

## 输变电设备

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 马衡

S0960110120165

021-52340802

maheng@cjis.cn

深圳惠程

002168

强烈推荐

新能源新材料布局完整, 定位高端, 多点爆发可期

公司发布2011年中期报告, 实现总营收1.36亿元, 同比减2.71%; 净利润0.25亿元, 同比增6.33%; 基本每股收益0.04元。

### 投资要点:

- 公司上半年实现净利0.25亿, 同比略增, 盈利贡献近一半来自政府补贴。公司2011年上半年实现总营收1.36亿元, 同比减2.71%, 环比减36.5%。净利润0.25亿元, 同比增6.33%, 环比减45.8%; 基本每股收益0.04元。其中营业外收入1500多万(主要来自政府补助), 扣除非经常损益后的净利润为0.12亿。上半年销售毛利率46.41%, 同环比略下降, 主要由于会计政策变更增加折旧费用和原材料及薪酬成本增加。三项费用率33.75%, 同环比大幅上升, 其中管理费用同比增加近1400万, 系由公司扩大规模增加了薪酬、研发支出所致。销售净利率18.6%, 同比略增长, 环比略下降。公司上半年主营业务收入和成本同比变化不大, 主要由于费用率上升明显, 导致营业利润大幅降低。由于公司主业所处的电力设备行业订单确认结算大部分集中在四季度, 我们认为主业的趋势基本稳定, 符合预期, 未来看点主要在于新材料、新能源业务。
- 公司特种工程材料同比增149.83%, 毛利率下滑25.75%, 主要由于新项目投产前期成本和费用较高所致, 随着产量和收入规模的扩大, 毛利率将逐步回升。
- 公司立足聚酰亚胺材料, 在新能源新材料领域布局完整, 多点爆发可以期待。公司半年报披露新材料、新能源业务进展顺利, 同时我们看到一些新的领域也开始拓展。高温滤料实现量产销售, 同时也在向特种服装等领域开拓; 重要原料氯代苯酐开始正常生产, 将为后面低成本纤维和特种树脂做好准备。江西纳米先材的隔膜进入调试, 聚酰亚胺泡沫开始小试。三大应用纤维、隔膜、泡沫材料之外, 聚酰亚胺透明材料未来有望应用于OLED等领域, 前景可期; 电容电池作为下一代电池产品, 为公司未来应用作了良好铺垫。
- 维持公司强烈推荐的投资评级。我们预测公司11-13年EPS为0.13、0.18、0.26元。但由于公司产品具备高附加值、高门槛的特点, 未来市场空间广阔, 我们看好此种新材料的市场前景和潜在价值, 看好公司在新材料业务方面的长期成长性, 维持公司强烈推荐的投资评级, 未来6-12月的目标价格为23-25元。

**风险提示:** 电网投资增速下滑, 导致主营业务收入放缓; 聚酰亚胺材料产业化进度低于预期, 核心技术泄密风险。

### 主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	353	452	641	974
同比(%)	12%	28%	42%	52%
归属母公司净利润(百万元)	70	83	111	163
同比(%)	-6%	18%	34%	47%
毛利率(%)	49.9%	43.7%	43.4%	45.0%
ROE(%)	7.0%	7.6%	9.2%	12.0%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.18	0.26
P/E	152.48	129.69	96.75	65.84
P/B	10.67	9.86	8.95	7.88
EV/EBITDA	93	113	69	44

资料来源: 中投证券研究所

## 附：财务预测表

### 资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	985	1034	866	1013
现金	634	590	244	92
应收账款	186	238	339	513
其它应收款	12	12	17	26
预付账款	65	75	102	145
存货	78	108	147	212
其他	11	12	17	26
非流动资产	375	401	653	700
长期投资	0	0	0	0
固定资产	269	287	515	571
无形资产	53	50	48	47
其他	53	65	90	82
资产总计	1360	1436	1519	1713
流动负债	265	271	242	277
短期借款	200	150	120	110
应付账款	41	56	80	119
其他	24	65	42	48
非流动负债	40	28	32	31
长期借款	0	0	0	0
其他	40	28	32	31
负债合计	305	299	274	308
少数股东权益	52	50	48	45
股本	315	631	631	631
资本公积	431	116	116	116
留存收益	257	340	450	613
归属母公司股东权益	1004	1086	1197	1360
负债和股东权益	1360	1436	1519	1713

### 现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51	33	-21	-41
净利润	68	81	109	159
折旧摊销	25	26	38	54
财务费用	8	-12	-7	2
投资损失	6	0	0	0
营运资金变动	-61	-49	-178	-259
其它	4	-13	17	3
投资活动现金流	-82	-40	-301	-100
资本支出	107	40	300	100
长期投资	-6	0	-0	-0
其他	19	1	-2	0
筹资活动现金流	421	-38	-23	-12
短期借款	30	-50	-30	-10
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	115	315	0	0
资本公积增加	362	-315	0	0
其他	-86	12	7	-2
现金净增加额	390	-45	-346	-152

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

### 利润表

会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	353	452	641	974
营业成本	177	255	363	536
营业税金及附加	2	2	3	5
营业费用	33	49	68	102
管理费用	45	77	92	146
财务费用	8	-12	-7	2
资产减值损失	5	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>77</b>	<b>78</b>	<b>118</b>	<b>180</b>
营业外收入	4	18	10	8
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>81</b>	<b>96</b>	<b>128</b>	<b>188</b>
所得税	12	15	20	29
<b>净利润</b>	<b>68</b>	<b>81</b>	<b>109</b>	<b>159</b>
少数股东损益	-2	-1	-2	-3
归属母公司净利润	70	83	111	163
EBITDA	111	91	150	236
EPS (元)	0.22	0.13	0.18	0.26

### 主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.3	28.0	41.9	52.0
营业利润	-5.4%	1.0%	51.8	52.4
归属于母公司净利润	-6.3%	17.6	34.1	46.9
<b>获利能力</b>				
毛利率	49.9	43.7	43.4	45.0
净利率	19.9	18.3	17.3	16.7
ROE	7.0%	7.6%	9.2%	12.0
ROIC	11.2%	8.0%	8.3%	10.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.4	20.8	18.1	18.0
净负债比率	65.58	50.13	43.74	35.68
流动比率	3.72	3.81	3.58	3.65
速动比率	3.43	3.41	2.96	2.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.32	0.32	0.43	0.60
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	4.66	5.27	5.33	5.38
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.13	0.18	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.05	-0.03	-0.06
每股净资产(最新摊薄)	1.59	1.72	1.90	2.16
<b>估值比率</b>				
P/E	152.4	129.6	96.75	65.84
P/B	10.67	9.86	8.95	7.88
EV/EBITDA	93	113	69	44

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

王鹏，中投证券研究所副所长，研究主管。

马衡，中投证券研究所新能源行业研究员。曾就职于陶氏化学，多年产品开发经验。2009 年加入中投证券。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434