

评级：强烈推荐（首次）

新能源

公司研究报告

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：刘波

电话：0755-25832905

邮件：liubo2@fcsc.cn

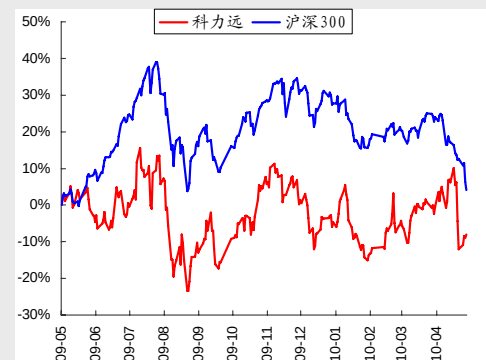
交易数据(2010-5-9)

52周内股价区间（元）	13.49-20.36
总市值（亿元）	46.41
流通股本（亿万股）	1.99
流通股比率（%）	69.4%

资产负债表摘要(2010-5-9)

股东权益（亿元）	6.60
每股净资产（元）	2.24
市净率	7.24
资产负债率（%）	59.06%

公司与沪深300指数比较



相关报告

完善产业链布局，打造全球镍氢行业领跑者

——科力远调研&一季报点评

项目	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,379	1,771	2,561	3,637
YOY	-18.9%	28.4%	44.6%	42.0%
净利润(百万元)	19	58	159	305
YOY	-46.2%	199.4%	174.9%	91.8%
摊薄EPS(元)	0.07	0.20	0.50	0.96
市盈率(倍)	240.0	80.2	29.2	15.2

- **完善产业链布局，打造行业领跑者** 2010年公司将进一步完善在镍产业链上布局：整合泡沫镍领域、做强做大镍氢二次电池领域、突破镍氢动力电池订单。通过产业链各环节布局，打造全球镍氢电池企业的行业领跑者。
- **泡沫镍领域整合 提升毛利率水平** 公司是世界最大的泡沫镍生产厂家，产能约为500万平方米，而公司最大的竞争对手英可产能约为300万平方米。随着公司诉讼英可侵权公司泡沫镍生产工艺专利案二审结束（一、二审均由长沙市中级人民法院审理，一审公司已胜诉），公司有望加快泡沫镍领域整合，提高泡沫镍毛利率。
- **镍氢二次电池做大做强 提高市场占有率** 公司与贵州（兰州）金川集团（金川生产国内60%以上的镍矿）合资成立金川科力远电池有限公司，从事镍氢二次电池研发、生产和销售。金川科力远产能规划为200万Ah/日，是公司目前产能的近3倍。利用金川集团在国内镍矿垄断优势和公司在全球泡沫镍龙头地位，以金川科力远为合作平台，迅速做大做强二次电池领域，提高市场占有率。
- **镍氢动力电池突破 引领公司快速发展** 公司与香港超霸集团（超霸于2002年起开始研究动力电池技术）合资成立科霸汽车动力电池有限责任公司，从事镍氢动力电池研发、生产和销售，目前产能为3000套/年，到2012年规划产能20000套/年。镍氢动力电池市场容量巨大，公司目前正在长安、吉利等生产的混合动力轿车上做运行测试，有望拿到订单。
- **给予公司“强烈推荐”评级** 随着国内经济回稳及内需扩大、公司在产业链上布局完善和销售渠道转变及投入方面做的努力，2010年公司业绩将好转。预计公司2010~2012年，对应摊薄EPS为：0.2元/0.5元/0.96元，对应的PE为：80/29/15。
- **近期股价催化剂**：5月底前出台的新能源汽车推广实施细则；公司首笔动力电池订单。
- **风险提示**：国内经济二次探底；公司动力电池订单低于预期。

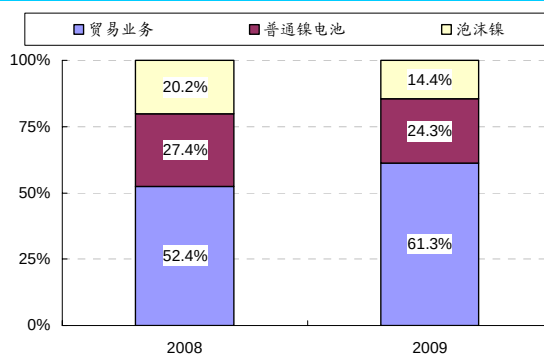


季报点评

营业收入下降 25%，毛利增长 20%，EPS 下降 14%

- 2010 年 1 季度实现营业收入 2.67 亿元，同比下降 25%，下降的主要原因是贸易业务部分同比大幅下降。实现毛利 0.36 亿元，同比增长 20%，增长的主要原因是泡沫镍及普通镍电池营业收入同比大幅增加。实现归属母公司所有者净利润 0.04 亿，折合每股收益 0.01 元，同比下降 14%，下降的主要原因是管理费用增长 63.6%，及并表后综合所得税率由 10% 上升为 20%。
- 贸易业务对营业收入有重大影响。科力远营业收入目前由三部分构成：贸易业务、泡沫镍、镍氢二次电池。贸易业务主要用于规避金属镍价格波动对营业成本影响，而进行的短期金属镍交易。科力远近两年贸易业务营业收入占比超过 50%，尤其 2009 年，由于金融危机影响电池消费，泡沫镍和镍氢二次电池业务营业收入大幅下降情况下，贸易业务占比更是高达 61.3%。

图 1：公司近两年各主营业务占比

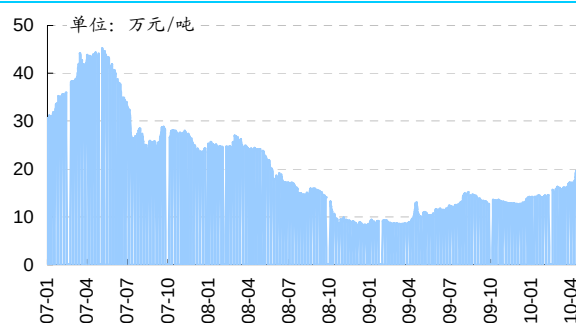


数据来源：公司公告，第一创业研究所

贸易业务同比大幅下滑

- 一季度金属镍价格呈现单边上涨趋势，科力远金属镍交易次数大幅减少，因此贸易部分营业收入同比大幅下滑（2009 年，公司贸易业务营业收入占比约 61.3%，毛利率约 2.8%）。

图 2：金属镍价格



数据来源：wind，第一创业研究所



泡沫镍、镍氢二次电池产量增幅较大

- 随着国内经济回稳及内需扩大，科力远泡沫镍及镍氢二次电池产量大幅提高。
- 科力远 1 季度泡沫镍产量同比提高了 20~30% 左右（1 季度和 4 季度是传统淡季）。与泡沫镍产量增幅相当，科力远 1 季度镍氢二次电池产量同比提高了 20%-30% 左右。
- 4 月份，科力远泡沫镍产量约 40 万平方米同比增幅超过 50%。2009 年，科力远年产量为 300 万平方米。

其它情况

- **泡沫镍业务整合** 科力远目前与英可高新技术材料（大连、沈阳）有限公司、湖南凯丰新能源有限公司在长沙市中级人民法院就泡沫镍生产工艺专利侵权案进行二审。一审也曾在长沙市中级人民法院审理，科力远取得胜诉。英可在泡沫镍领域大打价格战直接导致该业务利润率大幅下滑。
- **镍氢二次电池业务做大** 科力远与甘肃金川集团成立合资公司金川科力远有限责任公司，主营镍氢二次电池的生产和销售，其产能（三部分：益阳、兰州和并购基地）将是公司目前产能的 3 倍，兰州基地 2011 年释放产能，利用产业链优势，提高市场占有率。金川集团持股 49%，科力远持股 41%，科力远全资子公司欧力科技开发有限责任公司持股 10%。
- **镍氢动力电池业务突破** 科力远与香港超霸集团成立合资公司科霸汽车动力电池有限责任公司，主营动力电池生产和销售，目前产能为 3000 套，供混合动力轿车使用。目前，动力电池正在长安第三代混合动力轿车（第一代使用中炬高新镍氢动力电池，第二代使用神舟科技镍氢动力电池）和吉利混合动力轿车上做运行测试。长安第一、二代混合动力轿车均进入工信部《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》，而吉利尚无混合动力轿车进入该目录。

盈利预测

- 科力远目前泡沫镍产能为 500 万平方米，2009 年产量为 320 万平方米。2010 年，预计非动力电池部分的泡沫镍同比增幅达 20% 左右（产量达到 384 万平方米），毛利率提高 1%~2%。随着对英可二审的胜诉，科力远在泡沫镍领域整合将使泡沫镍毛利率有望进一步提高。
- 2010 年，预计科力远镍氢二次电池部分增幅约 40%，毛利率维持不变。控股子公司金川科力远兰州基地在 2011 年后开始释放产能。2009 年，科力远镍氢二次电池对科力远生产的泡沫镍需求占比约 25% 左右。
- 2010 年，科力远贸易部分维持与 2009 年持平，毛利率按 1% 计算。
- 2010 年，科力远动力电池部分有突破，销售约 1000 套，售价约 2.5 万元/套，毛利率约 30%。公司生产特定参数配置的 1000 套动力电池需要



4 个月，复制生产线（调整参数配置）仅需要 3 个月；每套动力电池需泡沫镍 7~8 平方米，1000 套需 7000~8000 平方米，对科力远生产的泡沫镍需求占比很小。

- 综合公司各业务板块分析，我们预计公司 2010 年~2012 年 EPS 分别为 0.2 元/0.56 元/0.96 元。

图 3：各业务预测与假设

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
贸易业务					
销售收入(百万)	855.5	828.7	828.7	828.7	828.7
增长率(%)		-3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
销售成本(百万)	854.7	805.2	820.4	820.4	820.4
毛利(百万)	0.8	23.6	8.3	8.3	8.3
毛利率(%)	0.1%	2.8%	1.0%	1.0%	1.0%
占销售量比重(%)	52.4%	61.3%	23.9%	14.2%	8.3%
占主营业务利润比重(%)	0.7%	18.7%	1.1%	0.7%	0.5%
项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
泡沫镍业务					
销售收入(百万)	330.3	193.9	232.7	279.2	335.1
增长率(%)		-41.3%	20.0%	20.0%	20.0%
销售成本(百万)	297.0	157.2	186.2	223.4	268.1
毛利(百万)	33.2	36.7	46.5	55.8	67.0
毛利率(%)	10.1%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
占销售量比重(%)	20.2%	14.4%	6.7%	4.8%	3.4%
占主营业务利润比重(%)	27.1%	29.1%	6.3%	4.6%	3.6%
项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
普通电池业务					
销售收入(百万)	448.1	328.6	460.0	827.9	910.7
增长率(%)		-26.7%	40.0%	80.0%	10.0%
销售成本(百万)	359.4	262.5	368.0	662.4	728.6
毛利(百万)	88.7	66.1	92.0	165.6	182.1
毛利率(%)	19.8%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
占销售量比重(%)	27.4%	24.3%	11.8%	12.6%	8.2%
占主营业务利润比重(%)	72.3%	52.3%	11.1%	12.2%	8.8%
项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
动力电池业务					
销售收入(百万)			250.0	625.0	1562.5
增长率(%)				150.0%	150.0%
销售成本(百万)			175.0	450.0	1156.3
毛利(百万)			75.0	175.0	406.3
毛利率(%)			30.0%	28.0%	26.0%
占销售量比重(%)			57.6%	68.4%	80.2%
占主营业务利润比重(%)			81.4%	82.5%	87.1%

数据来源：第一创业研究所

图 4：利润简表

项目	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,379	1,771	2,561	3,637
YOY	-18.9%	28.4%	44.6%	42.0%
净利润(百万元)	19	58	159	305
YOY	-46.2%	199.4%	174.9%	91.8%
摊薄EPS(元)	0.07	0.20	0.50	0.96
市盈率(倍)	240.0	80.2	29.2	15.2

数据来源：第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120