

深圳惠程(002168)2014年中报点评

公司治理结构发生变化，新材料业务稳步推进

投资要点

- 事件:**公司发布2014年上半年半年报，公司实现主营业务收入18,212.24万元，同比上升3.16%；营业利润-278.05万元，同比下降113.69%；归属于上市公司股东的净利润208.36万元，同比下降89.29%；产品毛利率32.31%，同比下降8.78个百分点。
- 电气业务行业竞争激烈，净利润毛利率下降，新材料销售继续推进，收入占比大幅提升。**公司传统业务电气产品由于人工及材料成本上升，部分产品销售价格下降，收入同比下降4.14%，毛利率下降6.70个百分点。上半年公司继续推进聚酰亚胺新材料业务的市场开拓，在营销策略和产品战略等方面做了改进，目前新材料产品贡献销售收入的产品为：聚酰亚胺纤维产品及聚酰亚胺树脂产品（特种工程塑料），目前共实现销售收入2231.22万元，占公司营业收入12.25%，收入占比较去年同期大幅提升。由于新材料产业化进程受多方面因素影响，产品性能及价格要经过一段时间的市场认可，因此目前公司上述两个已经产业化的产品在生产规模和销售数量上还有待于进一步的上量。我们认为随着公司不断调整营销策略以及产品战略，先期降低利润水平，争取尽可能多的下游客户的策略，在现阶段可能是公司较为可行的策略。
- 毛利率大幅下滑，市场推广费用增加导致销售费用增加。**上半年，毛利率水平下降8.78个百分点，由于市场推广费用增加，导致销售费用增加，三费率30.85%，较去年同期上升3.68个百分点，近三年一直维持较高的三费水平。
- 公司治理发生实质性改变，经过刮骨疗伤后续有望带来新的生机。**2014年初全面实施职业经理人制度，家族型高层管理人员全部退出。公司树立的“电气业务全面升级固化和聚酰亚胺材料业务的产业化”战略目标，在这只拥有“职业化、社会化、专业化、市场化、国际化”的经理人团队身上有望得到实现。
- 业绩预测与估值。**预计公司2014-2016年每股收益分别为0.01元、0.02元、0.04元，坚定看好聚酰亚胺服用纤维市场前景，聚酰亚胺纳米纤维电池隔膜的高性能有望引爆市场需求，维持“增持”评级。
- 风险提示:**聚酰亚胺纤维及纳米纤维电池隔膜产业进程慢于预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	432.77	467.39	747.83	1495.65
增长率	14.80%	8.00%	60.00%	100.00%
归属母公司净利润(百万元)	35.66	10.71	14.66	33.20
增长率	-44.46%	-69.98%	36.94%	126.48%
每股收益EPS(元)	0.047	0.014	0.019	0.044
净资产收益率ROE	3.18%	0.95%	1.29%	2.88%
PE	150.96	502.80	367.17	162.12
PB	4.81	4.78	4.75	4.67

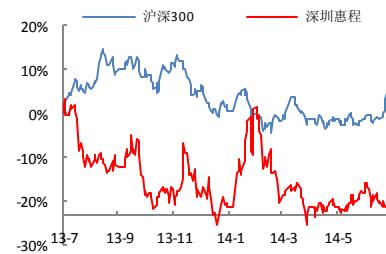
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 023-63786519
邮箱: shah@swsc.com.cn

研究助理: 李晓迪
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.57
流通A股(亿股)	5.68
52周内股价区间(元)	6.65-9.45
总市值(亿元)	56.86
总资产(亿元)	15.88
每股净资产(元)	1.50

相关研究

- 深圳惠程(002168): 聚酰亚胺服用方面或先发力 (2013-07-19)

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	340.60	262.76	54.19	14.96	营业收入	432.77	467.39	747.83	1495.65
应收和预付款项	264.32	347.80	627.54	1306.91	减:营业成本	281.85	317.83	497.30	949.74
存货	155.21	184.47	347.03	668.02	营业税金及附加	3.58	3.87	6.19	12.38
其他流动资产	28.23	28.23	28.23	28.23	营业费用	43.45	65.43	112.17	239.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	73.03	74.78	119.65	239.30
投资性房地产	6.72	5.61	4.50	3.38	财务费用	-4.35	-6.26	-3.57	18.53
固定资产和在建工程	485.65	420.59	355.52	290.46	资产减值损失	8.99	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	135.06	119.95	104.84	89.73	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8.29	6.99	5.69	5.69	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1424.09	1376.39	1527.54	2407.38	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	20.00	0.00	0.00	727.09	营业利润	26.21	11.73	16.07	36.39
应付和预收款项	116.11	83.11	226.99	363.28	加:其他非	10.97	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	37.18	11.73	16.07	36.39
其他负债	66.38	66.38	66.38	66.38	减:所得税	3.96	1.76	2.41	5.46
负债合计	202.49	149.49	293.37	1156.75	净利润	33.22	9.97	13.66	30.94
股本	757.10	757.10	757.10	757.10	减:少数股东损益	-2.44	-0.73	-1.00	-2.27
资本公积	1.69	1.69	1.69	1.69	归属母公司股东净利润	35.66	10.71	14.66	33.20
留存收益	360.84	366.88	375.14	393.87	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1119.63	1125.67	1133.94	1152.66	经营性现金净流量	70.02	-59.43	-205.74	-733.31
少数股东权益	101.96	101.23	100.23	97.96	投资性现金净流量	-56.90	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1221.60	1226.90	1234.17	1250.62	筹资性现金净流量	-31.24	-18.41	-2.83	694.08
负债和股东权益合计	1424.09	1376.39	1527.54	2407.38	现金流量净额	-18.13	-77.85	-208.57	-39.23

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

邮箱：research@swsc.com.cn