

深圳惠程 (002168)

买入/维持评级

股价: RMB34.45

分析师

李辉

SAC 执业证书编号:S1000510120051

(0755)8236 4424

lihuijys@mail.htlhsc.com.cn

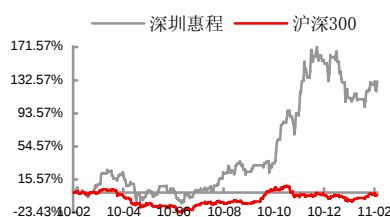
相关研究

《聚酰亚胺, 梦想有望成真》2010.11.26

基础数据

总股本 (百万股)	315
流通 A 股 (百万股)	315
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	10,868

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

聚酰亚胺量产成功

- 深圳惠程公布公司 2010 年年报: 2010 年公司实现销售收入 3.53 亿元, 同比增长 12.29%, 增速同比出现明显下滑; 实现净利润 8067 万元, 同比小幅下降 4.32%; 基本每股收益 0.23 元。
- 业绩下滑仅是短暂现象, 长期高成长趋势不变。下游投资减速, 管理费用上升, 套保业务亏损是公司 2010 年业绩下滑的主要原因。其中, 管理费用上升主要是新建项目折旧增加, 公司加大研发投入和人员薪酬上升。这些短期因素, 我们认为不影响公司长期高速增长趋势。2010 年公司产品毛利率仍然进一步上升至 49.86%, 证明公司技术优势突出。
- 配电设备业务受益于新一轮农网改造。2011 年新一轮农村电网改造启动, 每年总投资规模有望达到 800~1000 亿元, 同比增长 50%, 公司配网业务收入增速将明显提升。
- 聚酰亚胺项目顺利投产, 未来确定性高成长。公司年报披露 300 吨工业化装置一次性试车成功, 标志着前端原料合成和后端纤维纺丝的工业化难点均被攻克。后续 3000 吨聚酰亚胺纤维装置将陆续建成投产, 未来公司业绩增长确定性极大增强。试车成功, 显示公司强大的产业化能力, 为聚酰亚胺其它产品的产业化积累了经验和信心。通过与长春应化所和其它高校的紧密合作, 公司在聚酰亚胺后续产品开发上, 仍然值得期待。产业链的延伸, 有望进一步提高聚酰亚胺产品的附加值。
- 维持买入评级。我们预计 2011 年至 2013 年公司业绩分别为 0.36 元、0.99 元和 1.68 元。公司目前股价 34.45 元, 对应 2011 年 PE 93.1 倍, 2012 年 PE 34.5 倍。公司业绩对聚酰亚胺销量和价格高度敏感, 我们预计 2012 年公司 5000 吨聚酰亚胺工业化装置建成并稳定达产后, 将为公司贡献业绩 1.05 元。公司未来战略规划清晰, 技术优势明显, 市场前景广阔, 维持公司买入评级。
- 风险提示。装置运行不稳定, 销售推广低于预期, 核心人员流失的风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	353.0	540.0	1143.0	1844.0
(+/-%)	12.3	53.0	111.7	61.3
归属母公司净利润(百万元)	70.3	120.0	328.3	556.0
(+/-%)	-4.9	70.8	173.3	69.2
EPS(元)	0.22	0.36	0.99	1.68
P/E(倍)	154.7	94.8	34.7	20.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

行业投资减速，费用上升影响公司业绩	4
电力行业投资减速，收入确认延迟	4
管理费用大幅上升	4
产品盈利能力继续提高	4
公司将受益于新一轮农网升级改造启动	5
聚酰亚胺量产成功	6
300 吨装置试车成功意义重大	6
充分发挥优势，加速下游开发	6
估值及盈利预测	7
风险提示	7

图表目录

图 1: 2010 年国内电网投资明显减速	4
图 2: 公司产品毛利率维持较高水平	5
图 3: 国网农村电网投资额	5
图 4: 深圳惠程聚酰亚胺产业链	6
表格 1: 聚酰亚胺业务敏感性测试	7

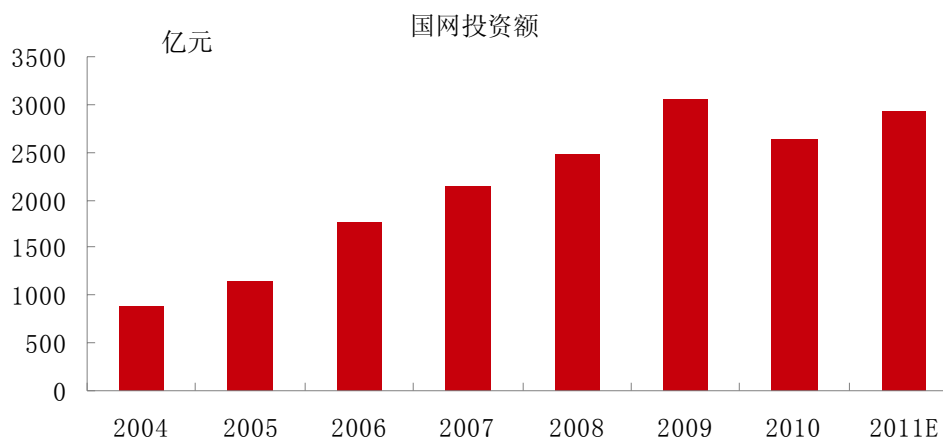
深圳惠程公布公司 2010 年年报：2010 年公司实现销售收入 3.53 亿元，同比增长 12.29%，增速同比出现明显下滑；实现净利润 8067 万元，同比小幅下降 4.32%；基本每股收益 0.23 元。

行业投资减速，费用上升影响公司业绩

电力行业投资减速，收入确认延迟

2010 年公司实现销售收入 3.53 亿元，同比增长 12.29%，增速同比出现明显下滑。主要原因是 2010 年国内电网投资明显减速。2010 年，国网投资 2644 亿元，与 2009 年相比下滑 13.6%。

图 1： 2010 年国内电网投资明显减速



资料来源：国家电网公司网站、华泰联合证券研究所

同时，由于四季度部分地区电力工程建设延后，导致公司推迟确认收入。

管理费用大幅上升

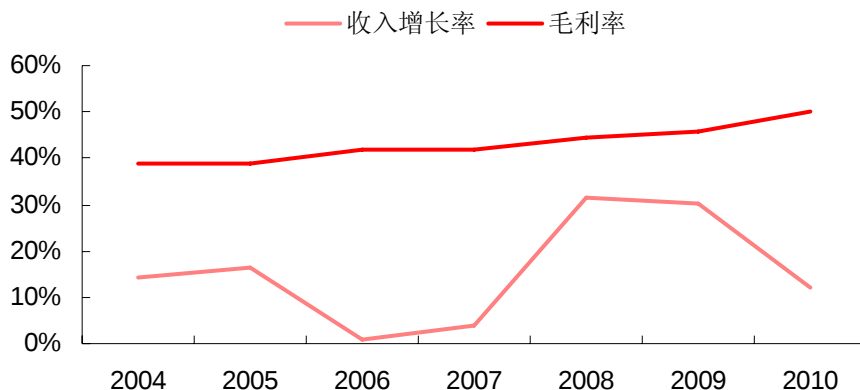
公司 2010 年管理费用 4513.7 万，同比大幅上升 52%。主要原因为公司在快速扩张时，固定资产折旧、研发支出和会计调整所致。

- 1、公司 2010 年非流动资产 3.74 亿，同比增长 24%，导致折旧上升。
- 2、公司 2010 年研发支出 1782 万，同比增加 226 万，占营业收入比重进一步提高至 5.05%。
- 3、公司结合自身的实际情况，对模具会计政策进行了变更。原模具在“存货-低值易耗品”科目核算，采用分次摊销法，本年变更在“固定资产”科目核算，按 5 年计提折旧。此次会计政策变更，减少公司 2010 年度净利润约 294 万元。

产品盈利能力继续提高

由于公司产品具有高分子电气绝缘材料的核心竞争优势，产品具有机械强度高、重量轻、耐腐蚀、耐老化、隔热及绝缘好等特点，因此产品盈利能力持续维持在较高水平。2010 年，公司销售毛利率 49.86%，同比上升 3.89%。

图 2: 公司产品毛利率维持较高水平



资料来源: 国家电网公司网站、华泰联合证券研究所

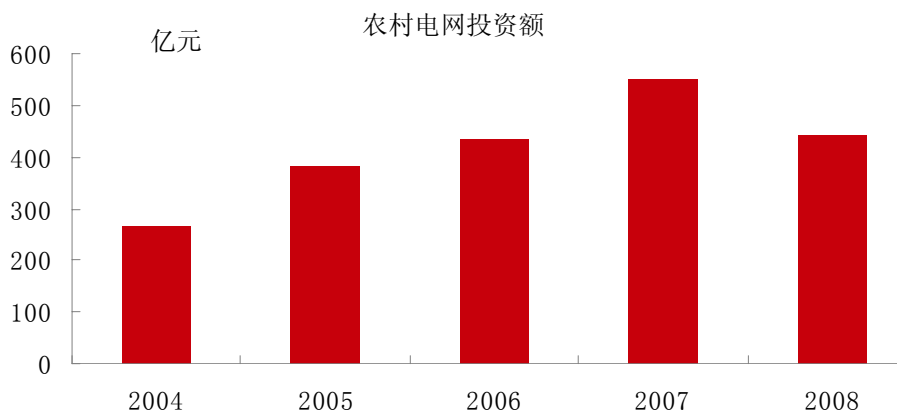
公司将受益于新一轮农网升级改造启动

2011 年初, 国家能源局召开全国农村电网改造升级工作会议, 宣布启动为期三年 (2010~2012 年) 的新一轮农网升级改造。预计今年国家将投入 120 亿元资本金, 未来两年国家资本金的投入将不低于该数目。

“十一五”以来, 国网将主要精力都放在了 220kv 及以上输电网领域的投资。配电网, 特别是农村电网的投资增速远远落后于电网总投资。06~09 年, 电网总投资的复合增长率达到 27%, 而农村电网投资的复合增长率仅为 10%。随着我国骨干电网已经基本建设完毕, 未来农村电网的新建及改造需求将非常迫切。

此次, 国家每年投入 120 亿元资本金用于农村电网新建及改造, 预计每年可以增加投资 200~300 亿元。届时, 每年农村电网的总投资规模有望达到 800~1000 亿元, 同比增长 50%。深圳惠程的配网设备主要应用于低压的农村电网, 因此我们认为, 公司配网产品收入增速将明显提升。

图 3: 国网农村电网投资额



资料来源: 国家电网公司网站、华泰联合证券研究所

聚酰亚胺量产成功

300 吨装置试车成功意义重大

公司 2010 年报披露：报告期内，长春高琦自主研发设计具有自主知识产权的 300 吨高性能耐热纤维生产线顺利一次试车成功，实现了全线贯通。产品的综合性能达到，并且部分关键指标超过国外同类产品，打破了国外的技术。

我们认为 300 吨装置试车成功对公司发展具有决定性意义。

首先，聚酰亚胺是综合性能最佳的耐高温高分子材料，品种繁多、结构多样，下游应用领域广泛。随着我国高温除尘行业、微电子行业和军工航天行业的快速发展，我国聚酰亚胺市场潜在需求巨大，处于严重供不应求的状态。深圳惠程的聚酰亚胺项目成功工业化，市场前景非常广阔。

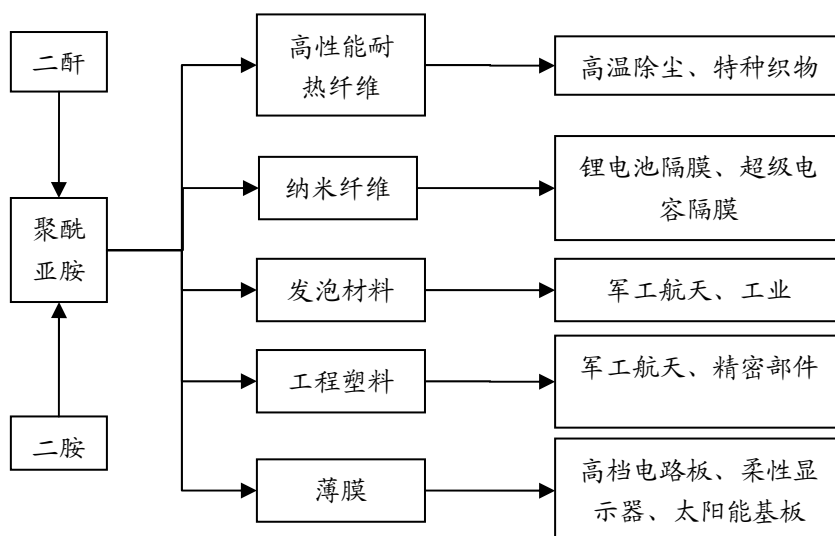
其次，聚酰亚胺生产的难点在于二酐的合成和制品加工。300 吨纤维生产线顺利试车成功，标志着公司前端原料合成和后端纤维纺丝的工业化难点均被攻克。通过生产线复制，3000 吨聚酰亚胺纤维装置将陆续建成投产，未来公司业绩增长确定性极大增强。

最后，试车顺利成功，显示公司强大的产业化能力，为聚酰亚胺其它产品的产业化积累了经验和信心。

充分发挥优势，加速下游开发

公司在 2010 年年报中，详细分析了公司的竞争优势和不足，并阐述了公司的未来发展规划。仔细读下来，我们可以看出，公司未来将充分聚酰亚胺领域已经形成的强大技术优势，加速下游纤维、纳米纤维、泡沫材料、薄膜等制品的产业化开发。

图 4： 深圳惠程聚酰亚胺产业链



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

通过开发下游制品，公司不仅能够促进国内相关产业发展，提升聚酰亚胺的消费量，而且能够进一步提高产品附加值。

估值及盈利预测

我们预计 2011 年至 2013 年公司业绩分别为 0.37 元、0.99 元和 1.68 元。公司目前股价 34.45 元，对应 2011 年 PE93.1 倍，2012 年 PE34.5 倍。公司业绩对聚酰亚胺销量和价格高度敏感。我们预计，2012 年公司 5000 吨聚酰亚胺工业化装置建成并稳定达产后，将为公司贡献业绩 1.05 元。公司未来战略规划清晰，技术优势明显，市场前景广阔，维持公司买入评级。

表格 1：聚酰亚胺业务敏感性测试

销量 (吨)	产量（万元/吨）				
	20	22.5	25	27.5	30
4000	0.67	0.76	0.84	0.92	1.01
4500	0.76	0.85	0.95	1.04	1.13
5000	0.84	0.95	1.05	1.16	1.26
5500	0.92	1.04	1.16	1.27	1.39
6000	1.01	1.13	1.26	1.39	1.51

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、装置运行不稳定或市场开发进展缓慢，产销量低于预期。
- 2、核心技术人员流失，技术扩散。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	985	1512	1780	2230	营业收入	353	540	1143	1844
现金	634	1042	995	1504	营业成本	177	276	563	871
应收账款	186	292	514	461	营业税金及附加	2	2	5	7
其他应收款	12	16	34	37	营业费用	33	49	69	111
预付账款	65	55	101	87	管理费用	45	65	91	148
存货	78	97	113	105	财务费用	8	8	8	7
其他流动资产	0	11	23	37	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	375	380	524	768	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-6	0	0	0
固定资产	269	311	464	712	营业利润	77	140	407	701
无形资产	53	53	53	53	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	8	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1360	1892	2305	2999	利润总额	81	140	407	701
流动负债	265	285	351	450	所得税	12	18	61	105
短期借款	200	200	200	200	净利润	68	122	346	596
应付账款	41	63	113	174	少数股东损益	-2	2	18	40
其他流动负债	0	22	39	76	归属母公司净利	70	120	328	556
非流动负债	40	0	0	0	EBITDA	85	174	451	764
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.36	0.99	1.68
其他非流动负	40	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	305	285	351	450	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	52	54	72	112	成长能力				
股本	315	330	330	330	营业收入	12.3%	53.0%	111.6	61.4%
资本公积	431	846	846	846	营业利润	-4.1%	82.1%	190.2	72.0%
留存收益	257	377	705	1261	归属母公司净利	-4.9%	71.0%	173.2	69.2%
归属母公司股	1004	1554	1882	2438	获利能力				
负债和股东权	1360	1892	2305	2999	毛利率(%)	0.0%	48.9%	50.7%	52.8%
现金流量表					净利率(%)	19.9%	22.2%	28.7%	30.1%
单位: 百万元					ROE(%)	7.0%	7.7%	17.4%	22.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	6.1%	16.9%	30.5%	48.3%
经营活动现金	51	21	141	816	偿债能力				
净利润	68	122	346	596	资产负债率(%)	22.4%	15.1%	15.2%	15.0%
折旧摊销	0	25	36	56	净负债比率(%)	152.33	70.18	56.92	44.46
财务费用	9	8	8	7	流动比率	3.72	5.31	5.07	4.96
投资损失	6	0	0	0	速动比率	3.43	4.97	4.75	4.73
营运资金变动	0	-99	-249	157	营运能力				
其他经营现金	35	-36	0	0	总资产周转率	0.32	0.33	0.54	0.70
投资活动现金	-82	-34	-180	-300	应收账款周转率	2	2	3	4
资本支出	107	50	180	300	应付账款周转率	4.66	5.30	6.40	6.07
长期投资	0	-8	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	7	0	0	每股收益(最新	0.22	0.36	0.99	1.68
筹资活动现金	421	421	-8	-7	每股经营现金流	0.16	0.06	0.43	2.47
短期借款	30	0	0	0	每股净资产(最	3.35	4.70	5.69	7.38
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	115	15	0	0	P/E	154.68	94.75	34.68	20.49
资本公积增加	362	415	0	0	P/B	10.30	7.33	6.05	4.67
其他筹资现金	-86	-8	-8	-7	EV/EBITDA	130	60	23	14
现金净增加额	0	408	-47	509					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn