

2010年9月07日
公司研究/公司点评报告
华芳纺织 (600273)
主业超预期，锂电池业务低于预期
评级：增持（维持）
投资要点：

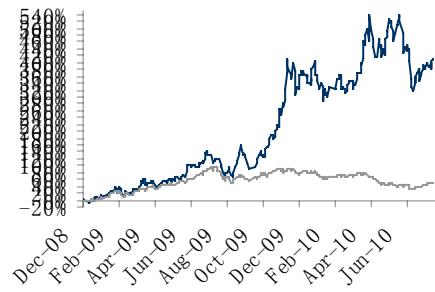
■ **上半年棉纱主业超预期：**受补库存、棉花减产、自然灾害频繁等多种因素的影响，棉花价格持续飙升。受棉价带动的影响，纱价亦联袂走强且市场需求迅速恢复，产品销量大幅提升，棉纱企业遇到“十年等一回”的大好行情。华芳纺织在棉花库存上早有布局，原材料成本相对较低，因此主营业务棉纱的毛利率大幅攀升至13.55%，上半年实现营业收入9.08亿元。

■ **下半年主业难超预期：**随着国家抛储和消费淡季的来临，棉花、棉纱价格均出现了一定程度的回落，加之下半年原有棉花库存的消耗以及国内资源供求矛盾加剧，原材料价格、能源价格和劳动力成本的不断上涨，企业较高的毛利率水平恐难维持，预计全年纺织主业收入为16~17亿元，下半年难有超预期增长。

■ **锂电业务低于预期：**从中报数据显示，公司上半年锂电池业务仅获得收入7.8万元，低于市场预期。而实际情况是，公司二季度已有小批量销售，但是由于发票确认问题，导致二季度大约有100万元左右的锂电池订单未确认收入。目前公司锂电池仍只有一条线投入生产，其产品还是主要应用在电动自行车领域，产量约为每日2000AH左右，约为设计产能的1/10（单条生产线设计产能为20000~30000AH/天），订单量与前期相比并未出现明显增多。

■ **理性看待锂电业务前景：**一方面，和大部分电池生产厂商一样，一致性问题仍然是大功率电池技术的瓶颈，公司同样需要时间去提升，另一方面，华芳是一家以纺织为主业的公司，虽然集团是多元化经营，但也从未曾踏入过电池领域。公司完全是一家新进入者，经验不足，客户基础非常薄弱，需要时间去开拓市场，因此，对于公司在锂电池业务上的发展我们也需要更理性地去看待其前景，至少我们需要给予公司一定的空间和时间去探索，而非急于求成。

■ **盈利预测及评级：**总体上看，预计全年利润贡献仍然主要来自于棉纱及仿真面料，而锂电池业务预计全年小幅亏损，全年预计主营收入为16.89亿元，折合每股收益为0.21元左右，对应市盈率为71倍。我们认为公司之所以有这么高的溢价与其从事锂电池业务有很大的关系，目前的市场环境中，任何与新能源相关的公司都会有所溢价，股价更多是政策推动，而非业绩推动，因此，我们仍然给予公司增持的投资评级。

分析师 李寅康
执业证书编号 S060020910012
联系电话 0512-62938653
邮箱 liyk@gjq.com.cn
分析师 戴飚
联系电话 0512-62938661
邮箱 daiy@gjq.com.cn
联系人 李雅娜
联系电话 021-63122950
邮箱 liyn@gjq.com.cn
华芳纺织与沪深300指数走势比较图
—— 华芳纺织 —— 沪深300

市场数据
2010年9月7日

总股本 (万股)	31500.00
流通A股 (万股)	31500.00
收盘价 (元)	14.57
6个月换手率 (%)	415.96

财务数据
2010Q2

营业收入 (亿元)	4.92
净利润 (亿元)	0.33
摊薄每股收益 (元)	0.11
每股净资产 (元)	2.55

1. 上半年棉纱主业超预期

2010年上半年,国内外经济形势总体呈现回暖态势,但受欧债危机、美国严峻的就业形势以及居民消费疲软等不利因素的影响,经济增长后劲不足。国内方面,纺织行业生产经营情况以及市场信心逐步恢复,受补库存、棉花减产、自然灾害频繁等多种因素的影响,棉花价格持续飙升,由最低15000元/吨上升至目前的18600元/吨左右,涨幅惊人。受棉价带动的影响,纱价亦联袂走强且市场需求迅速恢复,产品销量大幅提升,棉纱企业遇到“十年等一回”的大好行情。华芳纺织在棉花库存上早有布局,原材料成本相对较低,因此主营业务棉纱的毛利率大幅攀升至13.55%,上半年实现营业收入9.08亿元。

随着国家抛储和消费淡季的来临,棉花、棉纱价格均出现了一定程度的回落,加之下半年原有棉花库存的消耗以及国内资源供求矛盾加剧,原材料价格、能源价格和劳动力成本的不断上涨,企业较高的毛利率水平恐难维持,预计全年纺织主业收入为16~17亿元,下半年难有超预期增长。

2. 锂电池业务低于预期

从年报数据显示,公司上半年锂电池业务仅获得收入7.8万元,低于市场预期。而实际情况是,公司二季度已有小批量销售,但是由于发票确认问题,导致二季度大约有100万元左右的锂电池订单未确认收入。目前公司锂电池仍只有一条线投入生产,其产品还是主要应用在电动自行车领域,产量约为每日2000AH左右,约为设计产能的1/10(单条生产线设计产能为20000~30000AH/天),订单量与前期相比并未出现明显增多。

新能源汽车用动力电池已获得“201所”认可。公司新能源汽车用动力电池被送至北方汽车质量监督检验鉴定试验所(简称“201所”,是国家“863”项目动力电池指定测试基地)进行检测,检测结果各项指标均较理想,公司已取得“201所”颁发的检测报告。但是在车用动力电池与下游整车厂商的合作方面仍未有实质性进展。

3. 转换营销思路,拓宽锂电池市场

由于小功率动力电池订单一直不达预期,公司决定在下半年转换营销思路,寻找电动自行车以外的锂电池市场,比如电动工具类产品锂电池等。公司希望通过新的市场开拓,使产能利用率迅速提升。

4. 电解液短期内不会贡献利润

两条电解液生产线已完成设备安装及调试,但目前没有产能释放,未来将主要面对消费电子类产品锂电池市场。预计今年可能会实现小批量生产。公司在电解液市场最大的问题同样在下游客户的拓展上,目前产品质量虽然过关,但是在市场经营方面公司缺少客户基础,而电解液市场目前也是竞争激烈,作为一家锂电池行业的新进入者,公司需要一定的时间去培育自身品牌及客户。我们预计短期内电解液不会给公司带来利润贡献。

5. 理性看待锂电池业务的前景

力天新能源科技股份有限公司是在2009年初成立的,经历了09年的研发,最终小功率动力电池通过了国家检测机构的质检认证,至今年2季度开始陆续获得少量订单,进行小批量生产,同时大功率动力电池进入研发阶段。虽然单体电池获得质检部门的认可,同时部分指标处于同类产品的中上游水平,但是这并不代表公司能够立刻打开市场。一方面,和大部分电池生产厂商一样,一致性问题仍然是大功率电池技术的瓶颈,公司同样需要时间去提升,另一方面,华芳是一家以纺织为主业的公司,虽然集团是多元化经营,但也从未曾踏入过电池领域。公司完全是一家新进入者,经验不足,客户基础非常薄弱,需要时间去开拓市场,因此,对于公司在锂电池业务上的发展我们也需要更理性地去看待其前景,至少我们需要给予公司一定的空间和时间去探索,而非急于求成。

6. 盈利预测及评级

总体上看,预计全年利润贡献仍然主要来自于棉纱及仿真面料,而锂电池业务预计全年小幅亏损,全年预计主营收入为16.89亿元,折合每股收益为0.21元左右,对应市盈率为71倍。我们认为公司之所以有这么高的溢价与其从事锂电池业务有很大的关系,目前的市场环境中,任何与新能源相关的公司都会有所溢价,股价更多是政策推动,而非业绩推动,因此,我们仍然给予公司增持的投资评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010	2011	2012	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	691.0	654.5	749.9	896.9	营业收入	1443.8	1689.2	1895.5	2052.5
现金	244.8	189.3	212.4	297.1	营业成本	1414.0	1520.2	1715.4	1867.8
应收账款	25.8	24.4	27.4	29.7	营业税金及附加	6.0	7.3	8.2	8.9
其它应收款	20.9	24.5	27.5	29.8	营业费用	17.1	18.2	20.4	22.1
预付账款	33.7	51.0	70.4	91.7	管理费用	36.0	31.7	35.6	38.6
存货	358.5	351.6	396.7	432.0	财务费用	29.7	18.8	8.1	-1.4
其他	7.2	13.7	15.4	16.7	资产减值损失	6.9	4.5	1.7	1.3
非流动资产	1074.5	895.5	717.9	527.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	58.5	51.5	55.0	53.2	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	837.6	688.0	519.3	347.8	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	156.4	140.7	125.1	109.5	营业利润	-65.9	88.4	106.1	115.3
其他	22.0	15.3	18.5	16.7	营业外收入	11.9	10.0	10.9	10.5
资产总计	1765.5	1550.0	1467.7	1424.1	营业外支出	1.0	1.3	1.2	1.2
流动负债	958.3	678.7	519.2	391.3	利润总额	-55.0	97.1	115.9	124.5
短期借款	606.1	345.0	152.1	0.0	所得税	-13.4	24.3	29.0	31.1
应付账款	122.5	155.1	175.1	190.6	净利润	-41.6	72.8	86.9	93.4
其他	229.7	178.6	192.0	200.6	少数股东损益	-2.1	8.0	9.6	10.3
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	润	-39.5	64.8	77.3	83.1
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	82.3	292.4	300.6	301.1
负债合计	958.3	678.7	519.2	391.3	EPS (元)	-0.13	0.21	0.25	0.26
少数股东权益	37.0	45.0	54.6	64.9					
股本	315.0	315.0	315.0	315.0					
资本公积	375.0	375.0	375.0	375.0					
留存收益	80.1	144.9	222.2	305.4					
归属母公司股东权									
益	770.1	834.9	912.3	995.4					
负债和股东权益	1765.5	1558.6	1486.0	1451.5					

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010	2011	2012	重要财务指标	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流	-328.8	336.9	229.8	233.5	营业收入	1443.8	1689.2	1895.5	2052.5
投资活动现金流	-102.1	-13.0	-5.5	1.8	营业成本	1414.0	1520.2	1715.4	1867.8
筹资活动现金流	383.8	-379.5	-201.2	-150.6	营业税金及附加	6.0	7.3	8.2	8.9
现金净增加额	-47.2	-55.5	23.1	84.7	营业费用	17.1	18.2	20.4	22.1
					管理费用	36.0	31.7	35.6	38.6
					财务费用	29.7	18.8	8.1	-1.4
					资产减值损失	6.9	4.5	1.7	1.3
					公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
					投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
					汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
					营业利润	-65.9	88.4	106.1	115.3
					营业外收入	11.9	10.0	10.9	10.5
					营业外支出	1.0	1.3	1.2	1.2
					利润总额	-55.0	97.1	115.9	124.5
					所得税	-13.4	24.3	29.0	31.1
					净利润	-41.6	72.8	86.9	93.4
					少数股东损益	-2.1	8.0	9.6	10.3
					归属母公司净利润	-39.5	64.8	77.3	83.1
					同比(%)	-16.6%	17.0%	12.2%	8.3%
					毛利润率(%)	2.1%	10.0%	9.5%	9.0%
					ROE(%)	-4.9%	7.4%	8.0%	7.8%
					净利率(%)	-2.7%	3.8%	4.1%	4.0%
					资产负债率(%)	54.3%	43.5%	34.9%	27.0%
					每股收益(元)	-0.13	0.21	0.25	0.26
					P/E	-116.7	71.2	59.7	55.5
					P/B	5.72	5.24	4.77	4.35

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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.gsjq.com.cn>