

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

目标价：15 元
基本数据_2010/09/17

总市值(亿元):	35.54
流通 A 股市值(亿元):	24.75
总股本(亿股):	4.24
流通 A 股股本(亿股):	2.95
PE_TTM:	18.11
PE_10E:	16.24
PB:	2.77

公司相对大盘表现


数据来源: Wind, 湘财证券研究所

投资要点

□ **向上垂直整合能力突出的印染龙头。**作为以受托加工为主的全国产能最大的服装印染龙头,公司通过向上游参与电力蒸汽业务以及航运业务,有效的降低了煤炭价格波动对生产成本的影响,使得成本压力最小化。通过对产品结构的不断调整(预计 10-12 年染费价格年均上升 10%以上),公司的盈利水平也取得了稳步提升。公司 10 年中期整体毛利率已接近 20%,仅落后以自营为主的众和股份 3 个百分点,且落后幅度逐年减小。由于极强的费用控制能力,近几年航民股份的核心净利润率在同类上市公司中一直保持领先地位。从这一趋势来看,我们认为公司的规模效益已开始加速释放。

□ **业务结构调整体现了公司的可持续发展战略。**由于部门规模小、治污成本高,公司放弃了染化料业务经营,转而对主营更突出的印染业务进行扩产升级,并进一步购进第三艘船以壮大航运业务。未来,织造布业务和非织造布业务也将为公司业绩作出一定贡献,如发展良好,公司还计划进一步扩产。这些都体现了公司对可持续发展的理解之深刻。

□ **坚信价值回归。**从年初推荐到现在,公司股价表现一直不尽如人意。我们认为主要原因是:1, 纺服板块涨幅较高的股票都伴有较强股价催化剂,如家纺、品牌服饰板块的消费升级、增发概念以及新能源概念的炒作等 2, 公司属于传统行业,又处于微笑曲线中游,因此享受不到估值溢价;3, 公司技改扩建项目近期才开始投资,航运以及非织造布等业务的业绩贡献度也要从下半年才开始逐步释放。我们认为,虽然纺服等中小板在大盘整体机会依然不高,政策取向依然不甚明朗的情况下仍有一定上涨动力,但空间已不大,像航民股份这样的白马公司其价值应得到重估,我们坚信看好公司的价值回归。

□ **维持买入评级。**考虑到产品结构调整以及优秀的成本管理会进一步提升印染主业的毛利率,我们继续上调公司 10/11/12 年核心 EPS 至 0.57/0.70/0.85 元,对应未来三年 CAGR 约为 30%,对应 PE 为 15/12/10 倍。维持 6-12 个月 15 元的目标价。

□ **风险因素。**下游需求低于预期。

盈利预测

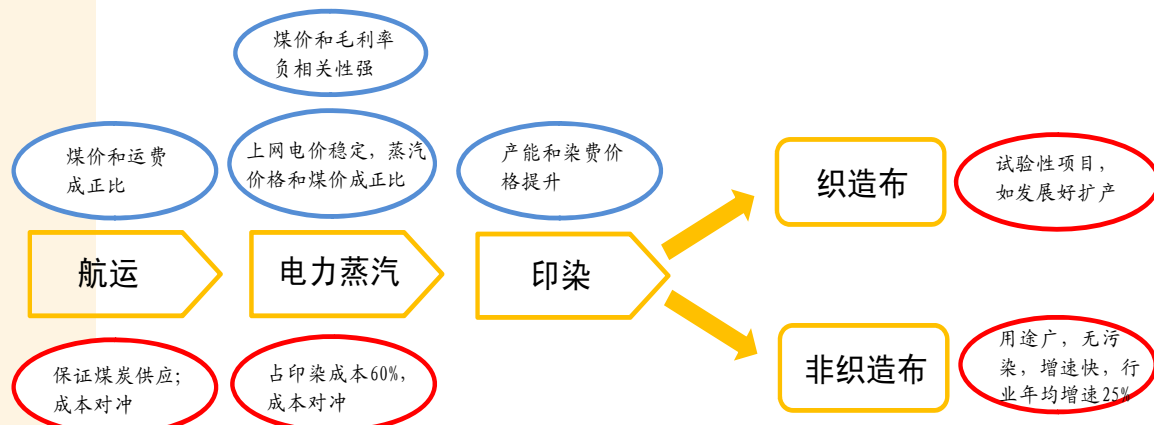
单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_3yr
销售收入	181,903	222,094	252,268	283,713	
YoY		22.09%	13.59%	12.47%	15.97%
毛利率	18.12%	19.01%	20.43%	21.85%	
期间费用率	4.70%	5.00%	5.00%	5.00%	
所得税率	21%	22%	24%	25%	
核心净利润	16,324	24,262	29,580	35,845	
YoY		48.63%	21.92%	21.18%	29.98%
核心 EPS (元)	0.39	0.57	0.70	0.85	

数据来源: 湘财证券研究所

一、公司业务流程

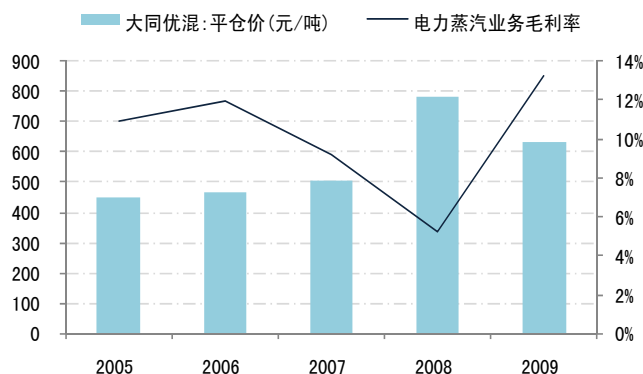
公司印染业务的收入比重约占总收入的 60%，未来看点在于产能以及染费价格的提升上。由于受托加工印染业务的成本主要以电力蒸汽为主，公司往上游进行整合以降低成本。电力蒸汽业务的收入比重约占总收入的 20%，占印染业务成本 60%左右，由于上网电价和蒸汽价格都受当地政府控制，且电力蒸汽业务的主要成本为燃煤，因此煤炭价格的波动和其毛利率的负相关性是比较强的。为了稳定煤炭供应以及进一步降低煤炭价格波动对公司整体毛利率的影响，公司继续往上游整合，进军航运业务。在第三艘船投运后，除了一艘用来满足公司日常煤炭需求外，其余两艘将用于国内沿海的普通货物运输。由于煤价和运费基本是成正比的，因此参与航运业务可进一步摊薄成本，并最终实现公司成本压力的最小化。公司产能很大，由于历史原因决定了其发展仍以受托加工为主，因此公司没有盲目采取像众和股份这样的直营模式我们认为谨慎且稳健的。对于织造布业务，公司目前产能较小，达产后为 800 万米，公司将此作为试验性项目，如发展好的话未来将进一步扩大产能。对于非织造布业务，由于其用途广、无污染、投入少、产出高、增速快的优点，未来公司将对其进行重点培育。

图表 1：公司业务流程



资料来源：湘财证券研究所

图表 2：公司业务流程

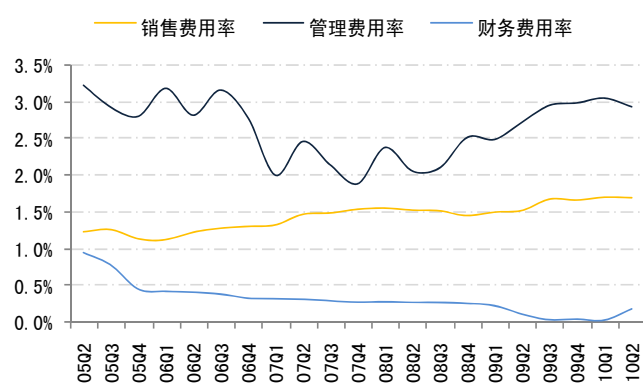
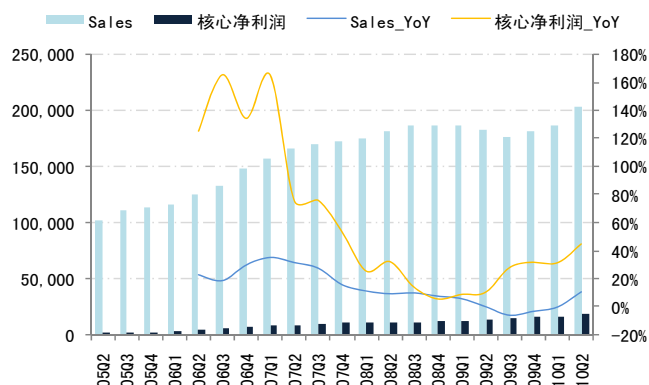


资料来源：湘财证券研究所

二、各项财务指标均表现优异

图表 3：收入和净利润稳步提升

单位：万元 图表 4：期间费用率依旧稳定



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

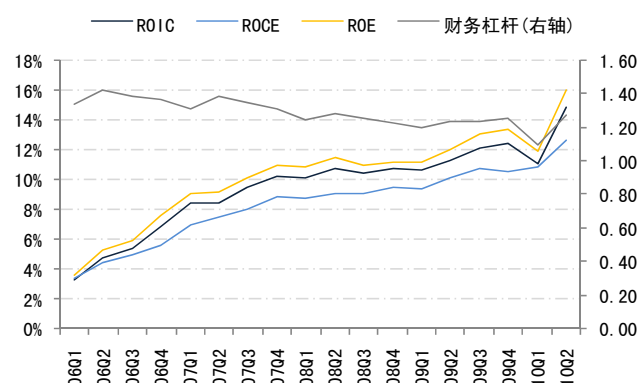
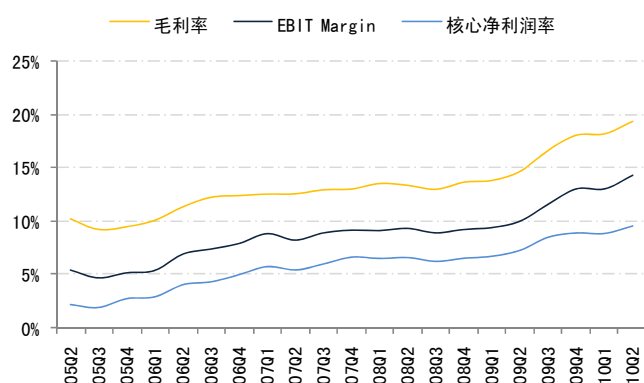
图中为 TTM 数据

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图中为 TTM 数据

图表 5：盈利能力创新高

图表 6：财务杠杆下降，ROIC 及 ROE 持续提升



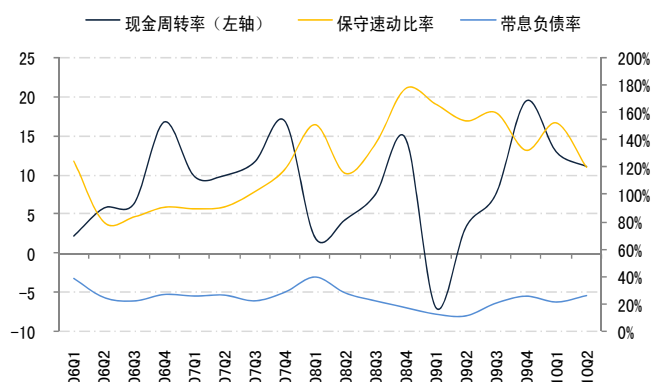
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

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 7：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

三、公司盈利预测细分表

考虑到产品结构调整以及优秀的成本管理会进一步提升印染主业的毛利率，我们继续上调公司 10/11/12 年核心 EPS 至 0.57/0.70/0.85 元，对应未来三年 CAGR 约为 30%，对应 PE 为 15/12/10 倍。维持 6-12 个月 15 元的目标价。

表格 1：盈利预测表

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_3yr
销售收入	181,903	222,094	252,268	283,713	
YoY		22.09%	13.59%	12.47%	15.97%
毛利率	18.12%	19.01%	20.43%	21.85%	
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	24,262	29,580	35,845	
YoY		48.63%	21.92%	21.18%	29.98%
核心 EPS	0.39	0.57	0.70	0.85	

数据来源：湘财证券研究所

表格 2：分业务预测表

印染业务(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	134,414	154,576	177,591	203,663
YoY	-0.69%	15.00%	14.89%	14.68%
毛利率	16.00%	19.50%	21.00%	22.50%
营业利润	21,503	30,142	37,294	45,824

电力蒸汽业务(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	53,451	56,123	58,929	61,876
YoY	0.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.23%	10.57%	10.57%	10.57%
营业利润	7,073	5,932	6,229	6,540

染料业务(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	16,752	7,000	0	0
YoY	-20.95%	-12.00%	0.00%	0.00%
毛利率	15.00%	16.00%	0.00%	0.00%
营业利润	2,514	1,120	0	0

燃煤业务(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	20,000	20,000	20,000	20,000
YoY	290.89%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	1.97%	1.00%	1.00%	1.00%
营业利润	394	200	200	200

织造布业务(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,019	6,000	13,000	13,000
YoY	-76.13%	49.30%	116.67%	0.00%
毛利率	15.63%	8.64%	9.13%	9.22%
营业利润	628	518	1,187	1,198

航运业务(万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,472	7,858	14,000	17,283
YoY		433.69%	78.16%	23.45%
毛利率		30.00%	30.00%	30.00%
营业利润		2,358	4,200	5,185

非织造布 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	15,518	19,398	24,247	30,309
YoY		25.00%	25.00%	25.00%
毛利率		10.00%	10.00%	10.00%
营业利润		1,940	2,425	3,031

数据来源：湘财证券研究所

相关报告

- 1,《航民股份_印染主业持续向好,安全边际高达 81%》_2010/08/06
- 2,《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
- 3,《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
- 4,《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

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。