

评级：买入（上调）

电气设备行业

公司点评

第一创业研究所

分析师：曾凡，郭强

电话：0755-82485035

邮件：zengfan@fcsc.cn

超级电容发动公司爆发引擎

——深圳惠程（002168）点评

事件：

深圳惠程（002168）宣布组建新能源公司

深圳惠程今日发布公告称，其将与王斌先生共同组建惠程新能源公司，新公司将以生产超级电容器为主。预计项目达产后，将形成 50 万只 1000 法拉超级电容器的产能。

公司同时公布了半年报，上半年共实现收入 1.07 亿元，实现净利润 2040 万元，每股收益 0.103 元。

点评：

1、超级电容器发动公司加速发展引擎

超级电容器是理想的新能源材料

超级电容器是靠极化电解液来储存电能的新型电化学装置，出现于上个世纪七十年代末，因其优良的特性成为电池重要的互补品和替代品。因为它具有如下优点：

- 无污染。超级电容器是绿色能源（活性炭），不污染环境。
- 寿命长。超级电容器寿命长（1-10 万次）；铅酸电池寿命短（500 次），易损坏，难管理，是铅酸电池的 20~200 倍，可以与设备同寿命。
- 充电快。超级电容器充电速度快（0.3 秒~15 分钟）；铅酸电池充电时间长（5~8 小时），很多电池就是充电时间长，续驶里程短。
- 效率高。超级电容器充放电效率高（98%）；铅酸电池充放电效率低（70%）；
- 功率密度高。超级电容器功率密度高（10.000W/kg）；铅酸电池功率密度低（300W/kg），差 30 多倍。
- 免维护。超级电容器彻底免维护，工作温度范围（-40~50）；铅酸电池电动车在-40℃续驶里程减少 90%，超级电容器只减少 10%。
- 能量回收强。超级电容器电动大客车能量回收强，紧急制动能量回收高达 75%；铅酸电池能量回收仅为 5%，这点对公共大客车太重要了，可以节约大量的燃料。
- 相对成本低。超级电容器价格比铅酸电池高一倍在大量生产后价格还会下降；但超级电容器的寿命比铅酸电池高 10 倍，这点对公共大客车产业化非常重要。



图 1、超级电容有望成为未来的新能源品种



资料来源：第一创业研究所

目前，超级电容的使用主要集中在两个范畴：一是较小的超级电容器，一般在 1000 法拉及以下，主要用于电子设备，如智能电表、照相机等；另一种是较大的电容器，电容可在 10000 法拉及以上，主要用于车辆牵引等。尤其在电动车辆运行时，起步快，加速快，爬坡有力，比铅酸电池大 30 多倍，这是电动车能用得上最重要的性能。在实际使用中，往往将超级电容器和车用电池结合起来使用，燃料电池就可以满足持续供电需求，而不仅仅是峰值供电。除了能够满足峰值供电的需求外，超级电容器还具有其他元件无法比拟的响应时间。将超级电容器的强大性能和燃料电池结合起来，可以得到尺寸更小、重量更轻、价格更低廉的燃料电池系统。

即使在以燃油为主要燃料的汽车中，串联超级电容器回收速、下坡、刹车情况下的能源，也能使能耗降低 30%—50%，污染降低 50%—70%。

超级电容器拥有巨大的国内市场

业内专家预测，目前中国市场的年需求量可达 2150 万只，约 1.2 亿瓦时，且每年都在以约 50% 的速度增长；整个亚太地区的年需求量超过 9000 万只，约 5.4 亿瓦时，增长速度约为 90%；全球的年需求量约为 2 亿只，约 12 亿瓦时，增长速度约为 160%。由此可知，市场前景非常广阔。美国市场研究公司 Frost&Sullivan 发布的一份报告预计，2002 年到 2009 年之间，全球超级电容器产业的产量和销售收入这两项数据将分别以 157% 和 49% 的年复合增长率保持高速增长。目前，超级电容器占世界能量储存装置(包括电池、电容器)的市场份额不足 1%，在我国所占市场份额约为 0.5%，因此超级电容器存在着巨大的市场潜力。

受需求和利润的驱使，中国厂商纷纷推出产能扩张项目，产品也更加全面，产能正节节攀升。即使如此，由于目前国内能规模生产的厂家较少，国内年供应量不到 500 万只，这样的生产规模远远无法满足国内市场需求，所以国内大多数用户还是通过进口来满足需要。在市场需求迅速增长的强力推动下，国内现有的超级电容器生产企业正积极融资扩产，国际超级电容器生产大鳄也把战略投资的目光锁定中国，而相关的生产企业(如铝电解电容器生产企业)也正跃跃欲试准备介入这一新兴市场。目前在广东、深圳有数十家代理商在经销国外品牌的超级电容器，而同样规格指标要求的国外电容器的价格平均要高出国内价格的 2/3 左右，国内不能批量生产的型号其价格更是高得离谱。

新业务有望带领公司再度启动高速发展引擎

新能源公司的注册资本 500 万元，预计达产后将实现 50 万只 1000 法拉超级电容器的产能。根据现在的超级电容器的价格，预计达产后收入将达到 3500 万元左右。据我们了解，目前该项目还处在实验室阶段，预计未来三年内将逐步释放产能。

深圳惠程是一家成本控制严格，经营机制灵活的企业。今年上半年在金融危机的情况下，依然保持了 43% 的毛利率。因此，我们认为，公司超级电容器的毛利率完全可以参照思源电气的电容器，获得 40% 左右的毛利率。

短期内，公司超级电容器的利润贡献还不明显，但预计随着超电容市场的逐步打开，公司投入的逐步增大，以及新能源储能电池应用的增加，公司超级电容器必将贡献越来越多的利润。



表 1、新能源公司未来三年贡献利润预计（万元）

	2010	2011	2012
收入	500	1000	2000
毛利	150	350	800
净利	0	100	400
归属母公司净利	0	80	320
贡献 eps	0	0.004	0.016

资料来源：第一创业研究所

2、材料储备降低成本

今年年初公司预计到材料价格有可能大幅上涨，因此加大了对原材料的采购力度。到目前为止，公司的库存已经达到销售收入的 66%以上，相应的预付帐款也有所增加。

公司正确的材料战略不仅保证了今年上半年在原料价格大幅上升的情况下公司的毛利率依然保持稳定，今年铜套期保值还为公司创造了 380 余万元的投资收益。体现了公司优异的管理水平。今年以后，公司募投产能将逐步释放。预计公司今年将实现 eps 元，调高至“买入”评级。

表 2、公司主营业务各产品收入预计（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
箱体类产品	178.7	205.5	226.0	248.6
电缆附件产品	35.7	46.3	55.6	61.2
特塑产品	1.2	1.6	2.0	2.1
开关	19.3	22.2	25.5	28.1
其他	5.0	5.5	6.1	6.7
总和	239.8	281.2	315.2	346.7

资料来源：第一创业研究所

表 3、公司主营业务各产品毛利预计（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
箱体类产品	80.3	90.4	97.2	104.4
电缆附件产品	15.3	19.5	22.8	25.1
特塑产品	0.7	1.0	1.2	1.3
开关	8.2	9.3	10.7	11.8
其他	2.1	2.2	2.4	2.7
总和	106.6	122.4	134.3	145.3

资料来源：第一创业研究所



附表、公司未来三年经营情况预计

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	410.9	334.7	382.7	433.4	一、营业收入	241.5	283.2	317.5	349.2
货币资金	192.0	115.1	119.2	139.4	减: 营业成本	133.7	160.0	182.2	202.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	1.0	1.2	1.4	1.5
应收款项	143.2	135.6	166.3	185.7	销售费用	29.2	28.3	34.9	38.4
预付款项	24.2	27.8	29.1	34.8	管理费用	21.9	25.7	28.8	31.6
存货	46.3	50.9	62.9	68.2	财务费用	-0.5	3.7	4.5	4.5
其他流动资产	5.2	5.2	5.2	5.2	资产减值损失	3.3	-0.6	2.5	1.7
非流动资产	158.7	208.8	326.1	298.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	9.9	9.6	9.3	9.1	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	146.2	283.9	256.4	228.8	二、营业利润	53.0	65.0	63.3	68.6
在建工程	33.6	14.0	14.0	14.0	加: 营业外收入	2.6	3.9	4.7	5.6
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.3	0.5	0.6	0.7
无形及递延性资产	19.1	18.6	18.6	18.6	三、利润总额	55.3	68.4	67.4	73.5
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	9.3	17.1	16.8	18.4
资产总计	619.7	660.8	681.0	703.8	四、净利润	46.0	51.3	50.5	55.1
流动负债	104.6	130.9	137.0	141.3	归属母公司净利润	46.1	51.3	50.5	55.1
短期借款	60.0	80.0	80.5	81.0	少数股东损益与调整	-0.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	28.4	33.2	39.0	42.9	五、总股本(百万股)	100.1	200.3	200.3	200.3
预收帐款	0.4	1.9	1.7	1.6	EPS (元)	0.46	0.26	0.25	0.28
其他	15.8	15.8	15.8	15.8					
长期负债	1.4	1.4	1.4	1.4	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	1.4	1.4	1.4	1.4	营业收入	31.4%	17.2%	12.1%	10.0%
负债合计	106.0	132.3	138.4	142.7	营业毛利	40.8%	14.3%	9.8%	8.1%
少数股东权益	21.2	21.2	21.2	21.2	EBIT	20.0%	22.0%	3.2%	6.5%
股本	100.1	200.3	200.3	200.3	净利润	20.6%	11.2%	-1.4%	9.1%
资本公积	206.8	106.7	106.7	106.7	获利能力				
留存收益	185.6	200.4	214.4	233.0	毛利率	44.6%	43.5%	42.6%	41.9%
股东权益合计	513.8	528.5	542.6	561.2	EBIT/收入	23.1%	24.0%	22.1%	21.4%
负债和股东权益	619.7	660.8	681.0	703.8	净利率	19.1%	18.1%	15.9%	15.8%
					ROE	9.4%	10.1%	9.7%	10.2%
					ROIC	8.0%	8.4%	8.1%	8.6%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	82.9%	80.0%	79.7%	79.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	利息保障倍数	-92.9	13.9	11.3	12.3
经营活动现金流	14.3	120.8	44.3	60.4	速动比率	3.44	2.13	2.30	2.55
净利润	46.0	51.3	50.5	55.1	经营现金净额/当期债务	0.24	1.51	0.55	0.75
折旧摊销	13.6	28.0	27.6	27.6	营运能力				
财务费用	1.1	3.7	4.5	4.5	总资产周转率	0.39	0.43	0.47	0.50
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款天数	213.38	172.37	188.56	191.44
营运资金变动	-48.7	5.7	-38.3	-26.7	存货天数	124.74	114.50	124.28	120.98
其它	2.3	32.0	0.0	0.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-63.6	-177.4	0.3	0.3	EBIT/股本	0.56	0.34	0.35	0.37
资本支出	-64.4	-177.7	0.0	0.0	每股经营现金流	0.14	0.60	0.22	0.30
长期投资	0.7	0.3	0.3	0.3	每股净资产	4.92	2.53	2.60	2.70
其他	0.1	0.0	0.0	0.0	估值比率				
筹资活动现金流	49.7	-20.2	-40.5	-40.5	P/E	12.26	22.07	22.39	20.53
债务融资	60.0	20.0	0.5	0.5	P/B	1.15	2.23	2.17	2.10
权益融资	16.0	0.0	0.0	0.0	P/S	2.34	4.00	3.56	3.24
其它	-26.3	-40.2	-41.0	-41.0	EV/EBITDA	6.35	11.50	11.27	10.59
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	0.4	-76.8	4.0	20.2					

资料来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120