

审慎推荐-A (维持)

航民股份 600987.SH

目标估值: NA

当前股价: 11.77 元

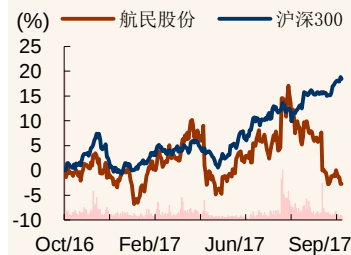
2017 年 10 月 20 日

基础数据

上证综指	3370
总股本(万股)	63531
已上市流通股(万股)	63531
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	75
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	16.8
资产负债率	18.5%
主要股东	浙江航民实业集团有
主要股东持股比例	32.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-9	-2
相对表现	-11	-23	-20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《航民股份(600987): 环保治理受益品种, 业绩稳定, 产业整合仍可期》2017-08-10

2、《服饰纺织行业-2017 年三季报前瞻分析: 销售旺季临近 品牌零售优质龙头配置正当时》2017-10-17

孙好

010-57601717

sunyu2@cmschina.com.cn

S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn

S1090517080006

环保受益品种 低基数及产品提价致Q3业绩增速提升

在去年 G20 期间停产的低基数效应以及品种结构优化带来的染费价格提升因素共同作用下, 17Q3 收入及归母净利润同比增长 15.39%/10.54%, 增速较上半年有所提升。虽然 16Q4 因提价及产量增加基数提高, 但当前严格的环保政策下, 落后产能出清、行业供需格局改善、染料涨价因素刺激下, 染费价格仍存在上调的可能; 且公司生产技术工艺领先, 成本控制能力强, 对原材料及能源价格上涨具备一定的转嫁能力, 盈利水平有望保持稳定, 因此 17Q4 业绩仍有望实现正增长。目前市值 75 亿, 对应 17PE13X, 短期环保政策趋严有望强化行业集中度持续提升, 龙头公司优先受益, 但考虑到当前估值处于历史估值上限水平, 维持“审慎推荐-A”评级。

□ 前三季度业绩呈现逐季提升之势。17 年前三季度公司实现营业收入 25.32 亿元, 同比增长 6.43%; 实现归属母公司净利润/扣非归母净利润分别为 3.76 亿元/3.43 亿元, 同比增幅分别为 5.41%/3.19%; EPS0.59 元。分季度看, 17Q1/Q2/Q3 单季度分别实现收入 7.19 亿元/8.98 亿元/9.16 亿元, 同比增速分别为 6.35%/-1.32%/15.39%; 归母净利润分别为 9361 万元/1.50 亿元/1.33 亿元, 同比增速分别为 1.9%/3.38%/10.54%, 增速逐季提升。

□ 因去年 G20 期间停产 14 天导致的低基数效应, 以及品种结构优化带来的染费价格提升, 17Q3 收入同比增长 15.39%。产量方面, 受去年 G20 期间停产 14 天影响, 产量基数较低。价格方面, 在当前严格的环保政策下, 落后产能出清、行业供需格局改善、染料及能源涨价, 公司通过调整品种结构进行了一定幅度的提价。

□ 报告期毛利率下降, 费用控制合理, 非经营性净收益增加, 净利润率保持稳定。17 年 Q1-Q3 毛利率同比下降 1.05pct 至 29.17%。成本占比 20% 的动力煤价格自 2016 年 6 月开始明显上涨, 17Q3 同比增长 30% 左右, 拖累毛利率水平, Q3 毛利率环比下降 4.3pct, 同比下降 1.32pct 至 27.87%。费用控制合理, 报告期期间费用率同比降 0.05pct 至 8.37%, 其中: 公司债到期, 债券利息减少带动财务费用率降低 0.31pct 至 -0.08%; 销售费用率上升 0.03pct 至 1.65%; 管理费用率小幅提升 0.23pct 至 6.8%。另外, 考虑资产减值损失的减少、投资收益的增加, 综合来看, 净利润率同比下降 0.08pct 至 17.37%。

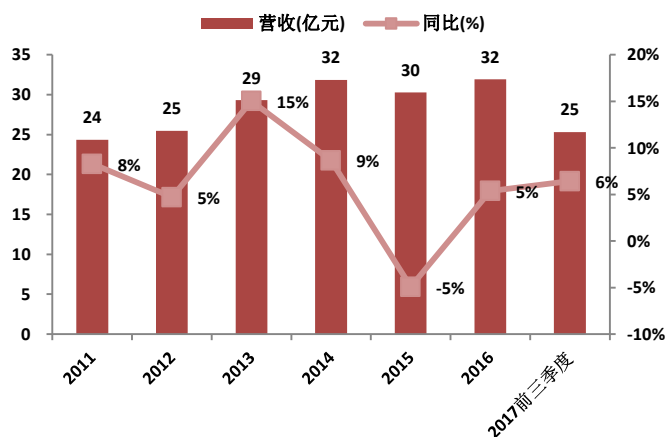
财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3028	3191	3372	3633	3921
同比增长	-5%	5%	6%	8%	8%
营业利润(百万元)	687	767	809	890	979
同比增长	8%	12%	6%	10%	10%
净利润(百万元)	484	543	570	625	686
同比增长	9%	12%	5%	10%	10%
每股收益(元)	0.76	0.85	0.90	0.98	1.08
PE	15.4	13.8	13.1	12.0	10.9
PB	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

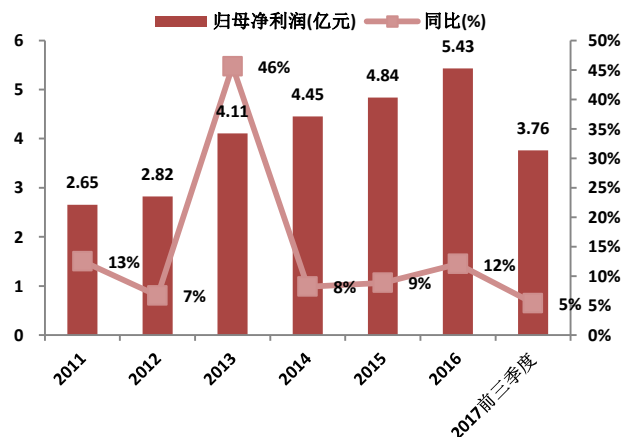
- **账面资金充裕，环保治理力度加大，仍存行业并购预期：**截止至 2017 年 9 月 30 日，公司经营活动净现金流为 4.92 亿元，货币资金 6.5 亿元，资产负债率 18.47%，充裕的资金为产业并购提供强大支撑。另外，杭州地区环保政策趋于严格，行业整合预期强烈：5 月 23 日发改委正式批复支持杭州国家级临空经济示范区建设，将瓜沥镇纳入临空先进制造区和城市功能区；6 月 22 日发布《杭州市 2017 年大气污染防治实施计划》，将印染行业列为整改的重点行业，至 2021 年，萧山地区印染企业数量将减少到 19 家。
 - **万向集团出于自身运营需要减持公司股份，对公司经营无负面影响。**9 月 18 日公告第二大股东万向集团拟在六个月内减持股份不超过 8278 万股，减持比例不超过总股本的 13.03%，用于自身运营需要。减持前万向集团持股比例为 18.03%，截止至 9 月 28 日，万向集团持有公司 1.06 亿股股份，占总股本的 16.75%，已减持 810 万股。
 - **投资建议：**公司产能扩张受限，未来业绩提升的驱动因素主要来自染费提价。在环保政策趋严、落后产能出清、行业供需格局改善、染料及能源涨价因素的刺激下，染费价格上涨仍可持续。公司作为印染龙头，持续进行产品结构优化、提升产品品质，未来公司有望迎合消费高端化趋势，价格向中高端方向提升。
- 结合三季报情况，微调 2017-2019 年 EPS 至 0.90 元、0.98 元、1.08 元，对应 17PE13X、18PE12X，环保政策趋严背景下公司作为行业龙头优先受益，但考虑到当前估值处于历史估值上限水平，维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示：**染费提价不及预期；动力煤价格持续上涨。

图 1：公司营业收入及增速（亿）



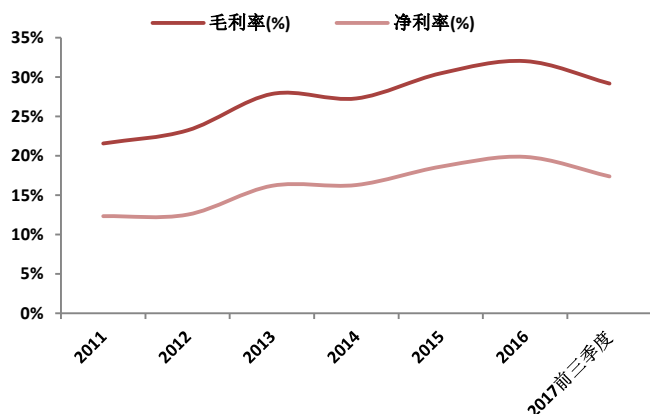
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司净利润及增速（亿）



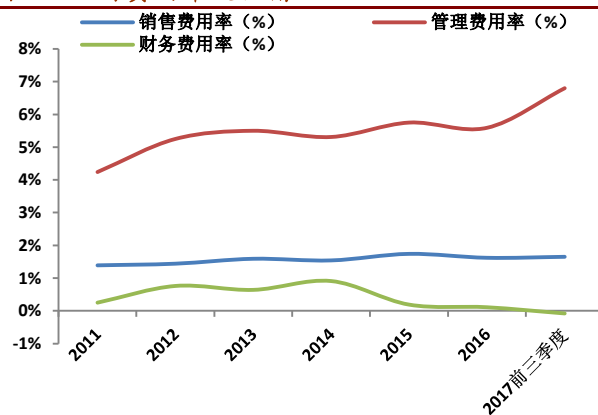
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 公司产品毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

表1: 公司17Q3业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q3	17Q2	17Q3	同比	环比
营业收入	794	898	916	15%	2%
营业毛利	232	289	255	10%	-12%
销售费用	11	16	15	38%	-5%
管理费用	54	57	65	19%	14%
财务费用	1	0	0	-94%	-118%
营业利润	167	213	178	7%	-16%
归属母公司净利润	120	150	133	11%	-11%
EPS (元)	0.19	0.24	0.21		

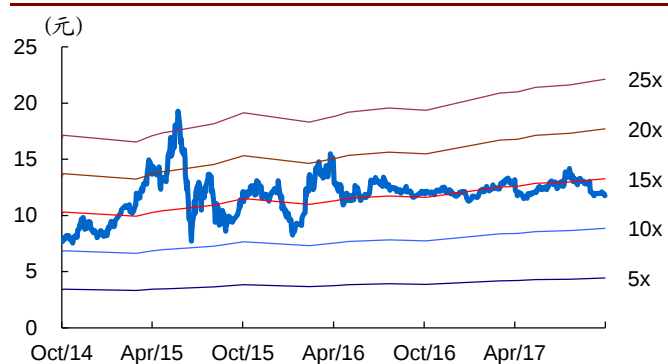
数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司单季度财务数据对比

(百万元)	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
营业收入	910	794	811	719	898	916
营业毛利	288	232	303	195	289	255
销售费用	15	11	13	10	16	15
管理费用	58	54	22	51	57	65
财务费用	2	1	-2	-2	0	0
营业利润	210	167	254	131	213	178
归属母公司净利润	145	120	186	94	150	133
EPS (元)	0.23	0.19	0.29	0.15	0.24	0.21
主要比率	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
毛利率	32%	29%	37%	27%	32%	28%
销售费用率	2%	1%	2%	1%	2%	2%
管理费用率	6%	7%	3%	7%	6%	7%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业利润率	23%	21%	31%	18%	24%	19%
有效税率	20%	20%	16%	19%	21%	19%
净利率	16%	15%	23%	13%	16%	14%
YoY	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3
收入	4%	-1%	9%	6%	-1%	15%
归属母公司净利润	7%	-4%	27%	2%	4%	11%

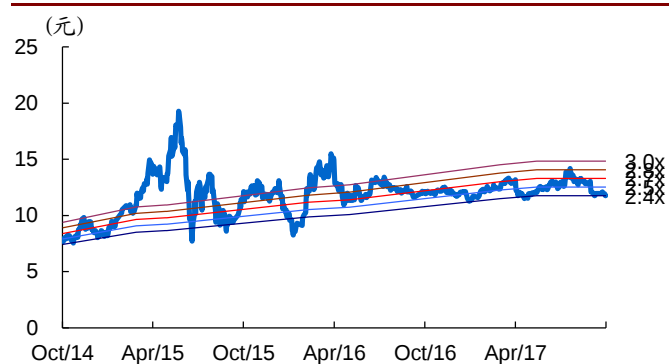
数据来源: 公司公告、招商证券

图 5: 航民股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 航民股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式”下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28
- 2、《开润股份（300577）—小米生态链助力高成长 渠道及品类双推进成就未来看点》2017-04-13
- 3、《纺织服装行业-2017 年一季报前瞻分析：震荡市下底部关注弱复苏商务男装及高端消费领域》2017/4/19
- 4、《开润股份（300577）—自有品牌拉动下业绩保持高成长 关注渠道及品类拓展》2017/4/26
- 《纺织服装行业 2016 年年报及一季报综述-棉辅料及电商板块表现较好 中高端男女装弱复苏》2017/5/2
- 5、《纺织服装行业 2017 年中期投资策略-坚守价值 砥砺前行》2017/6/7
- 6、《优质供应链系列解读一：色纺纱行业深度研究—行业集中化趋势明显 龙头量价齐升》2017/7/5
- 7、《服饰纺织行业 2017 年中报前瞻分析—关注高增长新模式电商及 C2M 模式下优质供应链机会》2017/7/9
- 8、《招商纺织服装行业“时尚半月谈”（7 月下期）- 由开润股份业绩预增引发的对小米生态链模式的思考》2017/7/14
- 9、《招商纺织服装行业“时尚半月谈”（8 月上期）-新零售下的颠覆者 浅谈 Gucci 的蜕变》2017/7/30
- 10、《航民股份(600987)—环保治理受益品种,业绩稳定,产业整合仍可期》2017-08-10
- 11、《服饰纺织行业-2017 年三季报前瞻分析：销售旺季临近 品牌零售优质龙头配置正当时》2017-10-17

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2231	2408	2895	3469	4099
现金	833	715	1616	2090	2611
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	400	400	423	456	492
应收款项	183	196	191	208	225
其它应收款	4	4	4	5	5
存货	184	189	201	217	233
其他	627	904	459	494	533
非流动资产	1805	1875	1874	1873	1871
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1529	1576	1589	1599	1609
无形资产	143	134	120	108	97
其他	132	166	165	165	165
资产总计	4036	4284	4769	5342	5971
流动负债	841	661	640	654	670
短期借款	73	33	0	0	0
应付账款	132	159	170	183	197
预收账款	12	19	21	22	24
其他	624	449	449	449	449
长期负债	95	102	102	102	102
长期借款	0	0	0	0	0
其他	95	102	102	102	102
负债合计	936	763	742	756	772
股本	635	635	635	635	635
资本公积金	104	104	104	104	104
留存收益	2013	2404	2815	3270	3768
少数股东权益	348	378	473	577	692
归属于母公司所有者权益	2752	3143	3554	4009	4507
负债及权益合计	4036	4284	4769	5342	5971

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	678	868	1254	801	859
净利润	484	543	570	625	686
折旧摊销	178	195	201	201	201
财务费用	24	14	(8)	(15)	(19)
投资收益	(29)	(27)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(53)	51	424	(85)	(94)
其它	73	93	97	104	115
投资活动现金流	(323)	(520)	(170)	(170)	(170)
资本支出	(312)	(293)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(11)	(227)	30	30	30
筹资活动现金流	(445)	(488)	(183)	(156)	(169)
借款变动	(74)	(352)	(33)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(133)	(140)	(159)	(171)	(188)
其他	(238)	3	8	15	19
现金净增加额	(90)	(140)	900	475	521

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3028	3191	3372	3633	3921
营业成本	2105	2169	2317	2492	2681
营业税金及附加	28	37	39	42	45
营业费用	53	52	55	56	59
管理费用	174	178	189	196	204
财务费用	6	4	(8)	(15)	(19)
资产减值损失	3	12	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	29	27	30	30	30
营业利润	687	767	809	890	979
营业外收入	15	23	20	20	20
营业外支出	5	6	7	7	7
利润总额	697	784	822	903	992
所得税	134	150	157	173	191
净利润	563	633	665	730	801
少数股东损益	79	91	95	104	114
归属于母公司净利润	484	543	570	625	686
EPS (元)	0.76	0.85	0.90	0.98	1.08

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-5%	5%	6%	8%	8%
营业利润	8%	12%	6%	10%	10%
净利润	9%	12%	5%	10%	10%
获利能力					
毛利率	30.5%	32.0%	31.3%	31.4%	31.6%
净利率	16.0%	17.0%	16.9%	17.2%	17.5%
ROE	17.6%	17.3%	16.0%	15.6%	15.2%
ROIC	16.2%	17.4%	15.9%	15.3%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	23.2%	17.8%	15.6%	14.2%	12.9%
净负债比率	8.1%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	3.6	4.5	5.3	6.1
速动比率	2.4	3.4	4.2	5.0	5.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	12.1	11.6	11.9	11.9	11.9
应收帐款周转率	16.3	16.8	17.4	18.2	18.1
应付帐款周转率	16.2	14.9	14.1	14.1	14.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.76	0.85	0.90	0.98	1.08
每股经营现金	1.07	1.37	1.97	1.26	1.35
每股净资产	4.33	4.95	5.59	6.31	7.09
每股股利	0.22	0.25	0.27	0.30	0.32
估值比率					
PE	15.4	13.8	13.1	12.0	10.9
PB	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.6	12.3	11.7	10.9	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，8 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

高峰，上海交通大学管理学硕士，中山大学数学学士，2017 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。