

评级：审慎推荐（首次评级） 纺织服装

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003
电 话： 0755-82485024
邮 件： lylhua@fcsc.cn

航民股份(600987): 业绩稳定增长，航运亏损扩大**事件：**

公司2012年半年报称，报告期内，公司实现主营业务收入12.14亿元，同比增长6.84%；营业利润1.63亿元，同比增长7.51%；归属于母公司所有者的净利润1.15亿元，同比增长2.35%；每股收益0.272元。

点评：**■ 技改持续推进及成本控制提升毛利率水平**

- 报告期内，公司主营收入仅增长6.84%，但综合毛利率同比提升了3.14个百分点至22.46%，这主要得益于公司持续推进节能减排，加大工艺优化和产品开发力度，提高了产能和产能利用率。例如：印染分公司一车间改造项目春节后已生产，二车间改造工作有序推进；利用钱江印染化工拆除的染料车间，新增7200万米中高档面料印染项目已于3月份生产；中水回用工作稳步推进，中水回用量不断提升，中水回用工艺和流程取得良好效果；热电企业通过技改，提高了综合热效率。
- 下半年，公司将继续推进重点项目的实施：一是钱江印染化工有限公司化工车间改印染场地，积极规划筹建第三个车间；二是印染分公司争取年内完成第二个车间整体改造并投产；三是热电企业的脱硝工作的可行性论证；四是热电企业继续围绕“机组安全运行和提高综合热效率”，进行相关技改。

■ 技术开发费、人力成本等增长推动期间费用上升

- 报告期内，公司期间费用增长69.95%，期间费用率8.16%，同比上升了3.03个百分点，主要是由于公司及子公司用于技术开发的支出、人力成本增长、债券利息增加所致。其中，管理费用增长83.36%，管理费用率5.95%，同比上升了2.48个百分点，主要是技术开发费增加2641万元所致；财务费用增长181.54%，财务费用率0.65%，同比上升了0.4个百分点，主要是提取债券利息544万元所致。

■ 纺织印染业务盈利保持稳定

- 公司业务涉及印染及印染纺织品、织造布、非织造布等纺织业，还涉及电力、蒸汽、燃煤、运输、工业用水等配套业务，主导业务则为印染及印染纺织品。
- 报告期内，公司纺织业务实现营业收入10.46亿元，同比增长8.7%；毛利率19.98%，同比提升了2.43个百分点。其中，印染及印染纺织品实现营业收入9.06亿元，同比增长11%，占总收入比74.45%，对营业收入贡献持续提升了2.81个百分点；毛利率20.92%，同比增长了2.75个百分点。盈利保持增长主要得益于业务规模扩大，同时通过产品、技改和成本方面的改善，保持纺织印染品的盈利能力稳步增长。
- 非织造布业务是公司近年来重点培育的项目，主攻合成革基布和卫生材料等领域，但因规模



尚小难以转化盈利，加之行业新增产能很多，供大于需，导致该产品的收入及毛利率是公司各项业务中唯一出现下降的品类。报告期内，实现销售收入 8309.77 万元，同比下降 22.94%；毛利率 11.88%，同比下滑了 4.68 个百分点。

■ 电力、蒸汽和煤炭业务经营相对稳定，运输业务亏损额加大

- 公司电力、蒸汽、煤炭销售收入保持增长，近年来此项业务比例一直操持在 30%。由于供热企业的地域垄断性特点，以及目前公司所在地区已经暂停比准新建热电企业，随着公司自身需求增加和园区落户企业增加，电力蒸汽业务呈增长趋势，且公司也不断通过技改和设备更新等措施提高发电和蒸汽效率。其中，发电业务，由于煤炭发电成本较高，上网电价较低，业务盈利能力较差。蒸汽业务表现较好，目前公司蒸汽一部分用于子公司印染纺织之用，一部分用于满足瓜沥临港工业园区和江东工业园区企业需求；蒸汽价格以物价部门指导价为基准，受市场调节。
 - 报告期内，电力、蒸汽收入 2.94 亿元（内部抵消前），同比增长 0.64%；毛利率 19.59%，同比上升了 3.47 个百分点。燃煤销售收入 1.66 亿元（内部抵消前），同比增长 73.38%；毛利率 3.25%，同比上升了 2.75 个百分点。工业用水 397.5 万元（内部抵消前），同比增长 12.09%；毛利率 17.6%，同比增长 4.7 个百分点。
 - 报告期内，运输收入 2821.53 万元（内部抵消前），同比增长 48.86%；毛利率 6.43%，同比下滑了 12.6 个百分点，目前公司拥有散货船三艘，总载重吨位 6.58 万吨，主要用于沿海贸易，其中一部分用于公司购买煤炭的运输，由于海运行业整体环境较差，运费价格较低，货源不足，以及维持船队成本较高，上半年亏损 988.46 万元，亏损额较去年全年扩大了 300 万元。
- 给予“审慎推荐”投资评级：预测 2012~2014 年 EPS 分别为 0.68 元、0.77 元、0.86 元，当前股价对应下的 2012 年 PE 为 8.4 倍，估值偏低，但鉴于目前行业景气仍处低迷，给予“审慎推荐”投资评级。
- 风险提示：运输业务亏损扩大，拖累业绩增长；行业产能过剩，市场需求疲软。



资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	946	1310	1770	2298
现金	295	656	1006	1462
应收账款	131	134	156	171
其他应收款	2	2	2	3
预付账款	59	85	83	100
存货	165	175	197	219
其他流动资产	294	258	326	344
非流动资产	1406	1264	1113	963
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1232	1138	1017	881
无形资产	73	69	68	65
其他非流动资产	100	57	29	17
资产总计	2352	2574	2883	3261
流动负债	427	414	447	520
短期借款	115	80	100	150
应付账款	129	136	154	171
其他流动负债	183	197	193	199
非流动负债	104	94	91	85
长期借款	27	22	17	12
其他非流动负债	77	72	74	73
负债合计	531	508	539	605
少数股东权益	228	271	317	370
股本	424	424	424	424
资本公积	315	315	315	315
留存收益	854	1057	1289	1548
归属母公司股东权益	1593	1795	2027	2286
负债和股东权益	2352	2574	2883	3261

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	213	494	435	519
净利润	300	330	371	416
折旧摊销	143	149	153	155
财务费用	6	5	1	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-246	19	-95	-50
其他经营现金流	10	-9	6	-2
投资活动现金流	-166	-4	-5	-5
资本支出	190	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	23	-4	-5	-5
筹资活动现金流	-119	-129	-79	-59
短期借款	29	-35	20	50
长期借款	-9	-5	-5	-5
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-89	-94	-104
现金净增加额	-73	361	351	455

资料来源：天软估值模型、第一创业证券研究所

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2433	2677	2998	3358
营业成本	1909	2074	2308	2585
营业税金及附加	17	19	22	25
营业费用	34	37	43	49
管理费用	103	126	156	175
财务费用	6	5	1	0
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	362	412	463	520
营业外收入	24	10	10	10
营业外支出	11	4	4	4
利润总额	376	418	469	526
所得税	76	88	99	111
净利润	300	330	371	416
少数股东损益	35	43	46	53
归属母公司净利润	265	287	325	363
EBITDA	511	566	617	676
EPS (元)	0.62	0.68	0.77	0.86

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	8.3%	10.0%	12.0%	12.0%
营业利润	7.8%	13.8%	12.5%	12.3%
归属于母公司净利润	12.5%	8.5%	13.1%	11.8%
获利能力				
毛利率 (%)	21.6%	22.5%	23.0%	23.0%
净利率 (%)	10.9%	10.7%	10.8%	10.8%
ROE(%)	16.6%	16.0%	16.0%	15.9%
ROIC(%)	16.9%	20.9%	24.2%	29.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	22.6%	19.7%	18.7%	18.6%
净负债比率 (%)	26.82%	20.08%	21.72%	26.76%
流动比率	2.21	3.17	3.96	4.42
速动比率	1.83	2.74	3.52	4.00
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.09	1.10	1.09
应收账款周转率	19	19	19	19
应付账款周转率	15.66	15.61	15.89	15.89
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.68	0.77	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.17	1.03	1.23
每股净资产(最新摊薄)	3.76	4.24	4.79	5.40
估值比率				
P/E	9.14	8.42	7.45	6.66
P/B	1.52	1.35	1.19	1.06
EV/EBITDA	5	4	4	4



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135