

评级：审慎推荐（维持）

纺织服装

公司调研报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-83026590

邮件：lvlihua@fcsc.cn

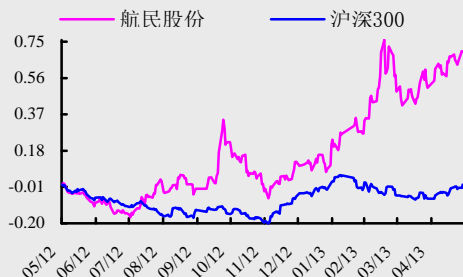
交易数据

上一日交易日股价（元）	10.72
总市值（百万元）	4,540
流通股本（百万股）	424
流通股比率（%）	100.00

资产负债表摘要（03/13）

股东权益（百万元）	1,838
每股净资产（元）	4.34
市净率（倍）	2.47
资产负债率（%）	28.32

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

航民股份(600987)：印染主业保持稳健增长

事件：

我们日前调研了航民股份，与公司相关人员就公司经营状况和未来发展规划进行了交流，我们的观点如下。

点评：

■ 纺织印染业务：产能有所增长，盈利基本稳定

➤ 纺织印染行业集中度低，公司规模优势显著

公司主导产品印染及印染纺织品，位于纺织产业链中下端。纺织印染行业的产业层次和市场集中度较低，由于面临劳动力成本上升、环境资源约束日趋严重的压力，资源整合日渐趋向龙头企业。目前公司纺织印染产能达 9.1 亿米，而纺织印染行业中大多数企业的产能在几千万米到 1 亿米之间，公司规模优势显著。同时，公司拥有与印染配套的热电业务，使公司生产不受热力不足、拉闸限电等因素影响，且配套的污水处理设施有效的实现了“以污治废”。

从现有产能利用率看，均能保持满负荷生产。从新产能释放来看：（1）2012 年钱江印染化工有限公司染料化工改印染的两个车间竣工投产 7200 万米，但因人机磨合和调试，导致该新增产能效率低下；预计 2013 年，该新增产能效率将真正体现。（2）印染分公司第二个车间完成整体改造，于今年春节后投产，目前发挥效益较好。（3）2013 年，印染分公司将新增产能 2000 万米。

➤ 印染及印染纺织品保持稳定增长，盈利基本稳定

公司纺织印染产品定位于中高端，具有较强的议价能力，2011 年以来其产品价格持续上涨，不同产品价格涨幅在 4%~10%之间，今年春节后又上调价格三次，累计涨幅约 0.3 元/米；同时，公司又通过技术和成本方面的改善，提高产量。

量价推动纺织印染业务保持稳步增长，2010~2012 年纺织印染业务收入复合增长率 12.79%，收入贡献呈逐年上升趋势，占比由 2010 年的 70%提高到 2012 年的 75.86%；2012 年纺织印染业务收入达 19.28 亿元，同比增长 7.68%。

在生产效率提高、优化产品结构、降低染料助剂消耗及控制能源成本共同作用下，纺织印染毛利率亦逐年小幅提升，由 2010



年 20.16%提升到 2012 年的 21.35%。

► 织造布盈利稳定增长，非织造布盈利下降

公司织造布业务是以外购的涤纶丝为主要原材料，非织造布主攻合成革基布和卫生材料等领域。这两种布是作为公司整个发展的有益补充，目前大力发展时机还不成熟。

从两种布的盈利情况来看：（1）织造布，2010~2012 年织造布的收入复合增长率 49.32%，毛利率因得益于喷气织布机投产提升较快，由 2010 年的-0.19%大幅提升至 2012 年 17.47%，收入占比由 2010 年的 3.11%上升到 2012 年 5.26%；2012 年织造布实现收入 1.34 亿元，同比增长 13.63%。（2）非织造布，2010~2012 年非织造布的收入复合增长率 1.32%，毛利率由 2010 年的 12.49%下降至 2012 年 11.69%，收入占比由 2010 年的 7.93%下降到 2012 年 6.35%；2012 年非织造布实现收入 1.61 亿元，同比下降 20.5%。

■ 电力、蒸汽和煤炭等配套业务：经营相对稳定

近几年，公司电力、蒸汽和煤炭业务的收入比例一直保持 30%。其中，发电业务方面，由于煤炭发电成本较高，上网电价较低，业务盈利能力较差；蒸汽业务方面表现较好，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基准，受市场调节。2010~2012 年电力蒸汽业务收入复合增长率 3.58%，收入占比呈逐年下降态势，占比由 2010 年的 24.35%下降到 2012 年的 23.36%；2012 年电力蒸汽业务实现收入 5.94 亿元，同比基本持平。

受技改和设备更新等措施，发电和蒸汽效率不断提高，推动毛利率持续上升，由 2010 年的 15.72%上提高至 2012 年的 21.73%。

■ 运输业务：经营环境恶化，连续两年出现亏损

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，其中一部分运力用于公司购买煤炭的运输。

2011 年以来，受海运行业经营环境恶化，运输价格较低，货源不足，以及维持船队成本较高，公司运输业务连续两年出现亏损，2012 年运输业务实现收入 5519 万元，同比因低基数的影响增长 34.51%，收入占比 2.17%，毛利率由 2011 年的-0.71%下降至 2012 年-12.96%，净利润亏损额由 2011 年的 688 万元扩大到 2012 年 2463 万元。预计在海运行业整体经营状况未变之下，公司运输业务盈利能力难以改观，但该业务对公司整体经营的协同效应贡献较大，剥离的可能性很小。



■ 页岩气业务：突破主业发展瓶颈，拟培育利润新增长点

公司与浙江省第七地质大队合作始于 2012 年参与页岩气探矿权招标，虽未中标，但建立了良好关系。第七地质大队专业技术能力强，掌握有一定的地矿资源（主要在浙江省内）。2013 年初，两方签订了《矿产勘查开发合作框架协议》，矿产资源勘探开发作为公司未来的一个战略方向，公司会扎实推进，控制风险，但考虑到投资矿产真正形成产量和效益，时间长（5 年内不会见效益，如申请探矿权到出报告要 3 年，再到开采要 5 年），影响因素较多，具有不确定性。

■ 投资评级：维持“审慎推荐”评级

上调 2013~2015 年 EPS 预测分别为 0.77、0.88、1.0 元，当前股价对应下的 2013 年 PE 为 13.9 倍，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。

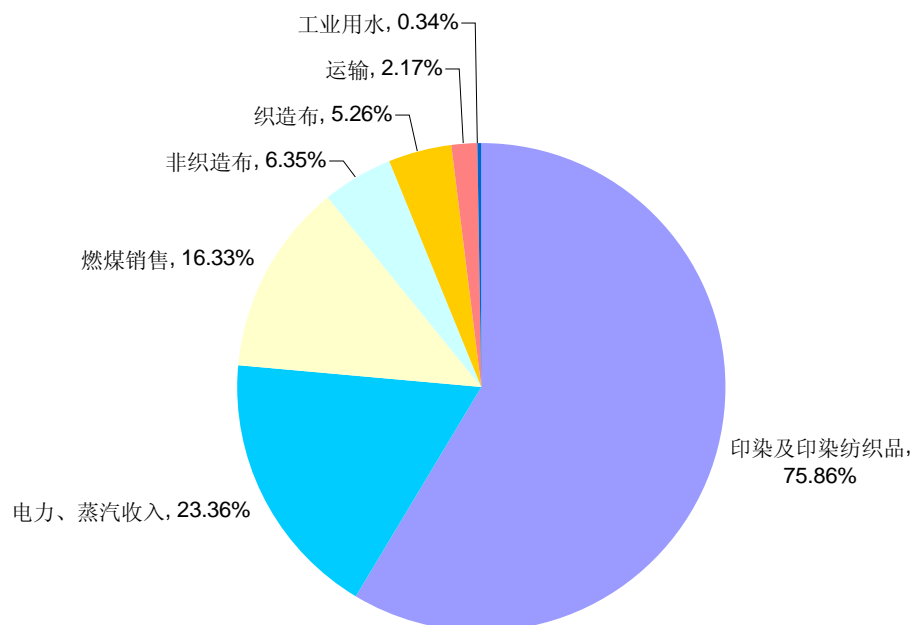


Figure 1 公司纺织印染产能情况

公司	主要产品	印染加工能力(亿米)
公司本部	仿毛系列产品和混纺、化纤交织产品的印染	1.5
浙江航民股份印染分公司	各类化纤、混纺织物的染整加工	1.55
杭州澳美印染有限公司	纯纺、混纺、交织织物的染整加工	0.9
杭州钱江印染化工有限公司	化纤、混纺织物	2.3
杭州航民美时达印染有限公司	偕行、混纺、氨纶、全棉织物	0.75
杭州航民美染整有限公司	棉、麻、T/C、灯芯绒等织物的印染	2.1
产能合计		9.1

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

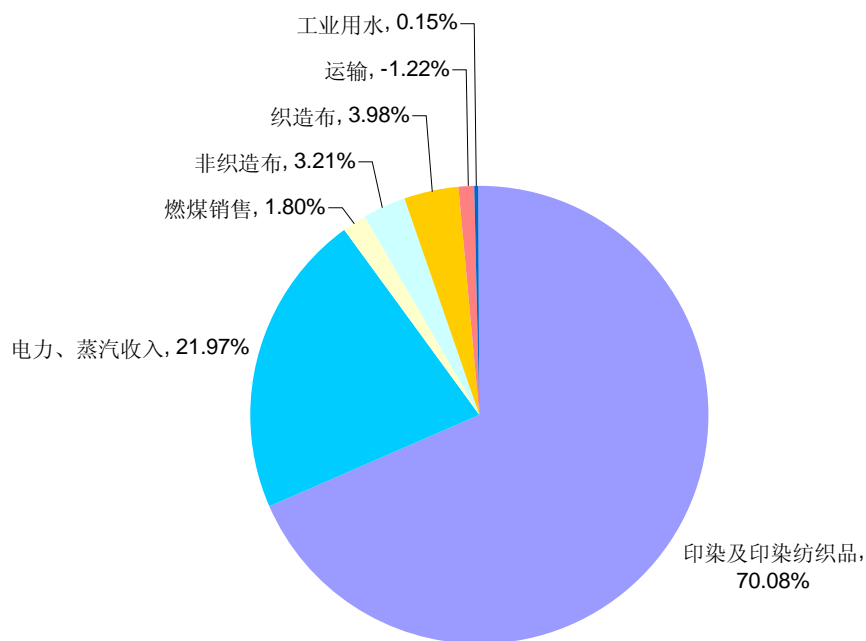
Figure 2 2012 年公司主营收入构成比例



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

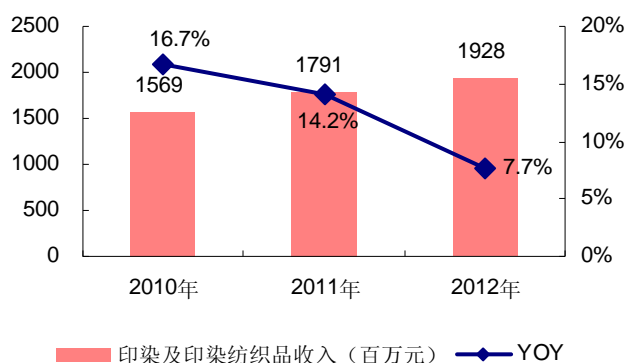


Figure 3 2012 年公司主营毛利构成比例



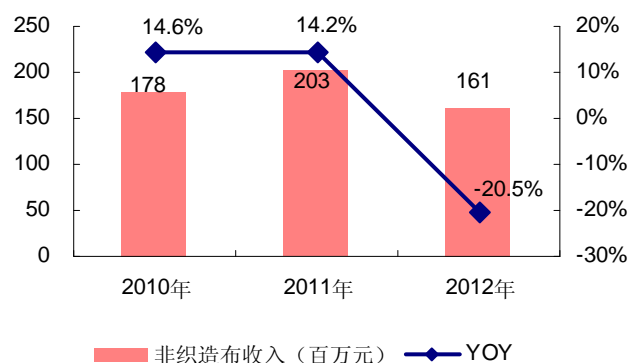
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 4 印染及印染纺织品收入及增长率



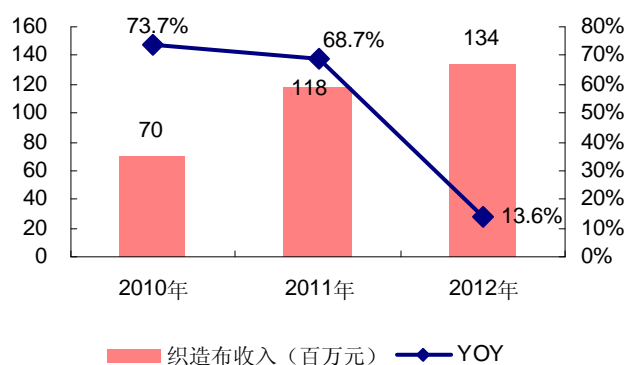
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 5 非织布收入及增长率



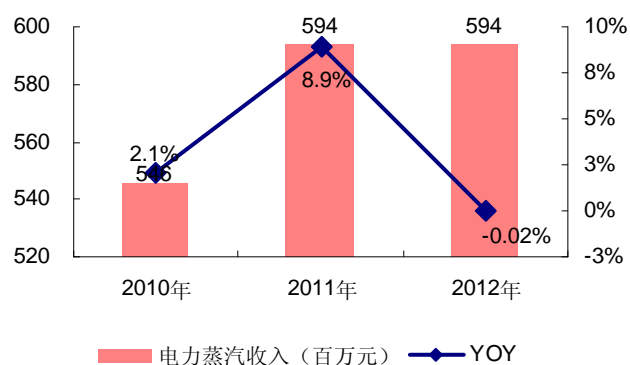
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 6 织造布收入及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

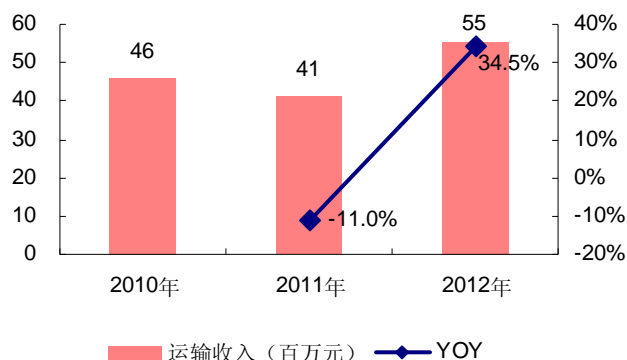
Figure 7 电力蒸汽收入及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

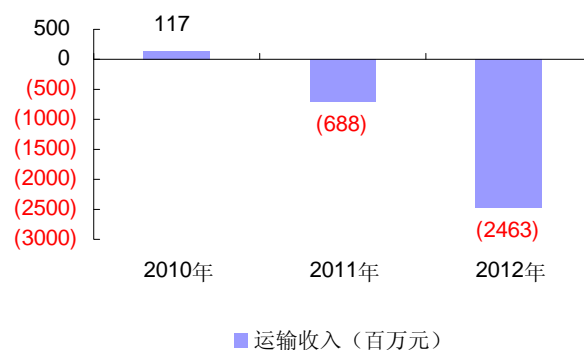


Figure 8 运输业务收入及增长率



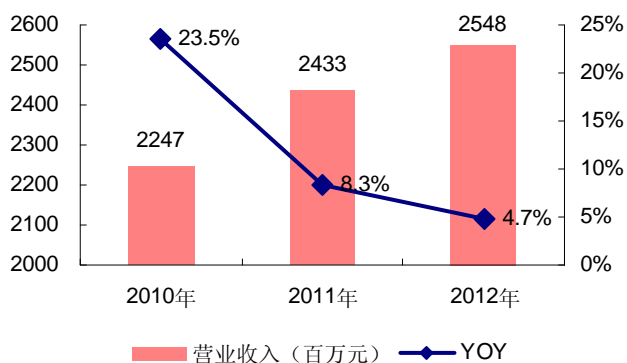
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 9 运输业务净利润



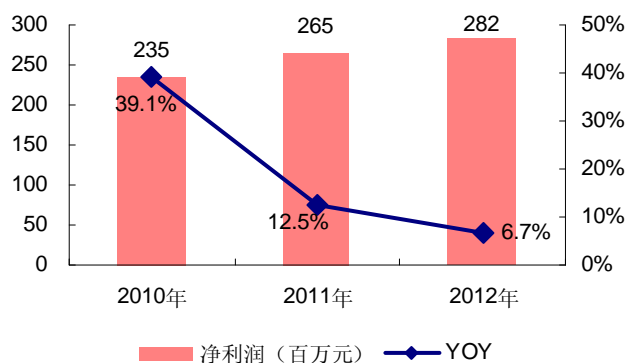
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 10 营业收入及增长率



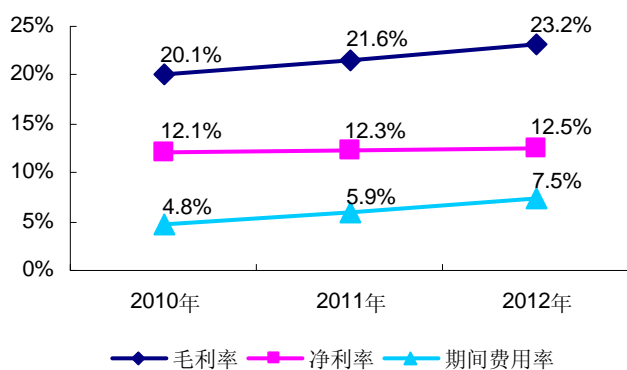
资料来源：WIND、第一创业证券研究所

Figure 11 净利润及增长率



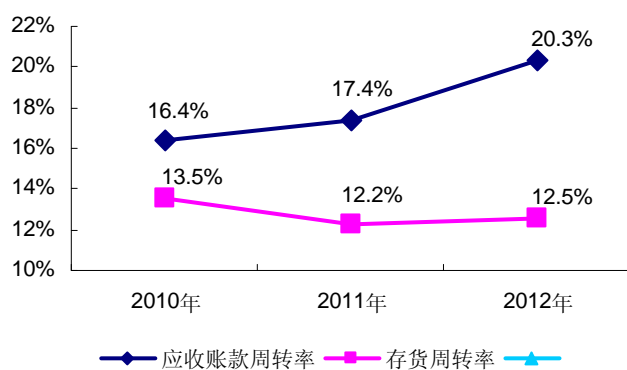
资料来源：WIND、第一创业证券研究所

Figure 12 毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：WIND、第一创业证券研究所

Figure 13 应收账款及存货周转率



资料来源：WIND、第一创业证券研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1152	1737	2427	3186	营业收入	2548	3015	3382	3628
现金	468	930	1525	2221	营业成本	1956	2294	2547	2699
应收账款	156	185	207	222	营业税金及附加	20	27	34	36
其他应收款	4	4	5	5	营业费用	37	45	52	56
预付账款	49	57	64	67	管理费用	134	175	210	225
存货	148	173	192	204	财务费用	19	20	19	18
其他流动资产	328	388	435	466	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	1663	1503	1342	1179	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	1369	1237	1094	944	营业利润	384	452	517	592
无形资产	72	65	58	52	营业外收入	20	20	20	20
其他非流动资产	223	201	189	183	营业外支出	9	10	10	10
资产总计	2816	3241	3769	4365	利润总额	394	462	527	602
流动负债	377	442	558	672	所得税	75	92	105	120
短期借款	69	100	200	300	净利润	319	369	422	481
应付账款	119	148	160	171	少数股东损益	37	43	49	56
其他流动负债	189	194	198	201	归属母公司净利润	282	326	373	425
非流动负债	412	403	394	394	EBITDA	551	631	697	771
长期借款	18	9	0	0	EPS (元)	0.67	0.77	0.88	1.00
其他非流动负债	394	394	394	394	主要财务比率				
负债合计	790	845	952	1066	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	240	283	332	388	成长能力				
股本	424	424	424	424	营业收入	4.7%	18.3%	12.2%	7.3%
资本公积	317	317	317	317	营业利润	6.1%	17.6%	14.5%	14.4%
留存收益	1046	1372	1745	2170	归属于母公司净利润	6.7%	15.6%	14.2%	14.1%
归属母公司股东权益	1786	2112	2485	2911	获利能力				
负债和股东权益	2816	3241	3769	4365	毛利率 (%)	23.2%	23.9%	24.7%	25.6%
现金流量表					净利率 (%)	11.1%	10.8%	11.0%	11.7%
单位: 百万元					ROE (%)	15.8%	15.5%	15.0%	14.6%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROIC (%)	17.6%	21.2%	25.2%	30.8%
经营活动现金流	411	460	523	614	偿债能力				
净利润	319	369	422	481	资产负债率 (%)	28.0%	26.1%	25.3%	24.4%
折旧摊销	147	159	160	161	净负债比率 (%)	11.02%	12.90%	21.01%	28.13%
财务费用	19	20	19	18	流动比率	3.05	3.93	4.35	4.74
投资损失	-4	0	0	0	速动比率	2.66	3.54	4.01	4.44
营运资金变动	-73	-90	-79	-48	营运能力				
其他经营现金流	2	2	1	1	总资产周转率	0.99	1.00	0.96	0.89
投资活动现金流	-363	0	0	0	应收账款周转率	17	17	16	16
资本支出	239	0	0	0	应付账款周转率	15.74	17.20	16.58	16.31
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-124	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.67	0.77	0.88	1.00
筹资活动现金流	119	2	72	82	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.97	1.09	1.23	1.45
短期借款	-46	31	100	100	每股净资产 (最新摊薄)	4.22	4.99	5.87	6.87
长期借款	-9	-9	-9	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	16.08	13.91	12.18	10.67
资本公积增加	1	0	0	0	P/B	2.54	2.15	1.83	1.56
其他筹资现金流	173	-20	-19	-18	EV/EBITDA	8	7	7	6
现金净增加额	167	462	595	696					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



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 $\pm 5\%$ 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