

强烈推荐-A (维持)

宁水集团 603700.SH

当前股价: 28.4 元

2020 年 11 月 01 日

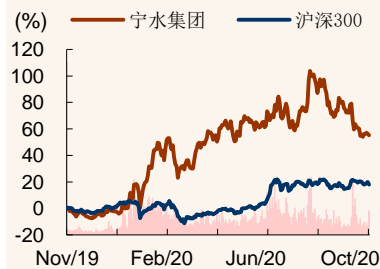
Q3 增长略有放缓, 不改全年预期

基础数据

上证综指	3225
总股本 (万股)	20324
已上市流通股 (万股)	10332
总市值 (亿元)	58
流通市值 (亿元)	29
每股净资产 (MRQ)	6.8
ROE (TTM)	18.9
资产负债率	25.9%
主要股东	张世豪
主要股东持股比例	19.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	3	52
相对表现	-13	-17	32



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《宁水集团 (603700) — 智能表产品拉动毛利率提升, 利润端增速超预期》2020-08-18
- 2、《宁水集团 (603700) — 业绩逆势增长, 智能表高增长值得期待》2020-04-29
- 3、《宁波水表 (603700) — 智能化进程加快, 水表龙头再起航》2020-03-05

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn
S1090520070004

研究助理 陈铭

chenming5@cmschina.com.cn

公司公告三季报, 2020 年前三季度实现收入 10.63 亿, 同比增长 16.31%, 归母净利润 1.83 亿, 同比增长 35.92%, 扣非归母净利润 1.61 亿, 同比增长 25.44%。Q3 单季收入 4.06 亿, 增长 13.19%, 归母净利润 0.65 亿, 增长 20.35%, 扣非归母净利润 0.59 亿, 增长 16.5%。公司 NB-IoT 智能水表从 2018 年进入加速放量阶段, 今年疫情后 6-7 月招标开始集中释放, 8-9 月订单回落到正常增速, 下半年订单向中小城市和长尾客户下沉的趋势非常明显。明年行业智能水表增量渗透率提升趋势有望继续维持。宁水具备更强的 α 属性, 公司除了大城市项目保持一定份额的同时, 通过渠道优势覆盖水司长尾客户, 形成明显的相对优势, 预计 20-22 年净利润 2.8、3.4、4.5 亿, 对应 PE 为 22/17/14 倍, 继续强烈推荐!

- **Q3 单季增速放缓符合预期, 反映疫情期间订单缺口。** 三季度归母净利润增速 35.92% 较中报的 47% 有所回落, 主要原因我们判断有两个方面: 一是收入端, 智能水表验收周期通常 3-6 个月, 3 季度收入确认会体现 1-2 季度疫情期间的订单缺口, 因此 Q3 单季收入增速 13.33% 较前值有所下降; 二是利润端, 今年非经常性损益集中在上半年, 主要是软件退税补助、理财收益等, Q1-3 分别为 463 万, 1153 万, 609 万, 合计 2225 万, 而 19 年全年非经 2422 万主要集中在 Q4 有 1773 万, 因此上半年归母净利润增长显得过快。预计全年归母净利润增速将回归到正常增速水平 30% 左右。
- **智能水表占比持续提升, 毛利率 36.3% 同比提升 1.5pct。** 公司 NB-IoT 智能水表从 2018 年进入加速放量阶段, 由于毛利率和附加值较机械表更高, 18-19 年综合毛利率从 33.2% 提升至 35.3%, 20 年前三季度毛利率 36.3% 进一步提升。分季度看, Q2 单季毛利率高达 37.6% 为历史最高水平, Q3 单季 36.0% 略有回落, 主要由于机械表原材料价格和汇率影响, 以及智能表尤其 NB-IoT 占比环比提升。
- **期间费用率控制稳定, Q3 净利率 17.2% 同比提升 1.7pct。** 前三季度销售费用 1.01 亿增长 4.0%, 管理费用 4413 万增长 11.3%, 研发费用持续加强, 4216 万增长 45.6%, 财务费用 58 万一直不多。总体看期间费用率控制较好, 前三

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1029	1371	1687	2118	2501
同比增长	26%	33%	23%	26%	18%
营业利润(百万元)	150	236	305	383	485
同比增长	11%	57%	29%	26%	27%
净利润(百万元)	137	212	277	343	431
同比增长	13%	55%	30%	24%	26%
每股收益(元)	1.17	1.36	1.36	1.69	2.12
PE	24.3	20.9	20.9	16.8	13.4
PB	6.5	3.6	3.8	3.2	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

季度 17.7%较同期下降 0.2pct，净利率 17.2%较同期提升明显。

资产负债表良性扩张，印证智能水表业务增长。公司 Q3 应收账款 5.90 亿，较去年 3.43 亿同比增长 72.08%，存货 3.76 亿，较去年同期 2.85 亿同比增长 31.99%，主要由于智能水表较机械水表的收入确认周期明显更长，而公司今年智能水表业务继续保持较快增长，因此应收和发出商品也对应增加。5 月开工投建智能水表扩产项目，在建工程从申报的 1008 万增加至 2622 万，募投年产 405 万台智能水表项目预计在 2022 年达产，支撑公司业绩在今年基础上有翻倍空间。

由于智能水表渗透率还比较低，未来智慧城市建设和国家节水要求，智能水表未来三年有望保持快速增长。智能水表订单在今年 6-7 月疫情后集中释放，8-9 月订单回落到正常增速，下半年订单向中小城市和长尾客户下沉的趋势非常明显。从近期行业调研情况看，明年行业智能表渗透率提升趋势有望继续维持。宁水具备更强的 α 属性，公司除了大城市项目保持一定份额的同时，通过渠道优势覆盖水司长尾客户，形成明显的相对优势，体现在：1) 分散风险，业绩稳健；2) 小客户黏性更高，公司议价能力强；3) 渠道下沉，构筑竞争壁垒。宁水财务表现稳健，智能表增长后劲足。我们保持之前的业绩预测，预计 20-22 年净利润 2.8、3.4、4.3 亿，对应 PE 为 22/17/13 倍，继续强烈推荐！

风险提示：上游原材料出现大幅波动，带来成本压力；智能水表渗透率提升低于预期；智能水表行业吸引大量新进入者，竞争恶化。

表 1：半年度业绩回顾

(百万元)	19H1	19H2	20H1	同比	环比
营业收入	554	817	656	18.4%	-19.7%
营业毛利	190	294	240	26.3%	-18.4%
营业费用	59	113	62	5.1%	-45.1%
管理费用	25	29	27	8.0%	-6.9%
研发费用	17	25	25	47.1%	0.0%
财务费用	-1	-1	-2	100.0%	100.0%
投资收益	3	6	5	66.7%	-16.7%
营业利润	90	146	125	38.9%	-14.4%
所得税	13	21	18	38.5%	-14.3%
归属母公司净利润	80	132	117	46.3%	-11.4%
EPS (元/股)	0.51	0.85	0.58	13.7%	-31.8%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营业收入	359	458	236	420	406
营业毛利	128	166	82	158	146
营业费用	38	75	23	38	39
管理费用	15	14	12	16	17
研发费用	12	13	9	17	17
财务费用	-2	1	-1	0	2
投资收益	3	3	2	3	6
营业利润	59	84	36	89	75
归属母公司净利润	54	74	33	84	65
EPS(元/按最新股本)	0.35	0.47	0.21	0.54	0.42
主要比率					
毛利率	35.5%	36.3%	34.6%	37.6%	36.0%
营业费用率	10.6%	16.3%	9.9%	9.1%	9.7%
管理费用率	4.2%	3.0%	5.0%	3.7%	4.1%
研发费用率	3.5%	2.8%	3.7%	4.0%	4.1%
营业利润率	16.4%	18.3%	15.2%	21.3%	18.5%
有效税率	13.4%	14.8%	13.4%	13.3%	13.4%
净利率	15.2%	16.2%	14.0%	20.1%	16.1%
YoY					
收入	25.0%	49.8%	0.5%	31.5%	13.2%
归属母公司净利润	28.0%	115.4%	32.6%	55.0%	20.4%

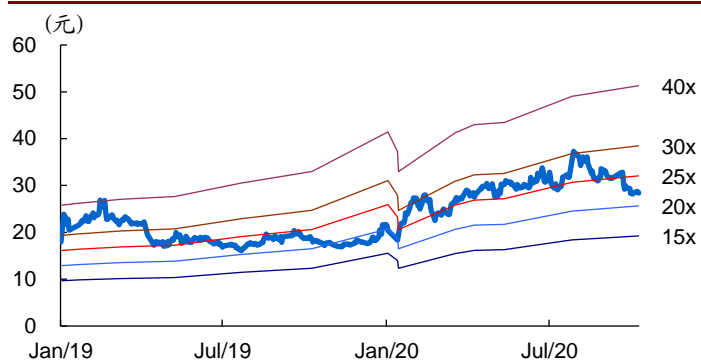
资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计收入	826	814	1029	1371	1687	2118	2501
机械表	561	493	545	575	604	634	666
智能水表	179	240	406	723	1014	1408	1755
水表配件及其他	74	73	68	63	69	76	80
收入增长率	12.4%	-1.5%	26.4%	33.2%	23.0%	25.5%	18.1%
机械表	10.0%	-12.1	10.5%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
智能水表	19.3%	34.1%	69.2%	78.1%	40.2%	38.8%	24.7%
水表配件及其他	5.7%	-1.4%	-6.8%	-7.8%	10.0%	10.0%	5.0%
毛利率	33.4%	34.6%	33.1%	35.3%	36.1%	36.7%	37.1%
机械表	29.9%	29.0%	28.3%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
智能水表	46.9%	48.3%	40.6%	39.5%	40.0%	40.0%	40.0%
水表配件及其他	32.4%	31.5%	32.4%	30.5%	32.0%	32.0%	32.0%

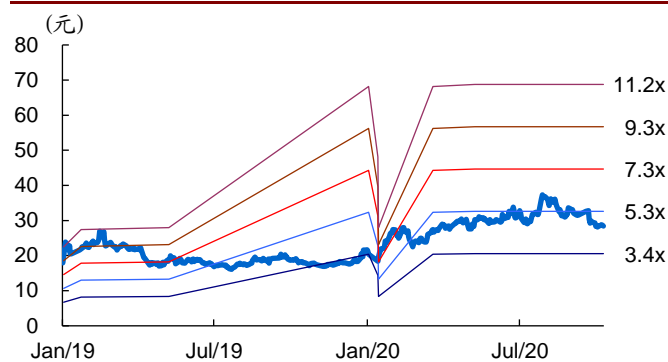
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 宁水集团历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 宁水集团历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	693	1538	1705	2008	2426
现金	228	504	649	774	1035
交易性投资	0	350	350	350	350
应收票据	25	42	51	64	76
应收款项	205	343	389	488	577
其它应收款	11	11	14	18	21
存货	212	285	247	307	361
其他	13	4	5	6	7
非流动资产	132	162	346	403	403
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	86	86	274	336	340
无形资产	6	35	31	28	25
其他	34	35	34	33	32
资产总计	825	1701	2051	2411	2829
流动负债	304	446	520	621	710
短期借款	8	0	0	0	0
应付账款	200	326	396	493	578
预收账款	30	15	18	22	26
其他	66	106	106	105	105
长期负债	8	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	8	8	8	8
负债合计	312	455	528	629	718
股本	117	156	203	203	203
资本公积金	0	558	558	558	558
留存收益	394	530	760	1020	1347
少数股东权益	2	2	2	2	2
归属于母公司所有者权益	511	1244	1521	1780	2108
负债及权益合计	825	1701	2051	2411	2829

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	102	140	330	298	403
净利润	137	212	277	343	431
折旧摊销	13	15	17	42	50
财务费用	0	(1)	0	0	0
投资收益	(1)	(10)	(15)	(10)	(10)
营运资金变动	(52)	(88)	48	(85)	(76)
其它	4	11	4	9	8
投资活动现金流	(20)	(385)	(185)	(90)	(40)
资本支出	(19)	(45)	(200)	(100)	(50)
其他投资	(0)	(340)	15	10	10
筹资活动现金流	(91)	512	(0)	(83)	(103)
借款变动	(33)	(27)	0	0	0
普通股增加	0	39	47	0	0
资本公积增加	0	558	0	0	0
股利分配	(59)	(59)	(47)	(83)	(103)
其他	1	2	0	0	0
现金净增加额	(8)	267	145	125	260

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1029	1371	1687	2118	2501
营业成本	688	887	1078	1340	1574
营业税金及附加	9	9	11	14	17
营业费用	116	172	194	233	250
管理费用	48	54	66	83	95
研发费用	32	42	67	85	100
财务费用	(1)	(3)	0	0	0
资产减值损失	6	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	10	15	10	10
投资收益	16	30	30	20	20
营业利润	150	236	305	383	485
营业外收入	10	11	15	15	15
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	160	246	319	397	499
所得税	22	34	43	54	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	137	212	277	343	431

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	26%	33%	23%	26%	18%
营业利润	11%	57%	29%	26%	27%
净利润	13%	55%	30%	24%	26%
获利能力					
毛利率	33.2%	35.3%	36.1%	36.7%	37.1%
净利率	13.3%	15.5%	16.4%	16.2%	17.2%
ROE	26.9%	17.1%	18.2%	19.2%	20.4%
ROIC	24.6%	16.0%	17.2%	18.5%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	26.7%	25.8%	26.1%	25.4%
净负债比率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	3.4	3.3	3.2	3.4
速动比率	1.6	2.8	2.8	2.7	2.9
营运能力					
资产周转率	1.2	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.0	3.6	4.1	4.8	4.7
应收帐款周转率	5.6	5.0	4.6	4.8	4.7
应付帐款周转率	4.0	3.4	3.0	3.0	2.9
每股资料 (元)					
EPS	1.17	1.36	1.36	1.69	2.12
每股经营现金	0.87	0.89	1.63	1.47	1.98
每股净资产	4.36	7.96	7.48	8.76	10.37
每股股利	0.50	0.30	0.41	0.51	0.64
估值比率					
PE	24.3	20.9	20.9	16.8	13.4
PB	6.5	3.6	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	29.4	19.2	14.6	11.1	8.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。