

航民股份(600987)

航民股份 17 年报：产销两旺，煤价上行成本承压，全年增速稳健

2018 年 03 月 23 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

事件：

公司公布年报，2017 年收入同增 9.56%至 34.96 亿元，毛利率同降 2.10pp 至 29.92%，归母净利同增 5.66%至 5.74 亿元；具体到 17Q4，公司收入同增 18.74%至 9.64 亿元，毛利率同比下降 5.43pp 至 31.88%，归母净利同增 6.14%至 1.97 亿元。分红方面，每 10 股派发现金红利 2.80 元，分红比例达到 31%。

投资要点：

■ 印染主业：中央环保组连续督察下龙头 2017 年产销两旺，但受原煤、蒸汽成本上升以及环保支出（包括印染定型机锅炉油改气等）影响，利润增速缓于收入增速。

就印染主业来看，公司抓住去产能、环保整治等有利时机，通过促销、优产、压库等措施带动主业发展保持良好态势，2017 年印染主业收入同比增长 12.30%至 29.81 亿元，增长主要由销量驱动（同增 12.67%至 10.70 亿米），染费单价同比微降 0.33%至 2.79 元/米。利润方面，受煤价（煤占印染成本比重约为 20%，2017 年煤价较去年同期上涨复苏超过 30%）及染料（占印染成本比重 20%，17Q4 上行明显）价格上涨影响，毛利率有所下滑导致利润增速缓于收入增速，印染主业利润总额同比微增 1.08%至 6.03 亿元。

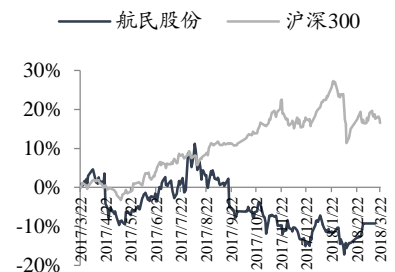
除印染外，公司纺织业务亦包括部分面料产能（年产 3 万吨非织造布、1500 万米织造布），2017 年收入略有下滑 7.30%至 2.46 亿元。

图表 1：公司纺织印染分部情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017
纺织印染收入	2,678.97	2,766.26	2,918.95	3,226.07
YOY	5.51%	3.26%	5.52%	10.52%
毛利率	26.06%	26.95%	29.23%	27.05%
收入占比	84.13%	91.37%	91.49%	92.28%
其中：印染收入	2,352.56	2,429.21	2,654.06	2,980.51
YOY	5.51%	3.26%		12.30%
理论产能(万米)	102,000	102,000	102,000	102,000
实际产量(万米)	94,135	90,569	94,954	108,343
YOY	-1.62%	-3.79%	4.84%	14.10%
销量(万米)	88,677	87,870	94,927	106,956
YOY	-7.33%	-0.91%	8.03%	12.67%
报表单价（元/米）	2.65	2.76	2.80	2.79
YOY	13.86%	4.21%	1.13%	-0.33%
其中：其他纺织收入	326.41	337.05	264.89	245.56
YOY	5.51%	3.26%	-21.41%	-7.30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（其中 14、15 年印染收入为估算）

股价走势



市场数据

收盘价（元） 11.57
一年最低/最高价 10.51/14.43
市净率（倍） 2.07
流通 A 股市值（百万元） 7,351

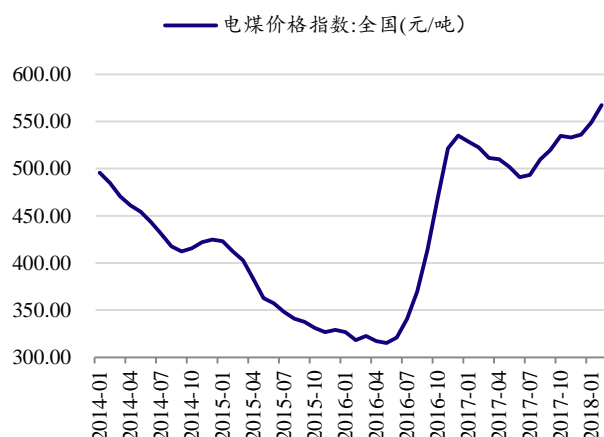
基础数据

每股净资产（元） 5.58
资本负债率（%） 17.98
总股本（百万股） 635
流通 A 股（百万股） 635

相关研究

1. 航民股份三季报点评：三季度增速符合预期，行业格局良好，成本重压下全年仍保持稳健增长 -20171020
2. 航民股份：17H1 业绩平稳，染料价格上涨+巡视组进驻浙江双重利好 17H2 业绩有望大幅改进 -20170809
3. 航民股份：分散染料价格上涨，印染龙头有望受益提价，提示持续关注航民股份 -20170804

图表 2: 电煤价格指数



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 秦皇岛: 山西优混煤价格指数



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 分散染料价格走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 活性染料价格走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

- **热电蒸汽业务: 电煤价格高企导致发电成本大幅增加, 影响盈利。**公司热电业务 60%为自用, 电和蒸汽年产能分别达到 6 亿度/500 万吨。2017 年公司下属三个电厂电力生产量/销售量同比下降 32%/39%, 主要受煤价涨幅远大于售电结算价格涨幅影响, 造成投入产出倒挂(公司热电蒸汽业务中直接材料占生产成本比重达到 80%, 年用煤量在 80-100 万吨之间), 因此公司策略性地减少发电量, 稳定蒸汽量, 并通过客户结构调整、优化机组运行、技改挖潜等措施改善效率, 但盈利水平较往年仍有较明显下行, 2017 年电力蒸汽业务收入同增 13.49%至 5.69 亿元, 但利润总额同降 18.87%至 1.25 亿元。但考虑目前煤价处于历史相对高位阶段, 预计 2018 年不再出现煤价大幅上行情况, 盈利能力有望维持稳定甚至有效提升。

图表 6: 热电蒸汽分部业务情况 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017
电力生产营业收入	521.22	518.12	500.91	568.50
YOY	-5.91%	-0.59%	-3.32%	13.49%
电力销售量 (百万度)		370.51	254.39	155.95
YOY			-31.34%	-38.70%
电力生产量 (百万度)		442.92	307.24	208.57
YOY			-30.63%	-32.11%
蒸汽销售量 (万吨)		247.79	285.09	326.78
YOY			15.06%	14.62%
蒸汽生产量 (万吨)		412.61	385.69	349.85
YOY			-6.52%	-9.29%
毛利率	29.68%	33.42%	31.43%	22.64%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **其他业务: 占比尚低、平稳增长。**除印染、热电业务外, 公司旗下经营批发业 (煤炭销售)、交通运输业 (煤炭、矿砂运输, 海运业务拥有 6.58 万吨的运输能力) 以及水利管理业务 (污水处理, 目前日处理污水 5 万吨), 17 年基本呈现平稳运行态势, 其中交通运输业务受益海运运价提高及运量增长, 收入及毛利率皆有较大幅度提升。

图表 7: 其他分部业务情况 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017
批发业收入	514.24	200.17	177.88	198.08
YOY	25.21%	-61.07%	-11.14%	11.36%
毛利率	2.74%	3.36%	3.39%	2.55%
交通运输业收入	52.06	43.36	46.01	72.72
YOY	-12.16%	-16.71%	6.11%	58.05%
毛利率	-9.09%	-5.07%	13.78%	36.45%
水利管理业收入	7.34	30.42	37.62	43.66
YOY	-11.88%	314.44%	23.67%	16.06%
毛利率	13.49%	4.21%	8.69%	6.43%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- **综合毛利率下滑, 全年利润稳健增长:** 受煤炭成本上行影响公司综合毛利率下滑 2.10pp 至 29.92%, 毛利润同比增 2.36% 至 10.46 亿元, 同时期间费用率略有上升, 主要与销售费用中人员工资的上升和管理费用中技术开发费 (主要与环保有关) 上升有关, 但受益投资净收益增长 (增长 1091 万元至 3800 万元) 以及所得税率的下降 (下降 3.63pp 至 15.55%), 净利润同比增长 4.65% 至 6.63 亿元, 归母净利同比增长 5.66% 至 5.74 亿元。

图表 8: 航民主要财务指标

	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入 (百万元)	2,930.79	3,184.22	3,027.66	3,190.62	3,495.79
YOY	15.03%	8.65%	-4.92%	5.38%	9.56%
毛利润 (百万元)	816.29	868.73	922.55	1,021.72	1,045.82
YOY	37.91%	6.42%	6.20%	10.75%	2.36%

毛利率	27.85%	27.28%	30.47%	32.02%	29.92%
期间费用率	7.73%	7.77%	7.68%	7.32%	7.81%
销售费用率	1.59%	1.54%	1.74%	1.62%	1.82%
管理费用率	5.50%	5.31%	5.75%	5.59%	6.04%
财务费用率	0.64%	0.91%	0.19%	0.11%	-0.05%
净利润(百万元)	474.15	518.40	563.46	633.39	662.87
YOY	48.65%	9.33%	8.69%	12.41%	4.65%
净利率	16.18%	16.28%	18.61%	19.85%	18.96%
少数股东损益(百万元)	63.05	73.53	79.13	90.58	89.32
YOY	72.03%	16.62%	7.62%	14.47%	-1.39%
归母净利润(百万元)	411.11	444.87	484.33	542.81	573.56
YOY	45.62%	8.21%	8.87%	12.07%	5.66%
ROE(平均)		21.15%	19.72%	18.77%	18.42%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

- **二股东减持完成利空出尽, 大股东航民集团连续增持彰显信心:** 公司于 18/3/20 公告, 原公司二股东万向集团(持股 18.029%)完成减持, 期间通过大宗交易、集中竞价、协议转让(转让 6.00%股份至一致行动人万向三农)方式累计减持 11.00%股份, 减持后持股比例 7.029%, 利空出尽。另, 公司 11/7 公告控股股东航民集团计划 6 个月内增持不低于 500 万股, 不高于 1000 万股, 目前已增持 862.72 万股, 持股成本相对较高, 反映大股东对于公司发展的坚定信心。

图表 9: 大股东增持情况

增持时间	增持股东	增持均价(元/股)	增持数量(万股)	占总股本比重	增持成本(万元)
2017/11/6	航民集团	约为 11.53	402	0.63%	约为 4635
2017/11/23	航民集团	11.20	460.72	0.73%	5160

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 其中 11/6 增持均价以当日股价估算

- **盈利预测及投资建议:** 公司作为行业第二大龙头技术领先, 染色一次成功率、中水回用水平、整体能耗、污染物排放量、染色及后整理等指标在同行业中处于领先水平, 考虑印染行业整体产能收缩趋势未变, 尤其 17 年 6 月印染等行业被列为杭州大气污染整改的重点行业, 到 2021 年萧山地区印染企业数量将由 40 余家减少到 19 家, 行业产能收缩和集中度提升均为航民带来潜在利好, 为公司收入稳步提升打下基础, 公司在年报中给出 2018 年目标实现销售收入 43.64 亿元(未考虑分部间抵消, 同比 2017 年 41.34 亿元增长 5.6%), 加之预计 2018 年煤炭成本不再出现大幅上升情况, 公司毛利率有望回升, 我们预计公司 2018/19/20 年归母净利润规模分别达到 6.19/6.66/7.06 亿元, 同比增长 7.9%/7.6%/6.1%, 对应公司停牌前市值 PE11.9/11.0/10.4X, 估值合理且产业整合预期仍在, 但由于公司因拟收购杭州航民百泰首饰有限公司股权事项停牌, 我们在相关事项有进一步信息披露前暂时不给予投资评级。
- **风险提示:** (1) 下游需求波动影响订单量; (2) 原材料成本上升风险; (3) 收购航民百泰首饰有限公司事项的不确定性。

图表 10: 航民股份季度财务表现

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入 (百万元)	675.77	909.65	793.74	811.47	718.69	897.63	915.91	963.55
YOY	12.51%	3.79%	-1.23%	8.63%	6.35%	-1.32%	15.39%	18.74%
毛利率	29.46%	31.69%	29.19%	37.31%	27.08%	32.17%	27.87%	31.88%
同比增减	0.72%	-0.16%	-1.45%	7.25%	-2.37%	0.48%	-1.31%	-5.43%
期间费用率	8.67%	8.25%	8.40%	4.09%	8.26%	8.08%	8.74%	6.33%
同比增减	8.67%	8.25%	8.40%	4.09%	-0.40%	-0.17%	0.34%	2.24%
销售费用率	1.81%	1.67%	1.41%	1.61%	1.41%	1.81%	1.68%	2.26%
管理费用率	6.52%	6.37%	6.84%	2.69%	7.10%	6.32%	7.05%	4.03%
财务费用率	0.33%	0.21%	0.15%	-0.21%	-0.25%	-0.04%	0.01%	0.04%
净利润 (百万元)	108.02	170.48	136.73	218.16	110.88	174.59	154.40	223.01
净利润率	15.98%	18.74%	17.23%	26.88%	15.43%	19.45%	16.86%	23.14%
同比增减	0.62%	0.60%	-1.11%	4.82%	-0.56%	0.71%	-0.37%	-3.74%
少数股东损益 (百万元)	16.16	25.71	16.24	32.47	17.27	24.92	21.21	25.91
YOY	12.22%	8.03%	-26.45%	72.16%	6.87%	-3.07%	30.60%	-20.20%
归母净利润 (百万元)	91.86	144.77	120.48	185.69	93.61	149.66	133.18	197.10
YOY	17.91%	7.08%	-3.82%	27.23%	1.91%	3.38%	10.54%	6.14%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 11: 主要子公司运营情况一览

	主营业务	所占比	销售收入 (万元)	收入同比	净利润 (万元)	净利润同比	净利润率
杭州航民达美染整有限公司	染整	75%	84,687	10.66%	10,655	-3.37%	12.58%
杭州钱江印染化工有限公司	染整	70%	71,188	13.50%	11,770	6.50%	16.53%
杭州航民美时达印染有限公司	染整	75%	32,429	31.71%	5,035	20.45%	15.53%
杭州澳美印染有限公司	染整	70%	24,228	7.27%	6,249	10.00%	25.79%
杭州航民江东热电有限公司	电力	100%	21,990	7.99%	3,765	-5.54%	17.12%
杭州航民热电有限公司	电力、蒸汽	100%	18,862	47.18%	2,407	-10.79%	12.76%
杭州航民小城热电有限公司	电力	100%	15,998	-5.40%	3,238	-17.02%	20.24%
杭州萧山航民非织造布有限公司	非织造布	100%	13,874	-8.46%	2,325	76.14%	16.76%
杭州萧山东片污水处理有限公司	污水处理	100%	3,362	13.85%	-63	-190.00%	-1.87%
浙江航民海运有限公司	煤炭、矿砂 等运输	100%	7,272	58.05%	2,328	899.14%	32.01%
杭州航民物资贸易有限公司	煤炭销售	100%	19,808	11.36%	255	2.41%	1.29%
杭州航民合同精机有限公司	机械制造	51%	205	-	155	-	75.61%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

航民股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2706.5	2776.7	3326.8	3909.7	营业收入	3495.8	3700.4	3911.0	4117.2
现金	661.5	893.3	1424.4	1761.7	营业成本	2450.0	2554.4	2691.2	2837.1
应收款项	578.5	724.0	620.9	811.5	营业税金及附加	39.1	29.6	31.3	32.9
存货	214.5	214.9	232.6	241.8	销售费用	63.5	63.2	66.3	70.9
其他	1115.6	807.1	904.2	942.3	管理费用	211.1	216.3	228.4	240.4
非流动资产	2144.6	2180.6	2209.2	2233.5	财务费用	(1.7)	(5.4)	(10.7)	(14.1)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	38.0	31.2	32.1	33.8
固定资产	1811.1	1811.1	1811.1	1811.1	其他	(17.9)	5.4	5.4	5.4
无形资产	124.6	129.0	126.8	127.9	营业利润	789.6	868.1	931.2	978.3
其他	89.4	92.8	96.9	93.0	营业外净收支	(4.7)	6.1	0.7	3.4
资产总计	4851.0	4957.3	5536.0	6143.2	利润总额	784.9	874.1	931.9	981.7
流动负债	769.5	481.4	496.8	512.2	所得税费用	122.1	166.1	177.1	186.5
短期借款	101.0	71.0	71.0	71.0	少数股东损益	89.3	89.3	89.3	89.3
应付账款	215.8	130.3	130.3	130.3	归属母公司净利润	573.6	618.7	665.5	705.8
其他	452.7	280.0	295.4	310.8	EBIT	771.2	866.5	925.1	968.8
非流动负债	102.9	100.1	101.7	101.5	EBITDA	974.1	876.0	934.1	977.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	102.9	100.1	101.7	101.5					
负债总计	872.4	581.5	598.4	613.7					
少数股东权益	434.2	304.0	304.0	304.0					
归属母公司股东权益	3544.4	4071.8	4633.5	5225.4					
负债和股东权益总计	4851.0	4957.3	5536.0	6143.2					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	756.2	770.4	716.7	525.0	每股收益(元)	0.90	0.97	1.05	1.11
投资活动现金流	(715.8)	(258.3)	103.3	109.9	每股净资产(元)	5.58	6.41	7.29	8.22
筹资活动现金流	(105.4)	(280.2)	(289.0)	(297.7)	发行在外股份(百万股)	635.3	635.3	635.3	635.3
现金净增加额	(68.4)	231.8	531.1	337.3	ROIC(%)	16.0%	15.8%	15.0%	14.0%
折旧与摊销	203.0	9.5	9.0	9.0	ROE(%)	17.7%	17.0%	16.2%	15.2%
资本开支	499.6	204.5	197.8	201.1	毛利率(%)	29.9%	31.0%	31.2%	31.1%
营运资本变动	(71.0)	94.2	(1.1)	(227.8)	EBIT Margin(%)	22.1%	23.4%	23.7%	23.5%
企业自由现金流	1282.9	1010.0	955.0	767.1	销售净利率(%)	16.4%	16.7%	17.0%	17.1%
					资产负债率(%)	18.0%	11.7%	10.8%	10.0%
					收入增长率(%)	9.6%	5.9%	5.7%	5.3%
					净利润增长率(%)	5.7%	7.9%	7.6%	6.1%
					P/E	12.8	11.9	11.0	10.4
					P/B	2.1	1.8	1.6	1.4
					EV/EBITDA	7.6	8.5	7.9	7.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>