

电子

科力远(600478)

推荐

余兵

S106020712008
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

王德安

S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

镍氢电池龙头，备战锂离子动力电池

事项：

近日我们调研了科力远，就企业发展计划及近期经营情况与公司进行了交流。。此外，公司股东大会审议通过将部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案和开展金属镍套期保值交易、NDF 组合业务、益阳科力远公司远期结售汇业务的议案。

平安观点：

- **开展金属镍套期保值交易业务、NDF 组合业务、益阳科力远电池公司远期结售汇业务均属于规避价格波动风险，是锁定公司利润行为。**
- **公司坚持镍氢动力电池研发，自主研发 BMS 配套系统。**科力远坚持镍氢动力电池研发，不断改良制造技术，自主研发与镍氢动力电池配套的 BMS 管理系统，与下游整车厂建立了良好的配套关系。为长安汽车、华晨汽车、南车时代等公司小批量配套供货镍氢电池加管理系统的“能量包”，为大规模应用奠定了基础，公司现有镍氢动力电池产能约三千套。
- **使用镍氢电池作为混合动力车用电池，是具有可行性的选择。**根据新能源汽车十二五规划草案，国家将给予可插电式混合动力汽车每 KWH3000 元、总计不超过 5 万元的补贴。公司成产的 2KWh 镍氢电池为长安汽车 1.5 升排量的轿车配套，节油率达到 20%以上。
- **公司与中南大学等科研机构合作建立新能源材料研发中心，储备锂离子动力电池技术。**公司联合中南大学、国家纳米科学中心、金川集团有限公司等单位共同筹建的“先进储能材料国家工程研究中心”主要开展镍系列、锂系列、超级电容、燃料电池等各种电池材料以及其他新型电池材料等的制备关键技术，工艺和装备的研究开发以及系统集成，并加速创新成果的工程化和产业化，为科力远今后在动力电池领域的持续发展提供了强有力的支持。
- **盈利预测与投资评级。**公司主营产品为泡沫镍及镍氢电池，2010 年镍价持续上扬，对公司业绩存在负面影响，但开展套期保值业务可规避原料价格波动风险。公司作为全球泡沫镍市场占有率第一的公司，未来存在通过收购整合取得行业定价权的可能，对公司业绩将形成长期利好。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.14 元、0.35 元、0.82 元。按 2012 年 30 倍估值水平，其合理价格在 25 元左右。予以“推荐”评级。

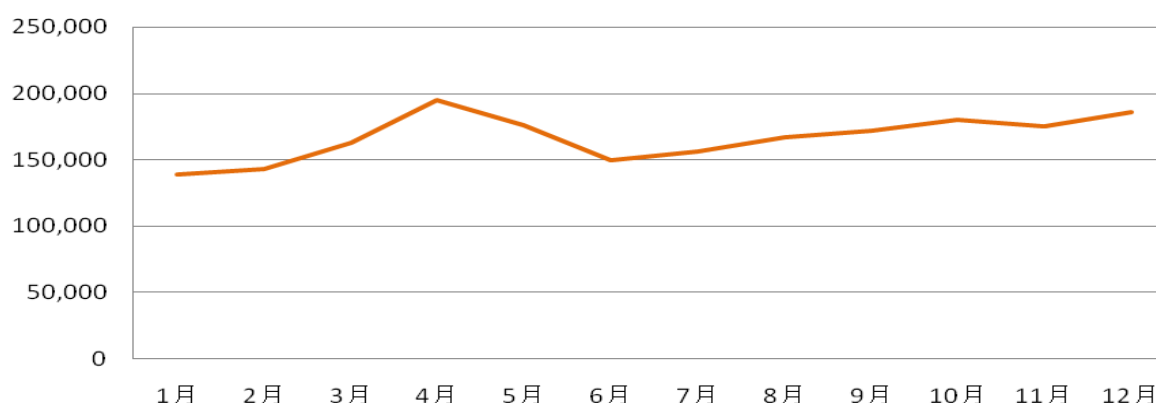
一、开展期货套保业务，镍产品业绩增长可期

■ 自主研发 BMS 管理系统，配套自产“能量包”

科力远召开股东大会审议通过主要议案是一系列的套期保值业务，包括开展金属镍期货交易和 NDF 组合业务，以及益阳科力远电池公司远期结售汇业务。

泡沫镍产品占公司营业收入的 23.5%，成本占公司营业成本的 22.4%。金属镍占泡沫镍原材料成本的 70%，镍价变动对公司业绩会造成显著的影响。我们测算如镍价下跌 10%，公司净利率将上升 5%。

图表 1 2010年LEM镍价走势图 单位：万元



资料来源：WIND

开展镍套期保值业务，可有效锁定公司镍系列产品收益。首先：公司在现货市场签订远期订单之后，在期货市场严格进行等量反向操作，可有效规避原材料价格波动带来的风险，在金属镍价上升时期锁定成本，为公司带来固定收益，但是开展原材料成本期货交易在锁定公司利润的同时也可能造成套期出现账面亏损的情况，但只要严格与现货市场需求匹配，总体上可规避镍价波动风险，保障公司利益。其次：公司与国内金属镍生产企业金川公司结成了战略联盟，金川公司占有国内 90%以上金属镍市场，拥有国内金属镍定价权。科力可比市场上其余的竞争对手更加有效地判断镍价，有利于把握原材料价格走势。

NDF 组合业务是指无本金交割远期业务，常用来衡量海外市场对人民币升值的预期，为人民币提供了套期保值功能。公司开展的 NDF 组合业务与公司日常经营需求紧密相关，公司生产所需的金属镍原料进口业务，需要以美元对外付汇，在人民币兑美元汇率浮动的背景下，存在较大的进口付汇业务的汇率波动风险，公司通过合理的金融工具降低汇兑损失、锁定交易成本，有利于降低风险，提高公司竞争力。益阳科力远远期结售汇业务主要用来规避出口业务汇率波动风险。

■ 胜诉“英可”，泡沫镍定价权不再是“泡沫”

2010年8月，公司起诉英可(大连)与英可(沈阳)泡沫镍专利权侵权案获胜。英可败诉后，需要向科力远支付5000万元的专利侵权费用，相当于科力远09年全年净利润的2.5倍。按照诉讼结果，英可应该停止使用该专利生产泡沫镍，或者向科力远支付专利使用费。届时科力远将获得泡沫镍定价权，如果每平方米提价10元，将使公司近利润提升3-4倍。

二、配套整车厂，镍氢电池分羹电动汽车市场

■ 自主研发 BMS 管理系统，配套自产“能量包”

公司自主研发的镍氢动力电池能量包已于09年在科力远控股子公司湖南科霸汽车动力电池有限责任公司成功下线，该生产线是国内首条全自动动力电池能量包生产线。公司生产的镍氢动力电池已在国内多家汽车生产企业轿车上进行实验装载，评价良好。其中在长安1.6L排量的汽车上配套的2KWH动力电池，可使百公里油耗降低20%以上，是国家新能源汽车规划中节能汽车的优选产品。

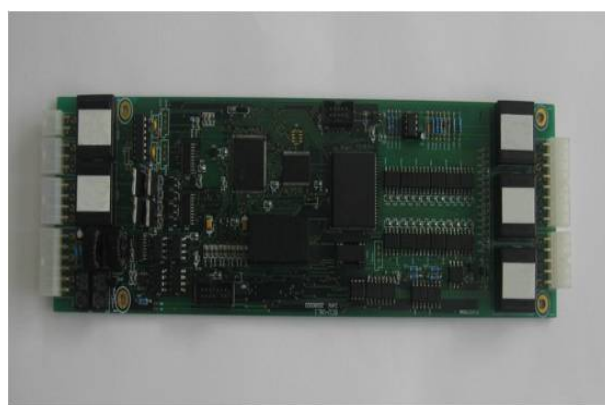
公司自主研发了和镍氢动力电池配套的BMS管理系统，能使动力电池性能得到更好发挥的同时便于和整车配套，技术领先于同行业竞争对手。

图表 2 镍氢动力电池能量包



资料来源：科力远

图表 3 自主研发BMS管理系统



资料来源：科力远

■ 持续投入研发，分羹电动汽车市场

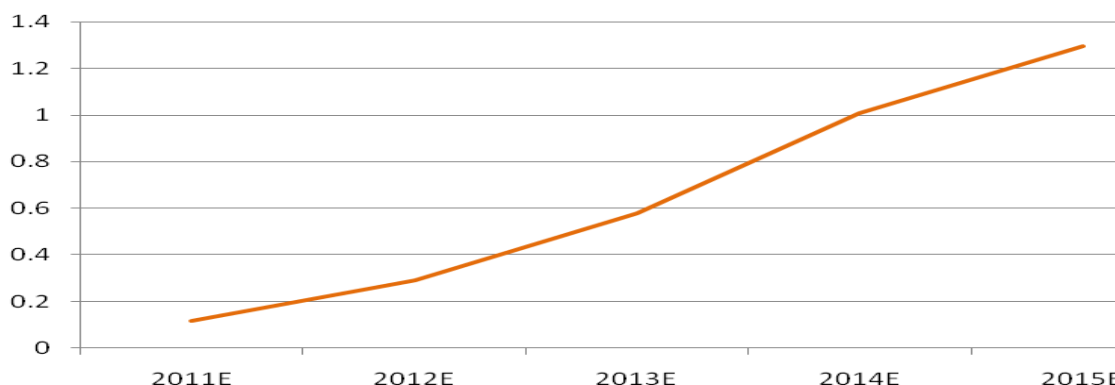
2010是我国电动汽车元年，在过去的一年里，我国电动汽车市场取得了长足的进步，国家出台一系列政策鼓励支持电动汽车发展，配套基础设施建设快速跟进；企业投入巨资进行研发，核心零部件技术取得了突破性的进展；消费者逐渐成熟，对电动汽车的接受程度逐步加深。我们预计在接下来的5年，我国电动车市场将在大众期待中飞速发展，各类产品全面增长，至2015年底电动汽车总保有量达到百万辆。

图表 4 我国新能源汽车销售预测 单位：万辆

类型	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
乘用车	混合动	0.3	0.8	2	4	7	9
	纯电动	0.9	1.75	4	8	16	34
	小计	0.03	1.2	2.55	6	12	43
客车	混合动	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
	纯电动	0.4	0.8	0.9	1	1.2	1.4
	小计	0.48	0.7	1.2	1.4	1.9	2.2
销量总计	0.52	1.9	3.75	7.4	13.6	24.9	45.2
同比增幅		265%	97%	97%	84%	83%	82%

资料来源：平安证券研究所

图表 5 科力远镍氢动力电池利润预测（单位：亿元）



资料来源：平安证券研究所

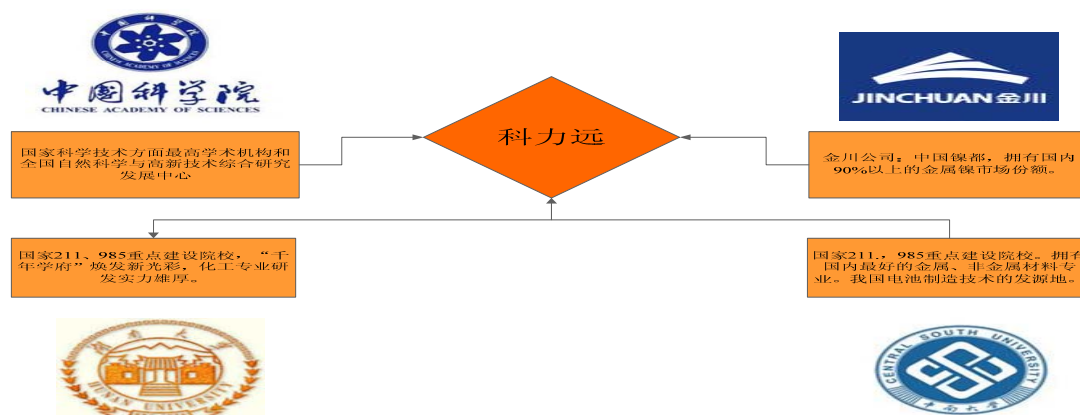
镍氢电池作为当前全球最成熟的轻混电动汽车用动力电池，在未来动力电池市场中占据着天然的优势。科力远作为全球最大的泡沫镍生产商，具有多年的镍氢动力电池研发生产技术经验储备，假设在2011-2012年，公司占有我国镍氢动力电池30%的市场，将为公司带来约四千万的纯收入，至2015年，将带来累计约3个亿的纯收入。

■ 联合高校，做前做深

在这个充满竞争的市场上，只有两种公司可能胜出：第一种是永远不懈的技术创新，走在市场前沿的公司，譬如苹果，新品层出，勇立潮头；第二种就是在自己擅长的领域做深做精，孜孜不倦的公司，譬如吉列，一张刀片立足百年。

科力远正是属于两者兼备的公司，在坚持做好泡沫镍产品全球老大的同时，积极进行技术储备。公司以技术领航，组建了以董事长钟发平博士为核心的研发团队，其中博士12人，硕士54人，具有高级职称的技术、管理人才120人。拥有国家科技部“863”项目和电池研发中心，建有完善的电池材料分析检测中心和工程中心，是国家高技术(湖南)先进电池材料及应用高技术产业基地的核心龙头企业，具备生产氢镍动力电池的核心技术，已获国家专利23项。

图表 6 科力远战略合作单位



资料来源：平安证券研究所

公司联合中南大学、国家纳米科学中心、金川集团有限公司等单位共同筹建的"先进储能材料国家工程研究中心"主要开展镍系列、锂系列、超级电容、燃料电池等各种电池材料以及其他新型电池材料等的制备关键技术，工艺和装备的研究开发以及系统集成，并加速创新成果的工程化和产业化，为科力远今后在动力电池领域的持续发展提供了强有力的支持。

三、盈利预测与投资评级

公司主营产品为泡沫镍及镍氢电池，2010年镍价持续上扬，对公司业绩存在负面影响，但开展套期保值业务可规避原料价格波动风险。公司作为全球泡沫镍市场占有率第一的公司，未来存在通过收购整合取得行业定价权的可能，对公司业绩将形成长期利好。预计公司2010年、2011年、2012年EPS分别为0.14元、0.35元、0.82元。按2012年30倍估值水平，其合理价格在25元左右。予以“推荐”评级。

图表7 科力远盈利预测表		单位：万元			
		2009年	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入		137906.95	141132.87	183472.73	256861.83
二、营业总成本		136928.55	137077.21	171913.74	228119.53
营业成本		125229.56	124957.67	156197.09	206180.15
营业税金及附加		298.47	282.27	366.95	513.72
销售费用		2550.13	2762.13	3590.76	5027.07
管理费用		6379.84	6286.55	8172.52	11441.52
财务费用		2594.84	2594.84	3373.30	4722.62
资产减值损失		-124.30	193.76	213.13	234.45
三、其他经营收益		17.07	-2.53		
投资净收益		15.55	-3.71		
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		15.55			
四、营业利润		995.48	4053.13	11558.99	28742.30
加：营业外收入		1444.78	1183.36	1420.03	1704.04
减：营业外支出		18.16	70.96	85.16	102.19
其中：非流动资产处置净损失		1.38	0.00		0.00
五、利润总额		2422.10	5165.52	12893.87	30344.15
减：所得税		494.76	774.83	1934.08	4551.62
六、净利润		1927.34	4390.70	10959.79	25792.53
归属于母公司所有者的净利润		1933.61	4404.98	10995.44	25876.42
减：少数股东损益		-6.27	-14.28	-35.65	-83.90
七、每股收益：		0.07	0.14	0.35	0.82

资料来源：平安证券研究所

研究员简介：

平安证券汽车行业研究团队上榜 2010 年“新财富”、“金牛奖”。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，8 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。4 年汽车行业研究经验，现为平安证券研究所汽车行业分析师。

侯世震：中南大学化学工程与工艺专业学士；兰州大学工商管理硕士。三年锂电正极材料研究经验。现为平安证券研究所汽车行业助理分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257