

中炬高新：“863”成果即将产业化

公司公告点评

报告关键点：

- 公司在车用镍氢动力电池领域处于国内领先水平
- 维持“买入-A”评级

报告摘要：

- 公司发布动力电池项目情况公告：公司控股66%的子公司中炬森莱，致力于车用动力电池的开发。森莱2006年开发的“混合动力轿车用镍氢动力蓄电池组”项目作为电动汽车的关键零部件，被国家列为“863 计划现代交通领域“节能与新能源汽车”重大项目”，获得国拨经费900 万元。
- 863项目进展顺利：该项目实施时间为2008~2008年，共三年。森莱已经完成了如下工作：1、在项目实施期间，森莱公司向六家整车厂提供了电动汽车研发用配套电池组。2、主持进行了国家标准GB/T18332.2《动力道路车辆用金属氢化物蓄电池》的修订，标准已经上报，在审批中。3、镍氢动力电池组通过了北方汽车质量监督检验鉴定试验所按QC/T744-2006 进行的国家强制性检验。4、森莱公司的动力电池组与部分整车厂一起，参加了混合电动轿车2008 年北京奥运会的示范运行工作。
- 公司在车用镍氢动力电池领域处于国内领先水平：公司的动力电池和六家整车厂配套已经三年，通过了201所等相关检测部门的检验，说明公司的动力电池已经具有大规模实际应用的可能。作为具有自主知识产权的技术，公司在车用镍氢动力电池领域处于国内领先水平，具有明显的先发优势。
- 受益于新能源车补贴政策：受国家推广新能源车试点和补贴政策推动，国内新能源车将大规模量产，动力电池的供应成为主要的瓶颈，成为整车企业争夺的焦点。公司有望加大投入，迅速形成大规模量产能力，公司将长期受益于新能源车的推广进程。
- 维持“买入-A”评级：公司目前的主业为调味品、房地产以及客运，盈利稳定，安全边际高。预计2008年每股收益为0.13元，2009年每股收益为0.21元，12个月目标价格调高为8元。

评级： **买入-A**

上次评级：

目标价格：**8.00 元**

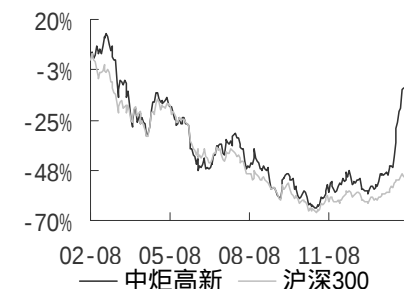
期限： 12 个月 上次预测：
现价： 6.63 元

报告日期：**2009-02-17**

市场数据

总市值(百万元)	4,801.55
流通市值(百万元)	4,380.96
总股本(百万股)	724.22
流通股本(百万股)	660.78
12 个月最高/最低	2.61/8.91 元
十大流通股东(%)	17.43%
股东户数	122,561

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	58.38	74.97	39.67
绝对收益	78.23	95.00	(10.77)

研究员

刘军 首席行业分析师
021-68766167 liujun@essences.com.cn
谭志勇 助理行业分析师

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	864.2	1,047.5	1,112.8	1,802.8	2,800.7
Growth(%)	13.9%	21.2%	6.2%	62.0%	55.3%
净利润	31.7	74.0	96.8	150.7	238.9
Growth(%)	16.8%	133.3%	30.8%	55.7%	58.5%
毛利率(%)	27.2%	27.6%	24.0%	30.0%	30.0%
净利润率(%)	3.7%	7.1%	8.7%	8.4%	8.5%
每股收益(元)	0.04	0.10	0.13	0.21	0.33
每股净资产(元)	2.08	2.15	2.64	2.85	3.17
市盈率	149.8	64.2	49.1	31.5	19.9
市净率	3.2	3.1	2.5	2.3	2.1
净资产收益率(%)	3.0%	5.5%	5.2%	7.5%	10.7%
ROIC(%)	3.9%	19.0%	12.3%	13.0%	16.3%
EV/EBITDA	32.5	27.4	30.1	18.7	13.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-16**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	864.2	1,047.5	1,112.8	1,802.8	2,800.7	成长性					
减: 营业成本	628.8	758.3	845.7	1,262.0	1,960.5	营业收入增长率	13.9%	21.2%	6.2%	62.0%	55.3%
营业税费	14.1	19.5	15.9	25.8	40.1	营业利润增长率	39.0%	73.7%	-3.3%	91.0%	58.2%
销售费用	60.8	74.3	89.0	144.1	223.9	净利润增长率	16.8%	133.3%	30.8%	55.7%	58.5%
管理费用	71.8	78.7	87.5	141.7	220.2	EBITDA 增长率	19.7%	29.0%	-2.4%	68.0%	49.8%
财务费用	28.6	18.9	20.1	27.8	38.2	EBIT 增长率	29.6%	39.3%	-1.8%	82.4%	55.6%
资产减值损失	0.2	-6.5	-1.4	5.9	8.6	NOPLAT 增长率	8.1%	43.4%	15.8%	53.4%	55.8%
加: 公允价值变动收益	0.6	0.2	-0.6	-	-	投资资本增长率	-70.5%	78.8%	45.2%	24.5%	31.7%
投资和汇兑收益	0.6	1.4	46.9	-	-	净资产增长率	4.0%	3.4%	22.7%	8.1%	11.2%
营业利润	60.9	105.8	102.3	195.5	309.2	利润率					
加: 营业外净收支	-2.5	0.1	22.5	-1.0	-1.0	毛利率	27.2%	27.6%	24.0%	30.0%	30.0%
利润总额	58.4	106.0	124.9	194.5	308.2	营业利润率	7.1%	10.1%	9.2%	10.8%	11.0%
减: 所得税	12.8	20.2	25.0	38.9	61.6	净利率	3.7%	7.1%	8.7%	8.4%	8.5%
净利润	31.7	74.0	96.8	150.7	238.9	EBITDA/营业收入	13.9%	14.8%	13.6%	14.1%	13.6%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	10.4%	11.9%	11.0%	12.4%	12.4%
货币资金	219.3	380.0	244.4	280.3	380.1	运营效率					
交易性金融资产	6.2	1.3	0.7	0.7	0.7	固定资产周转天数	153	70	77	47	30
应收帐款	243.7	124.6	106.8	173.0	268.8	流动营业资本周转天数	243	127	250	230	203
应收票据	3.3	2.1	0.2	0.3	0.4	流动资产周转天数	448	359	461	346	329
预付帐款	53.1	89.0	106.4	132.2	172.4	应收帐款周转天数	49	37	28	21	21
存货	142.4	817.1	971.9	1,450.2	2,252.9	存货周转天数	240	165	290	242	238
其他流动资产	-0.0	8.1	-	-	-	总资产周转天数	978	845	859	612	501
可供出售金融资产	-	-	37.7	37.7	37.7	投资资本周转天数	482	253	374	307	254
持有至到期投资	21.6	31.7	117.7	117.7	117.7	投资回报率					
长期股权投资	24.1	23.5	22.5	22.5	22.5	ROE	3.0%	5.5%	5.2%	7.5%	10.7%
投资性房地产	1,324.1	706.5	785.6	785.6	785.6	ROA	1.9%	3.4%	3.6%	4.6%	5.6%
固定资产	166.4	239.9	233.2	233.2	236.2	ROIC	3.9%	19.0%	12.3%	13.0%	16.3%
在建工程	53.3	26.1	28.1	40.7	48.2	费用率					
无形资产	70.4	67.8	60.4	58.4	56.6	销售费用率	7.0%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	34.8	35.2	40.7	41.1	41.3	管理费用率	8.3%	7.5%	7.9%	7.9%	7.9%
资产总额	2,362.7	2,552.8	2,756.2	3,373.6	4,421.1	财务费用率	3.3%	1.8%	1.8%	1.5%	1.4%
短期债务	405.8	294.7	380.0	526.7	836.4	三费/营业收入	18.7%	16.4%	17.7%	17.4%	17.2%
应付帐款	162.5	259.8	272.7	406.9	632.1	偿债能力					
应付票据	30.7	4.8	2.2	3.3	5.1	资产负债率	36.3%	39.0%	30.6%	38.7%	48.0%
其他流动负债	157.8	307.0	69.0	249.3	529.3	负债权益比	56.9%	63.9%	44.2%	63.2%	92.4%
长期借款	88.2	111.6	151.6	151.6	151.6	流动比率	0.88	1.62	2.08	1.77	1.56
其他非流动负债	6.7	5.4	5.3	5.3	5.3	速动比率	0.69	0.69	0.66	0.51	0.42
负债总额	857.0	995.4	844.5	1,306.8	2,123.6	利息保障倍数	3.13	6.61	6.10	8.02	9.09
少数股东权益	121.4	99.0	340.4	344.7	351.6	分红指标					
股本	724.2	724.2	724.2	724.2	724.2	DPS(元)	-	-	-	0.02	0.03
留存收益	661.5	735.5	847.1	997.8	1,221.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%
股东权益	1,505.7	1,557.4	1,911.7	2,066.8	2,297.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	45.6	85.7	96.8	150.7	238.9	EPS(元)	0.04	0.10	0.13	0.21	0.33
加: 折旧和摊销	30.4	29.9	28.5	30.2	32.2	BVPS(元)	2.08	2.15	2.64	2.85	3.17
资产减值准备	0.2	-6.5	-1.4	5.9	8.6	PE(X)	149.8	64.2	49.1	31.5	19.9
公允价值变动损失	0.6	0.2	-0.6	-	-	PB(X)	3.2	3.1	2.5	2.3	2.1
财务费用	34.2	31.9	21.7	20.1	27.8	P/FCF	3.7	-11.1	-23.3	-126.7	581.9
投资收益	-0.6	-1.4	-46.9	-	-	P/S	5.5	4.5	4.3	2.6	1.7
少数股东损益	9.6	7.3	3.1	4.8	7.7	EV/EBITDA	32.5	27.4	30.1	18.7	13.3
营运资金的变动	-27.5	-15.7	-384.2	-260.0	-439.2	CAGR(%)	50.6%	42.2%	56.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	98.7	106.9	-284.7	-40.5	-113.6	PEG	3.0	1.5	0.9	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-37.9	173.5	-94.0	-46.0	-46.0	ROIC/WACC	0.4	2.0	1.3	1.4	1.7
融资活动产生现金流量	-25.8	-119.4	120.1	103.8	247.5	REP	17.8	2.2	2.5	2.0	1.3

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军, 石油与化工行业首席研究员, 化工硕士, 5 年证券研究经历, 8 年中国石化工作经验, 曾获 2005 年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名, 2007 年 4 月加盟安信证券研究中心
谭志勇, 石油与化工行业助理研究员, 中国人民大学学士, 中国人民银行研究生部硕士, 2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034