

科力远：湘南工厂发力，政策或再给力

公司变更部分募集资金公告点评

报告关键点：

- 变更部分募集资金改投湘南工厂
- 《节能与新能源汽车产业发展规划》或将加大对混合动力汽车的扶持力度
- 公司在镍氢动力电池的战略性布局或迎来收获季节

报告摘要：

- 变更部分募集资金改投湘南工厂：**公司公告根据全球混合动力汽车发展状况和公司对汽车用镍氢动力电池事业的定位与部署，拟变更募集资金13,500万元用途（占前次募集资金总额的33.75%），其中，约4,000万元用于股权收购，约9,500万元通过增资的方式投入湘南Energy株式会社用于营运资金。此举可以缩短项目建设周期，利用其自动化生产线及成熟的制造技术，获得年产约8万台套的混合动力汽车用镍氢动力电池的产能，更加快速地完成镍氢汽车动力电池大规模的市场化生产能力，从而更有利于抓住当前镍氢混合动力汽车发展的有利契机，确保公司在汽车动力电池商品化领域取得行业发展的领先地位，提高募集资金使用效率。
- 《节能与新能源汽车产业发展规划》或将加大对混合动力汽车的扶持力度：**据近日媒体报道，十二五期间，中、重度混合动力乘用车保有量达到100万辆。从2011到2020年的十年间，中央财政将投入1000亿元用于扶持新能源汽车产业，其中，200亿元用于推广混合动力汽车为重点的节能汽车。2015年前，中、重度混合动力汽车减半征收车辆购置税、消费税和车船税。若这些针对混合动力车的产业政策能够得以成行，将对混合动力汽车产业链重新注入活力，那么镍氢动力电池业务或将拨云见日。
- 公司在镍氢动力电池的战略性布局或迎来收获季节：**公司多年坚持在镍氢动力电池耕耘摸索，尽管在2010年财政部出台的对私家车的补贴政策当中，只给予了混合动力汽车按照节能汽车的3000元每台车的补贴，当时业界对国内以镍氢动力电池为能量载体的混合动力汽车的前景几乎一致性的不看好，但是，若报道中的“中、重度混合动力汽车减半征收车辆购置税、消费税和车船税”能够实现，相当于事实上政策层面又再一次承认了混合动力汽车与一般节能汽车的不一样，若算上这些优惠税率，那么以一台排量在1.6升的混合动力汽车为例计算，仅因购置税、消费税减半就能获得车价总额7.5%的税收优惠，加上原来的3000元的补贴，实际获得的优惠额度就能够达到近万元，已经能够覆盖一台混合动力汽车的镍氢动力电池的成本。适逢此时，公司又战略性地收购了日本湘南工厂，我们看好公司因政策暖意带来的相对明朗的产业前景。维持对公司的买入-A投资评级，6个月目标价32元。
- 风险提示：**政策风险、跨国经营风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,701.3	1,379.1	1,310.1	1,703.2	2,554.7
Growth(%)	93.0%	-18.9%	-5.0%	30.0%	50.0%
净利润	35.8	19.3	35.0	157.7	251.5
Growth(%)	39.8%	-46.0%	81.0%	350.5%	59.5%
毛利率(%)	1.3%	0.7%	10.7%	13.3%	19.6%
净利润率(%)	2.1%	1.4%	2.7%	9.3%	9.8%
每股收益(元)	0.11	0.06	0.11	0.50	0.80
每股净资产(元)	1.97	2.08	3.46	3.78	4.30
市盈率	230.2	426.7	235.7	52.3	32.8
市净率	13.3	12.6	7.6	6.9	6.1
净资产收益率(%)	5.8%	2.9%	3.2%	13.2%	18.6%
ROIC(%)	8.4%	4.5%	4.7%	11.2%	17.8%
EV/EBITDA	-253.3	-165.6	95.9	51.7	21.5
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

32.00 元

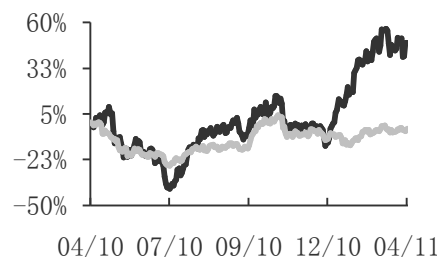
期限： 6个月 上次预测： 32.00 元

现价（2011年04月01日）： 26.21 元

报告日期： 2011-04-06

总市值(百万元)	8,251.52
流通市值(百万元)	6,102.09
总股本(百万股)	314.82
流通股本(百万股)	232.82
12个月最低/最高	10.33/28.30 元
十大流通股东(%)	9.17%
股东户数	43,075

12个月股价表现



— 科力远 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.18	48.19	51.95
绝对收益	1.24	51.25	48.00

谭志勇

 021-68765172
 执业证书编号

刘军

 021-68766167
 执业证书编号

行业分析师

 tanzy2@essence.com.cn
 S1450511020017

首席行业分析师

 liujun@essence.com.cn
 S1450511020010

前期研究成果

科力远：收购松下镍氢动力电池资产，动力电池霸主显露雏形

2011-02-09

科力远：联姻金川集团，扩张电池产能

2010-08-27

科力远：专利维权获胜，行业柳暗花明

2010-08-09

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-4-5		
利润表						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
2008	2009	2010E	2011E	2012E	成长性						
营业收入	1,701.3	1,379.1	1,310.1	1,703.2	2,554.7	营业收入增长率	93.0%	-18.9%	-5.0%	30.0%	50.0%
减: 营业成本	1,678.9	1,369.3	1,169.9	1,476.6	2,054.0	营业利润增长率	-21.4%	-53.0%	158.7%	277.1%	223.7%
营业税费	1.4	3.0	2.8	3.7	5.5	净利润增长率	39.8%	-46.0%	81.0%	350.5%	59.5%
销售费用	23.3	25.5	24.2	31.5	47.2	EBITDA 增长率	-254.0%	54.6%	-290.2%	82.6%	134.4%
管理费用	49.4	63.8	60.6	78.8	118.2	EBIT 增长率	1519.6%	28.2%	-148.9%	171.2%	200.8%
财务费用	18.2	25.9	13.9	10.4	9.0	NOPLAT 增长率	23.9%	-19.9%	15.5%	260.0%	55.8%
资产减值损失	10.4	-1.2	9.9	3.0	6.4	投资资本增长率	50.0%	11.6%	49.1%	-1.8%	-3.4%
加: 公允价值变动收益	-1.1	0.0	2.0	-2.1	-	净资产增长率	86.8%	5.5%	66.3%	9.4%	13.7%
投资和汇兑收益	-0.1	0.2	-5.0	-	-						
营业利润	21.2	10.0	25.8	97.1	314.4	利润率					
加: 营业外净收支	25.5	14.3	18.0	100.0	-	毛利率	1.3%	0.7%	10.7%	13.3%	19.6%
利润总额	46.7	24.2	43.8	197.1	314.4	营业利润率	1.2%	0.7%	2.0%	5.7%	12.3%
减: 所得税	10.8	4.9	8.8	39.4	62.9	净利润率	2.1%	1.4%	2.7%	9.3%	9.8%
净利润	35.8	19.3	35.0	157.7	251.5	EBITDA/营业收入	-1.8%	-3.4%	6.9%	9.7%	15.1%
资产负債表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	-3.7%	-5.9%	3.0%	6.3%	12.7%
货币资金	168.8	230.8	580.2	391.5	501.8	运营效率					
交易性金融资产	-	0.1	2.1	-	-	固定资产周转天数	70	109	126	107	79
应收账款	270.3	195.8	187.5	243.8	365.7	流动营业资本周转天数	76	81	111	127	74
应收票据	13.5	19.9	21.5	28.0	42.0	流动资产周转天数	119	196	258	231	162
预付帐款	229.7	149.2	150.4	151.9	153.9	应收帐款周转天数	36	52	47	44	41
存货	106.9	115.0	224.4	202.3	225.1	存货周转天数	20	29	47	45	30
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	200	362	488	415	290
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	157	245	339	309	201
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.2	6.3	20.0	20.0	20.0	ROE	5.8%	2.9%	3.2%	13.2%	18.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.9%	1.3%	1.7%	8.3%	11.3%
固定资产	390.4	446.9	472.5	538.2	582.8	ROIC	8.4%	4.5%	4.7%	11.2%	17.8%
在建工程	20.3	83.9	91.1	46.4	51.9	费用率					
无形资产	35.9	261.7	261.8	261.9	262.0	销售费用率	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	4.7	8.7	14.5	14.5	18.9	管理费用率	2.9%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
资产总额	1,244.6	1,525.6	2,026.0	1,898.5	2,224.1	财务费用率	1.1%	1.9%	1.1%	0.6%	0.4%
短期债务	299.8	315.0	264.9	214.3	162.3	三费/营业收入	5.3%	8.4%	7.5%	7.1%	6.8%
应付帐款	124.0	165.9	80.1	101.1	140.7	偿债能力					
应付票据	195.9	283.5	448.7	202.3	281.4	资产负债率	50.1%	57.1%	46.3%	37.3%	39.1%
其他流动负债	0.3	-44.1	-45.8	0.3	95.7	负债权益比	100.6%	133.0%	86.1%	59.4%	64.2%
长期借款	-	145.0	185.0	185.0	185.0	流动比率	1.27	0.99	1.56	1.96	1.89
其他非流动负债	4.0	5.6	4.5	4.5	4.5	速动比率	1.10	0.83	1.26	1.57	1.56
负债总额	624.1	870.9	937.5	707.5	869.6	利息保障倍数	-3.47	-3.12	2.86	10.38	36.07
少数股东权益	2.5	17.3	17.3	17.3	17.3	分红指标					
股本	286.3	286.3	314.8	314.8	314.8	DPS(元)	0.06	-	-	0.15	0.24
留存收益	331.7	351.1	756.3	858.8	1,022.3	分红比率	55.5%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%
股东权益	620.5	654.7	1,088.5	1,191.0	1,354.5	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%
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	35.8	19.3	35.0	157.7	251.5	EPS(元)	0.11	0.06	0.11	0.50	0.80
加: 折旧和摊销	34.2	39.3	50.6	57.3	63.0	BVPS(元)	1.97	2.08	3.46	3.78	4.30
资产减值准备	10.4	-1.2	9.9	3.0	6.4	PE(X)	230.2	426.7	235.7	52.3	32.8
公允价值变动损失	1.1	-0.0	2.0	-2.1	-	PB(X)	13.3	12.6	7.6	6.9	6.1
财务费用	17.1	18.2	25.1	13.9	10.4	P/FCF	-	107.7	-17.9	62.1	33.1
投资收益	0.1	-0.2	5.0	-	-	P/S	4.9	6.0	6.3	4.8	3.2
少数股东损益	-	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	-253.3	-165.6	95.9	51.7	21.5
营运资金的变动	-165.0	-16.3	-33.9	-224.4	46.8	CAGR(%)	63.9%	135.4%	125.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-47.3	102.4	82.5	1.8	376.8	PEG	3.6	3.2	1.9	-0.5	-0.3
投资活动产生现金流量	-112.5	-307.1	-95.8	-59.0	-100.1	ROIC/WACC	0.9	0.5	0.5	1.2	1.9
融资活动产生现金流量	216.5	215.0	376.6	-108.3	-136.4	REP	9.9	16.8	12.0	5.0	3.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

谭志勇，石油与化工行业研究员，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。

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

分析师声明

谭志勇、刘军分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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