



# 阔步进军水务，打造智能先锋

——三川股份（300066）事件点评

2013年4月9日

强烈推荐/持续

三川股份

事件点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

## 事件：

公司发布公告称，公司与余江县自来水公司拟共同出资设立余江县水务有限公司（简称“余江水务”）。余江水务注册资本为人民币 6190.18 万元，公司以募集资金出资人民币 3156.99 万元，出资比例为 51%；余江县自来水公司以净资产 2233.19 万元人民币及现金 800 万元人民币出资，出资比例为 49%。该项投资成功，有利于公司围绕主营业务延伸产业链，积极实施“智慧水务+环保水工”的总体发展战略，加快水务投资运营步伐，做大做强水务产业，尽快形成规模效应和品牌效应，为公司带来新的利润增长点，增强公司的可持续发展能力，实现股东利益的最大化。公司与余江水司共同投资设立余江水务后，公司盈利水平也将增强。根据公司项目盈利预测，投未来 5 年年化收入和净利润分别为 784 万元和 287 万元，资回收期约为 11 年，年均投资收益率约为 9.09%。

公司投资亮点：1) 积极拓展水务业务，进一步加强公司大水工市场地位，同时也为打造智慧水务系统商提供了展示平台；2) 以智能水工+智慧水务为战略导向，从机械水表龙头向智能水表、智慧水务进行战略转型，预计 2013 年智能水表产量翻番，利润贡上升到 37%；3) 900 万台传统水表的优秀渠道能力为公司今后智能水表水务发展打下坚实客户基础；4) 13 年 1 季度业绩增长 20%-30%，彰显智能水表转型战略初见成效；预计 2013 公司 13-14 年 EPS 为 0.65 元和 0.83 元，对应 PE 为 15 倍和 11.8 倍，给予“强烈推荐”评级。作为 A 股水表的龙头，其今后智能水表的翻番放量增长将会极大拉升公司业绩且抬升公司估值，建议投资者积极参与。

## 评论：

### 积极因素：

#### 1. 打造水务运营和环保水工新“双翼”。

水务运营和环保水工是公司最新发展战略的重要构成部分。目前全国水务运营格局极其分散，最大的水务运营商市场份额不到 5%，主要还是各地区以县级和市级为基本单位独立运行。另一方面由于技术进步和集约化管理服务的必要性，全国水务系统整合的趋势愈加明显。公司顺应潮流，发挥资本优势涉足水务运营，以加深对水务系统的了解，更有意义的是强化公司在区域水务市场中的地位，以及为公司建设智慧大水务系统提供试验和展示的平台。而凭借多年的市场经验积累，公司战略性选择以不锈钢材质为基础的环保水工作为未来横向拓展水工市场的主要方向，目前积极布局中，全新智慧和环保特色的三川已然蓄势待发。

#### 2. 阔步进军水务，构建智慧水工平台。

2012年3月公司使用超募资金受让鹰潭市供水有限公司24%股权，正式进入水务运营领域。此次成立控股子公司余江水务，则是公司进军水务的又一例证。公司进军水务运营，一方面顺应水务整合潮流，布局全产业链，为构建智慧大水务的整体战略提供试验和展示平台，另一方面增进与下游市场关联，进一步了解市场需求和巩固市场份额。根据公司后续开拓水务运营的举措，我们预计公司将在水务运营领域构建更为庞大的组织体系，进而在全国水务运营领域获得一定的地位。

表 1、鹰潭市供水有限公司盈利能力测算

营业收入	2416.66	营业利润	1430.13
利润总额	1780.13	净利润	1236.23
公司享有的净利润			299.09
公司受让 24%股权投资			2371.5
投资回收期(年)			9
年均投资收益率			11.05%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2、余江水务盈利能力测算

营业收入	783.9	营业利润	382.6
利润总额	750.2	净利润	562.7
公司享有的净利润			286.9
公司获得 51%股权投资			3157
投资回收期(年)			11
年均投资收益率			9.09%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

根据鹰潭市供水有限公司和余江水务的盈利能力测算数据，投资回报率良好，尤其在自来水公司水工设备设施建设过程中，能为公司扩大市场份额和积累更多的水表以外行业经验提供重要助力。

目前国内水务有逐渐整合的趋势，开始涌现大型跨区域水务集团，公司立志成为未来大水工领域的全球重要供应商，有参与到水务运营的必要性。从国内水务竞争格局来看，公司属于民营上市企业，拥有良好的管理和激励机制，市场意识强烈，手段灵活激进，而行业经验、实践业绩相对较弱，亟需把握好发展契机，不断扩大市场份额和影响力。

### 3. 深谙国内水务之道，悄然布局环保水工静候丰收。

历经40余年水务系统熟知积累，并结合国内外考察和国情考虑，公司对国内水务获得深刻理解，认为供水系统最大的污染在于管网设施材质带来的二次污染，而最具环保性和经济性的发展路径是构建不锈钢材质管网及阀门等配套设施，能为居民提供真正安全放心的用水。与传统供水材质相比，不锈钢有强度高、无锈蚀、卫生环保、低渗透、维修成本低等特点。尽管价格较高，但不锈钢管使用寿命可达100年，使用结束后，还可以百分之百回收，实现资源的重复利用。

我们研判了美国、英国、日本、瑞典等发达国家，均普遍使用不锈钢管网供水，东京薄壁不锈钢供水管的普及率已接近100%，美国政府根据1996年净水法制定的国家标准/国家卫生基金国际标准ANSI/NSF61-1997 a，通过立法明确规定："用于饮用水的金属管道，只允许使用不锈钢和球墨铸铁管。"因此，城市的自来

水供水管网，凡干管改造，一律选用不锈钢管和球墨铸铁，进入高楼的供水管，无一例外首选不锈钢作为供水管。最新的2003版美国国际标准委员会的水管和住宅标准再次包括了这方面的内容，不锈钢水管的使用已经正式得到美国官方的批准。

基于这种认识，公司悄然展开以不锈钢材质为核心的环保水工产品研发和布局，目前已成功具备不锈钢水表、管网阀门和管材生产制造能力，其中已于2010年9月利用超募资金率先投建200万台不锈钢水表产能，并且计划以用水末端家庭用水环节为突破口，首先在家装市场获得成功推广，进一步根据国内水务系统发展需要，进入规模更为广阔的水务系统。

#### **4. 智能水表成品表翻番增长，业绩与估值双重提升。**

公司为传统智能水表基表的龙头企业，国内众多智能水表企业为公司客户，采购公司智能水表基表加装自己的芯片程序从而做成完整的智能水表来销售。公司12年智能水表基表销售量约达到了100万块，占到整个智能水表基表的25-35%的市场份额，毛利率持续保持30%左右的稳健状态。

另一方面，公司积极拓展智能水表市场，从07年约5万块，1400万元，不足5%的销售收入，到12年约40万块，约1亿元的销售收入，占比大幅提升到16%，智能水表年化销售收入增长率超过40%，成为公司业绩增长最快的产品。同时，通过打通从机械表到智能水表基表，再到智能水表的产品链，使得公司的智能水表毛利率得到保障，长期看来具有获得稳定较高毛利率的内在基础。我们研判公司智能水表13年维持翻番增长，销售达到80-100万块，贡献收入约2亿元，占比约27%，利润约4000万元，占比约37%，增厚EPS约0.24元。

#### **5. 智能水表基表的龙头，享受水表智能化带来的长期高速增长。**

智能水表的更新换代步伐，和智能电表相比，速度完全不同。由于全国各个地方水务公司处于分割状态，没有也不可能形成全国统一的水务公司，这就导致从1,2,3线城市开始，各个地方水务公司逐步推进水表智能化进程，导致只能水表更换周期要远长于智能电表的周期。目前，我国每年水表销量大约6000万块，其中旧表更换4000多万块，新增水表1000多万块以及一些出口。而整个智能水表的销售量仅占整个水表每年市场的6-10%左右，智能水表的更新持续时间将会很长。

公司12年智能水表基表销售量约达到了100多万块，占到整个智能水表基表的25-35%的市场份额，毛利率持续保持30%左右的稳健状态。由于很多智能水表企业需要采购公司智能水表基表，这块业务将会维持一个较稳定增长的发展态势。在公司智能水表产量还没有完全释放完毕之前，其智能基表仍将为公司贡献丰厚的利润。

#### **投资建议：**

公司投资亮点：1) 积极拓展水务业务，进一步加强公司大水工市场地位，同时也为打造智慧水务系统商提供了展示平台；2) 以智能水工+智慧水务为战略导向，从机械水表龙头向智能水表、智慧水务进行战略转型，预计2013年智能水表产量翻番，利润贡上升到37%；3) 900万台传统水表的优秀渠道能力为公司今后智能水表水务发展打下坚实客户基础；4) 13年1季度业绩增长20%-30%，彰显智能水表转型战略初见成效；预计

2013 公司 13-14 年 EPS 为 0.65 元和 0.83 元，对应 PE 为 15 倍和 11.8 倍，给予“强烈推荐”评级。作为 A 股水表的龙头，其今后智能水表的翻番放量增长将会极大拉升公司业绩且抬升公司估值，建议投资者积极参与。

## 投资风险

1、智能水表增长低于预期；

表 1：盈利预测和估值

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	463.70	612.98	735.51	901.46	1,052.39
主营收入增长率	21.60%	32.19%	19.99%	22.56%	16.74%
EBITDA（百万元）	67.87	100.51	171.64	231.16	287.17
EBITDA 增长率	25.71%	48.10%	70.77%	34.68%	24.23%
净利润（百万元）	62.59	78.42	102.00	130.02	176.18
净利润增长率	-5.18%	25.29%	30.07%	27.46%	35.51%
ROE	7.15%	8.39%	20.65%	21.28%	22.90%
EPS（元）	0.600	0.500	0.654	0.833	1.129
P/E	17.17	20.60	15.75	12.36	9.12
P/B	1.22	1.72	3.25	2.63	2.09
EV/EBITDA	7.61	11.29	9.63	7.33	5.26

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

## 电力设备与新能源团队简介

### 弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

### 李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。