



深圳惠程 (002168.SZ)

推荐 (首次)

所属行业：电力设备

行业评级：推荐

股本结构

总股本 (万股)	20029
流通 A 股 (万股)	6237
B 股 (万股)	0
H 股 (万股)	0

股价表现图



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
冯超

Tel: (8621) 58306455
Email: chao_txwd@yahoo.cn

聚酰亚胺项目将成新的利润增长点

——深圳惠程 (002168) 调研简报

报告起因：2010 年 1 月 14 日，我们走访了深圳惠程公司，实地参观了公司生产基地，并与公司管理层进行了沟通交流。

投资要点：

1、公司主要产品包括：全密闭全绝缘中压电缆分支箱、中压电缆分支箱、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。公司的主要优势在于新型高分子电气绝缘材料技术，SMC（不饱和聚酯树脂）具有机械强度高、材料重量轻、耐腐蚀、耐老化、隔热及绝缘好等特点。

2、SMC 箱体较之金属箱体有着先天的竞争优势，而且深圳惠程在 SMC 箱体领域具有几近垄断的优势，这保证了公司主营业务年约 30% 的增长率，我们认为在未来几年该趋势将继续延续。主要理由有：一、国网公司和南网公司均表示在未来 2-3 年内追加电网投资，从目前数据来看，国网公司 2009 年基建项目投资低于预期，而 2010 年预计将远超去年，主要是因为销售电价提高缓解了电网公司的资金压力。二、公司募集资金投资基本完成，产能逐步释放，缓解了市场对 SMC 箱体的需求压力，公司的规模优势将逐步体现出来。

3、我们最为看好公司定向增发项目中的聚酰亚胺纤维产业化项目。聚酰亚胺是一种特种工程材料，已广泛应用在航空、航天、微电子、纳米、液晶、分离膜、激光等领域。近来，各国都在将聚酰亚胺的研究、开发及利用列入 21 世纪最有希望的工程塑料之一。聚酰亚胺，因其在性能和合成方面的突出特点，不论是作为结构材料或是作为功能性材料，其巨大的应用前景已经得到充分的认识，被称为是“解决问题的能手”，并认为“没有聚酰亚胺就不会有今天的微电子技术”。

据不完全统计，目前世界上聚酰亚胺的主要生产厂家约有 50 家，除了美国、西欧和日本外，俄罗斯、中国、印度、韩国、马来西亚以及中国台湾等国家和地区也生产聚酰亚胺。主要的生产厂家有美国杜邦公司、日本三井东亚公司以及日本宇部兴产公司等。目前全球聚酰亚胺的年消费量为 6.0 万吨左右，美国、欧洲、日本是世界上聚酰亚胺最主要的消费市场。2007 年，美国、欧洲、日本聚酰亚胺的消费量分别约为 1.8 万吨、1.6 万吨和 0.7 万吨。聚酰亚胺在各国家和地区消费构成有所不同，美国主要消费领域是塑料，占消费量的 80% 左右；欧洲主要消费领域是漆包线漆，占消费量的 70%~80%；日本主要消费领域是薄膜和塑料，合计占消费量的 95% 左右。随着航空航天、汽车，特别是电子工业的持续惊人发展，迫切要求电子设备小型化、轻量化、高功能和高可靠性。聚酰亚胺所具有的优异性能能充分满足上述要求。专家预测世界对聚酰亚胺的需要将以 6.0% 的速度递增，到



2012 年总消费量将达到约 8.0 万吨。

2007 年我国聚酰亚胺的生产能力已达 1300 吨，产量约为 900 吨左右，主要的生产厂家有上海合成树脂研究所、河南省沁阳市天益化工公司、溧阳龙沙化工有限公司、常州市广成新型塑料有限公司、蚌埠族光化工有限公司、常熟汇顺化工有限公司、大连瑞泽 PI 有限公司、石家庄海力精化有限责任公司、溧阳华晶电子材料有限公司、江苏亚宝绝缘材料股份有限公司、万达集团股份有限公司、杭州泰达实业有限公司、宁波今山国际贸易有限公司、上海合成树脂研究所、长春应化特种工程材料有限公司、常州广成新型塑料有限公司、西北化工研究院、四川大学实验厂等。我国在聚酰亚胺模塑料方面近年也发展较快，上海合成树脂研究所研制了多种产品，西北化工研究院生产双马来酰亚胺，吉林长春应化所、吉林高科公司生产联苯型聚酰亚胺模塑料。

长春应用化学研究所开发的聚酰亚胺及制品合成新工艺，改变了传统聚酰亚胺的合成方法，开辟了一条新的氯代苯酐合成聚酰亚胺反应途径。经综合测算，新加工工艺可使聚酰亚胺的生产成本降低 30% 以上。新工艺可将氯代苯酐出发合成聚酰亚胺的反应步骤由原来的 6 步简化为 2 步反应，从而大大减少了辅助试剂和溶剂的使用量，减少了废弃物的排放，降低了过程消耗，最终达到降低聚酰亚胺生产成本的目的。该技术的实施为高性能高分子材料的市场开发和应用奠定了坚实的基础，同时也提高了国产聚酰亚胺产业在国际市场上的竞争力。

深圳惠程积极进入该领域，并与长春应用化学研究所联合进行产业化生产，目前公司的部分产品已经通过中试，并处在产业化阶段。公司现正在吉林市建立原料及树脂生产基地，并在长春市建立制品和纤维生产线，建成达产后长春高琦聚酰亚胺公司将成为具有创新水平的聚酰亚胺产业基地。本次增发项目完成后，预计年产值能达到 6 亿元。

4、增发项目还有复合绝缘真空电气控制设备项目。1997 年的京都议定书把 SF₆ 气体列入 6 个受限制的温室气体之一，规定到 2030 年后将禁用 SF₆ 断路器及有关应用 SF₆ 气体的设备。这样，原作为中压两大支柱之一的 SF₆ 断路器的发展将受到限制。我国电网现有 7 个电压等级经城市电网改造后将简化为 4 个，10KV、20KV 作为中压配电电压成为城网必选，其配套产品市场容量巨大。根据国家机械工业检测中心统计和预测，未来几年负荷开关市场年均增长率将高于 6%，市场总量将不低于 130 亿元。真空开关经过电力部门 10 多年的努力推广，积累了丰富的制造经验、运行经验，产品性能和质量也不断提高。真空灭弧室制造工艺及技术的提高使真空断路器从功能上也有了很大转变，从单一开断功能，发展到开断→隔离→接地等多功能。目前，国内真空负荷开关的大部分市场主要还是由国外公司占据。



单位：百万元

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	177.14	183.77	241.55	301.93	452.90	679.35
减：营业成本	102.65	107.21	133.74	166.06	262.68	400.81
营业税金及附加	0.69	0.74	0.99	1.24	1.86	2.79
营业费用	14.40	14.67	29.16	36.45	54.67	82.01
管理费用	11.13	14.67	21.88	27.35	41.03	61.54
财务费用	1.65	1.46	-0.49	-3.13	-4.15	-3.87
资产减值损失	1.40	5.92	3.28	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.21	39.10	52.98	73.96	96.81	136.06
加：其他非经营损益	0.02	1.57	2.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.24	40.67	55.28	73.96	96.81	136.06
减：所得税	3.63	2.41	9.33	13.31	17.43	24.49
净利润	41.61	38.26	45.95	60.64	79.38	111.57
减：少数股东损益	0.00	0.00	-0.19	-0.25	-0.33	-0.46
归属母公司股东净利润	41.61	38.26	46.14	60.89	79.71	112.02
每股收益	0.21	0.19	0.23	0.30	0.40	0.56


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791