



创元科技（000551）调研简报：

内生与外延增长同时呈现，公司发展迎来拐点

绿色能源主题研究

首次评级：买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
创元科技	4.3	17.2	64.5
沪深 300	-8.8	8.1	-12.2

市场数据 2010.12.3

当前价格（元）	16.80
52 周价格区间（元）	9.1-17.22
总市值（百万）	4061.00
流通市值（百万）	4060.59
总股本（万股）	24172.64
流通股（万股）	24170.15
日均成交额（百万）	133.13
近一月换手（%）	75.09

绿色能源研究小组

张晓霞（S0350207120532）

联系人：张新平

电话：0755-83707004

邮件：zhangxp@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

近日我们赴创元科技进行了实地调研，并与公司管理层就公司的运营情况及未来发展规划进行了深入交流。

- **绝缘子业务内生与外延式增长同时显现。**公司控股子公司苏州电瓷厂订单饱满，年内新建了两条生产线以扩大产能，另外公司收购抚顺高科股权和增资事宜尘埃落定，公司绝缘子业务的规模和盈利能力均会在 2010 年得到明显提升。
- **净化业务占据行业龙头地位，稳定增长无忧。**公司控股子公司苏净集团在净化领域实力雄厚，稳局国内龙头地位，该项业务受经济波动影响小，常年保持稳健增长，且行业发展空间巨大。
- **测绘业务积极迈进。**公司旗下苏州一光仪器有限公司在测绘行业内具有较高知名度，产品不断更新，市场竞争力得到巩固。
- **磨具磨料、轴承业务取得突破。**公司磨具磨料业务在年中开始扭亏，涂附磨具生产线、布基处理线进入收获期；轴承业务受益于汽车、工程机械等产业的兴盛和复苏，产品供不应求，两项业务均在年内取得了突破。
- **给予“买入”评级。**我们预计公司 2011 年每股收益可达 0.57 元/股，对应目前股价的动态 PE 为 29.5 倍，考虑到公司发展迎来拐点，且公司所处行业的成长性显著，参考公司各项业务的市场估值水平后，我们认为 35-40 倍 PE 是公司理应享有的水平，给予“买入”的投资评级。

预测指标	2009	2010E	2011	2012
主营收入（百万元）	1,726.00	2,140.76	2,913.58	3,586.91
营业利润（百万元）	131.55	62.58	232.35	357.25
净利润（百万元）	122.53	70.41	217.38	326.63
摊薄每股收益（元）	0.36	0.22	0.57	0.86
摊薄每股净资产（元）	3.34	3.56	5.96	6.83
加权平均 ROE（%）	10.64%	6.22%	9.63%	12.64%

绝缘子业务的内生与外延式增长同时显现

公司控股子公司苏州电瓷有限公司主要产品类别为 530kN 及以下盘形悬式绝缘子、45kV 及以下线路柱式绝缘子、1100kV 及以下支柱绝缘子、铁道棒形绝缘子、550kV 及以下 SF6 瓷套、40.5kV 及以下穿墙套管。

产品主要用于输配电电网和高铁、轨道交通线路电站，年产量可达 2.5 万吨，总量位居国内前三甲，主要竞争对手为大连电瓷集团股份有限公司和唐山高压电瓷有限公司，相比苏州电瓷有限公司，其悬式产品占据优势；唐山高压电瓷有限公司的主导产品为 110kV 及以上棒形支柱绝缘子，相比苏州电瓷厂，其棒形支柱绝缘子产品占据优势，国内市场占有率已达 33.01%，居全国同行业之首。

目前苏州电瓷有限公司最为突出的竞争优势为高铁、轨道交通用棒形绝缘子产品，在行业内可占据绝对优势，且发展势头迅猛，已有产品出口到印度等国，但目前该类产品占比还较小，约为 10%-20%，增长潜力巨大。

2010 年以来，公司瓷绝缘子订单饱满，出现供不应求的局面，年内新建两条超、特高压交直流瓷绝缘子生产线，我们预计 2011 年苏州电瓷有限公司的产能将有较大增长。

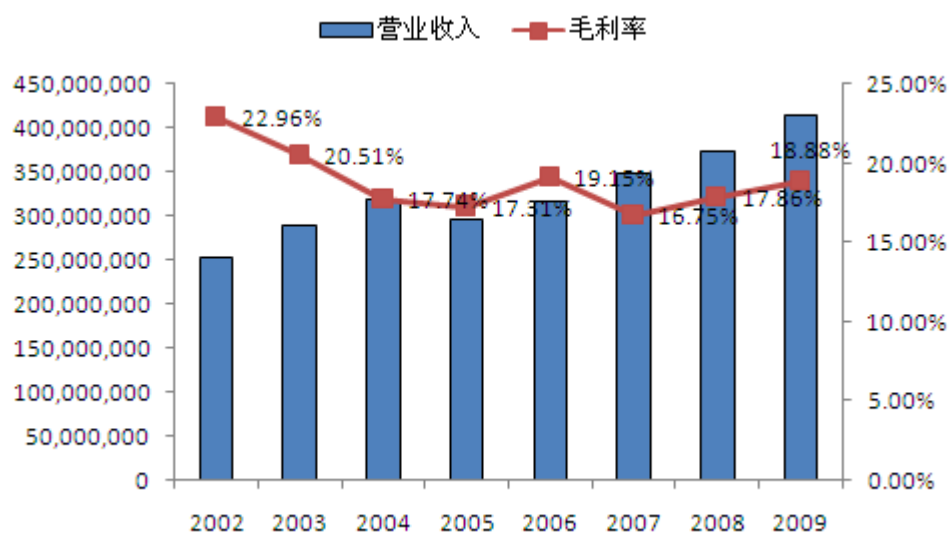
另外，公司非公开增发收购抚顺高科并对其增资已获证监会通过，抚顺高科在大型、特大型瓷套市场上具备很强的竞争力，公司业务种类专一且盈利能力较强，增发的顺利进行可进一步提升公司电瓷绝缘子业务盈利能力，为做大做强电瓷业务奠定基础。

净化行业龙头，稳定增长无忧

公司控股子公司苏净集团拥有博士后流动站，为江苏省净化工程技术研究中心单位，旗下有空调净化厂房系统工程、空气净化设备及空气过滤器、气体分离及纯化设备、环保设备及水处理工程、组合式空调器及风机盘管、净化环保检测仪器六大业务，其中净化系统工程业务占比最大。

公司稳据国内净化行业龙头地位，是行业标准的制定者，下游主要为医药、机械电子、航空航天、食品饮料，主要的竞争对手为国外厂商，目前国内净化工程水平与国外相比有较大差距，主要原因为国内的许多配套设施欠缺，部分客户对国内企业缺乏信任度，但由于净化市场空间巨大，公司近年来发展迅猛，收入水平不断提高，毛利率也逐步平稳。

图 1 洁净产品营业收入及毛利率变化情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

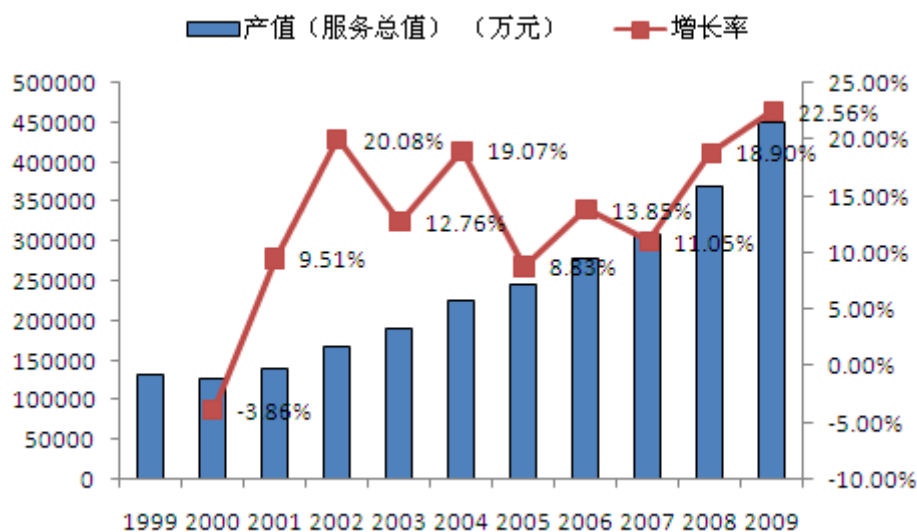
测绘业务积极迈进

公司控股子公司苏州一光仪器有限公司是国内专业生产测绘仪器的制造厂家，江苏省高新技术企业。

公司产品中“J2-2 光学经纬仪”、“DSZ2 自动安平水准仪”是客户公认的最优产品。另外，公司全站仪的市场占有率正逐年提升，SGS328、SGS528、SGS828 等多款 GPS 产品也在积极推出，以满足了市场需求。

公司在行业内具有较高知名度，南方测绘为其主要竞争对手。我们认为公司业务一定程度上会受房地产和基建投资降温的影响，但由于公司应用领域广泛，产品种类也逐渐增多，测绘业务仍可保持增长。

图 2 中国测绘市场产值及增长情况



资料来源：国家测绘局, 国海证券研究所

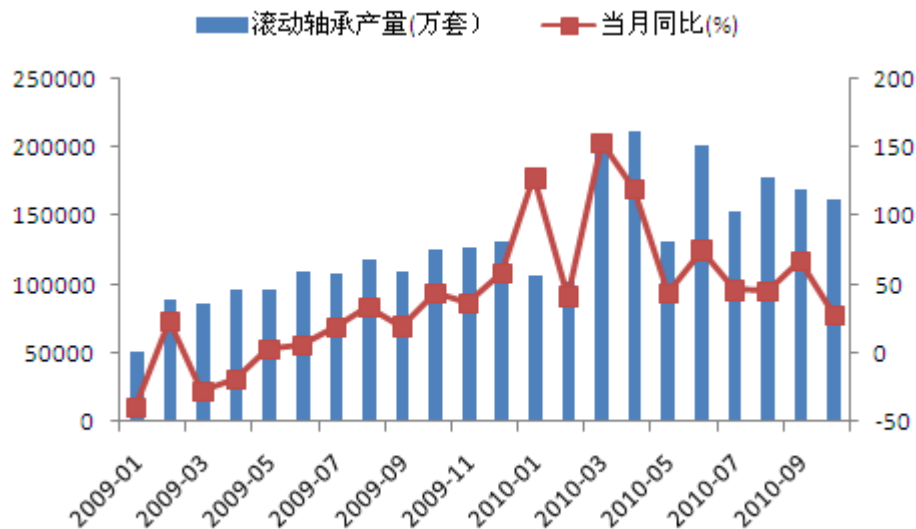
磨具磨料、轴承业务取得突破

磨具磨料、轴承业务在公司营收中占比较小，但两项业务均在 2010 年取得了突破。

磨具磨料业务主体远东砂轮厂自 2006 年开始进行扩张性搬迁，对陶瓷、树脂砂轮、金刚石制品等固结磨具在装备、工艺、技术、物流等方面进行了改造提升；投资 1.3 亿元，从德国引进的先进涂附磨具生产线、布基处理线目前已形成年产中高档涂附磨具 1000 万平方米的生产能力，使公司成为集固结磨具和涂附磨具为一体的现代化磨料磨具产业基地，公司在 2010 年中期实现了扭亏，磨具磨料业务进入收获期。

轴承业务得益于汽车、工程机械等下游行业的兴盛和复苏，公司订单情况良好，产品呈现供不应求的局面。

图 3 滚动轴承产量变化情况



资料来源：wind，国海证券研究所

给予“买入”评级

鉴于公司基本面在 2010 年发生了较为明显的改善，内生和外延式增长均在公司得到体现，且公司所处的行业成长性显著，“十二五”特高压电网建设的投资规模较“十一五”放大 13 倍，净化工程行业进口取代的趋势正在进行，轴承、磨具磨料下游行业拉动强劲，公司发展迎来拐点。

我们预计公司 2011 年每股收益可达 0.57 元/股，对应目前股价的动态 PE 为 29.5 倍，考虑到公司发展迎来拐点，且公司所处行业的成长性显著，我们认为 35-40 倍 PE 是公司理应享有的水平，给予“买入”的投资评级。

表 1 盈利预测表

利润表	单位:百万元				
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1,678.90	1,726.00	2,140.76	2,913.58	3,586.91
减: 营业成本	1,250.19	1,334.94	1,784.97	2,327.07	2,817.87
营业税金及附加	18.10	18.00	16.01	24.69	32.53
销售费用	80.07	68.62	94.41	128.78	170.38
管理费用	226.26	204.26	214.47	235.92	247.71
财务费用	17.17	11.33	13.59	12.91	12.27
资产减值损失	6.02	4.55	4.10	3.69	3.32
加: 公允价值变动收益	-0.39	0.23	0.00	0.00	0.00
投资收益	8.62	47.01	49.36	51.83	54.42
其中: 联营企业收益	1.36	0.59	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	89.32	131.55	62.58	232.35	357.25
加: 营业外收入	16.82	19.45	22.37	25.72	29.58
减: 营业外支出	2.58	1.96	2.12	2.33	2.56
三、利润总额	103.57	149.05	82.84	255.75	384.28
减: 所得税费用	18.86	26.51	12.43	38.36	57.64
四、净利润	84.71	122.53	70.41	217.38	326.63
归属母公司净利润	48.45	85.83	53.51	165.21	248.24
少数股东损益与调整	36.25	36.70	16.90	52.17	78.39
五、总股本(万股)	241.73	241.73	241.73	287.73	287.73
EPS (元)	0.20	0.36	0.22	0.57	0.86

资料来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 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。本报告版权归国海证券所有。