



多项业务齐头并进

买入维持

投资要点:

- 传统业务保持较高毛利率水平,销售费用同比增长
- PI 纤维仍处市场开拓期,是公司诸多产品中最早产业化的产品
- PI 隔膜、超级电池等新业务也正多头齐发

报告摘要:

事件: 8月19日公司公布半年报,上半年实现总收入1.36亿元,同比下降2.71%,利润总额2998万元,同比增长12.26%,归属于上市公司股东的净利润2522万元,同比增长6.33%,基本每股收益为0.04元/股。

点评:

- 公司传统业务仍保持较高的毛利率水平,销售费用同比增长。公司电力行业实现收入1.32亿元,同比基本持平,毛利率仍然保持在46.77%的较高水平。销售费用增加470万元,同比增长41.49%,主要是由于公司加大市场投入与推广。
- 聚酰亚胺纤维仍处市场开拓期。公司将逐步扩建PI纤维生产线,目前3000吨PI纤维线进度为26%,从公布的内容看,该项目实现销售收入274万元,按17万元/吨计算,估计销量为16吨,毛利率为26%,随着产能的提高,毛利率将会逐步提高。
- PI隔膜与氯代苯酐生产线均取得进展。第一条日产2000平米PI隔膜生产线已经开始安装调试,氯代苯酐原料生产线全线贯通,为日后的PI隔膜与工程塑料降低成本奠定基础。
- 超级电池仍在测试中。惠程高能建成PI隔膜锂电中试线和PI隔膜超级电容器中试线,预计到年底会有初步的结果。
- 业绩预测与投资建议。我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.18、0.41、1.43元/股。公司的业绩增长依然依赖于新材料业务,我们依然看好公司新材料业务的发展,维持买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	314	35	504	1,058	2,826
(+/-%)	30.14%	12.3%	42.7%	109.9%	167.2%
净利润(百万元)	74	70	135	321	1014
每股收益(元)	0.18	0.11	0.21	0.51	1.61
市盈率(PE)	126.3	209.1	108.7	45.7	14.5

化工研究组

分析师:

张延明(S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 01088085610

zuguangping@hysec.com

联系人:

柴沁虎

电话: 01088085267

Email: chaiqinhu@hysec.com

股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20110630	7026	
20110331	8680	
20101231	9539	

数据来源: 港澳资讯

机 持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券*公司研究*深圳惠程: 仍需等待,值得等待*002168*化工行业*张延明》, 2011.6
- 《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
- 《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

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	634	634	634	634	营业收入	353	452	912	2610
应收款项	208	266	537	1536	营业成本	177	220	405	958
存货净额	78	100	188	466	营业税金及附加	2	2	5	13
其他流动资产	66	84	169	485	销售费用	33	41	64	131
流动资产合计	985	1083	1528	3120	管理费用	45	42	75	132
固定资产	302	482	598	654	财务费用	8	14	31	66
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	1637	2195	3842	营业利润	77	132	333	1310
短期借款及交易性金融负债	200	427	814	1772	营业外净收支	4	0	0	0
应付款项	41	52	98	243	利润总额	81	132	333	1310
其他流动负债	24	29	53	122	所得税费用	12	20	50	197
流动负债合计	265	508	965	2137	少数股东损益	(2)	0	27	210
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	70	113	257	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	549	1005	2178					
少数股东权益	52	52	78	288					
股东权益	1004	1037	1112	1376					
负债和股东权益总计	1360	1637	2195	3842					
现金流量表 (百万元)					2010	2011E	2012E	2013E	
					70	113	257	904	
					2	(4)	0	0	
					25	26	36	46	
					5	0	0	0	
					8	14	31	66	
					(26)	(86)	(375)	(1377)	
					(3)	4	27	210	
					73	52	(55)	(218)	
					(69)	(200)	(150)	(100)	
					0	0	0	0	
					(69)	(200)	(150)	(100)	
					455	0	0	0	
					0	0	0	0	
					(50)	(80)	(182)	(640)	
					29	227	387	958	
					384	148	205	318	
					388	0	0	0	
					246	634	634	634	
					634	634	634	634	
					25	(136)	(179)	(262)	
					54	80	182	640	
关键财务与估值指标					2010	2011E	2012E	2013E	
每股收益	0.11	0.18	0.41	1.43	其它	(3)	4	27	210
每股红利	0.08	0.13	0.29	1.01	经营活动现金流	73	52	(55)	(218)
每股净资产	1.59	1.64	1.76	2.18	资本开支	(69)	(200)	(150)	(100)
ROIC	8%	9%	18%	43%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	11%	23%	66%	投资活动现金流	(69)	(200)	(150)	(100)
毛利率	50%	51%	56%	63%	权益性融资	455	0	0	0
EBIT Margin	27%	32%	40%	53%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	38%	44%	54%	支付股利、利息	(50)	(80)	(182)	(640)
收入增长	12%	28%	102%	186%	其它融资现金流	29	227	387	958
净利润增长率	-5%	60%	128%	252%	融资活动现金流	384	148	205	318
资产负债率	26%	37%	49%	64%	现金净变动	388	0	0	0
息率	0.5%	0.7%	1.7%	6.0%	货币资金的期初余额	246	634	634	634
P/E	152.5	95.1	41.7	11.8	货币资金的期末余额	634	634	634	634
P/B	10.7	10.3	9.6	7.8	企业自由现金流	25	(136)	(179)	(262)
EV/EBITDA	90.9	65.6	29.2	9.1	权益自由现金流	54	80	182	640

资料来源：公司资料和宏源证券预测

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。