司、北京檀州自来水有限责任公司 NB-IoT 远传水表采购项目，中标金额合计 0.71 亿元（其中北京自来水集团 0.64 亿元、北京檀州自来水 0.07 亿元）。2) 2021 年以来，宁水集团在杭州、合肥、长沙、苏州、天津、重庆、成都等城市屡有斩获。例如杭州水务工程建设有限公司的“2021 年年度智能远传水表采购”项目，江苏联合水务科技股份有限公司上海分公司的“联合水务集团智能远传水表年度采购”项目，宁波市自来水有限公司的“无线远传水表 NB-Iot”项目等，皆有百万到千万金额不等的智能水表项目中标。3)

机械表方面，3月1日，宁水集团中标上海城投水务（集团）有限公司供水分公司小口径机械表采购项目，中标份额45万只（占比为60%）。广东的“2021年度机械水表采购”项目，合肥的“工程机械水表合格供应商”项目，苏州的“2021年机械水表DN20-DN300”项目等无不体现了宁水在技术、产品方面的综合实力和优势。

### 三、成长性：未来2年收入复合增速20%以上、利润25%以上是大概率事件

根据公司3月7日公告的员工持股计划（草案），解锁条件为2021、2022年公司营业收入分别不低于20、24亿元（一期解锁60%、二期解锁40%），我们可倒推出2021、2022年收入增速分别为25.79%、20.00%；同时考虑到水表行业的现状和公司成长的逻辑为智能表（尤其是NB-IoT表）的渗透率提升，公司高毛利率的NB-IoT表替代老式机械表，因此净利润的增速高于收入增速是大概率事件，在未来2年收入复合增速在20%以上的基础上，我们判断公司净利润复合增速大概率在25%以上。

### 四、长期视角：只有存量更换、没有新增需求的稳态市场下，我们测算公司市值约为90-120亿

我们假设一个最终市场处于稳态下的场景（即智能表全部更新完成，只有存量更换、没有新增需求）：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70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，如果给予15倍PE，对应目标市值90亿；如果给予20倍PE，对应目标市值120亿。

**估值及盈利预测：当前阶段，建议按照PEG给予20-25倍估值，目标市值70-87亿**

基于我们对水表行业景气度的判断，我们维持公司 2021-2023 年 EPS 1.72、2.17、2.60 元，对应 PE 分别为 16、13、11 倍，维持“买入”评级。考虑到：1) 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；2) 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 70-87 亿市值，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1,818	2,201	2,684	3,221	<b>营业收入</b>	1,590	2,051	2,497	2,916
现金	500	864	941	1,465	减:营业成本	1,044	1,348	1,628	1,891
应收账款	525	429	793	679	营业税金及附加	11	14	17	20
存货	317	460	479	612	营业费用	141	181	221	258
其他流动资产	476	448	471	465	管理费用	116	147	174	204
<b>非流动资产</b>	242	276	302	322	研发费用	57	73	89	104
长期股权投资	6	7	7	7	财务费用	3	3	0	-8
固定资产	87	123	149	165	资产减值损失	-2	20	24	26
在建工程	46	40	34	31	加:投资净收益	13	10	11	11
无形资产	46	51	57	64	其他收益	37	45	55	64
其他非流动资产	56	56	55	54	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2,060	2,477	2,986	3,543	<b>营业利润</b>	306	394	500	602
<b>流动负债</b>	596	662	768	825	加:营业外净收支	10	10	10	10
短期借款	10	10	10	10	<b>利润总额</b>	315	404	510	612
应付账款	373	475	581	627	减:所得税费用	43	55	70	83
其他流动负债	213	176	177	189	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	10	12	12	12	<b>归属母公司净利润</b>	273	349	441	529
长期借款	0	3	2	2	EBIT	301	384	484	576
其他非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	318	400	505	604
<b>负债合计</b>	606	674	780	837	<b>重要财务与估值指标</b>	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	1	1	1	每股收益(元)	1.34	1.72	2.17	2.60
归属母公司股东权益	1,453	1,801	2,205	2,705	每股净资产(元)	7.15	8.86	10.85	13.31
<b>负债和股东权益</b>	2,060	2,477	2,986	3,543	发行在外股份(百万股)	203	203	203	203
					ROIC(%)	46.4%	62.7%	49.7%	60.5%
					ROE(%)	18.8%	19.3%	20.0%	19.5%
					毛利率(%)	34.3%	34.3%	34.8%	35.1%
<b>现金流量表(百万元)</b>	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	17.2%	17.0%	17.6%	18.1%
经营活动现金流	127	423	166	572	资产负债率(%)	29.4%	27.2%	26.1%	23.6%
投资活动现金流	-117	-9	-52	-27	收入增长率(%)	16.0%	29.0%	21.8%	16.8%
筹资活动现金流	-8	-49	-38	-21	净利润增长率(%)	28.4%	27.9%	26.3%	20.0%
现金净增加额	-1	364	77	525	P/E	21.08	16.42	13.02	10.87
折旧和摊销	17	16	22	27	P/B	3.95	3.19	2.60	2.12
资本开支	73	34	26	19	EV/EBITDA	15.49	11.37	8.82	6.53
营运资本变动	-172	66	-284	37					

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>