

动态报告

化工行业

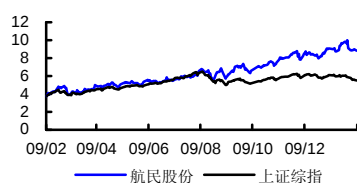
印染

航民股份(600987)
推荐

调研报告

2010年2月3日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	8.75
总股本/流通 A 股(百万股)	423.54/252.69
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	3,705.98/2,211.07
上证综指/深圳成指	2,941.36/11,989.11
12 个月最高/最低(元)	9.89/3.72

财务数据

净资产值(百万元)	1,204.70
每股净资产(元)	2.84
市净率	3.08
资产负债率	19.51%
息率	1.71%

相关研究报告:

分析师: 邱伟

电话: 0755-82133263

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

纺织复苏的瓶颈环节

● 印染将成纺织上游产业链需求复苏的瓶颈环节

1H09 开始,出口带动纺织服装行业复苏,进而带动纺织服装上游产业链需求增长;环保壁垒导致印染行业进入门槛提高,近期基本没有新批的印染企业,07 年开始印染行业的调整提高了行业集中度,使得该行业将成为纺织服装上游产业链需求复苏的瓶颈环节,行业整体供需形势向好。

● 产业链完整的印染加工型企业

航民股份是全国规模最大印染企业,拥有 8 亿米印染能力,以及 1900 万米织布、发电 5 亿度、蒸汽 330 万吨以及染料 1 万吨的产能,构成完整的印染产业链。印染业务采用委托加工、收取加工费用的模式,降低经营风险。

● 调整产品结构,提高印染主业毛利率

印染行业供需形势向好使得航民股份得以提高印染加工费,并通过提升产品结构持续提高加工费,进而提高毛利率水平。印染加工费上涨 4-6%是导致公司毛利率水平从二季度的 16.32%提升至 19.08%的主要原因。

● 航运业务成新的增长点

控股子公司航民海运拥有约 4 万吨货运能力,满足自身约 100 万吨煤炭运输需求外,富余约 100 万吨运力为周边地区运输燃煤。09 年 9 月启运时航线运价仅为 30 元/吨,目前航线运价已上涨至 50-60 元/吨左右,预计 2010 年运价约 60 元/吨。预计 09 年航运业务收入 2500 万元以上,10 年将达到 1.1 亿元。

● 09-11 年 EPS0.40、0.54、0.66,给予“推荐”评级

环保壁垒使得印染行业将成为纺织服装上游产业链需求复苏的瓶颈环节,航民股份通过提升产品结构提高加工费,印染业务毛利率提高促进业绩稳定增长,航运业务将成新的利润增长点。我们预计航民股份 09-11 年 EPS 为 0.40、0.54、0.66 元,给予公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

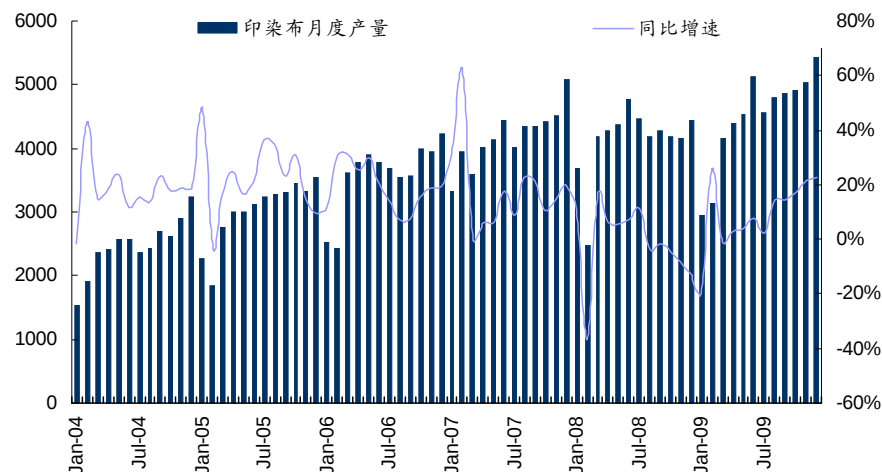
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,732.14	1,868.38	1,828.79	2,081.76	2,223.19
(+/-%)	16.33%	7.87%	-2.12%	13.83%	6.79%
净利润(百万元)	113.07	125.51	171.18	229.18	281.33
(+/-%)	68.86%	11.00%	36.39%	33.88%	22.76%
每股收益(元)	0.35	0.30	0.40	0.54	0.66
EBIT Margin	9.07%	9.27%	12.00%	14.00%	17.42%
净资产收益率(ROE)	10.34%	10.84%	13.40%	15.94%	17.21%
市盈率(PE)	25.21	29.53	21.01	15.69	12.78
EV/EBITDA	10.56	13.25	12.31	9.71	7.51
市净率(PB)	2.61	3.20	2.81	2.50	2.20

印染成纺织上游产业链需求复苏的瓶颈环节

1H09 开始，出口带动纺织服装行业开始复苏，进而带动纺织服装上游产业链需求增长。印染行业的调整，尤其是环保壁垒，使得该行业成为纺织服装上游产业链需求复苏的瓶颈环节，行业供需形势向好。

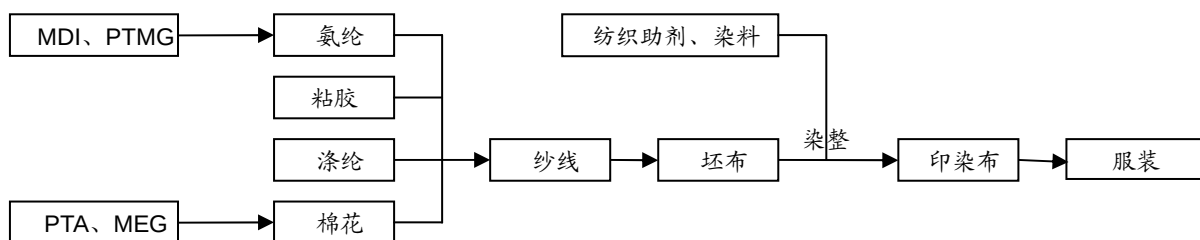
印染行业在 07 年下半年开始行业大洗牌，政府逐步提高行业准入门槛，近期基本没有新批的印染企业；环保要求提高导致部分企业退出市场。2008 年金融危机的爆发，加速了印染行业的整合，规模企业在危机中竞争优势逐步体现，行业集中度逐步提高。1H09 以来纺织服装需求复苏带动印染需求增长，但进入门槛提高导致行业新增产能较少，行业竞争环境好转。

图 1: 我国印染布产量 万米, %



资料来源：国信证券经济研究所

图 2: 化工—纺织—服装行业产业链模拟示意图



代表性企业:

山西三维、烟台万华

代表性企业:

华峰氨纶、烟台氨纶
友利控股、澳洋科技
山东海龙、南京化纤

代表性企业:

德美化工、传化股份
浙江龙盛
华芳纺织

代表性企业:

航民股份、美欣达
众和股份、三房巷

代表性企业:

衫衫、雅戈尔
江苏国泰

资料来源：国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

其中，规模印染企业的技术、品牌竞争优势使其拥有更强的议价能力，通过提高产品档次、提升服务质量等方式提高印染加工费用，逐步提升毛利率水平。

航民股份：产业链完整的印染加工型企业

航民股份是全国规模最大的服装面料印染企业，拥有 8 亿米的印染能力，同时拥有 1900 万米织布、发电 5 亿度、蒸汽 330 万吨以及染料 1 万吨的产能，热电、织布、染料等配套产业构成公司完整的印染产业链。公司 08 年投资成立浙江航民海运有限公司从事燃煤运输业务，进一步完善产业链。

公司印染业务采用委托加工、收取加工费用的模式，具有资金占用少、存货压力小的特点，保证公司拥有稳健的现金流。公司印染产品中，约有 30% 的产品最终出口。

调整产品结构，提高印染主业毛利率

航民股份 8 亿米印染产能占据国内 2% 的份额，在产能分散的印染行业具有明显的规模优势，在行业洗牌后竞争优势进一步提升。航民股份 09 年基本满负荷生产，即使在 7-8 月的传统淡季，依旧保持 90% 以上的开工率。

印染行业的供需形势向好，航民股份得以提升加工费。在销量稳定的前提下，利用其地域优势，融入产业链升级，通过调整印染产品结构持续提升加工费，进而提高毛利率。印染加工费上涨 4-6% 是导致公司毛利率水平从二季度的 16.32% 提升至 19.08%。

公司所在的杭州市萧山区瓜沥镇，距离亚洲最大的纺织品集散中心中国轻纺城仅 10 公里；萧绍地区占据全国印染产能的 50%，是世界纺织品制造中心，产业集群效应显著。

航民股份借助这一优势，利用公司多年生产经验积累的丰富染色、后整理工艺技术，可根据用户需求调整产品品种的特性，开发个性化产品，公司可以筛选订单、提升产品档次，以高品质获取高毛利。

流行色与时尚的快速转变，要求印染这一环节快速反应，对流行趋势迅速把握，生产出市场欢迎的产品。公司临近市场的优势使其可以迅速了解市场需求，公司得以减少交易成本、缩短产品加工周期。航民股份的加工周期仅为 5-7 天，满足了客户小批量、快交货的要求，吸引了高端客户。

产业链完整缓解成本压力

航民股份热电业务由母公司热电分公司、钱江热电分公司、子公司航民热电组成，满足自身电力、蒸汽需求的同时，富余部分蒸汽供应周边企业生产需要，电力则通过电网销售。

热电业务中，煤炭成本约占其总成本的 70% 以上，该业务毛利率受煤炭价格

波动影响较大，2009 年煤炭价格的下跌是促使公司热电业务毛利率提升的主要原因。

预计 2010 年煤炭价格走高的可能性较大，将会给热电业务带来一定的成本压力。电力上网价格受到政府控制，电力价格难以上涨；但供应周边企业的蒸汽业务价格可以上调，煤热联动将部分抵消煤炭成本上涨压力，成本竞争优势好于一般企业。

航运业务成新的增长点

航民股份成立浙江航民海运有限公司，目前拥有“航民富春”轮（2.3 万吨）、“航民富华”轮（1.8 万吨）两艘散货船，共计约 4 万吨运输能力，主要从事煤炭运输。航运业务将满足公司煤炭运输需求（约 100 万吨），降低公司电煤运输成本，富余约 100 万吨运力将积极把握周边燃煤运输市场机遇，为公司拓展新的利润增长点。

公司航运业务的盈亏平衡点约为 40 元/吨，09 年 9 月启运时航线运价仅为 30 元/吨，目前航线运价上涨至 50-60 元/吨左右，国信证券交运行业分析师预计 10 年该航线合理运价约在 60 元/吨左右。航运业务在 2009 年 9 月开始航线启运，四季度航运业务逐步运转正常，预计 09 年航运业务收入在 2500 万元以上。2010 年航运业务收入预计将达到 1.1 亿元。公司计划如半年内航运业务运行良好，将继续增加购买船只。

09-11 年 EPS0.40、0.54、0.66 元，给予“推荐”

评级

纺织服装行业复苏带动印染行业需求增长，印染行业的充分调整以及环保壁垒可能使得该行业成为未来纺织面料需求复苏的瓶颈环节，印染行业竞争形势向好，规模企业盈利突出。

航民股份是国内最大的印染企业，具有规模优势，自备热电、航运、染料具有完整产业链；地域优势、生产技术优势使得公司得以提升产品档次、提高印染业务毛利率水平；航运业务发展顺利，未来可能继续扩大规模，成公司新的业务增长点。我们预计航民股份 09-11 年 EPS 为 0.40、0.54、0.66 元，给予公司“推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	262	702	753	839	营业收入	1868	1829	2082	2223
应收款项	205	228	260	277	营业成本	1612	1529	1702	1742
存货净额	103	63	74	76	营业税金及附加	9	8	9	10
其他流动资产	74	11	12	13	销售费用	27	27	30	32
流动资产合计	643	1003	1099	1205	管理费用	47	45	49	52
固定资产	895	885	859	829	财务费用	5	(8)	(15)	(21)
无形资产及其他	68	66	64	62	投资收益	0	0	0	0
其他长期资产	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
长期股权投资	0	(6)	(11)	(17)	其他收入	0	3	3	3
资产总计	1616	1959	2022	2090	营业利润	174	231	309	411
短期借款及交易性金融负债	49	400	300	200	营业外净收支	(3)	5	5	5
应付款项	109	176	197	201	利润总额	171	236	314	416
其他流动负债	105	180	201	206	所得税费用	24	38	55	103
流动负债合计	262	756	698	607	少数股东损益	22	26	30	32
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	126	171	229	281
其他长期负债	15	(36)	(87)	(138)					
长期负债合计	15	(266)	(317)	(368)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	277	490	381	239		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	181	191	203	216	净利润	126	171	229	281
股东权益	1158	1278	1438	1635	资产减值准备	(9)	0	0	0
负债和股东权益总计	1616	1959	2022	2090	折旧摊销	119	113	118	123
					公允价值变动损失	(6)	(0)	(0)	0
					财务费用	5	(8)	(15)	(21)
					营运资本变动	(49)	172	(54)	(62)
					其它	18	10	12	13
					经营活动现金流	199	466	305	356
					资本开支	(52)	(101)	(91)	(91)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(24)	(95)	(85)	(85)
					权益性融资	14	0	0	0
					负债净变化	0	(230)	0	0
					支付股利、利息	(73)	(51)	(69)	(84)
					其它融资现金流	70	351	(100)	(100)
					融资活动现金流	(62)	70	(169)	(184)
					现金净变动	113	440	51	86
					货币资金的期初余额	148	262	702	753
					货币资金的期末余额	262	702	753	839
					企业自由现金流	167	367	214	262
					权益自由现金流	238	495	126	178

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	黄学军	021-60933142	黄金香	010-82252922
		崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
		廖 喆	021-60933162	郑 武	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
徐颖真	021-60875162	非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	