

分析师： 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040005

联系人： 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

保证印染龙头，航民积极拓展新的利润增长

事件描述

1、近期我们对航民股份进行了调研，与公司董秘就公司经营及未来发展战略进行了深入交流。

公司属于印染行业的龙头企业，在三十多年印染行业发展过程中，公司不断提高经营管理水平，提高效益，保持公司在行业内领先地位；同时，公司节能减排，发展循环经济方面走在国内同行的前列。综合实力和核心竞争力进一步增强，企业不断做大、做强。

公司在保持印染行业领先地位前提下，积极拓展并培育产业链上新的利润增长点，在非织造布及航运方面努力拓展，不断提高企业在产业配套上的竞争优势。

随着国家对环保、低效产能的调整，具有竞争优势的龙头企业将获得更大的市场份额。

2、盈利预测及风险提示：公司下游需求的波动及公司在新领域中的拓展速度。

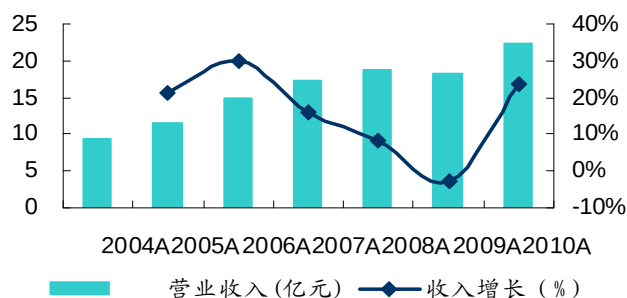
我们预计 2011-2013 年主营业务收入分别为 28.02、36.41、46.89 亿元，对应的 EPS 分别为 0.69、0.91、1.05 元，目前市场价格为 7.34 元，对应 PE 分别为 10.64、8.07、6.99 倍。我们给予公司“推荐”投资评级。

事件评论

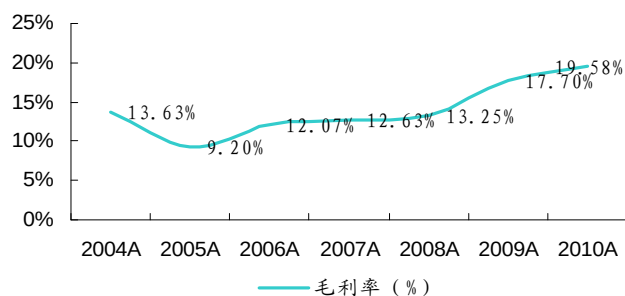
第一，公司近几年销售持续增长，毛利率逐年提升

公司近几年销售规模不断扩大，金融危机期间公司增速放缓，近几年营业收入年复合增长率为 15.54%。公司在 2010 年营业收入有较大增长。增长原因不仅在传统印染行业保持稳定增长，而且更重要的是公司在织造布大幅增长及新的利润增长领域非织造布、航运业取得高速的增长，特别是航运业，公司从 2009 年开始投入此领域，营业收入由 2009 年的 14,724,746.10 元，增长到 2010 年的 46,079,111.00 元，增长比例高达 212.94%。

公司在 2009 年购入两艘船的情况下，2011 年下半年将新购 25000 吨散货船投入运营，既保证公司的需求，同时增加公司新的利润增长；在非织造布方面公司计划新增万吨级水刺卫生材料生产线项目，此项目估计在 2012 年投产。

图 1: 航民股份近几年销售规模 (亿元) 及增长


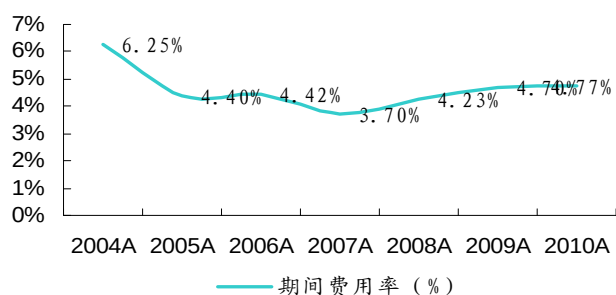
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 2: 航民股份近几年毛利率变化


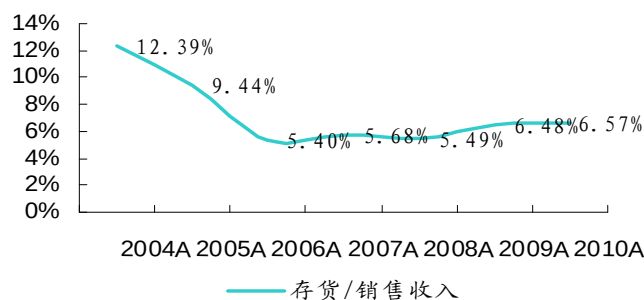
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

近几年公司毛利率持续上升, 截止 2010 年末, 公司毛利率达 20%。在以加工为主的企业中, 公司利润处于领先地位。2005 年公司毛利有所下降, 主要因为主营业务成本增加, 主营业务增加主要是燃烧等原材料价格居高不下。市场无序化导致激烈的价格竞争进一步加大对企业的运营成本。另外, 部分技术改造及在建工程转入固定资产, 产生一定的折旧成本。导致公司 2005 年毛利率下降。

第二, 公司管控能力不断提升

图 3: 航民股份期间费用变化


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 4: 航民股份存货管理情况


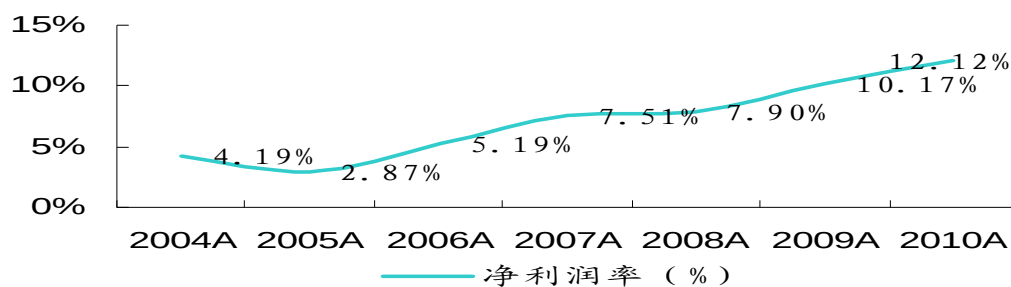
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

公司在三十多年的发展过程中, 不断提高管理能力, 控制成本, 公司期间费用率保持较低的水平。同时公司加强存货管理, 使存货与销售收入比例不断下降, 具有良好的存货管理能力。

第三, 公司净利润逐年提高

公司在营业收入保持持续增长的同时, 不断拓展新的利润增长点, 同时公司努力提升公司管控能力, 保证公司利润率不断提高。

图 5: 航民股份净利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，我们给予航民股份“推荐”评级

目前，公司在印染行业居于龙头地位，且具有明显的竞争优势，同时公司不断巩固自己的领先地位，调整产品结构，产业升级。并不断拓展产业链上的利润增长点。

国务院2010年5月发文《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》，把节能减排作为调整经济结构、转变发展方式的重要抓手；2010年8月，国家已淘汰2000多条落后生产线。国家对节能减排管理愈加严格。随着落后产能的淘汰，具有龙头地位的公司将获得更大的市场份额。

我们预计 2011-2013 年主营业务收入分别为 28.02、36.41、46.89 亿元，对应的 EPS 分别为 0.69、0.91、1.05 元，目前市场价格为 7.34 元，对应 PE 分别为 10.64、8.07、6.99 倍。我们给予公司“推荐”投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2247	2802	3641	4689	货币资金	367	590	903	1255
营业成本	1796	2209	2855	3651	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	451	593	786	1038	应收账款	105	162	210	271
% 营业收入	20.1%	21.2%	21.6%	22.1%	存货	148	180	233	298
营业税金及附加	11	13	17	22	预付账款	92	176	227	290
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	1	1	2
销售费用	37	84	109	234	流动资产合计	874	1328	1859	2482
% 营业收入	1.6%	3.0%	3.0%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	65	112	146	188	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	5	2	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	260	277	298	323
资产减值损失	-9	-8	0	0	无形资产	67	66	65	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	15	0	0	0
营业利润	342	389	515	595	其他非流动资产	923	923	923	923
% 营业收入	15.2%	13.9%	14.1%	12.7%	资产总计	2139	2600	3156	3808
营业外收支	-1	-1	-1	-1	短期贷款	87	0	0	0
利润总额	335	389	514	595	应付款项	114	382	494	631
% 营业收入	14.9%	13.9%	14.1%	12.7%	预收账款	8	7	9	12
所得税费用	63	97	129	149	应付职工薪酬	81	55	71	91
净利润	272	291	386	446	应交税费	72	46	61	72
归属于母公司所有者的净利润	235.2	291.4	385.6	445.9	其他流动负债	48	89	114	150
少数股东损益	37	0	0	0	流动负债合计	410	579	749	955
EPS (元/股)	0.56	0.69	0.91	1.05	长期借款	36	36	36	36
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	370	365	374	421	其他非流动负债	68	68	68	68
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	514	683	853	1060
收回现金					归属于母公司	1409	1701	2086	2532
长期股权投资	-83	-5	-5	-5	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	216	216	216	216
固定资产投资	-172	-48	-56	-67	股东权益	1625	1917	2302	2748
其他	67	0	0	0	负债及股东权益	2139	2600	3156	3808
投资活动现金流净额	-188	-53	-61	-72	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.555	0.688	0.910	1.053
银行贷款增加 (减少)	-55	-87	0	0	BVPS	3.33	4.02	4.93	5.98
筹资成本	95	-2	1	2	PE	13.71	11.06	8.36	7.23
其他	-151	0	0	0	PEG	0.58	0.47	0.35	0.30
筹资活动现金流净额	-110	-89	1	2	PB	2.29	1.90	1.55	1.27
现金净流量	72	223	313	351	EV/EBITDA	6.08	6.32	4.28	3.15
					ROE	16.7%	17.1%	18.5%	17.6%

分析师介绍

雷玉，厦门大学企业管理专业毕业，从事纺织行业研究。曾在家纺企业工作三年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。