

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

主营稳步发展，产业多元化，印染龙头迈康庄大道

事件描述

航民股份发布2011年中报，主要经营业绩如下：2011年上半年公司实现主营业务收入113585.38万元，同比增长6.84%；营业利润15132.22万元，同比增长1.56%；利润总额16021.05万元，同比增长5.62%；净利润为11026.84万元，同比增长8.00%。每股收益为0.26元，同比增长7.88%。

我们的主要观点如下：

1. 上半年营业收入同比小幅增加，印染实现稳步发展；
2. 毛利率基本维持不变，多元化提升毛利率；
3. 公司存货环比减少；
4. 注重研发，加强管理，管理费用率同比有所增加；
5. 龙头公司受益，产业链多元化发展；
6. 预计公司2011、2012年的营业收入分别为25.99亿元、31.89亿元，每股收益分别为0.632元、0.789元，目前对应PE分别为12.42、9.45倍，维持“推荐”评级。

事件评论

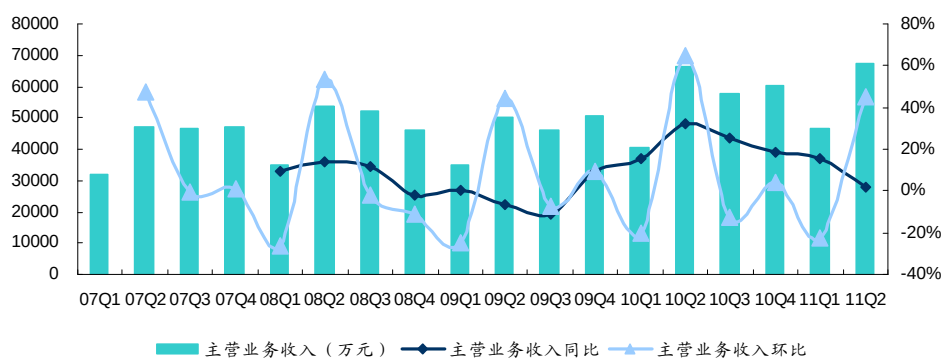
第一、上半年营业收入同比小幅增加，印染实现稳步发展

2011年上半年公司实现主营业务收入113585.38万元，增加7,219.6万元，同比增长6.84%；营业利润15132.22万元，同比增长1.56%；利润总额16021.05万元，同比增长5.62%；净利润为11026.84万元，同比增长8.00%。每股收益为0.26元，同比增长7.88%。

我们认为，

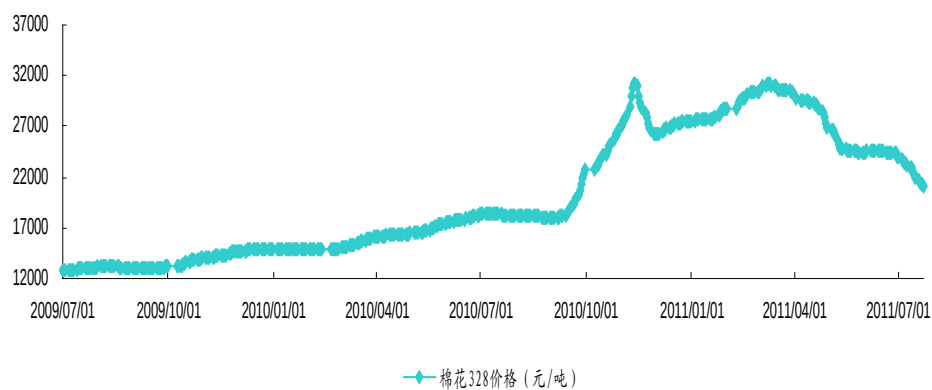
- （1）2011年上半年公司实现主营业务收入113585.38万元，同比增长6.84%。其中二季度营收同比增长1.64%，主要是下游企业需求波动较大；
- （2）优势龙头企业印染及印染纺织品毛利率较高，销售收入保持稳定增长，作为印染龙头企业，主营业务稳步发展；
- （3）染料收入较同期较少了7000万元左右（化工转印染），非织造布营收占总收入10%左右，同比增长26.83%，保持较快的增长。

图 1: 2011Q2 单季度收入同比下滑



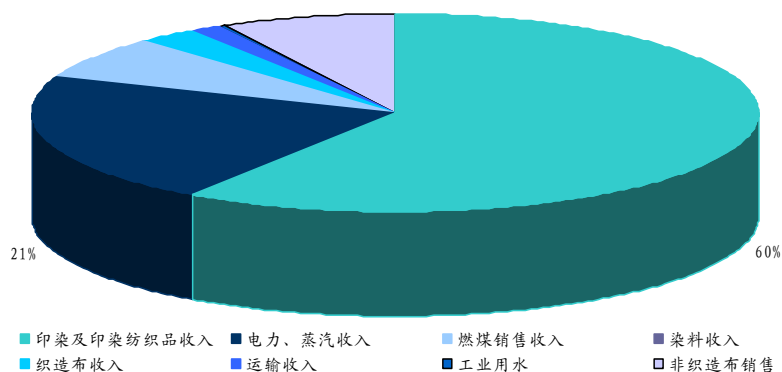
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2: 近一年来棉花 328 走势（元/吨）



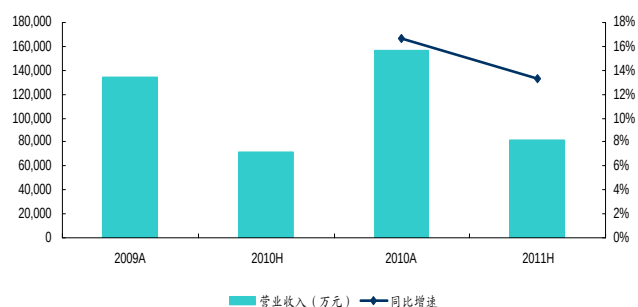
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 3: 印染及电力蒸汽为主营（2011H1）



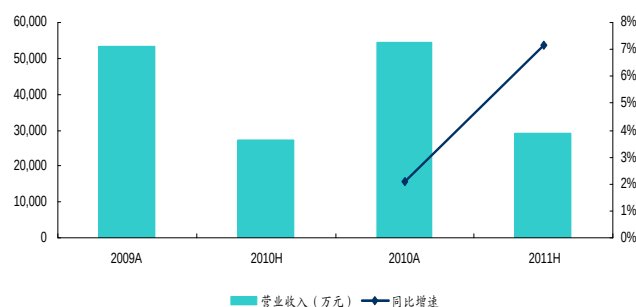
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 4: 印染及印染纺织品营业收入(万元)及增速



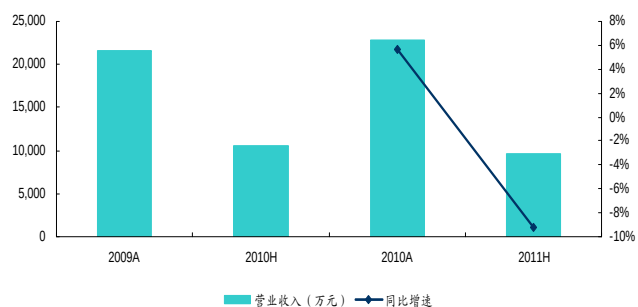
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 5: 电力、蒸汽收入营业收入(万元)及增速



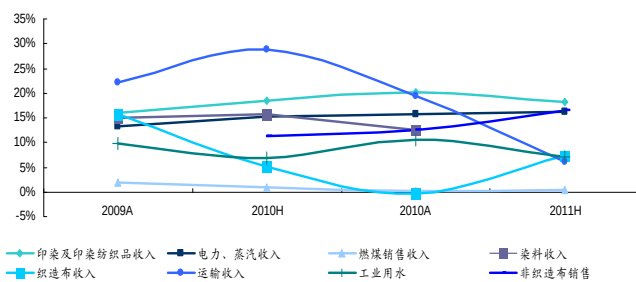
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 6: 燃煤收入营业收入(万元)及增速



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 7: 主营业务分产品毛利率变化



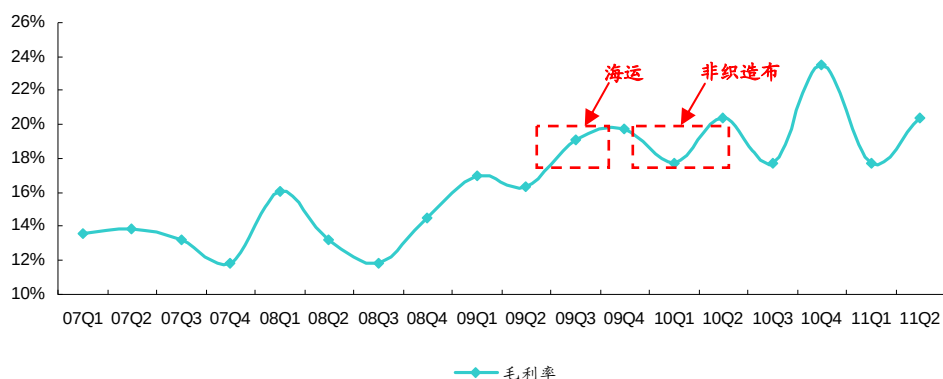
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

表 1: 主营业务分产品情况

营业收入(万元)	2009A	2010H	2010A	2011H	2010A 同比增速	2011H 同比增速
印染及印染纺织品收入	134,413.97	72,024.81	156,872.49	81,583.26	16.71%	13.27%
电力、蒸汽收入	53,450.64	27,235.38	54,560.84	29,189.13	2.08%	7.17%
燃煤销售收入	21,639.88	10,563.12	22,865.65	9,593.87	5.66%	-9.18%
染料收入	16,752.46	6,951.19	9,231.95	0.00	-44.89%	-
织造布收入	4,018.86	2,814.53	6,978.60	3,862.63	73.65%	37.24%
运输收入	1,472.47	2,499.71	4,607.91	1,895.44	212.94%	-24.17%
工业用水	644.39	343.86	763.00	324.56	18.41%	-5.61%
非织造布销售		8,502.58	17,777.91	10,783.49		26.83%

第二、毛利率基本维持不变，多元化提升毛利率

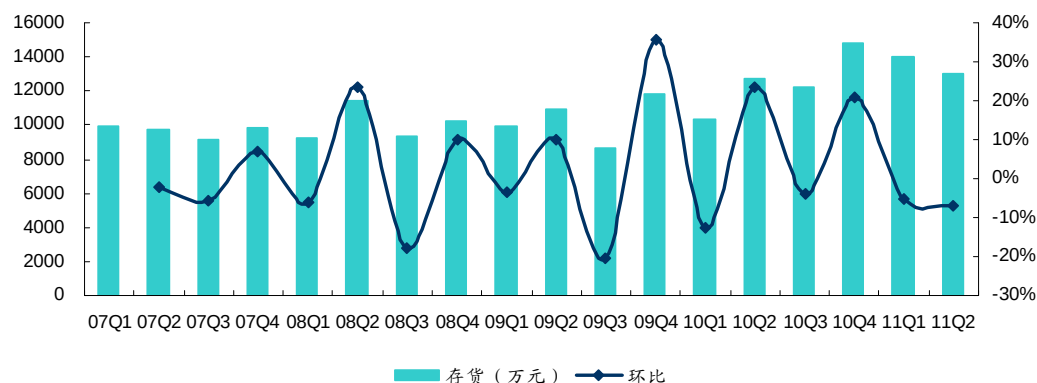
2011 年上半年毛利率同比减少 0.07 个百分点，从单季度看，2011 年单季度保持了较稳定的毛利率。在以加工为主的企业中，公司利润处于领先地位。从历史毛利率看，在新增了毛利率较高的海运和非织布业务后，公司的综合毛利率较以往提升。

图 8：2007Q1-2011Q2 公司单季度毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

第三、 公司存货环比减少

公司库存逐季减少，主要是原材料和库存商品有所减少。

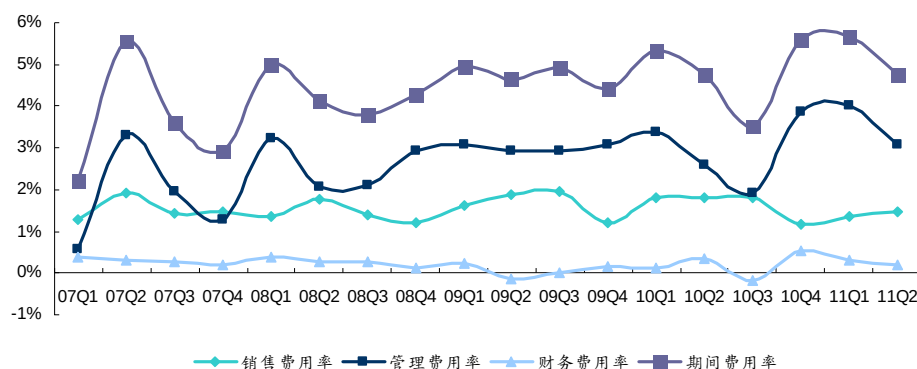
图 9：2007Q2-2011Q2 公司存货（万元）及环比


资料来源：公司报告，长江证券研究部

第四、 注重研发，加强管理，管理费用率同比有所增加

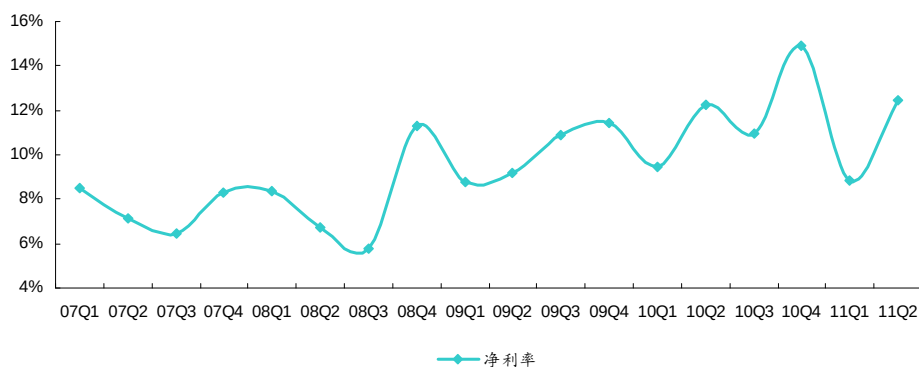
营业利润 15132.22 万元，同比增长 1.56%，小于营收增速，主要是由于资产减值损失（主要是应收账款计提坏账准备造成）。2011 年上半年运营管理效率较高，注重研发，管理费用率同比有所增加。营业外收入增加（主要是非流动性资产利得），净利润率上升

图 10: 2007Q1-2011Q2 公司单季度期间费用率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 11: 2007Q1-2011Q2 公司单季度净利率



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

第五、龙头公司受益，产业链多元化发展

国家对节能减排管理愈加严格，随着落后产能的淘汰，钱江印染新增7200 万米中高档面料的印染项目建成投产，作为印染龙头地位的公司将获得更大的市场份额。航民非织造布新增一条针刺生产线基建工作全面展开，项目预计10 月份实现投产。浙江航民海运有限公司25000T 散货船建造主体结构完工，增厚业绩。

第六、维持“推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 25.99 亿元、31.89 亿元，每股收益分别为 0.632 元、0.789 元，目前对应 PE 分别为 12.42、9.45 倍，维持“推荐”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	2599	3189	4098	货币资金	367	580	860	1164
营业成本	1796	2053	2505	3197	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	451	546	684	901	应收账款	105	150	184	237
% 营业收入	20.1%	21.0%	21.4%	22.0%	存货	148	168	205	261
营业税金及附加	11	12	15	19	预付账款	92	163	199	254
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	1	1	1
销售费用	37	78	96	205	流动资产合计	874	1265	1698	2237
% 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	104	128	164	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	275	292	312
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	358	446	514	其他非流动资产	923	923	923	923
% 营业收入	15.2%	13.8%	14.0%	12.6%	资产总计	2139	2535	2988	3552
营业外收支	-1	-1	-1	-1	短期贷款	87	0	0	0
利润总额	335	357	445	514	应付款项	114	355	433	553
% 营业收入	14.9%	13.7%	14.0%	12.5%	预收账款	8	6	8	10
所得税费用	63	89	111	128	应付职工薪酬	81	51	62	79
净利润	272	268	334	385	应交税费	72	43	53	62
归属于母公司所有者					其他流动负债	48	82	100	131
的净利润	235.2	267.8	333.9	385.3	流动负债合计	410	537	657	836
少数股东损益	37	0	0	0	长期借款	36	36	36	36
EPS (元/股)	0.56	0.63	0.79	0.91	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	68	68	68	68
经营活动现金流净额	370	353	336	369	负债合计	514	642	761	940
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1409	1677	2011	2396
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-83	-5	-5	-5	少数股东权益	216	216	216	216
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1625	1893	2227	2612
固定资产投资	-172	-46	-52	-61	负债及股东权益	2139	2535	2988	3552
其他	67	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-188	-51	-57	-66		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.555	0.632	0.788	0.910
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.33	3.96	4.75	5.66
银行贷款增加 (减少)	-55	-87	0	0	PE	14.26	12.52	10.05	8.71
筹资成本	95	-2	1	2	PEG	0.80	0.70	0.56	0.49
其他	-151	0	0	0	PB	2.38	2.00	1.67	1.40
筹资活动现金流净额	-110	-89	1	2	EV/EBITDA	6.35	7.19	5.25	4.02
现金净流量	72	213	280	304	ROE	16.7%	16.0%	16.6%	16.1%

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多。

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。