

2018年08月09日

公司研究●证券研究报告

航民股份 (600987.SH)

动态分析

印染提价&结构调整助力主业发展，二季度收入加速增长

事件

8月9日，航民股份披露半年报：上半年公司实现营业收入19.38亿元，同比增长19.87%；实现归母净利2.78亿元，同比增长14.19%；EPS为0.44元，同比增长14.10%。

其中，二季度公司实现营收11.04亿元，同比增长23.00%；实现归母净利1.74亿元，同比增长16.50%。

投资要点

◆ **上半年公司主业稳步增长，整体业绩实现双位数增长：**公司上半年营业收入保持较快增速，同比增长19.87%，毛利率同比下降2.02pct至27.89%。上半年公司营业收入的提升，主要源于印染主业的品种结构调整，以及印染价格的持续提升。上半年环保进一步推进，使印染价格上行，1~5月，行业内规模以上印染企业印染布产量减少约3%，主营业务营收增加约1%，则整体印染价格上行约4%。印染价格提升，以及印染主业品种结构向中高端调整，推动公司印染主业营收增长22.44%至16.54亿元，完成利润总额增长14.68%至3.12亿元。

其他业务方面，上半年煤炭采购价格与去年同期相比有所提高，但印染企业定型机油改汽后，蒸汽用量加大，经营效益有所好转，公司热电蒸汽业务实现营收3.34亿元，同比增长29.86%，实现利润总额6650万元，同比增长8.65%，在全国企业亏损面接近一半背景下经营稳健。另外公司机械、运输等其他业务表现良好，其中上半年机械业务营收较去年全年提升24.5%至3156万元，全年有望取得较快增长。

分季度看，前二季度营收增速分别为15.97%、23.00%，净利润增速分别为10.51%、16.50%，前二季度毛利率分别为26.99%、28.56%。环保压力带动印染价格上行，提升公司营收及净利润。

盈利能力方面，上半年公司毛利率下降2.02pct至27.89%，主要源于电煤采购综合价格区间为571~635元/吨，成本处于高位。期间费用整体保持平稳，销售费用提升0.26pct至1.89%，管理费用降低0.45pct至6.22%。最终净利率较去年同期降低0.73pct至16.93%。

◆ **环保压力使印染行业产量减少，小企业亏损或推动集中度提升：**根据中国印染行业协会统计数据，2018年1~5月份，规模以上印染企业亏损企业户数381家，亏损面22.76%，较2017年同期扩大5.12个百分点；亏损企业亏损总额11.08亿元，较2017年同期增加29.88%。环保压力的继续加大，使较小印染企业越发困难。未来，亏损印染企业逐步退出有望带动行业产能下行，行业集中度有望被动提升，利好印染龙头航民股份。

◆ **拟收购航民百泰打造双主业，同一集团控制下子公司全年并表将助推业绩：**航民百泰是同一集团控制下的黄金首饰加工企业，主要客户包括老凤祥、老庙黄金等国内知名黄金珠宝首饰商提供服务。5月初，公司披露交易草案，拟出资10.7亿元收购

纺织服装 | 印染 III

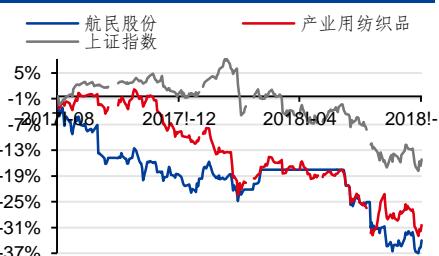
投资评级 买入-A(维持)

股价(2018-08-09) 9.05元

交易数据

总市值(百万元)	5,749.56
流通市值(百万元)	5,749.56
总股本(百万股)	635.31
流通股本(百万股)	635.31
12个月价格区间	8.57/14.43元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
相对收益	0.08	-8.23	-19.69
绝对收益	1.8	-19.84	-34.55

分析师

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

报告联系人

 吴雨舟
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

- 航民股份：印染主业稳健增长，成本上升拖累毛利率略有下滑 2018-03-25
- 航民股份：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 2017-10-20
- 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

航民百泰 100% 股权。2017 年航民百泰实现净利润 6009 万元，占上市公司同期净利润的 10.47%。航民百泰产能及产量稳步扩张，18~20 年承诺净利润分别为 7200 万元、8500 万元、1.02 亿元，年复合增速约 20%。目前收购航民百泰处于证监会审批阶段，若能于年内完成交割，则将全年并表助推业绩增长。

- ◆ **投资建议：**航民是我国印染产量第二名，产量约占全国的 2%。环保高压促使较小印染企业持续亏损，较小企业退场有望推动行业集中度被动提升，利好印染龙头。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.01、1.11 和 1.26 元。净资产收益率分别为 16.0%、15.7% 和 15.9%，目前 PE (2018E) 为约 9 倍，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动风险；环保压力下印染集中度提升或不及预期；收购航民百泰的审批风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	3,190.6	3,495.8	4,049.2	4,440.8	4,833.3
同比增长(%)	5.4%	9.6%	15.8%	9.7%	8.8%
营业利润(百万元)	766.9	789.6	860.8	958.3	1,089.0
同比增长(%)	11.6%	3.0%	9.0%	11.3%	13.6%
净利润(百万元)	542.8	573.6	640.5	705.2	802.3
同比增长(%)	12.1%	5.7%	11.7%	10.1%	13.8%
每股收益(元)	0.85	0.90	1.01	1.11	1.26
PE	10.6	10.0	9.0	8.2	7.2
PB	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、印染提价&结构调整助力主业发展，二季度收入加速增长	4
(一) 上半年公司主业稳步增长，整体业绩实现双位数增长	4
(二) 环保压力使印染产量减少，小企业亏损或推动集中度提升	6
二、拟收购航民百泰打造双主业，全年并表有望助推业绩	6
(一) 航民百泰为同一集团控制下的子公司	6
(二) 黄金首饰加工量逐步提升，2017 年已居全国第三	6
(三) 航民百泰产量扩张推升利润，或将并表助推业绩增长	7
三、盈利预测	8
四、风险提示	8

图表目录

图 1: 航民股份营业收入及其增长	4
图 2: 航民股份归母净利及其增长	4
图 3: 航民股份分业务营业收入 (百万元)	5
图 4: 航民股份分业务毛利率	5
图 5: 航民股份分季度营业收入及其增长	5
图 6: 航民股份分季度归母净利及其增长	5
图 7: 航民股份利润率情况	5
图 8: 航民股份期间费用率情况	5
图 9: 2018 年 5 月航民百泰股权结构图	6
图 10: 航民百泰分业务营业收入 (百万元)	7
图 11: 航民百泰分业务毛利率	7
图 12: 航民百泰分业务黄金加工销量	7
图 13: 航民百泰黄金加工产能产销预测	7
图 14: 航民百泰历史净利润及承诺净利润	8

一、印染提价&结构调整助力主业发展，二季度收入加速增长

8月9日，航民股份披露半年报：上半年公司实现营业收入19.38亿元，同比增长19.87%；实现归母净利2.78亿元，同比增长14.19%；EPS为0.44元，同比增长14.10%。

其中，二季度公司实现营收11.04亿元，同比增长23.00%；实现归母净利1.74亿元，同比增长16.50%。

(一) 上半年公司主业稳步增长，整体业绩实现双位数增长

公司上半年营业收入保持较快增速，同比增长19.87%，毛利率同比下降2.02pct至27.89%。上半年公司营业收入的提升，主要源于印染主业的品种结构调整，以及印染价格的持续提升。上半年环保进一步推进，使印染价格上行，1~5月，行业内规模以上印染企业印染布产量减少约3%，主营业务营收增加约1%，则整体印染价格上行约4%。印染价格提升，以及印染主业品种结构向中高端调整，推动公司印染主业营收增长22.44%至16.54亿元，完成利润总额增长14.68%至3.12亿元。

图1：航民股份营业收入及其增长



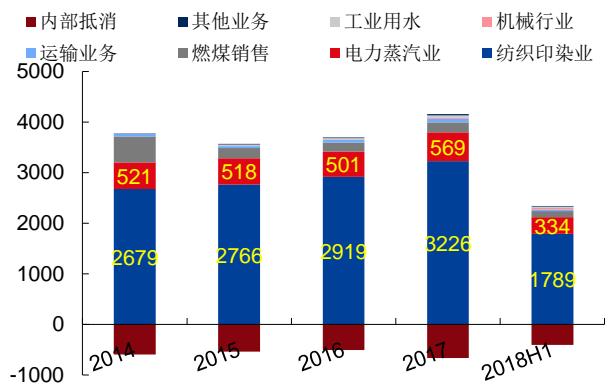
图2：航民股份归母净利及其增长



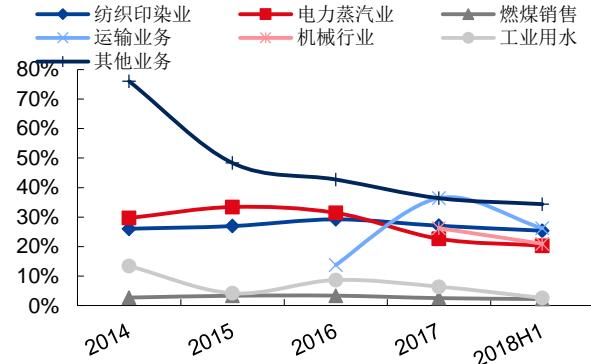
资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

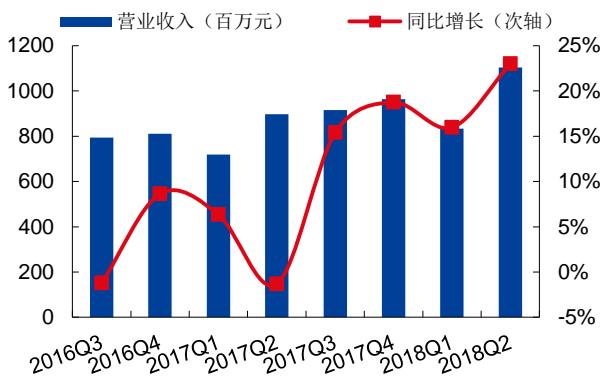
其他业务方面，上半年煤炭采购价格与去年同期相比有所提高，但印染企业定型机油改汽后，蒸汽用量加大，经营效益有所好转，公司热电蒸汽业务实现营收3.34亿元，同比增长29.86%，实现利润总额6650万元，同比增长8.65%，在全国企业亏损面接近一半背景下经营稳健。另外公司机械、运输等其他业务表现良好，其中上半年机械业务营收较去年全年提升24.5%至3156万元，全年有望取得较快增长。

图 3: 航民股份分业务营业收入 (百万元)


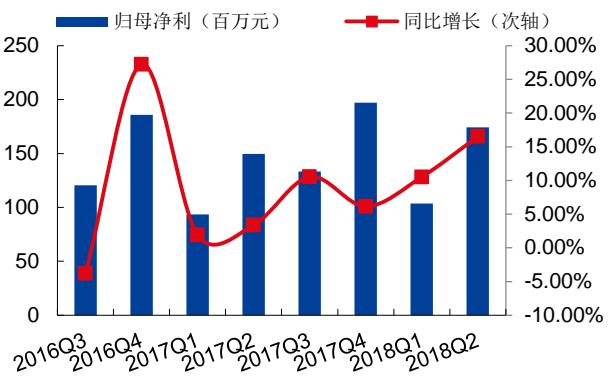
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 航民股份分业务毛利率


资料来源: Wind, 华金证券研究所

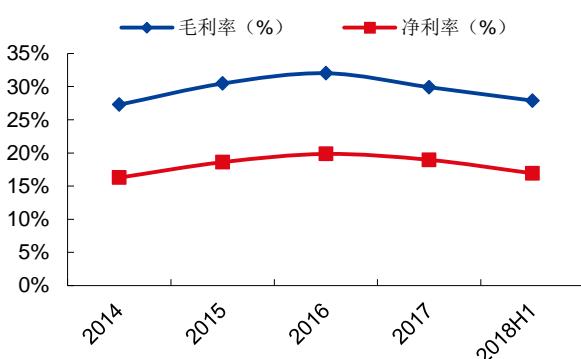
图 5: 航民股份分季度营业收入及其增长


资料来源: Wind, 华金证券研究所

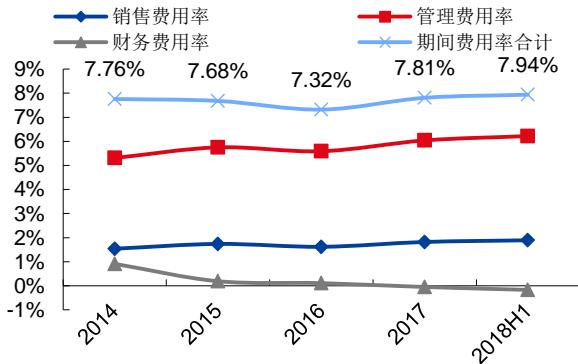
图 6: 航民股份分季度归母净利及其增长


资料来源: Wind, 华金证券研究所

盈利能力方面, 上半年公司毛利率下降 2.02pct 至 27.89%, 主要源于电煤采购综合价格区间为 571~635 元/吨, 成本处于高位。期间费用整体保持平稳, 销售费用提升 0.26pct 至 1.89%, 管理费用降低 0.45pct 至 6.22%。最终净利率较去年同期降低 0.73pct 至 16.93%。

图 7: 航民股份利润率情况


资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 航民股份期间费用率情况


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 环保压力使印染产量减少，小企业亏损或推动集中度提升

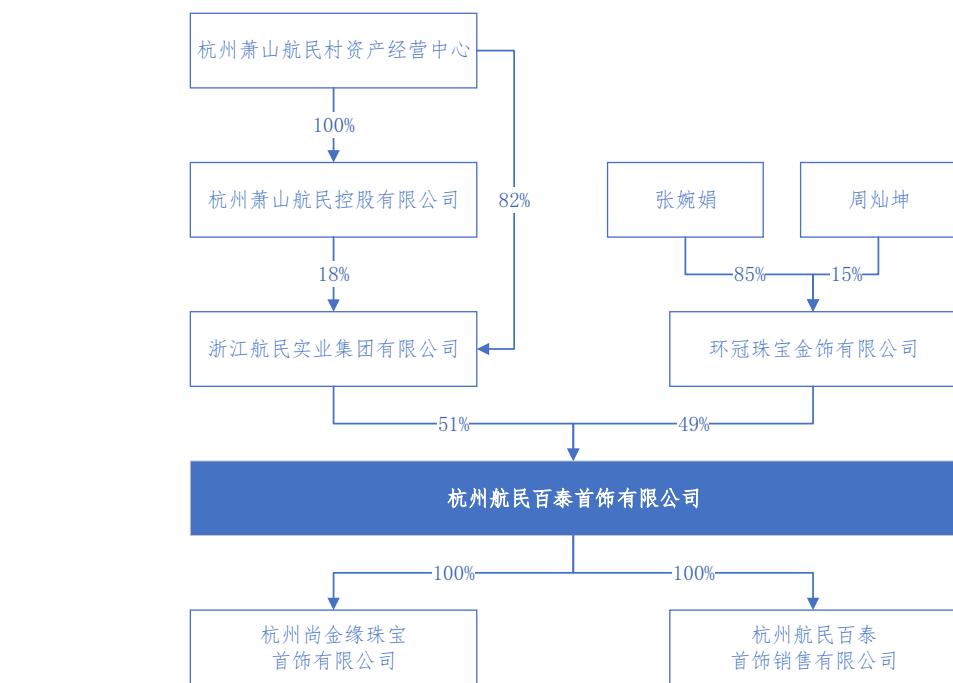
根据中国印染行业协会统计数据，2018年1~5月份，规模以上印染企业亏损企业户数381家，亏损面22.76%，较2017年同期扩大5.12个百分点；亏损企业亏损总额11.08亿元，较2017年同期增加29.88%。环保压力的继续加大，使较小印染企业越发困难。未来，亏损印染企业逐步退出有望带动行业产能下行，行业集中度有望被动提升，利好印染龙头航民股份。

二、拟收购航民百泰打造双主业，全年并表有望助推业绩

(一) 航民百泰为同一集团控制下的子公司

5月初，公司披露交易草案，拟以发行股份的方式出资10.7亿元向航民集团、环冠珠宝购买其合计持有的航民百泰100%股权。本次交易前，航民集团和环冠珠宝分别持有航民百泰51%和49%的股权，本次交易后，航民百泰将成为航民股份的全资子公司。

图9：2018年5月航民百泰股权结构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

(二) 黄金首饰加工量逐步提升，2017年已居全国第三

航民百泰成立于2003年，是同一集团控制下的黄金加工企业，主要客户包括老凤祥、老庙黄金等国内知名黄金珠宝首饰商。根据中国黄金协会发布的《中国黄金年鉴2017》，航民百泰黄金首饰加工量位居全国第三。航民百泰的主要销售模式是以“加工+批发”为主。在加工业务模式下，黄金原料由客户提供，航民百泰按照客户的需求生产产品，根据工艺复杂程度收取相应加

工费；在批发业务模式下，航民百泰以自购黄金原料生产黄金饰品，批发销售时，依据“黄金基准价+加工费”的定价原则进行销售，不以赚取黄金波动价差为目的。

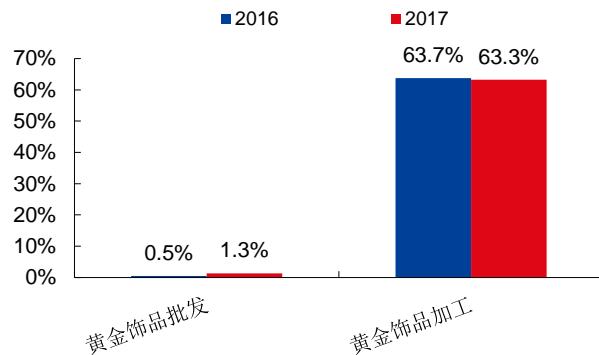
航民百泰 2017 年营业收入为 34.51 亿元，其中黄金饰品批发业务收入为 32.71 亿元，同比增长 26.91%；黄金饰品加工业务收入为 1.77 亿元，同比增长 19.74%；上述业务收入规模均较 2016 年实现较大增幅。未来，航民百泰将通过技术改造引进先进设备，逐步提高黄金饰品加工能力，尚金缘于 2017 年迁入新厂区，生产能力也将逐步释放。整体产能的稳步提升，有望持续推动航民百泰业绩增长。

图 10：航民百泰分业务营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：航民百泰分业务毛利率



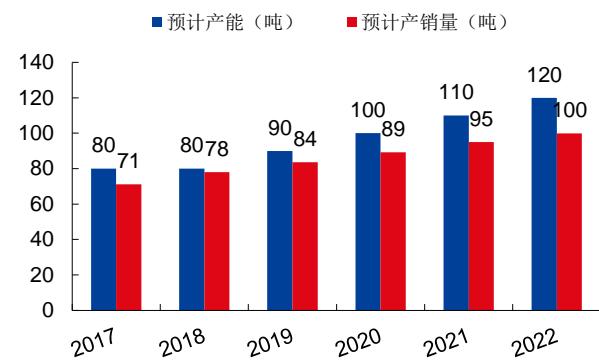
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：航民百泰分业务黄金加工销量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：航民百泰黄金加工产能产销预测

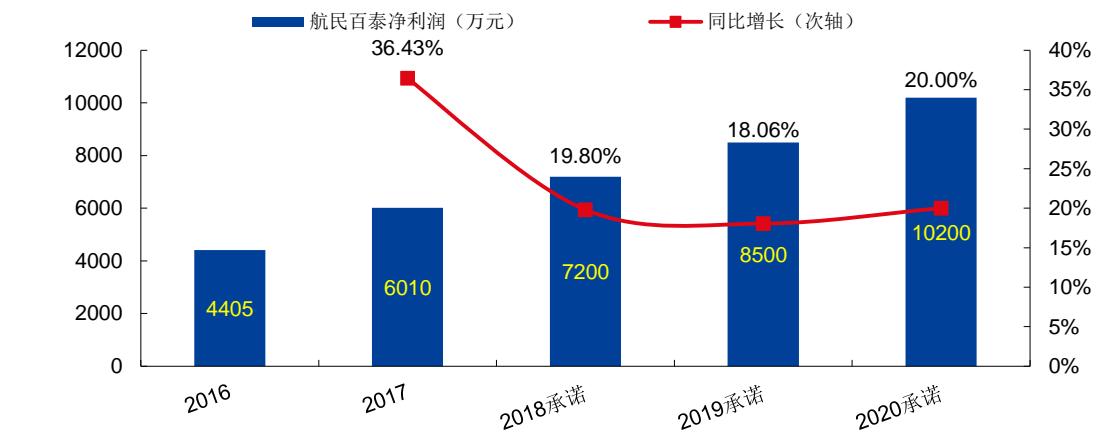


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）航民百泰产量扩张推升利润，或将并表助推业绩增长

2017 年航民百泰实现净利润 6009 万元，占上市公司同期净利润的 10.47%。航民百泰产能及产量稳步扩张，18~20 年承诺净利润分别为 7200 万元、8500 万元、1.02 亿元，年复合增速约 20%。目前收购航民百泰处于证监会审批阶段，若能于年内完成交割，则将全年并表助推业绩增长。

图 14: 航民百泰历史净利润及承诺净利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、盈利预测

航民是我国印染产量第二名，产量约占全国的 2%。环保高压促使较小印染企业持续亏损，较小企业退场有望推动行业集中度被动提升，利好印染龙头。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.01、1.11 和 1.26 元。净资产收益率分别为 16.0%、15.7% 和 15.9%，目前 PE(2018E) 为约 9 倍，维持“买入-A”建议。

四、风险提示

原材料价格波动风险；环保压力下印染集中度提升或不及预期；收购航民百泰的审批风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,190.6	3,495.8	4,049.2	4,440.8	4,833.3	年增长率					
减: 营业成本	2,168.9	2,450.0	2,877.4	3,133.0	3,354.9	营业收入增长率	5.4%	9.6%	15.8%	9.7%	8.8%
营业税费	36.8	39.1	45.4	49.7	54.1	营业利润增长率	11.6%	3.0%	9.0%	11.3%	13.6%
销售费用	51.6	63.5	72.1	79.5	87.0	净利润增长率	12.1%	5.7%	11.7%	10.1%	13.8%
管理费用	178.2	211.1	234.9	262.0	290.0	EBITDA 增长率	10.7%	0.4%	11.0%	9.4%	11.4%
财务费用	3.6	-1.7	-7.0	-5.7	-4.0	EBIT 增长率	11.2%	-0.5%	11.4%	11.6%	13.9%
资产减值损失	11.6	3.7	3.7	4.0	4.2	NOPLAT 增长率	11.1%	6.9%	8.4%	11.6%	13.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.8%	22.0%	2.1%	-0.6%	-5.8%
投资和汇兑收益	27.1	38.0	38.0	40.0	42.0	净资产增长率	13.6%	13.0%	13.8%	13.4%	13.4%
营业利润	766.9	789.6	860.8	958.3	1,089.0						
加: 营业外净收支	16.8	-4.7	15.6	9.9	10.1						
利润总额	783.7	784.9	876.4	968.2	1,099.1						
减: 所得税	150.3	122.1	136.3	150.6	170.9						
净利润	542.8	573.6	640.5	705.2	802.3						
资产负债表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
货币资金	715.4	661.5	1,034.2	1,656.7	2,536.7	盈利能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	毛利率	32.0%	29.9%	28.9%	29.5%	30.6%
应收帐款	200.5	215.9	255.8	287.0	330.6	营业利润率	24.0%	22.6%	21.3%	21.6%	22.5%
应收票据	400.3	367.3	532.5	701.0	641.6	净利润率	17.0%	16.4%	15.8%	15.9%	16.6%
预付帐款	113.8	131.6	164.2	156.1	185.3	EBITDA/营业收入	30.2%	27.7%	26.6%	26.5%	27.1%
存货	188.6	214.5	233.1	271.7	250.2	EBIT/营业收入	24.1%	21.9%	21.1%	21.5%	22.4%
其他流动资产	789.8	1,115.6	1,115.6	1,100.0	1,150.0	偿债能力					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	17.8%	18.0%	14.9%	13.6%	12.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	负债权益比	21.7%	21.9%	17.5%	15.8%	14.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	流动比率	3.65	3.52	4.84	5.91	7.05
投资性房地产	-	-	-	-	-	速动比率	3.36	3.24	4.50	5.53	6.70
固定资产	1,576.2	1,811.1	1,729.5	1,529.0	1,324.3	利息保障倍数	211.91	-458.57	-122.38	-168.15	-273.25
在建工程	47.4	110.8	34.8	24.4	17.1	营运能力					
无形资产	133.5	124.6	116.0	107.4	98.8	固定资产周转天数	175	174	157	132	106
其他非流动资产	118.2	98.2	102.9	108.1	111.0	流动营业资本周转天数	110	126	133	139	136
资产总额	4,283.7	4,851.0	5,318.7	5,941.3	6,645.5	流动资产周转天数	262	263	269	304	345
短期债务	33.0	101.0	-	-	-	应收帐款周转天数	22	21	21	22	23
应付帐款	166.8	223.5	244.5	247.0	260.2	存货周转天数	21	21	20	20	19
应付票据	-	9.8	1.9	2.4	2.0	总资产周转天数	469	470	452	456	469
其他流动负债	460.7	435.3	442.7	456.6	460.2	投资资本周转天数	295	311	298	274	244
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	102.0	102.9	102.9	102.6	102.8	费用率					
负债总额	762.5	872.4	792.0	808.6	825.3	销售费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
少数股东权益	377.7	434.2	533.9	646.3	772.2	管理费用率	5.6%	6.0%	5.8%	5.9%	6.0%
股本	635.3	635.3	635.3	635.3	635.3	财务费用率	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
留存收益	2,508.1	2,909.1	3,357.4	3,851.1	4,412.7	三费/营业收入	7.3%	7.8%	7.4%	7.6%	7.7%
股东权益	3,521.2	3,978.6	4,526.6	5,132.7	5,820.2	投资回报率					
						ROE	17.3%	16.2%	16.0%	15.7%	15.9%
						ROA	14.8%	13.7%	13.9%	13.8%	14.0%
						ROIC	24.9%	24.5%	21.7%	23.7%	27.2%
						分红指标					
						DPS(元)	0.26	0.28	0.30	0.33	0.38
						分红比率	30.4%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	2.9%	3.1%	3.3%	3.7%	4.2%

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	633.4	662.9	640.5	705.2	802.3
加: 折旧和摊销	194.6	203.0	221.8	223.6	225.1
资产减值准备	11.6	3.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	13.7	6.4	-7.0	-5.7	-4.0
投资损失	-27.1	-38.0	-38.0	-40.0	-42.0
少数股东损益	90.6	89.3	99.7	112.4	125.9
营运资金的变动	-194.0	-423.8	-240.4	-205.1	-36.0
经营活动产生现金流量	868.0	756.2	676.6	790.5	1,071.3
投资活动产生现金流量	-519.5	-715.8	-17.8	36.0	37.5
融资活动产生现金流量	-488.3	-105.4	-286.2	-204.0	-228.7

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.85	0.90	1.01	1.11	1.26
BVPS(元)	4.95	5.58	6.28	7.06	7.95
PE(X)	10.6	10.0	9.0	8.2	7.2
PB(X)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
P/FCF	191.4	136.5	12.2	7.9	5.8
P/S	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.5	5.7	4.8	3.9	3.0
CAGR(%)	8.9%	11.9%	9.5%	8.9%	11.9%
PEG	1.2	0.8	0.9	0.9	0.6
ROIC/WACC	2.4	2.3	2.1	2.3	2.6

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.huajinsc.cn