

公司研究

新股研究

建议询价区间: 42.65-48.75 元

水表行业技术领先的企业

——三川股份(300066)新股研究

核心观点

询价结论

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年每股收益计算为 1.22、1.69、1.92 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 35-40 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 42.65-48.75 元/股,中枢价值为 45.7 元。

主要依据与未来成长性:

下游供水行业的发展推动。我国是一个水资源十分短缺的国家,节水是一项基本国策,政府加强了对水资源的综合利用,对用水量的调度管理和水费价格调控等措施给予了高度重视。水资源的商品化进程不断加快,供水行业近年来的发展相应带给了水表行业一个很大的发展空间。

下游房地产行业发展推动。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。

公司的行业地位领先。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。“三川”牌水表在国内市场占有率一直遥遥领先,特别是节水型水表、智能化水表两大主导产品确立了市场领导地位,引导了整个水表市场品种改革。

产品结构及低成本优势。公司三大主导产品—节水型水表、智能化水表及其基表、水表配件均具有国内领先的技术优势,三者合计占企业总产值的比重超过 85%,生产能力及规模均为全国最大生产企业之一。大大降低了水表的的生产成本,造就了三川水表的低成本优势。

风险提示: 受房地产行业景气变化影响的风险;募集资金项目效益低于预期的风险;原材料价格波动风险。

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	311.49	467.23	710.19	838.02
同比增速(%)	12.81%	50.00%	52.00%	18.00%
净利润(百万)	61.51	72.40	100.62	114.08
同比增速(%)	77.89%	17.71%	38.96%	13.38%
EPS(元)	1.56	1.22	1.69	1.92

基础数据

总股本(万股)	5200.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	2.61
每股净资产(元)	4.45
建议询价区间(元)	42.65-48.75

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 刘芬

电话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1：公司发行基本情况

公司	江西三川水表股份有限公司
公司简称	三川股份
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-3-17
申购代码	300066
发行股数	1300 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	5200 万股
发行前每股净资产	

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

二、公司基本情况

1、公司概况

公司是我国水表行业内技术领先的企业,主要产品种类有节水型水表、智能卡式水表、网络远传水表、复式水表、多路共管供水系统、电磁流量计、给排水管材管件、水司管理应用软件技术等。公司建有江西三川、山东三川南北两个生产基地,水表年产能 1000 万台。国内市场产品覆盖中国大陆,国内市场占有率连续十年保持同行业领先地位;海外市场远销东南亚、美洲、非洲等国家地区,企业综合实力处于国内同行业领先地位。水表产品先后荣获中国名牌、国家免检、全国用户满意产品、建设部推广产品、中国水协推荐产品称号。注册商标“三川牌”是水表行业目前唯一由国家工商行政管理总局认定的中国驰名商标。

2、股权结构

表 2：发行前后公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	持股比例(%)	股数(万股)	持股比例(%)
江西三川集团有限公司	2205.00	56.54	2205.00	42.40
童保华	304.50	7.81	304.50	5.86
国信弘盛投资有限公司(SS)	200.00	5.13	70	1.35
李强祖	100.00	2.56	100.00	1.92
刘赞	100.00	2.56	100.00	1.92
周松文	99.00	2.54	99.00	1.90
孔华卿	90.00	2.31	90.00	1.73
罗安保	80.00	2.05	80.00	1.54
任爱云	80.00	2.05	80.00	1.54
蔡兰儒	76.00	1.95	76.00	1.46
谢华	75.00	1.92	75.00	1.44
黄海鱼	70.00	1.79	70.00	1.35
何玉梅	56.50	1.45	56.50	1.09
刘梅贵	55.00	1.41	55.00	1.06
朱伟	50.00	1.28	50.00	0.96
罗友正	40.00	1.03	40.00	0.77
郭学景	35.00	0.90	35.00	0.67
深圳市和泰成长创业投资有限责任公司	34.00	0.87	34.00	0.65
严国勇	30.00	0.77	30.00	0.58

吴雪松	30.00	0.77	30.00	0.58
宋财华	30.00	0.77	30.00	0.58
黄承明	30.00	0.77	30.00	0.58
余晓庆	30.00	0.77	30.00	0.58
全国社会保障基金理事会			130.00	2.5
本次发行流通股			1300.00	25.00
合计	3900.00	100.00	5200.00	100.00

资料来源：公司招股意向书

三、公司经营分析

1、公司收入构成和毛利率变动情况

表 3: 公司主营业务收入构成 (万元)

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
节水机械表	11,026.07	35.40%	9,695.78	35.12%	8,326.39	32.87%
普通机械表	3,394.26	10.90%	2,308.67	8.36%	3,184.82	12.57%
智能基表	9,114.22	29.26%	9,533.03	34.53%	8,259.64	32.61%
智能成品表	3,565.58	11.45%	1,709.05	6.19%	1,365.90	5.39%
水表配件	4,048.39	13.00%	4,364.28	15.81%	4,192.99	16.55%
合计	31,148.52	100.00%	27,610.81	100.00%	25,329.74	100%

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

表 4: 公司主要产品毛利率变动情况表

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度
	毛利率	提高点数	毛利率	提高点数	毛利率
普通机械表	24.71%	6.20	18.51%	-5.90	24.41%
节水机械表	35.68%	12.57	23.11%	-2.14	25.25%
智能表	35.42%	8.49	26.93%	0.65	26.28%
水表配件	26.05%	6.43	19.62%	13.67	5.95%
综合营业毛利	33.13%	9.40	23.73%	1.39	22.34%

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

2、未来公司成长性

表 5: 公司募集资金投向 (万元)

序号	项目名称	总投资 (万元)	项目备案情况
1	年产 300 万台水表合资项目	2000 (注)	临发改政务[2008]95 号
2	年产 15 万台工业水表项目	3019	鹰发改工字[2010]03 号
3	年产 200 万台智能水表项目	7508	鹰发改工字[2010]05 号
4	营销网络建设项目	3001.5	鹰发改工字[2010]04 号

5	技术中心建设项目	2061	鹰发改工字[2010]02号
6	年产1万吨管材项目	2581	鹰发改工字[2009]24号
7	其他与主营业务相关的运营资金项目	--	--

资料来源：上市公司招股意向书

3、未来公司成长性

下游供水行业的发展推动。我国是一个水资源十分短缺的国家，同时，水资源利用整体效率不高，水资源利用方式粗放，在生产和生活领域存在严重的结构型、生产型和消费型浪费。从我国的基本国情出发，节水是一项基本国策，对用水量的调度管理和水费价格调控等措施给予了高度重视。因此，政府加强了对水资源的综合利用，水资源的商品化进程不断加快，供水行业快速发展，水表需求逐渐增大，对水表产业的发展产生一个极大的推动。供水行业近年来的发展相应带给了水表行业一个很大的发展空间。

下游房地产行业发展推动。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。

公司的行业地位领先。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统计看，公司名列第二位。“三川”牌水表在国内市场占有率一直遥遥领先，特别是节水型水表、智能化水表两大主导产品确立了市场领导地位，引导了整个水表市场品种改革。

产品结构及低成本优势。公司三大主导产品—节水型水表、智能化水表及其基表、水表配件均具有国内领先的技术优势，三者合计占企业总产值的比重超过85%，生产能力及规模均为全国最大生产企业之一。大大降低了水表的生产成本，造就了三川水表的低成本优势。

四、风险因素

受房地产行业景气变化影响的风险。公司从事水表的生产和销售，水表需求中约20%是新建房屋带来的需求，中国的城镇化进程在加速，房地产行业处于持续的景气周期。但随着国家对房地产宏观调控政策的变化和房地产行业本身也存在的景气程度的变化，将会对公司的收入、利润等造成一定的影响。

募集资金项目效益低于预期的风险。本次募集资金拟投资项目的可行性分析和效益测算基于当前市场环境、技术发展趋势、产品价格、原材料及能源供应和工艺技术水平等因素作出的。若在项目实施过程中的市场环境、技术、管理、环保等方面出现重大变化，将影响募集资金拟投资项目的实施及预期收益。

原材料价格波动风险。公司生产水表所用的铜棒、铜铸件（包括铜表壳、铜表罩等）的采购价格按照“黄铜价格+约定加工费”的模式来定价，铜在公司产品成本中所占的比较高，因此黄铜价格对公司产品成本产生重大影响，也影响公司的销售价格。黄铜价格波动对公司产品毛利率有明显的影响。报告期内，黄铜价格波动较大，导致公司产品成本变动较大，尽管公司产品售价也相应变动，但变动幅度小于成本变动，由此导致公司毛利率随黄铜价格波动变动较大，尤其是2009年，随着黄铜价格下降，

公司毛利率水平上升明显。但随着经济复苏，黄铜价格可能重新走上上升的轨道，公司产品的毛利率可能下降。

五、公司盈利预测

表 6: 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	311	467	710	838
营业成本	208	336	518	620
营业税金及附加	2	3	5	5
营业费用	25	33	52	61
管理费用	11	16	25	29
财务费用	1	-1	-2	-6
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	-0	-0
营业利润	63	79	112	128
营业外收入	10	7	8	7
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	73	86	119	135
所得税	11	13	19	21
净利润	62	72	101	114
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	61	72	100	113
EBITDA	64	80	111	124
总股本 (百万)	39	52	52	52
EPS (元)	1.56	1.22	1.69	1.92

资料来源: 国都证券

六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测, 公司 2010-2012 年每股收益计算为 1.22、1.69、1.92 元/股。下游供水行业和房地产业的发展推动水表行业发展, 公司有产品结构及低成本优势。公司的风险在于受房地产行业景气变化影响的风险, 募集资金项目效益低于预期的风险, 原材料价格波动风险。

我们给予公司 2010 年每股收益 35-40 倍 PE 为询价依据, 建议网下询价区间为 42.65-48.75 元/股, 中枢价值 45.7 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			