

2017年10月20日

# 航民股份 (600987.SH)

## 公司快报

### 三季度营收增速提升，印染新规实施，关注龙头企业盈利提升

纺织服装 | 印染 III

投资评级 **买入-A(维持)**  
 6个月目标价 16.35元  
 股价(2017-10-19) 11.77元

#### 事件

公司发布三季报，实现营业收入 25.32 亿元，同比增长 6.43%；实现归母净利润 3.76 亿元，同比增长 5.41%；每股收益 0.59 元。其中，第三季度公司收入 9.16 亿元，同比增长 15.39%，归母净利润 1.54 亿元，同比增长 10.54%。

#### 投资要点

◆ **增速加快，三季度收入增长 15%、净利润增长 11%**：从公司单季度营收增速看，Q1、Q2、Q3 的营业收入增长分别为 6.35%、-1.32%和 15.39%，三季度显著加快，我们认为主要原因在于去年同期的低基数（2016 年 Q3 由于 G20 峰会召开，公司关停半个月，影响了当期生产销售，第三季度收入同比增长-1.23%）以及环保压力下小企业关闭、公司订单提升带来。公司前三季度毛利率下降 1.05 个百分点至 29.17%，主要是成本端煤炭价格的大幅上涨所致，以动力煤（期货活跃合约）为例，今年前三季度平均价格 569.15 元/吨，相比去年同期 388.47 元/吨上涨 46.5%，三项费用率控制良好，由去年同期的 8.42%下降至 8.37%。

◆ **下游服装消费弱复苏，环保压力下长期看好印染龙头企业的市场份额提升**：从行业看，随着下游服装消费的复苏，印染产量 2016 年底部回升，行业盈利水平良好，2016 年规模以上印染企业印染布产量 533.70 亿米，同比增长 4.74%，扭转了 2011-2015 年连续五年负增长的态势（2011 年 593 亿米降至 2015 年 509 亿米）。从区域来看，浙江、江苏、福建、广东、山东五省，印染布产量占比由 2011 年的 92.43%上升到 2015 年的 95.79%，集中度进一步提升。

#### 交易数据

总市值（百万元） 7,477.60  
 流通市值（百万元） 7,477.60  
 总股本（百万股） 635.31  
 流通股本（百万股） 635.31  
 12个月价格区间 11.22/14.43元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.12	-12.43	-12.13
绝对收益	-2.73	-8.12	-2.87

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

齐莉娜  
 qilina@huajinsec.cn  
 021-20377037

#### 相关报告

航民股份：收入端保持平稳，关注环保压力下的行业供给减少、盈利提升 2017-08-09  
 航民股份：供给侧改革下印染龙头有望量、价齐增 2017-03-22  
 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

在政策上，今年 10 月 1 日起执行《印染行业规范条件(2017 版)》和《印染企业规范公告管理暂行办法》，新规将提高环保及能耗标准，淘汰部分落后产能。6 月下旬杭州市政府发布《杭州市 2017 年大气污染防治实施计划》，提出推动萧山区印染行业关停转迁和兼并重组，计划到 2021 年印染企业由 40 余家减少至 19 家。国家对于印染行业的标准提升、当地政府环保政策加码，以及各地环保督查日益趋严，将收缩印染行业供给，带动市场份额向龙头集中，航民股份印染收入保持平稳，同时公司产业链配套齐全，技术优势明显，关注企业的市场份额提升。

◆ **万向减持不会对生产经营产生重大影响**：9 月 19 日，公司公告持股 18.0292%的万向集团计划于 6 个月内以集中竞价、大宗交易以及协议转让的方式减持不超过 13.03%（占其持股 18.03%的 72%），万向集团持股主要来自于公司首次公开发行时股份，且根据公告，任意连续 90 日内通过集中竞价方式减持的股份总数不超过公司股份总数的 1%，大宗交易方式减持的股份不超过 2%。截至三季报，万向集团已减持 1.2748%，目前持股 16.75%。万向集团减持资金原因主要是集团资金运营安排，我们认为减持不会对航民股份的生产经营造成重大影响。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.98、1.09 和 1.20 元。基于环保压力较大、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 16.35 元，相当于 2018 年 15 倍的动态市盈率。

- ◆ **风险提示：**市场需求低迷、原材料（煤炭、染料助剂等）上涨、环保要求提升带来成本上升压力。万向集团的减持对股价的影响。

#### 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	15.4	13.8	12.0	10.8	9.8
PB	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3,027.7	3,190.6	3,538.6	3,747.6	3,961.6	<b>年增长率</b>					
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%
<b>营业利润</b>	687.4	766.9	895.8	995.0	1,095.4	<b>盈利能力</b>					
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%
<b>利润总额</b>	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%
<b>净利润</b>	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%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	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	<b>营运能力</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	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	<b>投资回报率</b>					
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	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	936.1	762.5	822.7	844.1	786.5	DPS(元)	0.23	0.26	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%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	635.3	635.3	635.3	635.3	635.3	股息收益率	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%	3.1%
留存收益	2,116.3	2,508.1	2,944.0	3,428.3	3,961.0						
<b>股东权益</b>	3,099.5	3,521.2	4,059.9	4,658.4	5,317.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							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)	15.4	13.8	12.0	10.8	9.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
财务费用	24.4	13.7	-12.6	-27.3	-36.9	P/FCF	-80.6	249.0	7.4	8.9	9.8
投资损失	-28.5	-27.1	-30.0	-30.0	-31.0	P/S	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9
少数股东损益	79.1	90.6	102.9	114.2	126.1	EV/EBITDA	8.3	7.3	5.9	4.9	4.1
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%
<b>经营活动产生现金流量</b>	678.5	868.0	909.8	961.6	846.5	PEG	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-323.1	-519.5	30.0	30.0	31.0	ROIC/WACC	2.4	2.3	2.4	2.9	3.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	-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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn