

## 航民股份 (600987)

## 买入 / 维持评级

股价: RMB8.37

## 分析师

汪蓉

SAC 执业证书编号:S1000210040001

+755-82492801 wangrongyjs@lhqz.com

## 相关研究

《挖潜增质已显效益》2010/03/31 公司更新报告

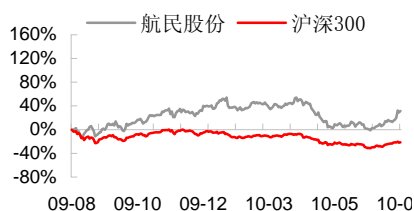
《增质挖潜 保业绩稳健增长》2010/01/17 公司更新报告

《具备高安全边际的行业龙头》2009/10/30, 公司深度报告

## 基础数据

总股本 (百万股)	424
流通 A 股 (百万股)	295
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2470

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

## 业务调整加速 印染龙头谋转型

- 相较往年, 今年公司业务调整力度明显加大, 包括收购了无纺布业务、增加运输能力、提高对海运公司的控股比例、拟对织造布业务进行技改、取消染化料业务同时增加印染产能等, 反映出其着重优化产业结构、提升盈利能力、规避劳动力成本上涨风险等意图。基于此, 我们认为公司的业绩有望登上新台阶, 除了传统印染业务的盈利能力得以保持外, 无纺布、织造布和运输业务等均有望成为新的利润增长点。
- 受益内销市场的高景气 and 出口强劲反弹, 上半年印染业务接单情况良好, 均价提升幅度在 18% 左右。未来产能扩张有所突破, 一方面通过技改逐步提升产品档次和生产效率; 另一方面, 拟投入 8000 万元新增印染产能 7200 万米, 产能增幅约 9%, 预计 2011 年达产。
- 航运方面, 公司在已拥有两条 4.08 万吨干散货船基础上, 拟投入 9000 万元购入第三艘 2.5 万吨级散货船, 进一步扩大航运业务。另公司对航民海运的控股比例也增至 70%。
- 成本方面, 我们观察到去年四季度染化料和煤炭价格有一波持续上涨后, 今年上半年基本保持平稳运行; 而运输价格虽波动较大、有升有降, 但均价仍保持在低位。料公司所承受的成本压力尚不大。
- 对公司长期看好的基础来自两点: 1、行业竞争环境的改善: (1) 消费升级带来对中高档纺织品需求的持续增加, 使得公司在接单方面优势更为突出; (2) 印染行业经历大洗牌和行业准入门槛提高后, 竞争环境明显改善, 低价竞争情况有所缓解; 2、公司经营管理实力强, 在染整技术、治污排污方面经验丰富、议价能力强、成本控制良好、完善产业链下成本优势明显。
- 我们认为公司具备一定议价和提价能力、投资安全边际较高。通过产品结构调整带来印染加工费均价上行、进而支持毛利率的稳步提升是大概率事件。考虑到无纺布业务收购、印染业务扩产、织造布业务产能升级和航运业务运力增加等因素, 调整 2010、2011 和 2012 年公司 EPS 至: 0.53 元、0.61 元和 0.73 元, 对应当前股价分别为 16 倍、14 倍和 11 倍, 在当前纺织服装行业中属较低估值, 给以买入评级。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1819.0	1066.5	2283.8	2510.3	2881.7
(+/-%)	-2.6	25.6	25.5	9.9	14.8
归属母公司净利润(百万元)	160.6	102.1	224.3	256.7	307.3
(+/-%)	28.0	53.6	39.6	14.5	19.7
EPS(元)	0.38	0.24	0.53	0.61	0.73
P/E(倍)	22.1	34.7	15.7	13.7	11.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

公司近日发布了 2010 年中报，实现主营业务收入 10.63 亿元、同比提升 15.91%；净利润 1.02 亿元、同比增长 44.96%；EPS0.24 元。子公司盈利情况如下表。

**表 1 主要控股公司及其参股公司的经营情况（万元）**

	注册资本	股权	收入	利润	净利润
杭州澳美印染	USD1,000	70%	8,372.70	1,066.99	825.77
钱江印染	USD1,300	70%	17,132.42	1,846.47	1,274.95
航民达美染整	USD1,900	75%	22,512.80	3,316.48	2,906.94
航民美时达印染	USD750	75%	6,059.26	700.61	614.97
杭州航民热电	RMB5,500	80%	7,305.04	611.51	461.58
萧山航民污水处理	RMB1,000	100%	343.86	11.14	7.7
航民海运	RMB8,000	65%	2,499.71	340.54	303.47
萧山航民非织造布	RMB3,000	100%	8,502.58	735.92	617.84

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

## 印染业务处于景气高点

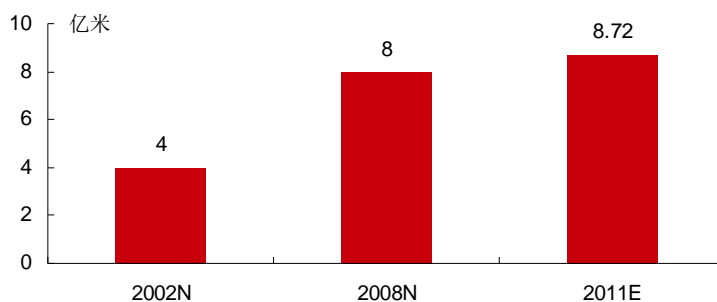
受益于内销市场的高景气和出口的强劲反弹，2010 年公司印染业务面临的整体环境明显好于 09 年，接单情况良好，因产能扩张有限，自 1 季度以来生产已出现 10-15 天的延期。

目前公司下属 6 家印染厂除了一家以棉面料印染为主，其他厂的设备条件差不多，仅因管理水平有高低、生产的产品档次有所不同，因此从基础条件来看，**具备自主选择订单、提高产品综合档次的能力**。另外，印染行业运行规律决定了单一产品的涨价是一个略有滞后的过程，因此**全年均价的提升将主要靠产品结构调整来实现、其次依靠单品价格的上涨**。

中报显示，公司印染业务实现收入 7.2 亿元、同比增长 18.66%；毛利率为 18.45%，同比提升 3.59 个百分点。考虑到产能增幅有限，**预计均价提升幅度在 18%左右**。

产能扩张方面也有突破，公司一方面对现有 6 家印染子公司进行技术改造，逐步提升产品档次和生产效率，预计技改产能在 2011 年可完全释放；另一方面，拟投入 8000 万元新增印染产能 7200 万米，产能增幅约 9%，建设期 1 年左右。

**图 1 公司近几年印染产能扩张情况**

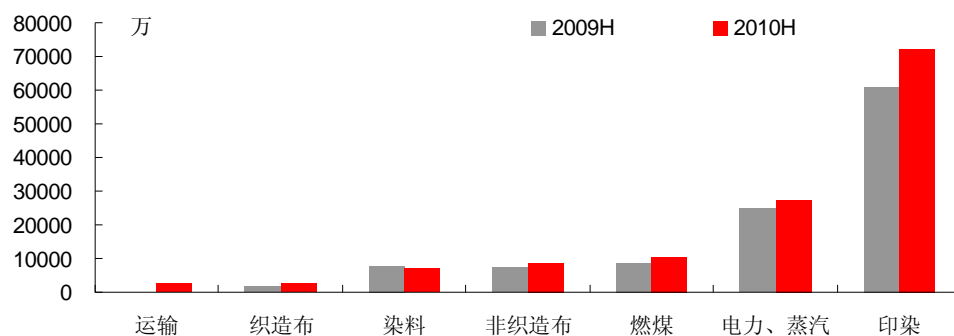


资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

## 热电业务仍有潜力 海运实现微利

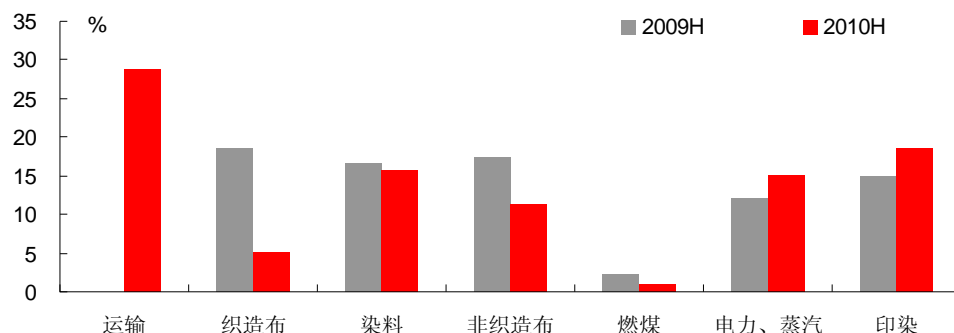
作为印染的配套业务，热电和燃煤在中报分别贡献收入 2.72 亿元和 1.06 亿元，同比增长 10.5% 和 21.58%；航运业务贡献收入 2499.71 万元，净利润 303.47 万元，毛利率达到 28.81%，净利率 12.14%。

图 2 公司 2009 和 2010 年中期各业务收入构成



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图 3 公司 2009 和 2010 年中期各业务毛利率比较



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

热电和航运业务的产生初衷是为了降低印染业务的生产成本、促进其更好发展。目前来看，除了满足内部需求外，还有向外提供电力蒸汽供应和运输业务的能力，并逐步发展为新的利润增长点。

**热电业务方面**，利好因素在于热电供给受到约束，主要因为萧山周边地区不再批新的热电厂，造成公司热电业务的稀缺性。外部需求的提升则主要来自杭州江东工业园和瓜沥工业园区旧有与新增企业用电、汽量的增加。目前公司热电厂产能利用率在 80% 左右，尚不饱和，有继续挖掘空间。

**航运方面**，公司已拥有两条 4.08 万吨的干散货船“航民富春”、“航民富华”，购船成本 1.66 亿元。折旧从 09 年 7 月开始计提，正式启用在 09 年 9 月份，经营的航线包括了从北方到南珠江区域，运输路线较广；同时运输的产品不受局限，煤炭、农产品、矿产等均会尝试。从运力来看，两条船若满负荷工作即可满足公司煤炭运输需求（约 100 万吨），富余运力可对外提供服务。上半年公司该业务已经实现盈利 300 多万。

近日公司再次启动第三条船只购买计划，拟投入 9000 万元购入 2.5 万吨级散货船，从事国内沿海、长江中下游及珠江水系的普通货物运输，运力提升幅度达 61%。同时继续收购航民海运 5% 股权，使得控股比例提升至 70%。

基于海运业务有益于对冲运输成本、同时占用人力较少（约 20 人/条船），属于较低投入、较高产出业务的考虑，公司还会进一步做大航运业务。

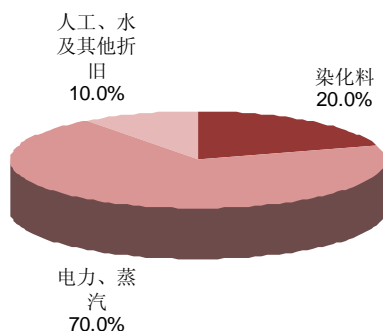
## 成本压力尚不大 可靠提价转嫁

从经营角度来看，对印染业务毛利率影响较大的方面在于染化料、煤炭和航运价格走势以及人工成本的提高。我们观察到，去年四季度染化料和煤炭价格有一波持续上涨以后，今年上半年基本保持平稳运行；而运输价格虽波动较大、有升有降，但均价仍保持在低位。所以料公司所承受的成本压力尚不大。

我们曾在此前报告中重点测算了煤炭价格上涨对毛利率的影响：假设 2010 年煤炭价格上涨 10%，染化料价格保持稳定，印染业务的成本提升幅度约为 4.2%，印染加工费提升 4.2% 即可维持毛利率稳定。

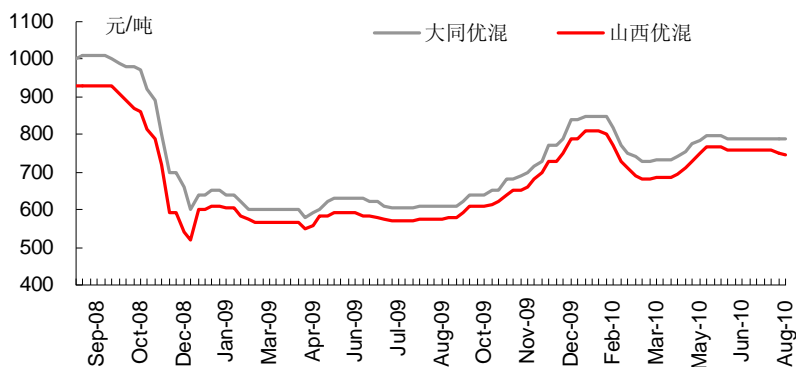
劳动力成本的上升则在公司预期之中，几乎每年的上涨幅度都在 10% 以上。

图 4 公司印染业务成本构成



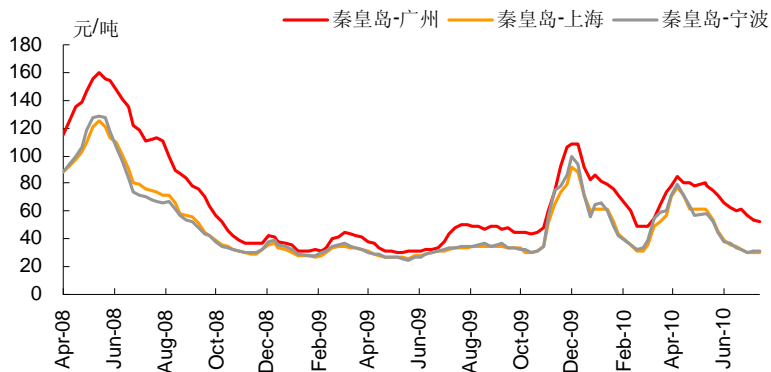
资料来源：华泰联合证券研究

图 5 今年以来煤价走势（秦皇岛港煤炭平仓价）



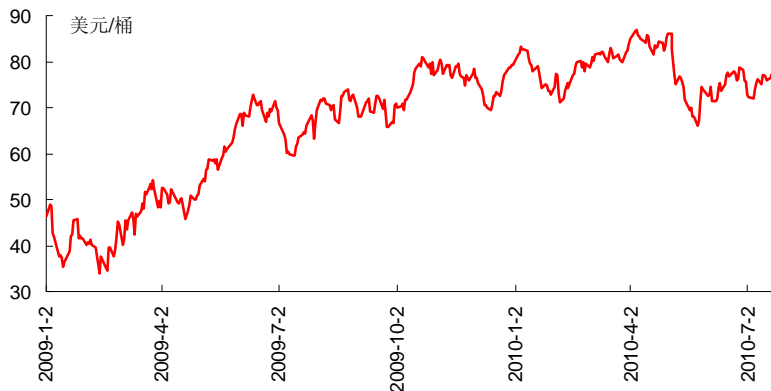
资料来源：华泰联合证券研究

图 6 今年以来国内沿海航线运输价格走势



资料来源: 华泰联合证券研究

图 7 2009-2010 年 8 月油价走势 (染化料价格的现行指标)

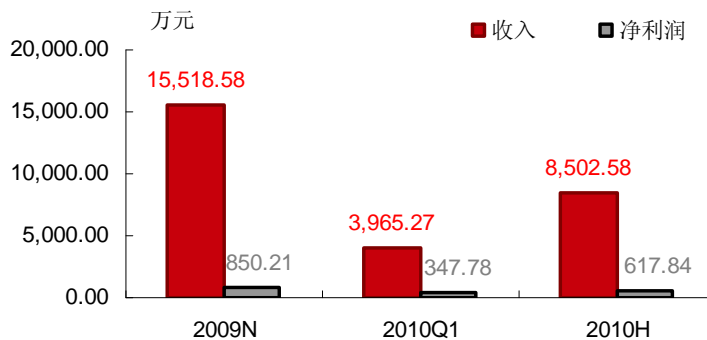


资料来源: 华泰联合证券研究

## 无纺布业务进入扩张期

公司于本年度 4 月份通过了以自有资金从集团收购航民工业非织造布(无纺布)100% 股权的议案, 收购价格为 8314.94 万元。该业务中报贡献收入约 8502.58 万元, 同比提升 15.97%, 净利润 617.84 万元, 净利率 7.27%。

图 8 无纺布业务 2009-2010H 业绩表现



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究

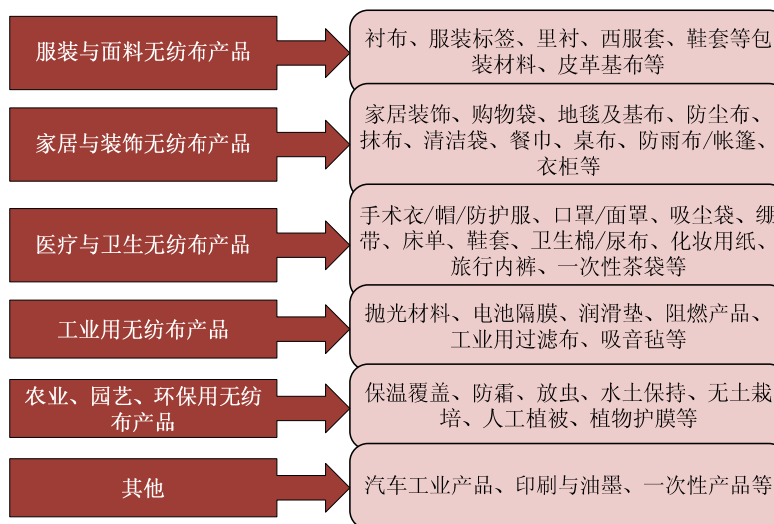
公司于 2001 年开始培育的此项业务，产品以工业用无纺布中较高档产品为主，包括：皮革基布、卫生材料等，产能约 1.1 万吨（包括 1 条针刺生产线和 2 条水刺生产线），设备先进程度行业领先。09 年该业务实现生产量约 0.9-1 万吨、销售收入 15518.58 万元、净利润 850.2 万元。今年公司将继续新增产能 1 万吨，新扩充产能预计在 2011 年释放。

我们认为此次收购具有重要意义，将消除公司做大无纺布业务的制度障碍，未来有望成为公司新的利润增长点，业绩增长的动力主要来自两点：1、生产规模的持续扩大；2、后整技术的不断升级。基于无纺布业务节约劳动力的优点，公司还有意逐步将其替代劳动力负担较重的织布业务，重视程度之高可见一斑。

#### 兼顾环保、方便、节约劳动力等多重优势的新兴产业

从行业前景来看，无纺布产品的种类多样、用途日益广泛，除了工业领域的应用外，在生活领域的使用也不断增多。特别是居民生活方式的变化、对环保的重视或提高等给无纺布产品的推广带来巨大机会。

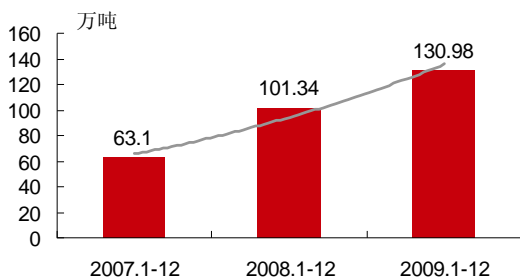
图 9 无纺布产品种类



资料来源：华泰联合证券研究

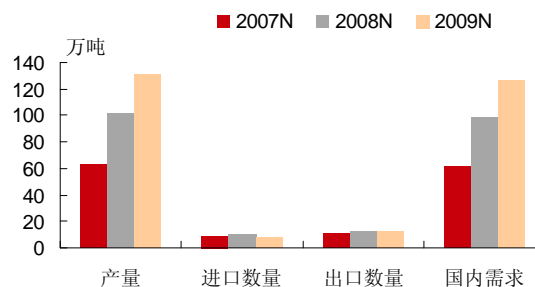
供给来看，2009 年末全国无纺布产量达到 130.98 万吨，同比增长 29.25%；但单类品种的产量不算大，同类型产品的竞争尚不激烈。

图 10 近三年我国无纺布行业产量变化情况



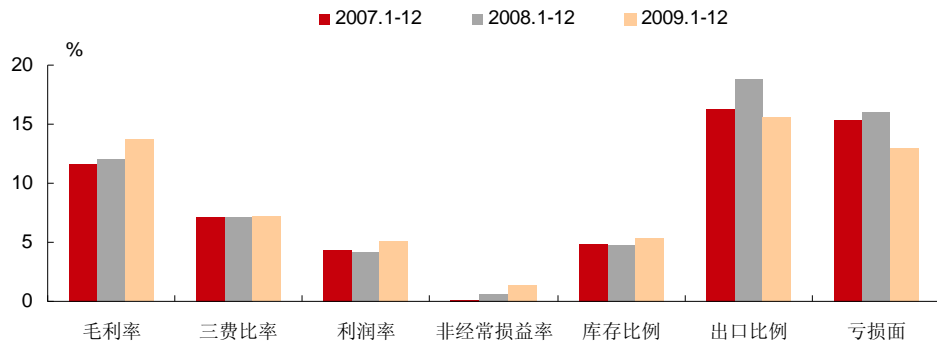
资料来源：华泰联合证券研究

图 11 近三年我国无纺布行业供需变化情况



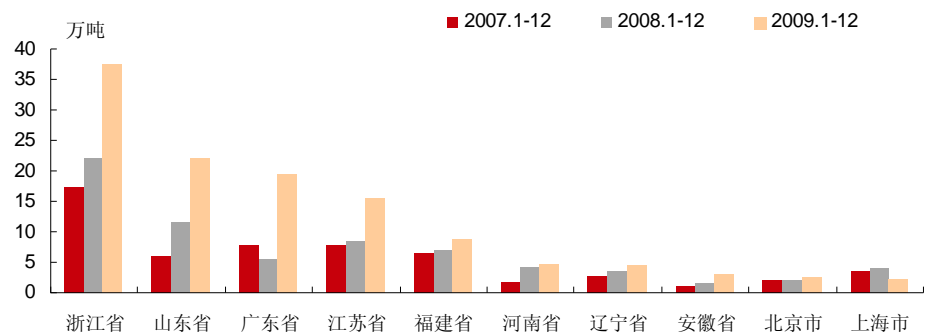
资料来源：华泰联合证券研究

图 12 近三年全国无纺布行业效益变化情况



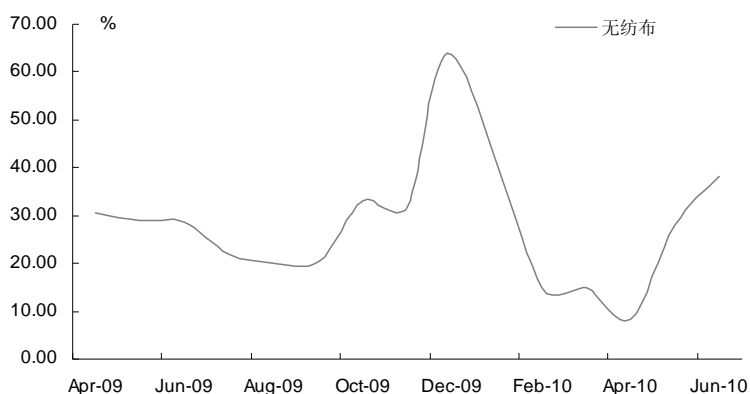
资料来源：华泰联合证券研究

图 13 近三年分省市无纺布产量变化情况



资料来源：华泰联合证券研究

图 14 09 年 4 月-2010 年 6 月无纺布月度生产情况

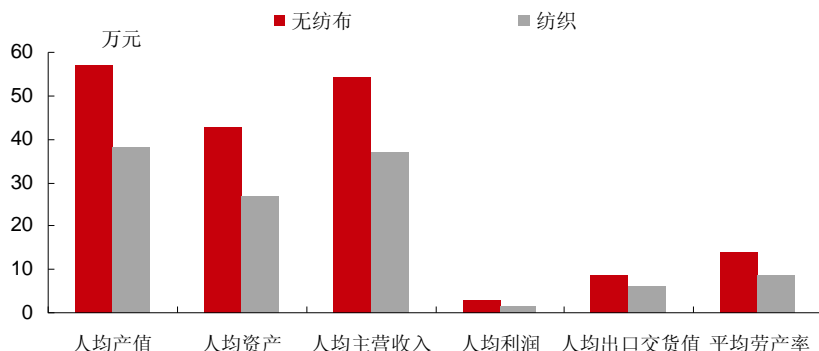


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究



从行业特性看，无纺布生产的工艺流程短、产量高、成本低、污染少、节约劳动力，可以有效规避劳动力成本持续上升的尴尬。相关数据也表明，**无纺布行业的人均产出效率要明显超过纺织行业整体水平。**

**图 15 无纺布行业与纺织行业人均指标比较（09 年数据为基础）**



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究

## 盈利预测

相较于往年，公司业务调整力度在今年明显加大，包括收购了无纺布业务、增加运输能力、提高对海运公司的控股比例、拟对织造布业务进行技改、取消染化料业务同时增加印染产能等，反映出其着重优化产业结构、提升盈利能力、规避劳动力成本上涨风险等意图。

基于此，我们认为公司的业绩有望登上新台阶，除了传统印染业务的盈利能力得以保持外，无纺布、织造布和运输业务等均有望成为新的利润增长点。

对公司长期看好的基础来自两点：1、行业竞争环境的改善：（1）消费升级带来对中高端纺织品需求的持续增加，使得公司在接单方面优势更为突出；（2）印染行业经历大洗牌和行业准入门槛提高后，竞争环境有明显改善，低价竞争的情况有所缓解；2、公司经营管理实力强，通过“练内功、挖潜力”获得内生性增长，并因此走出一条异于同类型企业的成长路径：具体表现为在染整技术、治污排污方面经验丰富、议价能力强、成本控制良好、完善产业链条下成本优势明显等。

我们认为公司具备一定议价和提价能力、投资安全边际较高。通过产品结构调整带来印染加工费均价上行、进而支持毛利率的稳步提升是大概率事件。考虑到无纺布业务收购、印染业务扩产、织造布业务产能升级和航运业务运力增加等因素，调整 2010、2011 和 2012 年公司 EPS 至：0.53 元、0.61 元和 0.73 元，对应当前股价分别为 16 倍、14 倍和 11 倍，在当前纺织服装行业中属较低估值，给以买入评级。

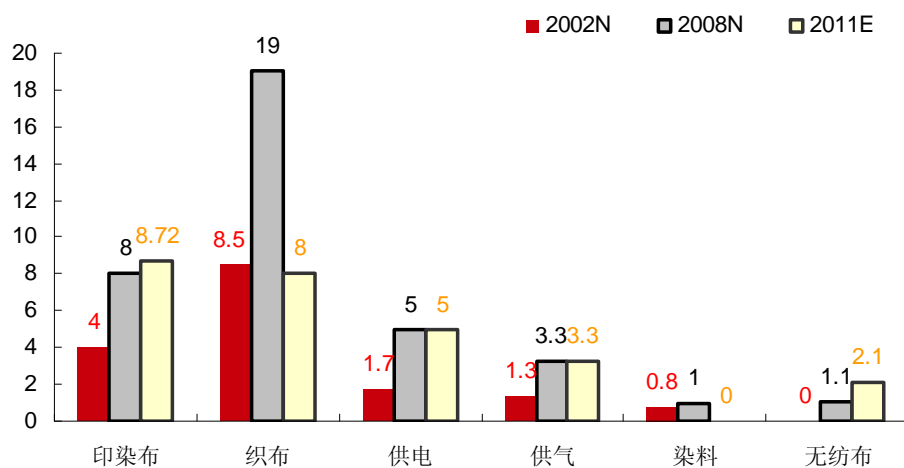


表 2 分业务收入预测（百万元）

业务收入	2008N	2009N	2010E	2011E	2012E
印染及印染纺织品	1353.46	1344.14	1606.16	1797.10	2042.04
电力蒸汽	532.25	534.51	577.27	588.81	600.59
染化料	211.93	167.52	120.00	0.00	0.00
织造布	51.16	40.19	55.10	61.33	96.60
燃煤	168.38	216.40	200.00	200.00	200.00
运输收入	0.00	14.72	58.55	70.51	94.42
无纺布	—	—	179.24	309.60	369.56

资料来源：华泰联合证券研究所

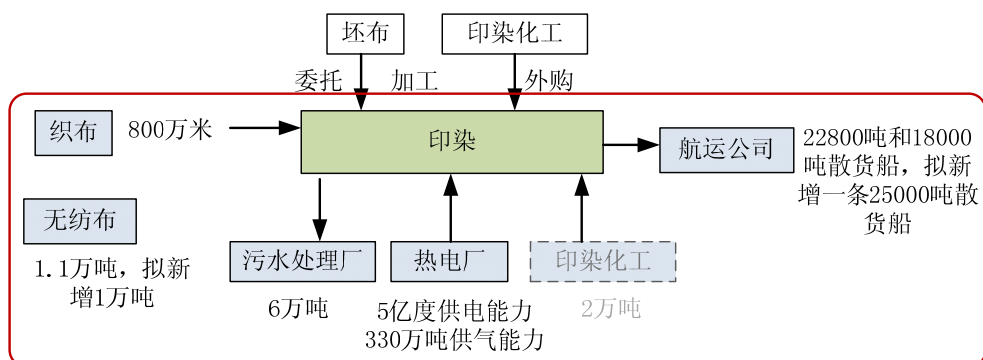
图 16 公司产能扩张情况



资料来源：华泰联合证券研究

备注：单位分别为亿米、百万米、亿度、百万吨和万吨。

图 17 公司现有业务及产能扩张情况



资料来源：华泰联合证券研究

**表 3 子公司基本情况**

子公司	控股比例	主营业务
杭州澳美印染	70%	化纤混纺织物的染整
杭州钱江印染化工	70%	生产和销售分散性染料、化纤面料、化纤织物染整加工
杭州航民达美染整	75%	高档棉麻布、混纺织物的印染加工
杭州航民美时达印染	75%	高档棉麻布、混纺织物的印染加工
杭州航民热电	80%	火力发电、蒸汽
杭州萧山航民污水处理	100%	污水处理、工业用水处理
浙江航民海运	70%	国内沿海、长江中下游及珠江水系普通货船运输
杭州萧山航民非织造布	100%	工业用无纺布产品：皮革基布、卫生材料

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

**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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	712	794	986	1432	<b>营业收入</b>	1819	2284	2510	2882
现金	293	367	516	897	营业成本	1489	1835	2008	2290
应收账款	102	135	144	166	营业税金及附加	8	11	13	14
其他应收款	3	4	4	5	营业费用	30	42	46	53
预付账款	103	40	48	50	管理费用	54	69	75	86
存货	118	129	143	164	财务费用	1	6	3	0
其他流动资产	94	120	131	150	资产减值损失	4	0	0	1
<b>非流动资产</b>	1176	1244	1282	1106	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	0	0	0	0
固定资产	1095	1147	1210	1052	<b>营业利润</b>	232	320	364	436
无形资产	65	59	52	46	营业外收入	5	7	7	7
其他非流动资产	16	39	19	8	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	1888	2038	2268	2539	<b>利润总额</b>	233	323	367	439
<b>流动负债</b>	370	326	359	387	所得税	48	65	73	88
短期借款	67	26	30	30	<b>净利润</b>	185	258	293	351
应付账款	147	160	183	206	少数股东损益	24	34	37	44
其他流动负债	156	140	146	152	<b>归属母公司净利润</b>	161	224	257	307
<b>非流动负债</b>	62	61	61	61	EBITDA	354	466	529	611
长期借款	45	45	45	45	EPS (元)	0.38	0.53	0.61	0.73
其他非流动负债	17	16	16	16					
<b>负债合计</b>	432	388	421	449	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	205	239	275	319	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	424	424	424	424	<b>成长能力</b>				
资本公积	364	364	364	364	营业收入	-2.6%	25.5%	9.9%	14.8%
留存收益	464	624	784	984	营业利润	33.6%	37.6%	13.9%	19.8%
归属母公司股东权益	1251	1412	1572	1771	归属于母公司净利润	28.0%	39.6%	14.5%	19.7%
<b>负债和股东权益</b>	1888	2038	2268	2539	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	18.1%	19.6%	20.0%	20.5%
					净利率 (%)	8.8%	9.8%	10.2%	10.7%
					ROE (%)	12.8%	15.9%	16.3%	17.4%
					ROIC (%)	14.3%	19.1%	20.7%	27.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	22.9%	19.0%	18.5%	17.7%
					净负债比率 (%)	25.93%	18.32%	17.83%	16.72%
					流动比率	1.92	2.43	2.74	3.70
					速动比率	1.61	2.04	2.35	3.28
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.04	1.16	1.17	1.20
					应收账款周转率	17	18	17	17
					应付账款周转率	11.90	11.95	11.72	11.79
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.53	0.61	0.73
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.65	0.93	1.06	1.16
					每股净资产 (最新摊薄)	2.95	3.33	3.71	4.18
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.86	15.66	13.68	11.42
					P/B	2.81	2.49	2.23	1.98
					EV/EBITDA	10	8	7	6

数据来源: 华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhq.com

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhq.com