

创元科技 (000551.SZ) 环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

黄亚森
联系人
(8621)61038216
huangys@gjzq.com.cn

赵乾明
分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

扩产抚顺高科，进一步巩固电瓷龙头地位

事件

创元科技于 2011 年 11 月 7 日发布公告：为做强做大公司输变电绝缘子产业，自筹资金建设“电瓷产业基地南区工程”。项目总投资 24,476.48 万元，项目建设期 2 年，从 2011 年 7 月开工建设，计划到 2013 年 6 月竣工投产，于 2014 年达产。项目将分两期建设，一期建设期：2011 年 7 月—2012 年 6 月，二期建设期：2012 年 7 月—2013 年 6 月。

项目设计产能为年产合格瓷件 2.10 万吨，年销售收入为 2.96 亿元，年利润总额为 4,533 万元，年净利润 3,496 万元，投资利润率为 16.80%，税后投资回收期为 7 年。

评论

将进一步巩固公司电瓷龙头地位，改善产品结构：公司电瓷业务今年预计收入 7 亿元，而大连电瓷为 5 亿元左右，公司已成为国内输配电瓷龙头；此次扩产项目将集中于抚顺高科的拳头产品瓷套生产，将进一步加强公司在电站电瓷方面的实力，同时瓷套产品毛利率较悬式绝缘子高 5-10%，可以改善公司毛利率水平。

特高压交流线路正式开工，行业拐点将至：2011 年特高压项目一拖再拖，电网投资相比 2010 年大幅下降，导致电力设备行业景气度低。国家电网在 11 月 2 日宣布，其投建的 1000 千伏淮南-浙北-上海特高压交流示范工程（皖电东送）10 月 30 日在安徽芜湖圆满完成线路工程基础浇筑首基试点，标志着皖电东送线路工程正式开工，行业拐点或将到来。公司子公司苏州电瓷是特高压线路绝缘子主要生产企业，抚顺高科目前国内生产规模最大的专业生产高压、超高压、特高压电站瓷绝缘子的企业，经国家发改委认定为“国家超高压、特高压电瓷研发、制造基地”，必将受益于行业景气回升。

抚顺高科是国内领先的电力设备配套厂商，智能电网直接受益：抚顺高科主要客户为 ABB、西门子、阿海珐、平高电气和特变电工等国内外主要电气设备厂商，为其变压器、断路器等提供瓷套。由于下游客户普遍亏损，今年公司降低了产品价格和客户共同承担压力。国家电网今日明确表态将在未来 5 年内全面加快坚强智能电网发展，预计明年输配电网投资相比今年将显著回升，抚顺高科也将适当提价。

盈利预测

- 考虑到抚顺高科新生产线建设期较长，且我们之前的盈利预测中已经部分包含扩产的预期，维持公司盈利预测，预计公司 2011-13 年摊薄 EPS 分别为 0.34，0.50 和 0.62 元，同比增长 42.89%，47.58%和 24.43%。

投资建议

- 至 11 月 7 日，公司股价 14.95 元对应 43X11PE 和 30X12PE，大连电瓷收市价 30.06 元对应 45X11PE 和 31X12PE。考虑到公司电瓷业务的龙头地位和苏净环保业务属性，维持“买入”评级。

图表1: 分产品收入预测

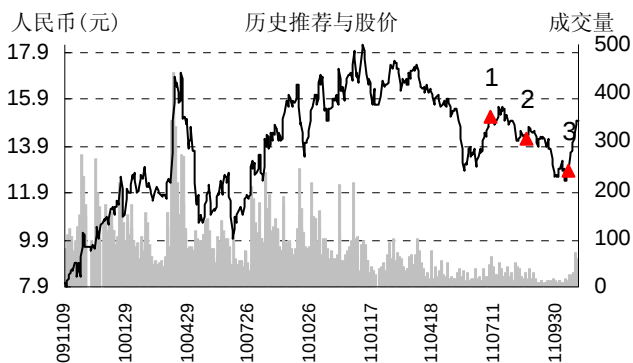
项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务明细							
销售额 (万元)	166,057	167,890	169,796	225,314	262,504	263,024	343,165
增长率		1.10%	1.14%	32.70%	16.5%	0.2%	30.5%
经营成本 (万元)	124,802	125,019	133,494	179,942	202,608	191,020	250,759
毛利 (万元)	41,255	42,871	36,302	45,372	59,896	72,004	92,406
毛利率	24.84%	25.54%	21.38%	20.14%	22.82%	27.38%	26.93%
主营业务							
分产品: 输配电瓷							
销售额 (万元)	20,678	26,023	30,444	46,364	68,280	84,000	120,000
增长率		26%	17%	52%	47%	23%	43%
毛利率	39.26%	38.81%	31.44%	28.06%	24.37%	25.71%	25.50%
其中: 绝缘子 (苏州电瓷)							
销售额 (万元)	20,678	26,023	30,444	40,063	41,280	48,000	75,000
销售额占比 (%)	100%	100%	100%	86%	60%	57%	63%
毛利率	39.26%	38.81%	31.44%	26.19%	22.00%	24.00%	24.00%
均价(万元/吨)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
产能 (吨)	30,003	30,000	40,000	40,000	43,000	48,000	75,000
产量 (吨)	17,016	21,571	28,276	40,063	40,000	50,000	70,000
其中: 瓷套 (抚顺高科)							
合并销售额 (万元)	0	0	0	6,301	27,000	36,000	45,000
销售额占比 (%)	0%	0%	0%	14%	40%	43%	38%
实际销售额 (万元)		22,389	14,888	22,172	27,000	36,000	45,000
合并销售成本 (万元)	0	0	0	3,781	19,440	25,920	32,400
合并销售毛利 (万元)	0	0	0	2,520	7,560	10,080	12,600
毛利率	0.00%	57.09%	52.69%	40.00%	28.00%	28.00%	28.00%
均价(万元/吨)		2.5	2.3	2.0	1.8	1.8	1.8
产能 (吨)		9,000	9,000	10,830	15,000	20,000	25,000
产量 (吨)		9,000	6,576	10,830	7,500	9,000	10,000
分产品: 洁净设备							
销售额 (万元)	34,699	37,196	41,258	50,607	70,850	99,190	128,947
增长率		7%	11%	23%	40%	40%	30%
毛利率	16.75%	17.86%	18.88%	24.30%	25.00%	26.00%	26.00%
分产品: 测量仪器							
销售额 (万元)	20,913	21,374	16,992	20,648	20,648	22,713	24,985
增长率		2%	-21%	22%	0%	10%	10%
毛利率	31.67%	30.48%	29.93%	27.48%	28.00%	28.00%	28.00%
分产品: 磨具磨料							
销售额 (万元)	6,784	7,910	9,669	15,912	20,685	26,891	34,958
增长率		17%	22%	65%	30%	30%	30%
毛利率	24.03%	21.55%	16.27%	21.45%	21.50%	21.50%	21.50%
分产品: 轴承滚针							
销售额 (万元)	7,695	8,555	8,939	12,968	16,858	20,230	24,276
增长率		11%	4%	45%	30%	20%	20%
毛利率	31.22%	31.68%	30.16%	31.18%	32.00%	32.00%	32.00%
分产品: 汽车经销							
销售额 (万元)	48,293	46,276	51,927	73,576	55,182	0	0
增长率		-4%	12%	42%	0%	0%	0%
毛利率	6.68%	7.34%	7.38%	7.10%	7.10%	0.00%	0.00%
其他业务 (已终结)							
销售额 (万元)	0	0	10,566	0	0	0	0
毛利率	0.00%	0.00%	65.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务							
销售额 (万元)	0	0	15,442	9,932	10,000	10,000	10,000
毛利率	0.00%	0.00%	92.12%	64.46%	60.00%	60.00%	60.00%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-07-05	买入	15.13	18.86 ~ 18.86
2	2011-08-23	买入	14.21	17.70 ~ 17.90
3	2011-10-25	买入	12.84	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B