

航民股份(600987.sh)

沿产业链多元化发展，优势板块加速扩张

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

印染行业减排压力大，龙头公司受益于落后产能淘汰

印染行业污水排放占到全国工业废水的 8%。规划要求 11 年前淘汰 75 亿米
 的低端印染能力。环保壁垒以及落后产能的淘汰将提升未来行业的盈利能力。
 在行业转型升级的大环境下，拥有高端产品优势的龙头企业将尽享盛宴。

公司沿产业链多元化发展，优势板块加速扩张

凭借地域和集群优势，公司已成为国内印染行业的龙头。受益于行业淘汰落
 后及限产，公司印染业务盈利能力远高于行业。11 年公司将新增 7200 万米
 的高端印染能力（预计 9 月投产），逆市实现规模的再度扩张。发电、燃煤
 业务较为平稳；染料业务受环保影响大，已逐步收缩。新增的海运及非织布
 业务已步入正轨，且未来均有新增产能的投放，将成为公司业绩新的增长点。

公司内控能力突出，财务指标良好

公司内控能力突出。无论是盈利能力（期间费用率 4.77%）、资本结构（资
 产负债率 24.02%）及现金流指标均居行业前茅，为公司多元化发展及产能
 扩张（新上项目均为自筹资金）夯实基础。

盈利预测及投资建议

公司印染业务订单饱满，加工费价格年内已两次上调（超过 10%）。11 年
 将新增高端印染产能 10%，量价齐升以及产品逐步高端化使得印染毛利率仍有
 增长空间，龙头企业尽享行业盛宴。11 年海运业务（2.5 万吨船将于 9 月下
 水）、非织布（新增 1 万吨水刺卫生材料，产能翻番）、织造业务（新增 800
 万米）均将实现产能的进一步扩张。预计公司 11 年、12 年、13 年 EPS 分
 别为 0.68 元、0.86 元、1.01 元，目前股价对应 11 年 PE 仅为 12.65X，远
 低于行业平均水平，安全边际较高，首次给予“买入”评级。

风险提示

下游服装产品成交量下滑的风险；海运费下跌的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1819.03	2247.00	2715.00	3452.00	3987.00
增长率(%)	-2.64%	23.53%	20.83%	27.15%	15.50%
EBITDA(百万元)	358.47	482.19	669.69	802.00	929.51
净利润(百万元)	160.63	235.16	286.17	362.22	429.86
增长率(%)	27.99%	46.40%	21.69%	26.57%	18.67%
每股收益(元)	0.38	0.56	0.68	0.86	1.01
市盈率	23.70	15.62	12.76	10.08	8.49
市净率	3.04	2.61	2.15	1.77	1.47
EV/EBITDA	10.12	7.11	4.77	3.60	2.70

数据来源: 浙江航民股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

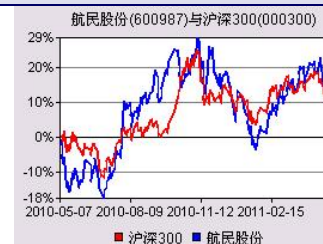
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	8.60
目标价格(元)	10.20
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.13%	10.26%	12.71%
沪深 300	-6.11%	1.43%	10.03%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
 423.54/295.05

主要股东:

浙江航民实业集团有限公司

主要股东持股比例 31.31%

财务比率

ROE	16.69%
ROA	16.90%
资产负债率	24.02%
每股净资产(元)	3.33

2010 年报数据

印染行业减排压力大，龙头公司受益于落后产能淘汰

印染行业是纺织工业产业链中的重要组成部分，是提升服装、家纺质量以及附加值的关键工序和瓶颈。2010年国内印染布产量603亿米，同比增长11.9%，产值达到2637亿元。

图1：中国印染布产量及增速比较

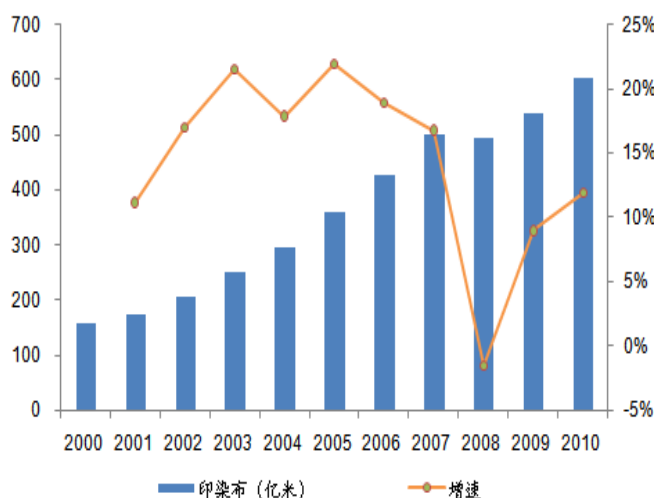
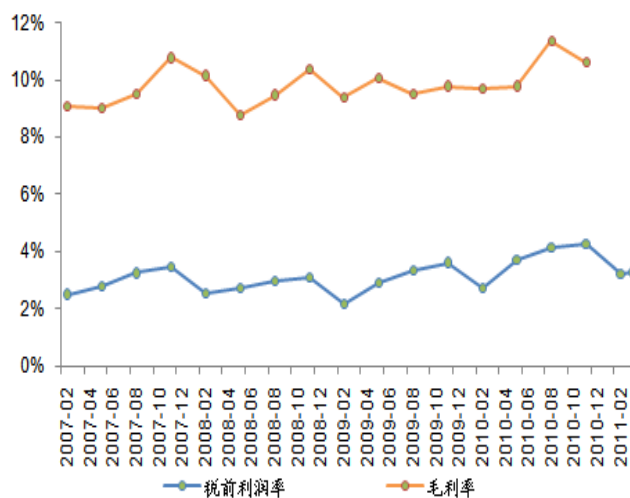


图2：中国印染行业盈利能力比较



数据来源：广发证券发展研究中心

中国印染企业集群效应突出，浙江、江苏、山东、广东和福建五省约占全国产量的90%以上。国内印染行业集中度低，产品以中低端为主，高端产品占比仅为15%。由于中国印染企业的设备大多为80年代水平，环保投入及污水处理能力弱，因此使得印染行业成为高耗能、耗水大户，其污水排放占到全国工业废水的8%。

作为工业废水五大来源的纺织业，其80%的污水来自于印染，因此各地政府对于印染环节减排及淘汰落后的关注度较高。09年-11年纺织工业规划要求实现单位增加值能耗年均降低5%，到11年需淘汰75亿米的低端印染能力。

环保壁垒以及落后产能的淘汰对于印染行业的整合起到了强化作用，未来行业的盈利能力将呈增长趋势。在行业转型升级的大环境下，拥有高端产品优势的龙头企业将尽享盛宴。

公司沿产业链多元化发展，优势板块加速扩张

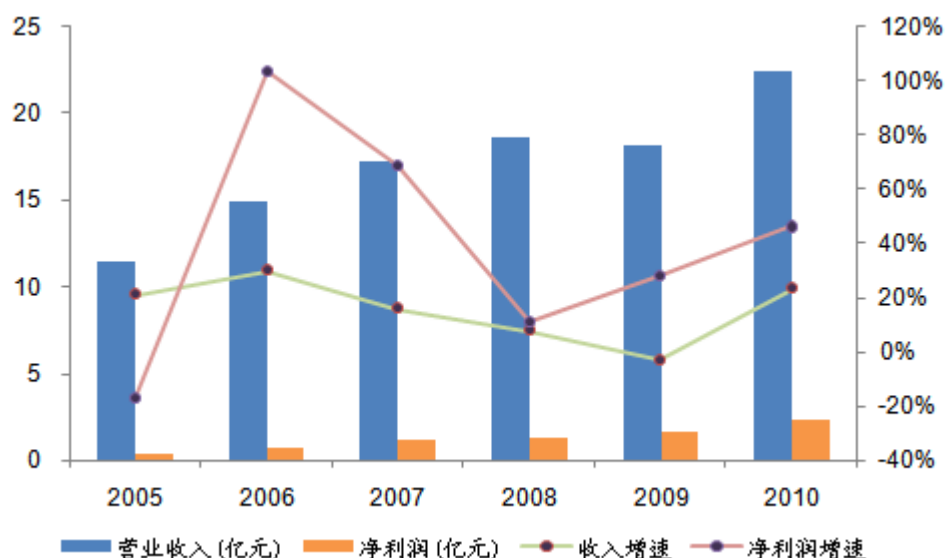
航民股份地处经济活跃的长三角和萧绍纺织印染产业集群内，地域和集群优势突出。其现有印染产能超过8亿米，为国内印染行业的龙头。

受益于印染行业的淘汰落后及限产，公司印染板块订单饱满，产能利用率100%，

盈利能力也远高于行业，11年公司已成功实现加工费的两次提价，涨价幅度超过10%。

凭借公司的产业集群及行业龙头地位，公司成为中日纺织节能项目的示范和合作单位，且在日方专家现场诊断的基础上，公司将新增7200万米的印染能力（预计11年9月份投产），逆市实现印染生产规模的再度扩张。

图3：公司收入及净利润比较



数据来源：广发证券发展研究中心

表1：公司主要业务板块收入占比及毛利率（2010年）

	产品毛利率	收入占比	毛利贡献率
印染板块	20.16%	57.32%	70.91%
发电板块	15.72%	19.94%	19.23%
贸易板块（燃煤）	0.20%	8.36%	0.10%
非织造布	12.49%	6.50%	4.98%
染料	12.61%	3.37%	2.61%
织造布	-0.19%	2.55%	-0.03%
海运板块	19.50%	1.68%	2.01%

数据来源：广发证券发展研究中心

10年公司印染板块业务毛利率高达20.16%，居国内印染上市公司之首。印染板块对于公司收入及毛利的贡献分别为57.32%、70.91%，在立足做强做精印染业务的同时，公司也成功实施了产业链的多元化发展，从事了与印染主业相关的发电、燃煤贸易、海运、织布、非织布等业务。

传统业务中发电、燃煤贸易板块业务较为平稳；染料业务受环保影响较大，故已逐步收缩。新增的海运及非织布业务已步入正轨，且未来均有新增产能的投放，将成为公司业绩新的增长点。

图4：公司传统业务板块收入比较（单位：亿元）

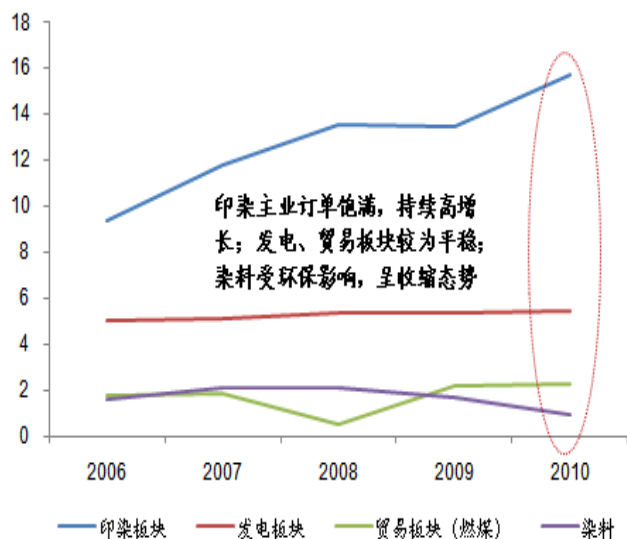
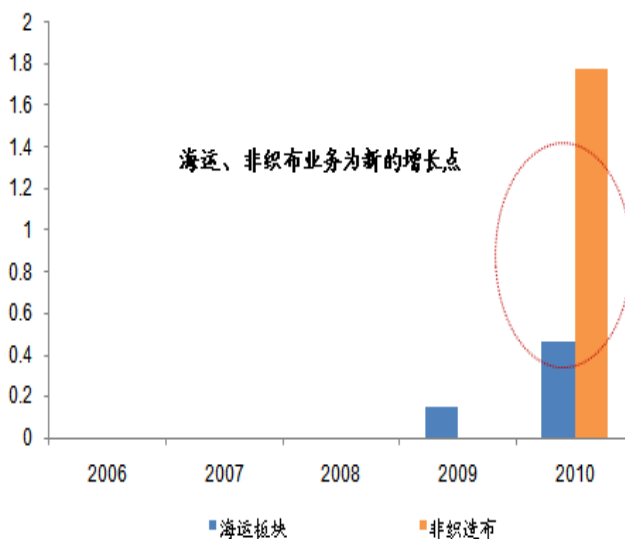


图5：公司新增业务板块收入比较（单位：亿元）



数据来源：广发证券发展研究中心

海运业务

公司在航运业低谷期（09年），投资1.66 亿元购入富春轮（2.28万吨）、富华轮（1.8万吨）两艘货船，从事煤炭、矿砂、粮食、钢铁等多种商品的散货运输，实施印染、热电、煤炭、海运一体化战略，进一步提高产业配套上的竞争优势。

10年海运收入0.46亿元（同比增长213%），净利润117万元，毛利率达到19.5%，首次实现盈利。

公司已新购置一艘2.5万吨级散货船（计划11年9月下水），从事国内沿海，长江中下游及珠江水系的普通货物运输。总投资为0.9亿元，预计年净利润986.15 万元，含船舶折旧金投资回收期为6.4 年，项目投资效益较好。

非织造布业务

10年公司收购集团非织造布公司，实现了多元化发展。

目前非织造布公司已拥有国际一流的针刺、水刺非织造布三条生产流水线，并自行设计、研发了行业领先的特种非织造布后整理生产线，年生产高档非织造布1万吨。

产品主要用于合成革基布、卫生材料等领域，畅销全国并远销韩国、日本、西欧、北美等国家和地区，吸引了台塑、通用、耐克等高端客户。10年非织造布收入1.78亿元，净利润0.14亿元。

非织造材料是一种新型的纤维制品，也是纺织工业中年轻而具有发展前途的一个产业，被誉为纺织工业中的“朝阳产业”。09年国家出台的《纺织工业调整和振兴规划》，强调要“扩大国内产业用纺织品的应用”，“加快推进产业用纺织品新产品的开发和产业化”，“加快推进针刺、水刺、纺粘等先进工艺和高性能纤维在环保过滤用纺织材料

生产上的应用”等。

因此，公司计划11年进一步扩大非织造布产能，拟增万吨级水刺卫生材料生产线项目。

表2：公司新增产能计划表

	投资（万元）	预计净利润（万元/年）	新增生产能力	预计投产日期
织造分工技改扩产	3100	824.69	800 万米（织布）	2011.5
钱江印染化工深化中日节能示范项目暨染料化工车间转产项目	8000	1327.53	7200 万米（印染）	2011.9
海运公司购买第三艘货船项目	9000	986.15	2.5 万吨载重	2011.9
新增水刺卫生材料非织布项目	-	-	1 万吨	2012

数据来源：广发证券发展研究中心

公司内控能力突出，财务指标良好

在公司多元化发展、产能扩张的同时，公司内控能力突出。无论是盈利能力指标还是资本结构及现金流指标均居行业前茅。

10年公司期间费用率仅为4.77%，为公司ROE及利润率的提升夯实了基础。同时公司资本结构（资产负债率仅为24.02%）、现金流质量良好，为公司新上项目提供了资金保障（公司新上项目均为自筹资金）。

图6：公司主要盈利能力指标比较

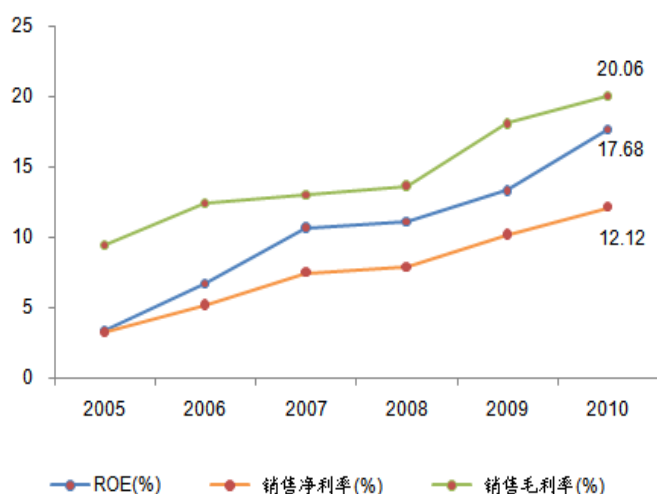
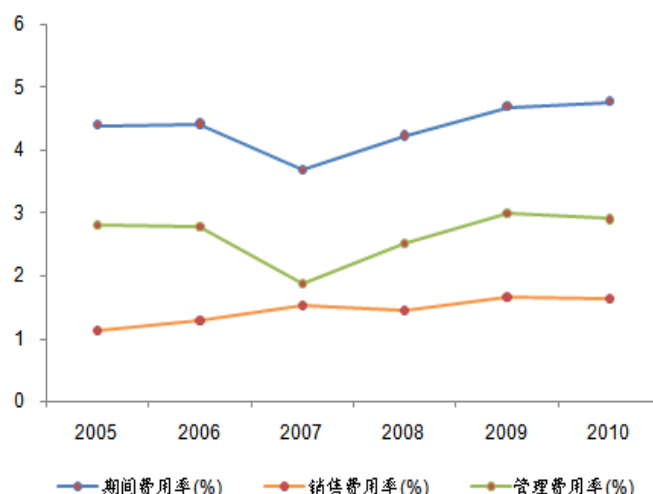


图7：公司期间费用率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

表3：印染类上市公司财务数据比较（2010年）

	ROE	销售净利率	销售毛利率	期间费用率	资产负债率	经营活动现金流净额 / 负债	速动比率
美欣达	1.88%	1.36%	13.38%	9.71%	54.24%	2.73%	0.50
华纺股份	5.04%	1.01%	6.57%	5.63%	66.80%	6.58%	0.39
三房巷	5.28%	5.23%	10.89%	4.32%	14.67%	84.95%	2.68
众和股份	10.30%	7.86%	24.72%	15.41%	47.14%	0.68%	1.11
航民股份	17.68%	12.12%	20.06%	4.77%	24.02%	71.99%	1.77

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

受益于行业落后产能淘汰及限产影响，公司印染业务订单饱满，加工费价格年内已连续两次上调，涨幅超过10%。同时11年将新增高端印染产能10%（7200万米高端面料），量价齐升以及产品逐步高端化将使得印染毛利率仍有增长空间，龙头企业将尽享行业盛宴。

在新增印染产能的同时，11年公司海运业务、非织布、织造业务均将实现产能的进一步扩张。海运板块新增的第三艘船将于9月下水，1万吨的非织布产能的投产有望于12年投产、800万米的织布产能将为11年贡献盈利。

基于此，预计公司11年、12年、13年EPS分别为0.68元、0.86元、1.01元，目前股价对应11年PE仅为12.65X，远低于行业平均水平，安全边际较高，因此首次给予“买入”评级，目标价10.2元（15X）。

风险提示

下游服装产品成交量下滑的风险；海运费下跌的风险。

资产负债表

单位：百万元

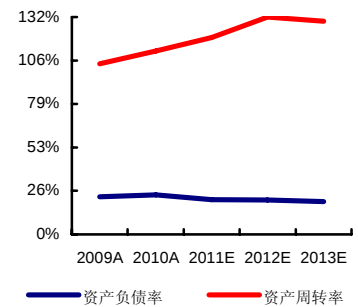
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	712	874	1,196	1,670	2,172
货币资金	293	367	581	891	1,273
应收及预付	302	359	455	578	667
存货	118	148	159	201	232
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,176	1,265	1,194	1,159	1,143
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,095	1,138	1,026	920	815
在建工程	8	41	101	171	261
无形资产	69	70	67	67	67
其他长期资产	3	15	0	0	0
资产总计	1,888	2,139	2,389	2,829	3,315
流动负债	370	410	483	594	675
短期借款	67	87	86	90	92
应付及预收	303	323	397	504	583
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	62	104	36	36	36
长期借款	45	36	36	36	36
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	68	0	0	0
负债合计	432	514	519	630	711
股本	424	424	424	424	424
资本公积	364	315	315	315	315
留存收益	464	671	957	1,319	1,749
归属母公司股东权益	1,251	1,409	1,695	2,058	2,487
少数股东权益	205	216	261	317	384
负债和股东权益	1,888	2,139	2,475	3,005	3,583

利润表

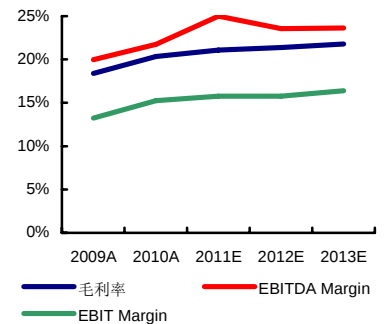
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1819	2247	2715	3452	3987
营业成本	1489	1796	2150	2724	3130
营业税金及附加	8	11	12	16	18
销售费用	30	37	52	72	80
管理费用	54	65	79	104	116
财务费用	1	5	5	3	2
资产减值损失	4	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	232	336	417	534	642
营业外收入	5	14	8	10	12
营业外支出	4	15	6	7	9
利润总额	233	335	419	537	645
所得税	48	63	88	118	148
净利润	185	272	331	419	497
少数股东损益	24	37	45	57	67
归属母公司净利润	161	235	286	362	430
EBITDA	358	482	670	802	930
EPS (元)	0.38	0.56	0.68	0.86	1.01

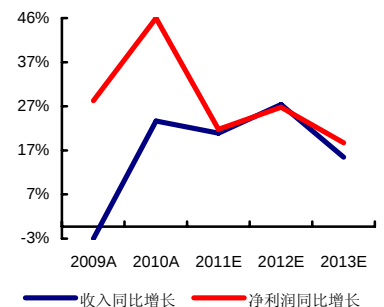
资产负债率趋势



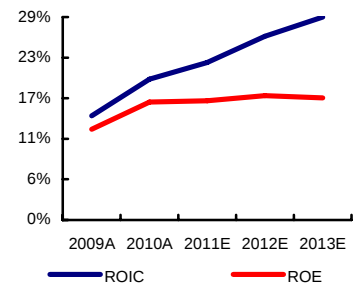
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

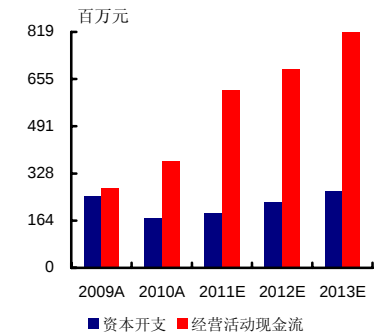
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	277	370	571	633	752
净利润	185	272	331	419	497
折旧摊销	121	144	248	265	286
营运资金变动	-38	-40	-30	-59	-40
其它	9	-7	23	7	9
投资活动现金流	-240	-188	-190	-227	-267
资本支出	-247	-172	-190	-227	-267
投资变动	0	-88	0	0	0
其他	7	72	0	0	0
筹资活动现金流	-7	-110	-167	-96	-102
银行借款	143	140	-87	-86	-90
债券融资	-85	-194	-68	0	0
股权融资	14	0	0	0	0
其他	-79	-56	-13	-10	-12
现金净增加额	30	71	214	309	383
期初现金余额	262	293	367	581	891
期末现金余额	291	364	581	891	1,273

主要财务比率

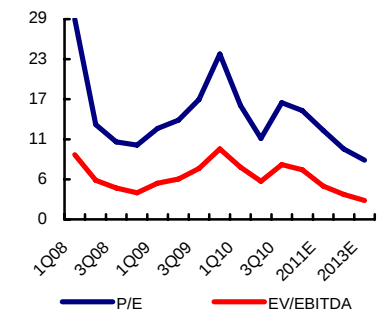
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-2.6%	23.5%	20.8%	27.1%	15.5%
营业利润	33.6%	44.5%	24.1%	28.1%	20.3%
归属于母公司净利润	28.0%	46.4%	21.7%	26.6%	18.7%
获利能力					
毛利率	18.1%	20.1%	20.8%	21.1%	21.5%
净利率	10.2%	12.1%	12.2%	12.1%	12.5%
ROE	12.8%	16.7%	16.9%	17.6%	17.3%
ROIC	14.8%	19.9%	22.3%	26.0%	28.7%
偿债能力					
资产负债率	22.9%	24.0%	21.0%	21.0%	19.8%
净负债比率	-12.4%	-15.0%	-23.5%	-32.2%	-39.9%
流动比率	1.92	2.13	2.47	2.81	3.22
速动比率	1.33	1.55	1.88	2.20	2.60
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.12	1.20	1.32	1.30
应收账款周转率	17.81	21.92	20.28	20.28	20.28
存货周转率	13.52	13.53	13.52	13.52	13.52
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.56	0.68	0.86	1.01
每股经营现金流	0.65	0.87	1.35	1.49	1.78
每股净资产	2.95	3.33	4.00	4.86	5.87
估值比率					
P/E	23.7	15.6	12.8	10.1	8.5
P/B	3.0	2.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.1	7.1	4.8	3.6	2.7

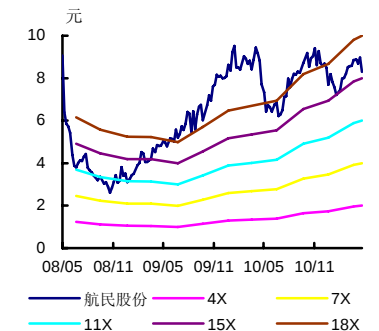
资本支出与经营活动现金流



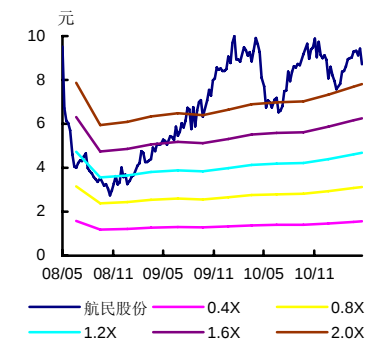
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，3 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。