

航民股份 (600987)

强成本控制能力保证业绩持续增长

买入/维持评级

股价 : RMB9.03

分析师

汪蓉

SAC 执业证书编号:S1000210040001
+755-82492801 wangrongyjs@lhzq.com

- 公司今日发布 2010 年三季报, 显示前三季度共实现销售收入 16.46 亿元, 同比增长 15.35%; 净利润 1.58 亿元, 同比增长 36.2%; 每股收益 0.37 元。
- 受益国内服装市场高景气和出口的持续回升, 公司第三季度销售收入继续获得较快速增长, 单季度实现销售收入 5.8 亿元, 同比提升 25.09%; 实现销售毛利率 17.74%, 同比减少 2.05 个百分点; 实现净利率 9.6%, 同比略提升 0.17 个百分点。单季度销售毛利率的回落预计与三季度以来原材料价格, 尤其是煤炭价格的持续回升有关, 但得益于其拥有从煤炭运输、电力蒸汽到染整的完善产业链条, 对生产成本的上升起到了缓解作用, 保证了销售净利率的持续提高。财报还显示, 公司第三季度营业费用率和管理费用率分别为 1.8% 和 1.91%, 同比分别下降 0.17 个百分点和 1.01 个百分点。
- 上半年公司进行了一系列业务调整, 包括印染主业的产能扩大和技术改造、收购无纺布业务、增加航运运力、提高对海运公司的控股比例和对织造布业务进行技改等, 反映出其有意优化产业结构、进一步提升盈利能力、规避劳动力成本上升风险等意图。从三季报情况看, 这些投资活动均在有序进行, 有望陆续产生效益。
- 第三季度公司继续保持了良好的现金流, 经营性活动现金流量净额达到 1.02 亿元, 前三季度累计达到 2.6 亿元, 每股经营性现金流净额达到 0.61 元, 已经接近去年全年 0.65 元的水平。
- 今年以来, 全国节能减排力度明显加大, 大量落后产能被淘汰, 使得竞争环境获得优化, 行业集中度提高, 公司所处的杭州区域亦是节能减排力度较大的区域之一。与此同时, 由于行业准入门槛提高, 印染产能的新增速度也在放, 这均有利于公司订单量的增加和议价能力的提高。我们预计此行业趋势还将持续下去。
- 根据三季报情况, 我们对公司盈利预测略作调整, 预计 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.53 元、0.62 元和 0.73 元, 对应当前股价分别为 17 倍、15 倍和 12 倍, 继续维持买入评级。

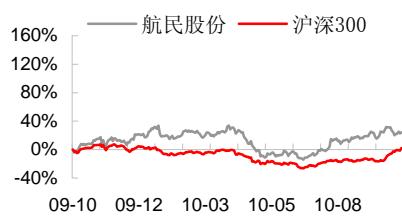
相关研究

《淘汰落后产能实则利好公司》 2010/08/11 公司更新报告
 《业务调整加速 印染龙头谋转型》 2010/08/06 公司更新报告
 《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)	423.54
流通 A 股 (百万股)	295.05
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)	2664.28

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图

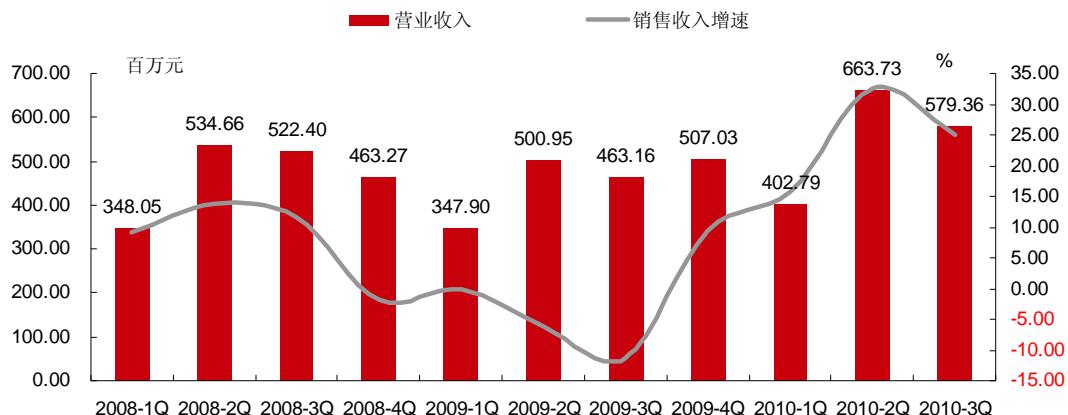


资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1819.0	1645.9	2283.8	2626.8	2958.0
(+/-%)	-2.6	25.4	25.5	15.0	12.6
归属母公司净利润(百万元)	160.6	157.7	222.7	263.4	309.7
(+/-%)	28.0	43.1	38.6	18.3	17.6
EPS(元)	0.38	0.37	0.53	0.62	0.73
P/E(倍)	23.8	24.3	17.2	14.5	12.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1 分季度收入及其增速



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

图 2 分季度销售毛利率和净利率



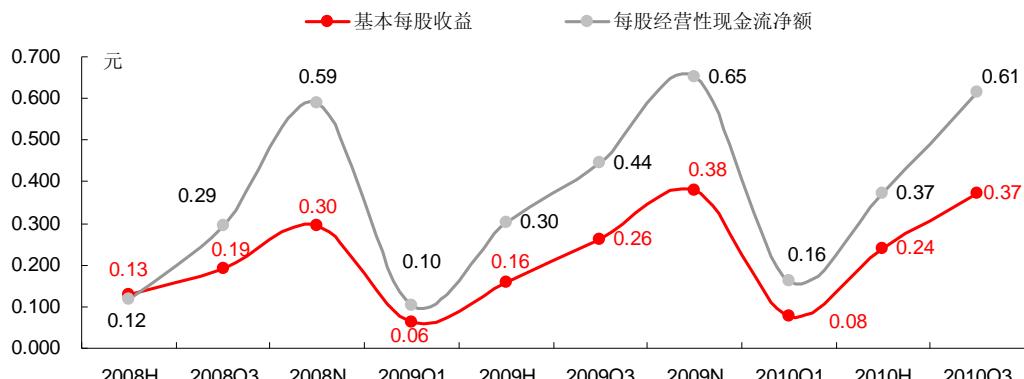
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

图 3 分季度营业费用率和管理费用率



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

图 4 近几年每股经营性现金流净额和 EPS 比较



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

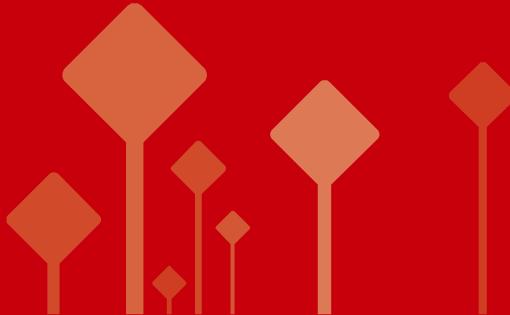
风险提示

- 1、上游原材料价格持续上涨风险；
- 2、下游服装消费需求大幅波动风险；

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	712	794	1004	1447	营业收入	1819	2284	2627	2958
现金	293	365	513	898	营业成本	1489	1854	2122	2371
应收账款	102	135	151	171	营业税金及附加	8	11	13	15
其他应收款	3	4	4	5	营业费用	30	42	48	54
预付账款	103	40	48	50	管理费用	54	59	68	77
存货	118	130	151	170	财务费用	1	1	1	0
其他流动资产	94	120	137	154	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	232	316	375	441
无形资产	65	59	52	46	营业外收入	5	10	7	7
其他非流动资产	16	39	19	8	营业外支出	4	6	5	5
资产总计	1888	2038	2286	2553	利润总额	233	320	376	442
流动负债	370	328	371	395	所得税	48	64	75	88
短期借款	67	26	30	30	净利润	185	256	301	354
应付账款	147	162	193	213	少数股东损益	24	34	38	44
其他流动负债	156	140	148	152	归属母公司净利润	161	223	263	310
非流动负债	62	61	61	61	EBITDA	354	457	538	616
长期借款	45	45	45	45	EPS (元)	0.38	0.53	0.62	0.73
其他非流动负债	17	16	16	16					
负债合计	432	389	432	457					
少数股东权益	205	238	276	320					
股本	424	424	424	424					
资本公积	364	364	364	364					
留存收益	464	623	790	989					
归属母公司股东权益	1251	1410	1578	1777					
负债和股东权益	1888	2038	2286	2553					
主要财务比率									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入					-2.6%	25.5%	15.0%	12.6%	
营业利润					33.6%	36.1%	18.4%	17.7%	
归属于母公司净利润					28.0%	38.6%	18.3%	17.6%	
盈利能力									
毛利率 (%)					18.1%	18.8%	19.2%	19.8%	
净利率 (%)					8.8%	9.8%	10.0%	10.5%	
ROE (%)					12.8%	15.8%	16.7%	17.4%	
ROIC (%)					14.3%	18.6%	21.1%	27.5%	
偿债能力									
资产负债率 (%)					22.9%	19.1%	18.9%	17.9%	
净负债比率 (%)					25.93%	18.24%	17.35%	16.42%	
流动比率					1.92	2.42	2.71	3.66	
速动比率					1.61	2.02	2.30	3.23	
营运能力									
总资产周转率					1.04	1.16	1.22	1.22	
应收账款周转率					17	18	17	17	
应付账款周转率					11.90	12.01	11.96	11.68	
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)					0.38	0.53	0.62	0.73	
每股经营现金流(最新摊薄)					0.65	0.92	1.05	1.17	
每股净资产(最新摊薄)					2.95	3.33	3.72	4.19	
估值比率									
P/E					23.81	17.18	14.52	12.35	
P/B					3.06	2.71	2.42	2.15	
EV/EBITDA					11	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

免责申明

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@lhzq.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@lhzq.com