

中炬高新：动力电池，腾飞在即

2009 年年报、2010 年一季报点评

报告关键点：

动力锂电池业务将以国家补贴政策为契机迅速做大

报告摘要：

- 业绩平稳增长，低于我们的预期：2009年公司实现营业收入约9.6亿元，同比基本持平，净利润6866万元，折合EPS为0.09元，同比略有下滑。扣除非经常性损益，则2009年净利润同比2008年增长80%。2010年一季度实现营业收入2.74亿元，同比增长34%，净利润2465万元，折合EPS为0.03元，同比增长95%左右。此外，公司董事会决定拟向全体股东每10股送1股派现0.15元（含税）。
- 美味鲜三期扩能计划如期推进：2009年，美味鲜扩产三期工程完成首阶段土建施工，预计2010年下半年竣工投产；达成后企业生产能力将超过30万吨。2009年美味鲜实现营业收入8亿元，预计2010年、2011年、2012年将分别实现营业收入10亿元、15亿元、20亿元，净利润分别为1亿元、1.5亿元、2亿元。
- 房地产项目2011年开始贡献业绩：中山站商住地首期工程，在2010年3月正式动工，建设面积约15万平方米，项目可在年底前开盘销售，并为2011年的业绩作出贡献。加上公司物业出租，预计2010年、2011年将分别实现营业收入1.5亿元、7.5亿元、10亿元，归属于上市公司净利润分别为0.24亿元、1.2亿元、1.6亿元。
- 动力电池业务将以国家补贴政策为契机迅速做大：2010年3月19日，广东省政府发布《广东省电动汽车发展行动计划》，提出到2015年广东省形成20万辆以上电动汽车综合生产能力，公司将作为广东省政府重点扶持企业进军新能源汽车领域；预计国家对个人消费者购买节能与新能源汽车的补贴政策将在今年7月份出台，由于混合动力车对于充电站等配套基础设施没有要求，中炬森菜的镍氢动力电池将首先受益国家的这一补贴政策。报告期内，公司全面开展动力电池扩产项目的前期工作，包括可行性研究、关键生产工艺、分选工艺的改良、材料国产化、关键设备的开发和选型工作、确定镍氢电池试验室及锂离子电池试验室的方案，成为国内几个主要整车厂的唯一或主要供应商。公司已制定了首期1亿元左右的扩产投资计划，首期建设拟在2010年动工，2011年竣工投产，为公司新增约2000万Ah的产能，届时公司动力电池产能将达到4000万Ah。值得注意的是，在前期跟公司有多年合作经验的六家整车厂（重庆长安、长春一汽、武汉东风、安徽奇瑞、天津夏利、北汽控股）中，有一家特许中炬森菜为动力电池独家供应商，另有几家选择中炬森菜为主要供应商。据媒体报道，“未来几年长安汽车新能源汽车比例将快速提高，2012年前争取在全部产品中达到10%的比例，2012年长安汽车计划产销新能源汽车15万辆”，公司作为国内混合动力轿车镍氢动力电池龙头企业，将分享到如长安汽车等的节能与新能源汽车产业化的盛宴。保守估计2010年、2011年公司动力电池组销售量分别为4000套、40000套、100000套，将分别实现营业收入0.8亿元、8亿元、20亿元，归属于上市公司净利润分别为0.106亿元、1.056亿元、2.64亿元。
- 长期看好公司发展前景，维持买入-A投资评级：由于国家对节能与新能源汽车政策推进进程不如我们此前预期，我们调低此前盈利预测，预计2010、2011、2012年EPS分别为0.19元、0.52元、0.86元。公司在动力电池领域的先发优势决定了公司未来将充分分享到节能与新能源汽车大规模推广的盛宴，按照2011年30倍PE，我们认为公司12个月合理目标价为15.6元（调低目标价，此前为17.6元），维持买入-A投资评级不变。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	966.5	959.5	1,290.7	3,087.7	4,978.5
Growth(%)	-7.7%	-0.7%	34.5%	139.2%	61.2%
净利润	79.7	68.7	135.0	375.0	624.5
Growth(%)	7.8%	-13.9%	96.7%	177.7%	66.5%
毛利率(%)	23.0%	27.3%	29.8%	34.7%	36.7%
净利润率(%)	8.3%	7.2%	10.5%	12.1%	12.5%
每股收益(元)	0.11	0.09	0.19	0.52	0.86
每股净资产(元)	2.56	2.57	2.63	3.18	4.10
市盈率	81.7	94.9	48.3	17.4	10.4
市净率	3.5	3.5	3.4	2.8	2.2
净资产收益率(%)	4.6%	3.8%	7.1%	19.2%	27.0%
ROIC(%)	11.8%	6.4%	10.9%	23.5%	21.9%
EV/EBITDA	44.7	55.3	33.7	14.3	9.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.7%	2.9%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 15.60 元

期限： 12 个月 上次预测： 17.60 元

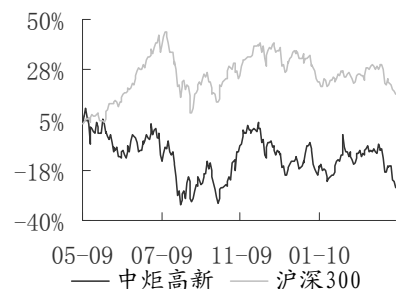
现价： 9.00 元

报告日期： 2010-04-30

市场数据

总市值(百万元)	6,517.94
流通市值(百万元)	6,517.94
总股本(百万股)	724.22
流通股本(百万股)	724.22
12 个月最高/最低	7.96/13.40 元
十大流通股东(%)	25.65%
股东户数	117,369

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(10.53)	(6.40)	(41.80)
绝对收益	(19.64)	(10.90)	(25.13)

研究员

刘军 首席行业分析师
021-68766167 liujun@essence.com.cn

执业证书 S1450208100171

谭志勇 助理行业分析师
021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

中炬高新：国内镍氢动力电池组技术龙头
2009-12-16

中炬高新：电池霸主 地产新贵
2009-05-13

中炬高新：动力电池霸主显露雏形
2009-04-29

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	966.5	959.5	1,290.7	3,087.7	4,978.5	成长性					
减: 营业成本	744.2	697.5	905.5	2,016.9	3,152.0	营业收入增长率	-7.7%	-0.7%	34.5%	139.2%	61.2%
营业税费	13.5	10.2	12.9	30.9	49.8	营业利润增长率	-29.6%	-21.8%	172.4%	226.7%	81.5%
销售费用	77.8	84.8	85.2	216.1	348.5	净利润增长率	7.8%	-13.9%	96.7%	177.7%	66.5%
管理费用	80.0	103.7	103.3	247.0	398.3	EBITDA 增长率	-8.4%	-19.6%	76.7%	191.1%	78.3%
财务费用	28.0	18.5	22.4	42.5	72.1	EBIT 增长率	-17.8%	-25.1%	136.0%	209.8%	80.6%
资产减值损失	-1.3	1.3	2.6	15.2	15.9	NOPLAT 增长率	10.7%	-22.9%	80.3%	209.8%	80.6%
加: 公允价值变动收益	-0.7	0.4	-	-	-	投资资本增长率	42.1%	5.1%	44.1%	94.0%	50.9%
投资和汇兑收益	50.8	14.4	-	-	-	净资产增长率	19.1%	0.3%	2.3%	20.7%	29.2%
营业利润	74.6	58.3	158.9	519.0	942.0	利润率					
加: 营业外净收支	29.9	27.3	-	-	-	毛利率	23.0%	27.3%	29.8%	34.7%	36.7%
利润总额	104.5	85.7	158.9	519.0	942.0	营业利润率	7.7%	6.1%	12.3%	16.8%	18.9%
减: 所得税	18.6	15.4	23.8	77.9	141.3	净利润率	8.3%	7.2%	10.5%	12.1%	12.5%
净利润	79.7	68.7	135.0	375.0	624.5	EBITDA/营业收入	14.7%	11.9%	15.6%	19.0%	21.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	10.6%	8.0%	14.0%	18.2%	20.4%
货币资金	289.4	234.7	129.1	308.8	497.8	运营效率					
交易性金融资产	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2	固定资产周转天数	90	82	56	27	21
应收帐款	75.7	41.4	101.9	243.7	393.0	流动营业资本周转天数	278	355	328	252	271
应收票据	0.8	0.3	0.4	0.9	1.5	流动资产周转天数	538	538	425	298	318
预付帐款	162.6	239.3	338.9	560.9	907.7	应收帐款周转天数	34	29	19	16	18
存货	852.6	881.6	1,144.6	2,549.5	3,984.3	存货周转天数	311	326	283	216	237
其他流动资产	85.3	-	-64.9	-209.5	-435.5	总资产周转天数	968	1,010	824	497	469
可供出售金融资产	27.6	191.3	191.3	191.3	191.3	投资资本周转天数	425	515	479	347	357
持有至到期投资	62.5	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	22.8	62.2	62.2	62.2	62.2	ROE	4.6%	3.8%	7.1%	19.2%	27.0%
投资性房地产	678.6	674.7	674.7	674.7	674.7	ROA	3.2%	2.6%	4.3%	8.2%	10.5%
固定资产	243.8	192.4	207.5	255.1	329.3	ROIC	11.8%	6.4%	10.9%	23.5%	21.9%
在建工程	32.2	123.9	291.5	622.4	920.2	费用率					
无形资产	65.7	77.6	76.9	76.3	75.7	销售费用率	8.0%	8.8%	6.6%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	47.0	15.7	16.6	17.4	18.1	管理费用率	8.3%	10.8%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	2,647.2	2,736.3	3,172.0	5,354.8	7,621.5	财务费用率	2.9%	1.9%	1.7%	1.4%	1.4%
短期债务	327.1	253.9	640.9	2,052.6	3,282.5	三费/营业收入	19.2%	21.6%	16.3%	16.4%	16.4%
应付帐款	199.9	182.8	237.4	528.7	826.3	偿债能力					
应付票据	17.3	8.8	11.4	25.4	39.7	资产负债率	29.9%	32.0%	39.9%	57.1%	61.0%
其他流动负债	94.3	57.6	43.1	8.6	-47.1	负债权益比	42.7%	47.0%	66.5%	132.9%	156.6%
长期借款	126.6	305.0	305.0	405.0	505.0	流动比率	2.23	2.54	1.76	1.32	1.30
其他非流动负债	7.3	19.2	21.6	27.3	36.6	速动比率	0.93	0.94	0.54	0.34	0.33
负债总额	791.7	874.5	1,266.6	3,055.4	4,651.5	利息保障倍数	3.66	4.16	8.10	13.21	14.07
少数股东权益	335.1	238.5	150.7	210.2	368.8	分红指标					
股本	724.2	724.2	724.2	724.2	724.2	DPS(元)	-	-	0.06	0.16	0.26
留存收益	798.1	900.5	1,030.5	1,365.0	1,877.0	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,855.5	1,861.8	1,905.4	2,299.4	2,970.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.7%	2.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	85.9	70.3	135.0	375.0	624.5	EPS(元)	0.11	0.09	0.19	0.52	0.86
加: 折旧和摊销	39.1	37.1	20.0	24.4	30.9	BVPS(元)	2.56	2.57	2.63	3.18	4.10
资产减值准备	-1.3	1.3	2.6	15.2	15.9	PE(X)	81.7	94.9	48.3	17.4	10.4
公允价值变动损失	0.7	-0.4	-	-	-	PB(X)	3.5	3.5	3.4	2.8	2.2
财务费用	21.7	33.0	19.6	22.4	42.5	P/FCF	-25.8	48.8	-66.4	-342.1	-141.6
投资收益	-50.8	-14.4	-	-	-	P/S	6.7	6.8	5.0	2.1	1.3
少数股东损益	3.1	-1.7	-	66.2	176.2	EV/EBITDA	44.7	55.3	33.7	14.3	9.4
营运资金的变动	-35.7	9.7	-281.2	-1,361.7	-1,454.1	CAGR(%)	72.6%	125.0%	99.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	107.0	45.0	-101.2	-838.4	-534.6	PEG	1.1	0.8	0.5	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-218.7	-208.8	-203.0	-403.0	-403.0	ROIC/WACC	1.2	0.6	1.1	2.3	2.2
融资活动产生现金流量	21.8	108.0	319.1	1,356.7	1,070.4	REP	4.1	7.1	3.1	0.9	0.8

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,7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,并连续入围权威排名,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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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