

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

启动苏净改制，洁净产业继续加速

事件

创元科技于 2011 年 11 月 16 日发布公告：启动控股子公司江苏苏净集团改制设立股份有限公司事项的议案。改制后，苏净集团将形成股东大会（股东会）、董事会、监事会、管理层各司其职的清晰的产权结构和法人治理机构，管理职能清晰。

江苏苏净：创元科技控股子公司，国家创新型试点企业和国家高新技术企业，是空气净化、环保水处理和气体纯化领域技术、设备、工程整体解决方案的研制企业。公司主导产品包括：空气洁净设备及系统、生物安全设备及系统、节能环保设备及系统、气体设备及系统、环境监测仪器及系统，广泛应用于新型信息技术、节能环保、生物工程、太阳能光伏、航空航天等战略新兴产业以及汽车制造、化工冶金、食品卫生等国计民生各领域。

评论

苏净集团新起点，保证未来高增长：股份制改革是苏净集团发展的新起点，将破除公司发展主要障碍，使公司得以更快发展：

- **协同效应：**过去旗下 8 家子公司分头承接业务，各分公司都有自己的一套发展思路，苏净集团不能作为一个有机整体参与市场竞争。企业改制后，各分公司员工将持有苏净集团的股权而非分公司的少数股权，将苏净集团的利益和管理者的利益捆绑在一起，有利于调动员工的积极性和创造性，从而有效地增强企业的凝聚力和向心力，进一步提高企业在市场经济中的竞争力。
- **资金支持：**洁净环保公司普遍需要垫资购买材料，资金实力和拿项目的的能力直接相关。原来子公司靠自身滚存的资金发展，资金实力薄弱导致要求客户提供较多预付款，推掉了许多潜在订单；改制后，苏净集团具有更强的融资能力，将大大加快公司发展速度。
- **提高效率：**苏净集团下属子公司层级较多，部分企业没有形成强有力的经营激励机制，并且决策层级较多，不利于企业深化管理和规模效应的发挥。通过此次改制将优化江苏苏净的管理结构，进一步理顺股权结构，减少决策层级，提高企业的管理效率和运营效率，充分发挥江苏苏净的整体竞争优势和规模效益。

苏净集团已满足创业板分拆上市条件：苏净集团完全满足证监会关于分拆登陆创业板的 6 个规定：苏净最近三年盈利情况正常，从未接受创元科技公开募集资金，如分拆后和创元科技的电瓷业务不存在竞争关系，2010 年苏净占创元科技净利润的 30%（低于规定的 50%），净资产占创元比例为 12%（低于规定的 20%）。股份制改革后，苏净集团具备了分拆上市的可能性，将来在创业板上市或将提高创元科技的估值水平。

苏净改制将增厚创元科技利润。目前虽然创元科技持有苏净集团 91.94% 的股权，但苏净集团只持有旗下 6 家子公司 50% 左右的股权，实际上创元仅持有苏净整体股权的 47%。改制后，苏净集团将持有旗下所有上市公司基本 100% 股权，预计创元持有苏净股权超过 50%。如改制后创元科技持有苏净集团 70% 股权，则将增厚创元科技 2012 年业绩 7 分。

盈利预测

- 考虑到苏净集团股份制改革将减少创元科技少数股东权益占比以及提高苏净增长速度，我们上调公司 2012/2013 年盈利预测，预计公司 2011-13 年摊薄 EPS 分别为 0.34, 0.58 和 0.74 元，同比增长 42.89%、70.80% 和 27.74%。

投资建议

- 至 11 月 16 日，公司股价 14.79 元对应 43.5X11PE 和 25.5X12PE，大连电瓷收市价 29.07 元对应 45.2X11PE 和 31.8X12PE。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。

苏净集团介绍

- 江苏苏净集团有限公司是国家重点高新技术企业，江苏省高新技术企业，主要产品为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，净化环保检测仪器等，广泛应用于航空航天、节能减排、电子信息、化工冶金、汽车机械、精密仪器、生物工程、医药卫生、轨道交通等国计民生的各领域及高新技术产业。
- 苏净集团旗下主要有 7 家子公司，其中既有环保设备制造企业，也有工程设计安装企业，产品联系紧密，能发挥综合协同优势。主要可以分为三大板块：
 - **空气净化设备及净化空调系统工程：**包括各类空气过滤器、洁净工作台、生物安全柜、生物安全实验室、负压隔离病房、节能型洁净手术室、洁净净化空调系统工程、及洁净检测仪器设备与系统等技术居国内领先地位，接近国际先进水平。
 - **气体分离/纯化设备及系统工程：**包括 PSA 变压吸附制氮装置、氢气回收/纯化系统、PSA 变压吸附制氧装置、膜分离制氮装置、PSA 变压吸附制氧装置、VPSA 真空变压吸附制氧装置等。
 - **环保工程与设备：**工业废水处理设备及工程、生活污水处理、中水回用设备与工程、纯水及超纯水制备系统与工程、工业废气及烟尘处理设备与工程等。

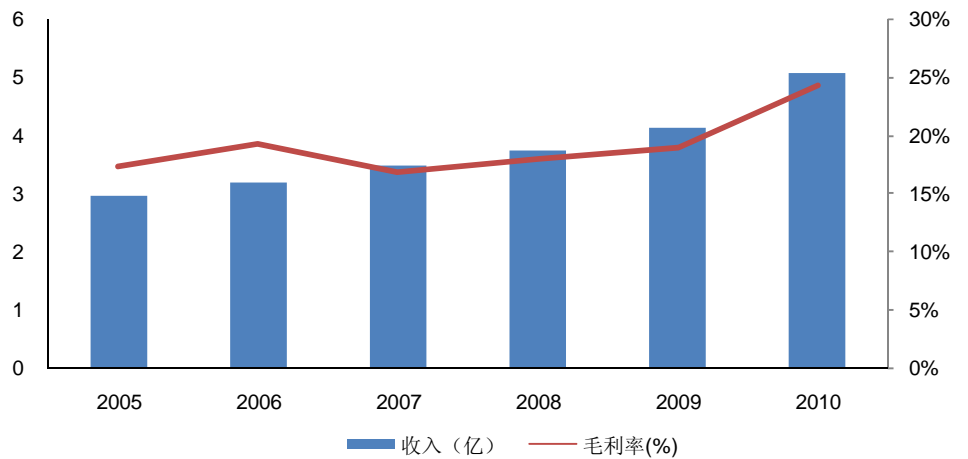
图表1: 苏净集团子公司简介

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	经营范围	江苏苏净 实际出资额 (万元)	江苏苏净 出资比例 (%)
1	苏州净化工程安装有限公司	5018	净化空调系统设备及其他机电设备、消防设施的安装调试。 设计制造、装备研发、销售、安装服务：	2459	49
2	苏州苏净环保工程有限公司	1010	水处理设备系统工程、水质监测系统集成、废水处理设备与工程、污水处理设备与工程等。	495	49
3	苏州安发国际空调有限公司	800	生产销售组合式空调器、组合式空调器自控系统等。	800	100
4	苏州苏净保护气氛有限公司	600	开发、设计、销售、生产、安装服务：保护气氛热处理设备、气体纯化设备等。	294	49
5	苏州工业园区大禹水处理机械有限公司	505	环境保护机械设备与系统工程设计、制造、销售、安装及维护等。	247	49
6	苏州苏净净化装置有限公司	100	制造、安装、服务净化设备与净化工程。	100	100
7	苏州苏净仪器自控设备有限公司	100	制造监测仪器、自控系统及配套服务。	49	49
8	苏州安泰空气技术有限公司	80万美元	生产销售各类空气净化设备。	32万美元	49

来源：公司公告，国金证券研究所

- 苏净近年来不断提高产品档次，已经陆续承接了多个电子光电、汽车涂装等大型洁净室项目，在部分高端领域实现了进口替代，带来了自身毛利率的提升。
 - 微电子生产车间需要洁净等级高，如 100 级的 IC 实验室和 0.1u 10 级的微电子洁净室；汽车涂装车间要求送分风量大，普通洁净车间风量只有 8 万 m³/h，而涂装车间需要 24 万 m³/h。这两类洁净室公司都可以批量承接。
 - 公司近 4 年产品结构不断优化，毛利率稳步提升，随着技术水平和施工经验的提升，毛利率还有进一步提升的空间。

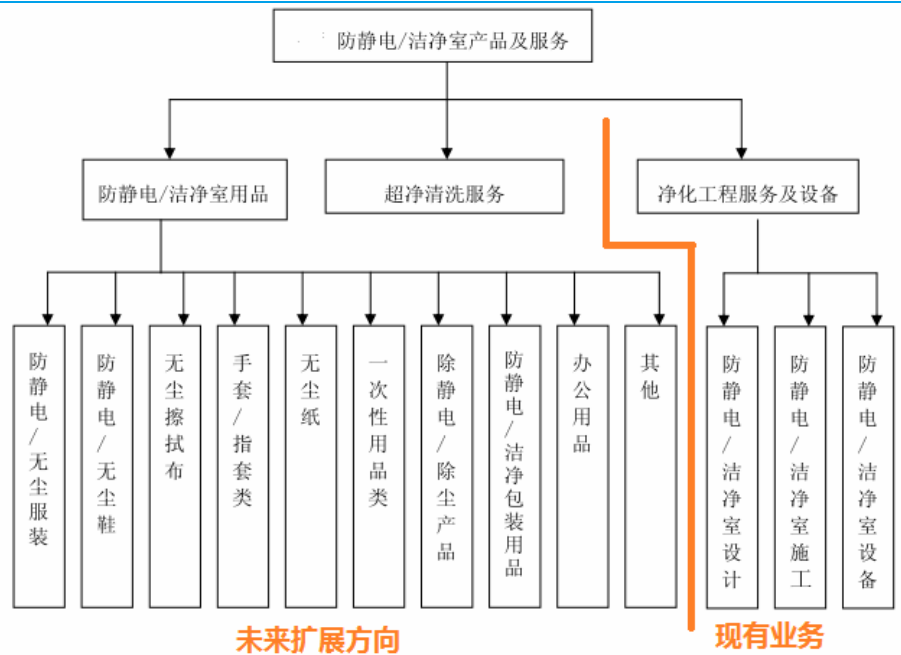
图表2: 洁净产品收入和毛利率变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 苏净集团过去专注于环保工程, 没有提供后续的耗材和洁净室清洗服务, 而这块的利润率水平比工程承包更高。公司正在向全产业链方向转型, 未来会增加服务的比重, 进一步提高利润水平。
- **可行性:** 公司的技术、品牌和渠道完全能支持未来在服务和耗材方面的应用扩展, 目前集团正在改变“重工程、轻服务”的老思想, 明确利润第一的原则, 大力开拓后续服务市场。

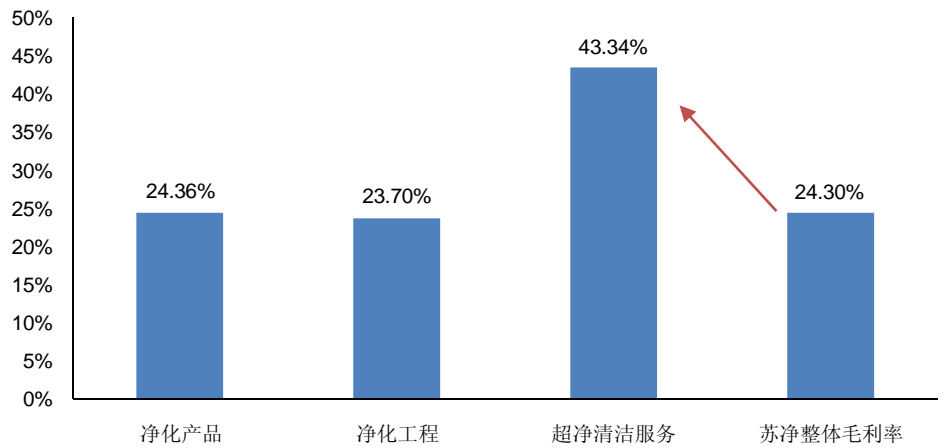
图表3: 苏净未来将从工程承包向综合服务转型



来源: 国金证券研究所

- **有利性:** 超净清洗服务毛利率在 40%以上, 而洁净工程毛利率仅为 25%左右, 从长期看来利润总额和工程施工有可比性; 且后续服务可以增强客户关系, 利于公司拿到客户未来的扩建项目订单。

图表4: 苏净集团和新纶科技各业务毛利率比较



来源：新纶科技，创元科技财报，国金证券研究所

- 在行业快速发展的大背景下，苏净凭借过硬的技术和工程实力，积极转变营销思路，我们预计未来 2-3 将超越行业平均水平，净利润将保持 40% 以上的增长速度。

图表5: 分产品收入预测

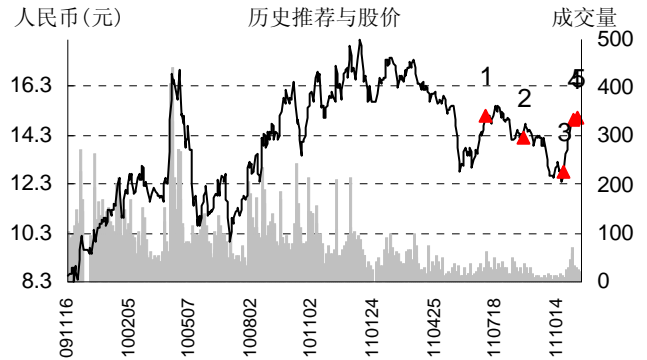
项目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务明细							
销售额(万元)	166,057	167,890	169,796	225,314	262,504	270,109	363,004
增长率		1.10%	1.14%	32.70%	16.5%	2.9%	34.4%
经营成本(万元)	124,802	125,019	133,494	179,942	202,608	196,263	265,439
毛利(万元)	41,255	42,871	36,302	45,372	59,896	73,846	97,564
毛利率	24.84%	25.54%	21.38%	20.14%	22.82%	27.34%	26.88%
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	0.96	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
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	106,275	148,785
增长率		7%	11%	23%	40%	50%	40%
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: 汽车轻钢(已终结)							
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
4	2011-11-07	买入	14.95	N/A
5	2011-11-11	买入	14.99	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作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