

航民股份

600987

增持/ 首次评级

股 价	2009/10/30
RMB7.52	

基础数据

总股本（百万股）	424
流通 A 股（百万股）	253
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1900

财务数据

市净率 (X)	2.64
TRACING P/E (X)*	20.51
EPS (元)	0.26
股息率 (%)	1.99

*最近四季盈利计算。

相关研究

具备高安全边际的行业龙头

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1868.4	1312.0	1793.3	1951.7	2188.6
(+/-%)	7.9	-6.6	-4.0	8.8	12.1
归属母公司净利润(百万元)	125.5	110.2	170.9	202.9	229.4
(+/-%)	11.0	37.1	36.2	18.7	13.1
EPS(元)	0.30	0.26	0.40	0.48	0.54
P/E(倍)	25.4	28.9	18.0	15.8	14.0

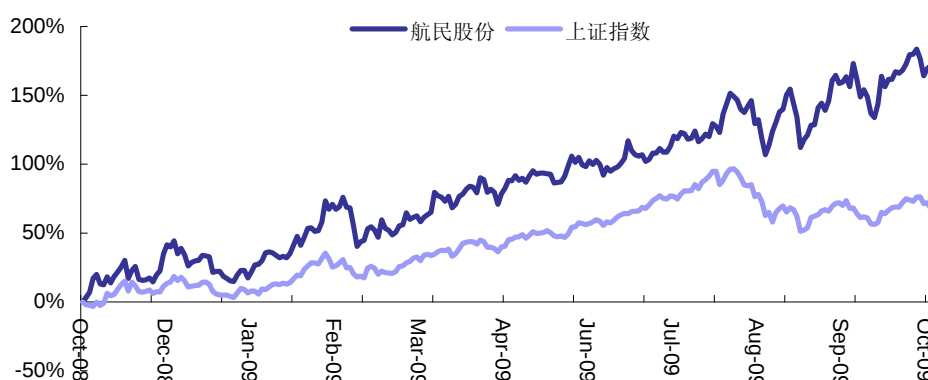
■ 公司为全国最大服装面料染整企业，拥有印染能力 8 亿米，织布能力 1900 万米、供电能力 5 亿度、供气能力 330 万吨和染化料生产能力 1 万吨。其染整产品种类多、质量好、交货快、信誉高，加工费高于一般企业，但仍能吸引大量订单。

■ 其投资亮点来自：1、稳健经营风格和较强抗风险能力；2、区位优势 and 规模优势并存；3、完善产业链条下的成本优势。更为重要的是行业经历过一轮残酷洗牌后，集中度提高，在经济复苏的上行通道中，这些竞争优势将被衬托的更为明显。此外公司 09 年 3 季度末每股经营性现金流净额达到 0.44 元，高出同期 0.29 元的每股收益，业绩具备高含金量。而每年超过 50% 的高分红也是吸引投资者的重要筹码。

■ 影响公司盈利的关键因素是毛利率水平：毛利率每提升 1 个百分点，净利润可提升 3 个百分点。我们认为：短期经济复苏、企业议价能力提高、燃煤和原油价格保持稳定是促使毛利率保持稳定甚至提升的主因。中长期来看，行业竞争格局的优化和公司产品结构优化升级带来的单价提升，以及成本控制能力增强是推动毛利率继续提高的主因。

■ 4 季度公司将迎来传统生产旺季，加上去年 4 季度收入基数低，第 4 季度收入增长可期；毛利率方面，染化料和煤炭价格在 4 季度以至明年上半年均有望保持稳定，而纺织服装行业处于持续复苏的上升通道，高毛利的状况可以持续。预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为：0.40 元、0.48 元和 0.54 元，复合增长率 22.26%，合理价值在 9.25 元，给以增持评级。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 汪蓉
 +755-82492801
 wangrongyjs@lhqz.com

公司概况

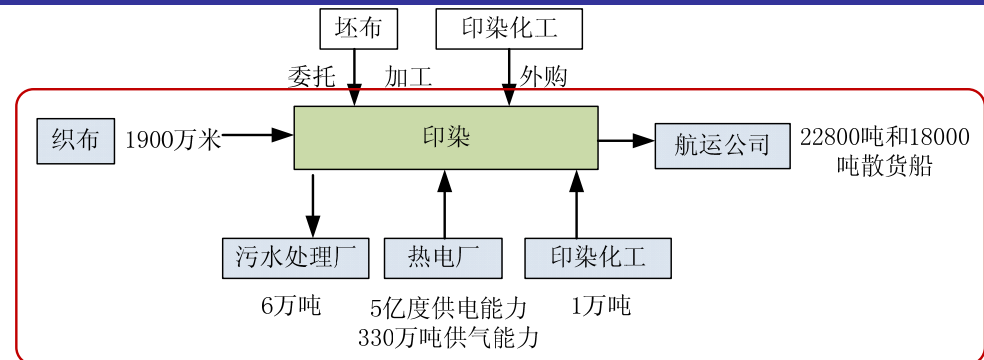
公司为印染行业龙头，是全国规模最大的服装面料染整企业。旗下 4 家印染厂，合计印染能力达到 8 亿米，占全国总印染能力的约 2%；另有织布能力 1900 万米、供电能力 5 亿度、供气能力 330 万吨和染化料生产能力 1 万吨。公司染整产品种类多样、质量好、交货速度快、信誉高，颇受市场亲睐，所以即使加工费高于一般企业，仍能吸引大量订单。

公司的各项业务构成一条完整印染产业链，拥有自主污水处理能力，电力、蒸汽可完全自给，染化料部分自给。近几年来公司仍致力于产业链的不断完善，新增燃煤运输业务，力求保证稳定的原料供应和提升经营管理效率。

公司印染业务主要为委托加工、赚取加工费用，辅助以外购坯布和自产坯布印染。加工周期一般在 7 天，多为短单、现做速递，可满足客户小批量、快交货的要求。由于加工业务存在资金占用少、存货压力小的特点，可以保证公司拥有稳健现金流。

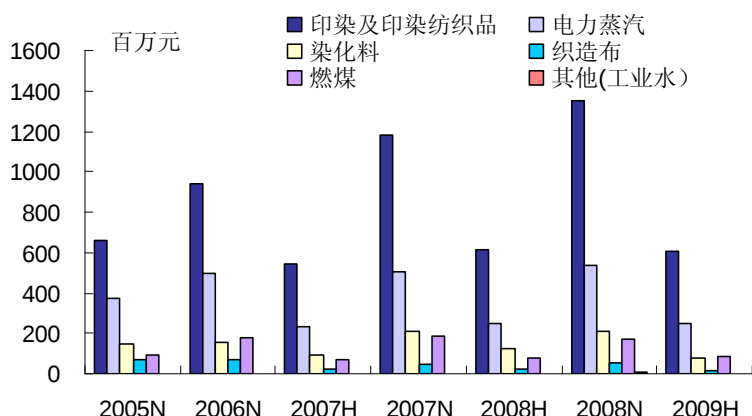
公司另一特色是具备区位优势，其所处杭州市萧山区瓜沥镇，距离亚洲最大纺织品集散地中国轻纺城约 10 公里，周边遍布轻纺、印染企业，印染布产量占全国总产量的约 56%、染化料供应能力占到全国总产能的约 80%，是世界纺织品制造中心，产业集群效应显著。区位优势的存在使公司可以减少交易成本，在订单完成后第一时间将产品发至客户手中，大大减少销售周期。

图 1、公司的产业链图示



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

图 2、分业务收入构成



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

图 3、国内外渠道分布情况

浙江航民股份有限公司主要产品国际市场分布

阿联酋/丹麦/德国/加拿大/柬埔寨/老挝/罗马尼亚/斯里兰卡/泰国/乌克兰/
伊朗/英国/叙利亚/印度/韩国/巴基斯坦/智利/香港/台湾等



数据来源：公司网站、联合证券研究所。

备注：公司的直接销售市场仍以内销市场为主

表 1、公司子公司基本情况

子公司	控股比例	08 年收入	08 年净利润	主营业务
杭州澳美印染	70%	117.64	6.51	化纤混纺织物的染整
杭州钱江印染化工	70%	434.86	27.92	生产和销售分散性染料、化纤面料、化纤织物染整加工
杭州航民达美染整	75%	417.55	32.36	高档棉麻布、混纺织物的印染加工
杭州航民美时达印染	75%	106.80	4.98	高档棉麻布、混纺织物的印染加工
杭州航民热电	80%	172.28	1.42	火力发电、蒸汽
杭州萧山航民污水处理	100%	—	—	污水处理、工业用水处理
浙江航民海运	65%	—	—	国内沿海、长江中下游及珠江水系普通货船运输

资料来源：公司公告、联合证券研究所

投资理由：高含金量业绩表现支撑较高安全边际

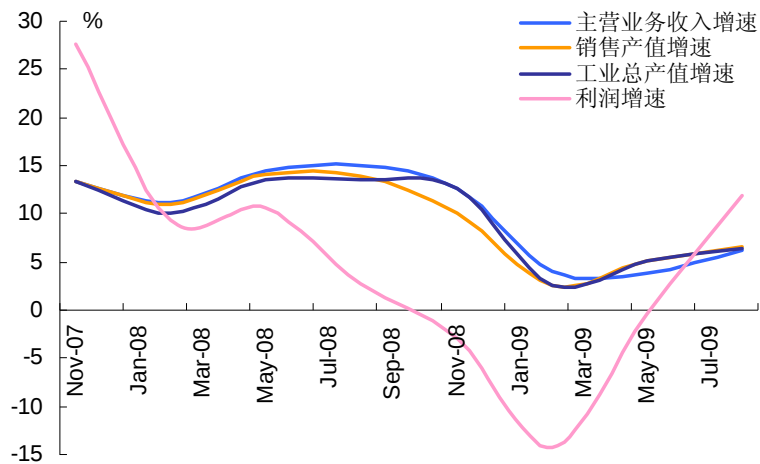
我们认为公司的投资亮点来自以下几个方面：1、稳健经营风格和较强抗风险能力；2、区位优势 and 规模优势并存；3、完善产业链条下的成本优势。更为重要的是在行业复苏的上行周期中，这些竞争优势将被衬托的更为明显，使公司具备较高投资安全边际。

公司现金流畅通，09年3季度末每股经营性现金流净额已经达到0.44元，高出同期0.29元的每股收益，业绩具备高含金量。此外公司每年超过50%的高分红也是吸引投资者的重要筹码。

行业大洗牌 市场“蛋糕”被重新分配

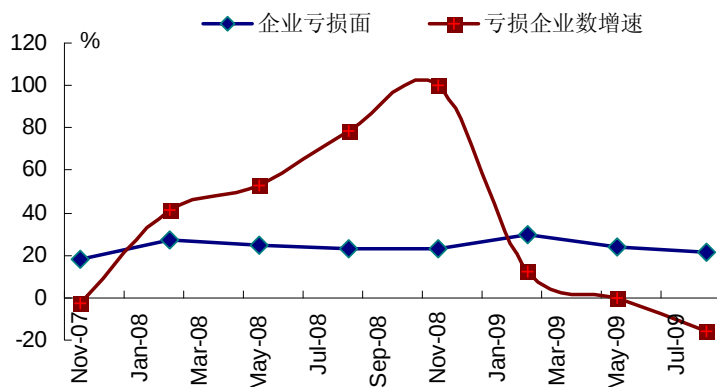
我国印染行业于2006年结束快速发展期，进入平稳增长阶段；至2007年下半年起行业大洗牌开始。面对大量的过剩、落后产能和环境保护要求的提高，政府采取了多项主动措施，提高行业准入门槛，减少对中小企业贷款扶持等，使一批竞争实力弱的企业纷纷退出。随后的2008年，经济危机突然爆发，再次加速了行业洗牌的速度，大量抗风险能力差的企业倒闭，订单需求向信誉好、交货快、质量高的企业集中，行业集中度逐渐提高。

图4、2009年1-8月份规模以上印染企业经营情况



数据来源：中国印染行业协会、联合证券研究所。

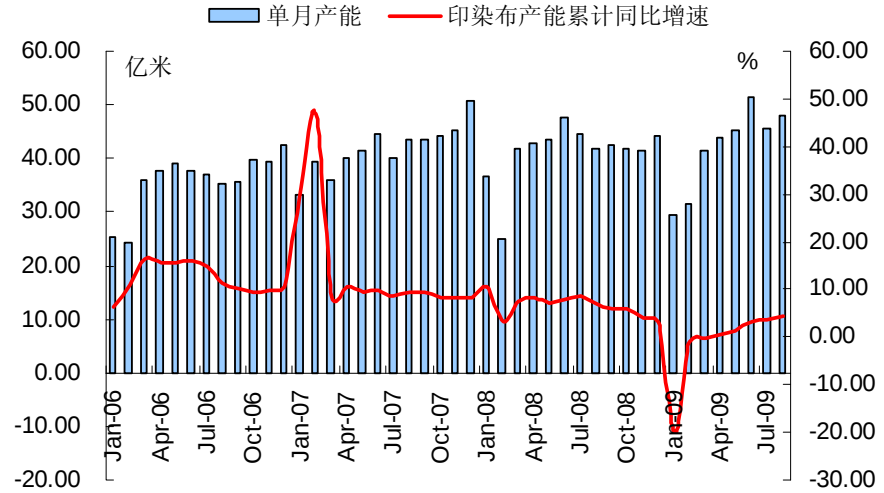
图5、200711-200908 印染企业亏损情况



数据来源：中国印染行业协会、联合证券研究所。

今年以来产能增速稳步回升

图 6、200601-200908 全国印染布单月产能及累计同比增速



数据来源：CEIC、联合证券研究所。

复苏阶段是蜜月期 毛利率稳步提升

伴随着纺织服装行业的稳步复苏，公司逐步进入蜜月期：一方面下游需求回升加上行业集中度提高，保证了公司充足的订单和议价能力；另一方面燃煤和原油价格保持相对稳定，使得当前的毛利率水平可以得到支撑。而且考虑到行业准入门槛的不断抬升、社会对环保要求的提高和新产能释放有一定的建设周期，我们认为这段蜜月期在短期内还不会结束。

中长期来看，公司的毛利率也有稳步提升的可能，主要来自：1、现有产能基础上产品结构优化升级带来的单价提升；2、完整产业链中协同效应被充分发挥，经营效率进一步提高，成本控制能力得到增强。

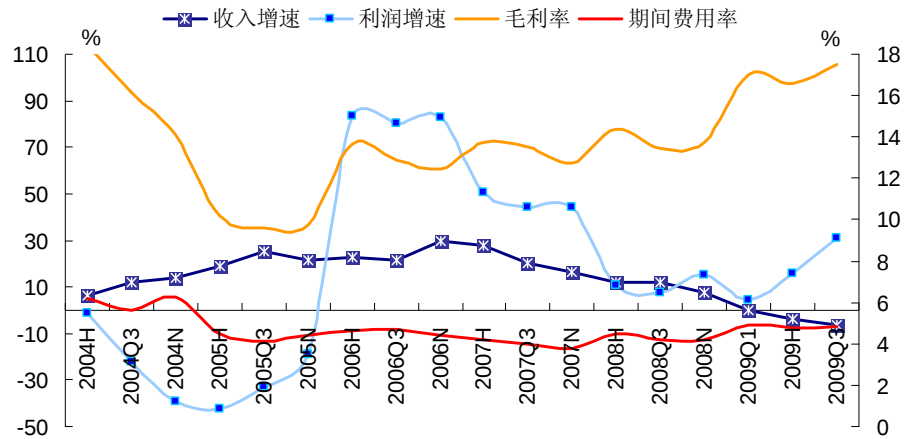
影响公司业绩的关键因素是毛利率指标

具体来看，作为传统制造型企业，公司在费用控制方面异常严格，期间费用率多年来一直保持在 4% 上下，利润的波动主要来自毛利率波动的影响。以 08 年业绩为例，毛利率每提升一个百分点，其净利润可提升近 3 个百分点，显示出较高的敏感性。

分业务考虑，印染业务占比最大，其毛利率的波动对综合毛利率影响也最大，其次为电力蒸汽业务。同样以 08 年业绩为例，如果印染业务毛利率提升 1 个百分点，综合毛利率可提升 0.73 个百分点；如果电力蒸汽业务毛利率提升 1 个百分点，综合毛利率可提升 0.28 个百分点；如果二者综合作用，则可提升综合毛利率约 1 个百分点。

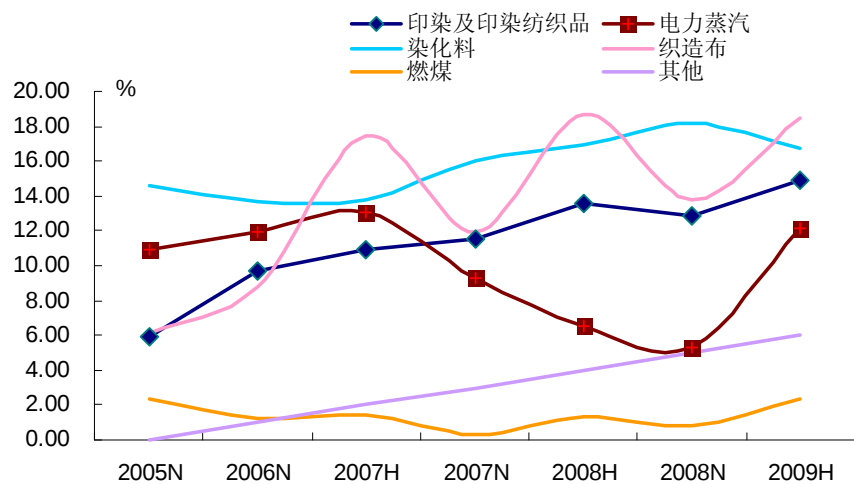
05-06 年毛利率水平的大幅波动有股改特殊因素影响

图 7、2004H-2009Q3 公司收入、利润增速与毛利率、期间费用率的关系



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

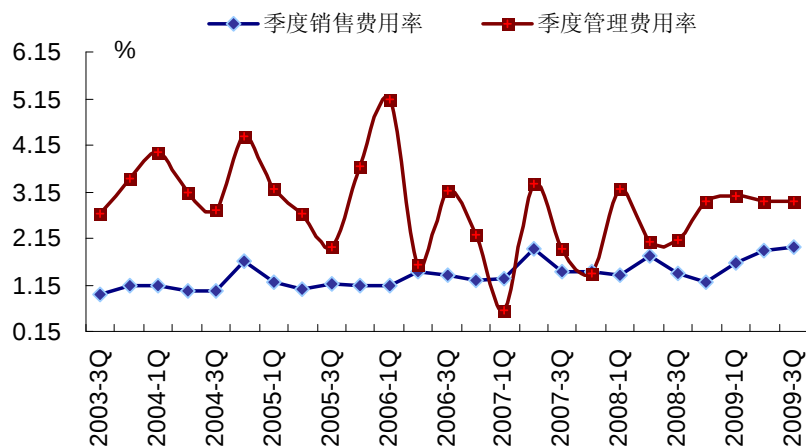
图 8、分业务毛利率构成



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

多年来销售、管理费用率都保持在稳定区间内

图 9、2003-2009Q3 公司季度销售和管理费用率变化情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

提升印染业务毛利率方面主动性较强

由于印染业务主要以委托加工为主,因此影响毛利率的因素包括染化料价格、电力蒸汽价格和人工等,其中染化料和电力蒸汽价格的波动是主要影响因素。

往年来看,公司印染业务成本构成中染化料仅占 20%左右,70%为电力蒸汽、人工成本及折旧。通常人工成本及折旧对毛利率的影响较小,电力蒸汽对毛利率的影响更为重要,但电价和蒸汽价格通常由政府进行调节,近几年调整幅度极小,因此这一块成本也相对稳定。

以此来分析,公司在提升印染业务毛利率方面实际主动性较强,可以根据市场需求的变化调节销售单价,保证较稳定的利润空间。

长期来看,印染行业准入门槛只会提高、不会降低、海外经济体对印染产品的检验标准也将日趋严格,这预示着未来中小规模印染企业新进入的成本将加大,新产能的释放周期将被拉长,供需格局向好的局面可以在较长的时间内持续。而公司秉持规模优势和技术优势,着重于现有产能的升级改造,销售单价的提升空间仍然存在。

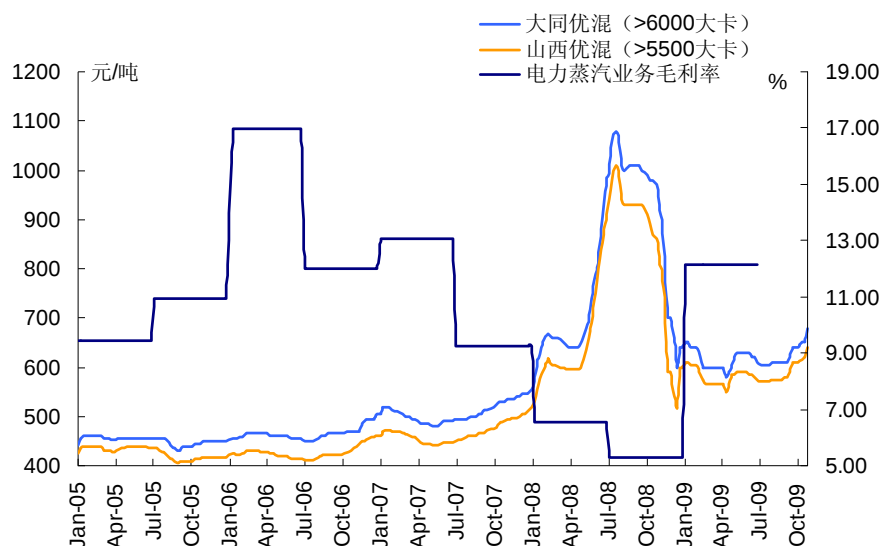
煤价稳定使得当前电力蒸汽业务毛利率可以维持

电力蒸汽配套业务主要由母公司热电分公司、钱江热电分公司、子公司航民热电完成,子公司钱江印染也有部分热电供应能力。可完全满足公司自身印染加工业务对电力、水和蒸汽的需要,以及部分满足周边相邻企业生产需要,保证公司生产不受热力不足、拉闸限电的影响。

电力销售主要通过国家电网并网销售,主要成本为煤炭采购额。历史数据来看,煤炭成本约占该业务总成本的 60%-70%。

由于销售电价和蒸汽价格主要为政府主导,公司没有自主调节的权利,因此电力蒸汽业务毛利率受到煤炭价格波动的完全影响,从往年电力蒸汽业务毛利率波动与当年煤炭价格的波动走势也可看出,二者存在极强的负相关性。

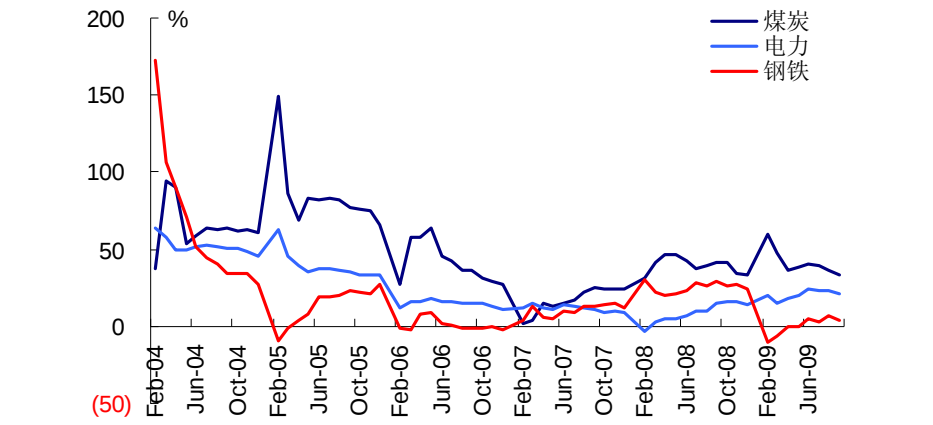
图 10、电力蒸汽业务毛利率波动与煤炭价格的关系



数据来源:公司公告、联合证券研究所。

根据联合证券研究所煤炭研究员的判断，今年四季度以及明年上半年煤炭价格保持平稳的可能性较大，主要源于煤炭产能的释放速度大于下游需求回升速度的判断。由此推测，当前的电力蒸汽业务毛利率仍有望得到维持。

图 11、煤炭固定资产投资和下游产业固定资产投资增速比较



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

明年油价涨幅较小，染化料业务毛利率稳定

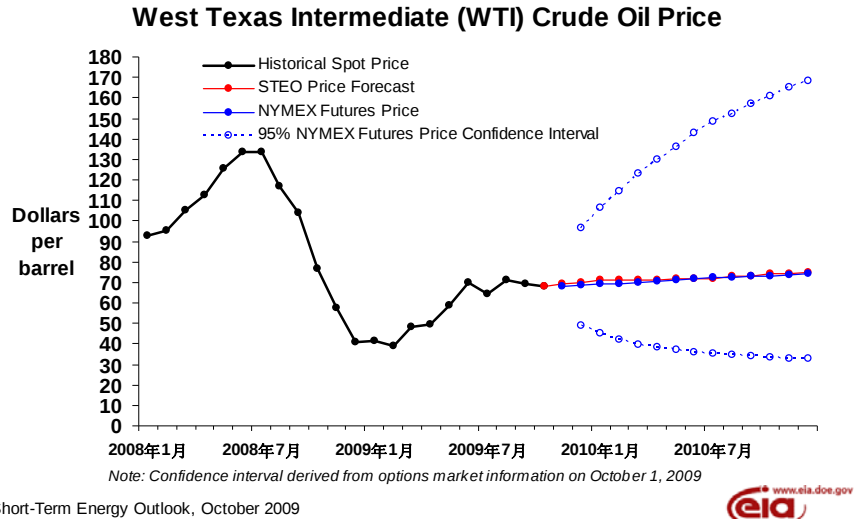
公司染化料业务主要由子公司钱江印染化工完成，产品以分散染料为主，生产原料对外采购。染化料产品部分满足公司染整的需要，部分外售。

我国是全球染化料主要生产国和出口国，全国产能约为全球总产能的60%-70%，而浙江省的染化料产能又占到全国产能的约80%，浙江龙盛是其中的佼佼者，其产能占到浙江省产能的约30%。总体来说，染化料行业虽然产能过剩，但集中度也较高，因此存在一定议价能力。历史来看，染化料价格与原油价格之间存在一定正相关关系，去年原油价格由140美金/桶降至70美金/桶，染化料价格也下降了约50%。

根据联合证券研究所石化和化工研究员判断，预计今年四季度以及明年上半年原油价格会稳步上升至85美元/桶，年底有望达到90美元/桶，短期的驱动因素为弱势美元和需求复苏，上行压力则来自复苏的不确定性和欧佩克地区产量的逐渐增加。

考虑到油价的稳步走高，染化料价格将出现成本推动型上涨，不过上涨幅度尚有限，我们预计至明年中期染化料业务约18%的毛利率仍可维持，之后可能下降。

图 12、EIA 对短期原油价格预测



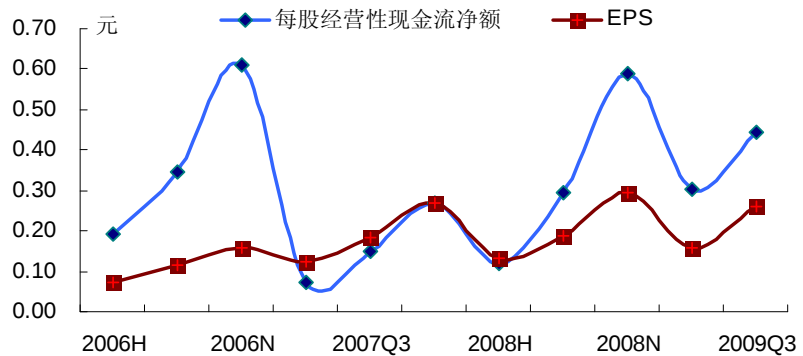
数据来源：EIA、联合证券研究所。

更具含金量的经营性现金流状况和丰厚分红

我们观察到自 06 年以来，公司的经营性现金流净额持续保持稳健增长，且每股经营性现金流净额在大多数时间都显著高于每股收益，说明公司即使在不进行外部融资的情况下，依靠自身经营活动的现金流也可维持企业生产经营、支付股利或者对外投资，表明了公司经营业务的较强持续增长能力和分红派息能力。相较于每股收益指标，每股经营性现金流净额指标更具参考意义和说服力。

每股经营性现金流净额
大幅高于 EPS，显示出
公司更强的实际盈利能力

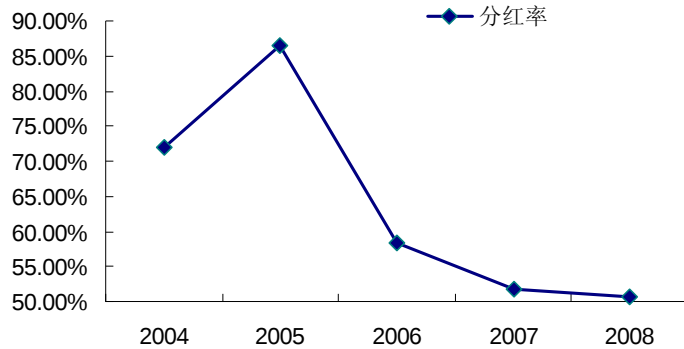
图 13、每股经营性现金流净额与 EPS 比较



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

公司历年分红率都保持在 50%以上

图 14、2004-2008 年公司分红率



数据来源：公司公告、联合证券研究所。

盈利预测

我们认为，短期来看，公司 4 季度将迎来传统生产旺季，相较于去年 4 季度较低的收入水平，今年第 4 季度收入有望实现正增长；而毛利率方面，染化料和煤炭价格在 4 季度以至明年上半年均有望保持稳定，纺织服装行业处于持续复苏的上升通道，高毛利的状况可以持续，使得第四季度乃至明年业绩有强力支撑。

长期来看，行业准入门槛只会提高、不会降低、海外经济体对印染产品的检验标准也将日趋严格，这预示着未来中小规模印染企业新进入的成本将加大，新产能的释放周期将被拉长，供需格局向好的局面可以持续。而公司秉持规模优势和技术优势，着重于现有产能的升级改造，力求保证“淡季不淡、旺季更旺”，可实现产能利用率和销售单价的双提升。

预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为：0.40 元、0.48 元和 0.54 元，复合增长率 22.26%；采用 DCF 估值法，公司合理价值在 9.25 元，给以增持评级。

假设条件：

- 1、2009-2011 年公司没有持续的产能扩张计划；
- 2、政府调控的电力和蒸汽价格保持稳定；
- 3、预计未来 1-2 年世界原油价格及国内煤价不会出现大幅波动；染化料价格不会出现类似 08 年奥运会期间企业大量囤货的特殊情况。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	643	551	706	869	营业收入	1868	1793	1976	2208
现金	262	207	325	451	营业成本	1612	1472	1620	1811
应收账款	103	114	124	137	营业税金及附加	9	8	8	9
其他应收款	2	6	5	6	营业费用	27	34	30	33
预付账款	74	40	48	50	管理费用	47	53	49	55
存货	103	100	106	119	财务费用	5	1	-0	-1
其他流动资产	100	84	97	107	资产减值损失	-6	1	1	2
非流动资产	973	1166	1168	1171	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	868	1053	1075	1091	营业利润	174	224	268	299
无形资产	68	62	56	50	营业外收入	3	6	6	5
其他非流动资产	37	51	38	30	营业外支出	6	4	5	5
资产总计	1616	1716	1874	2040	利润总额	171	226	269	300
流动负债	262	232	245	258	所得税	24	32	38	42
短期借款	49	26	30	30	净利润	148	195	231	258
应付账款	103	90	101	112	少数股东损益	22	24	27	30
其他流动负债	110	116	115	116	归属母公司净利润	126	171	205	228
非流动负债	15	14	14	14	EBITDA	299	241	284	314
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.40	0.48	0.54
其他非流动负债	15	14	14	14					
负债合计	277	246	260	272	主要财务比率				
少数股东权益	181	205	232	262	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	424	424	424	424	成长能力				
资本公积	364	364	364	364	营业收入	7.9%	-4.0%	10.2%	11.7%
留存收益	370	478	595	718	营业利润	23.8%	29.0%	19.3%	11.6%
归属母公司股东权益	1158	1265	1383	1506	归属于母公司净利润	11.0%	36.2%	19.7%	11.3%
负债和股东权益	1616	1716	1874	2040	获利能力				
					毛利率(%)	13.7%	17.9%	18.0%	18.0%
					净利率(%)	6.7%	9.5%	10.4%	10.3%
					ROE(%)	10.8%	13.5%	14.8%	15.1%
					ROIC(%)	13.5%	14.9%	17.3%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	17.1%	14.3%	13.9%	13.3%
					净负债比率(%)	17.69%	10.56%	11.56%	11.02%
					流动比率	2.45	2.37	2.88	3.37
					速动比率	2.06	1.94	2.44	2.91
					营运能力				
					总资产周转率	1.18	1.08	1.10	1.13
					应收账款周转率	15	15	15	16
					应付账款周转率	17.27	15.23	17.00	17.05
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.40	0.48	0.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.57	0.53	0.59
					每股净资产(最新摊薄)	2.73	2.99	3.26	3.56
					估值比率				
					P/E	24.50	17.99	15.03	13.50
					P/B	2.66	2.43	2.22	2.04
					EV/EBITDA	10	13	11	10

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。