

评级：审慎推荐（维持）

纺织服装

公司季报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

航民股份(600987)：技改效应显著提升毛利率，涉足页岩气拟培育新增利润点

事件：

公司 2012 年三季报称，1~9 月，公司实现营业收入 418.65 亿元，同比增长 4.98%；营业利润 2.69 亿元，同比增长 10.43%；归属于母公司所有者的净利润 1.88 亿元，同比增长 5.98%；每股收益 0.45 元。

点评：

- **技改持续推进及成本控制提升毛利率水平：**前三季度，营业收入虽然平稳增长 4.98%，但综合毛利率同比提升了 4.07 个百分点至 23.5%，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。单季度分析，第一、二、第三季度的毛利率分别为 21.47%、23.13%、25.44%，尤其第三季度营业收入增长仅 1.72%，但在技改效应下成本缩控显著，毛利率逐季提升。
- **技术开发费、人力成本等增长推动期间费用上升：**前三季度，公司期间费用增长 75.19%，期间费用率 8.12%，同比上升了 3.25 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 91.84%，管理费用率 5.86%，同比上升了 2.65 个百分点，主要是技术开发费增加近 3000 万元所致；财务费用增长 192.58%，财务费用率 0.67%，同比上升了 0.43 个百分点，主要是提取债券利息所致。
- **涉足页岩气领域，拟培育利润新增长点：**今日公司发布董事会公告称，已审议通过《关于参加国土资源部页岩气探矿权招标的议案》，在此之前，公司已与浙江第七地质大地签署了《合作协议》，以公司为主体，利用第七大队的气体勘察资质及技术力量，共同参与页岩气的勘察开发项目。我们认为，如公司取得本次国土资源部页岩气招标区块的探矿权，将推动公司转型升级，培育新的利润增长点。不过，预计在三年勘探的有效期间，不会取得实质性的投资收益。
- **维持“审慎推荐”投资评级：**基于前三季度业绩表现及未来预期，维持 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、2013 年 PE 分别为 8.4 倍、7.5 倍，估值偏低，但鉴于公司主营业务所处的行业欠缺景气，维持“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

单位: 百万元

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

单位: 百万元

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

单位: 百万元

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。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。

本报告可能在今后的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