



# 仍需等待，值得等待

## 买入维持

### 投资要点:

- 聚酰亚胺纤维仍然在市场拓展期，募投项目如期推进
- 氯代苯酐原料线取得实质性进展
- 新材料业绩释放仍需耐心等待

### 报告摘要:

近日，我们跟踪调研了深圳惠程长春项目，包括长春聚酰亚胺纤维生产线及吉林聚酰亚胺原料及工程塑料生产线。

- 聚酰亚胺纤维仍然在市场拓展期。**目前，公司的聚酰亚胺纤维仍然在市场开拓期，样品试用客户以高端客户为主，公司旨在稳步推进公司产品市场，以期建立一定的品牌度，为后续市场的快速开拓奠定基础。这一部分形成经济效益仍需等待。
- 募投项目如期推进。**公司募投 3000 吨纤维线如期推进，和之间的预期一致，目前厂房已建多半，预计将到 8 月底工程竣工，11 月底将在吉林再上 2 条各 300 吨生产线，至年底将形成 1000 吨产能。
- 氯代苯酐原料线取得实质性进展。**春节后吉林高琦做了很大的技术改造，又增加了一些装置，以期把氯代苯酐生产成本降低，公司生产的氯代苯酐以气相法为主，如果本次改造顺利，公司三区氯代苯酐生产线产能将达到 1000 吨。本次改造的顺利完成，也将为氯代苯酐的三期工程打下基础。
- 投资建议。**目前公司各项新材料业务如期推进，预计今年将有部分业绩体现，但预计效果并不显著，公司业绩仍然以传统业务为主，我们认为公司各种新材料从生产到商业化仍然有一段路要走，市场空间较大，值得等待，维持买入评级。
- 风险。**聚酰亚胺各项目的产业化进程。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	353	474	947	2,610
(+/-%)	12.3%	34.3%	99.7%	175.8%
净利润(百万元)	70	121	265	904
(+/-%)	-4.9%	72.4%	118.8%	240.9%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.42	1.43
市盈率(PE)	147.4	85.5	39.1	11.5

### 分析师

张延明(S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 01088085610

zuguangping@hysec.com

康铁牛(S1180511020002)

电话: 01088085991

kangtieniu@hysec.com

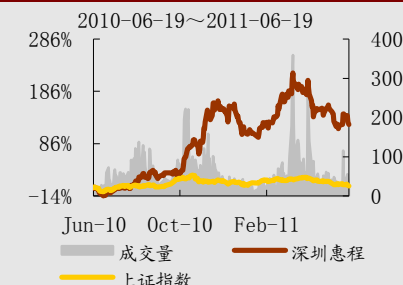
### 联系人

柴沁虎

电话: 01088085267

chaiqinhu@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	8680	
20101231	9539	
20100930	8370	

数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

- 1 《宏源证券 \* 公司研究 \* 深圳惠程: 一季报简评 \* 002168 \* 化工行业 \* 张延明》，2011.4
- 2 《宏源证券 \* 公司研究 \* 深圳惠程: 进军新能源大幕就此拉开 \* 002168 \* 化工行业 \* 张延明》，2011.3

**附表：财务预测与估值**

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	634	634	634	634	营业收入	353	474	947	2610
应收款项	208	279	557	1536	营业成本	177	228	422	958
存货净额	78	104	197	466	营业税金及附加	2	2	5	13
其他流动资产	66	88	176	485	销售费用	33	43	66	131
流动资产合计	985	1105	1563	3120	管理费用	45	44	77	132
固定资产	302	482	598	654	财务费用	8	14	32	67
无形资产及其他	53	51	49	47	投资收益	(6)	0	0	0
投资性房地产	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1360	1658	2230	3842	营业利润	77	142	344	1310
短期借款及交易性金融负债	200	443	837	1767	营业外净收支	4	0	0	0
应付款项	41	54	103	243	利润总额	81	142	344	1310
其他流动负债	24	30	55	122	所得税费用	12	21	52	196
流动负债合计	265	527	994	2132	少数股东损益	(2)	0	28	210
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	70	121	265	904
其他长期负债	40	40	40	40					
长期负债合计	40	40	40	40					
负债合计	305	567	1035	2172					
少数股东权益	52	52	79	289					
股东权益	1004	1039	1117	1381					
负债和股东权益总计	1360	1658	2230	3842					
关键财务与估值指标					现金流量表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.11	0.19	0.42	1.43	净利润	70	121	265	904
每股红利	0.08	0.14	0.30	1.01	资产减值准备	2	(4)	0	0
每股净资产	1.59	1.65	1.77	2.19	折旧摊销	25	26	36	46
ROIC	8%	10%	18%	43%	公允价值变动损失	5	0	0	0
ROE	7%	12%	24%	65%	财务费用	8	14	32	67
毛利率	50%	52%	55%	63%	营运资本变动	(26)	(104)	(385)	(1349)
EBIT Margin	27%	33%	40%	53%	其它	(3)	4	28	210
EBITDA Margin	34%	38%	44%	54%	经营活动现金流	73	43	(56)	(190)
收入增长	12%	34%	100%	176%	资本开支	(69)	(200)	(150)	(100)
净利润增长率	-5%	72%	119%	241%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	26%	37%	50%	64%	投资活动现金流	(69)	(200)	(150)	(100)
息率	0.5%	0.8%	1.8%	6.2%	权益性融资	455	0	0	0
P/E	147.4	85.5	39.1	11.5	负债净变化	0	0	0	0
P/B	10.3	10.0	9.3	7.5	支付股利、利息	(50)	(86)	(188)	(640)
EV/EBITDA	87.9	60.0	27.6	8.8	其它融资现金流	29	243	394	930
					融资活动现金流	384	157	206	290
					现金净变动	388	0	0	0
					货币资金的期初余额	246	634	634	634
					货币资金的期末余额	634	634	634	634
					企业自由现金流	25	(145)	(179)	(234)
					权益自由现金流	54	86	188	640

资料来源：宏源证券

### 机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。