

### 湘财证券研究所

#### 电力设备与新能源小组

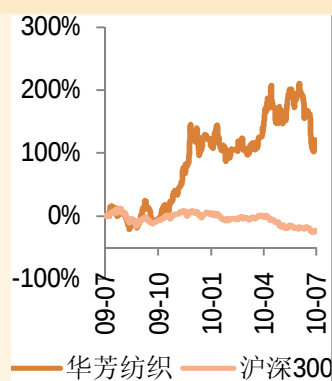
侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

 E-Mail: [hwt2894@xcsc.com](mailto:hwt2894@xcsc.com)

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

 E-Mail: [fs2855@xcsc.com](mailto:fs2855@xcsc.com)


#### 基本数据(07.09)

|                  |        |
|------------------|--------|
| 收盘价(元)           | 13.10  |
| 总股本(百万股)         | 315    |
| 流通股本(百万股)        | 215    |
| 总市值(亿元)          | 41.26  |
| 流通市值(亿元)         | 28.17  |
| PE <sup>TM</sup> | -140.6 |
| 每股净资产            | 2.48   |

评级：增持  
 目标价：17.8元

### 投资要点

- 公司磷酸铁锂电池产线保持 10%的产能利用率。**公司年生产能力 800 万 Ah 的生产线自年初投产后,目前的订单量已可保证约 50%的利用率,产品主要为 8-10Ah 的电动自行车用锂电池,由 10 节电池组成的电池组售价在 1200 元左右。产品主要销往欧美、加拿大等海外市场,由于目前锂电池在电动自行车/摩托车领域的应用尚属高端产品,在国内市场有限,我们预计公司的锂电池产品未来仍将以出口为主。
- 后续产能释放速度依赖下游需求情况。**公司规划共 7 条锂电池生产线,目前另外两条已经启动建设进程,后续的扩产将依赖于下游市场打开的速度。公司的原材料均依赖外购,其中正极材料和隔膜进口,负极材料和电解液由国内供应商供应(公司正在试用自产的电解液)。江苏力天公司(股权占比 70%)将在保证产品销售的基础上逐渐做大、做深产业链,未来可能进一步向上游核心原材料方面拓展。
- 电池产品及电解液项目通过环保认证。**国内目前尚无针对电动自行车锂电池的强制认证标准,公司目前已通过了的欧洲 CE 和 ROHS 环保认证和正在进行的美国 UL 安全认证,都为因应客户要求进行的检测。华天公司(股权占比 70%)的电解液项目 6 月通过了环评和安评,预计下半年可正式投产。
- 研发及车用动力电池产业化持续推进。**公司在建立了自身的研发团队后,与清华大学、上海交通大学建立了合作关系,研发内容涵盖正负极、电解液材料和动力电池及集成技术。40Ah 的动力电池已在进行质检和试用,未来随着新能源汽车的需求释放,公司可直接利用现有的产线生产功率型、能量型车用电池。
- 纺织业务今年好转。**棉纱业务今年盈利提升明显,主要原因是棉花、棉纱的价格上涨,而公司棉花储备充足,原材料成本维持较低水平。公司 27.5 万锭目前保持每万锭每月 30 万元的净利润水平,合理估算年内可获利约 8000 万元,对应的 EPS 为 0.26 元。中期来看棉花价格将维持高位运行,但明后两年公司棉纱业务的毛利率也将有所回落。
- 整体上市尚无具体时间表。**公司与集团关联交易较多,整体上市预期强烈,但目前尚无具体的时间表。
- 给予公司增持评级。**公司对锂电池业务采取了较为谨慎的渐进式发展方式,我们也认为新能源汽车的推进不是一朝一夕的事情。基于上述判断,不考虑公司的房地产收入,我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.35、0.42 和 0.61 元,对应当前 PE37.6、31.4 和 21.6 倍,目前估值较为合理,给予增持评级,建议持续关注公司锂电池产能的释放速度。
- 风险因素。**自行车用锂电市场拓展速度低于预期;汽车用动力电池的推出及市场启动速度低于预期;纺织业务受棉花价格波动,盈利能力受影响。

| 主要财务指标(百万)  | 2009    | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1444    | 1962  | 2360  | 2861  |
| 收入同比(%)     | -17%    | 36%   | 20%   | 21%   |
| 归属母公司净利润    | -40     | 110   | 131   | 191   |
| 净利润同比(%)    | -1424%  | 177%  | 20%   | 45%   |
| 毛利率(%)      | 2.1%    | 13.7% | 14.4% | 16.2% |
| ROE(%)      | -5.1%   | 12.5% | 13.0% | 15.9% |
| 全面摊薄每股收益(元) | -0.13   | 0.35  | 0.42  | 0.61  |
| P/E         | -104.34 | 37.62 | 31.39 | 21.61 |
| P/B         | 5.36    | 4.69  | 4.08  | 3.43  |
| EV/EBITDA   | 54      | 16    | 12    | 9     |

表 1、公司分业务业绩预测(百万元)

|      |           | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------|-----------|----------|----------|----------|
| 纺织业务 | 收入        | 1,876.98 | 2,064.67 | 2,271.14 |
|      | 毛利率       | 13.00%   | 11.50%   | 10.00%   |
| 锂电池  | 产量(百万 Ah) | 5.00     | 15.00    | 30.00    |
|      | 收入        | 45.00    | 135.00   | 270.00   |
|      | 毛利率       | 30.00%   | 35.00%   | 40.00%   |
| 电解液  | 产量(吨)     | 500      | 2,000    | 4,000    |
|      | 收入        | 40.00    | 160.00   | 320.00   |
|      | 毛利率       | 30.00%   | 35.00%   | 40.00%   |
|      | 合计收入      | 1,961.98 | 2,359.67 | 2,861.14 |
|      | 合计成本      | 1,692.47 | 2,018.99 | 2,398.03 |

数据来源：湘财证券研究所

| 资产负债表     |      |       |       |       | 利润表          |          |        |        |        |
|-----------|------|-------|-------|-------|--------------|----------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元    |      |       |       |       | 单位:百万元       |          |        |        |        |
| 会计年度      | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度         | 2009     | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 流动资产      | 691  | 575   | 664   | 674   | 营业收入         | 1444     | 1962   | 2360   | 2861   |
| 现金        | 245  | 195   | 211   | 206   | 营业成本         | 1414     | 1692   | 2019   | 2398   |
| 应收账款      | 26   | 34    | 38    | 49    | 营业税金及附加      | 6        | 8      | 10     | 12     |
| 其他应收款     | 21   | 19    | 27    | 31    | 营业费用         | 17       | 22     | 27     | 32     |
| 预付账款      | 34   | 27    | 38    | 43    | 管理费用         | 36       | 41     | 52     | 62     |
| 存货        | 359  | 287   | 334   | 327   | 财务费用         | 30       | 38     | 32     | 19     |
| 其他流动资产    | 7    | 14    | 15    | 19    | 资产减值损失       | 7        | 8      | 8      | 8      |
| 非流动资产     | 1074 | 1193  | 1294  | 1278  | 公允价值变动收      | 0        | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资      | 32   | 21    | 25    | 24    | 投资净收益        | 0        | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产      | 838  | 939   | 1020  | 986   | 营业利润         | -66      | 152    | 212    | 329    |
| 无形资产      | 156  | 181   | 197   | 217   | 营业外收入        | 12       | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动资    | 49   | 51    | 51    | 52    | 营业外支出        | 1        | 0      | 0      | 0      |
| 资产总计      | 1765 | 1768  | 1957  | 1952  | 利润总额         | -55      | 152    | 212    | 329    |
| 流动负债      | 958  | 847   | 877   | 625   | 所得税          | -13      | 38     | 53     | 82     |
| 短期借款      | 606  | 437   | 425   | 111   | 净利润          | -42      | 114    | 159    | 247    |
| 应付账款      | 122  | 166   | 190   | 229   | 少数股东损益       | -2       | 5      | 28     | 56     |
| 其他流动负债    | 230  | 244   | 262   | 285   | 归属母公司净利润     | -40      | 110    | 131    | 191    |
| 非流动负债     | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA       | 84       | 291    | 366    | 486    |
| 长期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)      | -0.13    | 0.35   | 0.42   | 0.61   |
| 其他非流动负    | 0    | 0     | 0     | 0     |              |          |        |        |        |
| 负债合计      | 958  | 847   | 877   | 625   | 主要财务比率       |          |        |        |        |
| 少数股东权益    | 37   | 42    | 69    | 125   | 会计年度         | 2009     | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 股本        | 315  | 315   | 315   | 315   | 成长能力         |          |        |        |        |
| 资本公积      | 375  | 375   | 375   | 375   | 营业收入         | -16.6%   | 35.9%  | 20.3%  | 21.3%  |
| 留存收益      | 80   | 190   | 321   | 512   | 营业利润         | -2270.9% | 131.3% | 39.2%  | 55.3%  |
| 归属母公司股东权益 | 770  | 880   | 1011  | 1202  | 归属于母公司净利润    | -1423.8% | 177.4% | 19.8%  | 45.3%  |
| 负债和股东权益   | 1765 | 1768  | 1957  | 1952  | 获利能力         |          |        |        |        |
|           |      |       |       |       | 毛利率(%)       | 2.1%     | 13.7%  | 14.4%  | 16.2%  |
| 现金流量表     |      |       |       |       | 净利率(%)       | -2.7%    | 5.6%   | 5.6%   | 6.7%   |
| 单位:百万元    |      |       |       |       | ROE(%)       | -5.1%    | 12.5%  | 13.0%  | 15.9%  |
| 会计年度      | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | ROIC(%)      | -2.3%    | 12.3%  | 14.0%  | 21.1%  |
| 经营活动现金流   | -329 | 414   | 270   | 453   | 偿债能力         |          |        |        |        |
| 净利润       | -42  | 114   | 159   | 247   | 资产负债率(%)     | 54.3%    | 47.9%  | 44.8%  | 32.0%  |
| 折旧摊销      | 120  | 101   | 122   | 138   | 净负债比率(%)     | 73.68%   | 59.50% | 57.31% | 29.59% |
| 财务费用      | 30   | 38    | 32    | 19    | 流动比率         | 0.72     | 0.68   | 0.76   | 1.08   |
| 投资损失      | 0    | 0     | 0     | 0     | 速动比率         | 0.34     | 0.33   | 0.37   | 0.54   |
| 营运资金变动    | -432 | 153   | -42   | 47    | 营运能力         |          |        |        |        |
| 其他经营现金    | -5   | 7     | -0    | 2     | 总资产周转率       | 0.86     | 1.11   | 1.27   | 1.46   |
| 投资活动现金流   | -102 | -223  | -221  | -122  | 应收账款周转率      | 61       | 63     | 62     | 62     |
| 资本支出      | 70   | 200   | 200   | 100   | 应付账款周转率      | 8.82     | 11.75  | 11.36  | 11.46  |
| 长期投资      | -32  | -5    | 2     | -1    | 每股指标(元)      |          |        |        |        |
| 其他投资现金    | -64  | -28   | -19   | -22   | 每股收益(最新摊薄)   | -0.13    | 0.35   | 0.42   | 0.61   |
| 筹资活动现金流   | 384  | -241  | -33   | -337  | 每股经营现金流(最新摊) | -1.04    | 1.31   | 0.86   | 1.44   |
| 短期借款      | 407  | -169  | -12   | -314  | 每股净资产(最新摊薄)  | 2.44     | 2.79   | 3.21   | 3.82   |
| 长期借款      | -100 | 0     | 0     | 0     | 估值比率         |          |        |        |        |
| 普通股增加     | 0    | 0     | 0     | 0     | P/E          | -104.34  | 37.62  | 31.39  | 21.61  |
| 资本公积增加    | 0    | 0     | 0     | 0     | P/B          | 5.36     | 4.69   | 4.08   | 3.43   |
| 其他筹资现金    | 76   | -72   | -20   | -23   | EV/EBITDA    | 54       | 16     | 12     | 9      |
| 现金净增加额    | -47  | -50   | 17    | -6    |              |          |        |        |        |

## q 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；  
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场比较基准为沪深 300 指数。

## q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。