

宁水集团 (603700)

证券研究报告

2020 年 05 月 08 日

行业龙头地位稳固，智能水表再创新篇章

历史悠久的水计量及解决方案供应商

经过 61 年的悠久发展，公司现在已经成为全球单体水表生产规模最大、品种最齐全的水表供应商。2019 年 1 月，公司成功上市，为公司的持续发展获得了稳定长期的融资渠道，并形成良性的资金循环，引领公司朝着稳定、快速且高质量的方向发展。2019 年公司实现营业收入 13.7 亿元，较上年同期增长 33.21%；归属于母公司所有者的净利润为 2.1 亿元，较上年同期增长 54.72%。其中，智能水表实现销售收入 7.2 亿元，同比增长 78.26%，占 2019 年主营业务收入的 53.12%。

行业空间广阔，NB-IOT 为代表的物联网引领水表行业技术变革

近年来，随着技术的不断提升以及智慧城市、智慧水务的加快演进，智能水表的**市场需求快速增长，智能水表替代机械水表成为大势所趋。根据智研咨询调查数据显示，目前全国水表保有量约占 3.5 亿台，智能水表产量的渗透率近年来持续增长，从 2010 年的 11% 上升至 2017 年的 23%，目前国内智能水表产量的渗透率将近 30%，预计到 2020 年我国智能水表的渗透率将达到 40%-50%。目前，水表行业存量旧表置换叠加增量新表升级，预期有 152 亿市场空间正在释放。此外国家相关水务政策不断出台，也会推动水表行业的智能化发展，为行业公司带来更多机遇。

传统领域地位稳固，新兴领域积极布局

公司深耕水表领域，技术优势显著。其产品覆盖国内 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。2019 年，机械水表业务营业收入为 5.75 亿元，同比增长 5.57%，毛利率 31.04%，同比增长 2.7%。

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。公司高度关注产品应用领域的拓展，重点突破中心城市，积极推动智能水表在全国的战略布局。通过以 NB-IoT 无线智能水表为智慧计量终端接入平台软件的产品模式，成功为客户解决难点痛点，实现了水表集抄、在线监控、大数据分析、水务信息化应用等功能，快速拓展市场，并得到了广泛的认可。公司 NB-IoT 智能水表持续销往北京、上海、天津、深圳、乌鲁木齐、拉萨等全国各大城市。2019 年，公司智能水表销售量为 297 万，同比增长 71.52%，智能水表的营业收入为 7.23 亿元，同比增长 78.26%。

盈利预测：预计公司 2020-2022 年营业收入为 18.05、22.39、26.51 亿元，归母净利润为 2.75、3.50、4.29 亿元，EPS 为 1.76、2.24、2.75 元。给予公司 2020 年 26 倍市盈率，预计目标价格为 45.76 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；宏观经济波动风险；出口风险；技术创新风险；规模扩张带来的管理风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,029.31	1,371.12	1,804.86	2,238.78	2,651.23
增长率(%)	26.42	33.21	31.63	24.04	18.42
EBITDA(百万元)	176.06	272.50	336.88	436.04	537.04
净利润(百万元)	137.21	212.30	275.05	350.17	429.45
增长率(%)	13.06	54.72	29.56	27.31	22.64
EPS(元/股)	0.88	1.36	1.76	2.24	2.75
市盈率(P/E)	41.91	27.09	20.91	16.42	13.39
市净率(P/B)	11.25	4.62	4.13	3.59	3.09
市销率(P/S)	5.59	4.19	3.19	2.57	2.17
EV/EBITDA	0.00	9.96	14.52	11.20	9.01

资料来源：wind、天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/仪器仪表
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	38.49 元
目标价格	45.76 元

基本数据

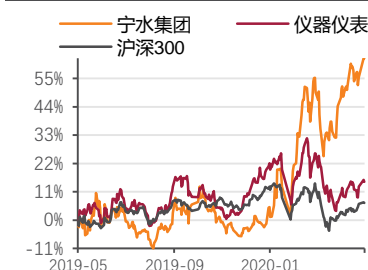
A 股总股本(百万股)	156.34
流通 A 股股本(百万股)	79.48
A 股总市值(百万元)	6,017.53
流通 A 股市值(百万元)	3,059.16
每股净资产(元)	8.17
资产负债率(%)	20.92
一年内最高/最低(元)	38.50/19.51

作者

崔宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060002
cuiyu@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 宁水集团—智慧水务服务一体化供应商	5
1.1. 公司历史悠久，股权结构稳定	5
1.2. 业绩加速增长，盈利能力良好	6
2. 行业:空间广阔,集中度有望提升	8
2.1. 水表行业发展现状	8
2.1.1. 水表行业供需快速增长，出口远超进口	8
2.1.2. 上下游影响小，行业集中度有望加强	9
2.2. 智能水表成为新趋势	10
2.2.1. 智能水表解决行业痛点，产品升级大势所趋	10
2.2.2. 技术日趋成熟，远传水表已成主流路线	11
2.2.3. 行业空间超过 150 亿元	12
2.3 政策红利推动水表行业进一步智能化	14
3. 公司水表全产品线覆盖，智能水表快速增长	15
3.1. 深耕传统水表领域，技术品牌优势显著	15
3.2. 全面布局智能水表带动业绩超预期	17
3.3. 可比公司财务分析	20
3.3.1. 高成长性，主营及智能水表收入第一	20
3.3.2. 毛利率和净利率低于同业，仍有提升空间	21
3.3.3. 现金流和 ROE 居行业首位	21
3.3.4. 资产负债率下降显著	22
4. 水表与燃气表比较	23
4.1. 财务指标对比	23
4.2. 市场规模对比	25
4.3. 市场份额对比	26
5. 盈利预测与投资评级	26
5.1. 盈利预测	26
5.2. 风险提示	27

图表目录

图 1：宁水集团股权结构（2019 年三季度报告）	6
图 2：2015-2019 宁水集团营业收入及其增速	6
图 3：2015-2019 宁水集团归母净利润及其增速	6
图 4：公司各项业务毛利额（单位：万元）	7
图 5：公司各项业务毛利率（单位：%）	7
图 6：公司经营性现金流（单位：百万）	7
图 7：公司 ROE 变化趋势	7

图 8：水表产品可分为机械水表、智能水表 1.0、智能水表 2.0	8
图 9：我国水表行业供给情况(单位:万只).....	9
图 10：我国水表行业需求情况(单位:万只)	9
图 11：我国水表行业出口情况（单位：万元）	9
图 12：我国水表行业进口情况（单位：万元）	9
图 13：上下游产业链	10
图 14：供水企业面临痛点	10
图 15：智能水务业务应用	10
图 16：无线远传水表及 NB-IOT 技术有望成为市场主流	12
图 17：NB-IOT 无线远传水表解决方案示意图	12
图 18：我国机械水表和智能水表产量数据	12
图 19：公司产品展示	15
图 20：宁水集团研究所	16
图 21：机械水表年营业收入（亿元）	17
图 22：公司 NB-IOT 水表	17
图 23：公司大口径超声波水表	17
图 24：公司 NB-IOT 水表系统网络拓扑结构示意图	18
图 25：NB-IOT 四大优势	18
图 26：同行业公司主营收入变化趋势（单位：亿元）	20
图 27：同行业公司智能水表业务收入（单位：亿元）	21
图 28：同行业公司毛利率比较（单位：%）	21
图 29：同行业公司净利率比较（单位：%）	21
图 30：同行业公司经营性净现金流比较（单位：百万）	21
图 31：同行业公司 ROE 比较（单位：%）	22
图 32：同行业公司资产负债率比较（单位：%）	22
图 33：金卡智能母公司与宁水集团营业收入对比（单位：亿元）	23
图 34：金卡智能母公司与宁水集团营业收入同比增速对比（单位：%）	23
图 35：金卡智能母公司与宁水集团营业利润对比（亿元）	23
图 36：金卡智能母公司与宁水集团营业利润同比增速对比（单位：%）	23
图 37：金卡智能母公司与宁水集团毛利率对比（单位：%）	24
图 38：金卡智能母公司与宁水集团净利率对比（单位：%）	24
图 39：金卡智能母公司与宁水集团 ROE 对比（单位：%）	24
图 40：经营性净现金流对比（单位：百万）	24
图 41：燃气表中国市场需求量	25
图 42：水表中国市场需求量	25
图 43：中国燃气表市场规模及其均价	25
图 44：水表市场规模	25
图 45：宁水集团市场份额	26

表 1: 宁水集团发展历程	5
表 2: 宁水集团主要产品	5
表 3: 智能水表行业企业类型	10
表 4: 智能水表与机械水表优劣势对比	11
表 5: 小口径水表行业价格区间	11
表 6: 我国机械水表和智能水表的单价和行业规模	13
表 7: 未来三年水表行业 and 智能水表的市场空间测算（单位：亿台、亿元）	14
表 8: 近几年主要行业政策汇总	14
表 9: 公司与同行业可比上市公司主要在研项目情况对比	16
表 10: 公司募集资金用途	19
表 11: 公司本年度公告的重大项目中标情况	19
表 13: 可比公司收入结构比较	20
表 14: 可比公司 PEG	27

1. 宁水集团—智慧水务服务一体化供应商

1.1. 公司历史悠久，股权结构稳定

公司发展历史悠久，行业龙头地位稳固。公司成立于 1958 年，从单一生产机械水表产品起步，逐步涉足水流量计量、供热计量、管网测控系统等多个领域。1980 年兼并四家企业，奠定了行业龙头地位，2000 年正式改制为股份有限公司，2006 年成为当今全球规模最大的水表生产基地，2017 年发布全球首个 NB-IoT 物联网智慧水务商用项目，现业务覆盖 80 多个国家和地区，有 61 年行业经验，成为全球优秀的水计量及解决方案的提供商之一。

表 1：宁水集团发展历程

年份	事件
1958	6 月，宁水集团前身——宁波综合仪表厂诞生。
1963	被原机械工业部确定为全国首批水表专业生产企业，在水表行业第一次打响宁波牌，其后连续两年在行业质量评比中名列前茅。
1980	企业不断发展壮大，兼并四家企业，奠定了行业龙头的地位。
1994	在国内水表行业中率先通过 ISO9000 质量体系认证，已通过两年复审及改版确认。
2000	9 月企业经宁波市人民政府批准成功改制，原宁水集团厂国有资本，全部由企业职工一次性置换，成立为宁水集团股份有限公司。
2005	被世界商业杂志《福布斯》公布为中国中小型企业潜力 100 榜，进一步提高了企业的市场竞争力和品牌形象。同年先后被评为宁波市高新技术企业和浙江省高新技术企业。
2006	企业搬迁至宁波江北工业园区投资兴建的新厂区，占地 110 亩，建筑面积 45500 平米，生产能力达 600 万台，是当今全球规模最大的水表生产基地。
2008	完成销售收入 5.02 亿元，水表年产量达到 607 万台，突破历史新记录。且我公司被认定为国家级高新技术企业。
2013	9 月宁水集团股份有限公司中心实验室获国家认可水表中心实验室称号。并在 10 月宁水集团股份有限公司水表研究院荣获省级企业研究院称号。
2017	3 月全球首个 NB-IoT 物联网智慧水务商用项目发布仪式在深圳举行，应用的水表全部为我司生产的 NB-IoT 无线智能水表，目前已在深圳的试点小区成功应用近 1200 台，水表的数据传输上报率达 100%。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

产品丰富，品质优良。公司主要水表产品可分为机械水表和智能水表两类。口径从 8mm-500mm，计量等级达到 B 级和 C 级，部分产品能达到国际最高等级 D 级。目前细分各类水表种类已达到 600 余种，品种齐全。

表 2：宁水集团主要产品

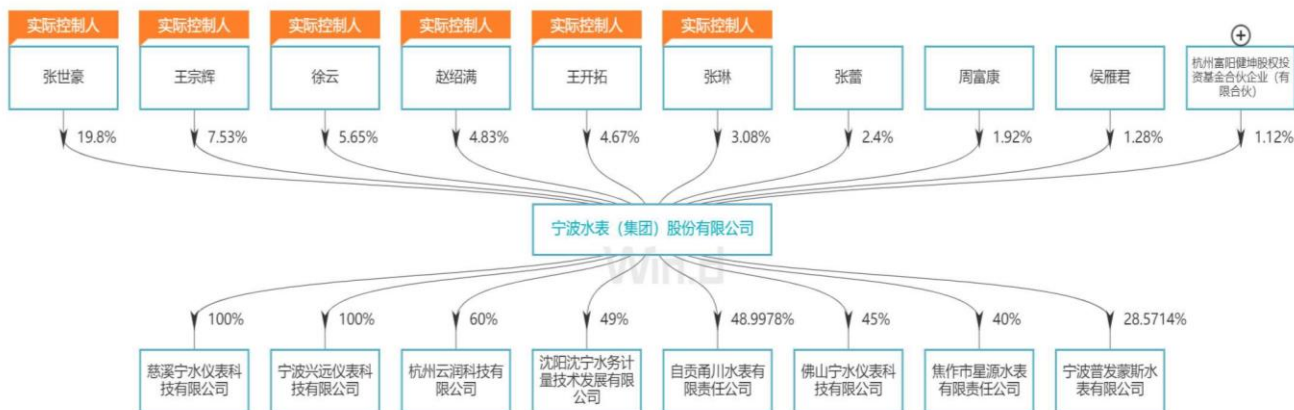
产品类别	代表产品	产品类别
智能水表 2.0	超声波水表	无机械运动部件、无磨损、寿命长、低功耗、压损极小、量程宽、精度高，测量不受杂质影响；数据可远传通信，可多功能配置。
	电磁水表	流量传感器结构紧凑、流体压力损失小、不受被测介质的温度、粘度、密度和水质状况等影响、量程范围宽、测量精度高、无机械惯性、反应速度快、动态特性好等。
	射流水表	内部没有机械传动部件，计量不受沙粒或其它颗粒的影响，不受参杂在水管中的空气等气体的影响，具有持久耐用，计量准确度高。
智能水表 1.0	NB-IoT 水表	基表上直接安装发讯模块，模块可旋转，安装位置要求低且方便；基表采用独立功能指针，安装电子模块后，不影响任何读数；发讯模块与基

机械水表	LoRa 远传水表	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。
	大口径分体式水表	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；LoRa 网络形式进行数据远传。
	水平螺翼式水表	在水平/垂直螺翼式水表的基础上，通过无磁传感技术，可安装无线/有线模块，实现远传抄表的目的。具有安装方便，性能稳定，使用寿命长等特点。
	垂直螺翼式水表	超宽量程比；超低压损失；超长计量寿命；安装要求低；机芯强度高，防磁防盗。
	热水表	大叶轮低转速设计，能够承受更大流量；表壳回流腔设计，压力损失小；采用钢珠滚动轴承，灵敏度高；磨损点转换技术，使用寿命长；内置不锈钢过滤网，故障概率低；优化传动轴设计，提高抗弯强度和疲劳强度。
特种水表	数控定量水表	基表采用高温耐热材料，精度高，始动流量小；使用温度在 0℃-100℃ 之间可正常工作；使用寿命长。
		用水量根据需要可任意设定，操作方便，直观。

资料来源：宁水集团招股说明书、天风证券研究所

公司股本结构稳定。公司目前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%，其余各大股东的占股均不超过 5%。公司的实际控制人张世豪、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，合计持股为 45.56%

图 1：宁水集团股权结构（2019 年三季度报告）



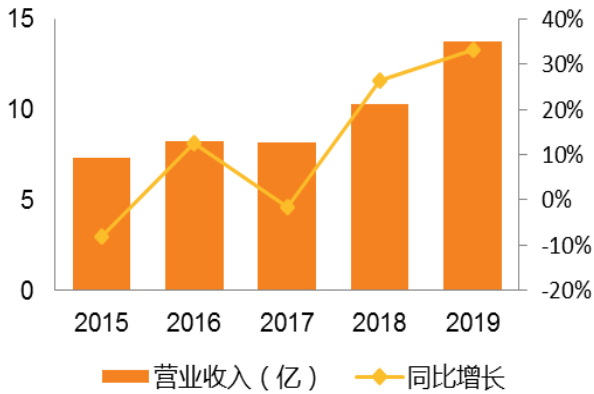
资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 业绩加速增长，盈利能力良好

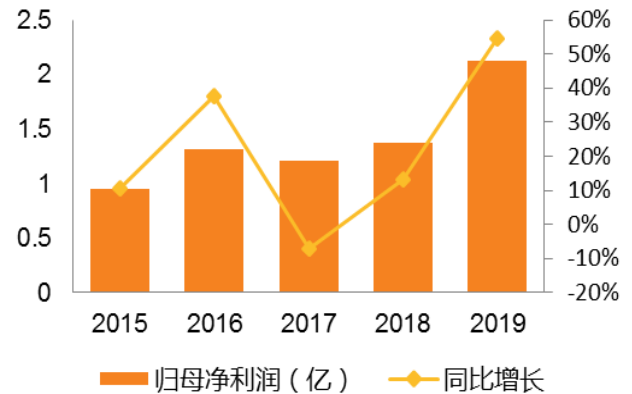
近两年，公司营业收入和利润快速增长。随着公司持续推动转型升级，加速推进 NB-IOT 无线智能水表等核心产品的推广和应用，公司的营业收入和归母净利润快速增长。2019 年全年实现营业收入 13.71 亿元，同比增长 33.21%；2019 年全年归母净利润 2.12 亿元，同比增长 54.72%。公司业绩在 2017 年出现小幅波动，主要是受 2016 年南方低温风雪冰冻天气的影响。未来随着公司智能表销售持续放量，公司业绩有望进一步提升。

图 2：2015-2019 宁水集团营业收入及其增速

图 3：2015-2019 宁水集团归母净利润及其增速



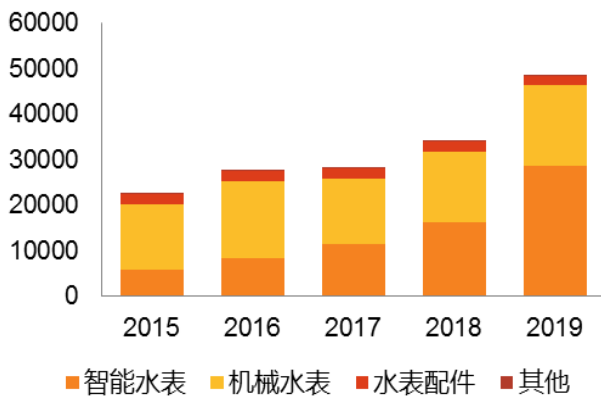
资料来源：公司年报、天风证券研究所



资料来源：公司年报、天风证券研究所

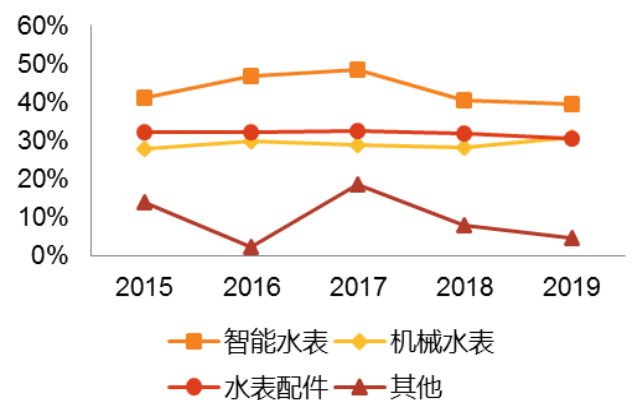
盈利能力方面，智能水表的毛利额逐年提升。2015 年，公司智能水表毛利额仅为 0.60 亿元，占公司毛利的 26.62%。2019 年，公司智能水表的毛利额已经达到 2.86 亿元，占公司毛利的 59.06%，远超其他各项业务。毛利率上，2015 年至 2019 年，公司智能水表毛利率维持在 40%至 50%，处于较高水平。近年来智能水表毛利率有所下滑，主要是因为无线远传水表销售占比提升，其毛利率低于有线远传水表。机械水表毛利率较为平稳。2019 年受上游原材料下跌影响，机械水表毛利率小幅提升，为 31.04%。

图 4：公司各项业务毛利额（单位：万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：公司各项业务毛利率（单位：%）



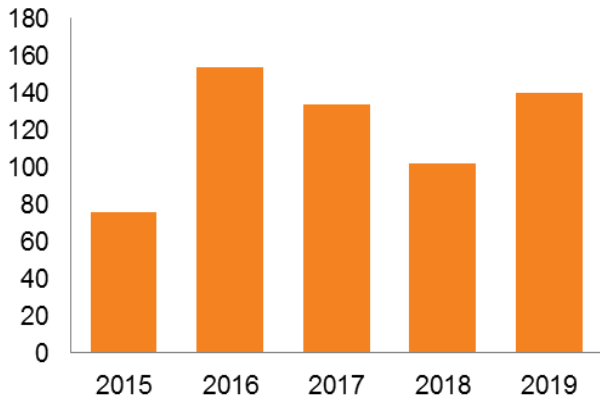
资料来源：wind、天风证券研究所

宁水集团经营性净现金流在 2016-2018 年有显著下降，2018 年降至近年谷底 102.14 百万，主要原因在于近几年公司智能水表的销量高速上涨，智能表安装调试周期较长，相应的货款回收周期拉长，导致每年净现金流急剧下降。2019 年有所回升，达 139.72 百万。

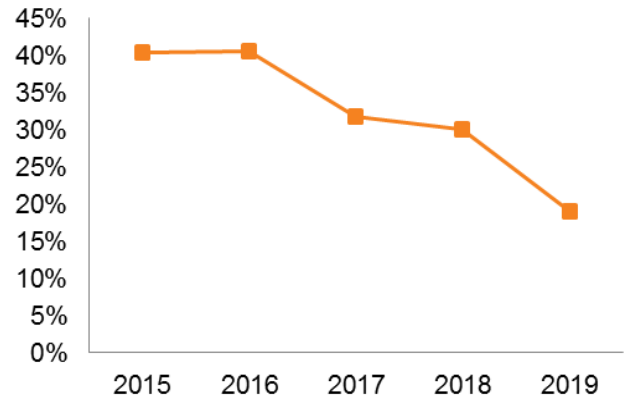
公司 ROE 在 2018 年之前保持了 30%以上的超高水平，2019 年下降到 18.96%，主要是因为公司上市之后，净资产大幅上升，导致资产周转率和资产负债率明显下降。

图 6：公司经营性现金流（单位：百万）

图 7：公司 ROE 变化趋势



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

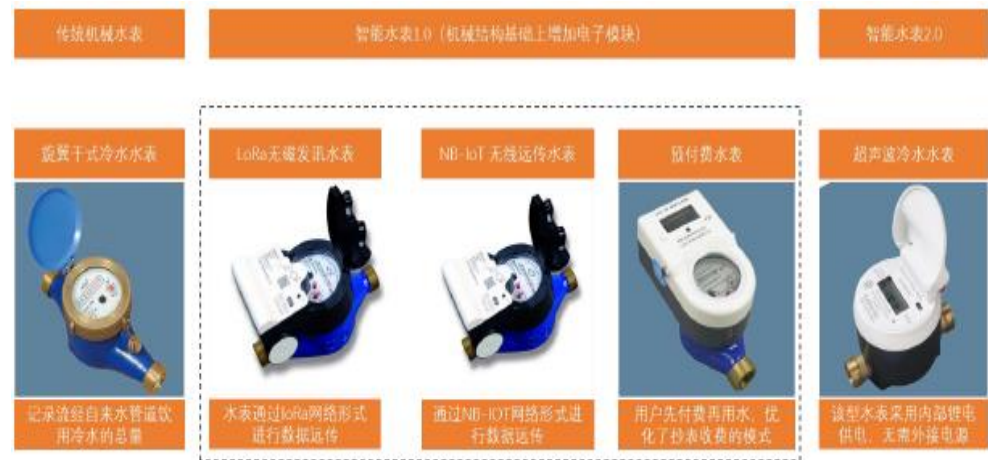
2. 行业:空间广阔,集中度有望提升

2.1. 水表行业发展现状

水表是水计量配套产品中的核心部件,它能记录流经封闭管道中水的流量。其原理是利用活动壁的容积室的机械作用或水流推动涡轮等活动元件,使之旋转以连续确定水流量。水表在供排水流量计量、水费贸易结算、能源计量和工业用水过程控制等方面发挥巨大作用。

按照水表的构造进行划分,可以分为:机械水表和智能水表。

图 8: 水表产品可分为机械水表、智能水表 1.0、智能水表 2.0



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

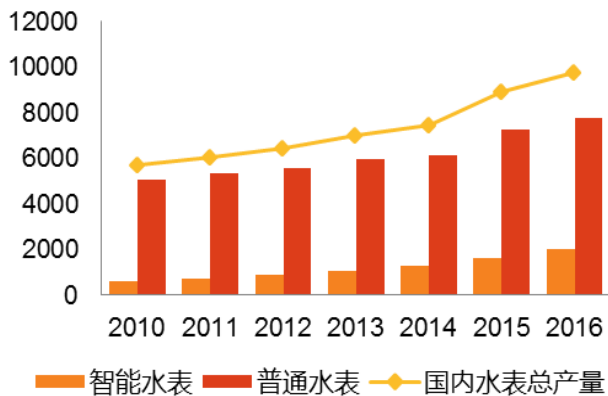
机械水表指主要由机械部件构成的测量水流量的仪表,一般分为容积式水表(以测量实际流体体积进行计量,直接法)和速度式水表(以测量水流速度而间接计量用水量,推理法)两类。

智能水表则是一种利用现代微电子技术、现代传感技术、现代通讯技术、应用软件等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。

2.1.1. 水表行业供需快速增长,出口远超进口

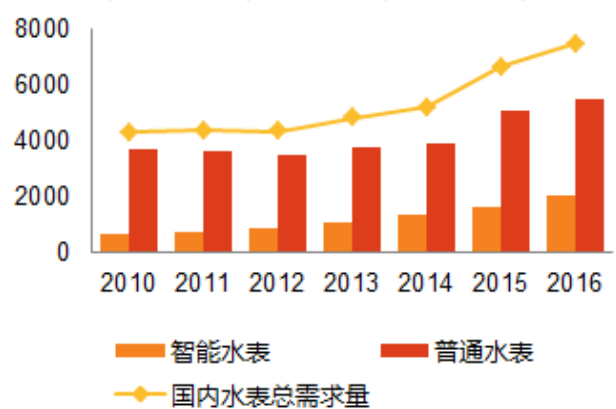
近年来,国家对基础设施领域保持较高强度投资,供水、水处理、水利建设、房地产行业快速增长。在下游行业的拉动下,我国水表行业的产量、需求量均保持较快增长。其中,智能水表的市场需求快速增长,主要原因是技术的不断提升以及智慧城市、智慧水务的加快演进,未来智能水表的市场需求有望进一步提高。2010 年至 2016 年,我国水表行业市场供求情况如下:

图 9：我国水表行业供给情况(单位:万只)



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 10：我国水表行业需求情况(单位:万只)

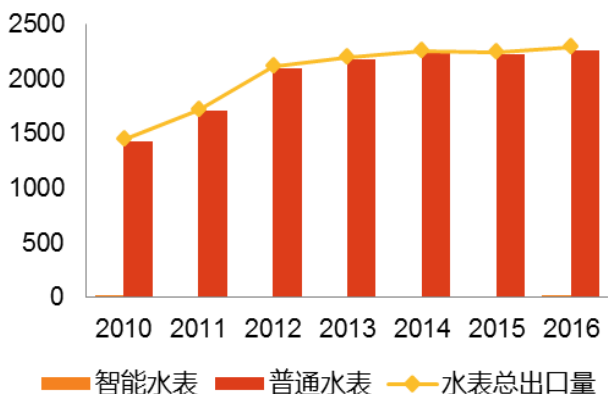


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2010 年至 2016 年，国内水表产量年均增长 9.3%，其中普通水表年均增长 7.3%，智能水表年均增长 21.2%；国内水表市场需求量年均增长 9.8%，其中普通水表年均增长 6.9%，智能水表年均增长 21.5%。

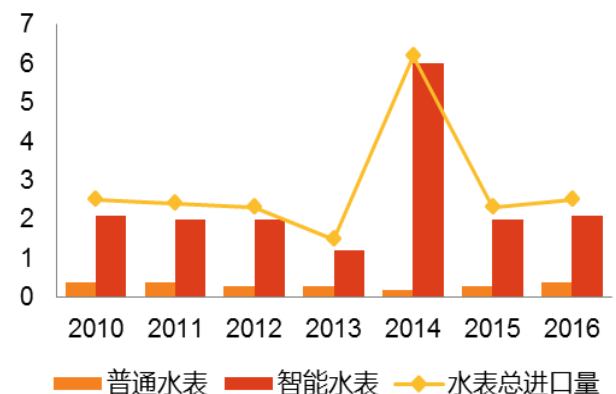
我国既是水表的消费大国，同时也是水表的生产大国、出口大国。除满足国内市场的需求外，我国水表行业产品还出口至全球各地。同时，每年亦进口少量水表以满足国内的市场需求。

图 11：我国水表行业出口情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 12：我国水表行业进口情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

我国水表出口绝大部分是普通水表，2010 年至 2016 年水表出口年均增速 7.9%；水表进口主要是智能水表，进口数量较小且较为稳定。

2.1.2. 上下游影响小，行业集中度有望加强

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。水表行业的下游客户主要集中于自来水公司、房地产行业客户、大型工业企业等。在水表销售过程中，自来水公司在水表采购时一般以招投标的方式进行。下游客户对水表产品供应商的资质、信用状况以及产品质量的要求较高，一旦进入客户的采购名单后业务合作关系存在较高的粘性。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，故水表行业受下游影响较小。

图 13：上下游产业链



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

水表行业集中度低，产品智能化推动格局进一步集中。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，从而在智能水表及应用系统细分领域形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。具体可以将这些企业分为如下表 4 类，前两类企业在智能水表领域的综合实力相对较强，生产也有较深厚的积淀，后两类企业在智能表的研发和生产上存在局限性，未来或面临转型或逐渐退出市场，市场格局进一步集中。

表 3：智能水表行业企业类型

水表企业类型	代表厂商
1、传统的机械水表生产企业	宁水集团、三川智慧、宁波东海等
2、气表、电表领域或以生产电子电路，嵌入式系统、通信与软件等产品为主转型跨行业进入水表行业的企业	新天科技
3、各大城市的自来水公司自身配套的水表生产企业	
4、水表上游零部件向下游延伸做整机产品的企业	

资料来源：wind、天风证券研究所

2.2. 智能水表成为新趋势

2.2.1. 智能水表解决行业痛点，产品升级大势所趋

目前，机械水表正在被智能水表快速替代。长期以来，供水行业在运营管理中存在许多痛点，如漏损问题、贸易结算问题、运营人工成本等。2015 年 603 个建制市供水企业平均产销差率 20.72%。产销差主要来自于物理漏损、表观漏损以及免费和非法用水。贸易结算上存在水表故障和人工抄录数据错误等情况。人工抄表上，存在人工成本上升和人工抄录周期长等问题。因此，越来越多的供水企业开始使用智能水表。采用智能水表后，除了智能抄表外，管网监控、水泵站监控、分区管理 DMA、水质检测、大数据分析等高级应用也可在供水公司行业推广。

图 14：供水企业面临痛点

图 15：智能水务业务应用



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

表 4：智能水表与机械水表优劣势对比

	机械水表	智能水表
优势	<ol style="list-style-type: none"> 1. 价格便宜 2. 长期应用，性能稳定，维护成本较低 3. 使用周期长 4. 标准化程度高 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 解决抄表难的痛点 2. 为用户提供多种个性化缴费方式 3. 为水司升级服务提供数据支持
劣势	<ol style="list-style-type: none"> 1. 用水数据无法存储、分析 2. 水司无法做到智能供水管理 3. 抄表和缴费痛点无法解决 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 价格较贵 2. 对维修人员需求提升，增加维护成本 3. 技术路线多样化

资料来源：《国内水表市场调研报告》、天风证券研究所

2.2.2. 技术日趋成熟，远传水表已成主流路线

目前智能水表可以分为第一代智能水表（即智能水表 1.0）和第二代智能水表（即智能水表 2.0，也称电子水表）。

智能水表 1.0，是基于机械计量原理，在机械结构的基础上增加一个电子装置，实现数据的采集和传输。因此在实现销售过程中，智能水表 1.0 既可以销售整表（已安装电子装置的智能水表），也可以只销售基表（尚未安装电子装置但预留机电转换接口的智能水表）。而电子水表，则完全基于电子计量结构，运用物理定理来实现计量功能。电子水表的典型产品包括电磁水表、超声水表等。

目前国内在生产和销售的大部分都是第一代智能水表，第二代智能水表则是未来水表进一步发展的方向，若干年后有望替代智能水表 1.0。但是目前市场预计智能水表 1.0 仍将在 5 年内作为市场主流存在，主要有三方面原因：

- 1) 电子水表作为新兴技术路线，其可靠性、稳定性仍需提升；
- 2) 目前超声水表为主的第二代电子水表的优点主要体现在大口径工业用表，在性能要求不高，价格较敏感的民用水表市场尚未到导入阶段。
- 3) 电子水表的价格目前远高于其他类型水表。根据中国产业信息网数据显示，小口径机械表的价格为 50~60 元，预付费智能水表价格为 100~150 元，Lora 智能水表价格约为 260 元，NB-IOT 智能水表价格为 280~320 元，超声波等智能水表 2.0 处于 500~600 元。

表 5：小口径水表行业价格区间

产品	机械表	预付费智能水表	Lora 智能水表	NB-IOT 智能水表	智能水表 2.0
价格（元）	50~60	100~150	约 260	280~320	500~600

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

而第一代智能水表主要包括两种技术路线，即预付费智能水表和智能远传水表，其中智能远传水表有望成为未来的主流技术路线，在未来的 3-5 年有望迎来快速增长。

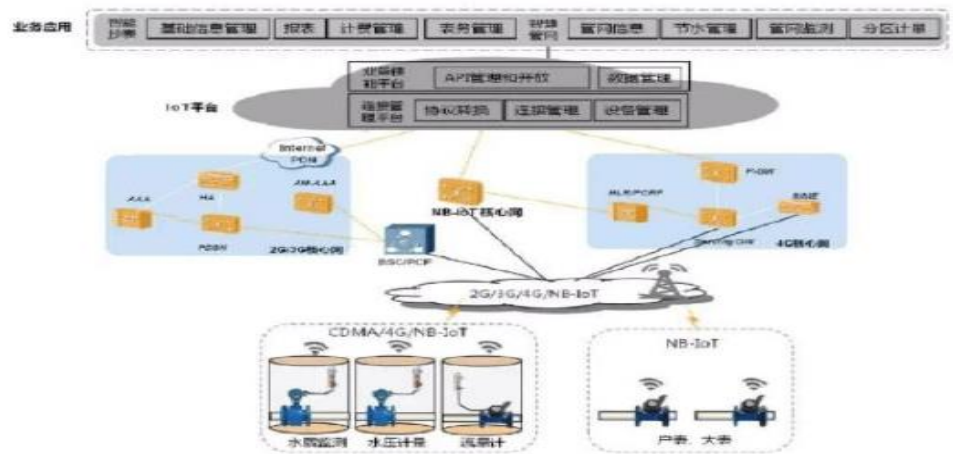
图 16：无线远传水表及 NB-IOT 技术有望成为市场主流



资料来源：《智能水表的分类、比较及应用》、天风证券研究所

NB-IOT 无线远传水表快速普及。2015 年，NB-IOT 被华为提出可用于解决水表网络结构的问题以后，2016 年国际标准确立。2017 年，NB-IOT 远传水表逐步开始试点。在深圳的试点小区，成功应用的无线智能水表数据传输上报率达 100%。2019 年 10 月中国电信 NB-IOT 智能水表用户突破 1000 万。

图 17：NB-IOT 无线远传水表解决方案示意图

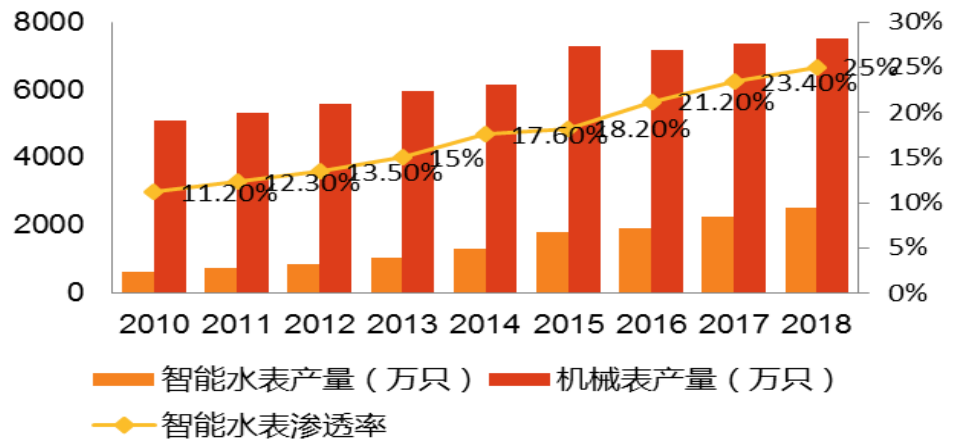


资料来源：《NB-IOT 智慧水表白皮书》、天风证券研究所

2.2.3. 行业空间超过 150 亿元

2010 年以来我国水表和智能水表的产量都呈上升趋势，智能水表的渗透率仍然较低，仍有广阔发展空间。根据仪表网调查数据显示，目前全国水表保有量约占 3.5 亿台。智能水表产量的渗透率近年来持续增长，从 2010 年的 11% 上升至 2018 年的 25%。《我国水表行业“十三五”发展规划纲要》指出，“十三五”期间智能水表（含智能应用系统）销售收入占全部水表销售比例要达到 40%。伴随着政策向好，预计到 2020 年我国智能水表的渗透率将达到 40%-50%。目前智能水表在一线城市或沿海发达地区推广较快，后续会向二三线城市进行蔓延。

图 18：我国机械水表和智能水表产量数据



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

目前全球水表年产量超过上亿台，中国是全球最大的水表制造国。根据智研咨询的测算，2018 年国内水表行业规模约 99.9 亿元，智能水表的行业市场规模已经达到 67.6 亿元，智能水表规模保持高速增长。根据宁水集团招股说明书披露数据，2018 年上半年机械水表平均价格约 70.46 元/个，其中，大表 731.74 元/个（即大口径水表，口径大于 50mm 或 Q3 大于等于 16 立方米/小时的水表，一般针对单位），小表 49.34 元/个（即小口径水表，口径在 50mm 及以下且 Q3 小于 16 立方米/小时的水表，一般用于居民个人）；智能水表平均价格 224.33 元/个，其中，基表 98.53 元/个，整表 232.48 元/个。

表 6：我国机械水表和智能水表的单价和行业规模

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
智能表单价（元）	284.50	303.10	306.00	301.10	293.30	279.40	275.60	272.00	270.00
机械表单价（元）	39.5	40.1	33.4	36.1	35	43.9	44.6	44	43
智能水表规模（亿元）	16.5	19.4	22.8	26.2	30.8	36.6	44.6	61.3	67.6
机械水表规模（亿元）	19	20.4	17.8	20.1	20.8	26.9	32.5	32.4	32.3

资料来源：智研咨询、天风证券研究所

目前，水表行业存量旧表置换叠加增量新表升级，市场空间预计超过 150 亿元：

- 1) 存量缺口：**我们借鉴《2018 年中国智能水表行业分析报告-市场深度分析与发展前景研究》中的测算方法，2018 年我国城镇常住人口为 8.31 亿人、乡村常住人口为 5.64 亿人；根据国家卫计委发布的《中国家庭发展报告（2015）》，我国户均规模为 2.72 人，其中城镇户平均规模为 2.63 人，农村户平均规模为 2.79 人。按照国家发改委“一户一表”的政策要求，则城镇存量水表需求为 3.16 亿台；农村自来水普及率为 81%，对应存量水表需求为 1.64 亿台，加总后合计存量需求为 4.80 亿台，考虑到目前我国水表保有量在 3.5 亿台左右，因此对应存量需求缺口为 1.3 亿台，占比目前保有量为 37.14%。
- 2) 更换需求：**根据我国《冷水水表检定规程》的要求，标准口径 25mm 及以下的水表（普通家庭用）使用期限一般不超过 6 年。因此按照水表使用期限为 6 年计算，假设每 6 年市场中的存量水表都要更换一遍，则每年更换需求约为 0.58 亿台。
- 3) 增量需求：**根据国家统计局数据，2019 年我国住宅房屋竣工面积为 6.80 亿平方米，假设户均面积为 90 平方米，则按照一户一表的要求，对应水表年需求增量为 0.08 亿台。

根据宁水集团 2018 年的年报，机械表售价约为 73.75 元/台、智能水表售价约为 233.94 元/台，则：

- 1) 假设未来 3 年，一户一表政策实施到位，则每年存量需求为 0.43 亿台、旧表更换需求为 0.58 亿台，如果其中智能表占比为 40%（考虑到前文智能表渗透率预计 40%-50%），则对对应存量需求的市场空间为 139.66 亿元，其中机械表的市场空间为 44.84 亿元、智能表的市场空间为 94.82 亿元；

- 2) 每年增量需求为 0.08 亿台，如果其中智能表占比 50%，则对应增量需求的市场空间为 12.31 亿元，其中机械表的市场空间为 2.95 亿元、智能表的市场空间为 9.36 亿元。
- 3) 未来三年，存量+增量需求加总后，合计市场空间约为 151.97 亿元/年，其中智能表空间为 104.18 亿元/年。

表 7：未来三年水表行业 and 智能水表的 市场空间测算（单位：亿台、亿元）

	2020	2021	2022
存量市场			
一户一表	0.43	0.43	0.43
旧表置换	0.58	0.58	0.58
合计	1.01	1.01	1.01
其中智能表	0.41	0.41	0.41
增量市场			
房地产	0.08	0.08	0.08
合计	0.08	0.08	0.08
其中智能表	0.04	0.04	0.04
合计			
智能表	0.45	0.45	0.45
机械表	0.65	0.65	0.65
智能表空间	104.18	104.18	104.18
机械表空间	47.79	47.79	47.79
空间总计	151.97	151.97	151.97

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

2.3 政策红利推动水表行业进一步智能化

行业政策频频出台，水表智能化大势所趋。随着国家一户一表工程、节能减排、新型城镇化建设、智慧城市、阶梯水价、互联网的应用，水管理部门为方便监测与控制，提高管理效率，节约管理成本，对智能化计量仪表及系统的需求会日益增多，。

表 8：近几年主要行业政策汇总

文件名称	发布机构	颁布时间	相关内容
《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	国务院	2013.09	加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下官网的建设、改造和建设，确保管网漏损率控制在国家标准以内； 加快城镇供水设施改造与建设
《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》	发改委、住建部	2013.12	加快建立完善居民阶梯水价制度；实行阶梯水价后增加的收入，应用于供水企业实施户表改造、弥补供水成本上涨和保持第一级水价相对稳定；推进“一户一表”改造
《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》	国务院	2014.03	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	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。

指导意见》

《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。
《水污染防治行 动计划》	国务院	2015.04	禁止生产、销售不符合节水标准的产品、设备。对使用超过 50 年和材质落后的供水管进行更新改造，到 2017 年，全国公共供水管网漏损率控制在 12%以内；到 2020 年，控制在 10%以内。
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、设备、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，开展智能水表无线通讯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）自主无线局域网（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。
《战略性新兴产业 重点产品和服务 指导目录》	发改委	2018.09	明确 5 大领域 8 个产业，细化到 40 个重点方向下 174 个子方向，近 4000 项产品和服务。其中智能水表行业是战略性新兴产业的重点产品。
《关于加强民用 “三标”管理指 导意见》	市场监管总 局、住房和 城市建设部	2019.01	对在用的民用“三表”的产品信息、安装和使用时间、是否超期使用、轮换情况等方面进行登记造册。摸清民用“三表”的详细情况，及时做好计量失准的计量器具的更好工作。

资料来源：招股说明书、相关政府网站、天风证券研究所

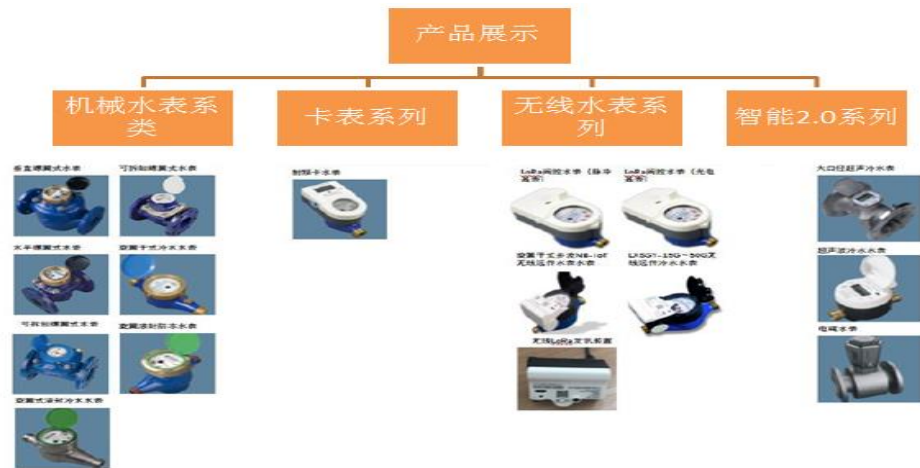
国家最严格的水资源管理及水务相关政策的出台，新型城镇化、智慧城市、海绵城市、节水型城市的建设，国家“一带一路”战略、鼓励企业“走出去”等政策的推行，供排水企业及工农业、企事业单位用水与节水的信息化、智能化和网络化工作进程的加快，居民与农业用水阶梯水价政策的实施，直饮水供水系统的建设以及用户需求的多样性与复杂性，都给水表企业提供了广阔的发展空间和市场机会。

3. 公司水表全产品线覆盖，智能水表快速增长

3.1. 深耕传统水表领域，技术品牌优势显著

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。据公司招股说明书披露，公司已获 102 项专利授权，其中发明专利 14 项，实用新型 84 项，外观设计 4 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 20 部；共取得《计量器具型式批准证书》48 项，基本涵盖市场所需的水表型号。

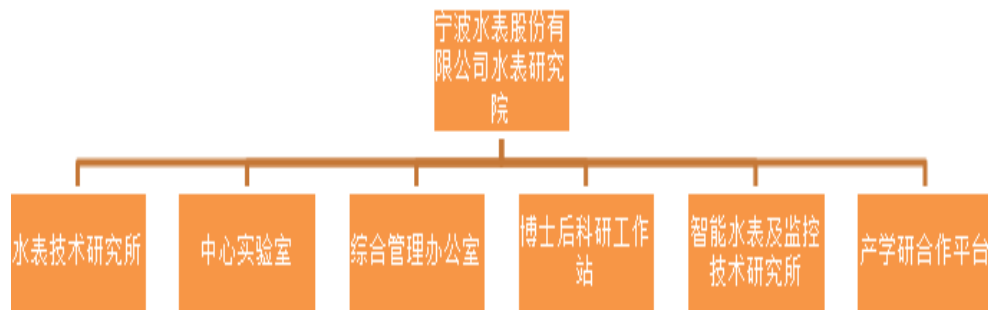
图 19：公司产品展示



资料来源：公司官网、天风证券研究所

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、检测、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 20: 宁水集团研究所



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 9：公司与同行业可比上市公司主要在研项目情况对比

公司简称	主要在研项目情况
三川智慧	超声无线远传（NB-IOT）、脉冲式预付费物联网水表（eLTE）、脉冲式双模物联网水表、集抄管理平台开发、BS 客户营销平台开发建设、爱水 APP 改造升级、智慧水务管理系统完善
新天科技	窄带物联网（NB-IOT）超声波水表产品开发、WaterBDI 智慧水务大数据集成分析平台、智慧水务管控一体化平台、Waterleaf 城市供水管网 DMA 漏损管控分析系统、Waterman 城市综合管网地理信息 GIS 系统、数字化管网检漏管理系统、水厂自动化生产管理系统、蓝牙读卡模板整体项目
汇中股份	无线阀控水表、有线阀控水表、户用热水表（T90）、户用超声水表无限远传自组网系统、基于 NB-IOT 网络的智能型户用超声水表
宁水集团	无线通信模块应用及接口技术研发、测量范围 R160（分体式）干式水表研发

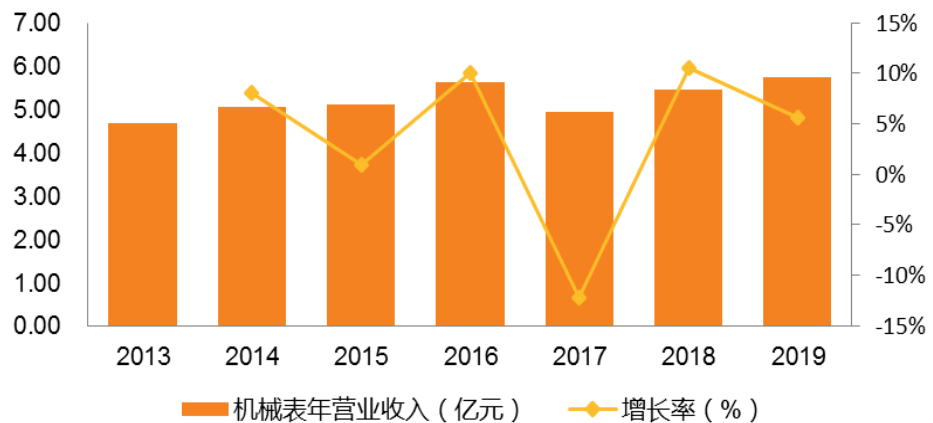
(DN15~20)、DN100 大口径电磁水表关键核心技术与样机研制、供水管网水质在线检测研究与水质传感器产品化研制、供水管网渗漏检测新技术探索与工程应用

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

品牌优势显著，拥有完善的销售渠道和稳定的下游客户。经过数十年的积累和不断优化，公司拥有坚实的客户资源，目前已建立了覆盖主要内销区域的营销服务网络，能够较为及时地发现客户需求、与客户进行沟通并提供服务，与国内 2000 多家水司、经销商以及国际客户建立了长期、稳定且密切的战略伙伴关系。此外，公司是国内主要的水表生产商、出口商之一，生产规模处于国内领先地位，公司产量以及对原材料的需求量较大且总体上保持稳定增长的态势，因此公司对上游供应商具备较强的议价能力，在采购价格方面具有一定的规模优势。

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 21：机械水表年营业收入（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

3.2. 全面布局智能水表带动业绩超预期

作为国内最早生产水表的制造企业之一，公司持续推进自身发展创新，是智能水表领域的先行者。宁水集团至今已有智能水表 1.0 和 2.0 两代产品系列，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；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。

图 22：公司 NB-IOT 水表

图 23：公司大口径超声波水表



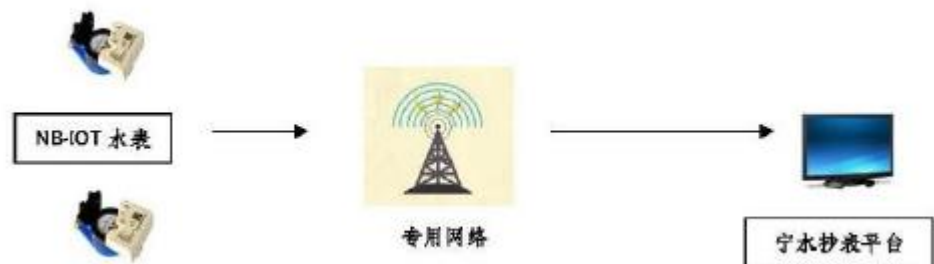
资料来源：公司官网、天风证券研究所



资料来源：公司官网、天风证券研究所

在与华为公司和电信运营商近三年的战略合作中，公司积累了核心应用技术和商用经验，形成了行业内领先的 NB-IOT 技术，并将其与移动互联网、云计算及大数据分析挖掘技术相结合研制开发了智慧水务综合服务平台。平台下辖智能综合抄表系统、精细化水务营收系统、工程报装及报修系统，三大系统之间的数据通过无缝交换，将水司的表务、抄表、收费、报表、客服、APP 等业务模块整合于一体，消除了数据孤岛现象，在决策制定、水表管理与售后服务方面均为水司管理层提供智能、实时、高效的管理手段。

图 24：公司 NB-IOT 水表系统网络拓扑结构示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司的智慧水务综合服务平台可支持多种不同类型表具，可帮助水司用户实现通过一套系统统一管理多种表具。综合服务平台在保证全天 24 小时不间断运行的同时，面对同一时间大量水表发起的数据请求也能平稳应对。对水司来说，综合服务平台可直观展示核心数据和最新经营情况，为水司提供决策分析的依据。平台可以兼容手机抄表、掌机抄表、多种抄表、智能表远传及人工抄表等多种方式，也可为终端用户提供大厅缴费、微信等第三方支付缴费、银行代扣代缴等多种缴费方式。公司的综合服务平台正在逐渐向水司客户推广，由于其使用的便利性和数据的全面性，将来服务平台可能会为公司业绩贡献增量收入。

图 25：NB-IOT 四大优势



资料来源：《NB-IOT 智慧水表白皮书》、天风证券研究所

IPO 资金募集看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 3909 万股，募集资金 6.64 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 10：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	3.36
技术研发中心建设项目	0.99	0.99
营销及服务网络建设项目	0.61	0.61
信息化建设项目	0.48	0.48
补充流动资金	1.2	1.2
合计	6.64	6.64

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

中标项目优质，业绩与声誉双收。今年公司中标项目的招标单位均为信用优良的优质国资企业，预计公司技术与产能能够胜任招标任务，账款回收有保障。本年度的多次中标体现了市场对公司产品质量、先进核心技术的肯定和信任，且有望对公司的经营业绩带来积极影响，有利于公司进一步扩大公司在智慧水务市场的影响力，巩固公司在行业的领先地位。

表 11：公司本年度公告的重大项目中标情况

公告时间	项目名称	招标单位	中标金额（万元）
2019/3/21	供水业务分离移交-矿区民用计量仪表维修（无限远传水表采购项目）	克拉玛依市水务有限责任公司	2171.3
2019/3/21	超期居民自来水表更换项目 NB-IOT 物联网水表采购	天津津滨威立雅水业有限公司	2832.5
2019/7/23	2019 年度 DN15~DN20 户用远传水表采购及安装	北京市自来水集团有限责任公司	3681.6
2019/7/23	小口径物联网远传水表采购及安装项目	上海城投水务有限公司供水分公司	1820
2019/7/23	2019 年度无线远传基表采购	北京市自来水集团京兆水表有限责任公司	5057.3
2019/7/23	2019 年度机械水表采购	北京市自来水集团京兆水表有限责任公司	871

2019/11/14	超期居民自来水表更换项目（NB-IOT 物联网水表采购）	天津滨威立雅水业有限公司	5559.4
2019/12/5	七台河市供排水总公司“无限远传 阀控水表采购”项目	七台河市供排水总公司	5464.02

资料来源：公司公告、天风证券研究所

NB-IOT 水表销售的大幅提升促成业绩高增。根据 2019 年报，主营业务分产品看，智能水表营业收入 7.23 亿元，较上年增加 78.26%；机械水表营业收入 5.75 亿元，较上年增加 5.57%；水表配件及其他营业收入 0.63 亿元，较上年减少 7.73%。公司智能水表业务增速迅猛，主要得益于 NB-IOT 无线智能水表销量的快速增长。

3.3. 可比公司财务分析

行业内，宁水集团的竞争对手主要为汇中股份、新天科技、三川智慧。汇中股份主要从事智能超声测流产品，产品主要分为超声热量表、超声水表和超声流量计三大类以及节能节水综合解决方案；新天科技主要业务是智能计量仪表及系统，产品涵盖智能水表、热量表、智能燃气表及智能电表四大系列；三川智慧主要从事各类水表及配件的生产以及水务管理应用系统、水务投资运营、智慧水务云平台建设等。4 家公司均有的产品是智能水表业务，而该业务也正是最近几年收入规模持续增长的主要动力。

表 12：可比公司收入结构比较

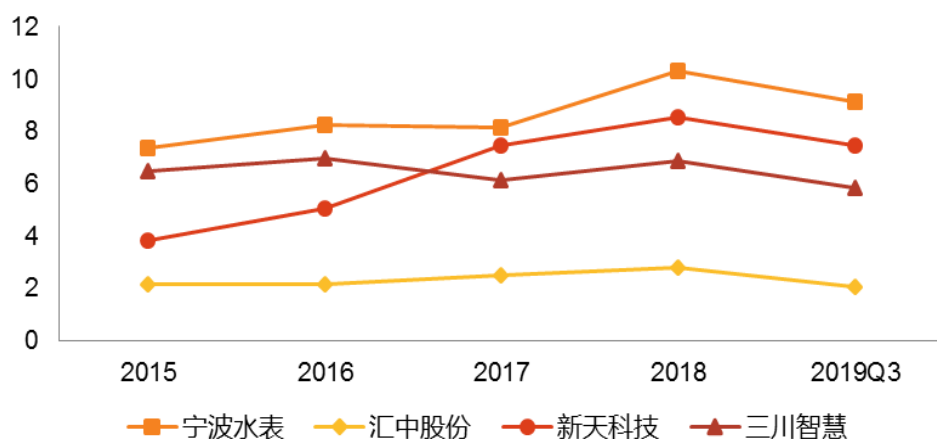
公司简称	机械水表	智能水表	智能燃气表	超声热力表	节水表	其他流量表
宁水集团	占比约 55%	占比约 40%				
汇中股份		占比约 45%		占比约 30%		占比约 15%
新天科技		占比约 40%	占比约 15%			占比约 25%
三川智慧	占比约 45%	占比约 26%			占比约 15%	

资料来源：wind、天风证券研究所

3.3.1. 高成长性，主营及智能水表收入第一

从主营收入看，宁水集团常年处于首位。2017 年后，新天科技超过三川智慧，排第二，宁水集团依旧排第一。2019Q3，宁水集团主营收入约为 9.13 亿元，远超位居第二的新天科技 1.68 亿元。

图 26：同行业公司主营收入变化趋势（单位：亿元）

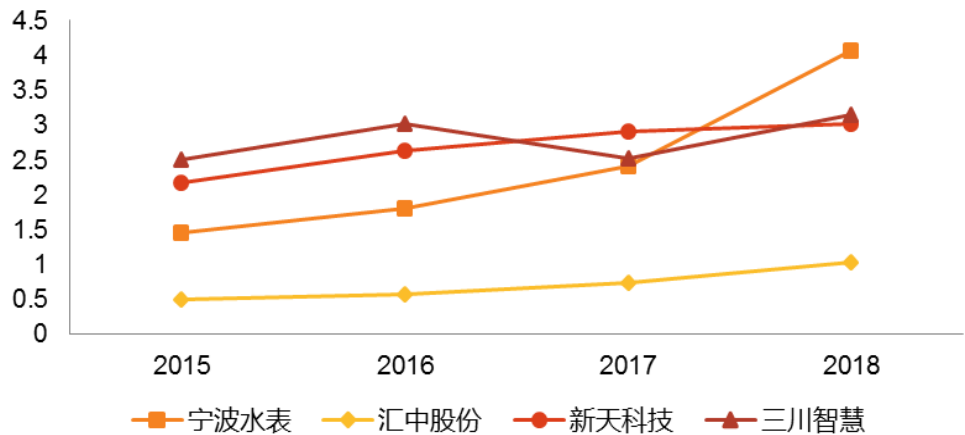


资料来源：Wind，天风证券研究所

从智能水表业务上看，2015 年宁水集团智能水表收入并不突出，仅有 1.45 亿元，落后于新天科技和三川智慧。但是宁水集团积极创新、加快业务转型，推动智能水表业务快速发展。2018 年，宁水集团智能水表业务收入位居首位，为 4.06 亿元，高于排名第二的三川

智慧 1 亿元左右。

图 27：同行业公司智能水表业务收入（单位：亿元）

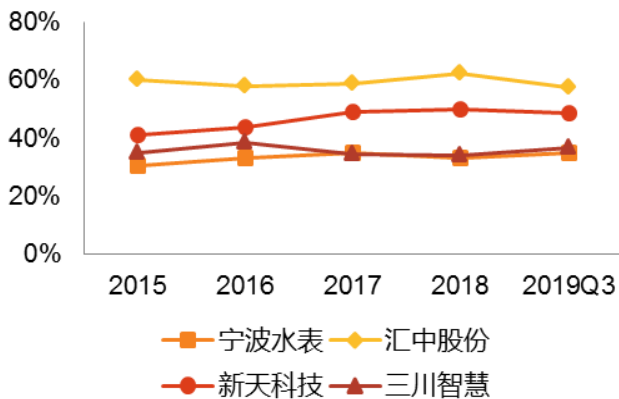


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3.2. 毛利率和净利率低于同业，仍有提升空间

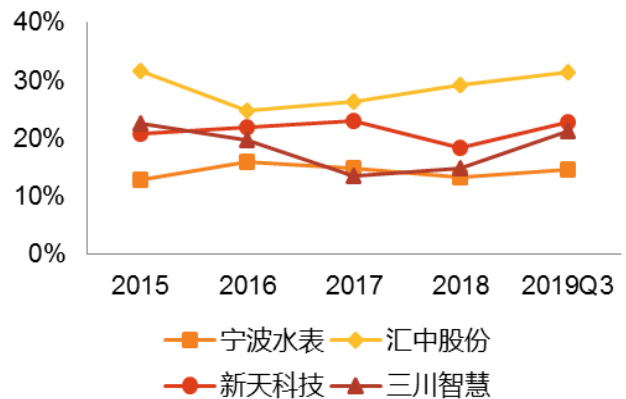
宁水集团和三川智慧毛利率和净利率相差较小，原因是二者的产品结构比较相近，主要产品是机械水表和智能水表，并且两项合计占营业收入的比重都远超 50%。汇中股份毛利率和净利率远高于其他三家公司，主要是因为汇中股份的收入结构比较复杂，包括超声水表、超声热量表以及超声流量计，其中超声水表所占比重仅为 37.86%（2019 年报），其超声热量表及超声流量计的在 50%以上。未来随着民用智能水表销量增加，宁水集团的毛利率和净利率有进一步提升空间。

图 28：同行业公司毛利率比较（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：同行业公司净利率比较（单位：%）

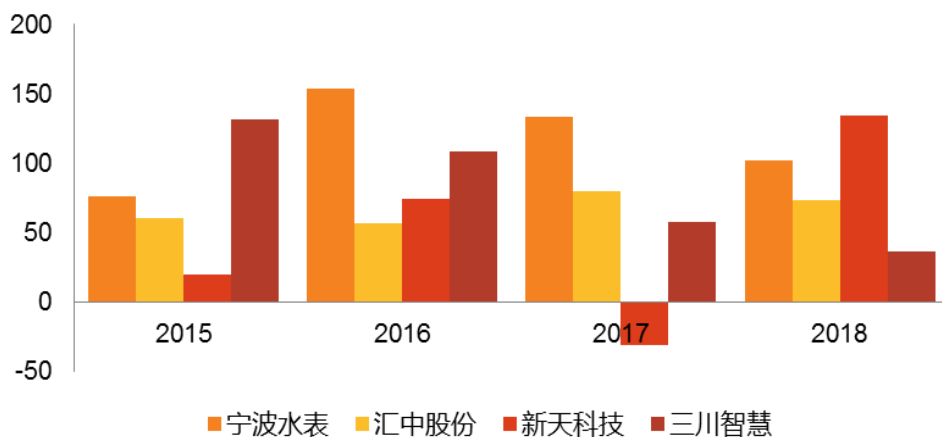


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3.3. 现金流和 ROE 居行业首位

2015-2018 年，宁水集团、汇中股份、新天科技、三川智慧累计经营性净现金流分别为 4.7、2.7、2.0、3.3 亿元。宁水集团在同行业中累计最高。

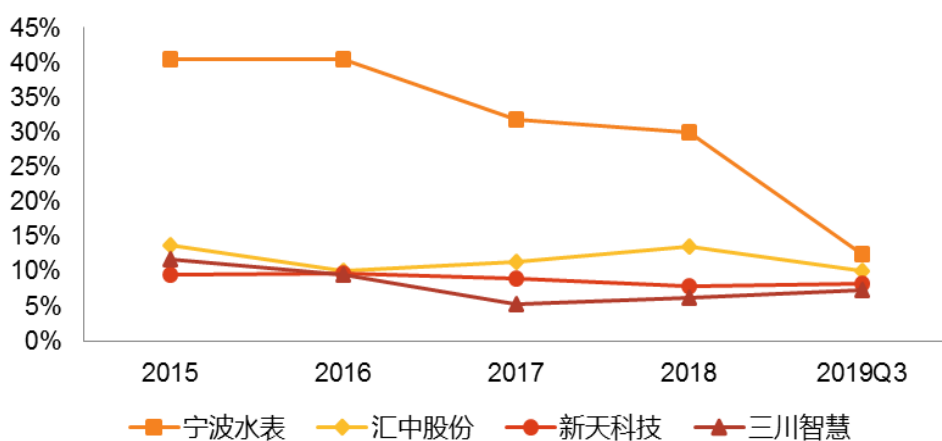
图 30：同行业公司经营性净现金流比较（单位：百万）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

宁水集团 ROE 在上市前保持在 30% 以上的水平, 上市后净资产规模扩大, ROE 下降, 19 年全年 19%, 但依然领先于行业其它三家公司, 公司盈利能力尚佳。2019 年第三季度, 宁水集团 ROE 为 12.51%, 其它三家公司 ROE 均在 10% 左右。

图 31: 同行业公司 ROE 比较 (单位: %)

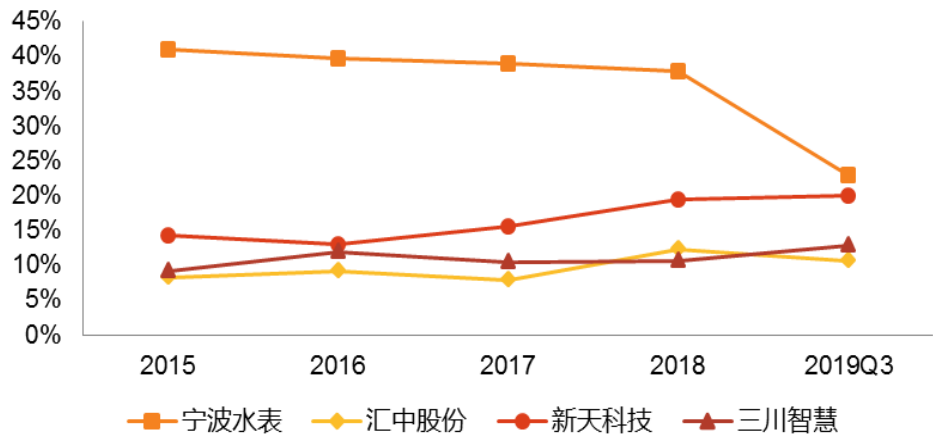


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3.4. 资产负债率下降显著

宁水集团资产负债率显著高于汇中股份、新天科技与三川智慧。2015-2019 年第三季度, 宁水集团资产负债率分别为 41.06%、39.74%、38.93%、37.80%、22.98%, 下降显著, 但是仍然高于其它三家同行业公司, 偿还债务能力仍有提高空间。

图 32: 同行业公司资产负债率比较 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

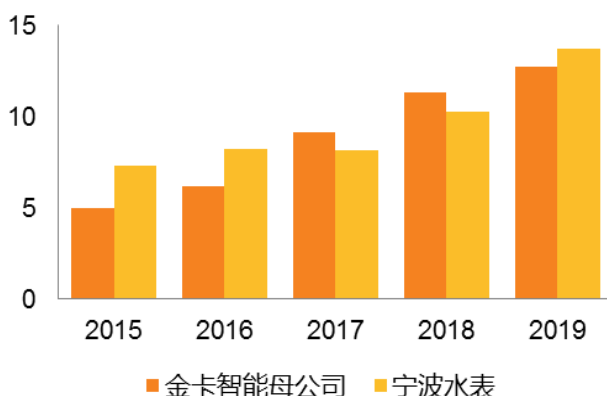
4. 水表与燃气表比较

我国表计行业除了水表, 还包括燃气表、热量表、电表等, 近年来燃气表业务发展迅速, 且所有类型的智能表计都是 NB-IoT 合适的应用场景, 因此水表行业的发展可以借鉴燃气表历史发展的经验。金卡智能是燃气表行业的龙头企业, 其母公司主要业务为城市燃气设备生产、销售、开发等, 目前公司业务覆盖 30 多个国家, 拥有 2000 多个公用事业企业, 覆盖 1500 多个城市, 服务 5000 多万城市家庭用户。

4.1. 财务指标对比

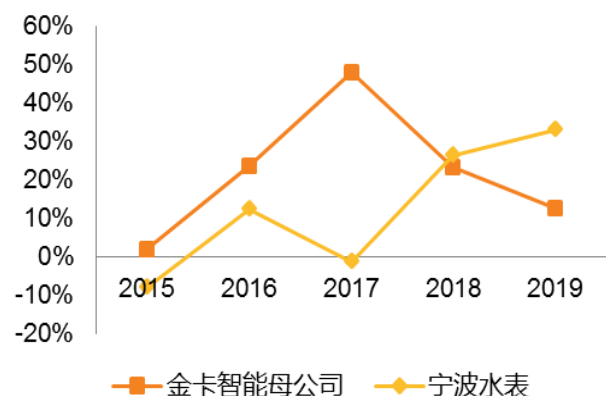
2015-2019 年金卡智能和宁水集团的营业收入均呈现了增长的发展趋势。金卡智能母公司营业收入从 2015 年的 4.99 亿元稳定上升至 2019 年的 12.76 亿元, CARG 26.46%。其中, 2017 年受国家“煤改气”政策支持, 同比增长率最高, 达 48.10%。宁水集团主营收入增长较为缓慢, 2015-2019 年营业收入 CARG 16.87%, 低于金卡智能。其中 2015-2017 年宁水集团同比增长率均低于金卡智能, 2018、2019 年则超过了金卡智能, 未来有进一步上升趋势。

图 33: 金卡智能母公司与宁水集团营业收入对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 金卡智能母公司与宁水集团营业收入同比增速对比 (单位: %)

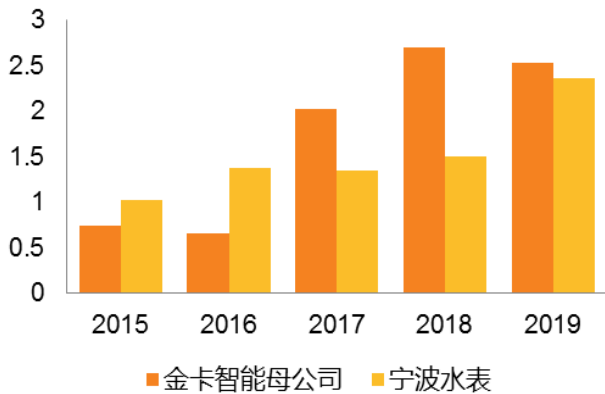


资料来源: Wind, 天风证券研究所

金卡智能母公司营业利润增长也十分显著, 自 2015 年 0.74 亿元上升到 2018 年 2.71 亿元, CARG 54.14%, 其中最高同比增长率为 2017 年 206.44%。2019 年金卡智能营业利润略有下降, 为 2.53 亿元, 同比为 -6.46%。宁水集团营业利润稳中有升, 从 2015 年 1.03 亿元上升至 2019 年 2.36 亿元, CAGR 23.03%。

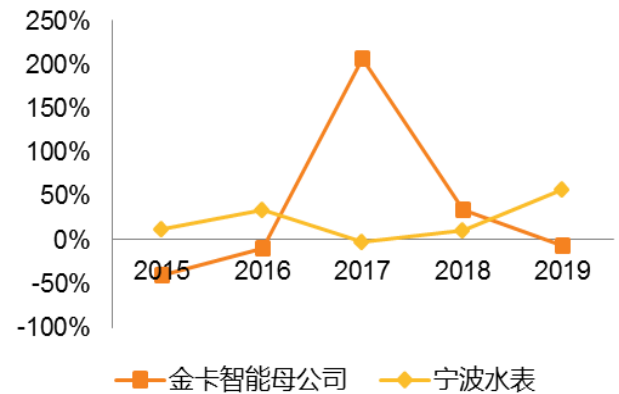
图 35: 金卡智能母公司与宁水集团营业利润对比 (亿元)

图 36: 金卡智能母公司与宁水集团营业利润同比增速对比 (单



资料来源: Wind, 天风证券研究所

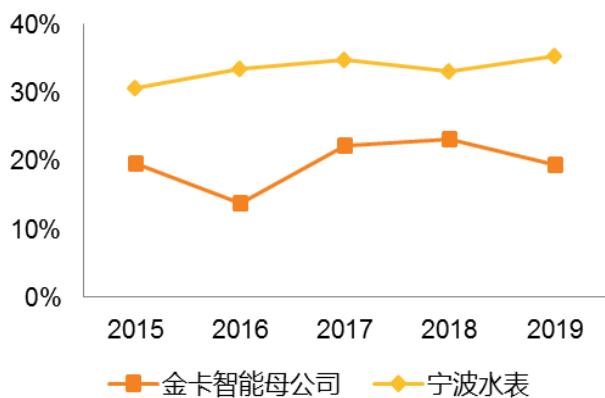
位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

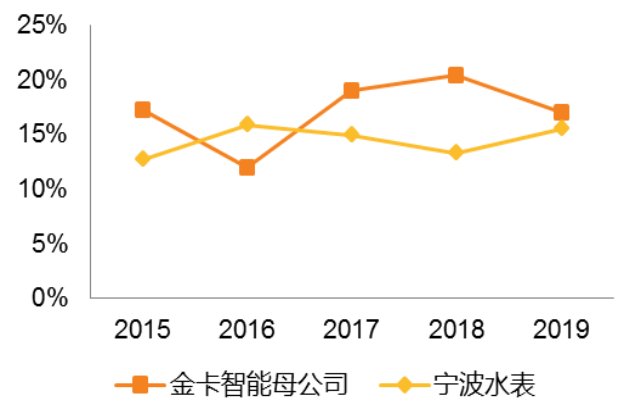
2015-2019 年宁水集团销售毛利率均高于金卡智能。由于宁水集团交纳所得税较多，销售净利率自 2017 年起略低于金卡智能，其中金卡智能净利率约为 20% 左右，宁水集团净利率约为 15% 左右。

图 37: 金卡智能母公司与宁水集团毛利率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 38: 金卡智能母公司与宁水集团净利率对比 (单位: %)



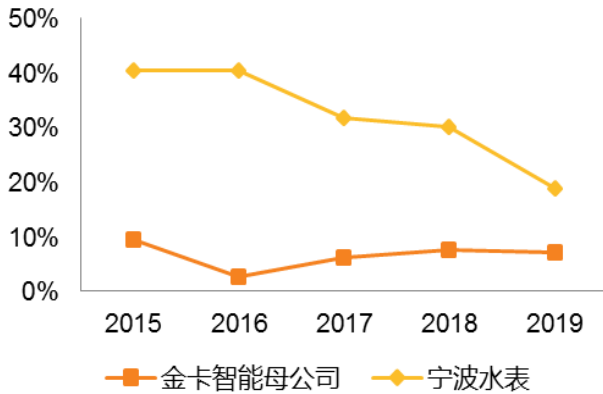
资料来源: Wind, 天风证券研究所

宁水集团 ROE 水平高于金卡智能。2019 年，宁水集团 ROE 为 18.96%，是近 5 年最低，但依然高于金卡智能母公司 ROE 7.11%。

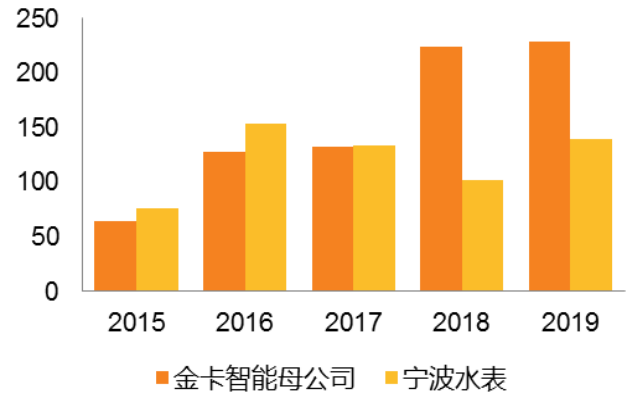
宁水集团经营性净现金流在 2018 年之前略高于金卡智能，2018 年金卡智能受益于“煤改气”政策支持，经营性净现金流增至 2.2 亿元，约为宁水集团的 2 倍。2019 年金卡智能维持了 2018 年的高净现金流，达 2.3 亿元，宁水集团略有增长，达 1.4 亿元。

图 39: 金卡智能母公司与宁水集团 ROE 对比 (单位: %)

图 40: 经营性净现金流对比 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



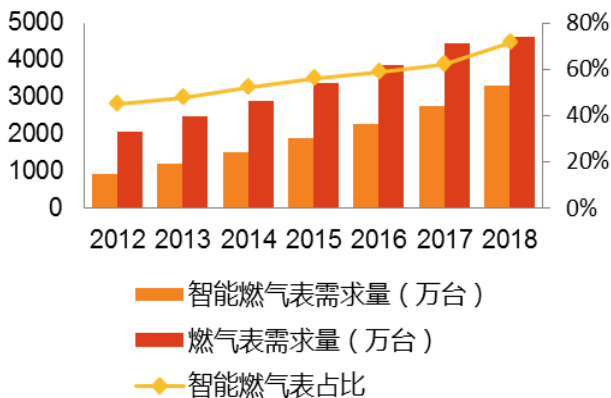
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 市场规模对比

2012-2018 年, 燃气表在中国市场的总需求量呈稳定上升的趋势, 其中, 随着各公司加大研发投入, 智能燃气表需求量越来越多, 其占比也越来越高。2018 年, 燃气表的总需求量已达 4613.6 万台, 其中智能燃气表需求量为 3302 万台, 占比 71.57%。由此可知, 未来智能燃气表将成为燃气表市场的主流, 逐步替代传统燃气表。

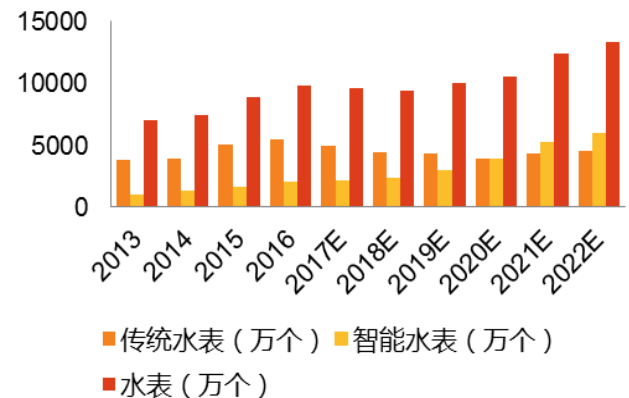
水表的总需求量同样处于上升中, 智研咨询预计到 2022 年将达到 13373 万个。其中, 智能水表需求量自 2013 年处于明显的上升趋势, 2013 年智能水表需求量达到 1041 万个, 预计到 2020 年智能水表需求量约为 2013 年的 6 倍左右, 而传统水表每年需求量虽然有所波动, 但始终处于 4000 万个左右, 没有显著提升或下降的趋势。

图 41: 燃气表中国市场需求量



资料来源: 智研咨询, 天风证券研究所

图 42: 水表中国市场需求量



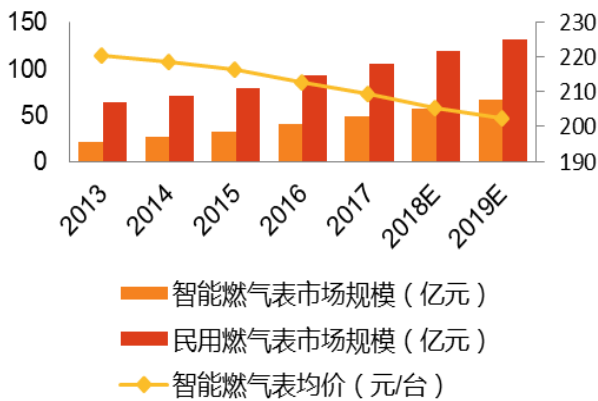
资料来源: 智研咨询, 天风证券研究所

据 Frost & Sullivan 统计, 中国民用燃气表市场规模自 2012 年的 58 亿元增至 2017 年的 105 亿元, 此期间的复合年增长率为 12.7%。随着中国城镇化建设进一步发展及智能燃气表问世, 预计民用市场的销售收入于 2022 年将达到 176 亿元, 2018 年至 2022 年的复合年增长率为 10.4%。其中, 由于智能燃气表的生产成本越来越低, 2019 年均价预计下降至 202.2 元/台, 其 2019 年市场规模约为 66.77 亿元。

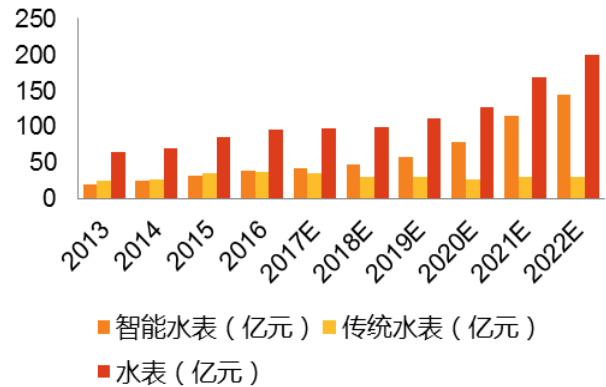
水表市场规模自 2013 年以来稳定上升, 其中传统水表市场规模一直处于 30 亿元左右, 智能水表市场规模有显著的上升趋势。中国产业信息网预计到 2022 年市场规模将达到 199 亿元, 其中智能水表市场规模有望达 144 亿元, 水表行业的市场规模约为燃气表的 1.13 倍。

图 43: 中国燃气表市场规模及其均价

图 44: 水表市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 智研咨询, 天风证券研究所

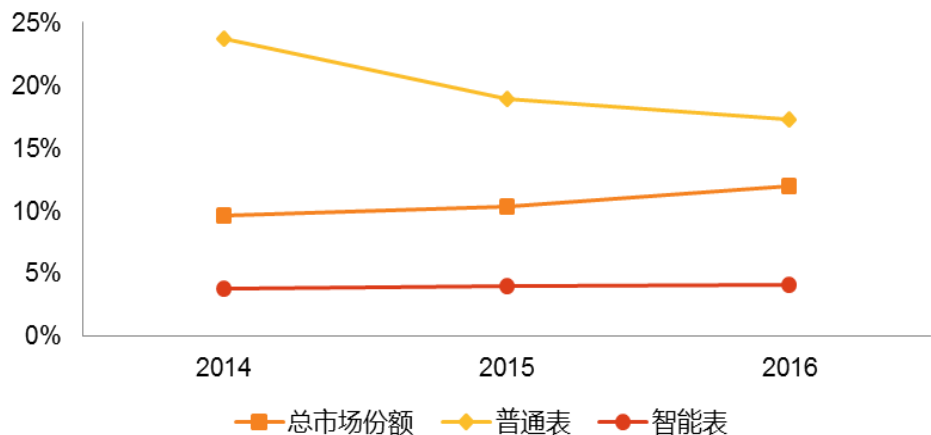


资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

4.3. 市场份额对比

金卡智能 2018 年度报告披露, 其智能燃气表市场份额在 20% 以上, 综合市场份额在 10%-20% 之间。通过统计 2018 年燃气表行业头部公司智能燃气表收入, 金卡智能营收 20.4 亿元, 市场份额为 32.34%。宁水集团总市场份额自 2014-2016 年经历了一次下降期, 从 2014 年 23.75% 下降至 2016 年 17.28%。其中普通表的市占率有小幅上升 (2014 年 9.60%-2016 年 11.97%), 智能表市占率约 4% 左右。相比于金卡智能, 未来宁水集团在智能水表领域的市占率仍有较大提升空间。

图 45: 宁水集团市场份额



资料来源: 宁水集团招股说明书, 天风证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

宁水集团是水表领域的龙头公司之一, 近年受益于政策推动和技术革新, 智能水表需求激增, 公司盈利能力增强, 业绩快速增长。考虑到公司在 NB-IoT 智能水表领域的全面布局及积极拓展海外业务的双重举动, 我们认为之后公司的市占率将进一步提升, 市场龙头地位得以巩固。因此我们预计 2020-2022 年综合毛利率为 36.50%、37.08%、37.49%。

预计公司 2020-2022 年营业收入为 18.05、22.39、26.51 亿元, 归母净利润为 2.75、3.50、4.29 亿元, EPS 为 1.76、2.24、2.75 元。

我们选取三川智慧、新天科技和汇中股份作为可比公司, 以上公司的平均 PEG 为 0.7。按照我们的合理假设, 宁水集团的年复合增长率为 36.7%, 因此基于 PEG 估值方法得宁水集团的 PE 为 25.8 倍, 故给予公司 2020 年 26 倍市盈率, 预计目标价格为 45.76 元。首次覆

盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司 PEG

可比公司	2020E PEG
三川智慧	0.66
新天科技	0.85
汇中股份	0.6
平均 PEG	0.70

资料来源：wind、天风证券研究所

5.2. 风险提示

- 1) 原材料价格波动的风险。公司主要原材料为金属表壳、铜表罩、接管螺母、注塑件、电子元器件等，材料成本占公司主营业务成本比例为 85%以上。如果未来原材料价格出现大幅波动，公司无法及时将原材料价格波动的风险向下游转移，将存在毛利率下降、业绩下滑的风险。
- 2) 出口的风险。公司凭借产品质量优势积极开拓海外市场，2018 年海外市场收入占比为 21%。由于对外销售主要以外币结算，因此存在一定的汇率风险。此外，由于当前国外疫情严重，公司主要合作的国家也受到一定程度的影响，将影响公司产品的出口。
- 3) 宏观经济波动风险。公司产品主要应用于城市供水领域，其景气度与国家政策及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疲软、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。
- 4) 技术创新风险。在智能水表成为大趋势的环境下，尽管公司为了保持行业领先、不断满足客户新的需求，持续加大研发，但是并不能排除出现全新的替代技术及产品，并对公司业绩产生负面影响的情况。
- 5) 规模扩张带来的管理风险。经过多年发展，公司业务规模不断壮大。因此，研发、采购、生产、销售等环节都对公司现有的组织结构和经营管理能力提出了更高要求。如果公司管理层的职业素养、经营能力、管理水平不能适应公司规模不断扩张的需求，公司将面临一定的管理风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	227.72	503.50	778.13	738.62	764.92
应收票据及应收账款	229.61	384.55	437.66	619.54	676.62
预付账款	1.56	1.76	2.70	2.39	3.50
存货	212.07	285.02	415.42	484.53	620.39
其他	21.64	363.43	413.61	474.80	486.56
流动资产合计	692.61	1,538.26	2,047.52	2,319.88	2,551.99
长期股权投资	6.08	6.21	6.21	6.21	6.21
固定资产	85.60	86.09	215.90	335.20	434.71
在建工程	1.55	0.00	0.00	0.00	10.00
无形资产	6.14	34.87	33.12	31.38	29.64
其他	32.60	35.09	32.20	29.69	27.91
非流动资产合计	131.97	162.25	287.43	402.48	508.47
资产总计	824.58	1,700.51	2,334.95	2,722.36	3,060.45
短期借款	8.00	0.00	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	200.29	326.04	438.07	618.39	670.69
其他	95.40	120.34	144.57	141.78	170.54
流动负债合计	303.69	446.38	832.64	1,010.17	1,091.23
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.98	8.15	10.00	10.00	10.00
非流动负债合计	7.98	8.15	110.00	110.00	110.00
负债合计	311.67	454.52	942.64	1,120.17	1,201.23
少数股东权益	2.01	1.82	0.73	0.51	(0.12)
股本	117.25	156.34	156.34	156.34	156.34
资本公积	0.00	557.59	557.59	557.59	557.59
留存收益	378.50	1,070.21	1,235.24	1,445.34	1,703.01
其他	15.16	(539.97)	(557.59)	(557.59)	(557.59)
股东权益合计	512.91	1,245.99	1,392.30	1,602.19	1,859.23
负债和股东权益总	824.58	1,700.51	2,334.95	2,722.36	3,060.45

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	137.49	212.33	275.05	350.17	429.45
折旧摊销	13.02	15.01	21.94	32.44	42.24
财务费用	0.36	(0.69)	(1.76)	(0.97)	(0.94)
投资损失	(0.70)	(9.69)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(50.99)	(45.93)	(43.62)	(81.83)	(102.98)
其它	2.96	(31.32)	(1.10)	(0.21)	(0.64)
经营活动现金流	102.14	139.72	240.50	289.59	357.13
资本支出	11.33	40.44	148.15	150.00	150.00
长期投资	0.62	0.12	0.00	0.00	0.00
其他	(31.52)	(425.26)	(338.15)	(340.00)	(310.00)
投资活动现金流	(19.57)	(384.70)	(190.00)	(190.00)	(160.00)
债权融资	8.00	0.00	350.00	350.00	350.00
股权融资	3.42	601.73	(15.86)	0.97	0.94
其他	(101.98)	(89.61)	(110.02)	(490.07)	(521.78)
筹资活动现金流	(90.56)	512.12	224.12	(139.09)	(170.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(7.99)	267.14	274.63	(39.51)	26.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,029.31	1,371.12	1,804.86	2,238.78	2,651.23
营业成本	688.08	886.91	1,146.17	1,408.62	1,657.39
营业税金及附加	8.56	9.33	12.63	15.67	18.56
营业费用	115.96	171.83	218.39	268.65	312.84
管理费用	47.64	53.54	68.58	85.07	98.10
研发费用	58.16	41.96	54.15	67.16	79.54
财务费用	(1.33)	(2.59)	(1.76)	(0.97)	(0.94)
资产减值损失	5.70	(0.49)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.70	9.69	10.00	10.00	10.00
其他	(44.29)	(34.96)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	150.14	235.90	316.70	404.57	495.74
营业外收入	9.71	10.58	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.29	0.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	159.55	246.23	316.70	404.57	495.74
所得税	22.06	33.90	42.76	54.62	66.93
净利润	137.49	212.33	273.95	349.95	428.82
少数股东损益	0.28	0.03	(1.10)	(0.21)	(0.64)
归属于母公司净利润	137.21	212.30	275.05	350.17	429.45
每股收益（元）	0.88	1.36	1.76	2.24	2.75

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.42%	33.21%	31.63%	24.04%	18.42%
营业利润	11.00%	57.12%	34.25%	27.74%	22.54%
归属于母公司净利润	13.06%	54.72%	29.56%	27.31%	22.64%
获利能力					
毛利率	33.15%	35.31%	36.50%	37.08%	37.49%
净利率	13.33%	15.48%	15.24%	15.64%	16.20%
ROE	26.86%	17.06%	19.77%	21.86%	23.10%
ROIC	59.88%	77.21%	76.22%	65.63%	58.32%
偿债能力					
资产负债率	37.80%	26.73%	40.37%	41.15%	39.25%
净负债率	-42.84%	-40.41%	-30.75%	-24.26%	-22.32%
流动比率	2.28	3.45	2.46	2.30	2.34
速动比率	1.58	2.81	1.96	1.82	1.77
营运能力					
应收账款周转率	4.94	4.47	4.39	4.24	4.09
存货周转率	5.94	5.52	5.15	4.98	4.80
总资产周转率	1.36	1.09	0.89	0.89	0.92
每股指标（元）					
每股收益	0.88	1.36	1.76	2.24	2.75
每股经营现金流	0.65	0.89	1.54	1.85	2.28
每股净资产	3.27	7.96	8.90	10.24	11.89
估值比率					
市盈率	41.91	27.09	20.91	16.42	13.39
市净率	11.25	4.62	4.13	3.59	3.09
EV/EBITDA	0.00	9.96	14.52	11.20	9.01
EV/EBIT	0.00	10.45	15.53	12.10	9.78

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com