

2010 年 02 月 26 日

华芳纺织 (600273)

磷酸铁锂电池量产在即

评级：增持（首次）

投资要点：

■ **主业经营情况**：2010 年一季度的订单情况有进一步好转的趋势，一月产销两旺。但至二季度，节后的用工荒导致公司开工率明显不足，至今员工的返岗率仅 80% 左右，因此虽然订单饱满，但产能利用率较低，同时占总成本 30% 的人工成本有明显的上升趋势。

■ **新能源投资进展**：小功率电池将马上量产，整体规划为 7 条生产线，乐观情况下预计今年将有三条生产线上马，目前第一条生产线已经实现量产，产能 3 万安时每天。公司产品主要面向出口，目前已获得了部分意向订单，并已获得欧盟的 CE 认证。

■ **大功率电池研发稳步推进**：小功率电池只是公司所要研发的产品之一，大功率汽车动力电池才是公司的最终目标。为推进大功率动力电池的后续研发与生产，公司将与清华大学核能与新能源技术研究院合作，后者将为公司提供重要的技术支持。

■ **电解液自给，降低成本**：公司为降低成本，已设立了电解液子公司，上半年即可量产，产能规模不仅能满足公司锂电池产品的需求，还能有部分外销。其关键原材料六氟磷酸锂通过进口采购，预计毛利率会在 30% 以上，这将使公司现有产品的成本下降 6% 左右。

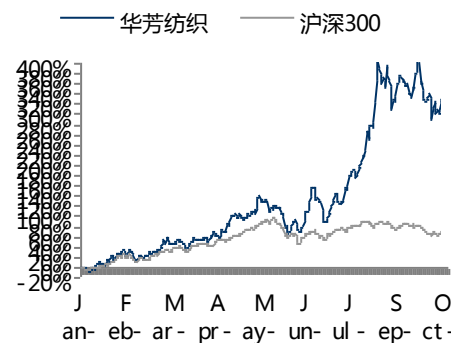
■ **盈利预测与投资建议**：我们预计公司 2009 年至 2011 的主营收入为 13.76 亿元、19.11 亿元和 21.37 亿元，归属母公司净利润分别为 -0.27 亿元、0.76 亿元和 1 亿元，折合每股收益为 -0.06 元、0.18 元和 0.23 元。由于公司最受市场关注的产品大功率动力电池仍在研发之中，未来成功与否还未有定论，我们认为在当前的市场环境之下该题材个股仍会面临市场资金的关注，因此我们给予公司“增持”的投资评级。

李寅康

0512-62938653

liyk@gsjq.com.cn

华芳纺织与沪深 300 指数走势比较图



市场数据 2010 年 02 月 26 日

总股本（万股）	31500.00
流通A股（万股）	21500.00
收盘价（元）	12.84
6个月换手率（%）	204.87

财务数据 2009Q3

主营收入（亿元）	9.83
净利润（亿元）	(0.29)
摊薄每股收益（元）	(0.09)
每股净资产（元）	2.47

1. 主业经营情况

华芳纺织是一家典型的棉纺织企业，主营棉纱、装饰布和针织染整布的生产与销售，公司拥有 27.5 万纱锭、4500 万米坯布和 1000 万米针织染整布的产能。1 月公司已发出 2009 年度全年业绩预亏公告，主要原因是受国际金融危机冲击，产品销售压力较大，产品价格低迷，毛利率下降所致。四季度虽然需求转暖，但是由于产品的价格无法及时跟上原材料棉花价格的上涨速度，因此虽然单季度扭亏，但仍不足以抵消前三季度的巨幅亏算。2010 年一季度的订单情况有进一步好转的趋势，一月产销两旺。但至二季度，节后的用工荒导致公司开工率明显不足，至今员工的返岗率仅 80% 左右，因此虽然订单饱满，但产能利用率较低，同时占总成本 30% 的人工成本有明显的上升趋势。此外由于下游采购商预期行业复苏趋势明确，因此提前与公司签订了大额的购货合同，这将延缓公司整体毛利率的提升步伐。

2. 新能源投资进展

我们此次调研的重点并不是公司的主业，而是公司 70% 控股的江苏力天新能源科技股份有限公司。江苏力天新能源科技股份有限公司成立于 2009 年初，华芳纺织于 2009 年 6 月获得其 53.7% 的股权，之后又进一步收购其股权，使其股份达到 70%，进一步巩固其控股地位。江苏力天主营磷酸铁锂动力电池的研发、生产、销售。目前试生产的产品“磷酸铁锂电动自行车动力电池（属于小功率动力电池）已经通过江苏力天实验室检测，检测结果较为理想，各项指标合格并超出国家标准，该产品已经送往国家质量检测机构检测认证，近期将收到最终认证结果，公司将会有后续的公告发出。小功率电池将马上量产，整体规划为 7 条生产线，乐观情况下预计今年将有三条生产线上马，目前第一条生产线已经实现量产，产能 3 万安时每天。公司产品主要面向出口，目前已获得了部分意向订单，并已获得欧盟的 CE 认证。

3. 大功率电池研发稳步推进

小功率电池只是公司所要研发的产品之一，大功率汽车动力电池才是公司的最终目标。为推进大功率动力电池的后续研发与生产，公司将

与清华大学核能与新能源技术研究院合作，后者将为公司提供重要的技术支持。公司对于其产品的研发持乐观态度，特别指出公司的小功率电池在技术指标上位列国内行业的中上游水平，与一线厂商并无太大差距，其技术具有一定的优势。预计 2010 年公司将会成功研制出磷酸铁锂汽车动力电池的样品，我们也将对公司的研发进度进行后续的跟踪。

4. 电解液自给，降低成本

在公司磷酸铁锂动力电池成本构成中，有 20%来自于电解液，目前主要供应商是江苏国泰。公司为降低成本，已设立了电解液子公司，上半年即可量产，产能规模不仅能满足公司锂电池产品的需求，还能有部分外销。其关键原材料六氟磷酸锂通过进口采购，预计毛利率会在 30% 以上，这将使公司现有产品的成本下降 6%左右。

5. 盈利预测及投资建议

按照公司现有的产能情况，预计公司的整体销售将逐渐恢复至金融危机前的状况，但由于产品提价较为缓慢，因此毛利率的恢复会相对滞后。而小功率电池的量产，按照公司计划 2010 年为 3 条线，我们保守预计为 2 条线达产，按照 3 万安时每天的产能、每安时 9-10 元的单价以及 30%的毛利计算，磷酸铁锂电池 2010 年将为公司带来约 1.35 亿元的营业收入和 4050 万元的毛利。在不考虑大功率动力电池的影响下，我们预计公司 2009 年至 2011 的主营收入为 13.76 亿元、19.11 亿元和 21.37 亿元，归属母公司净利润分别为-0.27 亿元、0.76 亿元和 1 亿元，折合每股收益为-0.06 元、0.18 元和 0.23 元。按照当前股价计算，对应的 2010 年动态市盈率已高达 71.33 倍，估值略微偏高。考虑到公司目前投资的新能源行业背景、以及公司本身所具有的整体上市预期，给予适当的溢价应在情理之中。由于公司最受市场关注的产品大功率动力电池仍在研发之中，未来成功与否还未有定论，我们认为在当前的市场环境之下该题材个股仍会面临市场资金的关注，因此给予公司“增持”的投资评级。

表二：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009	2010	2011	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	463.7	429.0	548.8	605.7	营业收入	1731.6	1375.8	1910.8	2137.1
现金	94.5	64.6	89.7	100.4	营业成本	1648.2	1386.8	1719.8	1902.0
应收账款	19.1	19.4	27.0	30.2	营业税金及附加	7.8	8.1	11.2	12.6
其它应收款	3.6	2.8	3.9	4.4	营业费用	16.8	11.6	16.0	17.9
预付账款	0.9	-2.2	-5.9	-10.1	管理费用	22.0	4.9	6.8	7.6
存货	326.1	297.0	368.3	407.3	财务费用	22.5	16.7	14.3	12.3
其他	19.5	47.3	65.8	73.5	资产减值损失	11.3	-3.7	2.9	1.4
非流动资产	1108.7	1219.3	1023.8	819.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	44.5	44.5	44.5	44.5	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	902.9	1029.8	849.2	660.0	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	153.7	138.3	123.0	107.6	营业利润	3.0	-48.5	139.8	183.3
其他	7.6	6.7	7.2	6.9	营业外收入	2.1	0.0	0.0	0.0
资产总计	1572.4	1648.3	1572.6	1424.7	营业外支出	1.6	1.6	1.6	1.6
流动负债	635.2	553.9	598.9	610.2	利润总额	3.5	-50.1	138.2	181.7
短期借款	198.9	215.4	178.6	145.5	所得税	1.5	-19.3	53.2	69.9
应付账款	198.3	122.2	151.6	167.6	净利润	2.1	-30.8	85.0	111.8
其他	238.0	216.3	268.8	297.1	少数股东损益	-0.9	-3.4	9.4	12.3
非流动负债	100.0	100.0	100.0	100.0	归属母公司净利	3.0	-27.4	75.7	99.5
长期借款	100.0	100.0	100.0	100.0	EBITDA	123.3	146.7	350.1	400.3
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.01	-0.06	0.18	0.23
负债合计	735.2	653.9	698.9	710.2	重要财务指标				
少数股东权益	29.1	25.7	35.0	47.3	单位:百万元				
股本	315.0	425.9	425.9	425.9	主要财务指标	2008	2009	2010	2011
资本公积	374.8	374.8	374.8	374.8	营业收入	1731.6	1375.8	1910.8	2137.1
留存收益	119.6	167.4	35.7	-137.3	同比(%)	-2.5%	-20.6%	38.9%	11.8%
归属母公司股东权	809.4	968.1	836.5	663.4	归属母公司净利润	3.0	-27.4	75.7	99.5

负债和股东权益	1573.7	1647.7	1570.4	1420.9	同比(%)	-94.2%	#####	-375.8%	31.4%
					毛利率(%)	4.8%	-0.8%	10.0%	11.0%
					ROE(%)	0.4%	-2.8%	8.7%	14.0%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	0.2%	-2.0%	4.0%	4.7%
会计年度	2008	2009	2010	2011	资产负债率(%)	46.7%	39.7%	44.5%	50.0%
经营活动现金流	199.0	74.3	283.6	328.5	每股收益(元)	0.01	-0.06	0.18	0.23
投资活动现金流	-143.5	-290.0	0.0	-0.0	P/E	1355.9	-199.6	72.4	55.1
筹资活动现金流	-30.4	185.9	-258.5	-317.9	P/B	4.83	5.51	6.29	7.71
现金净增加额	25.1	-29.9	25.1	10.6					

来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>