

印染主业盈利增长超 10%，航民百泰并表增厚利润

买入（维持）

2019 年 03 月 27 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

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,533.89	8,661.37	10,003.29	11,568.49
同比（%）	115.51	14.97	15.49	15.65
归母净利润（百万元）	661.91	767.40	859.43	958.97
同比（%）	15.40	15.94	11.99	11.58
每股收益（元/股）	0.89	0.71	0.80	0.89
P/E（倍）	11.9	10.2	9.1	8.2

投资要点

■ **事件：**公司公布年报，2018 年收入 75.34 亿元，净利润 7.99 亿元，归母净利 6.62 亿元；若剔除收购航民百泰带来的并表影响，公司原有主业收入增长 13.4%至 39.6 亿元，净利润增长 8.9%至 7.2 亿元，归母净利增长 2.0%至 5.8 亿元；分红方面，公司计划每 10 股转增 2 股，并每 10 股派送红股 2.5 股同时派发现金股利 2.80 元，现金分红比例达到 31.53%。

■ **印染主业：**总体接单顺利，18 年印染业务收入同增 11.9%，利润总额同增 10.4%，盈利水平与去年基本持平。2018 年公司整体纺织业务收入增长 13.72%至 36.7 亿元，毛利率同比下降 0.72pp 至 26.3%，主要与非织造业务盈利能力下降（由于搬迁影响生产）有关。具体到印染业务，2018 年收入增长 11.9%至 33.36 亿元，旗下印染子公司 18 年平均净利率水平高达 15.8%，主业表现非常稳健。

■ **热电蒸汽业务：**煤价稳定背景下盈利能力小幅回升，收入同增 19.4%至 6.8 亿元，利润总额同增 12.0%至 1.4 亿元。

■ **黄金业务：**18 年 12 月收购首饰制造企业航民百泰，完整并表显著增厚利润。航民股份以 10.7 亿元对价对百泰进行 100%收购，收购全部通过发行股份方式进行，发行价格 9.72 元/股。航民百泰方面给出的业绩承诺在 18/19/20 年分别为 7200/8500/10200 万元，复合增长率接近 20%，2018 年航民百泰收入/净利润达到 35.7 亿/7711 万元，超过承诺业绩。

■ **解读 18 年盈利：**印染及热电盈利增长超过 10%，收购航民百泰的一次性费用、非织造布业务以及航运业务盈利下滑是归母净利增长慢于收入增长的主要原因。2018 年公司公司印染业务利润总额同增 10.4%，热电业务利润总额同增 12.0%，其他业务的利润总额从 2017 年的 5656 万元降低到 2018 年的 2055 万元，主要受到以下因素影响：1) 收购航民百泰的一次性费用 1811 万元左右；2) 非织造布子公司受厂房搬迁影响净利润较 17 年下滑 1680 万元；3) 海运子公司净利润较 17 年下滑 873 万元。我们认为 2019 年前两项影响因素将会消失，由此剔除该两项因素的影响，18 年公司原有业务（不考虑黄金并表）的归母净利应该达到 6.1 亿元，同比增长 7%。

■ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑增值税下调利好，预计 19/20/21 年公司归母利润分别增长 16%/12%/12%至 7.7/8.6/9.6 亿元，对应 PE10.2/9.1/8.2X，历史现金分红率保持在 30%左右，低估值行业龙头，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**染料、煤炭等原材料价格异常波动，黄金加工业务发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.53
一年最低/最高价	7.65/11.62
市净率(倍)	1.83
流通 A 股市值(百万元)	6689.81

基础数据

每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	26.77
总股本(百万股)	745.39
流通 A 股(百万股)	635.31

相关研究

- 1、《航民股份 (600987)：三季度接单良好，管理提升，助推毛利率持续回升》2018-10-19
- 2、《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

事件：

公司公布年报，2018 年收入 75.34 亿元，净利润 7.99 亿元，归母净利 6.62 亿元；若剔除收购航民百泰带来的并表影响，公司原有主业收入增长 13.4%至 39.6 亿元，净利润增长 8.9%至 7.2 亿元，归母净利增长 2.0%至 5.8 亿元；具体到 18Q4，公司原有业务收入增长 5.1%至 10.1 亿元，净利润增长 2.5%至 2.3 亿元。分红方面，公司计划每 10 股转增 2 股，并每 10 股派送红股 2.5 股同时派发现金股利 2.80 元，现金分红比例达到 31.53%。

表 1：航民股份业绩拆分（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2017	2018
报表营业收入	833.4	1,104.1	1,013.8	4,582.6	3,495.8	7,533.9
其中：黄金业务并表				3,570.2		3,570.2
航民原有业务收入	833.4	1,104.1	1,013.8	1,012.4	3,495.8	3,963.7
YOY	15.97%	23.00%	10.68%	5.07%		13.38%
报表利润总额	146.9	241.7	203.6	340.4	784.9	932.6
其中：印染业务贡献					603.0	665.91
YOY						10.44%
电力蒸汽业务贡献					125.4	140.49
YOY						12.02%
黄金业务并表贡献						105.6
其他业务（航运等）					56.56	20.55
报表净利润	122.6	205.4	165.5	305.6	662.9	799.2
其中：黄金业务并表				77.1		77.1
航民原有业务净利润	122.6	205.4	165.5	228.5	662.9	722.1
YOY	10.60%	17.66%	7.22%	2.45%		8.93%
报表归母净利	103.4	174.4	142.4	241.7	573.6	661.9
其中：黄金业务并表				77.1		77.1
航民原有业务归母净利	103.4	174.4	142.4	164.6	573.6	584.8
YOY	10.51%	16.50%	6.89%	-16.47%		1.96%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

投资要点：

印染主业：总体接单顺利，18 年印染业务收入同增 11.9%，利润总额同增 10.4%，盈利水平与去年基本持平。2018 年公司整体纺织业务收入增长 13.72%至 36.7 亿元，梭织/针织产品销量分别增长 9.2%/17.7%至 11.7 亿米/4.6 万吨，毛利率同比下降 0.72pp 至 26.3%，主要与非织造业务盈利能力下降（由于搬迁影响生产）有关。

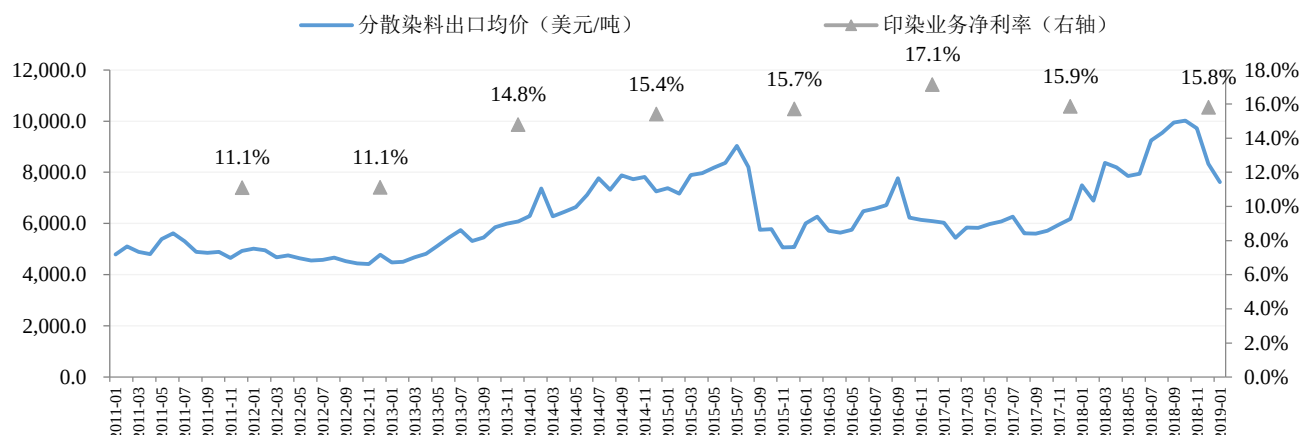
具体到印染业务，18 年印染行业规模以上企业 18 年 1-11 月产能 445 亿米（+2.26%），航民为全国第二龙头，产能达到 10.2 亿米，市占率接近 2%，2018 年收入增长 11.9%至 33.36 亿元；同时在规模以上印染企业亏损面达到 19%的背景下，航民旗下印染子公司 18 年平均净利率水平高达 15.8%，主业表现非常稳健。

表 2：航民股份纺织收入（包括印染、织造、非织造）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	2,538.95	2,678.97	2,766.26	2,918.95	3,226.07	3,668.60
YOY	14.18%	5.51%	3.26%	5.52%	10.52%	13.72%
纺织业综合毛利率	25.77%	26.06%	26.95%	29.23%	27.05%	26.33%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：染料价格以及航民印染子公司（4 家）平均净利率水平变化



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

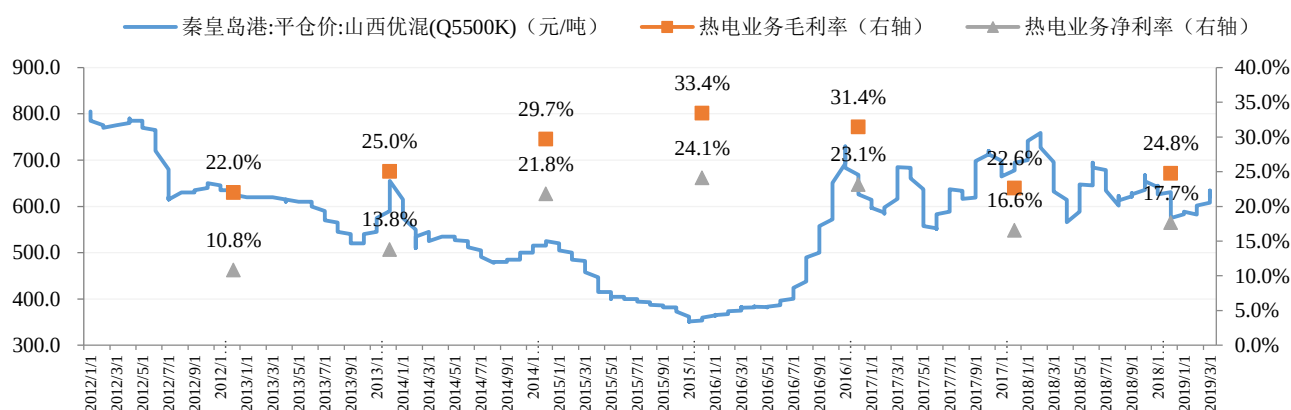
热电蒸汽业务：煤价稳定背景下盈利能力小幅回升，收入同增 19.4%至 6.8 亿元，利润总额同增 12.0%至 1.4 亿元。热电业务主要原材料是煤炭，本年度煤价波动幅度小于 17 年且均价微有下降，带动了热电业务盈利能力的有效提升，毛利率同比提升 2.1pp 至 24.8%，相关子公司净利率也提升 1.1pp 至 17.7%。

表 3：航民股份热电业务收入

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	553.95	521.22	518.12	500.91	568.50	678.71
YOY	-7.05%	-5.91%	-0.59%	-3.32%	13.49%	19.39%
毛利率	25.02%	29.68%	33.42%	31.43%	22.64%	24.77%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：煤炭价格以及航民热电业务毛利率以及热电子公司（三家）净利率水平变化



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

其他业务：航运盈利下滑较明显。批发（主要是燃煤销售）、水利管理及机械制造业务 2018 奶年整体收入增长健康、盈利水平稳健，航运业务则由于景气度下降盈利能力下滑比较明显，海运子公司净利润较去年同期下滑 873 万元。

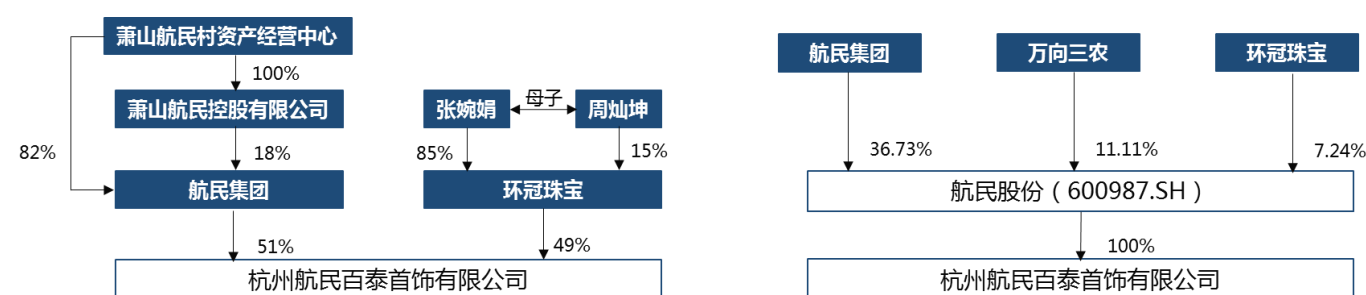
表 4: 航民股份其他业务收入

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
批发业（燃煤销售）						
营业收入（百万元）	410.69	514.24	200.17	177.88	198.08	223.04
YOY	-1.04%	25.21%	-61.07%	-11.14%	11.36%	12.60%
毛利率	2.90%	2.74%	3.36%	3.39%	2.55%	2.03%
航运						
营业收入（百万元）	59.27	52.06	43.36	46.01	72.72	67.78
YOY	7.39%	-12.16%	-16.71%	6.11%	58.05%	-6.79%
毛利率	8.82%	-9.09%	-5.07%	13.78%	36.45%	26.38%
水利管理业						
营业收入（百万元）	8.33	7.34	30.42	37.62	43.66	50.96
YOY	-2.23%	-11.88%	314.44%	23.67%	16.06%	16.71%
毛利率	11.52%	13.49%	4.21%	8.69%	6.43%	5.70%
机械制造业						
营业收入（百万元）					25.35	65.22
YOY						157.25%
毛利率					26.25%	23.90%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

黄金业务：18 年 12 月收购首饰制造企业航民百泰，完整并表显著增厚利润。航民百泰成立于 2003 年，长期为老庙黄金、老凤祥、明牌珠宝、曼卡龙等品牌成立黄金珠宝加工服务，目前拥有年加工 80 吨黄金饰品的产能。其原本为公司大股东航民集团控制之资产（航民集团/环冠珠宝占股 51%/49%），18 年 12 月航民股份以 10.7 亿元对价进行 100% 收购，收购全部通过发行股份方式进行，发行价格 9.72 元/股。航民百泰方面给出的业绩承诺在 18/19/20 年分别为 7200/8500/10200 万元，复合增长率接近 20%，2018 年航民百泰收入/净利润达到 35.7 亿/7711 万元，超过承诺业绩。

图 3：收购前后航民百泰股权结构（左图为收购前，右图为收购后）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

解读 18 年盈利：印染及热电盈利增长超过 10%，收购航民百泰的一次性费用、非织造布业务以及航运业务盈利下滑是归母净利润增长慢于收入增长的主要原因。回顾表 1，2018 年公司公司印染业务利润总额同增 10.4%，热电业务利润总额同增 12.0%，其他业务的利润总额从 2017 年的 5656 万元降低到 2018 年的 2055 万元，主要受到以下因素影响：1) 收购航民百泰的一次性费用 1811 万元左右；2) 非织造布子公司受厂房搬迁影响净利润较 17 年下滑 1680 万元；3) 海运子公司净利润较 17 年下滑 873 万元。我们认为 2019 年前两项影响因素将会消失，

由此剔除该两项因素的影响，18年公司原有业务（不考虑黄金并表）的归母净利应该达到6.1亿元，同比增长7%。

盈利预测及投资建议：

展望2019年公司盈利：1) 不考虑黄金业务，原有主业延续10%增长，归母净利由前述剔除掉并购费用和非织造业务影响的归母净利6.1亿元增长10%，达到6.7亿元；2) 航民百泰有望延续20%左右的利润增长态势，贡献净利润9000万元以上；由此我们估计公司19年利润达到7.6亿+，如果考虑19/4/1开始针对制造业的增值税率调减，则有望更高。

暂不考虑增值税下调利好，预计19/20/21年公司归母利润分别增长16%/12%/12%至7.7/8.6/9.6亿元，对应PE10.2/9.1/8.2X，历史现金分红率保持在30%左右，低估值行业龙头，给予“买入”评级。

风险提示：染料、煤炭、黄金等原材料价格异常波动，黄金加工业务发展不及预期

附表：公司子公司及控股公司2018年年度收入利润情况

子公司名称	主营业务	持股比例	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%	94,138	11.16%	12,943	21.47%	13.75%
杭州钱江印染化工有限公司	染整	70%	77,777	9.26%	12,083	2.66%	15.54%
杭州航民美时达印染有限公司	染整	75%	39,445	21.64%	7,151	42.03%	18.13%
杭州澳美印染有限公司	染整	70%	27,882	15.08%	5,655	-9.51%	20.28%
染整子公司合计			239,241	12.57%	37,832	12.23%	15.81%
杭州航民江东热电有限公司	电力	100%	25,244	14.80%	4,796	27.37%	19.00%
杭州航民热电有限公司	火力发电、蒸汽	100%	24,384	29.28%	3,557	47.77%	14.59%
杭州航民小城热电有限公司	电力	100%	18,243	14.03%	3,630	12.11%	19.90%
热电子子公司合计			67,871	19.39%	11,982	27.34%	17.65%
杭州萧山航民非织造布有限公司	非织造布	100%	20,695	49.16%	645	-72.26%	3.12%
杭州萧山东片污水处理有限公司	污水处理	100%	4,052	20.53%	-90	43.52%	-2.23%
杭州航民水处理有限公司	污水处理	100%	1,044	17 未披露	39	17 未披露	3.77%
浙江航民海运有限公司	煤炭、矿砂等运输	100%	6,778	-6.80%	1,455	-37.48%	21.47%
杭州航民物资贸易有限公司	煤炭销售	100%	22,304	12.60%	153	-39.95%	0.69%
杭州航民合同精机有限公司	机械制造	51%	735	258.39%	690	344.87%	93.86%

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4282.0	4486.1	5096.6	5893.8	营业收入	7533.9	8661.4	10003.3	11568.5
现金	1269.4	1084.7	1179.7	1371.0	减:营业成本	6128.0	7117.1	8341.7	9771.0
应收账款	573.7	758.8	780.2	999.6	营业税金及附加	44.8	69.3	70.0	69.4
存货	1171.2	1416.8	1672.7	2014.5	销售费用	91.9	108.1	109.5	108.6
其他流动资产	1005.3	1000.0	1200.0	1200.0	管理费用	154.7	164.9	177.4	182.0
非流动资产	2262.5	2450.2	2547.8	2652.4	财务费用	20.8	(29.0)	(31.8)	(37.6)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	47.9	50.0	60.0	60.0
固定资产	1979.3	2128.2	2203.0	2277.7	其他	204.8	196.2	185.7	187.6
无形资产	122.2	123.4	122.8	123.1	营业利润	936.9	1084.8	1210.8	1347.5
其他非流动资产	92.2	96.7	92.8	93.9	加:营业外净收支	(4.3)	(4.4)	(4.3)	(4.4)
资产总计	6544.5	6936.3	7644.3	8546.2	利润总额	932.6	1080.4	1206.5	1343.1
流动负债	1643.0	1657.4	1719.9	1901.7	减:所得税费用	133.4	162.1	181.0	201.5
短期借款	86.0	71.0	71.0	71.0	少数股东损益	137.3	151.0	166.1	182.7
应付账款	179.2	267.3	279.5	366.4	归属母公司净利润	661.9	767.4	859.4	959.0
其他流动负债	1377.8	1319.1	1369.4	1464.4	EBIT	1159.3	1271.3	1374.7	1506.9
非流动负债	108.9	104.6	105.5	106.3	EBITDA	1400.3	1280.8	1383.7	1515.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	108.9	104.6	105.5	106.3					
负债合计	1751.9	1762.0	1825.4	2008.0	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	497.9	304.0	304.0	304.0	每股收益(元)	0.89	0.71	0.80	0.89
归属母公司股东权益	4294.8	4870.3	5514.9	6234.1	每股净资产(元)	5.76	4.51	5.10	5.77
负债和股东权益	6544.5	6936.3	7644.3	8546.2	发行在外股份(百万股)	745.4	1080.8	1080.8	1080.8
					ROIC(%)	20.4%	20.6%	19.8%	19.4%
					ROE(%)	18.2%	18.4%	18.7%	18.5%
					毛利率(%)	18.7%	17.8%	16.6%	15.5%
					销售净利率(%)	8.8%	8.9%	8.6%	8.3%
					资产负债率(%)	26.8%	25.4%	23.9%	23.5%
					收入增长率(%)	115.5%	15.0%	15.5%	15.6%
					净利润增长率(%)	15.4%	15.9%	12.0%	11.6%
					P/E	11.9	10.2	9.1	8.2
					P/B	1.8	1.6	1.4	1.3
					EV/EBITDA	5.7	6.2	5.7	5.2
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	995.0	584.2	708.1	651.9					
投资活动现金流	(172.7)	(467.7)	(287.2)	(110.4)					
筹资活动现金流	(292.0)	(301.2)	(326.0)	(350.1)					
现金净增加额	534.0	(184.7)	94.9	191.4					
折旧和摊销	241.0	9.5	9.0	9.0					
资本开支	381.1	201.2	99.4	100.3					
营运资本变动	(97.8)	(274.7)	(235.0)	(400.9)					

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>