

湘财证券研究所

行业研究部

刘正 分析师

执业编号：S0500511010001

联系人：侯文涛

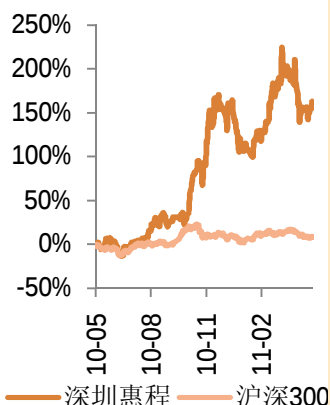
Tel: 021-68634518-8007

E-mail: hwt2894@xcsc.com

徐 颢

Tel: 021-68634518-8990

E-mail: xh3309@xcsc.com



基本数据(05.20)

收盘价(元)	19.18
总股本(百万股)	630.92
流通股本(百万股)	324.21
总市值(亿元)	124.35
流通市值(亿元)	63.90
PE TM	176.1
每股净资产	1.59
评级:	增持

投资要点

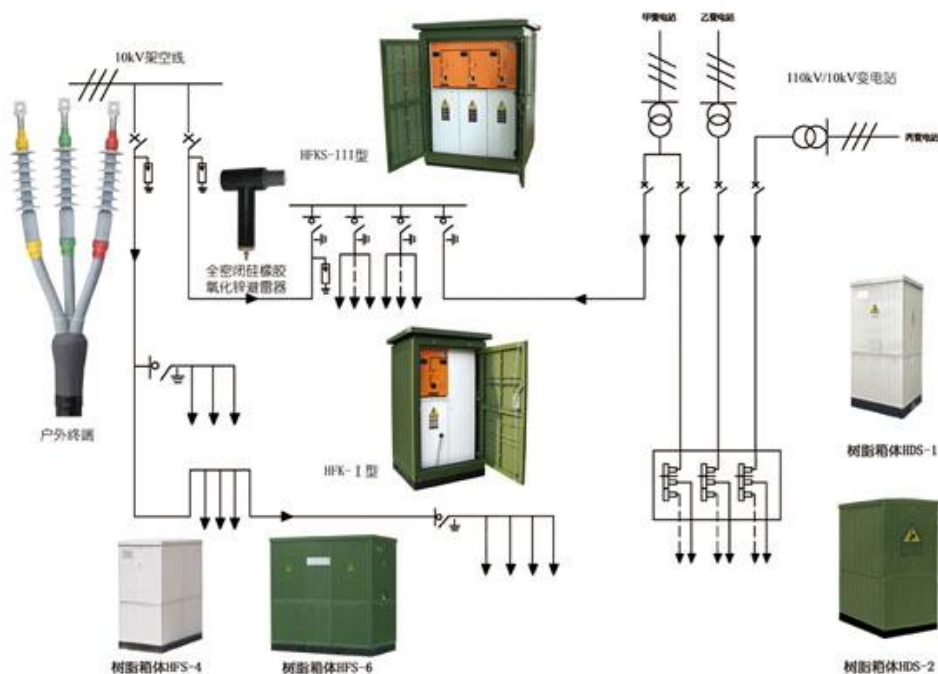
- Ø **农网升级促进公司主营业务发展。**2000~2010 年间国家共投入 3800 亿元进行了大规模的农网改造，但随着农民家用电器数量的提升，原有的低压线路和用电配置已经无法满足需求。5 月 17 日发改委《关于实施新一轮农村电网改造升级工程意见》正式获得国务院批准，预计未来三年农网改造升级投资至少超过 2000 亿元。我们认为公司主营的电缆分支箱、开关、插头、箱体等业务将获得农网改造的全面的拉动。
- Ø **产品种类拓展，毛利率维持高位。**公司主营的中低压电缆分支箱等产品均属于非标定制化产品，毛利率高达 50% 左右，且后期有望继续维持。而公司募投项目的真空断路器、负荷开关、金属复合管母线及结构件等产能已经处于建设中，预计今年下半年就将有销售，新产品的投产也将促进公司销售收入的额外增长。
- Ø **聚酰亚胺新材料产品实现进口替代，业务成长前景乐观。**PI 纤维仅有奥地利的 evonik 公司实现了商业化生产，产能仅有 1200 吨，且对我国实行限量销售，而国内需求估计在 7000 吨以上。长春应化所拥有 PI 的合成新工艺，开辟了一条新的氯代苯酐合成聚酰亚胺反应途径，可使其生产成本降低 30% 以上。公司多位高管都曾在长春应化所任职，拥有长期合作关系。目前子公司长春高崎已建 300 吨的 PI 滤料生产线，年内约可实现 200 吨的销售，而募投项目约 3000 吨的产能也将在两年后释放。
- Ø **PI 隔膜和动力电池业务启动，期待突破。**PI 隔膜相比目前动力电池隔膜中使用的 PP/PE/PP 三层膜，其耐热性能高、热收缩小，拥有比三层膜更优的性能。去年 8 月份杜邦宣布开发出了动力用 PI 隔膜并将进行产业化，公司也已制订了 PI 隔膜和动力电池的项目建设规划。但目前来看，虽然学术和产业界均普遍看好 PI 纳米纤维膜在隔膜领域的应用，但其作为一种新型产品，推广应用尚需一定的时间。因此我们认为此块业务很难快速放量。
- Ø **给予公司增持评级。**根据分业务预测，我们认为公司 2011~2013 年将实现收入的快速增长，不考虑增发的 4000 万股本，公司 EPS 为 0.20、0.37 和 0.54 元，对应当前 PE 为 96 倍、52 倍和 36 倍，公司具有核心技术和高速成长潜力，但目前股价较高，暂时不推荐介入。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	353	512	999	1753
收入同比(%)	12%	45%	95%	76%
归属母公司净利润	70	126	233	339
净利润同比(%)	-6%	79%	85%	46%
毛利率(%)	49.9%	48.0%	46.8%	47.0%
ROE(%)	7.0%	11.1%	17.1%	19.9%
每股收益(元)	0.11	0.20	0.37	0.54
P/E	172.24	96.12	52.01	35.65
P/B	12.06	10.71	8.88	7.11
EV/EBITDA	106	63	30	17

农网升级促进公司主营业务发展

农网改造提升公司主营业务预期。“十二五”期间我国电网投资的重点是特高压和农网改造。新一轮农网改造自 2010 年下半年开始酝酿，“十二五”期间正式进入实施阶段。根据 2010 年全国农村电网改造升级工作会议，此轮农网改造为期三年，2010 年由国家安排 120 亿元财政资金，此后每年对农网的投入不低于上年度。按资本金占 20% 的比例计算，年投资额达 600 亿元，预计未来三年投资规模将近 2000 亿元。国家能源局新能源和可再生能源司副司长史立山表示，这 2000 亿元的投资约有 2/3（1300 亿左右）会用于购买输变电设备，包括变压器、电线、电缆、铁塔、电杆等。公司主营大部分为电缆相关产品，中低压电缆分支箱、开关、电缆附件插头、设备箱体等业务将受到农村配网建设的明显拉动。

图 1、中低压配网需要用到公司的各类产品



数据来源：公司网站、湘财证券研究所

募投电气设备项目属于环保新型产品。5月17日发改委《关于实施新一轮农村电网改造升级工程意见》正式获得国务院批准，其中的目标是建成安全可靠、节能环保、技术先进、管理规范的新型农村电网。而公司募投项目的新型复合绝缘管型母线、真空断路器和负荷开关项目均属于安全、节能、环保的新型产品，具有替代原有产品的潜力，符合配网设备的发展趋势。目前公司的这两个项目已经处于建设当中，下半年就将形成销售。

表 1、公司两募投项目产品的优点

公司项目	可替代的原有产品	优点
新型复合绝缘管型母线	矩型供电母线, 铜或铝金属管状裸母线	载流量大、集肤效应低、功率损耗小、散热条件好、温升低、电气绝缘性能强

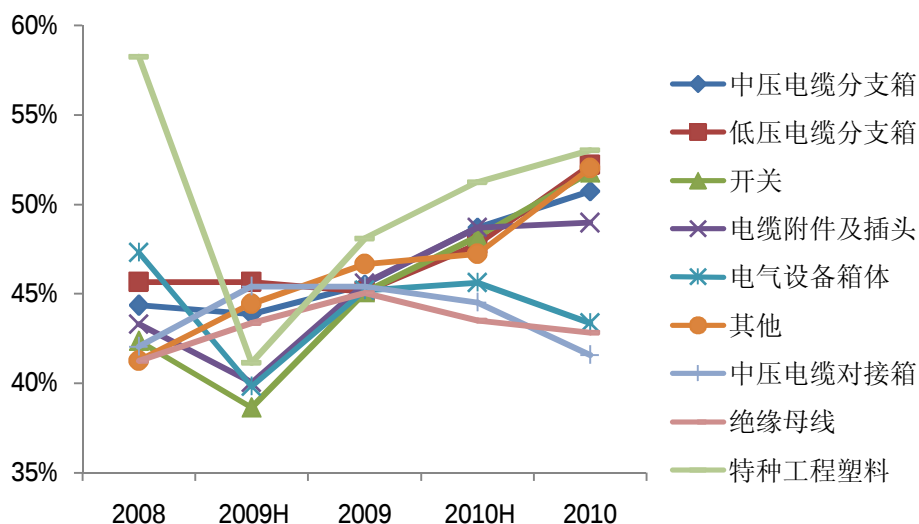
真空断路器和负荷开关 SF6 断路器

体积小，结构紧凑，防污能力强，不含 SF6（受限使用的温室气体）

数据来源：湘财证券研究所

公司主营产品为定制化产品，毛利率较高，而且后期有望继续维持。

图 2、公司各产品的毛利率水平保持高位



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

聚酰亚胺新材料产品成长前景乐观

聚酰亚胺纤维产品性能优异，应用领域多样。聚酰亚胺纤维具有高强度、高模量性能，还具有耐高温(可在 260℃ 高温下长期使用)、耐化学腐蚀、耐辐射、耐燃等其他优异性能，已成为当前高技术纤维的重要品种之一。聚酰亚胺纤维及织物可广泛应用于宇航、核动力站、可燃气体过滤器、强热源辐射的绝热屏地毯、高温防火防护服、赛车防燃服、装甲部队的防护服和飞行服等。聚酰亚胺纤维复合材料可用于高科技行业，如航空电缆、高温绝缘电器、航空火箭发动机喷管，原子能设施中的结构材料，航空发动机的结构材料等。(发改委：聚酰亚胺纤维产业化技术开发亟待加快)

图 3、聚酰亚胺具有优异的性能

类 型	强 度 (GPa)	模 量 (GPa)	延伸率 (%)
联苯型PI纤维 ^[3]	3.1	174	2.0
Kevlar 29 ^[4]	2.8	63	4.0
Kevlar 49 ^[4]	2.7	124	2.4
芳纶 1313 ^[4]	0.6	10	20
PBO ^[4]	5.8	180	3.5
T300 ^[5]	3.0	225	

性能	聚酰亚胺纤维	Kevlar49
热氧化稳定性	300℃空气中强度保持90%	300℃空气中强度保持60%
吸水性在200℃的水蒸汽中	12h强度保持60%	8h强度保持35%
在85℃40%硫酸中的耐水解性	250h强度保持93%	40h强度保持60%
85℃10%NaOH中的耐水解性	1h强度下降40%	50h强度下降50%
80-100℃紫外光辐照	24h强度保持90%	8h强度保持20%
极限氧指数LOI	50	29

数据来源：聚酰亚胺高性能纤维研究进展、湘财证券研究所

产品实现进口替代，公司与长春应化所合作。目前，聚酰亚胺纤维仅有国外个别公司实现了商业化生产，产能较小，售价很高，并且对我国实行限量销售。根据公司公告，奥地利 evonik 具有年产 1200 吨的生产线，给予中国的配额只有 200 吨，而国内需求在 7000 吨以上，缺口部分通过滤料复合的方式填补。PI 滤料的应用领域主要在火力发电、垃圾焚烧、水泥、钢铁、化工、冶金等高排放行业，随着国内排放标准和环保要求的提升，产品的需求持续看好。

长春应化所是国内领先的 PI 研究机构，其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，新加工工艺可使聚酰亚胺的生产成本降低 30% 以上。（聚酰亚胺树脂的生产和应用进展）公司多位高管都曾在长春应化所任职，拥有长期合作关系。

图 4、evonik 的 PI 纤维和粉末产品



数据来源：evonik、湘财证券研究所

募投项目产品有望快速形成销售。子公司长春高崎目前已经建设完成 300 吨的产能，预计今年就将形成 200 吨左右的销售，后期 2900 吨滤料产能释放后，依托堪比 evonik 公司 P84 的性能和具有竞争力的价格(80%)，销售规模有望快速扩大。我们认为公司的 PI 业务有望在 2~3 年内成长为堪比公司主营业务规模的第二极。

表 2、公司 PI 制品及产能规划

PI 业务内容	公司	产能规划
纤维及纤维制品	长春高崎	3000 吨，建设期 2 年
泡沫	受让北航技术专利	年底形成 1 万平米产能
隔膜	江西先材	年底形成 150 万平米产能，规划 2 亿平米
电池	惠程高能	年底形成 1000 万 ah 产能

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

PI 在电池隔膜及电池中的应用刚刚开展，需要等待。公司拟至 2014 年建设 2 亿平米的电池隔膜产能，年内形成 150 万平米的生产能力，主要是对应公司 500 万*2ah 的电池产能。公司的思路是通过自身生产的 PI 隔膜动力/储能电池，起到示范作用，推动 PI 隔膜在电池中的推广。根据我们的了解，目前尚未有下游厂家与公司签订隔膜或者电池的订单，我们认为 PI 隔膜作为一种新型的隔膜产品，在被市场接受尚需一定的过程。另外，从性能方面看，使用 PI 隔膜可将电池的工作温度上限从 60 度提升至 70 度，并不十分明显(原因是 PI 隔膜虽然可耐高温，但是电解液无法承受高温，目前公司在积极寻找耐高温电解液供应商，以进一步提升电池的耐高温性能)。

财务预测

表 3、公司分业务预测

		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
传统业务	收入	239.81	312.33	343.21	411.85	494.22	593.06	711.67
	YOY		30.24%	9.89%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	44.43%	45.44%	50.40%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
PI 产品	收入				50.00	188.00	330.00	615.00
	YOY					276.00%	75.53%	86.36%
	销量(吨)				200.00	800.00	1500.00	3,000.00
	单价(万元/吨)				25.00	23.50	22.00	20.50
	毛利率				40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
电池隔膜	收入				30.00	262.50	750.00	1,300.00
	YOY					775.00%	185.71%	73.33%
	销量(万平米)				150.00	1500.00	5000.00	10,000.00
	单价(元/平)				20.00	17.50	15.00	13.00
	毛利率				50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
电池	收入				20.00	54.00	80.00	112.50
	YOY					170.00%	48.15%	40.63%
	销量(万 Ah)				200	600	1000	1500
	单价(元/Ah)				10	9	8	7.5
	毛利率				25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
	总收入	239.81	312.33	343.21	511.85	998.72	1,753.06	2,739.17
	总成本	133.25	170.40	170.22	265.92	531.66	929.53	1,459.21

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

根据分业务预测，我们认为公司 2011~2013 年将实现收入的快速增长，不考虑增发的 4000 万股本，公司 EPS 为 0.20、0.37 和 0.54 元，对应当前 PE 为 96 倍、52 倍和 36 倍，公司具有核心技术和高速成长潜力，但目前股价较高，暂时不推荐介入。

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	1254	2551	4265	营业收入	353	512	999	1753
现金	634	746	1569	2688	营业成本	177	266	532	930
应收账款	186	329	675	1087	营业税金及附加	2	2	5	8
其他应收款	12	17	33	59	营业费用	33	31	0	0
预付账款	65	87	181	312	管理费用	45	60	120	209
存货	78	60	65	70	财务费用	8	-1	35	88
其他流动资产	11	14	28	48	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	375	562	737	895	公允价值变动收益	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	455	615	753	营业利润	77	154	307	519
无形资产	53	75	99	123	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动资产	53	32	23	18	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1360	1815	3289	5159	利润总额	81	157	310	522
流动负债	265	626	1836	3263	所得税	12	24	47	78
短期借款	200	541	1686	3018	净利润	68	134	264	444
应付账款	41	59	120	208	少数股东损益	-2	8	31	104
其他流动负债	24	26	30	37	归属母公司净利润	70	126	233	339
非流动负债	40	0	0	0	EBITDA	111	186	393	674
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.20	0.37	0.54
其他非流动负债	40	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	305	626	1836	3263	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	52	59	90	195	成长能力				
股本	315	631	631	631	营业收入	12.3%	45.0%	95.1%	75.5%
资本公积	431	116	116	116	营业利润	-5.4%	99.7%	99.2%	69.1%
留存收益	257	383	616	955	归属于母公司净利润	-6.3%	79.2%	84.8%	45.9%
归属母公司股东权益	1004	1130	1362	1702	获利能力				
负债和股东权益	1360	1815	3289	5159	毛利率(%)	49.9%	48.0%	46.8%	47.0%
现金流量表					净利率(%)	19.9%	24.6%	23.3%	19.4%
单位:百万元					ROE(%)	7.0%	11.1%	17.1%	19.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	11.2%	13.4%	18.7%	23.3%
经营活动现金流	51	-9	-61	101	偿债能力				
净利润	68	134	264	444	资产负债率(%)	22.4%	34.5%	55.8%	63.2%
折旧摊销	25	33	51	68	净负债比率(%)	65.58%	86.32%	91.85%	92.49%
财务费用	8	-1	35	88	流动比率	3.72	2.00	1.39	1.31
投资损失	6	0	0	0	速动比率	3.43	1.91	1.35	1.29
营运资金变动	-61	-134	-411	-498	营运能力				
其他经营现金流	4	-41	-0	0	总资产周转率	0.32	0.32	0.39	0.42
投资活动现金流	-82	-220	-227	-226	应收账款周转率	2	2	2	2
资本支出	107	200	200	200	应付账款周转率	4.66	5.33	5.95	5.67
长期投资	-6	0	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	19	-20	-27	-26	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.20	0.37	0.54
筹资活动现金流	421	341	1110	1244	每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	-0.01	-0.10	0.16
短期借款	30	341	1146	1332	每股净资产(最新摊薄)	1.59	1.79	2.16	2.70
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	115	315	0	0	P/E	172.24	96.12	52.01	35.65
资本公积增加	362	-315	0	0	P/B	12.06	10.71	8.88	7.11
其他筹资现金流	-86	1	-35	-88	EV/EBITDA	106	63	30	17
现金净增加额	390	112	823	1119					

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。