

中性 首次

深圳惠程（002168）

2009年7月1日

高性能复合材料电气产品稳步增长

电力设备行业首席分析师：詹文辉

zhanwh@htsec.com

021-23219412

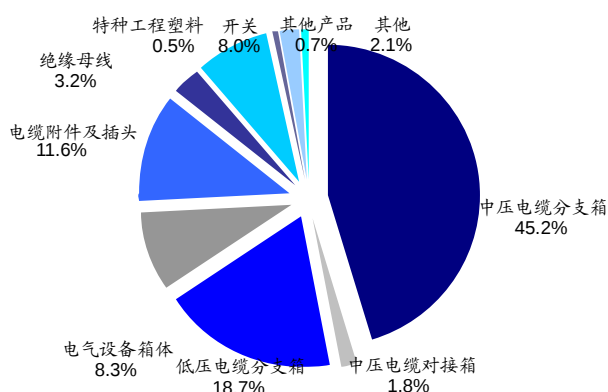
电力设备行业助理分析师：张浩

zhangh@htsec.com

021-23219383

高性能复合材料配电设备的主要厂商之一。公司是长春应用化学研究所热缩材料的专业研究团队组建的民营企业，主要从事全密闭全绝缘中压电缆分支箱、中压电缆对接箱、低压电缆分支箱等电缆分支箱类产品，硅橡胶电缆附件、电缆插头等高性能硅橡胶绝缘制品，SMC 电气设备箱体等高性能复合材料绝缘制品，以及相关电力配网设备产品的研发、生产和销售。

图1 2008年深圳惠程主要产品收入结构



资料来源：海通证券研究所

高性能复合材料的应用日渐推广，公司市场销售增长快于电缆行业。公司主要产品是应用于35KV以下配电网的电线电缆接头、附件和箱体等，目前产品已经由电线电缆附件延伸到开关、绝缘母线等产品。

我国配电网长期以来缺乏投入，设备陈旧老化严重，表现出诸多问题：送电可靠性低、没有富余容量、没有备用线路，一旦发生故障，就会造成较大损失；送电质量差，电压往往达不到要求，给用户带来损失；损耗大，造成大量浪费。随着城乡配网改造，提高供电可靠性、少停电，提高供电能力，使用户用上安全、优质电能的要求日益得到重视。在设备的选择上要求选用先进的、高绝缘性、可靠性的配电设备，实现线路绝缘化和设备的绝缘密闭化、小型化，并逐步实现配网自动化。近期，智能电网的提出更是对配网设施的投入提出新的要求。因此配电网改造淘汰和替换的对象，装备升级需求巨大。

公司的电缆分支箱类产品主要应用中压电力电缆的连接与分支领域，而硅橡胶绝缘制品包括作为中压电力电缆的连接、保护电力电缆与电缆分支箱全密闭连接的硅橡胶电缆插头和作为中压电力电缆的户内、户外及中间连接，使电能直接输送到客户或转接的硅橡胶电缆附件。至于复合材料绝缘制品，则指电气设备箱体，用以保证电气设备运行与外环境的安全隔离。与传统产品相比，这些产品属于新型配电设备，带电部分全部密闭，能适应户外露天各种复杂运行环境，绝缘等级高、占地小，比传统设备具明显的优势，但其生产需要运用硅橡胶、真空绝缘等先进材料和技术实现。

公司的创始核心团队来源与长春应用材料研究所的技术研发人员，在高分子复合材料的研发上具有较强的竞争优势。公司自成立以来，通过自主研发与外部引进相结合，成功地开发了一系列具有自主知识产权的高新技术产品，拥有覆盖各个产品类别的16项国家专利。在国内率先推出了10KV开关技术与硅橡胶绝缘技术相结合的开关型电缆分接箱。硅橡胶电

缆连接器系列产品通过了荷兰KEMA高压试验室检测。公司率先推出的复合材料SMC电气设备箱体,受到电力系统的普遍关注和认可并得以越来越广泛的应用。

虽然公司产品的市场主要依附于中低压电线电缆市场,但由于复合材料绝缘产品所制的电气附件无论从外形还是产品性能都有较大的优势,替代传统产品的趋势确定无疑,因此公司产品的市场占有率提升高于电线电缆行业的增速。

快速灵活的多品种小批量生产是公司的优势所在。由于电缆接头等中低压电气附件产品市场没有统一标准,目前除了一些外资公司,国内仅有长园新材、长沙电缆厂等公司参与。公司作为高度市场化的小公司,在适应市场方面显示出灵活快速的特点,近年来产品种类和型号迅速扩大,在全国24个省市区建立了销售网点,显示出高度适应市场的灵活性。

不过由于公司的产品以定制产品为主,生产周期不超过一个月,因此在销售规模的扩大上也受制于销售团队的推广,非标产品虽然能够保持较高的毛利率,但相应也会限制公司规模扩大。因此我们预计公司未来三年的销售增长仍然保持这种特色,但速度难以呈现爆发式增长。

长春应化材料是公司长期发展战略的考虑。2008年8月公司增资长春特塑,成为长春特塑的控股股东,持有52%股权,公司主要生产高分子材料、无石棉摩擦材料、特种工程塑料制品加工。2008年8月长春特塑与中国科学院长春应用化学科技总公司共同出资组建吉林高琦,筹建聚酰亚胺生产项目,目前吉林高琦订购的设备尚未到位,公司尚处于建设前期。

聚酰亚胺是目前已经工业化的聚合物材料中使用温度最高的品种,由于同时又具有优越的机械强度、介电性能、耐辐射、自熄、低发烟和分解气体低毒等综合性能,已经被广泛用于航空、航天、微电子及机电产品中。以聚酰亚胺为基体树脂的先进复合材料是航空航天领域的重要材料,但是通常越是耐高温的材料越难加工,从而阻碍了这类材料的发展。应化所从其具有特色的氯代苯酐的两个异构体出发,在自然科学基金委重点项目的支持下,开展了异构聚酰亚胺的基础研究,发现由3,4'-二酐得到的聚酰亚胺要比传统的由4,4'-二酐得到的树脂具有更高的玻璃化温度(可提高10-40℃),同时又具有较低的熔体粘度(可降低一个数量级)。这个结果意味着这种异构聚酰亚胺比传统的树脂具有更高的使用温度,又更容易加工。这个结果是对困惑了几十年的先进复合材料制造技术中高温使用与加工性矛盾的一大突破。应化所已经得到熔体粘度与甘油相似的树脂,可以容易地进行树脂传递模塑(RTM)加工,大大提高了复合材料的加工效率和加工复杂制件的可能性。应化所工作的特点是可以利用氯代苯酐的两个异构体随意合成出一系列异构二酐(日本的一种3,4'-二酐仅仅是以副产物形式出现),同时也广泛开展了异构聚酰亚胺的研究。因此应化所在关键单体异构二酐的合成和异构聚酰亚胺研究方面的工作,使我国在以聚酰亚胺为基础的先进复合材料、工程塑料及粘合剂方面处于世界先进水平。

公司在长春应化所的研究基础上筹备公司将聚酰亚胺纤维的生产大规模产业化,具有较好的技术背景和产业化前景。我们认为复合材料的研发生产是公司核心竞争力所在,聚酰亚胺纤维产业化生产作为公司战略发展的方向,未来可能带给公司较大的发展空间,但短期内该项目还难以产生实质性的业绩影响。

业绩预测与投资建议。我们根据公司目前的实际情况对2009-2011年公司的盈利作中性预测,预计2009-2011年的EPS分别为0.26、0.32元和0.43元,目前公司的动态市盈率为56倍左右。虽然我们认为公司作为电线电缆的附件生产企业,公司特性更接近新材料公司,并且长春特塑作为未来的发展方向,极有可能给公司未来带来爆发性增长。但公司中短期要取得爆发性增长,目前来看尚不具备条件。因为公司目前的估值水平已经对未来的增长做出了预期,短期内我们给予公司“中性”的投资评级。

表1 深圳惠程主营业务盈利预测假设（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入						
中压电缆分支箱	12547.17	8693.98	10911.34	13639.18	17321.75	22518.28
中压电缆对接箱	304.75	330.80	429.40	558.22	708.94	921.62
低压电缆分支箱	911.56	2852.72	4509.89	6313.85	8018.58	10424.16
电气设备箱体	1021.50	1443.72	2016.09	2822.53	3584.61	4301.53
电缆附件及插头	1879.93	2698.11	2793.67	3073.04	3902.76	5073.58
绝缘母线	0.00	0.00	771.47	925.76	1175.72	1293.29
开关	0.00	1590.97	1931.77	2318.12	2944.02	3532.82
特种工程塑料	0.00	0.00	116.23	174.35	221.42	265.70
其他	1049.23	675.41	500.90	0.00	0.00	0.00
其他产品	0.00	91.09	173.78	225.91	286.91	286.91
合计	17714.14	18376.80	24154.53	30050.95	38164.71	49614.12
yoy						
中压电缆分支箱		-30.71%	25.50%	25.00%	27.00%	30.00%
中压电缆对接箱		8.55%	29.81%	30.00%	27.00%	30.00%
低压电缆分支箱		212.95%	58.09%	40.00%	30.00%	20.00%
电气设备箱体		41.33%	39.65%	40.00%	40.00%	30.00%
电缆附件及插头		43.52%	3.54%	5.00%	10.00%	10.00%
绝缘母线				20.00%	20.00%	20.00%
开关			21.42%	20.00%	20.00%	20.00%
特种工程塑料				50.00%	50.00%	50.00%
其他		-35.63%	-25.84%	0.00%	0.00%	0.00%
其他产品			90.78%	30.00%	30.00%	30.00%
合计		3.74%	31.44%	24.41%	27.00%	30.00%
主营成本						
中压电缆分支箱	7310.00	5081.05	6070.60	7774.33	10046.62	13285.78
中压电缆对接箱	177.65	199.22	248.89	334.93	432.45	571.41
低压电缆分支箱	516.96	1637.35	2450.14	3472.62	4490.41	5941.77
电气设备箱体	589.81	861.96	1062.17	1552.39	2007.38	2451.87
电缆附件及插头	1066.73	1607.23	1584.19	1751.63	2263.60	2993.41
绝缘母线			453.24	546.20	705.43	788.91
开关		928.45	1113.21	1367.69	1766.41	2155.02
特种工程塑料		0.00	48.49	74.97	97.42	119.57
其他	604.00	394.93	294.30	0.00	0.00	0.00
其他产品		10.33	49.16	67.77	86.07	86.07
合计	10265.17	10720.52	13374.38	16942.53	21895.80	28393.81
主营利润率						
中压电缆分支箱		41.55%	44.36%	43.00%	42.00%	41.00%
中压电缆对接箱		39.77%	42.03%	40.00%	39.00%	38.00%
低压电缆分支箱		42.60%	45.67%	45.00%	44.00%	43.00%
电气设备箱体		40.29%	47.31%	45.00%	44.00%	43.00%
电缆附件及插头		39.69%	43.29%	43.00%	42.00%	41.00%
绝缘母线		41.51%	41.24%	41.00%	40.00%	39.00%
开关		41.64%	42.37%	41.00%	40.00%	39.00%
特种工程塑料			58.28%	57.00%	56.00%	55.00%
其他		41.52%	41.24%	0.00%	0.00%	0.00%
其他产品		88.66%	71.71%	70.00%	70.00%	70.00%
合计		41.66%	44.62%	43.62%	42.62%	42.77%
其他收入		156.78	262.40	0.00	0.00	0.00
其他成本		0.00	32.53	0.00	0.00	0.00
营业收入		18533.57	24416.93	30050.95	38164.71	49614.12
yoy			31.74%	23.07%	27.00%	30.00%
营业成本		10720.52	13406.91	16942.53	21895.80	28393.81
yoy			25.06%	26.37%	29.24%	29.68%
营业利润率		42.16%	45.09%	43.62%	42.63%	42.77%

资料来源：海通证券研究所

表 2 深圳惠程损益表预测（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17714	18377	24155	30051	38165	49614
增长率（%）	0.79%	3.74%	31.44%	24.41%	27.00%	30.00%
营业成本	10265	10721	13374	16943	21896	28394
毛利率（%）	42.05%	41.66%	44.63%	43.62%	42.63%	42.77%
营业税金及附加	69	74	99	124	157	204
销售费用	1440	1467	2916	3606	4580	5954
销售费用率（%）	8.13%	7.98%	12.07%	12.00%	12.00%	12.00%
管理费用	1113	1467	2188	3005	3816	4961
管理费用率（%）	6.29%	7.98%	9.06%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用	165	146	-49	271	280	286
增长率（%）	121.98%	-11.62%	-133.85%	-647.50%	3.31%	2.30%
资产减值损失	140	592	328	200	150	100
期间费用	2859	3673	5383	7082	8826	11301
期间费用率（%）	16.14%	19.98%	22.28%	23.57%	23.13%	22.78%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	200	400	600
营业利润	4521	3910	5298	6103	7686	10315
EBIT	4687	4056	5249	6174	7566	10001
增长率（%）	2.67%	-13.45%	29.39%	17.62%	22.55%	32.19%
EBIT margin	26.46%	22.07%	21.73%	20.54%	19.82%	20.16%
营业外收入	2	157	262	262	262	262
营业外支出	0	0	33	33	33	33
利润总额	4524	4067	5528	6333	7916	10545
增长率（%）	1.25%	-10.10%	35.93%	14.55%	25.00%	33.21%
所得税	363	241	933	1043	1278	1691
所得税率（%）	8.02%	5.91%	16.88%	16.46%	16.14%	16.03%
净利润	4161	3826	4595	5290	6638	8854
少数股东损益	0	0	-19	101	142	190
归属于母公司所有者净利润	4161	3826	4614	5189	6496	8664
增长率（%）	1.10%	-8.04%	20.58%	12.45%	25.19%	33.39%
总股本（万股）	3707	5007	10015	20029	20029	20029
基本 EPS（元/股）	1.12	0.76	0.46	0.26	0.32	0.43
稀释 EPS（元/股）	0.21	0.19	0.23	0.26	0.32	0.43

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

詹文辉：电力设备行业首席分析师

张 浩：电力设备行业助理分析师

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、银星能源、华光股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。