

增持 首次

科力远 (600478)

2014年11月20日

有色金属行业首席分析师: 钟奇
SAC 执业证书编号:
S0850513110001
zq8487@htsec.com
021-23219962

有色金属行业高级分析师: 施毅
SAC 执业证书编号:
S0850512070008
sy8486@htsec.com
021-23219480

有色金属行业高级分析师: 刘博
SAC 执业证书编号:
S0850512080001
liub5226@htsec.com
021-23219401

引领混动汽车市场潮流

11月19日收盘价: 24.08元 目标价: 28.00元

事件: 公司与长沙高新区管委会签订《项目投资合同》。

1. 投资合同概述, 项目投资约 100 亿元。公司与浙江吉利控股集团于 2014 年 10 月 23 日签订了《合资协议》, 双方将共同出资注册成立科力远混合动力系统有限公司 (CHS 项目公司), 投资建设中国混合动力及传动系统总成技术平台项目 (CHS 项目)。为支持 CHS 项目建设, 长沙高新区管委会将通过固定资产投资、提供研发资金、配套资金、贷款贴息等方式给予 CHS 项目总额不超过 15 亿元的政策支持。上述事项已经公司 2014 年 11 月 18 日召开的第五届董事会第九次会议审议通过。CHS 项目的具体实施和投资建设尚需公司董事会或股东大会按相应程序审批。

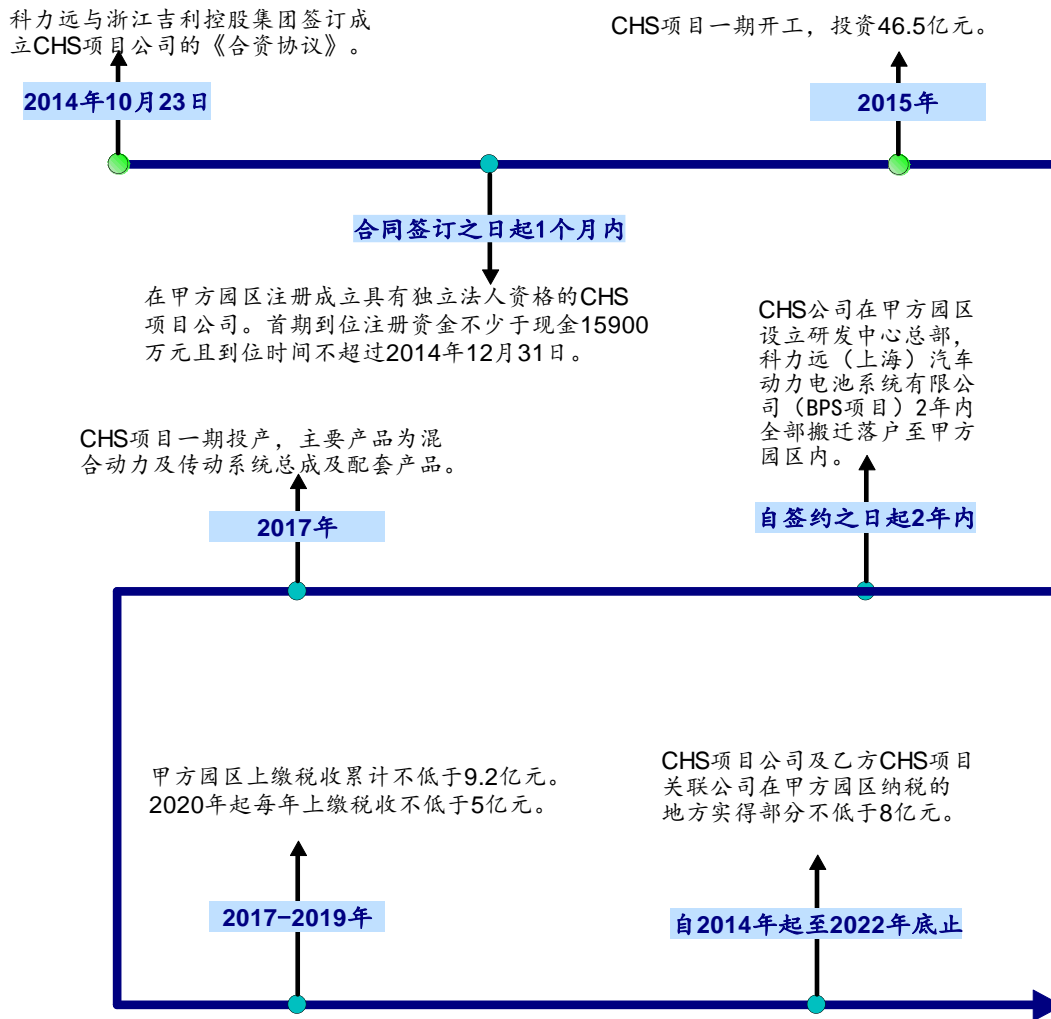
细化而言, CHS 项目总投资约 100 亿元, 总用地面积约 400 亩, 项目分两期建设。其中, 一期投资 46.5 亿元, 用地面积约 100 亩, 固定资产投资不少于 14.1 亿元; 二期项目预留用地面积约 300 亩, 预留期自本合同签约之日起不超过三年。CHS 项目力争 2017 年启动二期建设, 最迟不超过 2020 年启动二期建设。如预留期满 CHS 项目二期未能如期用地, 双方另行协商二期项目供地。

投资项目的具体内容为: 混合动力及传动系统总成, 其中包括但不限于混合动力传动箱 HT (内含双电机) 及电池包 (含动力电池及 BPS 电池管理系统) 的研发、制造、销售; 整车控制器、发动机控制器及管理系统的研发、生产、销售; 以及相应的办公生活配套设施。

2. 建设进度: 一期开工计划于 2015 年。CHS 项目一期于 2017 年投产, 主要产品为混合动力及传动系统总成及配套产品。2017-2019 年在甲方 (长沙高新区管委会) 园区上缴税收累计不低于 9.2 亿元, 自投产第四年 (即 2020 年) 起每年上缴税收不低于 5 亿元。

根据合同, 公司与吉利控股投资的 CHS 项目将快速推进。

图 1 CHS 项目规划情况



资料来源：公司《合资协议》公告，海通证券研究所整理
 注：甲方为长沙高新区管委会，乙方为湖南科力远新能源股份有限公司

3. 外延式发展动作频频。年初至今，公司外延式发展动作频频，不断深化与丰田合作；同时，科力远（上海）公司设立意味着公司从 HEV 电池供应商升级为电池包系统供应商；此外，与吉利公司合作，“强强联手”最终达到双赢的预期颇强。

1) 与丰田中国、PEVE、新中源、丰田通商设立合营企业科力美汽车动力电池有限公司。科力美注册资本总额为 544000 万日元，其中科力远现金出资 217600 万日元，占注册资本的 40%。投产后将每年生产 11.3 万个车用镍氢动力蓄电池模块项目，主要为丰田汽车在我国生产的混合动力车型配套。

表 1 科力美汽车动力电池有限公司出资情况

股东名称	出资方式	出资额（万日元）	占比
湖南科力远新能源股份有限公司	现金	217600	40%
常熟新中源创业投资有限公司	现金	54400	10%
Primearth EV Energy 株式会社	现金	223040	41%
丰田汽车（中国）投资有限公司	现金	27200	5%
丰田通商株式会社	现金	21760	4%

资料来源：公司 201312 公告，海通证券研究所整理

2) 2014 年 6 月，丰田正式批准科霸公司（全资子公司）的 HEV 电池极片进入其 HEV 电池批量装车实验试做阶段，丰田 HEV 电池极片中国本地化供应项目由此取得决定性突破。

3) 实现 HEV 电池包系统的研发定型。公司在上海市闵行区全资设立科力远（上海）汽车动力电池系统有限公司，并与全球领先的乘用车市场电子与技术供应商德尔福技术有限公司签订协议，获得其制造电池包的被许可技术授权以及相关技术支持。德尔福将以其成熟的硬件和底层软件能力，强大的量产体制搭建能力，优秀的量产品质保证能力，为上海科力远建设 BPS 全自动生产线提供技术支持。上海科力远目前已顺利实现常态化运营。

2014 年 6 月公司全资子公司科力远（上海）汽车动力电池系统有限公司与绍兴滨海新城产业投资有限公司合作共同设立科力远（绍兴）汽车动力电池系统有限公司，其经营规模为年产量约三万台套的混合动力汽车电池包系统。

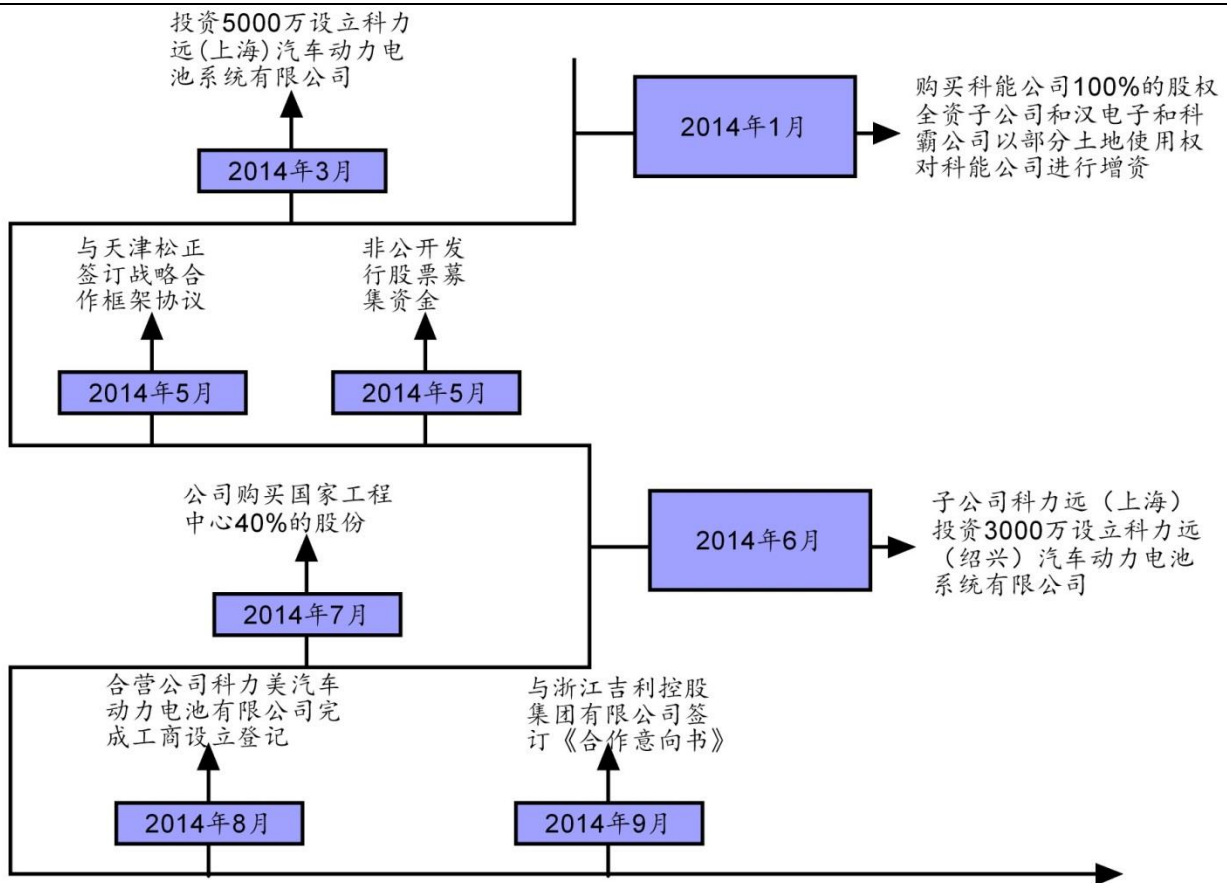
表 2 科力远（绍兴）投资情况

投资方	投资金额（万元）	投资比例（%）
科力远（上海）汽车动力电池系统有限公司	3000	60%
绍兴滨海新城产业投资有限公司	2000	40%

资料来源：对外投资设立科力远（绍兴）公告，海通证券研究所整理

4) 2014 年 5 月公司与天津松正签订《战略合作框架协议》，天津松正将结合国家政策及市场情况，在未来三年内大力推广含有镍氢电池的混合动力公交车技术，力争占天津松正全部混合动力系统的 50% 以上。

图 2 科力远外延式发展历史



资料来源：公司相应日期公告，海通证券研究所

5) 2014 年 9 月底，公司与浙江吉利控股集团有限公司签订《合作意向书》，合资成立国内混合动力系统总成的技术平台。合资公司由科力远控股，吉利参股，逐步吸纳其他整车企业参股。

2014 年 5 月底公司拟向四家战略投资机构非公开发行股票发行价格为 21.35 元/股（2014 年 7 月公司实施资本公积金转增股本后发行价格为 14.23 元/股），募集资金总额预计约为 6-10 亿元，全部用于补充流动资金。

4. 盈利预测及评级。公司未来业绩增量主要来自动力电池包扩产，此轮吉利合作搭建混合动力及传动系统总成技术平台得到当地政府大力支持，假设混动汽车需求逐渐起量，作为国内龙头企业直接受益，2015-16 年混动动力电池包销量在 2-3 万包，预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.01，0.14 和 0.25 元。鉴于新能源汽车行业属于新兴爆发式行业，享有高估值。由于公司当前传统业务处于盈亏平衡状态，因此新的动力电池包业态一旦起量，对业绩增厚十分明显，在业绩反转的背景下，给予公司高估值（2015 年 EPS200 倍市盈率），对应目标价 28 元，鉴于当前估值较高，增持评级。

表 3 同行业可比公司估值情况

可比公司	公司代码	PE (2015E)	市值 (亿元, 2014 年 11 月 19 日)
比亚迪	002594	48	1094
厦门钨业	600549	33	212
西部资源	600139	48	100
天齐锂业	002466	70	133

资料来源：WIND，海通证券研究所整理

表 4 科力远盈利预测

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (万元)	113071	88000	172000	260000
同比增速 (%)		-22.17	95.45	51.16
营业成本 (万元)	93437	72300	125500	187100
毛利率 (%)	17.36	17.84	27.03	28.04
营业税金及附加 (万元)	521.41	262.16	516.00	780.00
占收入 (%)	0.46	0.30	0.30	0.30
销售费用 (万元)	3934.54	3062.14	5985.09	9047.22
占收入 (%)	3.48	3.48	3.48	3.48
管理费用 (万元)	14486.93	11274.76	22037.03	33311.79
占收入 (%)	12.81	12.81	12.81	12.81
财务费用 (万元)	3628.11	2444.29	2933.15	3519.78
占收入 (%)	3.21	2.78	1.71	1.35
营业利润 (万元)	5409.17	1256.65	15028.73	26241.21
所得税 (万元)	2339.18	295.34	3532.04	6167.19
所得税率 (%)	43.24	23.50	23.50	23.50
净利润 (万元)	3069.99	961.32	11496.69	20074.02
少数股东权益 (万元)	2050.47	405.90	4854.25	8475.85
少数股东权益占比 (%)	66.79	42.22	42.22	42.22
归属于母公司净利润 (万元)	1019.52	555.42	6642.44	11598.17
总股本 (亿股)	4.72	4.72	4.72	4.72
摊薄后 EPS (元/股)	0.02	0.01	0.14	0.25
增速 (%)		-45.52	1095.93	74.61

资料来源：WIND，海通证券研究所整理

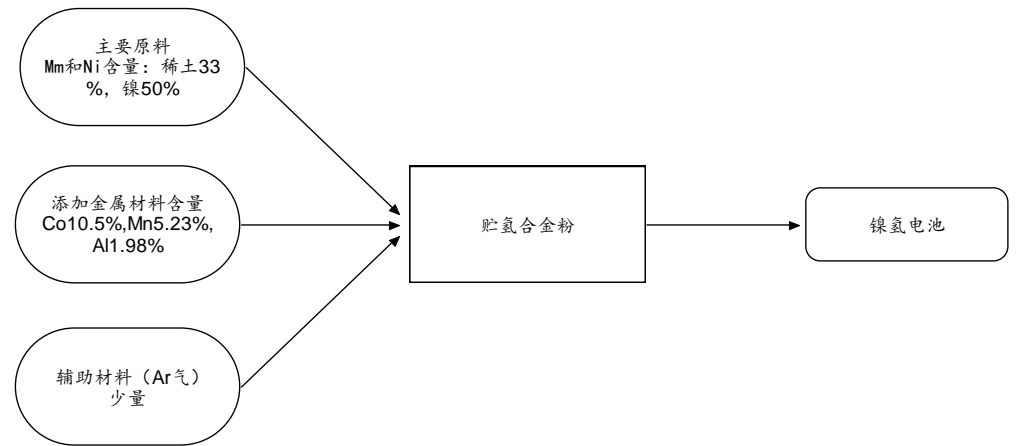
表 5 科力远产能情况

产品	2013 年产能	未来产能扩展计划	备注
泡沫镍（万平米/年）	250	2015 年计划达到 350 万平米（一期） 2016 年可达 60 万平米	1 平米大约有 0.5 千克
镍氢电池（亿只/年）	5.28	基本不变	
动力电池模块（万台套）	6	未来拟扩至 20 万台套	科霸公司（100%权益）
	7	基本不变	日本湘南工厂（100%权益）

资料来源：对外投资设立科力远（绍兴）公告，海通证券研究所整理

备注：1) 泡沫镍：1 平米大约为 380-550 克；2) 1.6L 的混合动力车电池组大约需要泡沫镍 6 平方米；3) 一台套混合动力汽车电池包含 20-40 个单体电池模块组成；4) 镍氢电池中含有 33%的稀土（60%的镧，4%铈，9%镨，27%钕）。

图 3 科力远镍氢电池生产链



资料来源：公司 2013 年报，海通证券研究所整理

5. 不确定性因素：产学结合低于预期。

信息披露

分析师声明

钟奇：有色金属行业
刘博：有色金属行业
施毅：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、江西铜业（600362.SH）、包钢稀土（600111.SH）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。