

中炬高新 (600872)

镍氢动力电池和房地产开发打开业绩成长空间

首次评级

金融/园区开发

投资要点:

- 中炬高新是全国 53 个国家级高新区中的首家上市公司。十多年来, 公司成功开发了中炬高新产业园、中炬汽配工业园、中国绿色健康食品产业基地和国家火炬装备制造业基地等四个各具特色的工业园, 形成了 42 万平米的自有物业。
- 调味品是近几年公司业绩稳定的基石。2009 年上半年, 公司下属企业广东美味鲜调味食品公司扩产工程进展顺利, 市场得到进一步扩大, 上半年实现营收 3.65 亿元, 同比增加 4720 万元, 增长 15%。预计调味品产品今后几年都能维持稳定增长。
- 公司在镍氢动力电池领域的实力较强, 目前公司已经具备年产 2000 万 Ah 的镍氢动力电池的生产能力。公司拟投资 13.15 亿元, 建设 3.63 亿安时动力电池总成扩产建设项目。鉴于今后 3 到 5 年内, 镍氢电池仍将是混合动力车的主流电池, 该项目的前景是比较看好的。
- 公司控股子公司中汇合创房地产有限公司是广珠轻轨中山站商业圈的主要开发商, 拥有该片区核心地段 1500 亩的土地。广珠轻轨中山站商圈东倚京珠高速, 西临中江高速, 地理位置条件较好。目前中汇合创房地产公司已逐步完善了内部管理架构, 并开展了房地产项目的前期市场调研和整体规划设计, 预计可在年底进行首期工程的开工建设, 其发展前景也比较看好。
- 风险: 公司镍氢动力电池的销售情况和房地产开发业务的进程还有较大不确定性, 因此公司业绩的不确定性较大。
- 根据我们的预测, 公司 2009、2010、2011 年的每股收益为 0.14 元、0.23 元、0.92 元。对应 2009 年 9 月 18 日收盘价 9.95 元的市盈率为 71.07 倍、43.26 倍和 10.81 倍, 暂给与公司谨慎推荐的评级。

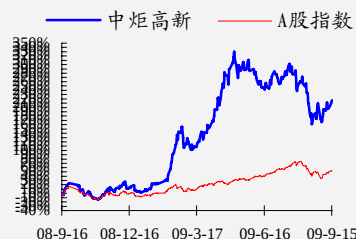
业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	96,652	-7.73	7,975	7.80	0.11		88.64	
2009E	96,400	-0.26	10,334	29.58	0.14		71.07	
2010E	158,700	64.63	16,929	63.82	0.23		43.26	
2011E	353,300	122.62	66,976	295.63	0.92		10.81	

谨慎推荐

2009 年 9 月 18 日

走势图



市场数据 2009-9-18

收盘价:	9.95 元
52 周最高价:	13.40 元
52 周最低价:	2.61 元
平均持仓成本:	9.84 元

基本数据 2009Q2

总股本 (万股):	72,422
流通 A 股 (万股):	72,422
每股收益 (元):	0.07
每股净资产 (元):	2.18
每股经营现金流 (元):	0.08
市净率:	4.47

分析师: 潘喜峰

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

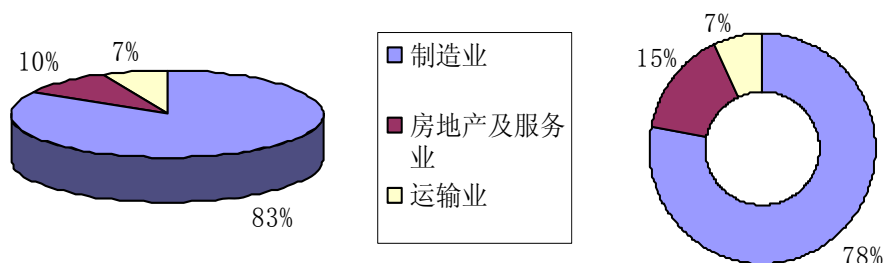
一、公司经营现状分析

中炬高新是全国53个国家级高新区中的首家上市公司。公司以国家级高新区为依托、致力于资产经营和资本运营业务，投资范围涉及高新区开发与招商、房地产业、健康食品业、汽车配件业、航运服务业等多个领域。十多年来，中炬高新凭借珠三角地区突出的区位优势，在“高新技术产业投资”和“国家级高新区招商”两大领域取得了持续、稳定的发展，成功开发了中炬高新产业园、中炬汽配工业园、中国绿色健康食品产业基地和国家火炬装备制造业基地等四个各具特色的工业园，形成了42万平方米的自有物业。

2009年上半年，公司实现营业总收入4.6 亿元，同比减少1486 万元，减幅为3.13%；实现归属母公司的净利润5018 万元，同比下降139 万元，降幅2.69%；扣除非经常性损益后的净利润2695 万元，同比增加1884 万元，增幅232.3%；每股收益为0.07 元；净资产收益率为3.17%。公司经营状况与2008年上半年相比有所好转。

公司的营收主要来自制造业、房地产及服务业务和运输业务三大业务。目前，制造业相关业务的营收和毛利对公司的影响举足轻重。房地产及服务业务对营收的影响相对还比较小。而在公司上半年转让了所持中港客运联营公司60%的股权后，运输业务则从主营业务中去除了，短期内这将对公司的营收增长产生一定的影响。

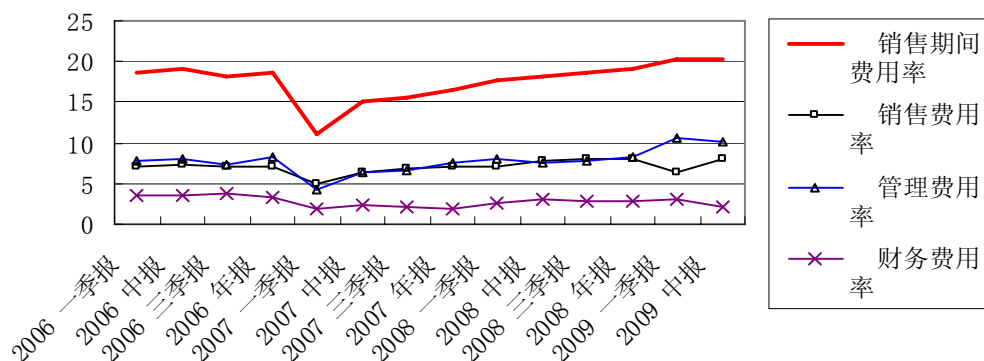
图1 公司的营收结构和毛利结构



资料来源：东北证券金融与产业研究所

近几年，公司的期间费用率呈逐年上升的走势。2009 年上半年，期间费用率达到近几年的最高点 20.18%。2009 年期间费用率上升重要是由于管理费用率增长较快造成的。随着公司电池和调味品新项目的投入建设，公司期间费用率短期内下降可能性不大。

图 2 公司期间费用率的变化



资料来源：东北证券金融与产业研究所

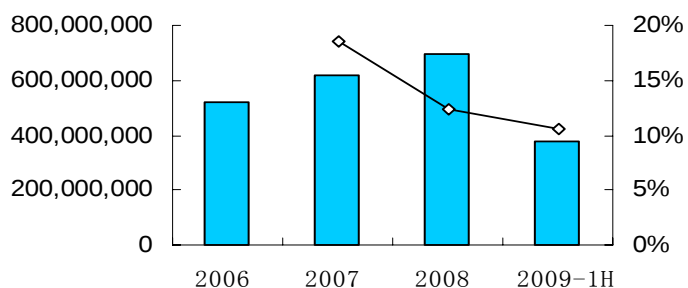
二、公司主营业务分析

1、制造业产品业务

公司制造业产品主要包括调味品、电池和精工产品等。总的来看，制造业产品的营收呈逐年增长态势，但是近两年增速有所放缓。2009 年上半年，公司制造业相关产品的综合毛利率达到 26.57%，比 2008 年全年水平 19.15%大幅提高了 7.42 个百分点，经营状况明显好转。

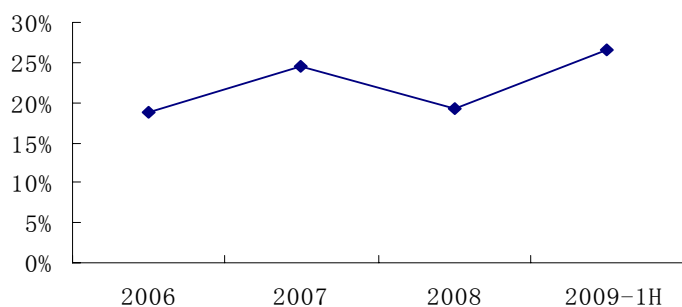
图 3 制造业产品的营收及增长率

单位：元



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 4 制造业产品的毛利率变化



资料来源：东北证券金融与产业研究所

1.1 调味品业务是营收稳定的基石

调味品产品由公司全资子公司美味鲜调味食品有限公司生产和销售。公司占地面积为1000亩，年生产能力为50万吨，拥有厨邦、美家、岐江桥三大品牌。主要产品有：酱油、鸡粉、鸡汁、蚝油、食醋、腐乳、调味酱、调味粉、味精九大系列，共100多个品种，300多个规格。

图5 公司系列调味品



资料来源：东北证券金融与产业研究所

近年来，公司的产销量在全国同行业中处于前列之一。公司通过了 ISO9001 质量管理体系和食品安全管理体系认证，获得 QS 证书。近年来，公司还相继获得“广东省著名商标”、“广东省名牌产品”、“中国名牌产品”等荣誉。

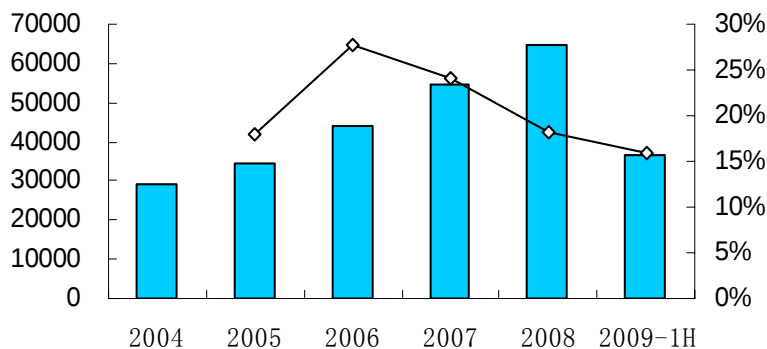
厨邦酱油是美味鲜酱油产品的代表作，其味道鲜美、酱香浓郁，主要营养物质氨基酸态氮含量高达 1.3g/100ml，比国家一级标准还高出 85%，被誉为高档酱油的代名词。厨邦酱油曾荣获“人民大会堂宴会用酱油”产品，是全国同行业中首个也是唯一一个获此殊荣的企业。目前厨邦产品已经畅销全国各地，并远销美国、英国、法国、日本、俄罗斯、澳大利亚和东南亚等 30 多个国家和地区。

调味品是近几年公司业绩稳定的基石。2009年上半年，公司下属企业广东美味鲜调味食品公司扩产工程进展顺利，市场得到进一步扩大，上半年实现主营业务收入3.65 亿元，同比增加4720万元，增长15%。目前调味品的营收占制造业产品营收的96.05%，占2009年上半年总营收的79.35%，调味品产品对公司业绩的重要性可见一斑。近几年公司调味品产品的营收稳步增长，但其净利润率受原材料价格和市场竞争的影响有一定波动。2008年10月份以来，大豆的价格指数受经济危机的影响明

显下降。2009年上半年，调味品毛利率的回升应该就是得益于此，预计整个2009年调味品的赢利都应该保持在较好的水平上。

图 6 调味品的营收及增长率

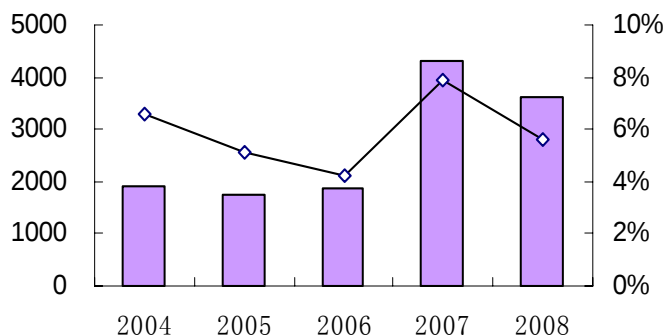
单位：万元



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 7 调味品的净利润和净利润率

单位：万元



资料来源：东北证券金融与产业研究所

目前美味鲜调味食品公司的酱油产能接近20万吨。2008年，公司又增资2000万元进行三期扩产工程建设，工程于2008年11月动工，预计2010年下半年竣工达产，达产后酱油的产能可达32万吨。扩产项目将保证调味品产品的营收在今后几年内稳步增长。

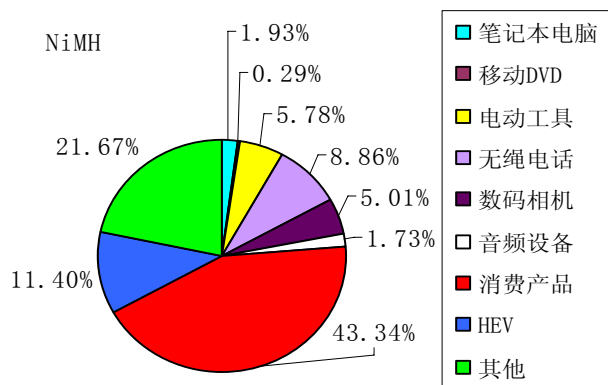
1.2 镍氢动力电池业务是公司业绩能否大幅增长的关键

中炬高新的控股子公司中炬森莱成立于1993年，主要从事镍氢电池、镍镉电池、锂电池、动力电池、手机电池的研发、生产和销售。中炬森莱工程技术研究开发中心是公司电池项目的主要开发平台。十五期间，一直承担国家863项目—动力电池产业化开发项目的研究工作。公司取得过3项国家专利、10多项发明和实用新型专利，共有10多个项目通过国家科技部验收，获得国家和省级重点新产品、科技进步奖项近30项。公司能够生产镍镉、镍氢动力电池（组）和移动通讯电源

三大系列、300余种规格的产品，质量稳定可靠，产品已广泛应用于通讯、电动工具和移动电源等领域。

近几年，镍氢电池市场的竞争日趋激烈，而锂离子电池对镍氢电池的强势替代使其基本退出了手提电脑和手机等高端市场。2007年以来的原材料镍价大幅增长和2008年下半年的经济危机带来的需求减弱都令镍氢电池行业面临巨大的压力。

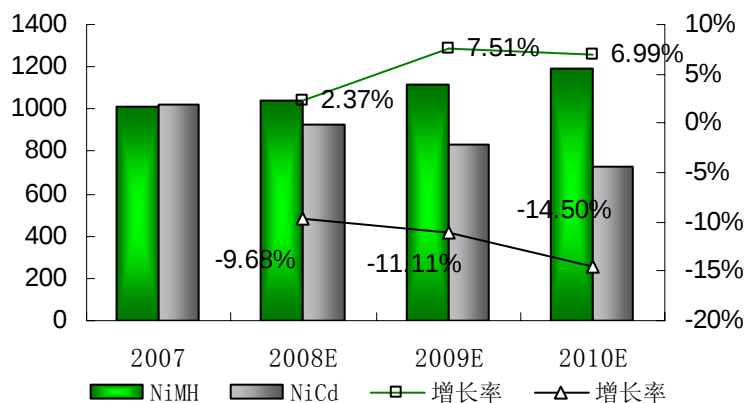
图8 镍氢电池的市场划分



资料来源：中国化学与物理电源行业协会、东北证券金融与产业研究所整理

图9 镍氢、镍镉电池产量预测

单位：百万支

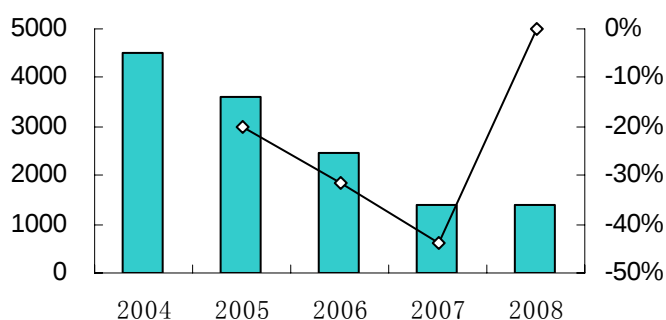


资料来源：中国化学与物理电源行业协会、东北证券金融与产业研究所整理

近几年，公司镍系二次电池业务受上述因素影响而明显陷入困境。公司镍系电池的收入逐年下降，营业收入已经降到2008年的1387万元左右。自2006年以来，公司镍氢电池产品就已经处于严重亏损状态。2009年上半年的情况也不容乐观，据公司中报显示，中炬森莱公司的收入继续下降，而亏损也有扩大态势。2009年下半年，随着全球经济的企稳复苏，镍氢电池的下游需求有望好转，公司镍氢电池业务有望迎来转机。由于公司传统镍系电池产品的营收规模太小，其经营状况的变化对公司业绩的影响不大。

图 10 镍氢电池产品的营收及增长率

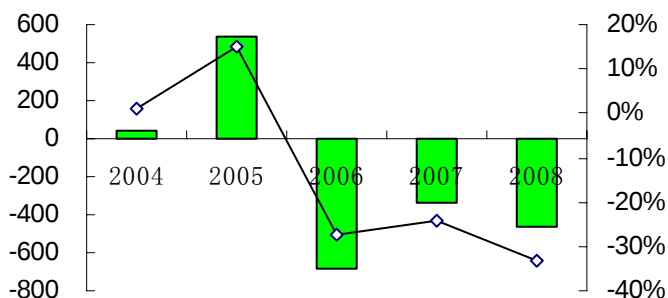
单位: 万元



资料来源: 东北证券金融与产业研究所

图 11 镍氢电池产品的净利润及净利润率

单位: 万元

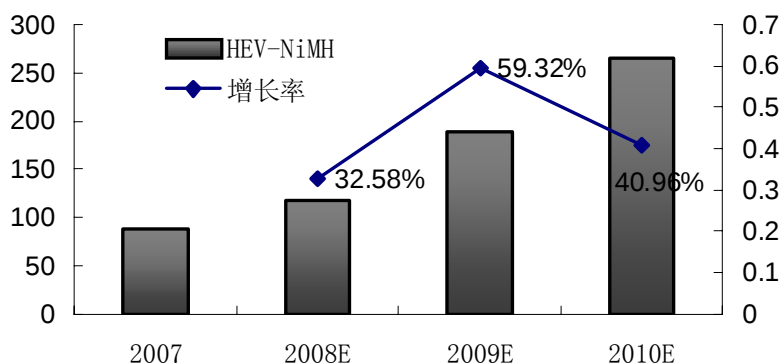


资料来源: 东北证券金融与产业研究所

镍氢动力电池在新能源领域的良好应用前景给镍氢电池行业带来巨大的机遇。目前，在市场上销售的混合动力车绝大部分在采用镍氢电池作为辅助动力。就目前的二次电池材料和电池技术的发展阶段而言，在HEV汽车所用的动力电池中，镍氢动力电池的技术仍是最为成熟的，综合性能最好。虽然锰酸锂和磷酸铁锂等锂离子电池正极材料的技术进步使锂离子动力电池在新能源汽车领域中的应用前景最为看好。但短期内，锂离子动力电池的应用还处在由科研到市场的导入期，还要经受大规模商业化的考验。

世界上混合动力汽车销售量最大的公司是日本的丰田汽车公司，已有十年的销售业绩。而丰田普锐斯作为大众最耳熟能详的混合动力车型，到2008年5月份已取得了全球销量突破100万辆的成绩，是真正实现规模化生产和销售的新能源汽车。丰田已经具备11种混合动力车型的产品线，现阶段的累计销售数量已达到170万辆。丰田的计划是到2018年实现所有的车型混合动力化。据中国化学与物理电源行业协会测算，2008年全世界用于HEV的镍氢电池数量已经达到1.18亿支。随着新能源汽车时代的逐步到来，镍氢动力电池的市场份额仍将保持一定增长。

图 12 镍氢电池在 HEV 汽车中的用量及增长率 单位：百万支



资料来源：中国化学与物理电源行业协会、东北证券金融与产业研究所

在国内，中炬森莱在镍氢动力电池方面的研究水平处于前列。公司现有在职员工 500 余人，其中专业技术人员数十人，由中国电池领域资深专家、高级工程师、工程师等组成。公司是国内最早规模化生产镍氢电池的几家公司之一。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发”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”。公司还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。公司已经向重庆长安、安徽奇瑞、长春一汽、武汉东风、北汽控股和天津夏利等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，并已经完成与上述六家厂商的配套标准对接过程。公司的镍氢动力电池组已经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。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。公司在镍氢动力电池组生产方面的技术风险很小。

目前公司已经具备年产 2000 万 Ah 的镍氢动力电池的生产能力。经公司董事会、股东大会审议通过，公司拟投资 13.15 亿元，建设 3.63 亿安时动力电池总成扩产建设项目。项目分两期实施，第一期在 2009-2010 年进行，投资 3.38 亿元，新增 8000 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。资金来源为股东自筹增资投入、银行贷款和国家专项扶持资金。鉴于今后 3 到 5 年内，镍氢电池仍将是混合动力车的主流电池，公司的镍氢动力电池项目的前景是比较看好的。现在最大的不确定性在于国内新能源汽车的发展速度能有多快。由于统一的行业标准和相关基础配套设施还没有，因此我们对项目的前景持谨慎乐观的态度。

2、房地产业务

2.1 园区出租和物业管理业务

公司经营管理的中炬高新产业园、中炬汽配工业园、中国绿色健康食品产业基地和国家火炬装备制造业基地等四个各具特色工业园形成了 42 万平方米的自有物业。中炬高新可为进区企业提供土地、厂房、宿舍及配套设施、物业出租出售、工程监理、企业申办、园区物业管理等一站式服务。目前已有近 200 家企业落户产业园区，其中包括住友、佳能、伊藤忠等世界 500 强企业和花王、宏基、豪利士、台达、东和、三井化学、日信等世界知名企业以及珠江啤酒、美味鲜、咀香园等国内著名企业。

图 13 园区内的企业

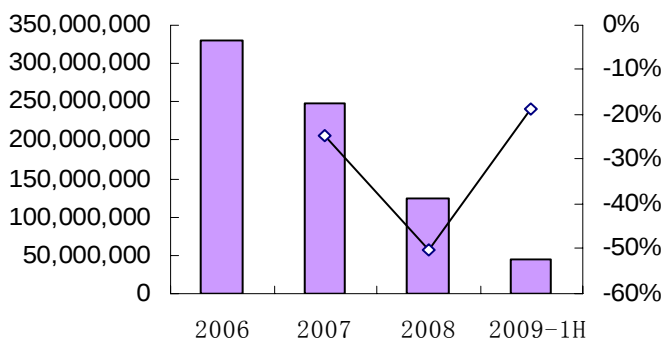


资料来源：东北证券金融与产业研究所

2009 年上半年，受国际金融危机的影响，园区客商退租情况有所增加，公司上半年物业出租率呈逐月下降的趋势，平均物业出租率为 84%，比去年同期下降了约 11 个百分点，租金管理费等现金收入同比减少 10.3%。随着全球经济的转暖，2009 年下半年，园区出租业务有望企稳回升。

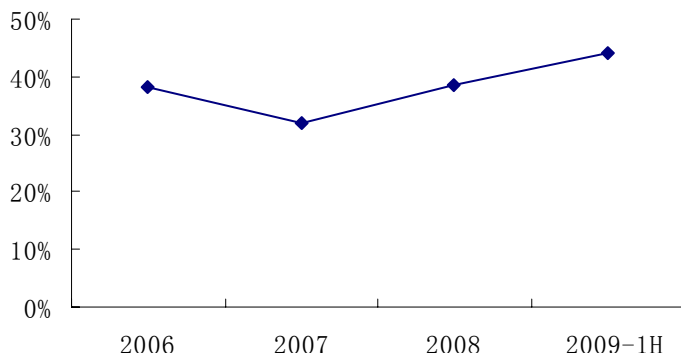
图 14 房地产及服务业务的营收及增长率

单位：元



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 15 房地产及服务业务的毛利率变化



资料来源：东北证券金融与产业研究所

2.2 房地产开发业务是业绩增长的又一“引擎”

公司控股子公司中汇合创房地产有限公司是广珠轻轨中山站商业圈的主要开发商，是中炬高新进军房地产领域的投资平台，拥有该片区核心地段 1500 亩的土地。广珠轻轨中山站商圈东倚京珠高速，西临中江高速，地理位置条件较好。未来广珠轻轨开通，中山站将一跃成为珠三角交通要塞，坐拥“南北逢源、东西联手”的独特区位优势，瞬间融入珠三角“一小时经济圈”，未来其开发潜力很大。

公司通过应收违约金转股，承接未到位出资等方式，对中汇合创房地产公司的持股比例增加到 79.16%，房地产权益面积增加到 1825 亩。目前中汇合创房地产公司已逐步完善了内部管理架构，并开展了房地产项目的前期市场调研和整体规划设计，预计可在年底进行首期工程的开工建设，其发展前景比较好。

三、赢利预测与估值分析

3.1 调味品

调味品产品仍将是稳定公司营收的基石。预计随着新增产能的释放，调味品的营收将维持稳定增长的态势。但是该项业务成长潜力有限，对 EPS 的贡献也有限。

表 1 调味品盈利预测表

	2008	2009	2010	2011
调味品/亿元	6.46	7.62	9.53	11.91
增长率		18%	25%	25%
净利润率	5.57%	6.00%	5.50%	5.50%
净利润/万元		4573.68	5240.68	6550.84
EPS/元		0.06	0.07	0.09

3.2 镍氢动力电池产品

公司镍氢动力电池组项目的潜在成长空间巨大，有可能给公司业绩带来超预期

增长。但是由于国内新能源汽车的发展速度低于我们的预期，对该项目我们暂持谨慎乐观态度。

表 2 动力电池产品盈利预测表

	2009	2010	2011
销量/套	1000	10000	25000
单价/万元	5.5	5	5
净利润率	20%	18%	16%
净利润/万元	1100	9000	20000
EPS/元	0.02	0.12	0.28

3.3 房地产项目

公司的园区租赁和服务业务的营收虽然受经济形势影响而有所下降，但从长期来看仍能为公司稳定贡献收益，但成长空间有限。公司的房地产开发业务有可能给业绩带来超预期的增长，其潜力巨大。

表 3 园区租赁和服务业务盈利预测表

	2008	2009	2010	2011
营收/亿元	1.23	1.17	1.34	1.61
增长率		-5%	15%	20%
净利润率		20%	20%	20%
净利润/万元		2337	2687.55	3225.06
EPS/元		0.03	0.04	0.04

表 4 房地产开发业务盈利预测表

房地产开发	2009	2010	2011
净利润	0	0	37200
EPS	0	0	0.51

根据我们的预测，公司 2009、2010、2011 年的每股收益为 0.14 元、0.23 元、0.92 元。对应 2009 年 9 月 18 日收盘价 9.95 元的市盈率为 71.07 倍、43.26 倍和 10.81 倍。公司 2010 年业绩的不确定性较大，暂给与公司谨慎推荐的评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209