

湘财证券研究所

纺织服装行业

吴晓宇

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

刘正

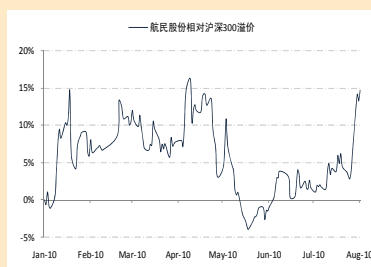
Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

基本数据_2010/08/05

总市值(亿元):	35.11
流通 A 股市值(亿元):	24.46
总股本(亿股):	4.24
流通 A 股股本(亿股):	2.95
PE_TTM:	17.89
PE_10E:	16.03
PB:	2.74

公司相对大盘表现



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

相关报告:

1,《航民股份_业绩符合预期, 煤价和原油价格走势有利于业绩提升》
_2010/04/22

1,《航民股份_销售放缓、盈利提升、新注入业务将提升公司业绩》
_2010/04/01

2,《航民股份_稳健经营、盈利强劲、防御性高的印染行业龙头》
_2010/03/09

事件

公司 10 年中报显示: 实现销售收入 10.67 亿元, 同比增长 16%; 实现归属母公司净利润 1.02 亿元, 同比增长 45%; 实现核心净利润¹0.99 亿元, 同比增长 49%; 实现全面摊薄 EPS 和核心 EPS 都为 0.24 元。

投资要点

□ **产能释放和单价提升促使印染主业业绩提升。**上半年在产能释放 (约 5%) 以及染费价格提升 (约 10%) 的情况下, 公司印染业务实现产销两旺, 收入同比增长 19%。在产品结构继续优化下, 印染业务毛利率上升到 18.45%, 为历史最高水平。下半年公司将继续推进技改项目, 预计 1 年后印染产能将增加 9%, 达到 8.72 亿米, 中高档面料比例进一步提升, 实现企业可持续发展。

□ **航运业务和非织造布业务成为公司新的业绩增长点。**上半年两项业务合计贡献 EPS 为 0.02 元。新培育的航运业务已实现盈利, 公司计划购置第三艘散货船以进一步壮大海运物流业, 预计 1 年后后投放运力将年增净利润 986 万元。新注入的非织造布业务符合国家产业政策导向的要求, 且被誉为纺织工业中的“朝阳产业”, 在产能继续扩大之下, 其规模效益将逐步形成。

□ **强大的成本控制能力推动盈利水平创新高。**通过对印染产业链进行有效整合, 公司期间费用率保持稳定。在产品档次不断提升下, 公司盈利水平再次超预期。下半年公司将重点推进品牌建设, 如果“飞航”牌申报中国驰名商标成功的话, 无疑将使公司的品牌知名度提升到新的高度。

□ **投资评级。**上调 10/11/12 年核心 EPS 至 0.57/0.61/0.74 元, 对应三年 CAGR 为 24%, 对应 PE 为 15/14/11 倍。结合 PE 估值和 DCF 估值 (分别给予 50%权重), 我们上调公司 6-12 个月目标价至 15 元, 较当前价格有 81% 的潜在涨幅, 维持“买入”评级。

□ **风险因素。**下游需求低于预期。

盈利预测

单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_3yr
销售收入	181,077	227,121	240,841	275,486	
YoY		25.43%	6.04%	14.39%	15.01%
核心净利润	16,324	23,975	25,824	31,151	
YoY		46.87%	7.71%	20.63%	24.04%
核心 EPS (元)	0.39	0.57	0.61	0.74	

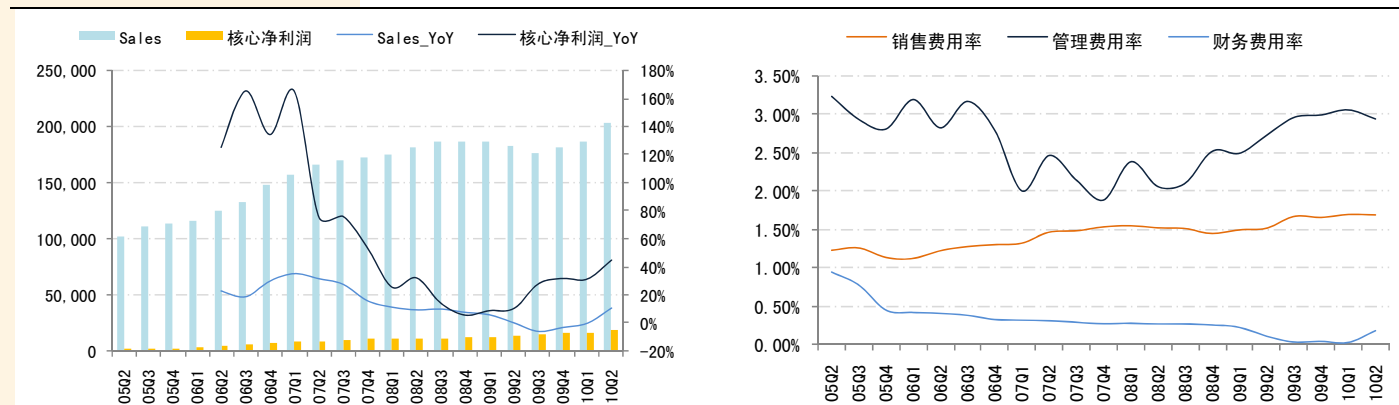
数据来源: 湘财证券研究所

¹ 核心净利润指扣除非经营性和非经常性损益后的可持续性净利润。

附表

图表 1：收入和净利润稳步提升

单位：万元 图表 2：期间费用率依旧稳定



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

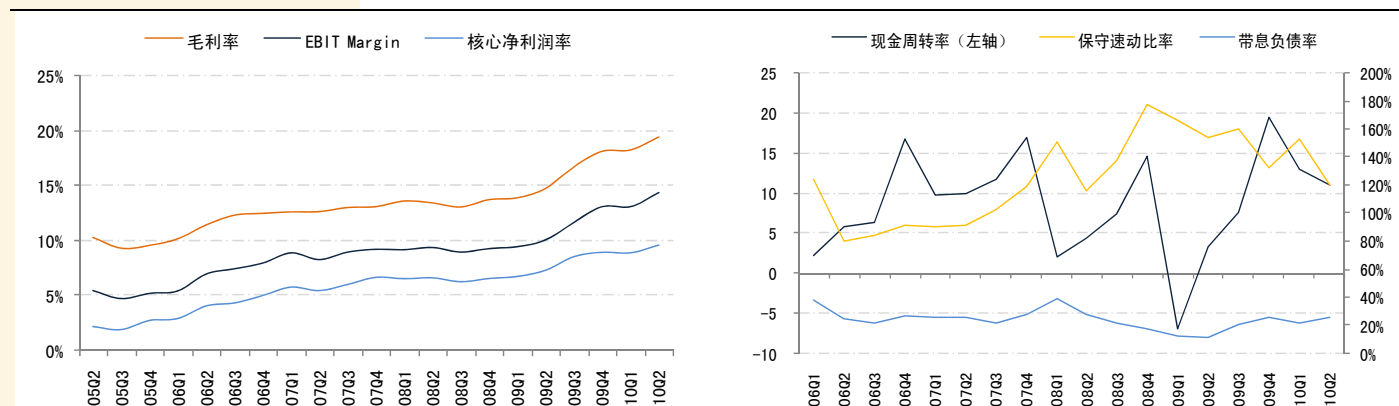
图中为 TTM 数据

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图中为 TTM 数据

图表 3：盈利水平创新高

图表 4：偿债能力强劲



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图中为 TTM 数据

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图中为 TTM 数据

表 1：盈利预测表

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_3yr
销售收入	181,077	227,121	240,841	275,486	
YoY		25.43%	6.04%	14.39%	15.01%
毛利率	17.98%	18.53%	19.30%	20.08%	
期间费用率	4.70%	5.00%	5.00%	5.00%	
所得税率	21%	22%	24%	25%	
核心净利润	16,324	23,975	25,824	31,151	
YoY		46.87%	7.71%	20.63%	24.04%
核心 EPS (元)	0.39	0.57	0.61	0.74	

数据来源：湘财证券研究所

表 2: 公司季度财务指标

单位:万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
销售收入	34,805	53,466	52,240	46,327	34,790	50,095	46,316	50,703	40,279	66,373
YoY	9%	14%	12%	-2%	0%	-6%	-11%	9%	16%	32%
EBIT	3,836	4,802	4,136	4,554	4,158	5,593	6,339	7,646	4,853	10,299
YoY	6%	25%	-6%	13%	8%	16%	53%	68%	17%	84%
报告净利润	2,502	3,034	2,501	4,513	2,671	3,976	4,370	5,047	3,252	6,958
YoY	2%	8%	-1%	29%	7%	31%	75%	12%	22%	75%
核心净利润	2,453	3,069	2,541	4,188	2,785	3,887	4,299	5,358	3,191	6,772
YoY	-1%	22%	-10%	9%	14%	27%	69%	28%	15%	74%
EPS(元)	0.06	0.07	0.06	0.10	0.06	0.09	0.10	0.12	0.08	0.16
核心 EPS(元)	0.06	0.07	0.06	0.10	0.06	0.09	0.10	0.12	0.07	0.16
主要财务比率										
毛利率	16%	13%	12%	15%	17%	16%	19%	20%	18%	20%
销售费用率	1%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	2%
管理费用率	3%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT 比率	11%	9%	8%	10%	12%	11%	14%	15%	12%	16%
报告净利润率	7%	6%	5%	10%	8%	8%	9%	10%	8%	10%
核心净利润率	7%	6%	5%	9%	8%	8%	9%	11%	8%	10%

数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

表 3: DCF 估值

单位:万元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	稳定期 2022E	
过渡期														
销售收入	227,149	240,872	275,533	311,768	348,906	386,145	422,574	457,204	489,007	516,964	540,113	557,608	568,760	
EBIT	30,665	34,445	41,606	47,981	54,709	61,667	68,711	75,667	82,349	88,556	94,088	98,752	102,377	
所得税	6,746	8,267	10,401	11,995	13,677	15,417	17,178	18,917	20,587	22,139	23,522	24,688	25,594	
追加非现金营运资本 +净资本支出	0	316	754	1,304	1,982	2,793	3,734	4,798	5,968	7,219	8,523	9,840	11,128	
FCFF	23,919	25,862	30,450	34,682	39,049	43,458	47,799	51,953	55,794	59,197	62,043	64,224	65,654	
关键假设														
销售收入(YoY)	25.4%	6.0%	14.4%	13.2%	11.9%	10.7%	9.4%	8.2%	7.0%	5.7%	4.5%	3.2%	2.0%	
EBIT Margin	13.5%	14.3%	15.1%	15.4%	15.7%	16.0%	16.3%	16.6%	16.8%	17.1%	17.4%	17.7%	18.0%	
所得税率	22.0%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
再投资率	0.0%	1.2%	2.4%	3.6%	4.8%	6.0%	7.2%	8.5%	9.7%	10.9%	12.1%	13.3%	14.5%	
估值														
稳定增长率	2%	WACC												
稳定期现值	361,409	高速发展期				稳定期				WACC				
公司价值总计	665,999	无风险收益率		3.730%	无风险收益率		3.721%		6.4%		7.4%	8.4%	9.4%	10.4%
债务总计	12,350	Beta		0.92	Beta		1.00		0.0%	20.88	17.60	14.75	13.22	11.69
现金及现金等价物	22,687	股权风险溢价		5.31%	股权风险溢价		5.50%		1.0%	22.62	18.65	15.29	13.62	11.94
股权价值	676,336	Ke		8.62%	Ke		9.22%		2.0%	25.11	20.06	15.97	14.12	12.24
总股本	42,354	Kd(1-tax)		2.83%	Kd(1-tax)		2.83%		3.0%	29.04	22.10	16.87	14.77	12.61
每股内在价值(元)	15.97	资本结构		资本结构				4.0%		36.02	25.30	18.11	15.65	13.09
		股权		95.52%	股权		95.52%							
		债权		4.48%	债权		4.48%							
		WACC		8.36%	WACC		8.93%							

数据来源: 湘财证券研究所

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。

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。