

2021年03月07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

## 员工持股落地, 安全边际充足的隐形龙头 买入 (维持)

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)	19.13	20.73	16.58	13.26

### 投资要点

■ **事件:** 公司公告员工持股计划 (草案), 以 13.83 元/股的价格向 14 名管理人员授予 108.00 万股股份, 解锁条件为 2021、2022 年收入分别不低于 20、24 亿元。

■ **短期: 员工持股明确指引业绩, 未来 2 年收入复合增速不低于 20%、利润复合增速预计 25% 以上。** 我们根据业绩解锁条件倒推, 可算出:

1) **2020-2022 年收入复合增速为 20% 以上。** 2019 年公司营业收入为 13.71 亿元, 2020 年 Q1-Q3 公司收入增速为 16.31%, 考虑到历史上公司收入确认的季节性并不明显, 我们预计 2020 年公司收入增速为 15%-20% 之间, 假设取中值 16.11 亿元, 则保守按照解锁条件计算 (2021、2022 分别为 20、24 亿元), 2021、2022 年增速分别为 24.15%、20.00%, 2020-2022 年收入复合增速为 20.52%。

2) **2020-2022 年净利润复合增速大概率在 25% 以上。** 按照我们在上文中的测算, 假设 2020 年公司收入为 16.11 亿元, 公司 2019 年归母净利率为 15.48%、2020 年 Q1-Q3 为 17.20%, 保守估计取平均值 16.34%, 可算出 2020 年归母净利润为 2.63 亿, 同比增长 24.20%。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。

■ **长期: 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, 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 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。

**估值及盈利预测:** 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、17、13 倍, 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 64-80 亿市值, 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)	25.98
一年最低/最高价	22.30/39.44
市净率(倍)	3.82
流通 A 股市值(百万元)	2684.34

### 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 (603700): 价值洼地! “买入”评级!》2021-03-02
- 2、《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
- 3、《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

## 【事件】

公司公告员工持股计划(草案),以 13.83 元/股的价格向 14 名管理人员授予 108.00 万股股份,解锁条件为 2021、2022 年收入分别不低于 20、24 亿元。

### 短期:员工持股明确指引业绩,未来 2 年收入复合增速不低于 20%、 利润复合增速预计 25%以上

根据公司公告的员工持股计划(草案):1)以 13.83 元/股的价格向 14 名公司监事、高管及核心管理人员(其中监事及高管合计 3 人,分别为董秘马溯嵘、财务总监徐大卫、监事陈翔)授予 108.00 万股股份。2)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%)。我们根据业绩解锁条件倒推,可算出:

1) **2020-2022 年收入复合增速为 20%以上**。2019 年公司营业收入为 13.71 亿元,2020 年 Q1-Q3 公司收入增速为 16.31%,考虑到历史上公司收入确认的季节性并不明显,我们预计 2020 年公司收入增速为 15%-20%之间,假设取中值 16.11 亿元,则保守按照解锁条件计算(2021、2022 分别为 20、24 亿元),2021、2022 年增速分别为 24.15%、20.00%,2020-2022 年收入复合增速为 20.52%。

2) **2020-2022 年净利润复合增速大概率在 25%以上**。按照我们在上文中的测算,假设 2020 年公司收入为 16.11 亿元,公司 2019 年归母净利率为 15.48%、2020 年 Q1-Q3 为 17.20%,保守估计取平均值 16.34%,可算出 2020 年归母净利润为 2.63 亿,同比增长 24.20%。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。

### 长期: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 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。

## 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 64-80 亿

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、17、13 倍，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 64-80 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)				
	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	19.13	20.73	16.58	13.26
折旧和摊销	15	14	19	27	P/B	4.24	3.64	3.14	2.65
资本开支	45	17	49	58	EV/EBITDA	18.02	14.41	11.51	8.54
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>

