

2018年10月18日

航民股份 (600987.SH)

公司快报

前三季度业绩稳步增长，印染行业亏损面扩大或推升行业集中度

事件

10月18日盘后，公司发布2018年三季报。报告期内，公司实现营业收入29.51亿元，较上年同期增加16.55%；归属于上市公司股东的净利润4.20亿元，较上年同期增加11.61%。EPS为0.66元。

其中第三季度公司营业收入10.14亿元，同比增长10.68%，实现归母净利润1.42亿元，同比增长6.89%。

投资要点

◆ **营收净利稳步增长，原材料价格上行致毛利率降低：**分季度看，2018年Q1、Q2、Q3公司分别实现营收增长15.97%、23.00%、10.68%，三季度营收增速略有放缓，我们认为，主要是为应对原材料价格保持高位，公司印染品类向中高端调整，保证了毛利率水平，或损失一部分潜在订单。另外，在居民消费增速放缓的背景下，三季度起江浙地区织造集群开机率有所下降，据估计，中秋国庆前后的织造集群开机率降低约20pct，织造旺季不旺、订单复苏缓慢，使配套印染产业订单有所下降，影响了公司三季度的经营情况。

盈利能力方面，公司前三季度毛利率较去年同期下降0.82pct至28.35%，主要是原材料价格较快上行。其中，2018年三季度，分散染料原材料蒽醌及纯苯均价分别同比提升约36%与约10%，热电原材料动力煤价格上升约9%。原材料价格上涨，使印染业务毛利率承压。而公司前三季度毛利率较上半年环比提升0.46pct，主要是公司通过品类提档，改善了整体盈利能力。另外，在公司销售费用同比提升0.19pct至1.84%，管理费用下降2.93pct至6.80%，财务费用微降0.16pct至-0.24%，费用控制良好使销售净利率同比略降0.65pct至16.72%。

◆ **印染行业产能缩减，亏损面进一步扩大，较小亏损企业谋求退出或推升行业集中度：**2018年，在国家政策趋严、环保压力持续、下游需求增速放缓等多重因素影响下，规模以上印染企业印染布产量有所下降。据统计，2018年1~6月规模以上印染企业印染布产量同比减少17.2%，增速较2017年同期回落23.3个百分点。同时，印染行业亏损面继续扩大，截止6月末，印染企业亏损企业达382家，亏损面约22.78%，同比提升5.14个百分点，达到近年来同期最高亏损面。该时段内，亏损企业亏损额约11.92亿元，较去年同期增加20.21%。印染行业亏损面进一步扩大，较小亏损企业谋求退出，行业集中度或被动提升，印染市场竞争有望趋缓，行业龙头或将受益。

◆ **拟参与宇田科技破产重整，或将进一步完善产业链布局：**10月15日晚，公司公告称拟参与杭州宇田科技有限公司及其关联公司破产重整，进一步完善产业链配套布局。宇田科技是杭州萧山的一家染料公司，是公司染料供应商之一，其提供的染料性能稳定可靠，与公司印染主业具有协同性。公司印染产业链布局中正缺少染料制造版块，目前染料价格维持高位对印染成本带来压力，通过宇田科技进入染料行业，

纺织服装 | 印染 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-10-18)

7.77元

交易数据

总市值(百万元)	4,936.36
流通市值(百万元)	4,936.36
总股本(百万股)	635.31
流通股本(百万股)	635.31
12个月价格区间	7.70/12.35元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.67	-2.33	-6.99
绝对收益	-11.9	-13.47	-33.25

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：印染提价&结构调整助力主业发展，二季度收入加速增长 2018-08-10
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

或将提升公司印染的盈利能力。财务方面，2014年至2016年，航民股份向宇田科技支付的预付款余额分别占航民股份预付款总余额约18.63%、24.90%、13.71%，保持余额占比前两名。宇田科技曾持续多年为公司重要合作伙伴，控股后的协同将有所保障。若公司能够实现对宇田科技的控股以及环保改造，则将完善公司产业链布局，增强公司印染主业的竞争力。

◆ **投资建议：**航民是我国印染产量第二名，前三季度实现业绩稳步增长。环保高压、原材料价格维持高位叠加下游需求增速放缓，或将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。公司参与宇田科技破产重整，若能完成对宇田科技的控股，则将进一步完善印染主业产业链布局，有望增强印染竞争力。我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为1.01、1.11和1.24元。净资产收益率分别为16.0%、15.7%和15.6%，目前股价约为2018年EPS对应7.7倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**1. 参与宇田科技重组及重组后的环保改造仍存不确定性；2. 印染行业产能分散；3. 原材料价格波动风险；4. 纺织服装产能持续向东南亚转移。

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	4,794.3
同比增长(%)	5.4%	9.6%	15.8%	9.7%	8.0%
营业利润(百万元)	766.9	789.6	860.8	958.3	1,068.0
同比增长(%)	11.6%	3.0%	9.0%	11.3%	11.5%
净利润(百万元)	542.8	573.6	640.5	705.2	787.0
同比增长(%)	12.1%	5.7%	11.7%	10.1%	11.6%
每股收益(元)	0.85	0.90	1.01	1.11	1.24
PE	9.1	8.6	7.7	7.0	6.3
PB	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0

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)	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	4,794.3	年增长率					
减: 营业成本	2,168.9	2,450.0	2,877.4	3,133.0	3,340.4	营业收入增长率	5.4%	9.6%	15.8%	9.7%	8.0%
营业税费	36.8	39.1	45.4	49.7	53.7	营业利润增长率	11.6%	3.0%	9.0%	11.3%	11.5%
销售费用	51.6	63.5	72.1	79.5	86.3	净利润增长率	12.1%	5.7%	11.7%	10.1%	11.6%
管理费用	178.2	211.1	234.9	262.0	287.7	EBITDA 增长率	10.7%	0.4%	11.0%	9.4%	9.6%
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%	11.7%
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%	11.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.8%	22.0%	2.1%	-0.6%	-6.3%
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%	13.1%
营业利润	766.9	789.6	860.8	958.3	1,068.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	16.8	-4.7	15.6	9.9	10.1	毛利率	32.0%	29.9%	28.9%	29.5%	30.3%
利润总额	783.7	784.9	876.4	968.2	1,078.1	营业利润率	24.0%	22.6%	21.3%	21.6%	22.3%
减: 所得税	150.3	122.1	136.3	150.6	167.6	净利润率	17.0%	16.4%	15.8%	15.9%	16.4%
净利润	542.8	573.6	640.5	705.2	787.0	EBITDA/营业收入	30.2%	27.7%	26.6%	26.5%	26.9%
						EBIT/营业收入	24.1%	21.9%	21.1%	21.5%	22.2%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	17.8%	18.0%	14.9%	13.6%	12.4%
货币资金	715.4	661.5	1,034.2	1,656.7	2,540.6	负债权益比	21.7%	21.9%	17.5%	15.8%	14.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.65	3.52	4.84	5.91	7.05
应收帐款	200.5	215.9	255.8	287.0	325.6	速动比率	3.36	3.24	4.50	5.53	6.71
应收票据	400.3	367.3	532.5	701.0	630.7	利息保障倍数	211.91	-458.57	-122.38	-168.15	-266.35
预付帐款	113.8	131.6	164.2	156.1	183.8	营运能力					
存货	188.6	214.5	233.1	271.7	248.0	固定资产周转天数	175	174	157	132	107
其他流动资产	789.8	1,115.6	1,115.6	1,100.0	1,150.0	流动营业资本周转天数	110	126	133	139	136
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	262	263	269	304	347
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	22	21	21	22	23
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	21	21	20	20	20
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	469	470	452	456	472
固定资产	1,576.2	1,811.1	1,729.5	1,529.0	1,324.3	投资资本周转天数	295	311	298	274	245
在建工程	47.4	110.8	34.8	24.4	17.1	费用率					
无形资产	133.5	124.6	116.0	107.4	98.8	销售费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	118.2	98.2	102.9	108.1	111.0	管理费用率	5.6%	6.0%	5.8%	5.9%	6.0%
资产总额	4,283.7	4,851.0	5,318.7	5,941.3	6,629.8	财务费用率	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
短期债务	33.0	101.0	-	-	-	三费/营业收入	7.3%	7.8%	7.4%	7.6%	7.7%
应付帐款	166.8	223.5	244.5	247.0	258.0	投资回报率					
应付票据	-	9.8	1.9	2.4	2.0	ROE	17.3%	16.2%	16.0%	15.7%	15.6%
其他流动负债	460.7	435.3	442.7	456.6	459.9	ROA	14.8%	13.7%	13.9%	13.8%	13.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	24.9%	24.5%	21.7%	23.7%	26.7%
其他非流动负债	102.0	102.9	102.9	102.6	102.8	分红指标					
负债总额	762.5	872.4	792.0	808.6	822.8	DPS(元)	0.26	0.28	0.30	0.33	0.37
少数股东权益	377.7	434.2	533.9	646.3	769.8	分红比率	30.4%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	635.3	635.3	635.3	635.3	635.3	股息收益率	3.3%	3.6%	3.9%	4.3%	4.8%
留存收益	2,508.1	2,909.1	3,357.4	3,851.1	4,402.0						
股东权益	3,521.2	3,978.6	4,526.6	5,132.7	5,807.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	633.4	662.9	640.5	705.2	787.0	EPS(元)	0.85	0.90	1.01	1.11	1.24
加: 折旧和摊销	194.6	203.0	221.8	223.6	225.1	BVPS(元)	4.95	5.58	6.28	7.06	7.93
资产减值准备	11.6	3.7	-	-	-	PE(X)	9.1	8.6	7.7	7.0	6.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
财务费用	13.7	6.4	-7.0	-5.7	-4.0	P/FCF	164.4	117.2	10.5	6.8	4.9
投资损失	-27.1	-38.0	-38.0	-40.0	-42.0	P/S	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	90.6	89.3	99.7	112.4	123.5	EV/EBITDA	4.7	4.9	4.0	3.2	2.4
营运资金的变动	-194.0	-423.8	-240.4	-205.1	-19.0	CAGR(%)	8.9%	11.2%	9.5%	8.9%	11.2%
经营活动产生现金流量	868.0	756.2	676.6	790.5	1,070.5	PEG	1.0	0.8	0.8	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-519.5	-715.8	-17.8	36.0	37.5	ROIC/WACC	2.4	2.3	2.1	2.3	2.5
融资活动产生现金流量	-488.3	-105.4	-286.2	-204.0	-224.1						

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