

2017年08月09日

公司研究·证券研究报告

航民股份 (600987.SH)

公司快报

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

事件

公司发布半年报，2017年上半年实现营业收入16.16亿元(+1.95%)，实现归母净利润2.43亿元(+2.80%)，EPS为0.38元；其中，二季度实现营业收入8.98亿元(-1.32%)，归母净利润1.50亿元(+3.38%)。

投资要点

◆ 上半年印染收入保持平稳，能源成本上升导致电力业务利润下滑，整体符合预期：

上半年，公司收入增长1.95%，毛利率下降0.83个百分点至29.91%，三项费用率由去年同期的8.43%下降8.16%，归母净利润同比增长2.8%。分业务看：(1) 印染业务年加工规模10.2亿米，上半年实现收入13.51亿元，同比增长4.25%，毛利率27.30%与去年同期持平微增，完成利润总额2.7亿元，同比增长8.57%。

(2) 电力和蒸汽的产能规模分别为6亿度、500万吨，上半年电力蒸汽收入2.57亿元，同比下降2.05%，完成利润总额6120.59万元，同比下降32.53%。电力蒸汽业务的利润下滑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，今年上半年平均价格558元/吨，相比去年同期363元/吨上涨50%+，毛利率由去年同期的35.94%下降到24.16%。(3) 其它业务，非织造产品目前年生产规模1.2万吨，预计2018年搬迁改扩建完成后规模达到3万吨，上半年非织造布公司实现收入7557万元，净利润1024万元。航运业务上半年已实现盈利535万元。此外，合同精机下半年将开始投产和销售。

◆ 从行业看，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。从行业财务数据看，总体保持平稳运行，2017年前5个月，规模以上印染企业印染布产量219.02亿米，同比增加6.5%；实现主营业务收入1601.86亿元，同比增加7.87%；实现利润总额74.57亿元，同比增长8.32%。成本端看，除煤炭价格上涨较快给印染企业带来成本压力外，近期染料价格的快速上涨进一步影响印染企业盈利水平(染料及助剂成本占比约20%+)，我们认为，印染费用占下游面料成本比例较小，印染企业具备成本转嫁成本，如染料价格持续大幅上升，印染企业的提价预期将兑现。

◆ 淘汰落后产能、环保压力日益扩大，利好印染龙头企业市场份额提升：6月22日发布的《杭州市2017年大气污染防治实施计划》中明确指出，萧山区要实施关停搬迁和兼并重组等措施，2017年启动、2021年左右核减印染企业数量至19家。如按此执行，则萧山区目前40余家的印染企业或关闭产能、或被兼并收购，届时企业数量将减少一半。在当前环保政策趋严的形势下，我们认为未来排放不达标的小企业将逐步退出印染市场，龙头企业市场集中度将进一步提升，在下游需求相对稳定的背景下，供给侧的减少以及集中度提升有利于行业的盈利水平提升。

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(2017-08-08)

14.17元

交易数据

总市值(百万元)

9,002.34

流通市值(百万元)

9,002.34

总股本(百万股)

635.31

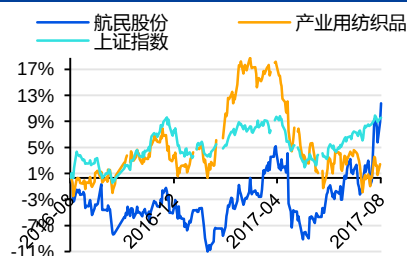
流通股本(百万股)

635.31

12个月价格区间

11.22/14.42元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.11	17.33	-2.88
绝对收益	10.1	23.1	7.37

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：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

- ◆ **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。

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	18.6	16.6	14.5	13.0	11.8
PB	3.3	2.9	2.5	2.2	2.0

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

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						
加:营业外净收支	9.7	16.8	11.1	12.5	13.5	盈利能力					
利润总额	697.1	783.7	906.9	1,007.5	1,108.9	毛利率	30.5%	32.0%	32.6%	33.5%	34.4%
减:所得税	133.6	150.3	181.4	201.5	221.8	营业利润率	22.7%	24.0%	25.3%	26.6%	27.7%
净利润	484.3	542.8	622.7	691.8	761.0	净利润率	16.0%	17.0%	17.6%	18.5%	19.2%
						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						
无形资产	143.2	133.5	124.2	114.9	105.5	费用率					
其他非流动资产	91.6	118.2	134.5	114.5	122.2	销售费用率	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
资产总额	4,035.6	4,283.7	4,882.6	5,502.5	6,103.7	管理费用率	5.8%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
短期债务	73.0	33.0	-	-	-	财务费用率	0.2%	0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.9%
应付帐款	139.6	166.8	142.4	180.7	155.9	三费/营业收入	7.7%	7.3%	6.7%	6.4%	6.2%
应付票据	-	-	4.9	0.9	1.5	投资回报率					
其他流动负债	628.2	460.7	584.8	566.6	532.9	ROE	17.6%	17.3%	17.4%	17.0%	16.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	14.8%	14.9%	14.6%	14.5%
其他非流动负债	95.3	102.0	90.5	95.9	96.1	ROIC	25.4%	24.9%	26.0%	31.1%	36.8%
负债总额	936.1	762.5	822.7	844.1	786.5	分红指标					
少数股东权益	347.9	377.7	480.6	594.8	720.9	DPS(元)	0.23	0.26	0.29	0.33	0.36
股本	635.3	635.3	635.3	635.3	635.3	分红比率	30.2%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	2,116.3	2,508.1	2,944.0	3,428.3	3,961.0	股息收益率	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%	2.5%
股东权益	3,099.5	3,521.2	4,059.9	4,658.4	5,317.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		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)	18.6	16.6	14.5	13.0	11.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	2.9	2.5	2.2	2.0
财务费用	24.4	13.7	-12.6	-27.3	-36.9	P/FCF	-97.1	299.8	8.9	10.7	11.7
投资损失	-28.5	-27.1	-30.0	-30.0	-31.0	P/S	3.0	2.8	2.5	2.4	2.3
少数股东损益	79.1	90.6	102.9	114.2	126.1	EV/EBITDA	10.0	8.9	7.4	6.2	5.3
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	1.5	1.4	1.2	1.0	1.0
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