

2011年1月27日

## 创元科技（000551）公告点评

### 再融资聚焦主业，绝缘子顺势扩张

**评级：增持（维持）**

#### 投资要点：

■ **瓷绝缘子业务受益于电网投资的快速增长和铁路建设以及城市轨道交通的飞速发展。**随着西电东送、全国联网等多项国家级电网工程的进行，以及高速铁路和城市轨道交通的高速发展，在相当长一段时期内对输变电设备及相关产品的需求将处于持续增长期。瓷绝缘子又是输变电设备的重要组成部分，绝缘子行业将迎来更长的景气周期。

■ **再融资聚焦主业，绝缘子产能再次扩张。**继前次增发收购抚顺高科完善产品系列后，鉴于市场对绝缘子产品的旺盛需求，苏州电瓷技术的积累与成熟，公司再次公告非公开发行募集资金拟用于对苏州电瓷增资以实施宿迁公司瓷绝缘子项目。这将进一步提升绝缘子产品在公司主业所占的比重，不仅实现了公司专业化发展的目标，也提高了公司主业集中度，长远看还提升了公司的盈利水平。

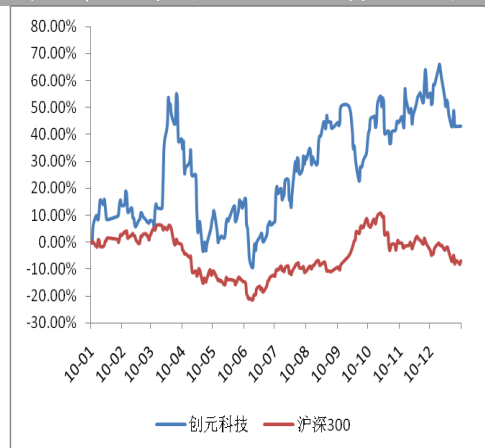
■ **洁净环保、测绘仪器业务增长稳定。**在国家把节能环保提升到战略产业地位的背景下，控股子公司苏净集团研发实力雄厚，发展空间巨大。苏州一光为国内测绘仪器制造行业的龙头企业，其技术水平和综合实力均处行业领先地位。两家公司均保持了良好的发展势头，未来稳定增长无忧。

■ **盈利预测与投资建议：**按照 2011 年 EPS0.58 元计算，公司目前市盈率为 27 倍，低于行业平均水平。考虑到公司上次 14.60 元/股的增发价格，以及未来良好的成长性，我们认为公司目前股价安全边际较高，建议逢低关注。我们给予公司“增持”的投资评级。

分析师 薛辉蓉  
 执业证书 S0600200010060  
 编号  
 联系电话 021-63122951  
 邮箱 [xuehr@gsjq.com.cn](mailto:xuehr@gsjq.com.cn)

联系人 李雅娜  
 联系电话 021-63122950  
 邮箱 [liyn@gsjq.com.cn](mailto:liyn@gsjq.com.cn)

创元科技与沪深 300 指数走势比较图



市场数据	2011年1月27日
总股本（亿股）	2.667
流通A股（亿股）	2.417
收盘价（元）	15.70
6个月换手率（%）	457.43

财务数据	2010Q3
主营业务收入（亿元）	16.10
净利润（亿元）	0.42
摊薄每股收益（元）	0.17
每股净资产（元）	3.51

## 1. 公司公告

公司非公开发行募集资金拟用于对苏州电瓷增资以实施宿迁公司瓷绝缘子项目。本次拟发行不超过 3,000 万股（含 3,000 万股）人民币普通股（A 股），非公开发行股票的发价价格不低于董事会决议公告日前二十个交易日均价（计算公式为：董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价=前 20 个交易日股票交易总额/前 20 个交易日股票交易总量）的 90%，即 15.50 元/股。拟募集资金总额不超过人民币 46,550 万元，扣除发行费用后拟投资于宿迁公司瓷绝缘子项目。宿迁公司瓷绝缘子项目拟投资总额 50,485 万元，计划使用募集资金 44,550 万元。募集资金到位后由公司对苏州电瓷进行增资，苏州电瓷以此增资款对宿迁公司出资、增资，由宿迁公司具体实施该项目。

## 2. 募投项目分析

### 2.1. 项目背景

#### 2.1.1. 瓷绝缘子行业发展前景良好

瓷绝缘子广泛用于输配电线路、电气设备和电站中，是电力工业和铁路电气化发展不可缺少的重要绝缘材料。随着西电东送、全国联网等多项国家级电网工程的进行，以及高速铁路和城市轨道交通的高速发展，在相当长一段时期内对输变电设备及相关产品的需求将处于持续增长期。瓷绝缘子又是输变电设备的重要组成部分，瓷绝缘子产品将迎来广阔的市场增长空间。

根据国家电网公司公布的信息，“十二五”期间中国将投资超过 5,000 亿元，用于建设“三纵三横”特高压交流骨干网架和 11 项特高压直流输电工程，特高压电网的建设同时还将带动其它配套等级电网的建设。国务院会议指出在“十二五”期间，我国将实施新一轮农村电网改造升级工程，农村电网改造升级将进一步增加对输变电设备的需求。

2010 年底，我国铁路营运里程达到 9 万公里，电化率约 45%。根据中长期铁路网规划，到 2020 年我国全国铁路营业里程将达到 12 万公里以上，电化率达到 60% 以上，运输能力满足国民经济和社会发展需要，主要技术装备达到或接近国际先进水平。随着我国城市化进程的逐步加速，为解决大城市交通拥堵等问题，各地建设城市轨道交通的热情日渐高涨，我国的城市轨道交通建设有望迎来黄金发展期。根据统计的 36 个计划建设城市轨道交通项目城市的规划（已有 28 个城市的轨道交通建设规划获得国

务院审批), 2009~2020年, 城市轨道交通新增营业里程将达到6,560公里。铁路电气化和城市轨道交通建设必然带动输电线路建设的同步发展, 将为输变电设备开辟新的需求增长点。

电网投资的快速增长和铁路建设以及城市轨道交通的飞速发展带来绝缘子产品的旺盛需求, 给绝缘子产品制造厂商也带来历史性机遇, 绝缘子行业将迎来更长的景气周期。

### 2.1.2. 公司瓷绝缘子业务发展规划

2010年10月, 《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》出台, 将高端装备制造业列为重点发展的七大战略性新兴产业之一, 并明确提出“依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设, 大力发展轨道交通装备”。在国家鼓励支持振兴装备制造业的宏观政策的背景下, 公司经过对国家产业政策、公司比较优势和现有资源条件进行综合分析研究, 进一步明确了公司的主业方向, 明确了具有竞争优势、应予重点发展的产业板块, 明确了实施调整的框架思路。公司决定借助国家产业振兴扶持政策, 集聚资源强化主业, 大力发展瓷绝缘子业务。

苏州电瓷为公司的控股子公司, 公司持股74.956%, 苏州电瓷经营管理骨干等自然人股东持有25.044%股权。苏州电瓷是行业内骨干企业, 具有雄厚的技术实力, 在生产瓷绝缘子产品方面积累了丰富的经验, 产量、质量均位居行业前茅。苏州电瓷以生产输电线路用悬式瓷绝缘子为主, 2009年完成销售收入3.09亿元, 实现净利润3,733万元。2010年公司通过非公开发行股票收购了以生产电站用套形瓷绝缘子为主的抚顺高科电瓷, 此次收购使苏州电瓷和抚顺高科电瓷在资源和业务上获得很好的协同效应, 增强公司核心竞争力, 有助于实现公司重点发展瓷绝缘子产业板块的规划。

苏州电瓷2010年进行了一系列技术改造, 一是新建了两条超、特高压交直流瓷绝缘子生产线, 二是新建了生产基地以扩大产能, 促进了产品的升级转型。目前苏州电瓷在苏州境内的工厂已经达到生产线的极限能力, 由于产品质量高, 国内国外订货源不断, 扩大生产能力刻不容缓。鉴于市场对绝缘子产品的旺盛需求, 苏州电瓷技术的积累与成熟, 公司拟与控股子公司苏州电瓷在宿迁市苏州宿迁工业园区共同出资设立宿迁公司, 进行瓷绝缘子项目的建设。苏州宿迁工业园区是遵照江苏省委、省政府关于“南北挂钩、共建苏北开发区”的部署, 以苏州工业园区为主, 与宿迁市合作开发的工业园区。苏州宿迁工业园在土地价格、人

力成本、能源（水、电、燃气等）价格等方面均低于苏州，是个比较理想的投资环境。

宿迁公司的设立是实现公司瓷绝缘子业务发展规划的重要一环。宿迁公司成立以后，将提高公司的瓷绝缘子生产能力，进一步做强主业之一瓷绝缘子领域，实现在瓷绝缘子行业的规模扩张，扩大在瓷绝缘子市场的占有率，提高公司主业核心竞争力和盈利能力，从而实现公司主营业务构成的进一步优化，助推公司发展战略的实现。

## 2.2. 项目基本情况

本项目由苏州电瓷和公司共同出资设立的宿迁公司来具体负责项目建设及运营生产。

**表 1: 项目基本情况**

总投资	50,485 万元
项目地址	江苏省宿迁市的苏州宿迁工业园区，用地 247.4 亩
项目建设期	2 年 6 个月
项目建设目标产能	高速铁路和城市轨道交通用棒形瓷绝缘子 90 万只/年； 高压架空输电线用盘形悬式瓷绝缘子 180 万只/年； 高压架空输电线用 160kN 及以上瓷棒形悬式瓷绝缘子 6 万只/年
	电站电器用 110 ~ 500kV 棒形支柱瓷绝缘子 6 万只/年。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.3. 项目收益预测

结合目前市场状况及主要产品市场需求分析，本项目完全达到生产能力后，预计年均实现销售收入 61,200 万元，年均净利润为 6,254 万元，从产品的市场及项目经济效益等方面分析来看，本项目具有较好的市场前景和财务经济效益。

**表 2: 项目收益预测数据**

经济指标名称	数值
年营业收入	61,200 万元
年平均利润总额	8,338 万元
项目投资财务内部收益率（所得税后）	14.18%
全部投资回收期（所得税后）	8.47 年
项目投资财务内部收益率（所得税前）	18.01%
全部投资回收期（所得税前）	7.40 年

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.4. 项目实施风险

项目建设需要一定周期,若项目不能按期完工,或实际投资超出预算,或者其他因素发生变化导致项目建成后的实际生产能力、产品质量等不能达到预期水平,均会影响到公司预期收益的实现。

项目建成投产后,公司将面临一定的市场开拓和销售压力,若未来宏观经济环境发生变化,导致瓷绝缘子的市场需求未能达到预期增长,或价格下降,也会降低项目的盈利能力。

## 3. 盈利预测

公司收购抚顺高科后,目前控股 8 家子公司,参股公司 15 家。公司结合自身实际情况,积极调整结构,集聚资源,做优做强三大核心主业:瓷绝缘子、洁净设备和测绘仪器。公司制造业收入占比逐年提高、制造业的集中度进一步提高。

公司 2010 年前三季度生产经营保持良好态势,实现营业收入 16.10 亿元,比去年同期上升 27.58%,归属于母公司的净利润 4,164.59 万元,比去年同期下降 32.80%,基本每股收益为 0.17 元。净利润同比下降主要是由于 2009 年公司转让三家公司的股权获得投资收益 3700 多万元。公司 2010 年第四季度开始合并抚顺高科报表。抚顺高科虽然成立较晚,但在设立时,产品定位较高,盈利能力强于苏州电瓷。截至目前,抚顺高科建设的超高压、特高压电瓷生产线建设项目(一期)已经建设完毕,并已投入生产。

鉴于本次非公开发行尚未获得证监会批准,项目建设期较长,我们仅对我们之前的盈利预测稍作修正。

**表 5: 利润表主要指标预测**

单位: 万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	166,057.20	167,889.55	172,600.39	216,245.18	317,446.00
二、营业总成本	155,502.25	159,780.06	164,169.09	200,559.99	286,652.35
营业成本	124,802.47	125,018.59	133,494.17	172,264.36	240,440.12
营业税金及附加	1,944.55	1,809.76	1,800.06	1,729.96	2,539.57
销售费用	7,804.15	8,006.77	6,861.53	5,189.88	8,888.49
管理费用	19,286.18	22,625.88	20,425.61	19,462.07	31,744.60
财务费用	1,217.29	1,717.02	1,132.65	1,513.72	2,539.57
资产减值损失	447.60	602.04	455.07	400.00	500.00
三、其他经营收益					
投资净收益	1,798.55	861.92	4,701.24	1,000.00	1,200.00
四、营业利润	12,375.40	8,932.29	13,155.26	16,685.19	31,993.65

加：营业外收入	557.10	1,682.47	1,945.14	1,200.00	1,200.00
减：营业外支出	319.41	257.62	195.85		
<b>五、利润总额</b>	<b>12,613.09</b>	<b>10,357.14</b>	<b>14,904.55</b>	<b>17,885.19</b>	<b>33,193.65</b>
减：所得税	2,167.11	1,886.42	2,651.33	2,951.06	5,642.92
<b>六、净利润</b>	<b>10,445.98</b>	<b>8,470.72</b>	<b>12,253.23</b>	<b>14,934.13</b>	<b>27,550.73</b>
减：少数股东损益	3,967.78	3,625.22	3,670.05	5,973.65	12,122.32
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>6,478.20</b>	<b>4,845.50</b>	<b>8,583.18</b>	<b>8,960.48</b>	<b>15,428.41</b>
<b>七、每股收益</b>	<b>0.27</b>	<b>0.20</b>	<b>0.36</b>	<b>0.34</b>	<b>0.58</b>

资料来源：东吴证券研究所

#### 4. 投资建议

公司收购抚顺高科后，与苏州电瓷在资源、技术和人才上优势互补，公司产品系列将覆盖输变电站和高压输电线路，可提供全面的绝缘系统解决方案。公司在国内瓷绝缘子行业保持领先水平，并进一步扩大市场和技术优势。而本次非公开发行募集资金拟用于对苏州电瓷增资以实施宿迁公司瓷绝缘子项目，将进一步提升绝缘子产品在公司主业所占的比重，不仅实现了公司专业化发展的目标，也提高了公司主业集中度，长远看还提升了公司的盈利水平。因此，尽管公司两次融资时间上较为接近，我们认为该事件对公司的影响仍为中性偏正面。

按照 2011 年 EPS0.58 元计算，公司目前市盈率为 27 倍，低于行业平均水平。考虑到公司上次 14.60 元/股的增发价格，以及未来良好的成长性，我们认为公司目前股价安全边际较高，建议逢低关注。

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区翠园路 181 号  
邮政编码：215028  
传真：（0512）62938663  
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>