



项目顺利实施，产能进入扩张期

增持维持

目标价格：8.8 元

投资要点：

- 经营业绩稳定增长；
- 重要项目顺利实施，经济结构继续优化；
- 各项业务全面发展，非织造布业务产能将释放。

报告摘要：

- **经营业绩稳定增长。**2011 年度，公司实现营业收入 24.33 亿元，同比增长 8.29%，归属于母公司所有者的净利润 2.65 亿元，同比增长 12.52%，每股收益为 0.62 元，业绩符合预期。收入增长呈现个位数，原因在棉花等原料价格持续走低，下游订单缩量。
- **重要项目顺利实施，经济结构继续优化。**公司年度内重点推进项目有：一是拆除钱江印染化工的染料车间，新增 7200 万米中高档面料印染项目基本完成厂房土建、设备安装等工作并已试产；二是印染分公司一车间改造项目进展顺利，新厂房建设竣工，设备安装到位；三是织造分公司引进 80 台国际先进喷气织机顺利投产；四是航民海运新购 25000 吨散货船“航民庆丰”轮完成建造投入运营。
- **各项业务全面发展。**公司占比较高的印染业务同比增长 14%；燃煤销售增长 30.54%，高于同期 25 个百分点；织造布业务收入 1.18 亿元，大幅增长 68.74%，毛利率提升到 12.05%，成为公司业务亮点。非织造布业务 10 年始运营，目前收入为 2.03 亿元，占比 7%，增长率 14.19%，2012 年伴随 7200 万米的中高档印染项目完全达产，非织造布业务产能将大幅度提升。
- **盈利与预测：**考虑到未来的环境，我们略下调原来预测，12-14 年的 EPS 分别为 0.74 元、0.86 元和 1.00 元，给予公司 12 倍左右的市盈率，按照 12 年 0.74 的 EPS 计算，预测未来 6 个月的目标价为 8.8 元。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入(百万元)	2247.00	2433.38	2783.79	3151.2	3554.61
增长率(%)	23.5	8.3	14.4	12	12.8
净利润(百万元)	235.16	264.60	312.76	364.67	421.93
增长率(%)	46.4	13.3	18.2	16.6	15.7
每股收益(元)	0.55	0.62	0.74	0.86	1.00
市盈率	11.56	10.18	8.61	7.39	6.38

中小市值上市公司研究组

资深分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

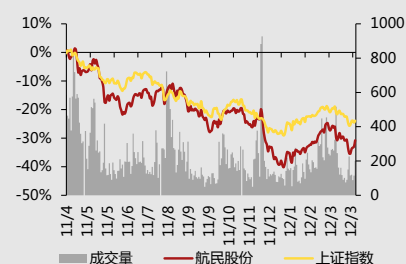
Email: wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085965

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20111231		非常分散
20110930	1763	非常分散
20110630	779	非常分散

相关研究

《业绩增长良好，成本控制力强—航民股份中报简评—王凤华》2011 年 08 月 11 日

《毛利率提升—业绩增长平稳—航民股份三季报点评王凤华》2011 年 10 月 27 日

业绩符合预期，非纺织布业务看好

公司的经营业绩呈现稳定增长。2011 年度，公司实现营业收入 24.33 亿元，同比增长 8.29%；实现营业利润 3.62 亿元，同比增长 7.76%；归属于母公司所有者的净利润 2.65 亿元，同比增长 12.52%；每股收益为 0.62 元，业绩符合先前预期；并拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元。收入增长呈现个位数，远低于 10 年度的 23.5% 的增长率，主要原因是纺织棉花等原料价格持续走低，下游订单谨慎，但这一状况在下半年有所好转。

公司的各个项目顺利实施，经济结构继续优化。公司 2011 年度内重点推进项目有：一是拆除钱江印染化工的染料车间，新增 7200 万米中高档面料印染项目基本完成厂房土建、设备安装等工作并已试产；二是印染分公司一车间改造项目进展顺利，新厂房建设竣工，设备安装到位；三是织造分公司引进 80 台国际先进喷气织机顺利投产；四是航民海运新购 25000 吨散货船“航民庆丰”轮完成建造投入运营。

未来环境较为复杂，公司面临的挑战重重。2011 年 11 月，资源税暂行条例实施细则正式开始实施，资源价格易升难降，环保和污染排放标准不断提高，产业结构调整和产业转移步伐不断加快；公司受经济周期影响，海运物流项目难以在短期内提供较大贡献；非织造布公司需要进一步扩大产能，形成规模效益。

公司的各项业务呈现不同态势发展。收入占比 59% 的印染及印染纺织品业务同比增长 14%；收入占比 10% 的电力、蒸汽业务 8.88% 增长率，高于同期 6.8 个百分点；燃煤销售增长 30.54%，高于同期 25 个百分点；非织造布业务从 2010 年开始运营，目前收入占比已达 7%，增长率 14.19%；织造布业务收入 1.18 亿元，同比增长 68.74%，收入占比 3%；运输收入和工业用水收入分别下降 10.96% 和 3.06%。2012 年伴随 7200 万米的中高档印染项目完全达产，非织造布业务产能将大幅度提升。

图 1：各项业务收入变化图（一）

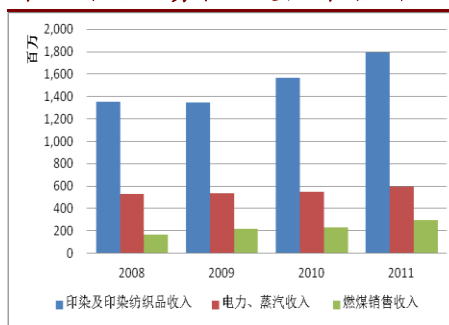


图 2：各项业务收入变化图（二）

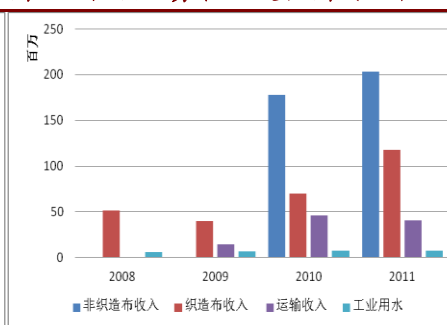
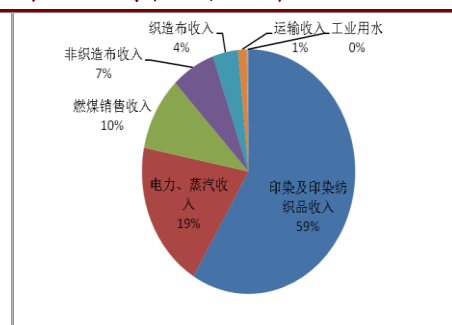


图 3：公司收入占比图



资料来源：宏源证券

盈利预测与估值

根据公司年报，考虑到未来的环境，我们略下调原来预测，12-14 年的 EPS 分别为 0.74 元、0.86 元和 1.00 元，给予公司 12 倍左右的市盈率，按照 12 年 0.74 的 EPS 计算，预测未来 6 个月的目标价为 8.8 元。

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 围海股份、金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼等。

吴 洋: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 3 年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。