



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

公司动态
研究报告

2010 年 4 月 28 日

小盘股

研究部

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069

zenglb@cicc.com.cn

徐继强

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209070094

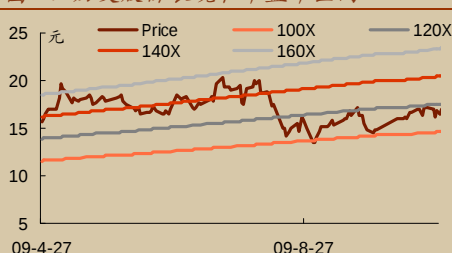
xujq@cicc.com.cn

中性

科力远(600478.CH)

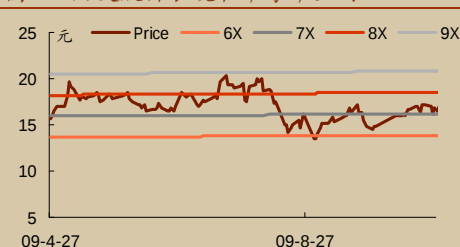
09 年业绩低于预期

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: Wind 资讯、中金公司研究部

图 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: Wind 资讯、中金公司研究部

图 3: 公司分业务收入预测

	2009	2010	2011
汽车电池销量(套)	-	1,000	10,000
营业收入(百万元)	1,379	1,676	2,315
传统二次电池	329	460	778
镍产品	194	333	410
贸易	829	829	829
汽车电池	-	27	270
其他	28	28	28

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图 4: 公司盈利预测调整表

	2009	2010	2011	2009	2010	2011
营业收入	1,472	1,373	1,860	1,676	2,770	2,315
营业成本	20	10	70	50	240	147
营业利润	1,452	1,363	1,790	1,626	2,530	2,168
净利润	28	19	61	47	106	127
每股收益	0.09	0.07	0.20	0.15	0.34	0.40

资料来源: 中金公司研究部

公司近况:

公司公布 2009 年报:2009 年实现营业收入 13.79 亿元,同比下降 19%;实现净利润 1900 万元,同比下降 46%;取得每股收益 0.07 元。

公司 2009 年分配方案为每 10 股配现金股利 0.30 元。

公司同时公布 2010 年一季报:一季度实现营业收入 2.68 亿元,同比下降 11%;实现净利润 412 万元,同比下降 32%;取得每股收益 0.01 元。

评论:

2009 年业绩大幅低于预期。公司 2009 年业绩较我们预期低 25%,主要受:1) 尽管从年报推算,产品销量应与我们预期接近,但由于售价大幅低于我们预期,营业收入较我们预期低 7%;2) 管理费用及财务费用增长超我们预期。

泡沫镍业务毛利率大幅上升,但 2010 年将恢复至正常水平:尽管泡沫镍售价低于预期,但公司 2009 年初进口镍所产生的进项税中“不可抵扣税额抵减额”在会计上需冲减产品成本,同时,公司亦转回了 2008 年计提的存货跌价准备,两者合计导致 2009 年毛利率上升至 18.9%。但我们判断如此高毛利率 2010 年应不能持续,我们预计 2010 年泡沫镍业务毛利率为 13.7%。

镍氢动力电池业务起步仍需等待政策,下调今明两年新能源汽车产量预测。国内有关新能源汽车推广政策迟迟低于市场预期,我们现在悲观预计年内新能源汽车市场大幅启动的可能性已经很小,因此我们将 2010、2011 年国内混合动力新能源汽车产量预测分别下调至 10,000 辆及 100,000 辆。将科力远镍氢动力电池销量分别下调至 1,000 套及 10,000 套,分别对应 10%市场份额。

分别下调 2010、2011 年盈利预测 18%和 31%。基于对镍氢动力电池销量以及泡沫镍销量的下调,我们分别将公司 2010、2011 年盈利下调 18%和 31%。调整后 2010、2011 年每股收益分别为 0.16 元、0.40 元。

股价催化剂与投资建议:

我们预计年内进一步颁布推动新能源汽车发展政策的可能性仍然较高,但新政策预计仍难实质推动新能源汽车市场迅速启动,2010 年新能源汽车板块仍将以政策性交易机会为主。科力远当前股价对应 2010 年市盈率 118 倍,估值偏高,我们维持“中性”评级。

图表 5：分季度财务数据

(百万元)	08 Q1	08 Q2	08 Q3	08 Q4	09 Q1	09 Q2	09 Q3	09 Q4	10 Q1	QoQ	YoY	2009	YoY
营业收入	247	429	480	546	351	359	368	301	268	-11%	-24%	1,078	-37%
营业成本	212	381	424	558	325	326	330	271	238	-12%	-27%	981	-38%
毛利	34	47	56	-13	25	33	38	31	30	-1%	20%	96	-23%
营业税金及附加	0	0	1	0	0	0	0	2	0	-91%	-59%	1	-6%
销售费用	5	6	6	6	6	6	7	7	6	-17%	10%	18	-22%
管理费用	10	9	10	21	9	18	18	19	15	-20%	64%	45	-9%
财务费用	8	6	3	2	6	6	8	5	6	6%	-8%	20	12%
资产减值损失	-	1	1	8	-0	2	-1	-2	-0	n.m.	n.m.	1	-94%
营业利润 (仅主业)	11	25	36	-50	4	1	6	-1	4	n.m.	-10%	11	-53%
公允价值变动净收益	-1	1	0	-1	-	-	-	0	-	n.m.	n.m.	-	n.m.
投资净收益	-	-3	-2	5	-	-0	0	0	-	n.m.	n.m.	0	n.m.
汇兑净收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.m.	n.m.	-	n.m.
营业利润	10	23	34	-46	4	1	6	-1	4	n.m.	-10%	11	-50%
营业外收入	1	0	7	18	1	8	0	5	2	-65%	33%	9	-65%
营业外支出	1	1	0	0	0	0	0	0	0	243%	833%	0	-96%
税前利润	10	23	42	-28	5	9	6	4	5	16%	-7%	20	-57%
所得税费用	2	5	13	-10	1	3	3	-2	1	n.m.	83%	6	-40%
净利润	8	17	29	-18	5	6	3	6	4	-32%	-17%	13	-62%
少数股东收益	-	-	-	-	-	0	-0	-0	-0	n.m.	n.m.	0	n.m.
归属于母公司净利润	8	17	29	-18	5	5	3	6	4	-32%	-14%	13	-63%
每股收益 (元)	0.06	0.10	0.18	-0.21	0.02	0.01	0.01	0.02	0.01	-50%	-50%	0.05	-62%
毛利率	13.9%	11.0%	11.7%	-2.3%	7.2%	9.1%	10.4%	10.1%	11.3%	1.2 pp	4.1 pp	8.9%	1.6 pp
销售费用率	2.2%	1.4%	1.3%	1.0%	1.6%	1.7%	1.8%	2.4%	2.3%	-0.1 pp	0.7 pp	1.7%	0.3 pp
管理费用率	4.1%	2.0%	2.0%	3.9%	2.6%	5.0%	4.9%	6.2%	5.6%	-0.6 pp	3.0 pp	4.2%	1.3 pp
营业利润率	3.9%	5.4%	7.2%	-8.5%	1.1%	0.3%	1.5%	-0.2%	1.4%	n.m.	0.2 pp	1.0%	-0.3 pp
税前利润率	4.2%	5.3%	8.7%	-5.2%	1.5%	2.5%	1.6%	1.4%	1.8%	0.4 pp	0.3 pp	1.9%	-0.9 pp
净利率	3.3%	4.1%	5.9%	-3.3%	1.4%	1.4%	0.9%	2.0%	1.5%	-0.5 pp	0.2 pp	1.2%	-0.9 pp

资料来源：Wind 资讯，公司资料，中金公司

图表 6: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

科力远 损益表 (人民币百万)						
600478	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	648	1,563	1,701	1,379	1,676	2,315
销售成本	598	1,416	1,576	1,252	1,506	1,996
营业费用	10	25	23	26	25	34
管理费用	19	37	49	64	55	87
EBIT	19	78	41	36	79	186
EBITDA	46	108	85	74	134	244
财务费用	13	31	18	26	29	39
投资收益	2	11	0	0	2	2
其他损益项	3	16	37	14	19	27
所得税	1	9	11	5	16	42
少数股东损益	0	0	0	0	2	14
归属于股东的净利润	7	50	36	19	45	113

科力远 资产负债表 (人民币百万)						
600478	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	94	114	169	231	108	143
应收帐款	98	212	238	165	325	352
预付帐款	22	83	230	149	-	180
存货	78	178	107	115	160	205
其他流动资产	25	28	46	51	56	93
流动资产	316	615	789	711	649	974
固定资产	293	358	390	447	643	902
长期投资	10	21	4	6	8	10
其他长期资产	17	65	61	362	474	418
长期资产	320	444	455	815	1,125	1,331
资产总额	636	1,059	1,245	1,526	1,774	2,305
短期借款	214	297	300	315	757	641
各项应付款	112	293	337	456	156	645
应交税费	-2	4	-18	-51	-	-
应付职工薪酬	0	1	1	1	1	2
其他流动负债	0	0	0	-	9	9
流动负债	325	595	620	720	923	1,297
长期借款	-	30	-	145	145	145
其他长期负债	0	0	4	6	7	8
长期负债	0	30	4	151	152	153
负债总额	325	626	624	871	1,075	1,449
少数股东权益	-	-	3	17	34	85
股本	124	124	286	286	286	286
公积金及未分配利润	188	310	332	351	379	484
股东权益	311	434	618	637	665	770
负债及股东权益	636	1,059	1,245	1,526	1,774	2,305

科力远 现金流量表 (人民币百万)						
600478	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	7	50	36	19	45	113
折旧/摊销	27	30	45	38	55	58
运营资本变化	-28	-166	-146	19	-315	195
其他项	12	19	18	26	-1	-1
经营活动现金流	18	-68	-47	102	-217	365
固定资产投资	-11	-7	-80	-185	-359	-257
其他投资活动	0	4	-33	-122	4	-
投资活动现金流	-10	-3	-112	-307	-355	-257
股权融资	-	-	176	15	-	-
借款变动	18	78	91	463	442	-116
其他融资活动	-13	-35	-50	-263	8	43
融资活动现金流	4	43	217	215	450	-72
现金(等价物)变化	12	-28	54	10	-123	35

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	6%	6%	16%	11%	10%	69%
行业板块	工业		二级行业		综合	
第一大股东	湖南科力远高技术		控股比率		23%	
	控股有限公司					
总市值(百万元)	5,313		流通市值(百万元)			3686
发行股数(百万股)	286.28		股票现价(元)			18.56

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	43%	141%	9%	-19%	22%	38%
销售毛利	-4%	192%	-15%	1%	34%	87%
EBITDA	4%	136%	-21%	-13%	81%	83%
EBIT	-5%	308%	-48%	-12%	122%	135%
净利润	20%	593%	-29%	-46%	133%	151%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
毛利率	7.7%	9.4%	7.4%	9.2%	10.2%	13.7%
营业费用率	1.6%	1.6%	1.4%	1.8%	1.5%	1.5%
管理费用率	2.9%	2.4%	2.9%	4.6%	3.3%	3.8%
EBITDA利润率	7.1%	6.9%	5.0%	5.4%	8.0%	10.6%
EBIT利润率	3.0%	5.0%	2.4%	2.6%	4.7%	8.1%
净利润率	1.1%	3.2%	2.1%	1.4%	2.7%	4.9%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动比率	0.97	1.03	1.27	0.99	0.70	0.75
速动比率	0.73	0.73	1.10	0.83	0.53	0.59
现金比率	15%	11%	14%	15%	6%	6%
资产负债率	51%	59%	50%	57%	61%	63%
债务/权益	1.04	144%	101%	137%	162%	188%
净债务/权益	0.39	49%	21%	36%	119%	84%
利息覆盖倍数	n.m.	5	2	2	2	4

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后利润/EBIT	38%	64%	88%	54%	57%	61%
×EBIT利润率	3.0%	5.0%	2.4%	2.6%	4.7%	8.1%
＝销售净利润率	1.1%	3.2%	2.1%	1.4%	2.7%	4.9%
×资产周转率	1.02	1.48	1.37	0.90	0.94	1.00
＝总资产收益率	1.1%	4.7%	2.9%	1.3%	2.5%	4.9%
×净资产/净资产	2.04	2.44	2.01	2.39	2.67	2.99
＝净资产收益率	2.3%	11.6%	5.8%	3.0%	6.8%	14.7%

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
投入资本回报率	2.3%	10.8%	5.7%	2.4%	5.3%	11.2%
平均资本回报率	2.4%	12.9%	6.6%	2.7%	5.4%	12.2%

每股指标分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.03	0.18	0.13	0.07	0.16	0.40
每股经营性现金流	0.14	-0.55	-0.17	0.36	-0.76	1.27
每股股息	0.00	0.00	0.10	0.03	0.03	0.03
每股净资产	2.52	3.51	2.16	2.23	2.32	2.69

估值分析				
	2008A	2009A	2010E	2011E
市盈率	148.3	274.8	117.8	47.0
市净率	3.7	8.3	8.0	6.9
股价/每股经营性现金流	0.0	0	0.0	0.0
红利收益率	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
DCF估值(RMB)	--			
目标股价(RMB)	--	预期收益率	--	--
目标市盈率	--	--	--	--
目标市净率	--	--	--	--

资料来源: Wind 资讯, 公司资料, 中金公司

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。