

## 航民股份 (600987)

### 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@lhqz.com

#### 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

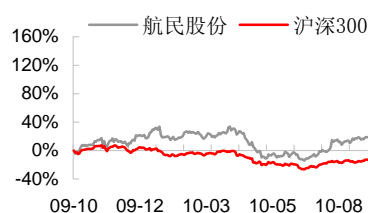
《增质挖潜 保业绩稳健增长》2010/01/17 公司更新报告

《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

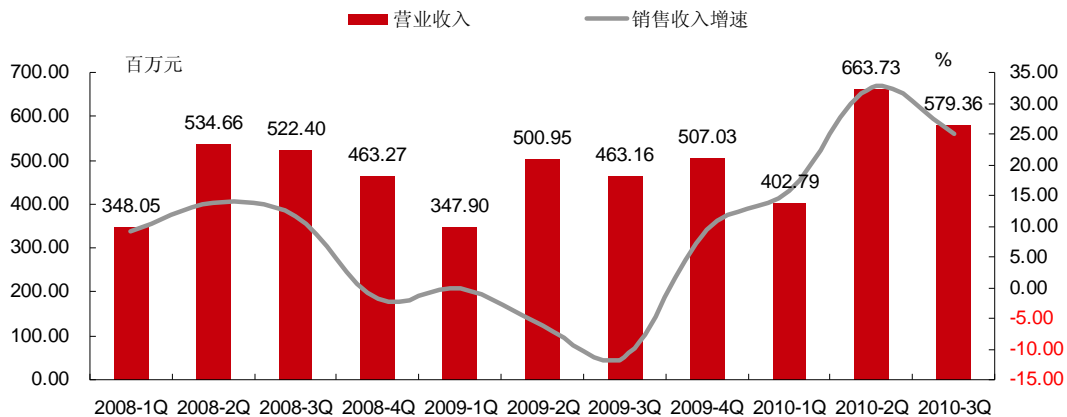
## 强成本控制能力保证业绩持续增长

- 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, 这均有益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。

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

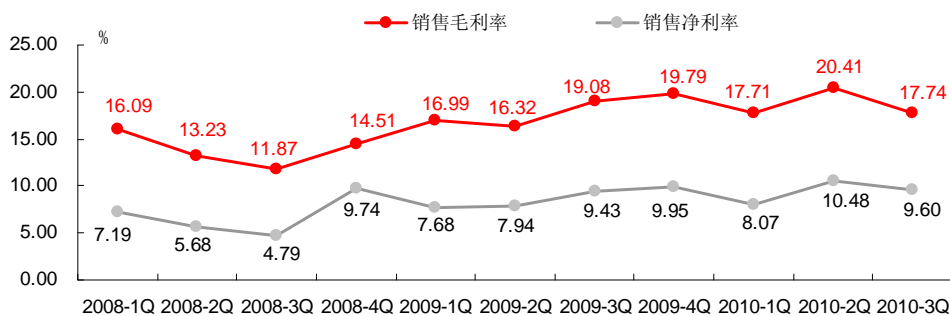
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

**图1 分季度收入及其增速**



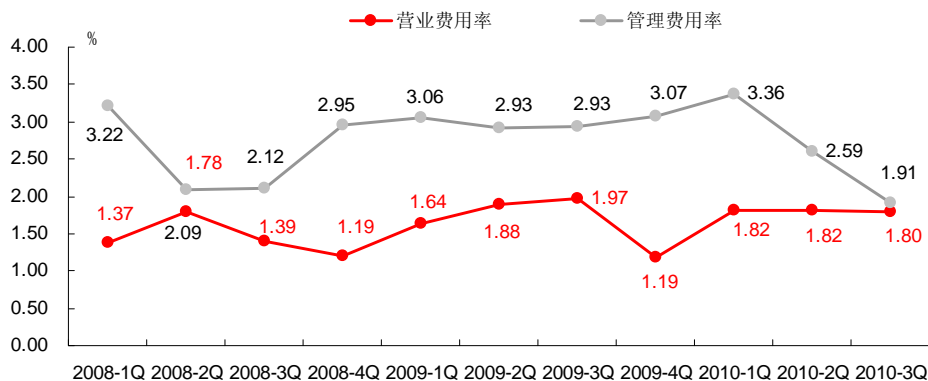
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

**图2 分季度销售毛利率和净利率**



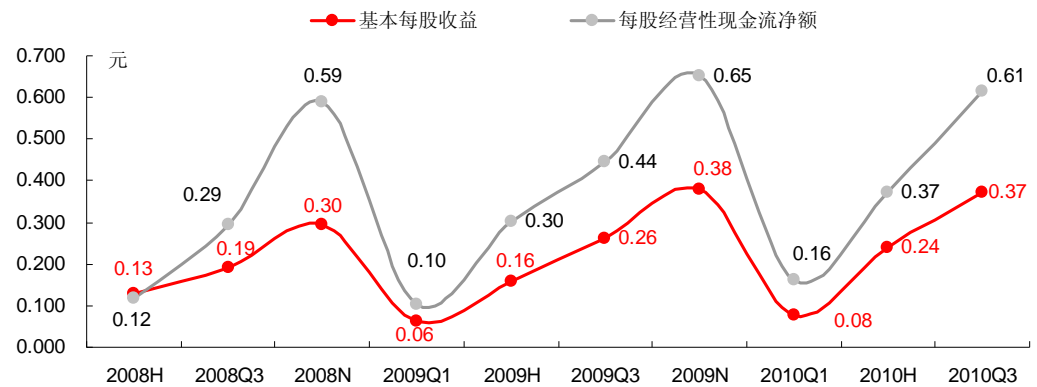
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究

**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、下游服装消费市场需求大幅波动风险；

**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	1004	1447	<b>营业收入</b>	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
<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	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
<b>资产总计</b>	1888	2038	2286	2553	<b>利润总额</b>	233	320	376	442
<b>流动负债</b>	370	328	371	395	所得税	48	64	75	88
短期借款	67	26	30	30	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	161	223	263	310
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	432	389	432	457	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	205	238	276	320	<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%	15.0%	12.6%
留存收益	464	623	790	989	营业利润	33.6%	36.1%	18.4%	17.7%
归属母公司股东权益	1251	1410	1578	1777	归属于母公司净利润	28.0%	38.6%	18.3%	17.6%
<b>负债和股东权益</b>	1888	2038	2286	2553	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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