

大环境承压印染主业仍保持稳健，黄金业务航民百泰量减利增带动业绩增长 买入（维持）

2019 年 08 月 15 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

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
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	6,747.13	7,310.30	7,884.19
同比（%）	115.51	-10.44	8.35	7.85
归母净利润（百万元）	661.91	712.86	777.47	842.66
同比（%）	15.40	7.70	9.06	8.38
每股收益（元/股）	0.89	0.66	0.72	0.78
P/E（倍）	10.0	9.3	8.5	7.9

投资要点

■ **事件：**公司公布半年报，2019H1 收入同降 11.75%至 34.64 亿元，若细拆各项主要业务，印染/热电/黄金业务收入同比-3.4%/+1.7%/-24.3%，利润总额同比-1.6%/+13.2%/+5.9%，受益黄金业务（航民百泰）在 2019 年并表比例由 18 年的 51%增加到 100%，19H1 归母净利润同增 7.32%至 3.23 亿元，扣非归母净利润同增 22.5%至 3.39 亿元。

■ **印染主业：**中美贸易摩擦升级下需求承压，叠加燃料价格上升带来盈利压力，收入及利润较去年同期有小幅下滑。下游需求来看，19H1 内需不振、外需亦受中美贸易摩擦升级影响造成客户下单谨慎，生产旺季较往年缩短，叠加绍兴地区印染企业陆续搬迁入园后产能释放、竞争加剧，对公司接单造成影响，单量有所下降，另由于染料价格在 19H1 也有明显跃升，对公司成本端造成一定压力，影响印染业务的盈利能力。在此背景下，19H1 公司印染业务收入同降 3.4%至 16.0 亿元，利润总额同降 1.6%至 3.1 亿元。

■ **热电蒸汽业务：**受益煤价稳定、发电量增加、供热量稳定，热电业务收入同增 1.7%至 3.4 亿元，利润总额同增 13.2%至 7526 万元。

■ **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。航民百泰 18 年 12 月已完全并表，19H1 黄金业务收入同降 24.3%至 14.8 亿元，利润总额同增 5.9%至 5960 万元，收入同比下降主要由于：1) 金价上行较快，消费者对首饰购买持观望态度；2) 首饰消费趋向轻量化、低克重；3) 公司业务结构有所变化，19H1 来料加工业务收入占比从去年同期的 80%提升到 83%。产品结构改善驱动盈利增长稳定，19H1 航民百泰净利润同增 1.8%至 4470 万元。考虑收购时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，从目前来看 19 年仍有望完成业绩承诺。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019 年主业归母净利持平微增、叠加航民百泰全年 8500 万承诺利润，预计 19/20/21 年公司归母利润分别增长 7.7%/9.1%/8.4%至 7.1/7.8/8.4 亿元，对应 PE9.3/8.5/7.9X，历史现金分红率保持在 30%左右，低估值行业龙头，维持“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)	6.15
一年最低/最高价	5.14/8.57
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	5665.38

基础数据

每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	26.55
总股本(百万股)	1080.82
流通 A 股(百万股)	921.20

相关研究

- 1、《航民股份 (600987)：印染主业盈利增长超 10%，航民百泰并表增厚利润》2019-03-28
- 2、《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

表：航民股份业绩拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2018H1	2019H1
报表营业收入	3,495.8	7,533.9	3,926.6	3,464.4
YOY		115.51%		-11.77%
其中：印染业务贡献	3,732.8	3,335.6	1,653.9	1,597.7
YOY		11.91%		-3.40%
电力蒸汽业务贡献	810.3	678.7	334.2	339.9
YOY		19.39%		1.71%
黄金业务并表		3,570.2	1,961.7	1,484.6
YOY		-		-24.32%
报表利润总额	784.9	932.6	447.6	449.3
YOY		18.81%		0.38%
其中：印染业务贡献	603.0	665.91	312.2	307.28
YOY		10.44%		-1.57%
电力蒸汽业务贡献	125.4	140.49	66.5	75.26
YOY		12.02%		13.17%
黄金业务并表贡献		105.6	56.3	59.6
YOY		-		5.90%
报表净利润	662.9	799.2	372.0	372.0
YOY		20.56%		0.01%
航民原有业务净利润	662.9	722.1	328.0	327.3
YOY		8.93%		-0.23%
其中：黄金业务并表		77.1	43.9	44.7
YOY		-		1.78%
报表归母净利	573.6	661.9	301.2	323.3
YOY		15.40%		7.32%
航民原有业务归母净利	573.6	622.6	277.8	278.6
YOY		8.55%		0.27%
其中：黄金业务并表归母净利		39.3	23.4	44.7
YOY		-		90.90%

注：航民百泰 2018 年作为同一控制下合并企业并表 51%，2019 年开始 100% 并表

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表：公司子公司及控股公司 2019H1 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	净利率
杭州航民达美染整有限公司	染整	75%	47,490	-3.94%	5,735	-1.82%	12.08%
杭州钱江印染化工有限公司	染整	70%	38,634	0.13%	6,222	1.02%	16.10%
杭州航民美时达印染有限公司	染整	75%	18,358	6.54%	2,793	7.99%	15.21%
杭州澳美印染有限公司	染整	70%	12,558	-11.68%	2,407	-24.14%	19.17%
染整子公司合计			117,040	-2.04%	17,156	-3.39%	14.66%
杭州航民江东热电有限公司	电力	100%	12,905	2.91%	2,481	23.23%	19.22%
杭州航民热电有限公司	火力发电、蒸汽	100%	12,091	2.46%	1,871	2.61%	15.47%

杭州航民小城热电有限公司	电力	100%	8,994	-0.89%	1,813	11.65%	20.16%
热电子公司合计			33,989	1.72%	6,165	12.90%	18.14%
杭州萧山航民非织造布有限公司	非织造布	100%	14,884	84.29%	812	-78.47%	5.45%
杭州萧山东片污水处理有限公司	污水处理	100%	2,014	11.18%	-26	-98.03%	-1.28%
杭州航民水处理有限公司	污水处理	100%	472	-4.71%	27	49.30%	5.64%
浙江航民海运有限公司	煤炭、矿砂等运输	100%	2,889	-10.60%	158	-97.74%	5.48%
杭州航民物资贸易有限公司	煤炭销售	100%	9,554	-18.73%	39	-95.81%	0.41%
杭州航民合同精机有限公司	机械制造	51%	4,259	34.93%	315	31.24%	7.40%
杭州航民百泰首饰有限公司	首饰加工	100%	148,464	未披露	4,470	未披露	3.01%

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	4330.5	4853.9	5433.1	营业收入	7533.9	6747.1	7310.3	7884.2
现金	1269.4	1260.1	1403.2	1794.4	减:营业成本	6128.0	5434.6	5918.6	6441.6
应收账款	573.7	653.0	676.1	757.4	营业税金及附加	44.8	54.0	51.2	47.3
存货	1171.2	1244.2	1386.3	1476.6	销售费用	91.9	84.2	80.0	74.0
其他流动资产	1005.3	1000.0	1200.0	1200.0	管理费用	154.7	128.4	129.7	124.1
非流动资产	2262.5	2371.7	2487.1	2606.4	财务费用	20.8	(35.0)	(39.3)	(51.0)
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	2049.8	2117.3	2181.8	其他	204.8	159.1	169.5	156.8
无形资产	122.2	123.4	122.8	123.1	营业利润	936.9	971.8	1060.6	1151.5
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	6702.3	7341.0	8039.5	利润总额	932.6	967.4	1056.3	1147.1
流动负债	1643.0	1464.2	1518.9	1584.6	减:所得税费用	133.4	145.1	158.4	172.1
短期借款	86.0	71.0	71.0	71.0	少数股东损益	137.3	109.4	120.4	132.4
应付账款	179.2	181.0	213.6	246.5	归属母公司净利润	661.9	712.9	777.5	842.7
其他流动负债	1377.8	1212.2	1234.3	1267.1	EBIT	1159.3	1099.9	1182.1	1244.6
非流动负债	108.9	104.6	105.5	106.3	EBITDA	1400.3	1188.1	1273.3	1338.9
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	1568.8	1624.4	1690.9	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	0.66	0.72	0.78
归属母公司股东权益	4294.8	4829.4	5412.5	6044.5	每股净资产(元)	5.76	4.47	5.01	5.59
负债和股东权益	6544.5	6702.3	7341.0	8039.5	发行在外股份(百万股)	745.4	1080.8	1080.8	1080.8
					ROIC(%)	20.4%	18.0%	17.4%	16.5%
					ROE(%)	18.2%	16.6%	16.5%	16.2%
					毛利率(%)	18.7%	19.5%	19.0%	18.3%
					销售净利率(%)	8.8%	10.6%	10.6%	10.7%
					资产负债率(%)	26.8%	23.4%	22.1%	21.0%
					收入增长率(%)	115.5%	-10.4%	8.3%	7.9%
					净利润增长率(%)	15.4%	7.7%	9.1%	8.4%
					P/E	10.0	9.3	8.5	7.9
					P/B	1.5	1.4	1.2	1.1
					EV/EBITDA	4.8	5.7	5.3	5.0
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	995.0	714.7	779.0	854.2					
投资活动现金流	(172.7)	(445.2)	(341.9)	(161.2)					
筹资活动现金流	(292.0)	(278.9)	(294.0)	(301.8)					
现金净增加额	534.0	(9.3)	143.1	391.2					
折旧和摊销	241.0	88.3	91.3	94.3					
资本开支	381.1	201.2	199.4	200.3					
营运资本变动	(97.8)	(120.9)	(111.3)	(103.8)					

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>