

智慧水务服务一体化供应商，物联网智能表布局加速

——宁波水表(603700.SH)投资价值分析报告

公司深度

◆ **历史悠久的水计量及解决方案供应商。**公司成立于1958年，营销服务覆盖全球，可提供多种综合水务解决方案。公司当前业务可分为两部分，以水计量产品为主的硬件终端制造板块以及大数据服务平台，其中大数据服务平台涵盖了管网漏损率监测平台、综合抄表平台、水务营收系统等系统。公司的战略目标是成为具备智慧水务服务一体化解决方案的提供商。公司目前收入主要由机械表和智能表两块业务构成，2018年机械表收入占比为53%，智能水表占比为39%。

◆ **公司在传统水表领域优势地位稳固。**我国水表行业市场规模近年来保持快速增长，水表行业产量由2010年的5724万只增长至2016年的9785万只。未来随着我国最严格的水资源管理及水务相关政策的出台，新型城镇化、智慧城市、海绵城市、节水型城市的建设，用水与节水的信息化、智能化和网络化工作进程的加快，水表行业依然具备着多种发展机遇。宁波水表深耕水表领域，技术优势显著。公司成立水表研究院，研发投入巩固竞争优势。公司产品覆盖国内31个省、市、自治区，并出口到全球80多个国家和地区，近年来机械水表业务整体保持稳步发展。

◆ **积极转型升级，推动物联网智能表布局。**当前水表行业正向着智能水表及应用系统方面调整与转型。在公司及电信运营商的共同推动下，基于NB-IoT（窄带物联网）通讯技术的无线智能水表，已迅速得到市场的认可。目前，智能水表业务成为公司业绩增长主要动力，2019年上半年公司加速推进NB-IoT无线智能水表等核心产品的推广与商用，目前已实现以北京、深圳、成都、天津、拉萨、银川、乌鲁木齐、宁波等为代表城市的物联网项目成功规模布局。公司IPO资金募集着重扩展智能水表拓展项目，未来发展值得期待。

◆ **盈利预测、估值与评级：**我们预计公司2019-2021年净利润为1.71、2.23、2.70亿元，对应EPS为1.10、1.43、1.73元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予宁波水表26.4元目标价（分别对应19/20年PE约为24/18倍），首次覆盖给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济波动风险；技术研发不及预期风险；人民币汇率升值风险；募集资金投资项目进展不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	814	1,029	1,311	1,632	1,945
营业收入增长率	-1.46%	26.42%	27.35%	24.51%	19.18%
净利润（百万元）	121	137	171	223	270
净利润增长率	-7.18%	13.06%	24.97%	29.95%	21.28%
EPS（元）	0.78	0.88	1.10	1.43	1.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.00%	26.86%	12.37%	14.30%	15.34%
P/E	32	28	22	17	14
P/B	9.2	7.5	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月25日

增持（首次）

当前价/目标价：24.50/26.40元

分析师

贺根（执业证书编号：S0930518040002）

021-52523863

hegen@ebcn.com

王锐（执业证书编号：S0930517050004）

010-56513153

wangrui3@ebcn.com

市场数据

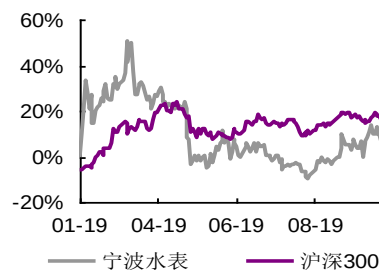
总股本(亿股)：1.56

总市值(亿元)：38.30

一年最低/最高(元)：19.51/38.32

近3月换手率：69.08%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.25	7.99	0.00
绝对	-1.11	8.98	0.00

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、机械表：公司深耕水表领域，技术优势显著。在传统的机械表业务收入上，除 2017 年受外围行业、气温环境影响出现下滑外，近年来机械水表整体保持稳定发展。我们认为未来机械表收入仍有望保持稳定提升，原因在于阶梯水价、一户一表制度的不断深入推行，以及 6 年强制检定所带来的旧表定期轮换以及管网现代化建设的需求，我们预测 2019-2021 年机械表业务收入分别有望实现 7%、5%、5% 的增长速度。原材料供给充足，水表行业受上游影响小，我们预测 2019-2021 年机械表业务毛利率有望维持 2018 年 28.35% 的水平。

2、智能水表：公司积极转型升级，推动物联网智能表布局。2018 年智能水表实现 4.06 亿元收入，增速近 70%。2019 年，公司加速推进 NB-IoT 无线智能水表等核心产品的推广与商用，目前已实现以北京、深圳、成都、天津、拉萨、银川、乌鲁木齐、宁波等为代表城市的物联网项目成功规模布局。智能水表业务目前已经成为公司业绩增长的主要动力，我们预测 2019-2021 年智能水表业务收入有望保持 60%、45%、30% 的增长速度。公司 IPO 资金募集着重扩展智能水表拓展项目，更为先进的产线投产后有望助力产品毛利率的上行，但是伴随着未来智能水平渗透率不断提高及竞争加剧，产品价格也存在不断下行的风险，因此我们预计 2019-2021 年产品毛利率维持平稳下行，分别为 39.50%、38.00%、37.00%。

我们区别于市场的观点

当前市场部分观点认为智能水表的成长空间较小。我们认为，公司的战略目标为具备智慧水务服务一体化解决方案的提供商，未来发展并不仅仅提供单一的智能水表产品。未来伴随着物联网技术的普及，新的商业模式涌现，单一提供水表产品的企业竞争力弱，面临被淘汰的风险。公司在电子、通讯及软件领域积极投入研发，有望在未来物联网时代取得领先优势，并具备更广阔的成长空间。

股价上涨的催化因素

(1) 订单加速落地。传统机械水表被智能水表逐步替代的趋势已经显现，并呈现加速态势，2019 年上半年公司公告多个中标订单，后续订单持续释放有助于公司在市场上有较好表现。

(2) 物联网市场进一步发展。NB-IoT\5G 等网络技术的升级，使得 18 年全球物联网连接数达到了 9 亿个 (+72%)，产业链成熟加速。后续物联网市场的不断发展，对于公司成长均有望构成较强的助力。

估值与目标价

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别有望达到 13.11、16.32、19.45 亿元，净利润为 1.71、2.23、2.70 亿元，对应 EPS 为 1.10、1.43、1.73 元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予宁波水表 26.4 元目标价（分别对应 19/20 年 PE 约为 24/18 倍），首次覆盖给予“增持”评级。

目 录

1、 宁波水表——智慧水务服务一体化供应商	5
2、 公司在传统水表领域优势地位稳固	9
2.1、 水表行业市场规模不断扩大，未来面临多种机遇	9
2.2、 深耕水表领域，研发投入推升技术优势	12
3、 全力布局智能水表领域，未来发展值得期待	14
3.1、 5G 带动万物互联，NB-IoT 商用不断推进	14
3.2、 智能水表未来市场空间广阔	15
3.3、 公司业务拓展突飞猛进，成为发展主要动力	17
4、 盈利预测与投资评级	20
4.1、 关键假设与盈利预测	20
4.2、 估值分析与投资评级	21
5、 风险提示	24

图表目录

图 1：公司产品展示.....	5
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：2018 年公司主营业务构成.....	6
图 4：公司营业收入（万元）.....	7
图 5：公司归母净利润（万元）.....	7
图 6：公司股权结构（2019 年中报）.....	7
图 7：物联网水表优势.....	8
图 8：水表行业上中下游.....	9
图 9：2010-2016 年我国水表市场供求（单位：万只）.....	10
表 1：水表行业主要政策.....	11
表 2：公司获得的主要奖项.....	12
图 10：宁波水表研究院.....	13
图 11：公司机械表收入（万元）.....	13
图 12：5G 十大主要应用场景（华为 2019 年发布）.....	14
图 13：物联网体系架构价值收益分布.....	15
图 14：智慧水务.....	16
图 15：2017-2022 年我国智能水表市场预测（亿元）.....	17
图 16：我国智能水表渗透率%.....	17
图 17：公司 NB-IoT 水表.....	17
图 18：公司大口径超声波水表.....	17
表 3：公司募集资金用途.....	18
图 19：公司智能水表营业收入（万元）.....	19
表 4：宁波水表收入分项预测（单位：亿元）.....	20
表 5：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 10 月 25 日收盘价）.....	21
表 6：宁波水表绝对估值关键假设.....	22
表 7：宁波水表 FCFF 估值结果.....	22
表 8：敏感性测试结果（元）.....	22
表 9：估值结果汇总（元）.....	22

1、宁波水表——智慧水务服务一体化供应商

公司主要从事以系列智能水表为核心产品的各类智慧水务终端设备、智慧水务大数据服务系统与平台的研发、生产与销售。公司的战略目标为具备智慧水务服务一体化解决方案的提供商。公司具体业务分为硬件终端制造板块与大数据服务平台两部分：（1）硬件终端制造板块，以水计量产品为主，涵盖 8mm 至 500mm 全系列民用、工业用冷、热机械水表和智能水表共 600 多种型号；（2）大数据服务平台，涵盖管网漏损率监测平台、综合抄表平台、水务营收系统等。

营销服务覆盖全球，提供多种综合水务解决方案。公司产品覆盖国内 31 个省、市、自治区，并出口欧洲、北美、南美、非洲、东南亚、中亚、中东等 80 多个国家和地区。依据市场需求和行业技术发展的趋势，公司在自有专利技术和知识产权的基础上，通过自主研发、设计、生产，以智慧计量与运营为切入点，可为全球不同地区的供水企业、工业企业、房地产行业客户提供包括智能水表、机械水表、智慧用水管理、水质实时监控、管网调度、管网 GIS 定位系统等综合集成的智慧水务解决方案。

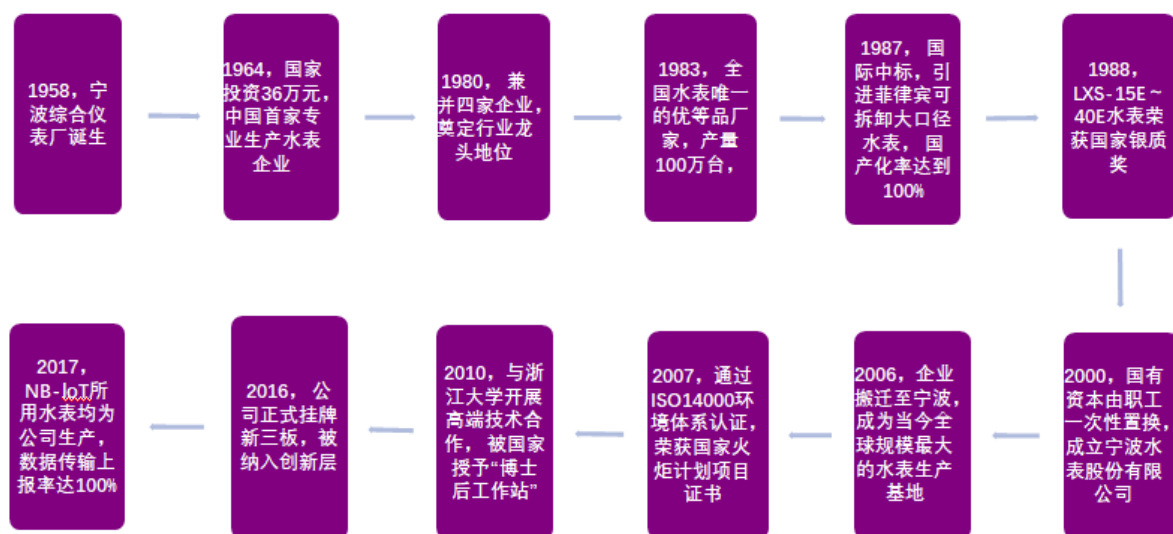
图 1：公司产品展示



资料来源：公司官网

公司发展历史悠久，品牌价值凸显。公司成立于 1958 年，至今已有 61 年的发展历程。公司获得多项荣誉和证书，曾获国家一级计量单位、国家五一劳动奖状、城镇供排水行业协会授予的“特殊贡献单位”、2016 中国科技创新型中小企业 100 强等荣誉。“宁波牌”水表在行业内具有较高知名度和较大的影响力，获国家质量奖金奖、中国名牌产品、国家免检产品、中国驰名商标等，更是在 2006 年时成为全球规模最大的水表生产基地，并成为国家火炬计划重点高新技术企业。

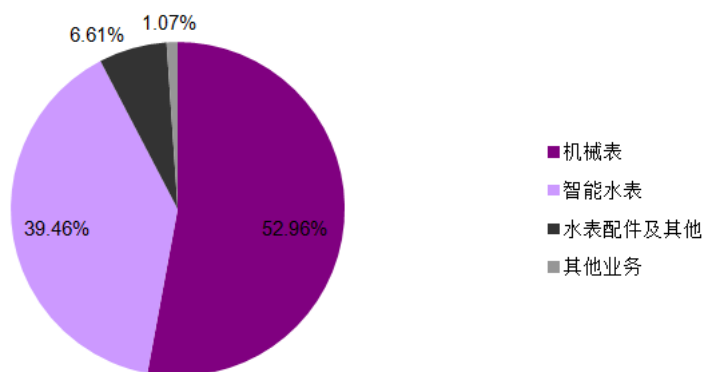
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网

公司收入主要分为机械表、智能水表、水表配件及其他业务四部分。2018年，公司机械表收入5.45亿元，占据总收入的52.96%；智能水表实现4.06亿元，占据总收入的39.42%。另外，水表配件及其他收入0.68亿元，占比6.60%；其他业务收入0.11亿元，占比1.07%。

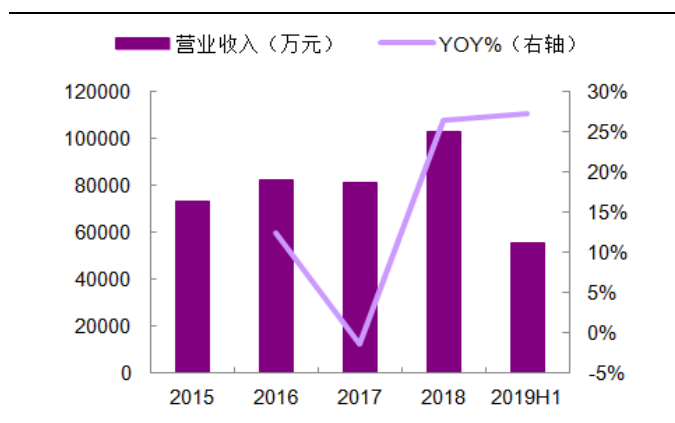
图 3：2018 年公司主营业务构成



资料来源：wind

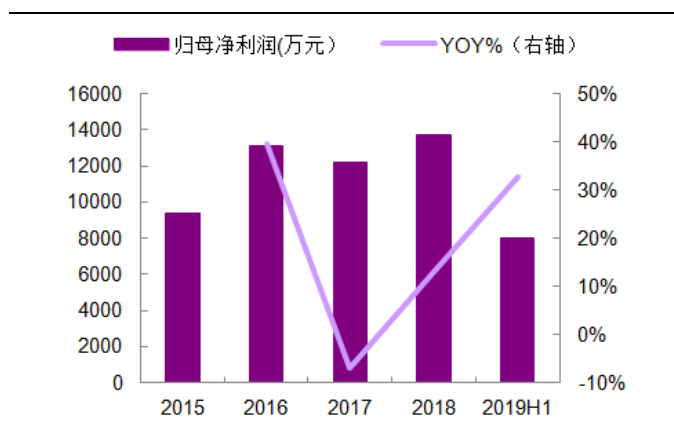
公司业绩维持稳定增长，智能表销售持续放量。公司营业收入由2015年的7.35亿元提升至2018年的10.29亿元，对应净利润由0.95亿元提升至1.37亿元。公司业绩在2017年出现小幅波动，主要由于2016年受南方低温风雪冰冻天气影响，更换需求大幅上涨约40%，因而导致2017年收入略有下降，2018年恢复增长趋势。近年来公司持续推动转型升级，加速推进NB-IoT无线智能水表等核心产品的推广与商用，2019年上半年公司实现收入5.54亿元，同比增长27.03%；净利润为0.80亿元，同比增长32.78%。

图 4：公司营业收入（万元）



资料来源：wind

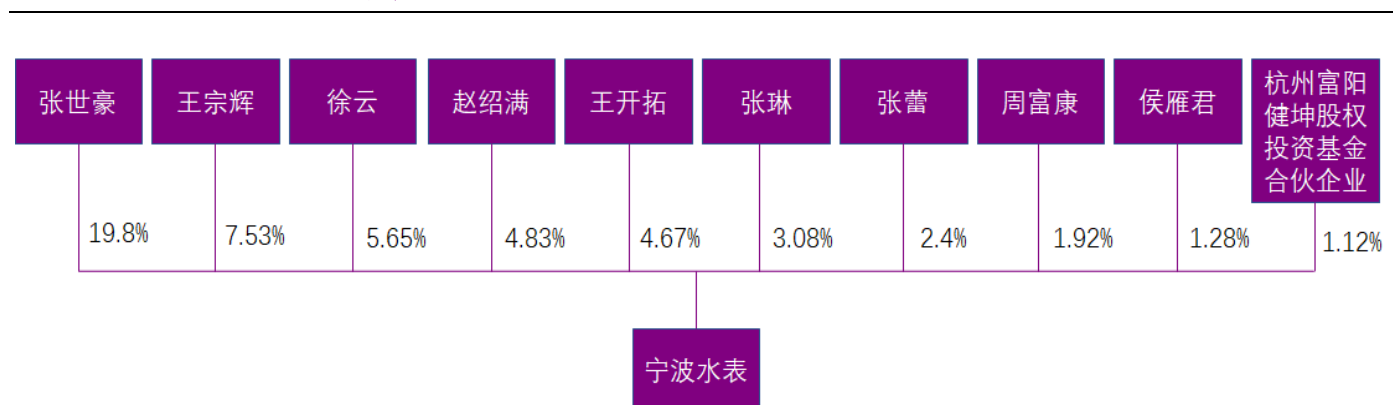
图 5：公司归母净利润（万元）



资料来源：wind

公司股本结构稳定。公司的第一大股东为张世豪，约占总股本的 19.8%，第二大股东为王宗辉，约占总股本的 7.53%，第三大股东为徐云，约占总股本的 5.65%，其余各大股东均占股不超过 5%。控股股东、实际控制人张世豪、王宗辉、徐云、王开拓、赵绍满、张琳六人已签署一致行动协议，为一致行动人，合计持股比例为 45.56%。

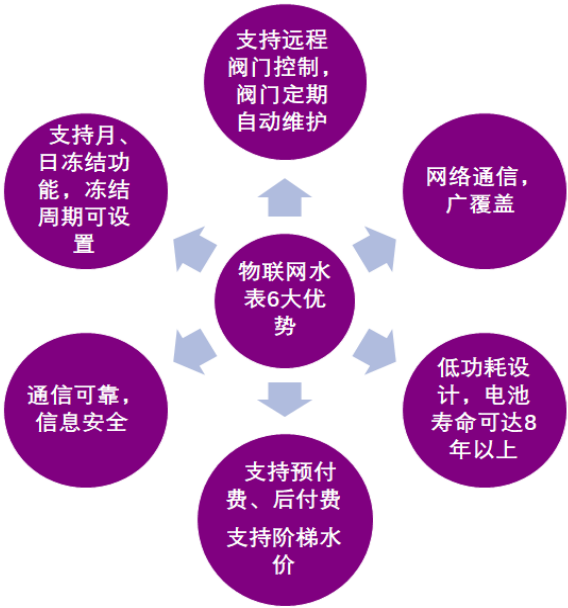
图 6：公司股权结构（2019 年中报）



资料来源：wind

积极转型升级，推动物联网智能表布局。当前国家物联网产业加速推进与变革，物联网技术也正在加速改变我国乃至全球水表产业格局，水表行业正向着智能水表及应用系统方面调整与转型。公司由过去生产销售机械表，转型智能水表电子模块生产、软件产品开发、以及智能水表整机及水务应用系统开发等业务。在公司及电信运营商的共同推动下，基于 NB-IoT（窄带物联网）通讯技术的无线智能水表，以其计量精度高、功耗低、信号覆盖广、信号穿透力强等特点，迅速得到市场的认可。2019 年，公司加速推进 NB-IoT 无线智能水表等核心产品的推广与商用，目前已实现以北京、深圳、成都、天津、拉萨、银川、乌鲁木齐、宁波等为代表城市的物联网项目成功规模布局。2019 年 7 月，公司公告联合中标 3681.60 万元户用远传水表采购及安装项目。

图 7：物联网水表优势



资料来源：光大证券研究所整理

2、公司在传统水表领域优势地位稳固

2.1、水表行业市场规模不断扩大，未来面临多种机遇

原材料供给充足，水表行业受上游影响小。水表行业上游主要提供表壳基础材料及相关电子元器件，具体为金属材料、塑料材料、电子元器件等。上游行业竞争较为充分，企业数量众多。由于水表制造行业对原材料及电子元器件的需求量占上游行业产量比重相对较低，因此水表制造行业所需的大多数原材料都可以获得充足的供应。

供水定价受国家管控，水表行业受下游影响有限。水表制造行业的下游行业主要为供水行业、房地产行业以及其他相关工业企业，其中供水行业是最主要的下游行业。由于自来水供应涉及民生，且需要进行大量基础设施投资，因此大部分自来水公司在其所在地垄断经营，供水价格一般为政府统一定价，比较稳定，水表行业从而受下游影响小。下游行业对产品信息化、物联网与测控自动化、互联网等技术的需求增加，会给水表行业带来新的发展机遇和空间。

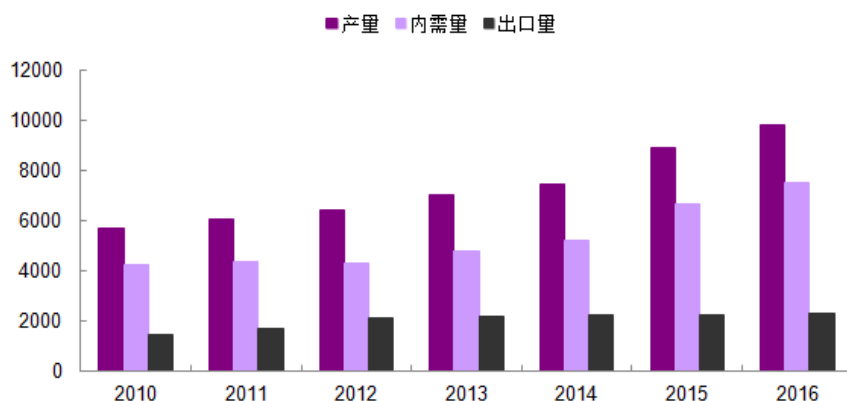
图 8：水表行业上中下游



资料来源：公司招股说明书

水表行业产量持续增长，市场规模不断扩大。2010 至 2016 年，我国水表行业产量从 5724 万只增长至 2016 年的 9785 万只，增长率超过 40%。其中内需量从 2010 年的 4275 万只增长至 2016 年的 7476 万只，出口量从 2010 年的 1452 万只增长至 2016 年的 2290 万只。内需仍是我国水表行业的主要市场。根据智研咨询预测，2019 年水表的市场规模有望达到 112 亿元，并且有望在 2022 年持续增长至 146 亿元，智能水表市场规模预计也可从 2019 年的 64 亿元增长至 2022 年的 86 亿元。

图 9：2010-2016 年我国水表市场供求（单位：万只）



资料来源：《2017-2022 年中国水表市场调查及投资分析报告》，智研咨询

水表行业仍面临重多发展机遇。随着我国最严格的水资源管理及水务相关政策的出台，新型城镇化、智慧城市、海绵城市、节水型城市的建设，国家“一带一路”战略、鼓励企业“走出去”等政策的推行，供排水企业及工农业、企事业单位用水与节水的信息化、智能化和网络化工作进程的加快，居民与农业用水阶梯水价政策的实施，直饮水供水系统的建设，以及用户需求的多样性与复杂性，都给水表行业提供了巨大的发展空间和广阔的市场机会。鉴于我国巨大的人口基数，这些工程和政策的推广将会扩大水表的市场需求量，从而有利于水表行业的持续发展。

行业集中度不断提升，利好传统优势企业。高度分散的管理体系导致了水表行业的地区采购壁垒高，进而使得行业呈现出集中度低的特征。但是，随着社会对于智能水表的需求提升以及政策的支持，水表将快速向更智能的方向发展，小企业由于难以突破技术壁垒将逐渐在市场竞争中败下阵来，而大型水表企业有望凸显其规模优势，逐渐提升行业内的地位和市场份额。目前，行业内宁波水表作为大型水表企业，长年占市场份额第一，另外其他主要生产企业包括三川智慧科技股份有限公司、汇中仪表股份有限公司、新天科技股份有限公司、宁波东海集团有限公司等。根据公司招股说明书数据显示，宁波水表在2014-2016年期间，水表在国内市场份额处于9.60%-11.97%。我们认为，在未来智能表渗透的趋势下，公司市占率有望得到进一步提高。

表 1：水表行业主要政策

文件名称	发布机构	颁布时间	相关内容
《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》	国务院	2014.03	强化信息资源社会化开发利用，推广智慧化信息应用和新型信息服务，促进城市规划管理信息化、基础设施智能化、公共服务便捷化、产业发展现代化、社会治理精细化。发展智能水务，构建覆盖供水全过程、保障供水质量安全的智能供排水和污水处理系统。发展智能管网，实现地下空间、地下管网的信息化管理和运行监控智能化。
《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	发改委等	2014.08	加强城市管理和服务体系智能化建设，积极发展民生服务智慧应用。实现城市规划和城市基础设施管理的数字化、精准化水平大幅提升。电力、燃气、交通、水务、物流等公共基础设施的智能化水平大幅提升，运行管理实现精准化、协同化、一体化。
《关于进一步加强城市节水工作的通知》	住建部、发改委	2014.08	要与供水企业建立用水量信息共享机制，实现实时监控。有条件的地区要建立城市供水管网数字化管控平台，支撑节水工作。
《2015 年政府工作报告》	十二届全国人大三次会议	2015.03	坚持创新驱动、智能转型、强化基础、绿色发展，加快从制造大国转向制造强国。促进工业化和信息化深度融合，开发利用网络化、数字化、智能化等技术，着力在一些关键领域抢占先机、取得突破。
《中国制造 2025》	国务院	2015.05	推动发展服务型制造。研究制定促进服务型制造发展的指导意见，实施服务型制造行动计划。开展试点示范，引导和支持制造业企业延伸服务链条，从主要提供产品制造向提供产品和服务转变。鼓励制造业企业增加服务环节投入，发展个性化定制服务、全生命周期管理、网络精准营销和在线支持服务等。
《2016 年政府工作报告》	十二届全国人大四次会议	2016.03	促进制造业升级。深入推进“中国制造+互联网”，建设若干国家级制造业创新平台，实施一批智能制造示范项目，启动工业强基、绿色制造、高端装备等重大工程。
《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	国务院	2016.05	支持制造企业建设基于互联网的“双创”平台，深化工业云、大数据等技术的集成应用，汇聚众智，加快构建新型研发、生产、管理和服务模式，促进技术产品创新和经营管理优化，提升企业整体创新能力和水平。
《关于实施制造业升级改造重大工程包的通知》	发改委、工信部	2016.05	智能工厂示范工程。利用工业互联网、物联网、云计算、大数据等新一代信息技术，推进信息技术在制造业的深度融合应用，建立制造资源协同管理平台，实现生产、经营、管理和决策的智能优化。推动基于互联网的企业间研发设计、客户关系管理、供应链管理和营销服务等系统的横向集成，加强产业链上下游企业间设计、制造、商务和资源协同，实现产品开发的深度协同和市场需求的快速响应。
《全国农村经济发展“十三五”规划》	发改委	2016.1	实施农村饮水安全巩固提升工程，综合采取改造、配套、升级、联网等方式，进一步提高城镇供水设施覆盖行政村比率、农村集中供水率、自来水普及率、供水保证率、水质达标率，加强农村饮用水水源保护和水质检测能力建设。
《信息化和工业化融合发展规划（2016—2020）》	工信部	2016.1	加快网络、控制系统、管理软件和数据平台的纵向集成，促进研发设计、智能装备、生产制造、检验验证、经营管理、市场营销等环节的无缝衔接和综合集成，实现全流程信息共享和业务协同。推动企业间研发设计、客户关系管理、供应链管理和营销服务等系统的横向集成，推进协同制造平台建设，提升产业链上下游企业间设计、制造、商务和资源协同能力。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	2016.12	深化制造业与互联网融合发展，推动“中国制造+互联网”取得实质性突破，发展面向制造业的信息技术服务，构筑核心工业软硬件、工业云、智能服务平台等制造新基础，大力推广智能制造、网络化协同、个性化定制、服务化延伸等新业态、新模式。拓展生活及公共服务领域的“互联网+”应用。拓展新型智慧城市应用，推动基于互联网的公共服务模式创新。
我国水表行业“十三五”发展规划纲要	中国计量协会水表工作委员会	2016.02	加强高性能超声水表、电磁水表、射流水表等产品的设计、工艺、装备、测量技术与可靠性试验方法的研究和开发。加大基础研究与技术攻关力度，保证智能水表 2.0 产品的性能指标和长期工作稳定性与可靠性，满足用户使用要求。开展智能水表无线通信及网络接入技术的应用和研发，应重点关注并做好以下几方面的工作：①自组无线局域网（WLAN）、无线广域网（如 LoRa 技术）和无线蜂窝网（如 NB-IoT 技术）等互联网接入技术的应用与研发；②开展数据传输过程中，低功耗、可靠性、安全性等方面的研究。开展“互联网智能水表”技术的综合应用和研究。有条件企业可以规划以智能终端（水表与相关传感器）大数据、云计算、无线数据远传、管网测控理论等技术为特征的“智能水表管网测控与信息化互联网应用”的研究，选好试点工程。提高高性能叶轮式机械水表性能。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

2.2、深耕水表领域，研发投入推升技术优势

公司深耕水表领域，技术优势显著。公司产品涵盖8mm至500mm全系列民用、工业用冷、热机械水表和智能水表共600多种型号，是国内产品种类齐全的水表供应商之一。截止2018年底，公司已获102项专利授权，其中发明专利15项，实用新型80项，外观设计7项；负责起草或参与的国家标准、国家计量检定规程、行业标准、行业内部标准共26部；共取得《计量器具型式批准证书》64项，基本涵盖市场所需的水表型号。此外，公司总经理王宗辉系中国计量协会水表工作委员会副主任委员，研究院院长姚灵系中国计量协会水表工作委员会秘书长。

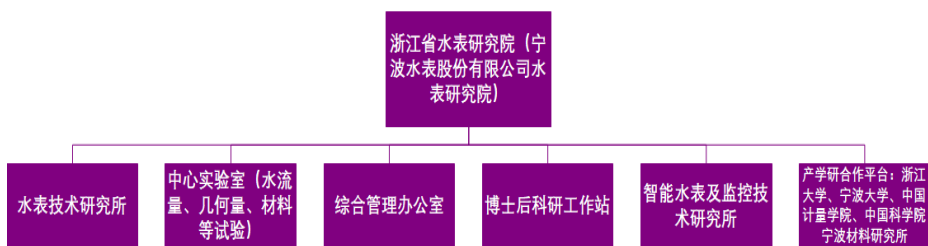
表2：公司获得的主要奖项

序号	荣誉/奖项名称	颁发部门	单位性质	获奖时间
1	中华人民共和国国家质量奖金奖	国家质量奖审定委员会	政府部门	1990
2	国家二级企业	国务院企业管理指导委员会；国务院生产委员会	政府部门	1990
3	文明单位	机械工业部	政府部门	1997
4	国家级新产品——LYH-8 饮用水计量仪	国家经济贸易委员会	政府部门	1998
5	国家级新产品——LXS-15F1~50F1 旋翼液封小表	国家经济贸易委员会	政府部门	1999
6	国家级新产品——XLXC-50B~500B 可拆卸螺翼式远传水表	国家经济贸易委员会	政府部门	2001
7	国家级新产品——LXH-15A、20A 旋转活塞式水表	国家经济贸易委员会	政府部门	2002
8	中国名牌产品	国家质量监督检验检疫总局	政府部门	2003
9	产品质量免检证书	国家质量监督检验检疫总局	政府部门	2004
10	出口产品质量许可证书	宁波出入境检验检疫局	政府部门	2006
11	浙江省质量奖	浙江省质量奖审定委员会；浙江省质量协会	政府部门	2007
12	省级高新技术研究开发中心	浙江省科技厅	政府部门	2007
13	国家重点新产品——WS-50G~150G 垂直螺翼式无线抄读水表	科学技术部	政府部门	2008
14	城镇供排水行业突出贡献单位	中国城镇供水排水协会	行业协会	2009
15	国家火炬计划重点高新技术企业	科技部火炬高技术产业开发中心	事业单位	2012
16	国家重点新产品——LRP-20~40 基于射流传感技术的新型热量表	科学技术部	政府部门	2012
17	博士后科研工作站	人力资源和社会保障部 全国博士后管委会	政府部门	2015
18	浙江省著名商标	浙江省工商行政管理局	政府部门	2017
19	中国驰名商标	国家工商总局商标局	政府部门	2017
20	高新技术企业	宁波市科技局 宁波市财政局 宁波市国税局 宁波市地税局	政府部门	2017

资料来源：公司招股说明书

成立水表研究院，研发投入巩固竞争优势。公司一直高度重视技术研发，专门成立了水表研究院，被认定为浙江省水表研究院，拥有博士后工作站及国家认可中心实验室。水表研究院负责公司的技术研发工作，组建了一支专业结构、年龄结构合理的技术研发队伍。公司拥有先进的实验设备、生产设备、检测设备，建立了科学的研发、检验、测试流程，积累了大量的水表专业技术知识。在进行自主研发的同时，公司还积极与国内知名高校以及计量领域研究机构进行研发合作。公司凭借较强的研发能力，负责起草或参与制定了多项国家、行业标准。除此之外，公司及相关产品获得欧盟 CE、美国 NSF 等国际权威资质认证。

图 10：宁波水表研究院

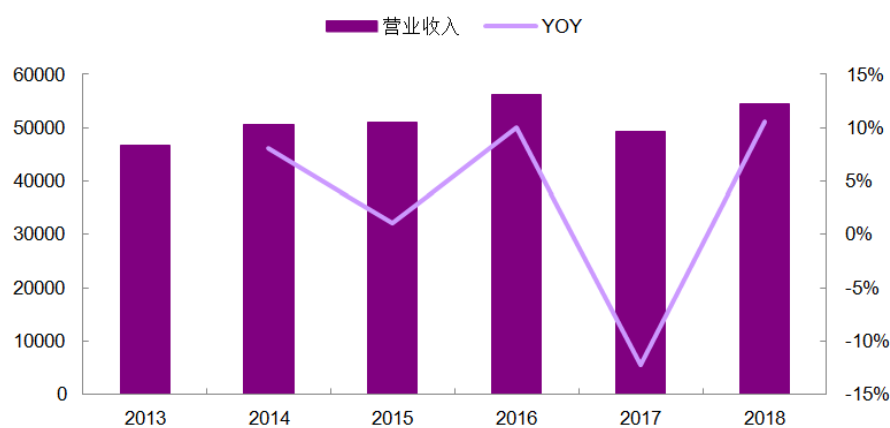


资料来源：仪表网

海外市场的拓展有效地弥补国内行业波动的影响。近年来公司不断加大海外市场的开拓，目前境外客户已覆盖美国、意大利、德国、法国、俄罗斯、南非、以色列、巴西、马来西亚等多地。海外市场的开拓，可有效地弥补国内行业需求增速放缓的影响。同时，公司海外布局范围广泛，也有有效地抵充单一市场下滑的风险。

近年来公司机械水表业务收入保持稳定。公司与国内外众多客户建立良好的长期合作关系，产品销往国内 31 个省、市、自治区，并出口欧洲、北美、南美、非洲、东南亚、中亚、中东等 80 多个国家和地区。公司是国内主要的水表生产商、出口商之一，也是全球重要的水表生产商之一。近年来公司机械水表业务保持平稳发展，2016 年国内市场受南方低温风雪冰冻天气影响，更新需求提前释放，同时叠加当时国家大型海外援建项目，共同推动 2016 年业务实现超预期增长。我们认为随着这些因素的消除，未来机械水表业务有望继续保持平稳发展。

图 11：公司机械表收入（万元）



资料来源：wind

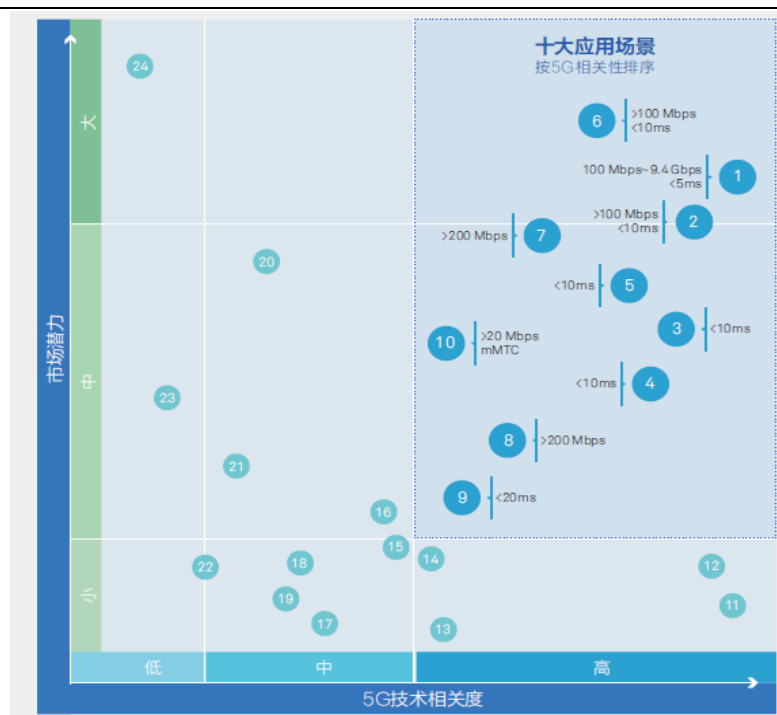
3、全力布局智能水表领域，未来发展值得期待

3.1、5G 带动万物互联，NB-IoT 商用不断推进

NB-IoT 作为 5G 的分支技术，已于 2017 年启动商用。NB-IoT 核心标准于 2016 年正式冻结，我国于 2017 年正式启动 NB-IoT 网络商用。根据 GSMA 公开的统计数据显示，截至 2018 年底，全球已经有 45 个运营商部署了 NB-IoT 商用网络，激活站点数超过 100 万个；NB-IoT 商用网络数量达到近百张，覆盖全球 45% 的面积和 65% 的人口。

3GPP 定义了 5G 的三大技术场景，其中 mMTC 为大规模物联网业务，将再度拓展物联网的应用场景。根据华为发布的《5G 时代十大应用场景白皮书》，最能体现 5G 能力的应用场景大概可分为 10 类，包括：高阶 VR/AR 应用、车联网中的自动驾驶及远控驾驶、智能制造领域的机器人控制、智慧能源领域的馈线自动化、无线医疗中的远程诊断、无线家庭娱乐中的超高清视频、联网无人机、社交网络领域的全景直播、AI 领域的个人辅助、智慧城市中的视频监控，这十大应用场景中有多个与大规模物联网相关。

图 12：5G 十大主要应用场景（华为 2019 年发布）

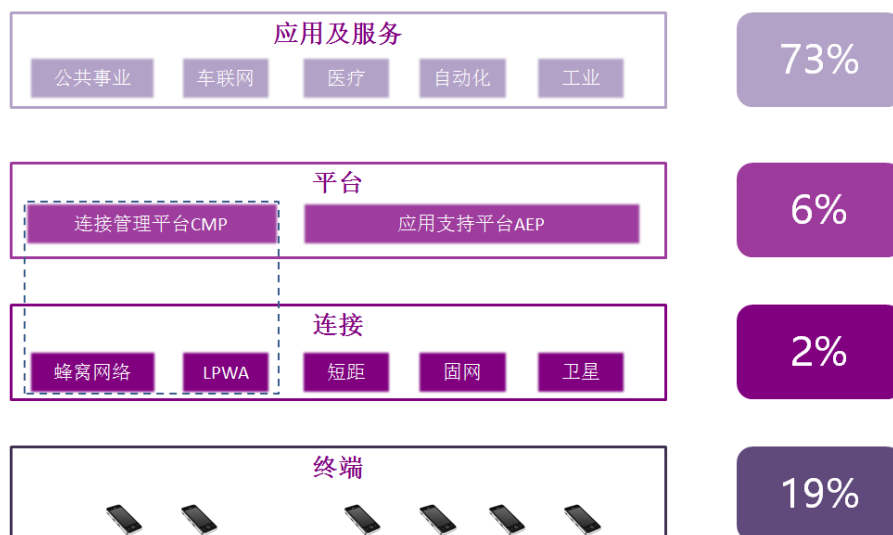


资料来源：华为发布的《5G 时代十大应用场景白皮书》注：1、VR/AR，2、车联网，3、智能制造，4、智慧能源，5、无线医疗，6、无线家庭娱乐，7、联网无人机，8、社交网络，9、个人 AI 辅助，10、智慧城市

物联网产业链包括终端设备、网络服务、平台服务、业务方案等多个环节。物联网产业链上游是芯片、元器件、传感器厂商，以及终端设备制造商，属于物联网体系架构中的感知层；中游是电信运营商、以及 CMP 平台服务商，属于网络层；下游是 AEP 平台提供商、集成服务提供商以及行业解决方案提供商，属于应用层。

远期看，物联不在于物，而在于服务。根据 Nokia 研究表明，物联网价值链上应用服务占比最大，达 73%，而处于底层的终端设备市场仅占 19%，连接价值占比仅在 2% 左右。从中长期角度来看，应用与服务市场发展潜力巨大，是产业链中最为重要的环节；根据 Gartner 预测数据显示，2020 年全球物联网应用与服务产值将达到 2620 亿美元。

图 13：物联网体系架构价值收益分布



资料来源：Nokia

物联网应用领域广泛，2025 年全球市场规模有望超过 4 万亿美元。根据麦肯锡报告预测，全球物联网市场规模将在 2025 年以前成长达到 3.9-11.1 万亿美元，其中将带动包括九大应用领域：家务自动化以及安防、设备管理优化、自动结账、安全施工、家庭个人健康、物流、导航、城市交通、自动驾驶等。

3.2、智能水表未来市场空间广阔

智能水表是一种利用现代微电子技术、现代传感技术、智能 IC 卡技术对用水量进行计量并进行用水数据传递及结算交易的新型水表。与传统的机械水表一般只具有流量采集和机械指针显示用水量的功能相比，智能水表性能具备很大的提升。智能水表除了可对用水量进行记录和电子显示外，还可以按照约定对用水量进行控制。智能水表以其数据传递、交易结算等方面的优势，得到了市场的青睐，智能水表已成为行业转型升级的发展方向。目前市场上的智能水表以 NB-IoT 水表、LoRa 远传水表等为主。

智慧水务为智能水表市场发展提供动力。智慧供水业务是建立在工业互联网技术基础之上的智能化生产、协同化生态和定制化服务的新模式，它可以作为当今流程制造工业应用工业互联网的典型示例之一。随着城市智慧水务的加速演进，水计量产业所处的市场需求态势已相对明朗，行业竞争和格局变化也逐步清晰。而在这其中，智能水表的存在至关重要。智能水表可实现集中抄读、远程抄读和实时抄读，数据客观、准确，既可实时读取、实时监控表具的运行状况，又可加载水质、水压等监测，还可以提供智能收费等管理和服务，融入智慧城市建设，解决了机械水表人工抄读效率低、抄录数据误差大的缺陷，是

国家建设智能水务的重要一步。目前智慧水务已经在武汉、成都和深圳地区有了广泛应用,随着智慧水务概念的推广应用,智能水表的需求量也会随之提升。

图 14: 智慧水务

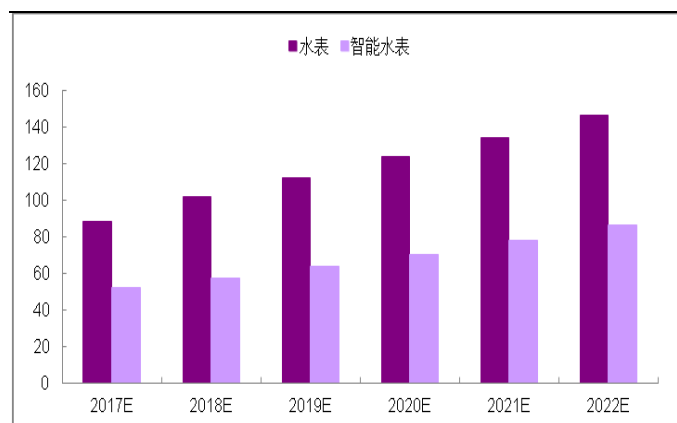


资料来源：中国水网

水表行业加速转型智能化，行业集中度有望借此提高。水表行业正向着智能水表及应用系统方面调整与转型，由于智能水表及应用系统对企业以技术研发、技术服务能力为核心的综合能力要求较高，在智能水表及应用系统细分领域造成了一定的技术壁垒和服务壁垒。不具备这样能力的大部分中小水表企业有可能加速被市场淘汰，而具有一定技术研发、技术服务能力优势的企业有可能快速发展壮大，未来行业集中度有望进一步提高。

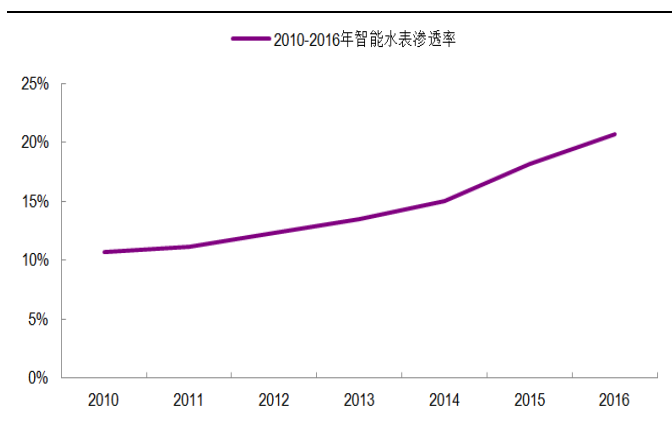
智能水表市场规模未来有望实现快速增长。全球 2016 年智能水表产量达到 4,188 万台，我国 2016 年智能水表产量为 2022 万台。2010 年我国智能水表渗透率仅 10.74%，随着智能水表生产技术的不断成熟，国家的政策持续推进，智慧水务的推广，2016 年我国智能水表的渗透率持续增长至 20.66%，增速从 2010 年的 4.1% 增长至 2016 年的 13.5%。由于目前我国水表保有量超过 3 亿台，随着阶梯水价、一户一表制度的深入推行，6 年强制检定所带来的旧表定期轮换以及管网现代化建设的需求，根据智研咨询预测，智能水表未来三年预计将保持 20% 左右的年增速。

图 15：2017-2022 年我国智能水表市场预测（亿元）



资料来源：《2017-2022 年中国水表市场调查及投资分析报告》，智研咨询预测

图 16：我国智能水表渗透率%



资料来源：《2017-2022 年中国水表市场调查及投资分析报告》，智研咨询

3.3、公司业务拓展突飞猛进，成为发展主要动力

宁波水表作为水表行业的领军企业，是最早研发智能水表的公司之一，至今已有智能水表 1.0 和 2.0 两代产品系列。公司智能水表 1.0 包括 NB-IoT 水表、LoRa 远传水表、大口径分体式水表、电子数显水表等多种，以 NB-IoT 水表为主。NB-IoT 水表，基表上直接安装发讯模块，模块可旋转，安装位置要求低且方便；基表采用独立功能指针，安装电子模块后，不影响任何读数；发讯模块与基表采用分体式安装，互换性好；电池独立封装，方便更换电池；采用目前最新型的 NB-IoT 数据传输技术，网络覆盖广、信号稳定可靠。智能水表 2.0 当前仍为公司储备产品，产品主要有大口径超声波水表、小口径超声波水表、电磁水表、射流水表等。

图 17：公司 NB-IoT 水表



资料来源：公司招股说明书

图 18：公司大口径超声波水表



资料来源：公司招股说明书

智能水表业务助力公司产品结构转型升级。水表行业在国家“一户一表”工程、“阶梯水价”、“智慧水务”等供排水领域建设项目的积极推动下，呈现出较为快速的增长趋势。当期，传统机械水表被智能水表逐步替代的趋势已经显现，公司坚持发展战略“一业为主，做精做强”，深耕水表领域，以国家政策要求水计量产业朝着高精度、智能化、系统化方向发展为契机，加大研发与技术创新投入，不断推动主营业务的转型升级，产品结构进一步优化，收入保持快速增长。

IPO 资金募集着重扩展智能水表拓展项目。公司 2019 年登陆上市，通过募集资金，加快产品结构调整和企业转型升级步伐，快速提升高性能智能水计量终端与智慧水务应用系统在公司产品中的比重及市场占有份额。公司公开发行人 3909 万股，募集资金 6.5 亿元，其中大部分资金将用于年产 405 万台智能水表扩产项目。公司在近年来产能利用率处于饱和状态，未来下游需求主要来自智能水表。此次项目建成后，公司智能水表产能将新增 405 万台，能满足公司未来 5 年的智能水表市场需求。

表 3：公司募集资金用途

项目名称	总投资（亿元）	募集资金使用规模（亿元）
年产 405 万台智能水表扩产项目	3.36	3
技术研发中心建设项目	0.99	0.9
营销及服务网络建设项目	0.61	0.54
信息化建设项目	0.48	0.43
补充流动资金	1.2	1.1
合计	6.64	5.97

资料来源：公司招股说明书

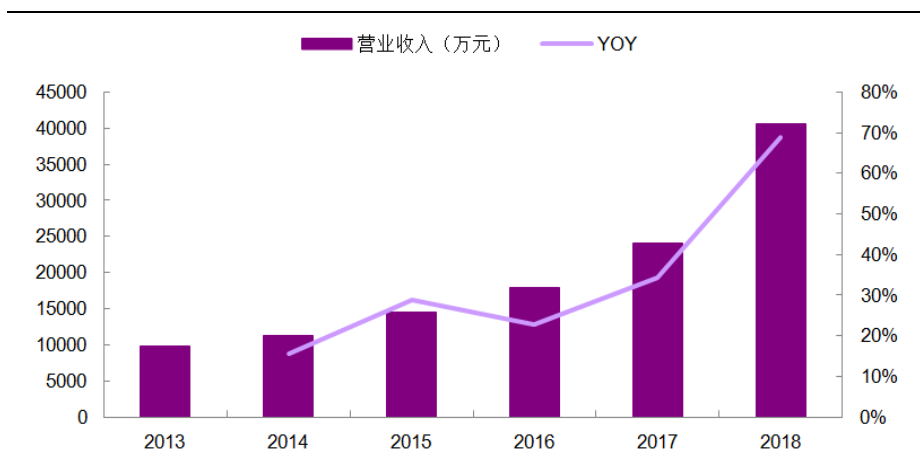
供水信息化是公司实现智慧供水的必经路径。从当前国内水务行业的普遍现状来看，虽然各大水务公司均建立了各自的管理系统与业务模块，但并未真正实现资源共享。实现智慧水务系统最主要的瓶颈即在于信息“孤岛”的整合，信息互联互通欠佳，限制、阻碍了高层次的智慧应用。为实现向客户提供全面完善的解决方案以及个性化的服务，公司将以打造顶层设计、合理布局规划为智慧水务方案的建设思路，通过系统平台开发，完成软硬件基础建设、数据交互平台建设、应用接入标准建设、业务模块化建设等具体实施项目，同时开展信息安全风险评估，确保软硬件、数据采集及交互的安全性，以最终实现各项资源的整合，解决信息孤岛问题。随着国家“互联网+”和“两化融合”工作的快速推进，依托于边缘计算、云平台、大数据、物联网、移动互联、数字城市等新兴技术，公司将凭借强大的技术研发能力与规范化的经营管理，全力朝着系统集成化、信息网络化、数据海量化为特征的智慧水务业务发展模式转变。

积极推进智慧物联网水表产业布局。在公司及电信运营商的共同推动下，基于 NB-IoT（窄带物联网）通讯技术的无线智能水表，以其计量精度高、功耗低、信号覆盖广、信号穿透力强等特点，迅速得到市场的认可。根据华为物联网官网信息，在 2017 年深圳智慧水务项目中，由深圳水务、中国电信、宁波水表、华为共同打造的全球第一个 NB-IoT 智能抄表商用项目，2017 年 10 月份，已部署 50000 只水表，2020 年之前，将完成 50 万水表的部署。该项目使用公司生产的无线智能水表，成功投入全球首个基于 NB-IoT 的智慧水务商用项目，公司依靠该型水表稳定可靠的质量，领先的技术理念，引领了整个智慧计量终端的发展方向。凭借稳定、高质量的数据传输上报率，该智能水表通过电信网络连接至水司的大数据管理平台，可实现水表集抄、在线监控、大数据分析、水务信息化应用等。公司继深圳水务后又相继中标多个区域大中型水务集团的 NB-IoT 智慧水务项目。2018 年 9 月在中国国际信息通信博览会同期举办的“ICT 中国·2018 高层论坛”之蜂窝物联与垂直应用高峰论坛上，公司荣获“NB-IoT 产业领军贡献奖”，两年多来公司为推动 NB-IoT 在水务行业推广应用所做的示范与引领作用再度受到产业生态圈的高度认可。

公司收到《中标通知书》，扩大智慧水务市场影响力。根据公司 2019 年 7 月发布的公告，公司被选为“户用远传水表采购及安装（2019 年第一包）”项目的中标单位；并被确认为以公司和上海精隆建筑工程有限公司组成的联合体为“2019 年上海城投水务（集团）有限公司小口径物联网（NB-IoT）远传水表采购及安装项目”的第四中标人。同时，公司被确认为“2019 年度无线远传基表采购”项目和“2019 年度机械水表采购”项目的入围单位。公司在 NB-IoT 智能水表领域已经拥有多年的研发经验，现拥有行业内领先的 NB-IoT 物联网自动抄表规模商用技术和多项终端制造技术。中标此次项目是市场对公司产品质量和先进核心技术的肯定，中标项目有望对公司的经营业绩产生积极的影响。

智能水表业务成为业绩增长主要动力。公司 2018 年实现营业收入 10.29 亿元，同比增长 26.42%，实现归属于母公司股东的净利润 1.37 亿元，增长 13.06%。业绩增长的主要动力，来自市场对智能水表需求的大幅增加。公司 2018 年实现智能水表收入 4.06 亿元，同比增长 68.99%。智能水表占主营业务收入的比重从 2017 年的 29.77% 上升至 2018 年的 39.83%。在智能水表大幅增长的同时，公司进一步巩固了公司机械水表产品在市场中的地位，机械水表 2018 年实现 5.45 亿元的销售收入规模，比上一年度增长 10.58%。公司的主营业务已呈现由传统机械水表为主智能水表为辅的局面，转变为机械水表、智能水表齐头并进的格局。

图 19：公司智能水表营业收入（万元）



资料来源：Wind

战略发展，以智慧水务解决方案提供商为目标。从短期目标来看，公司继续以水计量产品和技术为主业，在主业内充实完善传感技术、边缘计算技术及电磁、超声等相关技术内容，形成横跨多学科的完整技术研发和生产体系。从长远目标来看，未来公司将以成为集智慧计量与营运、智慧用水管理、水质实时监控、管网调度、管网 GIS 定位系统等综合集成的智慧水务解决方案提供商为长期战略目标。并在未来合适的机遇下，积极向上下游两端拓展业务，不仅涉及供水、用水管理，还可以考虑涉及到原水地管理、输水管理、制水管理等多个环节，为客户全面完善的解决方案以及个性化的服务，成为完整具备智慧水务服务能力的综合性企业。

4、盈利预测与投资评级

4.1、关键假设与盈利预测

宁波水表目前收入主要由机械表、智能水表、水表配件及其他业务四部分构成。公司收入以机械表、智能水表业务为主体，2018 年两项业务收入占比总计为 92.36%。我们假设其它两项未来三年收入及毛利率维持 2018 年水表不变，对于公司机械表、智能水表的未来业绩预测的关键假设为：

1、机械表：公司深耕水表领域，技术优势显著。在传统的机械表业务收入上，除 2017 年受外围行业、气温环境影响出现下滑外，近年来机械水表整体保持稳定发展。我们认为未来机械表收入仍有望保持稳定提升，原因在于阶梯水价、一户一表制度的不断深入推行，以及 6 年强制检定所带来的旧表定期轮换以及管网现代化建设的需求，我们预测 2019-2021 年机械表业务收入分别有望实现 7%、5%、5% 的增长速度。原材料供给充足，水表行业受上游影响小，我们预测 2019-2021 年机械表业务毛利率有望维持 2018 年 28.35% 的水平。

2、智能水表：公司积极转型升级，推动物联网智能表布局。2018 年智能水表实现 4.06 亿元收入，增速近 70%。2019 年，公司加速推进 NB-IoT 无线智能水表等核心产品的推广与商用，目前已实现以北京、深圳、成都、天津、拉萨、银川、乌鲁木齐、宁波等为代表城市的物联网项目成功规模布局。智能水表业务目前已经成为公司业绩增长的主要动力，我们预测 2019-2021 年智能水表业务收入有望保持 60%、45%、30% 的增长速度。公司 IPO 资金募集着重扩展智能水表拓展项目，更为先进的产线投产后有望助力产品毛利率的上行，但是伴随着未来智能水平渗透率不断提高及竞争加剧，产品价格也存在不断下行的风险，因此我们预计 2019-2021 年产品毛利率维持平稳下行，分别为 39.50%、38.00%、37.00%。

表 4：宁波水表收入分项预测（单位：亿元）

	2018	2019E	2020E	2021E
机械表				
收入	5.45	5.83	6.12	6.43
增速(%)		7.00	5.00	5.00
成本	3.91	4.18	4.39	4.61
毛利	1.54	1.65	1.74	1.82
毛利率(%)	28.35	28.35	28.35	28.35
智能水表				
收入	4.06	6.50	9.42	12.24
增速(%)		60.00	45.00	30.00
成本	2.41	3.93	5.84	7.71
毛利	1.64	2.57	3.58	4.53
毛利率(%)	40.51	39.50	38.00	37.00
水表配件及其他				
收入	0.68	0.68	0.68	0.68
增速(%)				
成本	0.46	0.46	0.46	0.46
毛利	0.22	0.22	0.22	0.22

毛利率(%)	31.73	31.73	31.73	31.73
其他业务				
收入	0.11	0.11	0.11	0.11
增速(%)				
成本	0.10	0.10	0.10	0.10
毛利	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利率(%)	7.91	7.91	7.91	7.91
总计				
收入	10.30	13.11	16.32	19.45
增速(%)		27.35	24.51	19.18
成本	6.9	8.7	10.8	12.9
毛利	3.4	4.4	5.5	6.6
毛利率(%)	33.11	33.92	33.95	33.82

资料来源：wind，光大证券研究所预测

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别有望达到 13.11、16.32、19.45 亿元，增速分别为 27.35%、24.51%、19.18%，毛利率分别为 33.92%、33.95%、33.82%。公司 2019-2021 年净利润分别为 1.71、2.23、2.70 亿元，对应 EPS 为 1.10、1.43、1.73 元。

4.2、估值分析与投资评级

相对估值：我们选取了 A 股中主业同为智能水表的三川智慧、新天科技两家公司，以及从事智能电表业务的海兴电力，为宁波水表的可比公司。目前可比公司 2019、2020 年平均 PE 为 24x/19x。宁波水表 2019 年的 PE 仅为 22 倍，具有一定的估值优势。我们以可比公司 2019 年平均 24 倍估值计算，公司目标价为 26.4 元。

表 5：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 10 月 25 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（X）		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300066.SZ	三川智慧	4.58	47.63	0.13	0.17	0.22	35	27	21
300259.SZ	新天科技	3.56	41.85	0.19	0.22	0.27	19	16	13
603556.SH	海兴电力	18.26	89.68	1.02	1.25	1.53	18	15	12
	平均值						24	19	15
603700.SZ	宁波水表	24.50	38.22	1.10	1.43	1.73	22	17	14

资料来源：三川智慧、新天科技、海兴电力为 wind 一致预期，宁波水表为光大证券研究所预测

绝对估值：假设长期增长率为 3%；假设公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，预测公司未来税率为 15.00%。

表 6：宁波水表绝对估值关键假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta(\beta_{levered})$	0.77
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	9.17%
税率	15.00%
Kd	0.00%
Ve	1794.33
Vd	0
目标资本结构	0.00%
WACC	9.17%

资料来源：光大证券研究所预测

表 7：宁波水表 FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	155.90	3.90%
第二阶段	824.25	20.61%
第三阶段 (终值)	3019.42	75.49%
企业价值 AEV	3999.56	100.00%
加：非经营性净资产价值	214.63	5.37%
减：少数股东权益 (市值)	3.47	-0.09%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	4210.72	105.28%
股本 (百万股)	156.35	
每股价值 (元)	26.93	
PE (隐含)	24.56	
PE (动态)	22.34	

资料来源：光大证券研究所预测

表 8：敏感性测试结果 (元)

长期增长率			
WACC	2.50%	3.00%	3.50%
8.50%	28.25	30.16	32.42
9.00%	25.40	26.93	28.74
9.50%	22.97	24.22	25.68

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：估值结果汇总 (元)

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	26.93	19.97-40.53	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
APV	26.31	19.34-39.91	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：光大证券研究所预测

根据绝对估值结果，宁波水表的估值区间为 26.31~26.93 元。

投资评级：我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别有望达到 13.11、16.32、19.45 亿元，增速分别为 27.35%、24.51%、19.18%，毛利率分别为 33.92%、33.95%、33.82%。公司 2019-2021 年净利润为 1.71、2.23、2.70 亿元，对应 EPS 为 1.10、1.43、1.73 元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予宁波水表 26.4 元目标价（分别对应 19/20 年 PE 约为 24/18 倍）。我们看好未来物联网时代中，公司在智慧水务服务一体化方向的发展，因此首次覆盖给予“增持”评级。

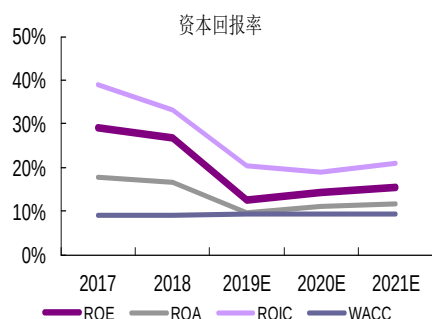
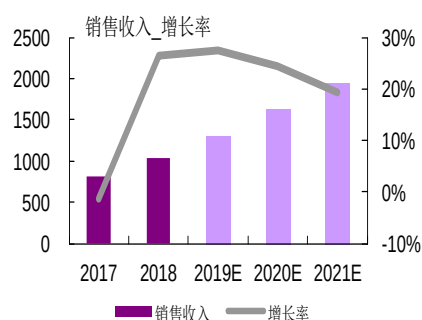
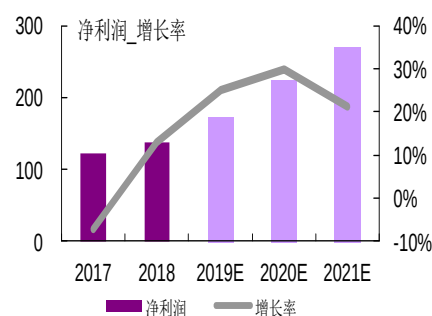
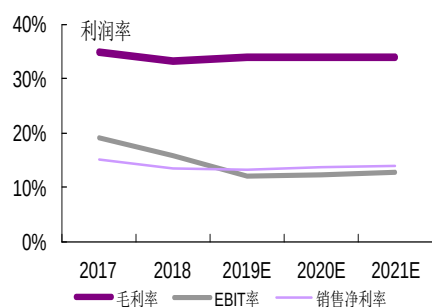
5、风险提示

1、宏观经济波动风险。公司产品主要应用于城市供水领域，其景气程度与宏观经济发展状况存在较为紧密的联系。若未来宏观经济增速持续趋缓、宏观经济出现较大波动，将给公司产品的市场需求带来不利影响。

2、技术研发不及预期风险。智能水表是近年来以现代电子传感技术和信息网络技术为支撑，为技术密集型产品。公司近几年来为了保持行业领先，在电子、通讯及软件领域投入较多。未来存在技术研发拓展不及预期，或者行业出现全新技术的风险。

3、人民币汇率升值风险。公司已成为国内重要的水表出口商，2018 年海外市场收入占比为 21%。公司对外销售主要以外币结算，美元为主要结算货币。人民币兑美元汇率波动对公司损益影响较大。

4、募集资金投资项目进展不及预期风险。公司募集资金投资项目实施过程中，可能面临产业政策变化、市场变化等诸多不确定因素，不排除由于市场环境的变化，导致募集资金投资项目的实际效益与可行性研究报告存在一定的差异。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	814	1,029	1,311	1,632	1,945
营业成本	530	688	866	1,078	1,287
折旧和摊销	12	13	19	27	32
营业税费	7	9	13	16	19
销售费用	76	116	184	228	272
管理费用	44	48	92	106	117
财务费用	7	-1	-13	-24	-25
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	135	150	172	224	271
利润总额	144	160	202	262	318
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	137	171	223	270

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	689	825	1,780	2,042	2,335
流动资产	563	693	1,510	1,648	1,942
货币资金	230	228	917	906	1,053
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	165	205	271	338	402
应收票据	23	25	26	33	39
其他应收款	6	11	13	16	19
存货	134	212	260	323	386
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	6	6	6	6
固定资产	86	86	211	312	315
无形资产	6	6	6	6	5
总负债	268	312	392	482	570
无息负债	218	304	392	482	570
有息负债	50	8	0	0	0
股东权益	421	513	1,389	1,560	1,764
股本	117	117	156	156	156
公积金	48	62	802	802	802
未分配利润	240	316	413	584	788
少数股东权益	2	2	2	3	3

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	134	102	141	165	218
净利润	121	137	171	223	270
折旧摊销	12	13	19	27	32
净营运资金增加	10	79	81	108	105
其他	-9	-127	-130	-192	-189
投资活动产生现金流	-1	-20	-161	-149	-29
净资本支出	-9	-19	-180	-150	-30
长期投资变化	5	6	0	0	0
其他资产变化	3	-6	20	1	1
融资活动现金流	-74	-91	709	-28	-42
股本变化	0	0	39	0	0
债务净变化	0	-42	-8	0	0
无息负债变化	24	85	88	90	89
净现金流	56	-7	690	-11	147

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-1.46%	26.42%	27.35%	24.51%	19.18%
净利润增长率	-7.18%	13.06%	24.97%	29.95%	21.28%
EBITDA 增长率	1.21%	5.39%	0.07%	27.98%	22.63%
EBIT 增长率	0.83%	5.23%	-3.48%	26.17%	23.26%
估值指标					
PE	32	28	22	17	14
PB	9	7	3	2	2
EV/EBITDA	17	16	18	14	11
EV/EBIT	18	17	20	16	13
EV/NOPLAT	21	20	23	19	15
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	8	7	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	34.91%	33.15%	33.92%	33.95%	33.82%
EBITDA 率	20.56%	17.14%	13.47%	13.84%	14.24%
EBIT 率	19.07%	15.87%	12.03%	12.19%	12.61%
税前净利润率	17.68%	15.50%	15.42%	16.08%	16.36%
税后净利润率 (归属母公司)	14.91%	13.33%	13.08%	13.65%	13.89%
ROA	17.66%	16.67%	9.65%	10.93%	11.59%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.00%	26.86%	12.37%	14.30%	15.34%
经营性 ROIC	38.82%	33.28%	20.25%	18.93%	20.92%
偿债能力					
流动比率	2.16	2.28	3.92	3.47	3.45
速动比率	1.64	1.58	3.25	2.79	2.76
归属母公司权益/有息债务	8.37	63.86	-	-	-
有形资产/有息债务	13.53	101.18	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.78	0.88	1.10	1.43	1.73
每股红利	0.00	0.37	0.33	0.43	0.52
每股经营现金流	0.86	0.65	0.90	1.06	1.40
每股自由现金流(FCFF)	0.81	0.39	-0.70	-0.37	0.70
每股净资产	2.68	3.27	8.87	9.96	11.26
每股销售收入	5.21	6.58	8.38	10.44	12.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼