

2017年03月22日

航民股份 (600987.SH)

动态分析

供给侧改革下印染龙头有望量、价齐增

事件：

公司发布 2016 年年报, 实现营收 31.91 亿元, 同比增长 5.38%; 实现归母净利润 5.43 亿元, 同比增长 12.07%; EPS 为 0.85 元。其中 2016 四季度实现营收 8.11 亿元, 同比增长 8.63%; 实现归属母公司净利润 1.86 亿元, 同比增长 27.23%。2016 年分红预案: 每 10 股派发现金股利 2.60 元 (含税)。

投资要点

◆ **全产业链覆盖的印染龙头, 公司印染产销两旺:** 2016 年, 国家政府出台政策, 印染行业在严格限制新增产能的同时, 淘汰落后产能, 实施节能减排, 持续提升环保要求和标准的。在环保趋严的新形势下, 航民作为印染龙头企业, 市场份额进一步提升, 的公司业绩稳步提升。分产品来看, 在报告期内, 印染主业抓住绍兴印染企业停产治理整顿的有利时机, 促销、优产、压库, 主业发展保持良好态势。公司 2016 年全年染色、布产量 9.5 亿米, 同比增长 8.21%, 而根据统计局数据, 全行业 2016 年 1-12 月印染布同比增长 6.9% (中纤网), 公司增速快于行业, 市占率小幅提升。公司三个电厂发电量同比下降明显, 主要受煤价上涨而售电结算价格同比下降明显影响, 造成投入产出倒挂, 减少发电量, 稳定蒸汽量。煤炭采购量受热电企业影响, 同比下滑。报告期内, 航运由于运价上升, 实现正的毛利率。分行业来看, 在报告期内, 印染、纺织业营收达到 29.19 亿元, 其较 2015 年同比增长 5.52%; 电力生产业 5 亿元, 同比下降 3.32%; 批发业实现营收 1.78 亿元, 同比下降 11.14%; 交通运输业 0.46 亿元, 同比增加 6.12%; 水利管理业实现营收 0.38 亿元, 同比增长 23.37%。

◆ **营收稳步增长、毛利率回升、期间费用率下降:** 2016 年, 公司实现营收 31.91 亿元, 同比增长 5.38%, 实现在正增长。公司毛利率为 32.02% 较去年同期的 30.37% 有所上涨, 分行业来看, 公司纺织业、电力生产业、批发业、交通运输业、水利业、内部抵消的毛利率分别较去年增减变化为: 2.28%、-1.99%、0.03%、18.86%、4.5%、-0.86%。2016 年, 公司期间费用率 7.32% 较 2015 年的 7.68% 有所下降。

◆ **四季业绩再提速, 毛利率回升明显:** 分季度来看, 公司四季度实现营业收入 8.11 亿元, 同比增长 8.63%, Q4 毛利率相比于第三季度的 29.19% 有明显回升, 毛利率环比上升 27.83 个百分点至 37.31%。四季度期间费用率 4.09% 较三季度回落。从单项费用看, 管理费用率环比下降 60.68 个百分点至 2.96%, 销售费用率环比上升 14.54 个百分点至 1.61%。

◆ **做强主业、强化行业龙头地位:** 在当前环保政策趋严的形势下, 小企业逐步退出印染市场, 市场集中度将进一步提升, 为了使自身的竞争力更加强, 公司将在创新和以印染主业为核心的产业集群做出努力, 公司着力调整产业结构, 推动资源向具有核心竞争力的优势企业集中。

◆ **投资建议:** 我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.98、1.09 和 1.20 元。基于各地环保压力较大、印染行业的供给侧改革, 以及成本上升带来的提价预期, 维持买入-A 建议, 6 个月目标价为 16 元, 相当于 2017 年 16 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示:** 市场需求复苏乏力、原辅材料 (煤炭、染料助剂等) 上涨、环保节能标准提升带来成本上升压力。

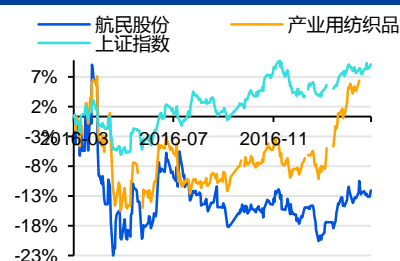
纺织服装 | 印染 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6 个月目标价 16 元
 股价(2017-03-21) 12.76 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,106.56
流通市值 (百万元)	8,106.56
总股本 (百万股)	635.31
流通股本 (百万股)	635.31
12 个月价格区间	11.11/16.58 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.9	1.67	-19.9
绝对收益	3.15	5.63	-11.86

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn

相关报告

航民股份: 环保压力下, 印染龙头企业订单和盈利水平有望双提升 2016-12-16

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,027.7	3,190.6	3,538.6	3,747.6	3,961.6
同比增长(%)	-4.9%	5.4%	10.9%	5.9%	5.7%
营业利润(百万元)	687.4	766.9	895.8	995.0	1,095.4
同比增长(%)	7.8%	11.6%	16.8%	11.1%	10.1%
净利润(百万元)	484.3	542.8	622.7	691.8	761.0
同比增长(%)	8.9%	12.1%	14.7%	11.1%	10.0%
每股收益(元)	0.76	0.85	0.98	1.09	1.20
PE	16.7	14.9	13.0	11.7	10.7
PB	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

一、环保新形势下航民多措并举，业绩稳健增长

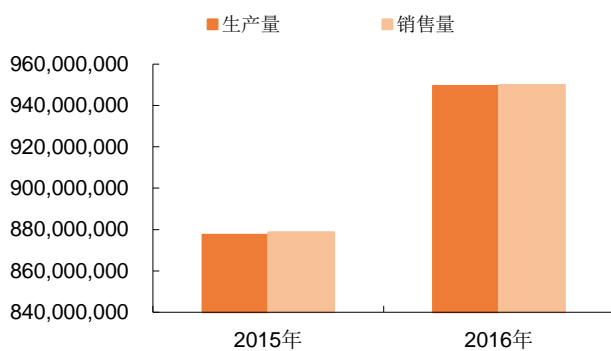
1. 产业链配套发展，公司印染产销两旺

分产品来看，在报告期内，印染主业抓住绍兴印染企业停产治理整顿的有利时机，促销、优产、压库，主业发展保持良好态势。。公司 2016 年全年染色、布产量 9.5 亿米，同比增长 8.21%，而根据统计局数据，全行业 2016 年 1-12 月印染布同比增长 6.9%（中纤网），公司增速快于行业，市占率小幅提升。

公司三个电厂发电量同比下降明显，主要受煤价上涨而售电结算价格同比下降明显影响，造成投入产出倒挂，减少发电量，稳定蒸汽量。煤炭采购量受热电企业影响，同比下滑。报告期内，航运由于运价上升，实现正的毛利率。

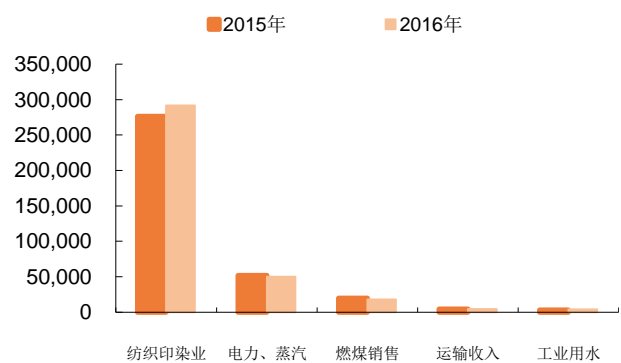
分行业来看，在报告期内，纺织业对公司业绩贡献最大，营收达到 29.19 亿元，其较 2015 年同比增长 5.52%；电力生产业 5 亿元，同比下降 3.32%；批发业实现营收 1.78 亿元，同比下降 11.14%；交通运输业 0.46 亿元，同比增加 6.12%；水利管理业实现营收 0.38 亿元，同比增长 23.37%。

图 1：2015-2016 年航民股份染色、布情况



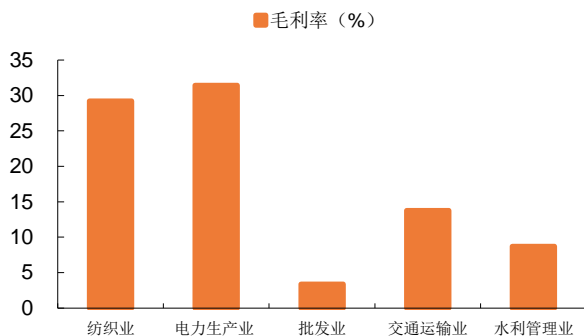
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 2：2015-2016 年公司分产品营收变化情况（单位：万元）



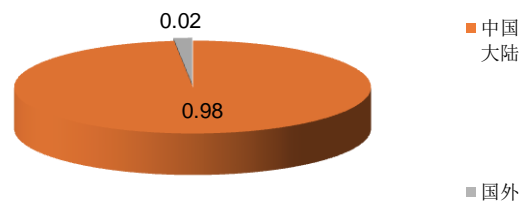
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 3：2016 年公司分行业毛利率变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：2016 年公司分地区营收构成比例

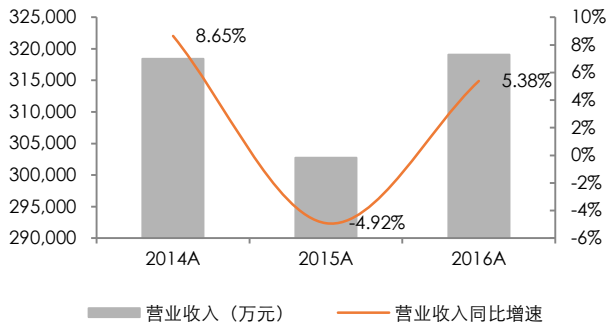


资料来源：wind, 华金证券研究所

2. 营收稳步增长、毛利率回升

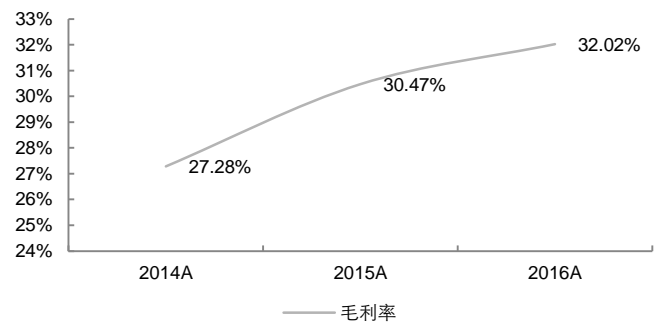
2016年，公司实现营收31.91亿元，同比增长5.38%，实现正增长。公司毛利率为32.02%较去年同期的30.37有所上涨，分行业来看，公司纺织业、电子生产业、批发业、交通运输业、水利业、内部抵消的毛利率分别较去年增减变化为：2.28%、-1.99%、0.03、18.86%、4.5%、-0.86%。

图5：2016年公司营业收入增长5.38%



资料来源：wind, 华金证券研究所

图6：2016年公司毛利率上升至32.02%

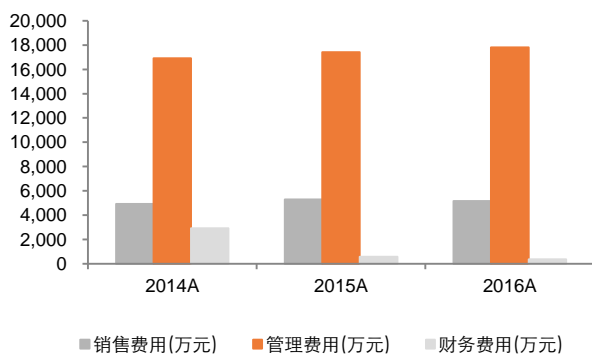


资料来源：wind, 华金证券研究所

3. 期间费用率回落，存货规模较期初有所上升

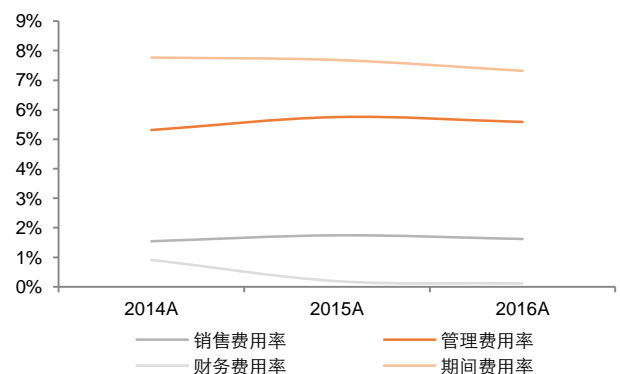
2016年，公司期间费用率7.32%较2015年的7.68%有所下降，主要得益于三费较去年有所下降。从库存来看，公司2016年底存货金额为1.89亿元，同比上升2.42%，存货营收比较去年同期变化保持平稳，应收账款增速明显提升。

图7：2014-2016年公司三项费用变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

图8：2014-2016年公司三项费用率变化情况

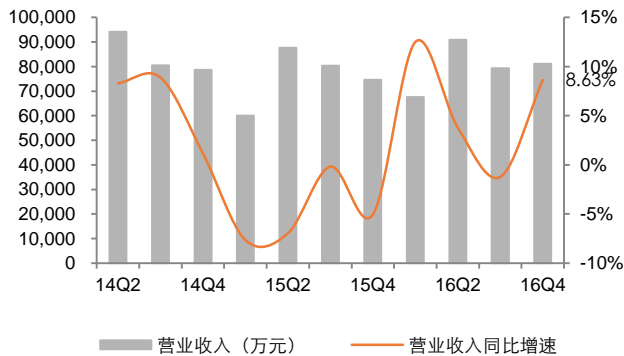


资料来源：wind, 华金证券研究所

二、 四季业绩再提速，毛利率回升明显

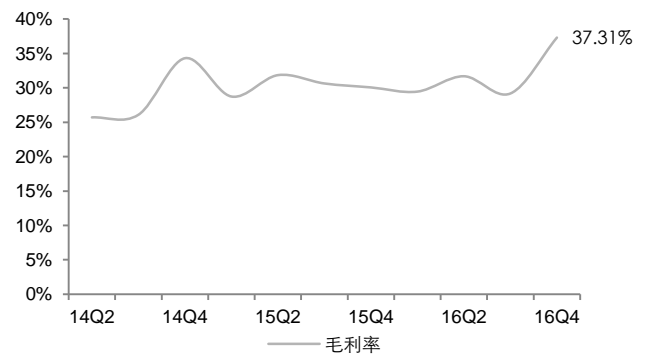
分季度来看，公司四季度实现营业收入 8.11 亿元，同比增长 8.63%，Q4 毛利率相比于第三季度的 29.19% 有明显回升，毛利率环比上升 27.83 个百分点至 37.31%。四季度期间费用率 4.09% 较三季度回落。从单项费用看，管理费用率环比下降 60.68 个百分点至 2.96%，销售费用率环比上升 14.54 个百分点至 1.61%。

图 9：2016 年四季度公司营收增长 8.63%



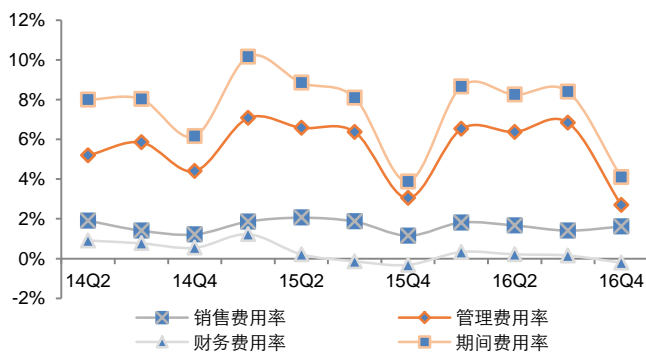
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 10：2016 年四季度公司毛利率为 37.31%



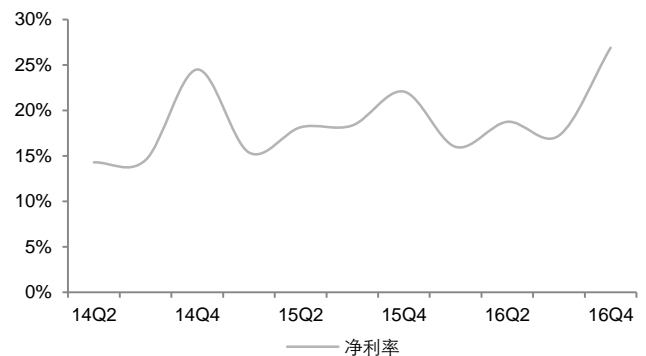
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 11：2016 年四季度公司期间费用率 41.99%



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 12：2016 年四季度公司净利率为 26.89%



资料来源：wind, 华金证券研究所

三、做强主业、强化行业龙头地位

在当前环保政策趋严的形势下，小企业逐步退出印染市场，市场集中度将进一步提升，为了使自身的竞争力更加强健，公司将在创新和以印染主业为核心的产业集群做出努力公司着力调整产业结构，推动资源向主营业务、关键领域集中，向前瞻性战略性产业集中，向具有核心竞争力的优势企业集中。按期完成航民热电和江东热电燃煤锅炉和管线改造，加快推进印染企业定型机供热系统油改汽，坚决淘汰油锅炉。2017 年，公司将继续积极推进航民非织造布老厂搬迁及新增水刺生产线以及杭州航民合同精机有限公司项目工程进度，做大做强原主业。

在各地环保压力日益加大的背景下，公司不断提升技术、节能减排，作为印染龙头企业将受益于行业产能减少带来的量价齐升。

四、盈利预测

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.98、1.09 和 1.20 元。基于各地环保压力较大、印染行业的供给侧改革，以及成本上升带来的提价预期，维持买入-A 建议，6 个月目标价为 16 元，相当于 2017 年 16 倍的动态市盈率。

五、风险提示

- 1、市场需求复苏乏力；
- 2、原辅材料（煤炭、染料助剂等）上涨；
- 3、环保节能标准提升带来成本压力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,027.7	3,190.6	3,538.6	3,747.6	3,961.6	年增长率					
减:营业成本	2,105.1	2,168.9	2,386.6	2,492.4	2,597.6	营业收入增长率	-4.9%	5.4%	10.9%	5.9%	5.7%
营业税费	28.4	36.8	42.5	45.0	47.5	营业利润增长率	7.8%	11.6%	16.8%	11.1%	10.1%
销售费用	52.8	51.6	56.6	60.0	63.4	净利润增长率	8.9%	12.1%	14.7%	11.1%	10.0%
管理费用	174.1	178.2	194.6	206.1	217.9	EBITDA 增长率	5.7%	10.7%	11.4%	7.9%	7.8%
财务费用	5.7	3.6	-12.6	-27.3	-36.9	EBIT 增长率	4.0%	11.2%	14.6%	9.6%	9.4%
资产减值损失	2.6	11.6	5.1	6.5	7.7	NOPLAT 增长率	4.5%	11.1%	13.5%	9.6%	9.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.4%	8.8%	-8.5%	-7.7%	-1.8%
投资和汇兑收益	28.5	27.1	30.0	30.0	31.0	净资产增长率	14.3%	13.6%	15.3%	14.7%	14.1%
营业利润	687.4	766.9	895.8	995.0	1,095.4	盈利能力					
加:营业外净收支	9.7	16.8	11.1	12.5	13.5	毛利率	30.5%	32.0%	32.6%	33.5%	34.4%
利润总额	697.1	783.7	906.9	1,007.5	1,108.9	营业利润率	22.7%	24.0%	25.3%	26.6%	27.7%
减:所得税	133.6	150.3	181.4	201.5	221.8	净利润率	16.0%	17.0%	17.6%	18.5%	19.2%
净利润	484.3	542.8	622.7	691.8	761.0	EBITDA/营业收入	28.8%	30.2%	30.4%	30.9%	31.5%
						EBIT/营业收入	22.9%	24.1%	25.0%	25.8%	26.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	23.2%	17.8%	16.8%	15.3%	12.9%
货币资金	833.2	715.4	1,625.7	2,392.7	3,049.1	负债权益比	30.2%	21.7%	20.3%	18.1%	14.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.65	3.65	4.35	5.36	6.95
应收帐款	186.5	200.5	232.0	226.0	258.2	速动比率	2.43	3.36	4.11	5.11	6.70
应收票据	399.6	400.3	484.4	452.5	537.9	利息保障倍数	120.66	211.91	-70.19	-35.50	-28.67
预付帐款	111.2	113.8	121.8	133.3	130.6	营运能力					
存货	184.2	188.6	169.4	190.6	170.1	固定资产周转天数	176	175	151	125	102
其他流动资产	516.3	789.8	549.1	618.4	652.4	流动营业资本周转天数	95	110	106	98	100
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	256	262	284	346	400
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	22	22	22	22	22
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	21	21	18	17	16
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	468	469	466	499	527
固定资产	1,529.2	1,576.2	1,394.2	1,212.2	1,030.2	投资资本周转天数	280	295	265	230	207
在建工程	40.7	47.4	47.4	47.4	47.4	费用率					
无形资产	143.2	133.5	124.2	114.9	105.5	销售费用率	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
其他非流动资产	91.6	118.2	134.5	114.5	122.2	管理费用率	5.8%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
资产总额	4,035.6	4,283.7	4,882.6	5,502.5	6,103.7	财务费用率	0.2%	0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.9%
短期债务	73.0	33.0	-	-	-	三费/营业收入	7.7%	7.3%	6.7%	6.4%	6.2%
应付帐款	139.6	166.8	142.4	180.7	155.9	投资回报率					
应付票据	-	-	4.9	0.9	1.5	ROE	17.6%	17.3%	17.4%	17.0%	16.6%
其他流动负债	628.2	460.7	584.8	566.6	532.9	ROA	14.0%	14.8%	14.9%	14.6%	14.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	25.4%	24.9%	26.0%	31.1%	36.8%
其他非流动负债	95.3	102.0	90.5	95.9	96.1	分红指标					
负债总额	936.1	762.5	822.7	844.1	786.5	DPS(元)	0.23	-	0.29	0.33	0.36
少数股东权益	347.9	377.7	480.6	594.8	720.9	分红比率	30.2%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	635.3	635.3	635.3	635.3	635.3	股息收益率	1.8%	0.0%	2.3%	2.6%	2.8%
留存收益	2,116.3	2,508.1	2,944.0	3,428.3	3,961.0						
股东权益	3,099.5	3,521.2	4,059.9	4,658.4	5,317.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	563.5	633.4	622.7	691.8	761.0	EPS(元)	0.76	0.85	0.98	1.09	1.20
加:折旧和摊销	178.3	194.6	191.3	191.3	191.3	BVPS(元)	4.33	4.95	5.63	6.40	7.23
资产减值准备	2.6	11.6	-	-	-	PE(X)	16.7	14.9	13.0	11.7	10.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
财务费用	24.4	13.7	-12.6	-27.3	-36.9	P/FCF	-87.4	269.9	8.0	9.6	10.6
投资损失	-28.5	-27.1	-30.0	-30.0	-31.0	P/S	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0
少数股东损益	79.1	90.6	102.9	114.2	126.1	EV/EBITDA	9.0	8.0	6.5	5.5	4.6
营运资金的变动	-64.9	-194.0	35.5	21.5	-164.1	CAGR(%)	12.7%	11.9%	11.9%	12.7%	11.9%
经营活动产生现金流量	678.5	868.0	909.8	961.6	846.5	PEG	1.3	1.3	1.1	0.9	0.9
投资活动产生现金流量	-323.1	-519.5	30.0	30.0	31.0	ROIC/WACC	2.4	2.3	2.4	2.9	3.5
融资活动产生现金流量	-445.0	-488.3	-29.5	-224.6	-221.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn