

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

毛利率提升，业绩符合预期

事件描述

航民股份（600987.SH）公布 2011 年三季度财报：

- ✧ 公司 1-9 月份实现主营业务收入 177,716.56 万元，同比增长 7.98%；实现归属母公司净利润 17,381.24 万元，同比增长 10.22%；实现 EPS 为 0.41 元。
- ✧ 其中 6-9 月份公司实现主营业务收入 63,844.38 万元，同比增长 10.20%；实现归属母公司净利润 6,354.40 万元，同比增长 14.30%；实现 EPS 为 0.15 元。

我们认为，

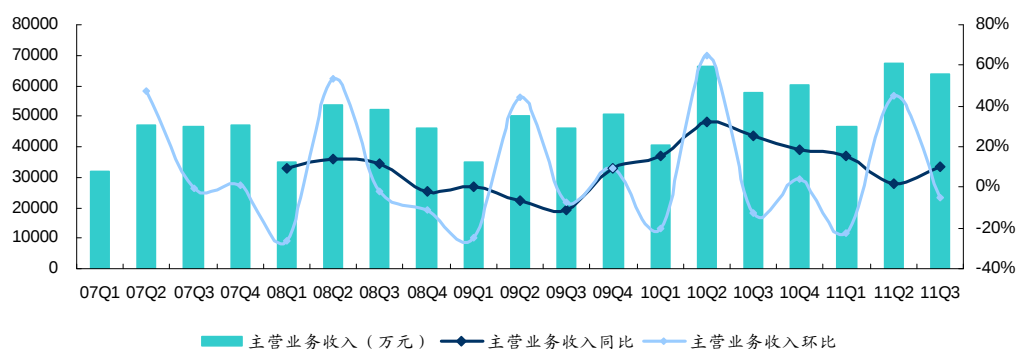
1. 1-9 月份营业收入同比小幅增加，3 季度情况有所好转，主要受棉花价格波动影响。
2. 1-9 月份毛利率同比增加 0.62 个百分点，多元化提升毛利率；
3. 运营管理效率较高，销售费用率下降，管理费用率同比有所增加；
4. 看好产业链多元化发展，预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 26.9 亿元、33.02 亿元，每股收益分别为 0.616 元、0.794 元，目前对应 PE 分别为 10.80、8.38 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

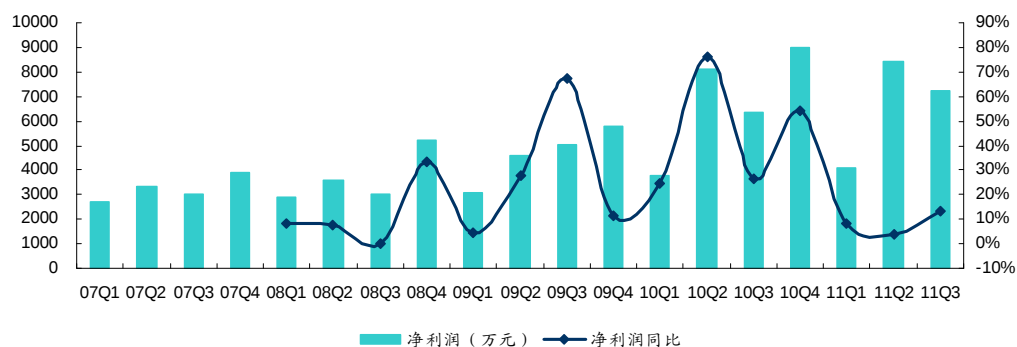
第一、 1-9 月份营业收入同比小幅增加，3 季度情况有所好转，主要受棉花价格波动影响

公司 1-9 月份实现主营业务收入 177,716.56 万元，同比增长 7.98%；实现归属母公司净利润 17,381.24 万元，同比增长 10.22%；其中 6-9 月份公司实现主营业务收入 63,844.38 万元，同比增长 10.20%；实现归属母公司净利润 6,354.40 万元，同比增长 14.30%。

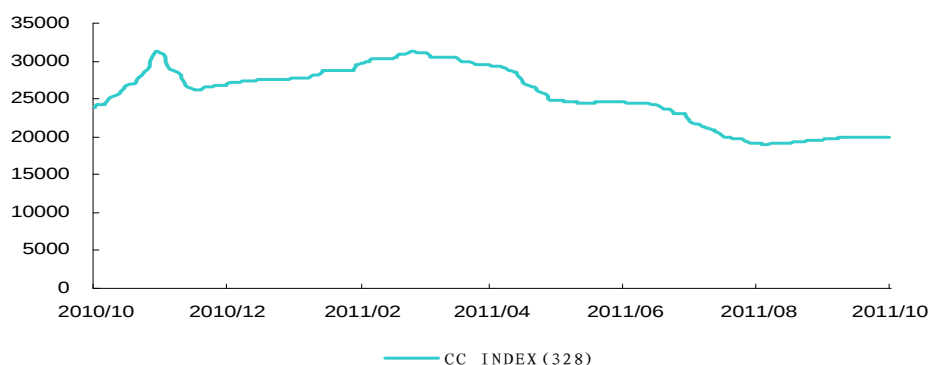
2011 年棉花价格的过山车行情，打破了整个棉花产业链的秩序，导致下游企业的市场观望情绪浓厚，下单较为谨慎。公司作为优势龙头印染企业，仍然保持销售收入稳定增长。从历史数据来看，3 季度的营收增速较 2 季度相比是有所放缓的，而 2011 年 3 季度的情况有所好转，说明整个大环境正在逐步改善。

图 1: 2007Q1-2011Q3 公司单季度主营业务收入及增速


资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2: 2007Q1-2011Q3 公司单季度净利润及增速


资料来源：公司报告，长江证券研究部

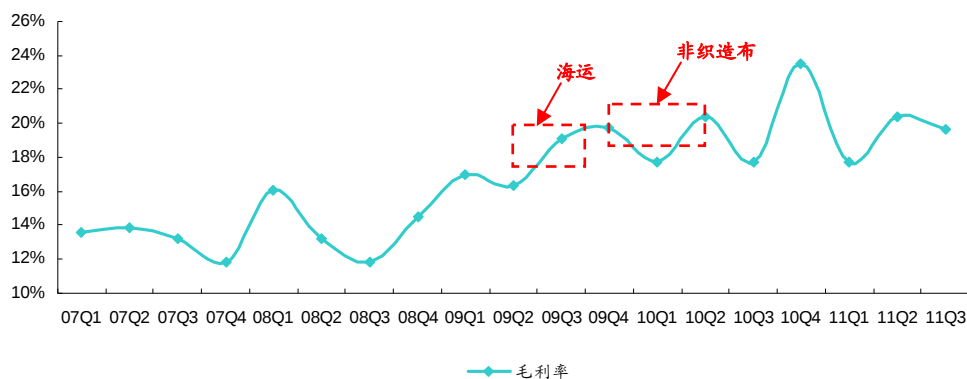
图 3: 近一年来棉花 328 走势（元/吨）


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二、毛利率同比增加 0.62 个百分点，多元化提升毛利率

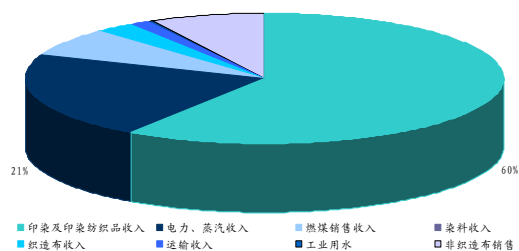
1-9 月份毛利率同比增加 0.62 个百分点，从单季度看，2011 年 3 季度毛利率较上期增加了近 2 个百分点。从历史毛利率看，在新增了毛利率较高的海运和非织造业务后，公司的综合毛利率较以往提升。

图 4: 2007Q1-2011Q3 公司单季度毛利率



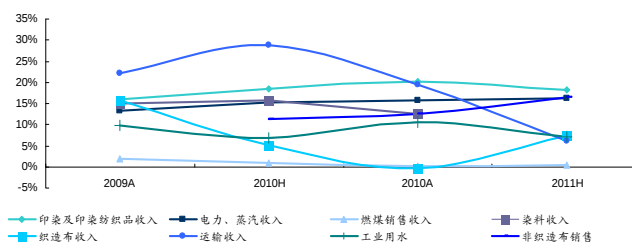
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 5: 公司主营业务 (2011H1)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6: 主营业务分产品毛利率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

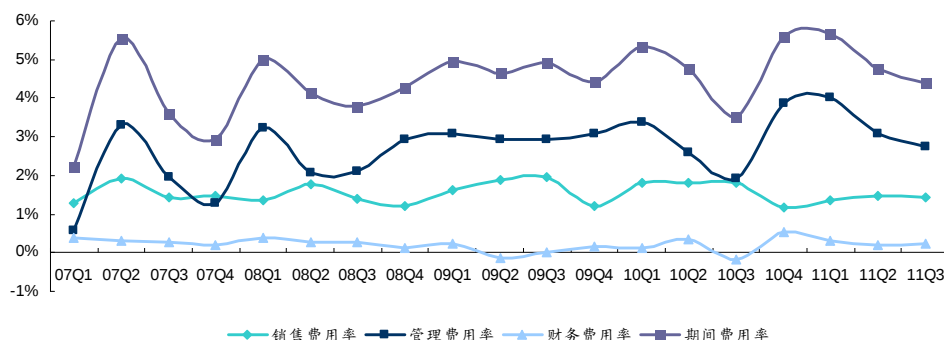
第三、运营管理效率较高，销售费用率下降，管理费用率同比有所增加

1-9 月份管理费用同比增长 36.41%，主要是研发费用和人工费用增加所致。

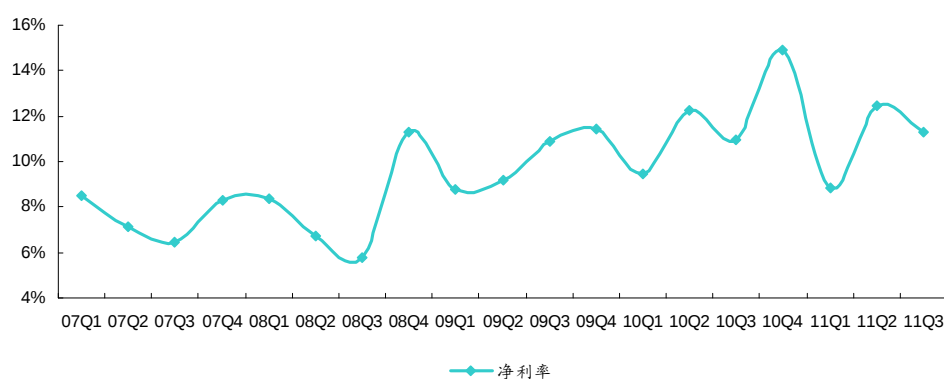
表 1: 公司期间费用率变动

	2010 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	比上年增减	对净利润的贡献 (万元)
销售费用率	1.81%	1.42%	-0.40%	478.39
管理费用率	2.54%	3.21%	0.67%	-806.21
财务费用率	0.11%	0.24%	0.13%	-155.27
期间费用率	4.47%	4.87%	0.40%	-483.09

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：2007Q1-2011Q3 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 8：2007Q1-2011Q3 公司单季度净利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

第四、看好产业链多元化发展，维持“推荐”评级

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。

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 26.9 亿元、33.02 亿元，每股收益分别为 0.616 元、0.794 元，目前对应 PE 分别为 10.80、8.38 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	2690	3302	4160	货币资金	367	590	903	1255
营业成本	1796	2147	2607	3252	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	451	543	695	908	应收账款	105	155	191	240
% 营业收入	20.1%	20.2%	21.0%	21.8%	存货	148	175	213	266
营业税金及附加	11	13	16	20	预付账款	92	171	207	259
% 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	81	99	208	流动资产合计	874	1303	1773	2345
% 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	108	132	166	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	276	294	314
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	348	449	516	其他非流动资产	923	923	923	923
% 营业收入	15.2%	12.9%	13.6%	12.4%	资产总计	2139	2573	3065	3662
营业外收支	-1	-1	-1	-1	短期贷款	87	0	0	0
利润总额	335	348	448	515	应付款项	114	371	451	562
% 营业收入	14.9%	12.9%	13.6%	12.4%	预收账款	8	7	8	10
所得税费用	63	87	112	129	应付职工薪酬	81	53	65	81
净利润	272	261	336	386	应交税费	72	42	54	62
归属于母公司所有者的净利润	235.2	260.7	336.2	386.4	其他流动负债	48	86	104	133
少数股东损益	37	0	0	0	流动负债合计	410	559	682	849
EPS (元/股)	0.56	0.62	0.79	0.91	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	340	337	373	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	663	786	954
收回现金					归属于母公司	1409	1670	2006	2392
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	-47	-53	-62	股东权益	1625	1886	2222	2608
其他	67	0	0	0	负债及股东权益	2139	2549	3008	3562
投资活动现金流净额	-188	-52	-58	-67	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	0.616	0.794	0.912
银行贷款增加 (减少)	-55	-87	0	0	BVPS	3.33	3.94	4.74	5.65
筹资成本	95	-2	1	2	PE	11.98	10.80	8.38	7.29
其他	-151	0	0	0	PEG	0.67	0.60	0.47	0.40
筹资活动现金流净额	-110	-89	1	2	PB	2.00	1.69	1.40	1.18
现金净流量	72	199	280	308	EV/EBITDA	5.25	5.93	4.02	2.87
					ROE	16.7%	15.6%	16.8%	16.2%

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。