

三季度接单良好，管理提升，助推毛利率持续回升

买入（维持）

2018 年 10 月 18 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,495.79	3,990.26	4,352.23	4,744.04
同比（%）	9.56	14.14	9.07	9.00
归母净利润（百万元）	573.56	638.21	685.88	736.46
同比（%）	5.66	11.27	7.47	7.37
每股收益（元/股）	0.90	1.00	1.08	1.16
P/E（倍）	8.6	7.7	7.2	6.7

投资要点

■ **事件：**公司公布三季报，收入同增 16.55%至 29.51 亿元，毛利率降 0.82pp 至 28.35%，归母净利同增 11.61%至 4.20 亿元；

单三季度来看，收入同增 10.68%至 10.14 亿元，毛利率提升 1.35pp 至 29.23%，归母净利同增 6.89%至 1.42 亿元。

■ **印染主业：**三季度接单情况良好，受益煤价稳定毛利率较去年同期小幅提升。接单良好带动 Q3 收入在去年同期相对高基数基础上仍然增长 10.7%至 10.1 亿元；毛利率方面，原材料价格相对稳定，加之内部技改带来的效率提升，带动毛利率同比提升 1.35pp 至 29.2%。

■ **财务方面：**管理费用有所提升，但毛利率提升仍带动净利润增长 7%。Q3 毛利率提升 1.35pp 带动毛利整体增长 16%至 2.96 亿元，费用方面，销售、研发、财务费用率稳定，但管理费用率提升 1.64pp 至 5.40%，主要由于收购航民百泰事项带来的中介费用支出；营业利润增长 12%至 2.02 亿元，加之去年同期一次性营业外收入带来利润高基数，净利润增速缓于营业利润，增长 7%至 1.66 亿元。

■ **并购航民百泰进展顺利，双主业发展可期：**公司于 2018 年 5 月公布草案，拟以 9.72 元/股价格对航民集团、环冠珠宝发行 1.1 亿股，合计以 10.7 亿元对价收购航民百泰 100%股权。航民百泰主要为包括老庙黄金、老凤祥、明牌珠宝、曼卡龙在内的国内首饰品牌进行黄金饰品加工，2017 年收入/归母净利规模达到 34.5 亿元/6010 万元，本次收购中航民百泰对于 18/19/20 年的业绩承诺分别达到 7200/8500/10200 万元，同比增长 19.8%/18.1%/20%。目前证监会已经核准该并购事项。

■ **盈利预测与投资评级：**作为拥有 10.2 亿米印染加工产能规模的全国第二大印染企业，公司有望持续受益环保趋严带来的行业集中度提升，从而实现接单能力及议价能力有效提升，预计 18/19/20 年归母净利同增 11.3%/7.5%/7.4%至 6.4/6.9/7.4 亿元，对应 PE7.7/7.2/6.7X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格意外上涨、零售遇冷带来的下游需求走弱、环保收紧力度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.77
一年最低/最高价	7.70/12.05
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	4936.36

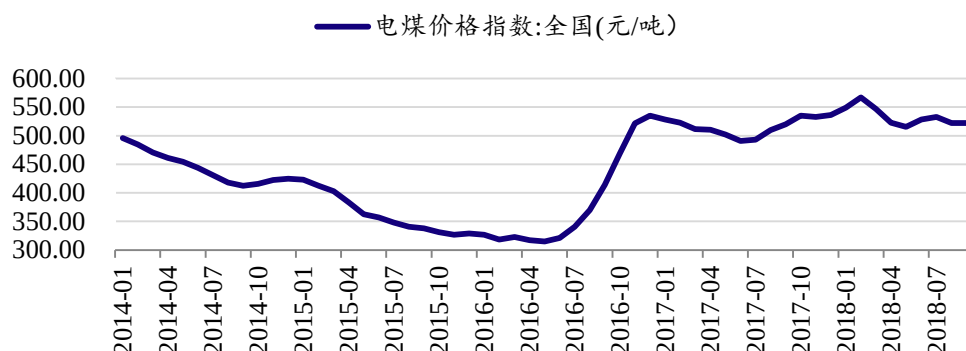
基础数据

每股净资产(元)	5.96
资产负债率(%)	18.93
总股本(百万股)	635.31
流通 A 股(百万股)	635.31

相关研究

- 1、《航民股份 (600987)：下游需求旺盛带来收入高增，成本端受原材料价格上涨略有压力》2018-08-10
- 2、《航民股份 17 年报：产销两旺，煤价上行成本端承压，全年增速稳健》2018-03-23
- 3、《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》2017-10-20

图：电煤价格指数



数据来源：国家发改委，东吴证券研究所

表：季度财务数据拆分（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	718.69	897.63	915.91	963.55	833.45	1,104.06	1,013.76
YOY	6.35%	-1.32%	15.39%	18.74%	15.97%	23.00%	10.68%
毛利润	194.63	288.74	255.30	307.15	224.99	315.29	296.30
YOY	-2.22%	0.16%	10.20%	1.45%	15.60%	9.20%	16.06%
毛利率	27.08%	32.17%	27.87%	31.88%	27.00%	28.56%	29.23%
期间费用率	8.26%	8.08%	5.45%	6.33%	9.36%	6.87%	10.16%
销售费用	10.11	16.27	15.42	21.74	16.25	20.37	17.68
销售费用率	1.41%	1.81%	1.68%	2.26%	1.95%	1.85%	1.74%
管理费用	51.05	56.70	34.43	38.83	60.05	60.48	54.75
管理费用率	7.10%	6.32%	3.76%	4.03%	7.20%	5.48%	5.40%
研发费用	与管理费用共同列支		30.12	与管理费用共同列支		34.24	
研发费用率			3.29%				
财务费用	-1.78	-0.40	0.07	0.43	1.70	-5.04	-3.66
财务费用率	-0.25%	-0.04%	0.01%	0.04%	0.20%	-0.46%	-0.36%
投资净收益	5.80	7.62	12.65	11.94	6.20	13.12	12.70
营业利润	131.36	222.67	180.92	254.68	146.88	241.79	202.52
YOY	-3.00%	6.24%	8.05%	0.10%	11.81%	8.59%	11.94%
营业外收入	6.47	-4.85	15.13	-16.60	0.17	-0.06	1.08
利润总额	136.84	217.60	190.41	240.08	146.90	241.74	203.56
YOY	-0.65%	1.63%	11.07%	-7.81%	7.35%	11.09%	6.91%
所得税率	18.97%	19.77%	18.91%	7.11%	16.52%	15.02%	18.67%
净利润	110.88	174.59	154.40	223.01	122.63	205.41	165.55
YOY	2.65%	2.41%	12.92%	2.22%	10.60%	17.65%	7.22%
净利率	15.43%	19.45%	16.86%	23.14%	14.71%	18.60%	16.33%
少数股东权益	17.27	24.92	21.21	25.91	19.19	31.06	23.19
YOY	6.87%	-3.07%	30.60%	-20.20%	11.12%	24.64%	9.34%
归母净利	93.61	149.66	133.18	197.10	103.44	174.35	142.36
YOY	1.91%	3.38%	10.54%	6.14%	10.50%	16.50%	6.89%

数据来源：Wind，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	2648.9	3063.5	3530.1	营业收入	3495.8	3990.3	4352.2	4744.0
现金	661.5	730.8	960.5	1236.8	减:营业成本	2450.0	2825.9	3097.2	3392.0
应收账款	578.5	708.7	766.7	869.2	营业税金及附加	39.1	31.9	34.8	38.0
存货	214.5	250.5	265.7	299.6	营业费用	63.5	67.2	73.5	80.5
其他产	1115.6	807.1	904.2	942.3	管理费用	211.1	227.5	247.1	269.1
非流动资产	2144.6	2353.1	2554.4	2751.4	财务费用	(1.7)	(3.8)	(6.1)	(8.8)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	38.0	31.2	32.1	33.8
固定资产	1811.1	1983.5	2156.3	2329.0	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	867.3	932.4	1001.7
其他	89.4	92.8	96.9	93.0	加:营业外净收支	(4.7)	6.1	6.3	6.2
资产总计	4851.0	5002.0	5617.9	6281.6	利润总额	784.9	873.4	938.6	1007.9
流动负债	769.5	504.4	529.6	560.7	减:所得税费用	122.1	135.8	146.0	156.7
短期借款	101.0	71.0	71.0	71.0	少数股东损益	89.3	99.4	106.8	114.7
应付账款	215.8	130.3	130.3	130.3	归属母公司净利润	573.6	638.2	685.9	736.5
其他	452.7	303.1	328.3	359.4	EBIT	771.2	869.7	934.4	1002.5
非流动负债	102.9	100.1	101.7	101.5	EBITDA	974.1	879.0	943.4	1011.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	102.9	100.1	101.7	101.5					
负债合计	872.4	604.5	631.3	662.2					
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	4093.5	4682.7	5315.3					
负债和股东权益	4851.0	5002.0	5617.9	6281.6					
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	484.6	701.9	697.6	每股收益(元)	0.90	1.00	1.08	1.16
投资活动现金流	(715.8)	(127.5)	(172.5)	(109.2)	每股净资产(元)	5.58	6.44	7.37	8.37
筹资活动现金流	(105.4)	(287.7)	(299.7)	(312.1)	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)	69.3	229.7	276.2	ROIC(%)	16.0%	16.4%	15.6%	14.9%
折旧和摊销	203.0	9.3	9.0	9.0	ROE(%)	17.7%	17.6%	16.9%	16.1%
资本开支	499.6	204.5	197.8	201.1	毛利率(%)	29.9%	29.2%	28.8%	28.5%
营运资本变动	(71.0)	(222.5)	(58.5)	(116.5)	销售净利率(%)	16.4%	16.0%	15.8%	15.5%
					资产负债率(%)	18.0%	12.1%	11.2%	10.5%
					收入增长率(%)	9.6%	14.1%	9.1%	9.0%
					净利润增长率(%)	5.7%	11.3%	7.5%	7.4%
					P/E	8.6	7.7	7.2	6.7
					P/B	1.4	1.2	1.1	0.9
					EV/EBITDA	5.2	5.7	5.3	5.0

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>