



中国：小盘股

中炬高新(600872/5.96 元)：无评级

国家新能源汽车补贴政策颁布，公司的镍氢电池业务有望直接受益

中金公司研究部

分析员：曾令波 zenglb@cicc.com.cn

电话：(8621) 5879 6226

.....2009 年 2 月 16 日

事件：

2 月 5 日财政部发布《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》，对北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌等 13 个试点城市在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域的新能源汽车进行补贴，并制定《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》对新能源汽车示范推广试点工作进行具体管理。从目前的混合动力车辆生产成本看，补贴能够覆盖车辆购置成本的 50%—80%，对于减轻相关部门的购置成本具备一定的作用。新能源汽车补贴政策出台，标志着中国的新能源汽车发展有望进入一个暂新的阶段！

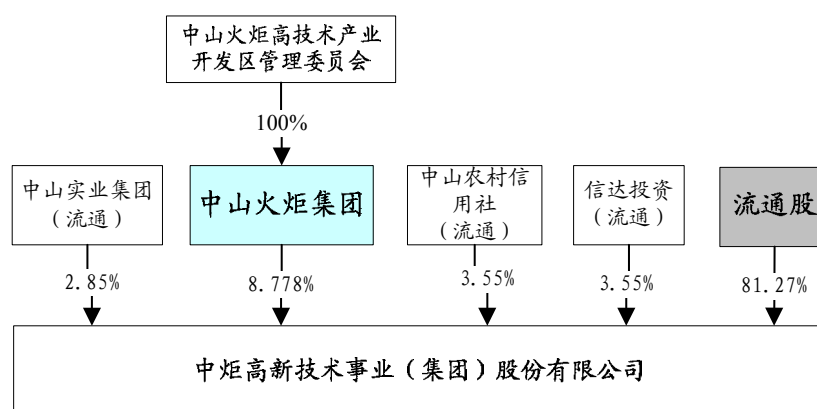
鉴于混合动力汽车短期内对整车厂的收入和利润贡献都会比较有限，我们建议投资者优先关注直接受益于混合动力汽车发展的电池组生产企业，尤其是使用镍氢电池组的混合动力汽车是当前比较现实的选择，有望最先获得大幅的销量增长。因此上周我们调研了中炬高新（其控股 66% 的子公司中炬森莱高科技有限公司是国内知名的镍氢汽车动力电池的研发和制造商），并将公司相关公开披露的信息进行简单分析，供投资者参考。

评论：

1、公司概况：

公司是中山市火炬高技术产业开发区管委会实际控制的上市公司，管委会下属中山火炬集团是第一大股东，2008 年中期大股东持股比率为 8.76%，2008 年 9 月 23 日公告大股东经过二级市场增持 13.45 万股股票之后，控股比率提高到 8.778%，大股东拟在公告后的 12 个月内，继续增持股份数不超过 3621 万股（图 1）。

图 1： 股权结构图

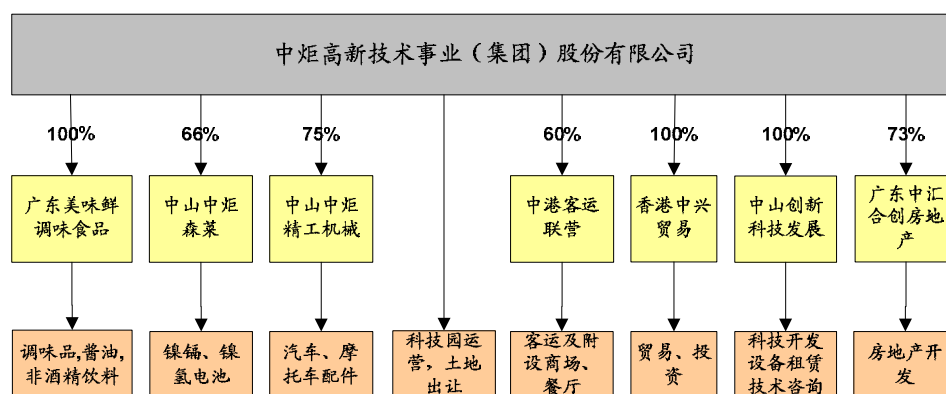


资料来源：公司公告，中金公司研究部



公司涉及业务较广，公司本部直接从事的业务是科技园运营（主要是开发区内的工业厂房出租），通过控股子公司进行的业务包括调味品生产和销售、水路客运、动力电池的开发和生产、汽车摩托车配件生产销售、贸易、投资等业务（见图2）。这些业务中贸易、投资和汽车摩托车配件业务规模较小，我们重点把公司的房地产业务、调味品业务、水路客运和动力电池这四个业务进行分析。

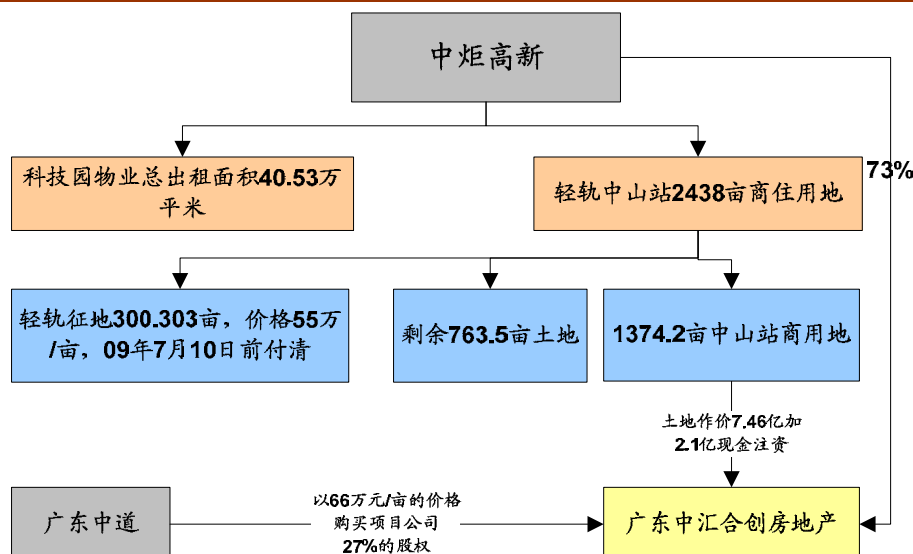
图 2： 业务架构示意图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

2、房地产业务

图 3： 房地产相关业务示意图（中汇股权 73%）



资料来源：公司公告，中金公司研究部



公司的房地产相关资产和业务包括两大部分（见图 3）：

第一部分是开发区的物业出租，2007 年报显示物业出租总面积 40.53 万平方米，主要是工业厂房（以及附属的办公楼和宿舍楼）的出租；2005 年报披露当年实现租金和综合管理费收入 6683 万元，出租率 97%。公司最近几年没有披露租金收入和利润情况，如果按照均价 2000~2500 元/平米的价格计算，该物业总价值 8.11~10.13 亿元。

第二部分是房地产开发。公司在广州——珠海的轻轨中山站周边拥有 2438 亩商住用地（2005 年报披露），其中 1374.2 亩土地作价入股子公司中汇合创房地产公司，轻轨建设征用了 300.3 亩，其他 763.5 亩土地仍为公司持有。

中汇合创房地产公司由上市公司控股 73%，拥有房地产开发经验的中道投资管理公司持有 27% 的股权。上市公司原计划另外转让 23% 的股权给中道公司，但是由于中道公司方面的原因，2008 年 9 月 11 日双方签署了《协议书》约定双方第二期股权转让终止执行；中道公司共需支付滞纳金约 4368 万元，其中 2382.6 万元已支付，另约 1985 万元将在 2009 年 6 月底前支付完毕。

目前轻轨的轨道建设已经铺设到中山站，轻轨中山站的主体建筑也基本完成，预计该轻轨在 2010 年广州亚运会之前正式通车。2007 年年报披露中汇合创公司拟在 2008 年下半年开展规划设计工作，在 2009 年开工建设。

由于轻轨中山站附近土地尚未开始开发，也没有贡献盈利，难以通过盈利来估值。简单测算该宗土地的价值：

- （1） 轻轨征地 300.3 亩，价格 55 万元/亩计算，公司将获得补偿 1.65 亿元。
- （2） 中汇合创拥有的 1374.2 亩土地，按照中道公司 2007 年初入股折算的土地价格 66 万元/亩计算（2007 年之后土地价格总体上还有比较明显的上涨，中山土地出让价格也曾超过 100 万元/亩，现在虽有回调，但是 66 万元/亩的均价仍然是非常保守的），总价值 9.07 亿，公司持股 73%，价值 6.62 亿元。
- （3） 余下土地 763.5 亩，按照 55~66 万元/亩的价格计算，价值 4.20~5.04 亿。

以上三项合计，公司在轻轨中山站的权益土地价值为 14.92~15.76 亿元。

如果把出租物业价值和待开发土地价值汇总，则公司的房地产权益总价值在 23.03~25.89 亿之间。

3、调味品业务

公司全资子公司广东美味鲜食品有限公司生产厨邦牌（“国家名牌”称号，2005 年获得“中国免检产品”称号，2006 年获得广东省著名商标，并入选商务部 2006 年度“最具市场竞争力品牌”）、岐江桥牌酱油及各类调味品，过去 4 年收入持续稳定增长，从 2003 年的 2.45 亿元增长到 2007 年的 5.47 亿元，CAGR 增速为 22%。

2007 年实现收入 5.47 亿元，同比增长 23.8%，净利润 4318 万元，同比增长 131.5%。公司年报披露 2007 年该公司利润增幅大幅超过收入增幅的原因是 2007 年公司更加明确以厨邦品牌为主的销售策略，通过产品结构调整扩大了高附加值产品所占比重，以及管理规范化（尤其是采购管理和财务管理规范化）带来成本费用降低。

公司过去几年持续对美味鲜进行产能扩张，2007 年报披露累计总投资达到 1.1 亿元，项目二期工程已在 2007 年 10 月竣工投产，美味鲜酱油主要工序生产能力已达到 20 万吨以上；目前后续工程正在建设过程中。



表 1、广东美味鲜食品有限公司 2003~2007 年的财务概览

(万元)	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
收入	24,522.0	29,221.0	34,497.0	44,100.0	54,700.0
增速		19%	18%	28%	24%
净利润	1,509.0	1,925.0	1,756.0	1,866.8	4,318.0
增速		28%	-9%	6%	131%
总资产	17,349.0	16,501.0	17,009.0	22,000.0	27,000.0
净资产	7,159.0	8,145.0	8,052.0	8,425.0	11,000.0
净利润率	6.2%	6.6%	5.1%	4.2%	7.9%
ROA	8.7%	11.7%	10.3%	8.5%	16.0%
ROE	21.1%	23.6%	21.8%	22.2%	39.3%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

酱油的主要生产原材料是大豆和面粉，生产过程的自动化程度很高，经过室内两次发酵和长达 5 个月的露天晒制而成。由于气候条件适宜，珠三角集中了我国主要的酱油生产产能。公司生产的厨邦牌酱油定位中高端，目前主要在东南沿海省区销售，随着生产规模的扩大，其销售区域也正在逐步向全国拓展。

2008 年由于产品价格基本保持稳定而大豆和面粉等原材料成本上升，对美味鲜的盈利能力可能有一定的影响；但是酱油等调味品属于生活必需品，受宏观经济波动的影响比较小，我们预计随着生产规模的扩大，调味品收入和利润仍将继续保持持续增长的态势。

目前 A 股市场食品饮料行业上市公司股价对应 07 年 PE 大致在 30~50X 之间(其中啤酒等类似酱油的基本消费品估值相对较高，白酒、黄酒等可选消费品的估值相对较低)，按照美味鲜 2007 年净利润 4318 万元来计算，其市值可达 12.95~21.59 亿元。

4、客运业务

表 2、中港客运联营公司 2003~2007 年的财务概览

(万元)	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
搭乘人次(万)	92.9	113.3	113.8	120.4	129.2
收入	13,683.0	15,195.0	14,684.0	15,500.0	16,300.0
增速		11%	-3%	6%	5%
净利润	2,534.0	3,055.0	2,585.0	2,898.9	2,202.0
增速		21%	-15%	12%	-24%
总资产	24,270.0	26,239.0	26,427.0	28,100.0	27,700.0
净资产	20,361.0	20,110.0	20,236.0	22,800.0	20,900.0
净利润率	18.5%	20.1%	17.6%	18.7%	13.5%
ROA	10.4%	11.6%	9.8%	10.3%	7.9%
ROE	12.4%	15.2%	12.8%	12.7%	10.5%

资料来源：公司年报，中金公司研究部



中港客运联营有限公司由上市公司控股 60%，该公司主营中山港至香港的水路客运，附设出租小汽车、关前关后商场和餐厅等业务。2003~2007 年收入小幅增长，但是净利润随着燃料成本的变化而有所波动，2007 年是净利润最低的一年，仅 2202 万元，同比下降 24%。展望 2009 年，受到金融危机的影响，中山港至香港的往返人次可能不再增长甚至略有降低，但是随着燃料成本的大幅降低，该业务的盈利能力应该有所回升。

目前 A 股上市的航运公司股价对应 07 年 PE 大致在 10~20X 之间，公司的客运业务相对比较稳定，如果按照 2007 年最低的净利润 2202 万元计算，对应市值 2.2~4.4 亿之间，公司持股 60% 的市值在 1.32~2.64 亿元之间。

以上房地产、调味品和客运三项主要业务的粗略估值合计起来，合计市值在 37.30~50.12 亿元之间。

5、动力电池业务

子公司中炬森莱高技术有限公司主营业务为生产镍镉、镍氢系列电池产品、动力电池、电池生产及原材料销售，上市公司控股 66%，国家高技术绿色材料发展中心持股 34%（2003 年报披露高技术绿色材料中心总出资 1530 万元，其中以动力电池专有技术协议作价出资 1075 万元；该中心主任吴锋教授是北京理工大学环境工程学科首席教授，中国电池工业协会副理事长、中国化学与物理电源协会副理事长，曾任国家科技部镍氢电池专家组组长，国家高技术新型储能材料工程开发中心主任，在“八五”和“九五”期间，吴锋教授是 863 计划重大项目“镍氢电池生产关键技术与成果转化”和“镍氢电池产业化开发”的负责人及重点项目“锂离子电池研究开发”的第一责任专家；“十五”期间吴锋教授负责电动汽车重大专项动力电池课题，主持的“镍氢电池、电池组及相关产业化关键技术的研究与系统集成”项目获得了 2006 年国家科技进步二等奖；2002 年 12 月吴锋教授担任国家重点基础研究（973）项目“绿色二次电池新体系相关基础研究”首席科学家。）

由于手机电池等领域竞争激烈，该公司 2003 年之后收入逐步萎缩，目前主要的销售产品是电动工具使用的镍氢电池。该公司自 1993 年成立以来，一直进行各类电池的研发和生产，是国内最早进行汽车动力电池研发的公司之一，2005 和 2006 年报均披露该公司“在动力电池的研发方面投入了较大精力，充实经营班子，凭着动力车电池技术的优势，可望在动力汽车行业占据一席之地，为公司带来新的利润增长点”；2007 年年报披露当年中炬森莱“已向六家汽车生产厂家提供动力电池样品，在国家政策及汽车企业动力汽车实现量产的推动下，动力电池有望成为企业新的利润增长点”。（从媒体公开报道来看，长安杰勋混合动力轿车、红旗牌 CA7130N 混合动力轿车、奇瑞电动车等车型均采用了公司的镍氢电池）

表 3、中炬森莱 2003~2007 年的财务概览

(万元)	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A
收入	4,680.0	4,514.0	3,616.0	2,472.0	1,387.0
增速		-4%	-20%	-32%	-44%
净利润	186.0	39.0	539.0	-681.0	-338.0
增速		-79%	1282%	-226%	-50%
总资产	7,813.0	7,688.0	5,744.0	5,176.0	5,132.0
净资产	4,554.0	4,593.0	4,054.0	3,373.0	3,043.0
净利润率	4.0%	0.9%	14.9%	-27.5%	-24.4%
ROA	2.4%	0.5%	9.4%	-13.2%	-6.6%
ROE	4.1%	0.8%	13.3%	-20.2%	-11.1%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

据媒体报道，2005 年 11 月中山市科技局对中山中炬森莱高技术有限公司承担的科技重大专项《镍氢动力电池及电源管理系统开发与生产》进行了验收，经试验证明该项目开发的镍氢动力电池和电源管理系统匹配良好，



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

简 评

技术成熟,可以满足整车使用要求,成果技术达到国内领先水平。该项目的 100Ah 镍氢动力电池已经在国家“863”计划项目奇瑞纯电动汽车使用并通过了国家验收; 6.5Ah 系列镍氢动力电池产品已经形成了小批量生产能力,并在长安的混合动力电动汽车上进行了台架和装车实验,基本满足整车运行的要求。¹

从行业层面来看,中炬森莱是国内非常难得的拥有自主知识产权的汽车动力电池生产商之一,技术上具有非常突出的先发优势(从 2005 年下半年算起,装车实验已经超过 3 年),而且具有相对成熟的产品可以快速实现量产(上市公司拥有足够的土地、厂房和现金,因此扩产的难度并不大),因此有望从未来中国混合动力汽车的快速发展中获益。一旦国产混合动力汽车在目前较大的政策补贴力度下实现了销量的快速增长,汽车电池短期内将面临异常严重的供不应求,公司的汽车电池有望实现盈利的爆发式增长。

目前由于新能源汽车补贴政策刚刚颁布,汽车公司尚未同公司签订汽车电池供货合同,公司也尚未披露具体的扩产计划,因此目前时点上我们难以准确预测汽车电池业务未来对公司的盈利贡献,以后会跟踪汽车电池业务发展。

¹ 资料来自:中国化工企业信息网(www.souchem.com)。详细出处参考: http://www.souchem.com/news/news_2515.html

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。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征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。