

锂电业务有望使公司再创辉煌

华芳纺织（600273） 评级：增持（调低）

股价：16.97 元 目标价位：19.5 元 调研报告

2009 年 4 月 19 日 星期一

吴文钊

021-50586660-8617

allan021@126.com

汽车行业

牛纪刚

执业证书编号: S0630209060131

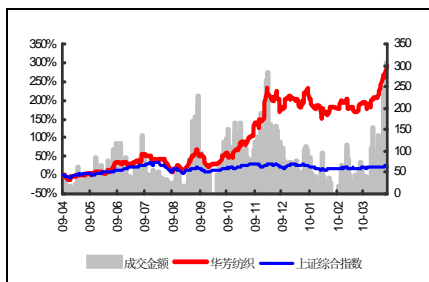
重要数据

总股本(亿股)	3.15
流通股本(亿股)	2.15
总市值(亿元)	53.46
流通市值(亿元)	36.49

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	42.97	36.87%
3 个月	22.53	24.56
6 个月	160.28	154.28

个股相对上证综指走势图



投资要点

近期，我们赴华芳纺织进行了实地调研，现将调研中得到的重要信息以及我们的分析简述如下：

□ **进军锂电业务是集团的重大战略抉择。**公司是华芳集团旗下的唯一上市公司。华芳集团是以纺织为主业，棉纺为核心，集棉纺织染、针纺织染、毛纺织染于一体，兼有酒店、房地产业的大型股份制企业。集团已成为亚洲第二大棉纺织企业，位列江苏省重点企业集团、国家大型企业、中国企业 500 强。

2003 年以来，随着纺织行业产能急剧扩大，而劳动力和原材料成本又逐渐上升，加上国际贸易保护主义抬头，我国纺织行业很快由鼎盛期进入了漫长的调整期。为了保持永续成长，集团一直在进行产业结构调整和升级，并力图进入新的产业领域。由于新能源汽车已在全球形成发展热潮，作为其中核心部件的锂电业务不仅前景光明，而且市场容量巨大，公司最终决定进军新能源锂电业务，并决心在这一领域做大做强，争取“再造一个华芳”。

华芳集团实力雄厚，经营稳健，在多元化方面更是一向谨慎。我们认为，公司进军锂电领域绝非追赶新能源这一“时髦”之举，而是在其传统业务领域经营环境变差背景下做出的重大战略抉择，集团必将倾全力重点培育这一业务。此外，锂电业务目前仍方兴未艾，公司完全有可能脱颖而出，成长为新能源汽车锂电领域的领先企业。

□ **磷酸铁锂是最有前途的新能源汽车动力电池。**由于具有能量密度高、使用寿命长、环境适应性强等突出优点，大功率锂离子电池已被普遍认为是未来新能源汽车的主流动力电池。当前国内外主流企业着重开发的新能源汽车也都将锂电池作为首选配置，其需求即将迎来爆发式增长。

在新能源汽车锂电池领域，主要存在两种不同的技术路径。日韩企业倾向

于使用锰酸锂或三元材料锂电池，而美国和我国企业则倾向于使用磷酸铁锂电池。相比于锰酸锂或三元材料，磷酸铁锂的使用寿命更长，环境适应能力更强，安全性能更好，成本下降空间也更大。因此，我们认为，尽管这两种技术路径可能在相当长时期内同时并存，但磷酸铁锂必然是最有前途的新能源锂电品种。

- **公司动力电池规划产能达 1 亿安时，目前已有一条线投入量产。**公司于 2009 年以增资入股方式获得了江苏力天新能源有限公司 70% 的股权，从而正式进入新能源锂电领域。由于新能源汽车动力电池的需求尚未释放，且出于稳步提高技术水平的考虑，公司选择了电动自行车领域作为动力电池的切入点。力天公司目前已有 1 条生产线进入量产状态，主要生产电动自行车用磷酸铁锂电池，目前日产量已达约 5000 安时，随着设备和技术工艺进一步调试完善，公司产能将逐步扩大。需要说明的是，力天公司的动力电池规划有 7 条生产线，满产后年产能可达 1 亿安时。
- **新能源汽车动力电池产品有望在年底前推出。**公司的电动自行车动力电池产品已在今年 3 月通过国家质量检测，检测结果优良，目前已开始全面销售。而公司的新能源汽车动力电池产品则处于紧张研发之中，目前进展顺利。公司已招募了众多业内优秀人才加盟，并广泛同国内外优秀科研机构合作，今年 4 月 2 日，力天公司又与上海交大就合作研发动力锂电池及新材料达成协议，两者的合作将大大增强公司的技术研发实力、加快产品研发进程。我们预测，公司的新能源汽车动力电池产品有望于年底前推出。
- **电解液规划年产能 5000 吨，目前处于试产阶段。**力天公司旗下华天公司（力天持有 70% 股权）专业生产磷酸铁锂电池电解液，规划产能达每年 5000 吨，这一规模与江苏国泰扩产后的产能旗鼓相当，已处于行业龙头位置。电解液的生产工艺要求极高，华天公司引进了众多顶尖人才，并建立了国内领先的现代化生产线，这些将为公司产品的技术和质量领先奠定坚实基础。目前公司的电解液产品还处于试产阶段，预计下半年有望实现量产。
- **动力电池和电解液均定位高端，盈利水平较高。**普通锂离子电池与新能源汽车动力锂电池之间存在很高的技术门槛，其中最主要的体现在一致性方面。新能源汽车动力电池对电解液的要求也非常高，要求其主要原材料六氟磷酸锂的纯度达到 99.9999% 以上。这就为行业竞争设置了很高的技术壁垒，产品质量一般的企业很容易陷入“红海”也难以进入主流汽车厂商的

供应体系，而产品一致性控制优良的企业则有望享受超额利润。公司的动力电池和电解液项目均定位高端，从一开始就瞄准了行业技术领先目标，力图以技术优势获取较高的盈利水平。

公司目前配套电动自行车的动力电池采用成本加成法定价，公司的目标是实现 20% 的净利润率，由于确具技术优势，公司产品价格已获得市场认可。电解液方面，江苏国泰的电解液毛利率高达 36%，净利率也达 20.9%，华芳电解液的定位并不低于国泰，我们预测公司电解液的净利率水平也将在 20% 以上。此外，在公司新能源汽车动力电池研发成功并顺利推向市场后，公司还有望享受更高的盈利水平。

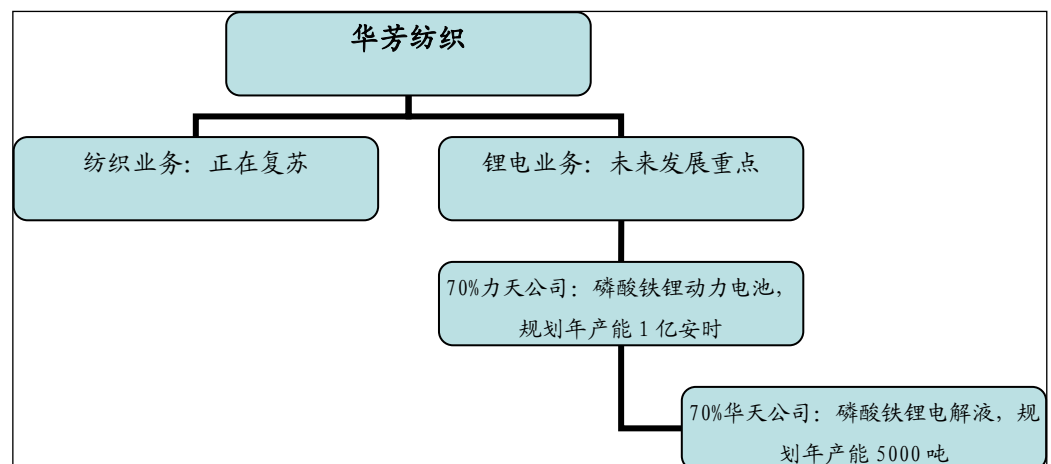
- **纺织业务正在复苏。**随着全球经济逐步走出金融危机阴影，纺织行业景气程度已处于回升之中。公司的纺织业务主要集中在棉纺和面料业务上。在棉纺业务领域，公司具有 30 万锭的年产能，今年以来棉纱价格连续上涨，且涨幅已明显超出棉花价格涨幅，公司产品供不应求，经营效益也显著回升。在面料领域，公司具有 1 亿米的年产能，目前面料价格也已有一定上涨趋势，公司的盈利水平有望可保持稳中有升。

纺织行业景气回升在公司一季报中已有反映，公司今年一季度已实现扭亏为盈，同比业绩更有大幅增长。今年一季度，公司营业收入为 4.16 亿元，同比增长 49.10%，归属母公司净利润为 1081 万元，同比增长 15.89 倍。

- **调整评级至“增持”。**公司传统业务正处于复苏之中，2010 年业绩有望实现大幅增长。锂电业务虽然在短期内还难以明显增厚公司业绩，但公司在这一领域已做好布局且正稳步前进，公司未来成长能力和盈利能力都将得到显著改善，我们坚定看好公司的发展前景。

我们预测公司 2010、2011、2012 年每股收益分别为 0.46、0.65、0.81 元，由于近期公司股价出现了较大上涨，公司最新股价已分别对应 37、26、21 倍 PE，我们将其投资评级由“买入”调整为“增持”。

附图 1 公司主营业务构成情况



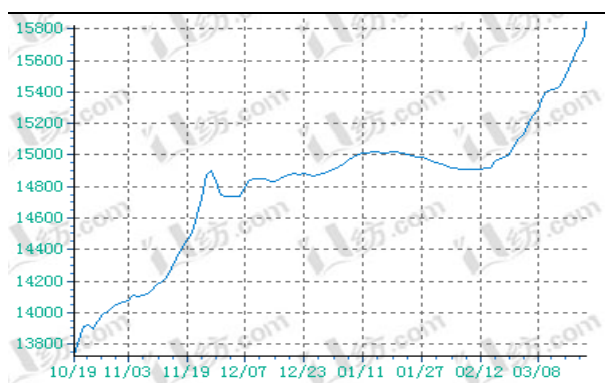
资料来源: 东海证券研究所

附表 1 不同锂电池性能指标比较

正极材料	钴酸锂 (LiCoO ₂)	锰酸锂 (LiMn ₂ O ₄)	镍钴锰三元材料 (LiNiCoMnO ₂)	磷酸铁锂 (LiFePO ₄)
电压	3.6	3.8-3.9	3.5-3.7	3.2
振实密度 (g/cm ³)	2.8-3.0	2.2-2.4	2.0-2.3	1.0-1.4
能量密度 (mAh/g)	135-140	100-115	155-165	130-140
可充电次数	>300 次	>500 次	>800 次	>2000 次
正极原料资源	贫乏	丰富	贫乏	丰富
成本	高	低	较高	较低
安全性	差	较好	较差	好
适用领域	小型电池	小型电池、动力 力电池	小型电池、动力电池	动力电池

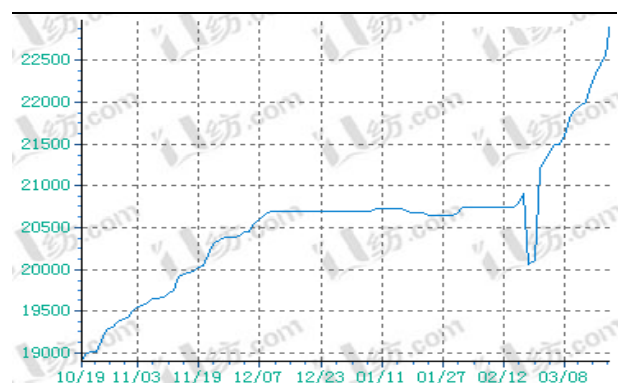
资料来源: 东海证券研究所

附图 3 棉花价格走势情况 (国内 328 级棉, 元/吨)



资料来源: 第一纺织网

附图 4 棉纱价格走势情况 (CY C32 级, 元/吨)



附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 江苏大学经济学硕士毕业。1 年汽车制造企业工作经验, 2 年证券公司汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 长安汽车、江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、亚太股份。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122