

2020 年报点评：报表稳健，既有数量更有质量的增长

买入（维持）

2021 年 04 月 20 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）	20.57	16.10	12.75	10.62

■ **事件：**公司发布 2020 年年报，实现收入 15.90 亿元，同比增长 15.97%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 28.64%；扣非后为 2.45 亿元，同比增长 30.32%，符合我们预期。

■ **一、报表质量：干净稳健的资产负债表，产品结构调整使得应收账款有所增加。**根据公司年报内容，资产总计 20.60 亿元、负债总计 6.06 亿元，资产负债率为 29.41%。1) 负债中，主要为流动负债 5.96 亿，流动负债中应付票据及应付账款合计 3.73 亿，占比为 62.58%，较多的应付款体现了公司在产业链中对上游客户具有一定的议价权。2) 资产中，主要为流动资产 18.18 亿元，其中货币资金+交易性金融资产合计 9.10 亿元，占比为 50.06%，应收票据及应收账款合计 5.25 亿元，占比为 28.88%，考虑到公司下游客户中 90% 以上为各地方水司，应收账款形成坏账的概率较小。应收账款规模的扩张也影响了公司现金流的表现，2020 年公司经营性净现金流为 1.27 亿，相比 2019 年表现有所恶化，我们分析认为，公司应收账款的增长主要是由于产品结构的调整，2020 年以前，公司产品以机械表为主，机械表从发货到确认收入一般在一个季度之内；而 2020 年以来，智能表尤其是 NB-IoT 表的占比显著提升，而 NB-IoT 表存在安装-调试-试运营的环节，收入确认周期一般为 2-3 个季度，所以造成了公司应收账款规模的扩张。总体来看，公司资产负债表非常干净，虽然应收账款受到产品结构调整的影响有所上涨，但是考虑到下游客户 90% 以上都是地方水司，坏账风险较小，报表质量非常稳健。

■ **二、关于行业景气度：不是景气度不持续，而是受到疫情影响延迟确认了，年报验证了我们的判断。**2020Q1-Q4，收入分别为 2.36、4.20、4.06、5.28 亿元，增速分别为 0.47%、31.49%、13.19%、15.31%；归母净利润分别为 0.33、0.84、0.65、0.90 亿元，增速分别为 32.58%、52.82%、20.35%、16.05%，扣非后增速分别为 15.18%、38.91%、16.58%、40.71%。去年 Q3 以后，市场担忧行业景气度不可持续，所以公司股价表现较为低迷，但是根据我们对于行业的跟踪，由于：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 2-3 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 2020 年 Q4 开始逐步体现，公司年报验证了我们的判断。

■ **盈利预测与投资评级：**基于我们对水表行业景气度的判断，我们将公司 2021-2022 年 EPS 由 1.57、1.96 元上调为 1.72、2.17 元，预计 2023 年 EPS 为 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)	27.64
一年最低/最高价	23.00/39.44
市净率(倍)	3.87
流通 A 股市值(百万元)	2855.86

基础数据

每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	29.41
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)：员工持股落地，安全边际充足的隐形龙头》2021-03-07
- 2、《宁水集团 (603700)：价值洼地!“买入”评级!》2021-03-02
- 3、《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

【事件】

公司发布 2020 年年报，实现收入 15.90 亿元，同比增长 15.97%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 28.64%；扣非后为 2.45 亿元，同比增长 30.32%，符合我们预期。

一、报表质量：干净稳健的资产负债表，产品结构调整使得应收账款有所增加

根据公司年报内容，资产总计 20.60 亿元、负债总计 6.06 亿元，资产负债率为 29.41%。1) 负债中，主要为流动负债 5.96 亿，流动负债中应付票据及应付账款合计 3.73 亿，占比为 62.58%，较多的应付款体现了公司在产业链中对上游客户具有一定的议价权。2) 资产中，主要为流动资产 18.18 亿元，其中货币资金+交易性金融资产合计 9.10 亿元，占比为 50.06%，应收票据及应收账款合计 5.25 亿元，占比为 28.88%，考虑到公司下游客户中 90%以上为各地方水司，应收账款形成坏账的概率较小。应收账款规模的扩张也影响了公司现金流的表现，2020 年公司经营性净现金流为 1.27 亿，相比 2019 年表现有所恶化，我们分析认为，公司应收账款的增长主要是由于产品结构的调整，2020 年以前，公司产品以机械表为主，机械表从发货到确认收入一般在一个季度之内；而 2020 年以来，智能表尤其是 NB-IoT 表的占比显著提升，而 NB-IoT 表存在安装-调试-试运营的环节，收入确认周期一般为 2-3 个季度，所以造成了公司应收账款规模的扩张。总体来看，公司资产负债表非常干净，虽然应收账款受到产品结构调整的影响有所上涨，但是考虑到下游客户 90%以上都是地方水司，坏账风险较小，报表质量非常稳健。

二、关于行业景气度：不是景气度不持续，而是受到疫情影响延迟确认了，年报验证了我们的判断

根据公司年报，2020Q1-Q4，收入分别为 2.36、4.20、4.06、5.28 亿元，增速分别为 0.47%、31.49%、13.19%、15.31%；归母净利润分别为 0.33、0.84、0.65、0.90 亿元，增速分别为 32.58%、52.82%、20.35%、16.05%，扣非后增速分别为 15.18%、38.91%、16.58%、40.71%。去年 Q3 以后，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 2-3 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 2020 年 Q4 开始逐步体现，公司年报验证了我们的判断。

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

根据公司年报：1) 机械表：2020 年公司机械表产量为 849.24 万只、增长 13.11%，销量为 820.70 万只、增长 10.03%；对应价格为 71.16 元/只，同比下降 7.73%，剔除新的收入确认准则后毛利率同比上升 0.84 个百分点。2) 智能表：2020 年公司智能表产量为 373.71 万只、增长 13.79%，销量为 364.95 万只、增长 22.70%；对应价格为 248.03 元/只，同比增长 1.87%，剔除新的收入确认准则后毛利率同比上升 1.71 个百分点。

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 15 倍就是 90 亿、给 20 倍就是 120 亿市值。

估值及盈利预测:当前阶段,建议按照 PEG 给予公司 20-25 倍 PE, 目标市值 74-92 亿

我们将公司 2021-2022 年 EPS 由 1.57、1.96 元上调为 1.72、2.17 元,预计 2023 年 EPS 为 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,通常在 PEG 估值下 PEG 等于 1 的公司是较为合理的估值,因此我们建议按照 peg 给予公司 20-25 倍 PE,对应目标市值 74-92 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
流动资产	1,818	2,201	2,684	3,221	营业收入	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
非流动资产	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
资产总计	2,060	2,477	2,986	3,543	营业利润	306	394	500	602
流动负债	596	662	768	825	加:营业外净收支	10	10	10	10
短期借款	10	10	10	10	利润总额	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
非流动负债	10	12	12	12	归属母公司净利润	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
负债合计	606	674	780	837	重要财务与估值指标	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
负债和股东权益	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%
现金流量表(百万元)	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	20.57	16.10	12.75	10.62
折旧和摊销	17	16	22	27	P/B	3.87	3.12	2.55	2.08
资本开支	73	34	26	19	EV/EBITDA	15.00	10.98	8.51	6.27
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>