

中炬高新：动力电池霸主显露雏形

董事会公告点评

报告关键点：

- 投资建设年产3.63 亿Ah 镍氢动力电池总成扩产项目，占据国内36.3%的市场
- 达产后盈利能力可观
- 维持“买入-A”评级

报告摘要：

- **投资建设年产3.63 亿Ah 镍氢动力电池总成扩产项目：**该项目由子公司中炬森莱承担，公司将向中炬森莱增资。项目投资总额13.15 亿元，分两期实施，第一期在2009~2010 年进行，投资3.38 亿元，新增8,000 万安时(Ah)的生产能力，总生产能力达到1 亿Ah；第二期在2011 年进行，投资6.17 亿元，新增2.63 亿Ah 的生产能力，总生产能力达到3.63 亿Ah。
- **中炬森莱是动力电池行业的翘楚：**公司的“混合动力轿车用镍氢动力蓄电池组的研发”项目作为电动汽车的关键零部件，被国家列入“863”计划；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；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；已经形成年产2000 万Ah 的镍氢动力电池的生产能力，可以满足约2.8 万辆混合动力轿车的的市场需求。
- **行业振兴政策暖风频吹：**2009 年3 月，我国政府发布了《汽车产业调整与振兴规划细则》，提出在2011 年前，形成50万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，形成10亿Ah车用高性能单体动力电池生产能力。今后三年在新增中央投资中安排100 亿元作为技术进步、技术改造专项资金，新能源汽车及专用零部件也是资金的重点支持方向。
- **动力电池产量大幅增加，达产后盈利能力可观：**3.63 亿Ah 镍氢动力电池占据国内10亿Ah市场的36.3%，成为动力电池的领导者，可以配套36万台混合动力轿车的需求。假设2010年公司的1亿Ah电池完全达产，2011年3.63 亿Ah电池完全达产。按照科力远的售价和17%的净利润率计算，2010年每股收益的增加0.43 元，2011年每股收益的增加1.53元，可见项目达产后对公司盈利的贡献非常可观。
- **维持“买入-A”评级，提高目标价到15元：**公司的动力电池业务将迅速成为盈利的主要来源之一。我们长期看好公司的发展前景，维持“买入-A”评级。预计2009年每股收益0.21元，2010年EPS达到0.75元，按照2010年20倍市盈率，我们提高目标价到15元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **15.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 8.00 元

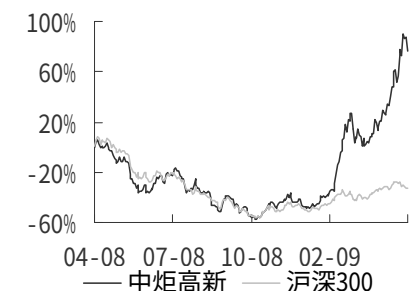
现价： 10.91 元

报告日期： **2009-04-28**

市场数据

总市值(百万元)	7,901.19
流通市值(百万元)	7,209.09
总股本(百万股)	724.22
流通股本(百万股)	660.78
12 个月最高/最低	2.61/12.10 元
十大流通股东(%)	17.32%
股东户数	111,309

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	45.47	167.01	109.27
绝对收益	46.25	190.91	76.81

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
谭志勇	助理行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,047.5	966.5	1,616.5	3,264.5	5,902.7
Growth(%)	21.2%	-7.7%	67.3%	101.9%	80.8%
净利润	74.0	79.7	151.9	540.0	1,305.1
Growth(%)	133.3%	7.8%	90.5%	255.5%	141.7%
毛利率(%)	27.6%	23.0%	30.1%	39.1%	45.8%
净利润率(%)	7.1%	8.3%	9.4%	16.5%	22.1%
每股收益(元)	0.10	0.11	0.21	0.75	1.80
每股净资产(元)	2.15	2.56	2.67	3.38	5.02
市盈率	113.0	104.8	55.0	15.5	6.4
市净率	5.4	4.5	4.3	3.4	2.3
净资产收益率(%)	5.5%	4.6%	8.1%	22.9%	37.3%
ROIC(%)	19.0%	11.8%	13.9%	31.1%	43.0%
EV/EBITDA	50.7	57.7	34.4	12.5	6.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	1.9%	4.7%

前期研究成果

中炬高新：万事具备，只欠订单	2009-02-20
中炬高新：“863”成果即将产业化	2009-02-17

1. 大规模投资扩建镍氢动力电池产能

1.1. 董事会通过动力电池扩产预案

公司董事会通过了关于投资建设年产 3.63 亿 Ah 镍氢动力电池总成扩产项目的预案，该项目由子公司中炬森莱承担，公司将向中炬森莱增资。项目投资总额 13.15 亿元，其中增加固定资产投资 9.55 亿元，新增流动资金 3.6 亿元，建设内容包括购置土地 300 亩，新增厂房面积 18 万平方米，配套各类生产设备 1,500 台套。

项目分两期实施，第一期在 2009~2010 年进行，投资 3.38 亿元，新增 8,000 万 Ah 的生产能力，总生产能力达到 1 亿 Ah；第二期在 2011 年进行，投资 6.17 亿元，新增 2.63 亿 Ah 的生产能力，总生产能力达到 3.63 亿 Ah。公司 2008 年年报披露该项目预计 2009 年下半年动工，我们估计 2010 年上半年第一期建成，第二期将于 2011 年建成投产。

公司的电池产能发展趋势		单位：台套		
	2009 年	2010 年	2011 年	
产能（安时 Ah）	2000 万	1 亿	3.63 亿	

数据来源：公司公告

中炬森莱由公司与国家高技术绿色材料发展中心共同开发建设，公司控股 66%，国家高技术绿色材料发展中心参股 34%。

1.2. 中炬森莱是动力电池行业的翘楚

1.2.1. “863”计划动力电池项目承担者之一

中炬森莱从事可充电式镍氢电池研究近 20 年，2000 年开始公司重点开发镍氢动力电池。2006 年开发的“混合动力轿车用镍氢动力蓄电池组的研究”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。该项目实施时间为 2006~2008 年，共三年。在项目实施期间，森莱公司向重庆长安、安徽奇瑞、长春一汽、武汉东风、北汽控股和天津夏利六家整车厂六家整车厂提供了电动汽车研发用配套电池组。

中炬森莱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，部分车辆的试运行里程已达 10 万公里以上。可以说中炬森莱的动力电池已经完全具备了商业化推广的条件。

目前，车用动力电池的投资很热，但是很多企业尚没有或者刚刚开始和整车企业合作，而中炬森莱在此领域最少领先 3 年以上。

1.2.2. 主持行业标准的修订

中炬森莱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。国家将混合动力车用金属氢化物电池国家标准的修订交由中炬森莱主持，无疑表明它是此领域的领先者。同时，通过标准的修改，提高行业进入门槛，避免无序竞争。

1.2.3. 通过了国家强制性检测

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，获得了上车使用的通行证。据了解，国内通过此项检测的厂家为数不多，这也是公司领先的标志之一。

1.2.4. 已经形成一定产能，掌握了工业化生产的技术

作为 863 计划镍氢动力电池专项验收条件之一，中炬森莱已经形成年产 2000 万 Ah 的

镍氢动力电池的生产能力，可以满足约 2.8 万辆混合电动轿车的市场需求。公司已经解决了镍氢动力电池的工业化生产的技术问题，目前已经完全具备批量生产能力。由于目前动力电池供不应求，这 2000 万 Ah 产能的盈利将在 2009 年得到体现。

动力电池生产线的建设周期估计在 8 个月左右，第一期 2009 年下半年动工应该在 2010 年一季度建成，2010 年第一期将释放大部分的业绩。照此速度计算，2010 年底或者 2011 年初，第二期的产能也将建成。

2. 行业振兴政策暖风频吹

2.1. 我国将大规模发展电动汽车及动力电池

2009 年 3 月，我国政府发布了《汽车产业调整与振兴规划细则》，提出在 2011 年前，形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，占乘用车销售总量的 5%。由于纯电动车和充电式混合动力车初期产量比较小，主要的产量是普通型混合动力车，这正式镍氢动力电池擅长的领域。

细则表示将推动纯电动汽车、充电式混合动力汽车及其关键零部件的产业化。掌握新能源汽车的专用发动机和动力模块(电机、电池及管理系统等)的优化设计技术、规模生产工艺和成本控制技术。建立动力模块生产体系，形成 10 亿安时(Ah)车用高性能单体动力电池生产能力。发展普通型混合动力汽车和新燃料汽车专用部件。有此可见，动力电池行业未来三年将从目前的几千万 Ah 增加到 10 亿 Ah，增速不可谓不大。

2.2. 动力电池等关键部件将获得专项资金支持

《汽车产业调整与振兴规划细则》提出今后三年在新增中央投资中安排 100 亿元作为技术进步、技术改造专项资金，重点支持汽车生产企业进行产品升级，提高节能、环保、安全等关键技术水平。开发填补国内空白的关键总成产品；建设汽车及零部件共性技术研制和检测平台；发展新能源汽车及专用零部件。

中炬森莱的 3.63 亿 Ah 镍氢动力电池总成扩产项目正申报国家工业和信息化部、国家科技部的专项扶持资金以及广东省、中山市、火炬开发区政府的配套资金支持。

3. 达产后盈利能力可观，维持“买入—A”评级

3.1. 公司动力电池产量将大幅增加

按照中炬森莱已经具有年产 2000 万 Ah 的镍氢动力电池的生产能力，可以满足约 2.8 万辆混合电动轿车的需求推算，每台混合电动轿车需要 715 Ah 的电池。另外一家动力电池企业湖南神舟公布的资料显示每台混合电动轿车需要 1000 Ah 的电池。保守按照每台需 1000 Ah 的电池计算，第一期 1 亿 Ah 镍氢动力电池可以配套 10 万台混合电动轿车的需求，第二期 3.63 亿 Ah 镍氢动力电池应该可以配套 36 万台混合电动轿车的需求。达产后公司的电池产能占国内的总产能的 36.3%，成为行业的领导者。

同时，考虑到国家计划的 50 万辆新能源车中 50%以上是大客车，每台大客车对动力电池的需求比轿车多，不止一台套，实际对动力电池的需求应该超过 50 万台套。

3.2. 盈利能力非常可观

公司公告项目达产后，年投资收益率达到 29.75%。根据对同类公司科力远的调研，每台套电池的售价在 2.75 万元左右，净利润率为 17%，假设 2010 年公司的 1 亿 Ah 电池完全达产，2011 年 3.63 亿 Ah 电池完全达产。完全按照科力远的数据，我们针对不同的净利润率做了敏感性分析如下：

2010 年动力电池对业绩的贡献分析 单位：元、%

数据来源：安信证券研究中心

净利润率	每台套净利润	10 万台套净利润	控股 66%	每股收益
10%	2,750	275,000,000	181,500,000	0.25
15%	4,125	412,500,000	272,250,000	0.38
17%	4,675	467,500,000	308,550,000	0.43
20%	5,500	550,000,000	363,000,000	0.50
25%	6,875	687,500,000	453,750,000	0.63

2011 年动力电池对业绩的贡献分析 单位：元、%

净利润率	每台套净利润	36 万台套净利润	控股 66%	每股收益
10%	2,750	990,000,000	653,400,000	0.90
15%	4,125	1,485,000,000	980,100,000	1.35
17%	4,675	1,683,000,000	1,110,780,000	1.53
20%	5,500	1,980,000,000	1,306,800,000	1.80
25%	6,875	2,475,000,000	1,633,500,000	2.26

数据来源：安信证券研究中心

即使按照科力远的数据计算，2010 年每股收益的增加 0.43 元，2011 年每股收益的增加 1.53 元，也是非常可观。有此可见，未来两年动力电池对公司的盈利贡献很大，新能源行业将成为公司新的增长点。

3.3. 维持“买入—A”评级，提高目标价到 15 元

公司的动力电池业务将迅速成为盈利的主要来源之一。我们长期看好公司的发展前景，维持“买入—A”评级。预计 2009 年每股收益 0.21 元，2010 年 EPS 达到 0.75 元，按照 2010 年 20 倍市盈率，我们提高目标价到 15 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-4-27		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,047.5	966.5	1,616.5	3,264.5	5,902.7	成长性					
减: 营业成本	758.3	744.2	1,130.0	1,986.5	3,199.3	营业收入增长率	21.2%	-7.7%	67.3%	101.9%	80.8%
营业税费	19.5	13.5	22.5	45.5	82.3	营业利润增长率	73.7%	-29.6%	148.6%	255.5%	141.7%
销售费用	74.3	77.8	113.2	228.5	413.2	净利润增长率	133.3%	7.8%	90.5%	255.5%	141.7%
管理费用	78.7	80.0	129.3	261.2	472.2	EBITDA 增长率	29.0%	-8.4%	77.9%	204.2%	129.7%
财务费用	18.9	28.0	33.7	70.3	123.2	EBIT 增长率	39.3%	-17.8%	113.6%	233.0%	135.3%
资产减值损失	-6.5	-1.3	2.6	13.4	19.8	NOPLAT 增长率	43.4%	10.7%	68.0%	233.0%	135.3%
加: 公允价值变动收益	0.2	-0.7	0.1	-	-	投资资本增长率	78.8%	42.1%	48.9%	69.9%	69.2%
投资和汇兑收益	1.4	50.8	-	-	-	净资产增长率	3.4%	19.1%	4.3%	26.5%	48.5%
营业利润	105.8	74.6	185.4	659.0	1,592.7	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	29.9	-	-	-	毛利率	27.6%	23.0%	30.1%	39.1%	45.8%
利润总额	106.0	104.5	185.4	659.0	1,592.7	营业利润率	10.1%	7.7%	11.5%	20.2%	27.0%
减: 所得税	20.2	18.6	27.8	98.8	238.9	净利润率	7.1%	8.3%	9.4%	16.5%	22.1%
净利润	74.0	79.7	151.9	540.0	1,305.1	EBITDA/营业收入	14.8%	14.7%	15.6%	23.5%	29.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.9%	10.6%	13.6%	22.3%	29.1%
货币资金	380.0	289.4	334.1	517.6	690.3	运营效率					
交易性金融资产	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	固定资产周转天数	70	90	56	30	20
应收帐款	124.6	75.7	107.3	216.6	391.7	流动营业资本周转天数	127	278	244	201	200
应收票据	2.1	0.8	1.7	3.5	6.4	流动资产周转天数	359	538	355	258	233
预付帐款	89.0	162.6	298.2	536.5	920.5	应收帐款周转天数	37	29	18	17	17
存货	817.1	852.6	927.4	1,630.3	2,625.6	存货周转天数	165	311	199	141	130
其他流动资产	8.1	85.3	50.0	50.0	50.0	总资产周转天数	845	968	648	433	355
可供出售金融资产	-	27.6	40.5	40.5	40.5	投资资本周转天数	253	425	371	297	278
持有至到期投资	31.7	62.5	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	23.5	22.8	22.3	22.3	22.3	ROE	5.5%	4.6%	8.1%	22.9%	37.3%
投资性房地产	706.5	678.6	670.2	670.2	670.2	ROA	3.4%	3.2%	5.0%	12.0%	19.4%
固定资产	239.9	243.8	256.0	289.0	367.2	ROIC	19.0%	11.8%	13.9%	31.1%	43.0%
在建工程	26.1	32.2	388.8	617.6	1,107.3	费用率					
无形资产	67.8	65.7	55.6	51.3	47.6	销售费用率	7.1%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	35.2	47.0	23.8	24.6	25.4	管理费用率	7.5%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	2,552.8	2,647.2	3,176.7	4,670.9	6,965.6	财务费用率	1.8%	2.9%	2.1%	2.2%	2.1%
短期债务	294.7	327.1	600.0	1,000.0	1,465.1	三费/营业收入	16.4%	19.2%	17.1%	17.2%	17.1%
应付帐款	259.8	199.9	328.8	578.0	930.9	偿债能力					
应付票据	4.8	17.3	24.1	42.5	68.4	资产负债率	39.0%	29.9%	39.1%	47.6%	47.8%
其他流动负债	307.0	94.3	-29.8	-215.7	-551.8	负债权益比	63.9%	42.7%	64.2%	90.9%	91.7%
长期借款	111.6	126.6	326.6	826.6	1,426.6	流动比率	1.62	2.23	1.89	2.13	2.47
其他非流动负债	5.4	7.3	7.4	7.4	7.4	速动比率	0.69	0.93	0.87	0.95	1.08
负债总额	995.4	791.7	1,242.2	2,223.8	3,331.6	利息保障倍数	6.61	3.66	6.51	10.37	13.93
少数股东权益	99.0	335.1	252.4	270.6	314.4	分红指标					
股本	724.2	724.2	724.2	724.2	724.2	DPS(元)	-	-	0.06	0.22	0.54
留存收益	735.5	798.1	957.9	1,452.3	2,595.4	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,557.4	1,855.5	1,934.5	2,447.0	3,634.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	1.9%	4.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	85.7	85.9	151.9	540.0	1,305.1	EPS(元)	0.10	0.11	0.21	0.75	1.80
加: 折旧和摊销	29.9	39.1	32.9	37.1	44.8	BVPS(元)	2.15	2.56	2.67	3.38	5.02
资产减值准备	-6.5	-1.3	2.6	13.4	19.8	PE(X)	113.0	104.8	55.0	15.5	6.4
公允价值变动损失	0.2	0.7	0.1	-	-	PB(X)	5.4	4.5	4.3	3.4	2.3
财务费用	31.9	21.7	33.0	33.7	70.3	P/FCF	-19.5	-33.1	-275.4	181.2	309.7
投资收益	-1.4	-50.8	-	-	-	P/S	8.0	8.6	5.2	2.6	1.4
少数股东损益	7.3	3.1	5.7	20.2	48.7	EV/EBITDA	50.7	57.7	34.4	12.5	6.1
营运资金的变动	-15.7	-35.7	-230.2	-980.3	-1,529.5	CAGR(%)	86.9%	150.8%	117.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	106.9	107.0	-3.4	-299.3	12.1	PEG	1.3	0.7	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	173.5	-218.7	-317.7	-303.0	-620.0	ROIC/WACC	1.8	1.1	1.3	2.9	4.0
融资活动产生现金流量	-119.4	21.8	401.6	667.7	550.4	REP	4.7	5.6	3.4	1.0	0.5

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、责任的和法律依据或者凭证,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

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

凌洁
021-68765237
李国瑞
021-68763872
南方
021-68765206
马正南
010-66581668
潘琳
0755-82558268
王昊文
0755-82558069

上海联系人
lingjie@essence.com.cn
上海联系人
ligr@essence.com.cn
上海联系人
nanfang@essence.com.cn
北京联系人
mazn@essence.com.cn
深圳联系人
panlin@essence.com.cn
深圳联系人
wanghw@essence.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