

2019年03月27日

航民股份 (600987.SH)

公司快报

并表航民百泰推升营收，印染主业实现双位数利润增长

事件

27日晚公司披露年报，2018年实现营收75.34亿元，同比增长8.5%，归母净利润6.62亿元，同比增长10.8%，扣非归母净利润5.76亿元，同比增长8.1%。基本每股收益为0.96元。拟每10股转增2股、派送红股2.5股与现金股利2.8元（含税）。

投资要点

◆ **并表航民百泰打造双主业，原业务保持稳健增长：**公司2018年12月收购集团旗下航民百泰100%股权，并入黄金首饰加工业务，形成“面料印染+黄金珠宝”双主业布局。2018年，航民百泰贡献营收35.70亿元，贡献净利润0.79亿元。扣除后，航民股份原业务实现营收39.64亿元，同比增长13.4%，原业务营收稳健增长，实现净利润7.20亿元，同比增长8.6%，原材料价格提升使毛利率略有降低，最终利润增速不及营收增速。

◆ **分业务看，印染主业、百泰黄金首饰业务、热电业务实现双位数增长：**其中，品种结构优化推动2018年占营收44%的印染主业实现营收增长11.9%，实现利润总额增长10.4%；产能利用率提升推动占营收47%的黄金首饰业务实现营收增长3.5%，批发业务毛利率提升推动利润总额增长31.3%；印染业务油改汽增大蒸汽需求，占营收9%的电力蒸汽业务营收增长19.4%，利润总额增长12.0%。

◆ **印染集中度有望提升利好龙头，黄金首饰产能逐步释放增厚业绩：**印染行业，下半年产量有所复苏，2018年前11月印染布产量同比增加2.3%，增速较上半年的同比下降3.6%回升。印染行业经营承压，前11月亏损面同比扩大3.7pct至18.8%，亏损企业亏损额同比增加13.1%，印染行业亏损面积亏损额持续扩大，较小企业产能有望整合。目前公司印染产能居于全国第二，行业集中度的提升有望使公司受益。

黄金首饰行业，国内黄金消费市场持续回暖，2018年黄金首饰消费量同比增长5.7%至736吨。航民百泰黄金首饰加工产能利用率由2017年的89%提升至2018年的94%，产能利用接近饱和。公司黄金加工产能计划由2018年的80吨逐步提升至2022年的120吨，产能年复合增速约11%，产能持续释放有望推动黄金加工业务收入增长，增厚公司业绩。

◆ **投资建议：**我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.99、1.08和1.18元。净资产收益率分别为15.3%、15.0%和14.7%。目前PE(2019E)约为11倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**原材料价格波动风险；印染行业集聚或不及预期；黄金首饰加工业务产能释放或不达预期；纺织服装产能持续向东南亚转移。

纺织服装 | 印染 III

投资评级

买入-A(维持)

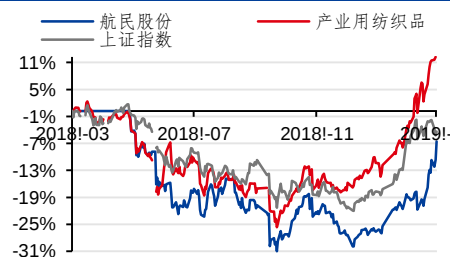
股价(2019-03-27)

10.53元

交易数据

总市值(百万元)	7,848.98
流通市值(百万元)	6,689.81
总股本(百万股)	745.39
流通股本(百万股)	635.31
12个月价格区间	0.00/11.62元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.7	7.89	-3.19
绝对收益	14.46	28.89	-6.73

分析师

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

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@hua.jinsec.cn
021-20377061

相关报告

航民股份：沙漠之花，茁壮待放 2018-11-02

航民股份：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 2018-10-19

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

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,495.8	7,533.9	8,056.3	8,648.0	9,284.7
同比增长(%)	9.6%	115.5%	6.9%	7.3%	7.4%
营业利润(百万元)	789.6	936.9	1,040.6	1,140.9	1,243.5
同比增长(%)	3.0%	18.6%	11.1%	9.6%	9.0%
净利润(百万元)	573.6	661.9	735.2	806.4	879.3
同比增长(%)	5.7%	15.4%	11.1%	9.7%	9.0%
每股收益(元)	0.77	0.89	0.99	1.08	1.18
PE	13.7	11.9	10.7	9.7	8.9
PB	2.2	1.8	1.6	1.5	1.3

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,495.8	7,533.9	8,056.3	8,648.0	9,284.7	年增长率					
减: 营业成本	2,450.0	6,128.0	6,570.2	7,024.0	7,512.8	营业收入增长率	9.6%	115.5%	6.9%	7.3%	7.4%
营业税费	39.1	44.8	47.9	51.4	55.2	营业利润增长率	3.0%	18.6%	11.1%	9.6%	9.0%
销售费用	63.5	91.9	103.1	111.6	120.7	净利润增长率	5.7%	15.4%	11.1%	9.7%	9.0%
管理费用	211.1	154.7	342.0	367.5	394.6	EBITDA 增长率	0.4%	38.6%	-6.8%	8.5%	8.2%
财务费用	-1.7	20.8	-15.6	-14.3	-11.2	EBIT 增长率	-0.5%	44.1%	-7.2%	9.9%	9.4%
资产减值损失	3.7	10.6	10.0	12.0	14.0	NOPLAT 增长率	6.9%	23.3%	7.0%	9.9%	9.4%
加: 公允价值变动收益	-	-47.4	-	-	-	投资资本增长率	22.0%	3.2%	4.1%	3.6%	3.8%
投资和汇兑收益	38.0	47.9	42.0	45.0	45.0	净资产增长率	13.0%	20.5%	13.9%	13.4%	12.9%
营业利润	789.6	936.9	1,040.6	1,140.9	1,243.5						
加: 营业外净收支	-4.7	-4.3	-4.8	-4.8	-4.7	盈利能力					
利润总额	784.9	932.6	1,035.8	1,136.1	1,238.8	毛利率	29.9%	18.7%	18.4%	18.8%	19.1%
减: 所得税	122.1	133.4	148.2	162.5	177.2	营业利润率	22.6%	12.4%	12.9%	13.2%	13.4%
净利润	573.6	661.9	735.2	806.4	879.3	净利润率	16.4%	8.8%	9.1%	9.3%	9.5%
						EBITDA/营业收入	27.7%	17.8%	15.5%	15.7%	15.8%
						EBIT/营业收入	21.9%	14.7%	12.7%	13.0%	13.3%
						偿债能力					
						资产负债率	18.0%	26.8%	23.4%	21.2%	19.7%
						负债权益比	21.9%	36.6%	30.6%	26.9%	24.5%
						流动比率	3.52	2.61	3.25	3.84	4.38
						速动比率	3.24	1.89	2.83	2.88	3.75
						利息保障倍数	-458.57	53.01	-65.73	-78.56	-110.22
						营运能力					
						固定资产周转天数	174	91	85	73	61
						流动营业资本周转天数	126	66	70	78	86
						流动资产周转天数	263	167	209	230	252
						应收账款周转天数	21	11	21	19	22
						存货周转天数	21	33	41	45	49
						总资产周转天数	470	272	306	312	321
						投资资本周转天数	311	161	156	151	146
						费用率					
						销售费用率	1.8%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
						管理费用率	6.0%	2.1%	4.2%	4.3%	4.3%
						财务费用率	0.0%	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
						三费/营业收入	7.8%	3.5%	5.3%	5.4%	5.4%
						投资回报率					
						ROE	16.2%	15.4%	15.3%	15.0%	14.7%
						ROA	13.7%	12.2%	12.4%	12.4%	12.2%
						ROIC	24.5%	24.7%	25.6%	27.1%	28.6%
						分红指标					
						DPS(元)	0.24	-	0.30	0.32	0.35
						分红比率	31.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	2.3%	0.0%	2.8%	3.1%	3.4%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	662.9	799.2	735.2	806.4	879.3	EPS(元)	0.77	0.89	0.99	1.08	1.18
加: 折旧和摊销	203.0	241.0	227.5	232.6	237.9	BVPS(元)	4.76	5.76	6.45	7.21	8.04
资产减值准备	3.7	10.6	-	-	-	PE(X)	13.7	11.9	10.7	9.7	8.9
公允价值变动损失	-	47.4	-	-	-	PB(X)	2.2	1.8	1.6	1.5	1.3
财务费用	6.4	31.9	-15.6	-14.3	-11.2	P/FCF	186.4	14.5	15.4	11.6	10.6
投资损失	-38.0	-47.9	-42.0	-45.0	-45.0	P/S	2.2	1.0	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	89.3	137.3	152.5	167.2	182.3	EV/EBITDA	6.7	5.2	5.3	4.5	3.9
营运资金的变动	-423.8	81.7	-315.7	-328.7	-337.6	CAGR(%)	13.7%	9.9%	11.9%	13.7%	9.9%
经营活动产生现金流量	756.2	995.0	741.9	818.2	905.8	PEG	1.0	1.2	0.9	0.7	0.9
投资活动产生现金流量	-715.8	-172.7	3.0	3.0	-	ROIC/WACC	2.3	2.4	2.4	2.6	2.7
融资活动产生现金流量	-105.4	-292.0	-287.8	-224.3	-249.3						

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