

分析师: 符彩霞

执业证书编号: A0220200010018

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



## 三川股份 (300066.SZ)

### 迈向水表行业蓝海

#### 投资要点

● 公司业务集中于水表生产领域。公司主要产品为普通机械表、节水机械表和智能表, 2009年产量471.07万台, 其中节水型水表269.18万台, 是全国最大的节水型水表生产企业。

● 水资源的日益贫乏将继续提升水表的需求。水表是水计量配套产品中的关键部件, 随着水资源日益紧缺, 全球范围对各类水表需求量大幅增长。目前中国水表产品不仅要满足国内市场不断增长的需求, 而且还大规模地出口国外。

● 行业领军地位将助公司发展优于行业平均水平。公司研发能力、产品性能和制造工艺水平均处于行业最高水平, 产品市场占有率高, 一直定位于中高端市场, 具有较强的竞争能力。

#### 存在风险

● 公司风险因素主要在于两个方面: 一是生产规模扩充明显, 存在一定的市场开拓风险和经营管理风险; 二是行业与房地产行业景气周期密切相关。

#### 投资建议

● 初步预计公司2010年—2012年收入分别为3.74亿元、5.23亿元和6.01亿元, 摊薄后每股收益分别为1.33元、1.86元和2.24元。预计上市定价59元左右。建议申购。

合理估值区间(元)

#### 发行上市资料

发行价格(元)	49.00
发行市盈率(倍)	46.67
发行股数(万股)	1300
发行后总股本(万股)	5200
发行日期	2010/3/17
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	国信证券
上市日期	

#### 基础数据(发行前)

每股净资产(元)	4.45
总股本/流通A股(万股)	3900/0
流通B股/H股(万股)	0/0
2010年3月17日	

#### 相关研究

#### 盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	276.11	311.49	373.79	523.30	601.80
增长率(%)	9.01	12.81	20.00	40.00	15.00
净利润(百万)	34.58	60.87	69.12	96.88	116.49
增长率(%)	8.22	76.01	13.56	40.15	20.24
EPS(元)	0.94	1.61	1.33	1.86	2.24
毛利率(%)	23.73	33.13	34.50	35.00	35.00
净资产收益率(%)	28.36	35.06	8.09	10.19	10.91

#### 财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.91	1.53	44.62	0.00	0.00
2008A	2.25	1.71	34.95	10.11	5.93
2009A	2.34	1.72	30.35	9.52	5.20

来源: 招股说明书、民族证券



## 正文目录

一、公司业务集中于水表生产领域.....	3
二、水表行业有较大的需求空间.....	3
1、水表行业上下游分析.....	3
2、节能减排将继续提升水表行业的需求空间.....	3
3、国内行业竞争仍集中在低端产品.....	5
三、公司是国内水表行业的龙头企业.....	5
1、高附加值产品销售稳步增长.....	5
2、公司主要产品售价较为稳定.....	5
3、公司产品毛利率相对稳定.....	6
4、公司居行业内龙头地位.....	6
四、公司募资项目分析.....	6
五、公司盈利预测.....	7
六、公司估值.....	7
七、公司风险因素.....	8

## 图表目录

图 1：公司发行前股权结构.....	3
图 2：2004-2011 我国水表行业市场规模及预测.....	4
图 3：2004-2011 我国水表出口数量及预测.....	4
图 4：2007-2009 公司主要产品收入.....	5
图 5：2007-2009 公司主要产品单价.....	6
图 6：2007-2009 公司主要产品毛利率.....	6
表 1：公司主要募集项目分析.....	7
表 2：公司盈利预测.....	7

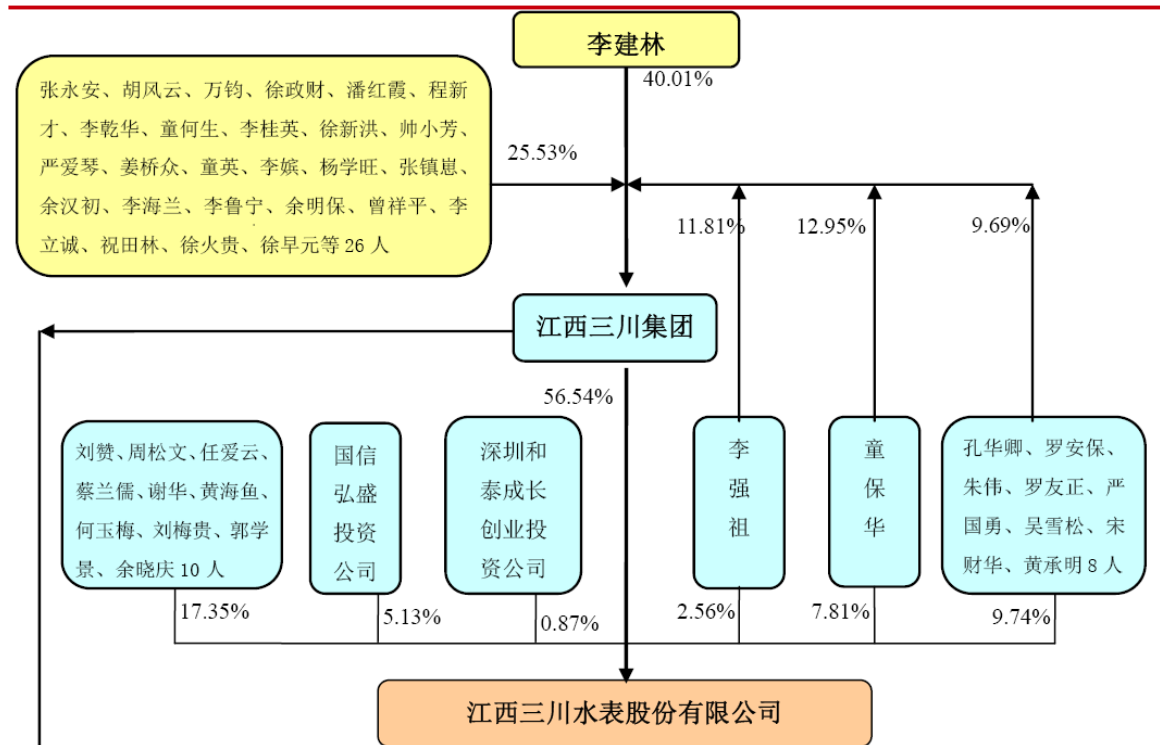
## 一、公司业务集中于水表生产领域

公司主营各种水表产品的研发、生产和销售。主要产品有：各种预付费智能水表、远传水表、各种湿式、干式机械水表、节水型水表。经过多年的发展，三川水表从一个小厂发展到现在成为中国水表行业的龙头企业。2009年产量471.07万台，其中节水型水表269.18万台，成为全国最大的节水型水表生产企业。

公司是江西省鹰潭市三川有限公司联合自然人童保华、李强祖、孔华卿、罗安保、朱平、罗友正、严国勇、吴雪松、宋财华、黄承明、余晓庆等发起设立。公司控股股东为三川集团，三川集团持有本公司2,205万股股份，占公司总股本的56.54%。实际控制人为李建林、李祖强父子。

公司发行前股本3,900万股，本次发行1,300万股，发行价49.00元/股，按2010年业绩预测业绩计算的发行市盈率为倍。2009年公司收入3.11亿元，毛利率33.13%，净利润6100万元，净资产收益率35.1%，每股净资产4.45元，每股收益1.61元。

图 1：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书

## 二、水表行业有较大的需求空间

### 1、水表行业上下游分析

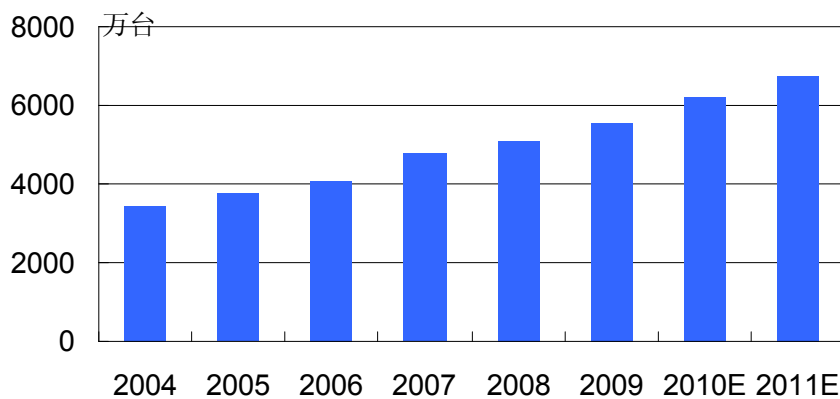
公司主要经营水表产品，水表是水计量配套产品中的关键部件，是水费计量的标准。水表的上游产业是黄铜、塑料、铸铁和电子原器件，除电子原器件外，其它都为原材料。原材料尤其是金属表壳在水表生产成本中所占比重比较高，价格变化会对产品的生产成本产生重大影响。水表行业的下游产业主要是供水行业和房地产行业。

### 2、节能减排将继续提升水表行业的需求空间

《节水型社会建设“十一五”规划》提出了“十一五”期间节水型社会建设的目标：到2010

年，节水型社会建设要迈出实质性的步伐、取得明显成效，水资源利用效率和效益显著提高，单位 GDP 用水量比 2005 年降低 20% 以上。为了控制水资源浪费，国家实施“一户一表”政策，这对中国水表市场产生了极其重要的影响。中国在短时期内形成了全球最大的独立水表市场，当前其水表年需求量接近全球水表年需求总量的 40%。在已经安装的水表中，85% 的水表公称直径在 15—40mm 之间，每只水表售价在 30 到 80 元之间，而且几乎所有水表都是速度式。这个每年需求近 5000 万只水表的的市场还在以每年 10% 以上的速度增长，而且每年大约有 6% 以上的旧水表需要更换。目前，在中国，有约 600 家水表生产企业。只有相当少的一部分公司能够生产符合国家标准的优质水表，大部分企业只能生产低质廉价的产品，这种产品的设计寿命只有 5 到 6 年。随着市场每年以 10% 的速度增长，如此低的设计寿命会对日益增长的水表替换率形成冲击。

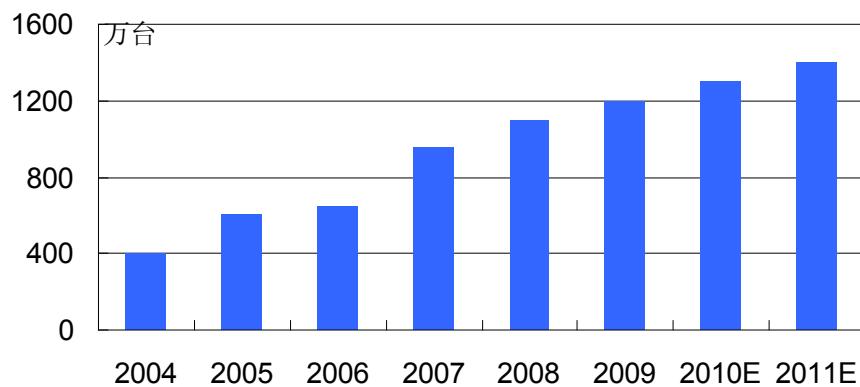
图 2：2004-2011 我国水表行业市场规模及预测



数据来源：招股说明书 民族证券

随着全球水资源日益紧缺，世界各国政府加强了对水资源的综合利用和保护，对用水量的调度管理和水费价格调控等措施给与了高度重视，水计量和水量控制工作的重要性日益显现，全球范围对各类水表需求量大幅增长。目前中国水表市场不仅满足自身需求，大批水表产品还源源不断走向东南亚、南美等国际市场，甚至进入了欧洲等发达国家市场。2008 年我国水表出口创新高，超过 1,000 万台，收入近 1 亿美元。目前，我国已成为水表产品的最大出口国。

图 3：2004-2011 我国水表出口数量及预测



数据来源：招股说明书 民族证券

另外，近年来，随着中国城镇化进程加快，固定资产投资快速增长，房地产开发投资明显加快。房地产行业的快速发展将对水表行业的发展有强大的推动作用。

### 3、国内行业竞争仍集中在低端产品

随着国家建设节水型社会政策措施的不断推出,国内对水表的需求一直以高于国民经济增长率的速度快速增长,国际制造业向中国转移的大趋势也使中国水表和零配件出口量大幅度增加,巨大的市场需求吸引了众多企业加入水表生产企业的行列,使我国水表行业生产企业(含配件生产企业)由本世纪初的 200 多家增加到目前的约 600 家,行业内的市场竞争也日趋激烈并将对行业的发展产生重大影响。

但水表行业与国外同行相比,总体上基础还是比较薄弱。行业里小企业多,单兵作战企业多,中、低端产品多,贴牌生产和以价格取胜的产品多;综合实力强的企业少,附加值高的产品少,有自主知识产权的企业少,有发展规划的企业少。

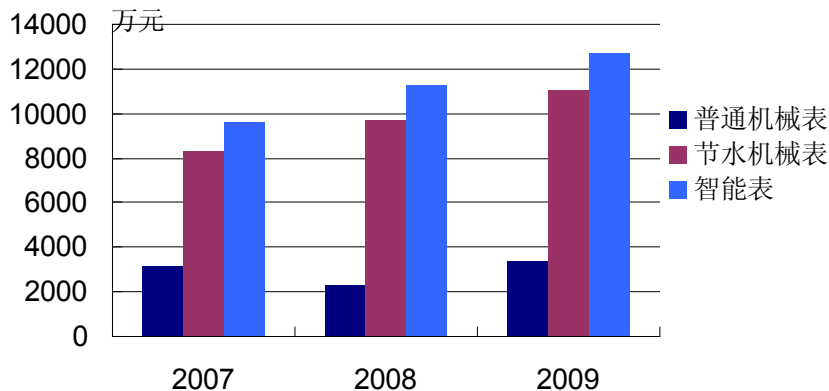
由于行业技术创新能力较弱,产品结构和生产方式不尽合理,高素质和复合型人才缺乏,以及设计工艺水平、装备检测手段和关键原材料(特别是工程塑料材料)的应用研究等方面的差距,制约着水表行业进一步的快速发展。

## 三、公司是国内水表行业的龙头企业

### 1、高附加值产品销售稳步增长

公司主要产品近几年的销量及收入均出现了持续稳步增长,公司产品结构也发生调整,智能表等高附加值的产品逐渐替代传统的普通机械表处于主要地位,在销售收入中的比例稳中有升。

图 4：2007-2009 公司主要产品收入

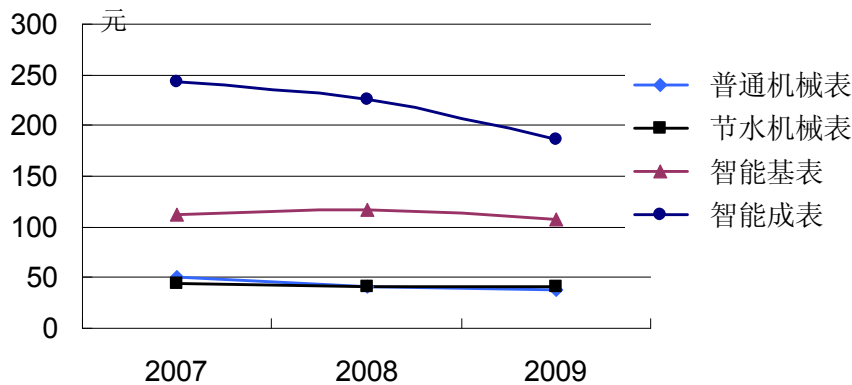


数据来源：招股说明书 民族证券

### 2、公司主要产品售价较为稳定

由于普通机械表与节水机械表领域竞争激励、技术比较成熟,因此近几年价格较为稳定。而智能成表技术含量较高,近几年在技术成熟、规模效应和竞争等因素的综合影响下,价格呈下降趋势。

图 5：2007-2009 公司主要产品单价

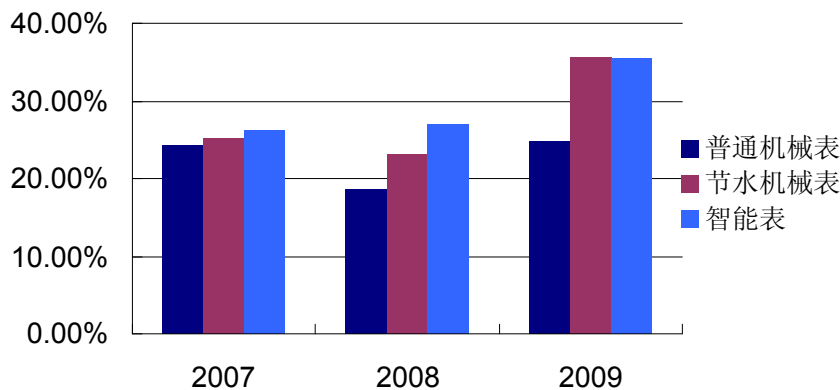


数据来源：招股说明书 民族证券

### 3、公司产品毛利率相对稳定

公司综合毛利率呈稳定、略有上升趋势，但分品种看，由于受原材料价格波动影响，公司节水机械表、普通机械表的毛利率在 2008 年有所下降，在 2009 年有所上升；智能表毛利率一直呈现上升趋势。为弥补传统机械表毛利率不稳定的影响，公司适时地调整了产品结构，加强高毛利率产品的销售力度，使得公司综合毛利率处于较高水平。

图 6：2007-2009 公司主要产品毛利率



数据来源：招股说明书 民族证券

### 4、公司居行业内龙头地位

在中国，有约 600 家水表生产企业，只有相当少的一部分公司能够生产符合国家标准的优质水表，大部分企业只能生产低质廉价的产品。而三川股份研发能力、产品性能和制造工艺水平均处于行业最高水平，产品市场占有率高，市场覆盖面大，品牌影响力强，在行业内具有显著影响力和竞争力，处于领军地位。目前，公司的水表产品从销量、销售额、产品品种等方面都居于国内行业领先的地位。根据中国计量协会水表工作委员会的统计，从 2007 年度、2008 年度及 2009 年度销售额及销售量的看，公司名列第二位。

另外，由于水表的原材料尤其是黄铜金属表壳在水表生产成本中所占比重比较高，而公司地处鹰潭市正在打造世界铜都，离公司 17 公里处即是亚洲最大的铜冶炼基地——贵溪冶炼厂，为企业原材料供应提供了充足的保障。

#### 四、公司募资项目分析

公司本次募集资金主要用于公司主营业务，募集资金投资项目达产后，公司智能水表生产能力从 80 万台提高到 280 万台；机械水表生产能力从 320 万台提高到 620 万台。募集资金项目有利于公司扩大生产规模，巩固和扩大市场占有率，进一步提高公司的主营业务收入与利润水平。

表 1：公司主要募资项目分析

项目名称	投资额（万元）	项目情况	新增产能
年产 300 万台水表合资项目	2000	产能扩张	300 万台
年产 15 万台工业水表项目	3019	产能扩张	15 万台
年产 200 万台智能水表项目	7508	产能扩张	200 万台
营销网络建设项目	3001.5		
技术中心建设项目	2061		
年产 1 万吨管材项目	2581		1 万吨
其他与主营业务相关的运营资金项目	--		

资料来源：民族证券

#### 五、公司盈利预测

初步预计公司 2010 年—2012 年收入分别为 3.74 亿元、5.23 亿元和 6.02 亿元，收入增长主要来自现有产品产能增长，摊薄后每股收益分别为 1.33 元、1.86 元和 2.24 元。

表 2：公司盈利预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	311.49	373.79	523.30	601.80
二、营业总成本	248.21	293.40	395.70	448.28
营业成本	208.3	244.83	340.15	391.17
营业税金及附加	2.31	2.08	2.93	3.37
销售费用	24.64	26.17	31.40	30.09
管理费用	11.2	14.95	15.70	18.05
财务费用	0.79	0.37	0.52	0.60
资产减值损失	0.96	5.00	5.00	5.00
三、其他经营收益		0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00
四、营业利润	63.27	80.39	127.61	153.51
加：营业外收支	9.72	0.93	1.57	1.81
五、利润总额	73	81.32	129.17	155.32
减：所得税	11.49	12.20	32.29	38.83
六、净利润	61.51	69.12	96.88	116.49
少数股东损益	0.64	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	60.87	69.12	96.88	116.49
总股本	39.00	52.00	52.00	52.00
EPS（元）	1.61	1.33	1.86	2.24

资料来源：民族证券

#### 六、公司估值

目前创业板公司按 2010 年预测业绩估算的平均 PE 为 45 倍左右，创业板及中小板无相关水表行业上市公司，且与其他仪器仪表公司盈利模式相差较大。据此预计公司上市后股价有望达到 59 元左右，建议申购。

## **七、公司风险因素**

公司风险因素主要在于两个方面：一是项目全部达产后，智能水表生产能力从 80 万台提高到 280 万台；机械水表生产能力从 320 万台提高到 620 万台；工业水表生产能力从 4 万台提高到 19 万台；生产规模扩充明显，存在一定的市场开拓风险和经营管理风险；二是水表需求中约 20% 是新建房屋带来的需求，因此行业与房地产行业景气周期密切相关。随着国家对房地产宏观调控政策的变化将会对公司的收入、利润等造成一定的影响。

## 分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于± 10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的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。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn