

黄金业务影响收入增长，盈利能力同比提升

——航民股份 (600987.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：6.17 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

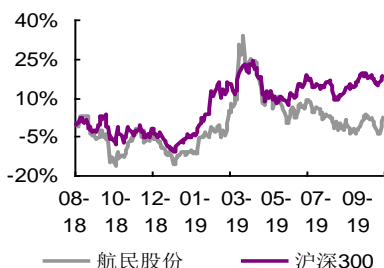
总股本(亿股)：10.81

总市值(亿元)：66.69

一年最低/最高(元)：5.16/8.57

近3月换手率：21.68%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -2.42 | -7.96 | -9.81 |
| 绝对 | -3.43 | -5.66 | 14.47 |

资料来源：Wind

相关研报

印染主业量价齐升，双主业龙头扬帆起航——航民股份 (600987.SH) 2018 年半年报点评

..... 2019-04-01
Q3 淡季业绩增速放缓，长期将受益于印染去产能——航民股份 (600987.SH) 2018 年三季度报点评

..... 2018-10-20
去产能效果逐步显现，印染龙头业绩增长提速——航民股份 (600987.SH) 2018 年中报点评

..... 2018-08-12

◆1-9 月收入同降 14%、净利同增 10%，盈利能力提升

2019 年 1-9 月公司实现收入 50.43 亿元、同增-13.52%，归母净利 4.9 亿元、同增 10.11%，扣非净利 4.56 亿元、同增 18.30%，EPS 为 0.46 元。公司扣非净利增速高于收入主要由于公司毛利率提升，高于净利主要由于委托投资收益同比减少导致非经常性损益增速较低。

分季度来看，2018Q1-19Q3 公司收入同增 15.97%、23.00%、10.68%、3.83%、-6.00%、-17.26%、-17.15%，归母净利同增 10.51%、16.50%、6.89%、9.46%、10.22%、5.55%、15.68%。2018 年 9 月公司向航民实业集团、环冠珠宝发行股份购买航民百泰 100% 股权，2018 年 12 月发行股份完成、航民百泰并表，由于属于同一控制下企业合并，公司追溯调整 2017 年财务数据。2019Q1-Q3 受航民百泰收入同比下降影响，公司收入增速同比下滑，印染业务收入较为稳定。净利方面，2019Q1-Q3 受益于黄金饰品业务结构调整、毛利率提升，公司净利同比保持增长。

◆印染收入基本保持稳定，黄金饰品收入同比下降

印染业务方面，2019H1 公司印染收入同降 3.4%，2019 年前三季度公司印染收入预计同比基本持平，受中美贸易摩擦、下游服装需求增速放缓等影响，纺织行业整体需求较为疲软，且绍兴地区印染产能释放加剧市场竞争，公司强化印染客户服务水平，提升印染品质、交期等标准，持续拓展 H&M、ZARA、M&S、Wal-Mart 等国际知名品牌，带动印染收入基本保持稳定。

黄金饰品业务方面，2019H1 公司黄金饰品收入同降 24.32%，2019 年前三季度收入预计同比下降约 20%，其中黄金饰品、黄金摆件销售量分别为 45.28 吨、0.08 吨，同增-21.42%、-52.57%。收入下降主要由于：1) 影响金价波动因素增多，其中 2019 年 9 月初金价触及高点后回落，消费者持观望态度；2) 经济增速放缓影响消费者信心，购买黄金更为谨慎；3) 黄金消费向轻量化、低克重方向转变，高单价大克重产品需求减少、产品结构变化。

◆多因素推动毛利率提升，费用率增长

2019 年 1-9 月公司毛利率同增 4.81PCT 至 21.38%，主要由于：1) 报告期煤炭价格较为稳定，公司加强成本控制、热电业务毛利率预计同比增长；2) 黄金饰品业务中低毛利率批发业务收入占比下降，2019 年前三季度批发业务销量占比为 15.61% (2018 年同期为 19.96%)；3) 染费稳中有降，公司加强成本控制，印染毛利率同比有所增长。

考虑到航民百泰并表影响，2018Q1-19Q3 毛利率分别为 13.83% (不可比)、18.13% (不可比)、17.71% (不可比)、25.8% (不可比)、14.49% (+0.66PCT)、27.03% (+8.90PCT)、23.33% (+5.62PCT)，2019Q2-Q3 毛利率上涨主要由于热电、黄金饰品等业务毛利率提升。

2019 年 1-9 月公司期间费用率同增 1.71 PCT 至 7.05%，其中销售费用率同增 0.21PCT 至 1.31%；管理费用率 (考虑研发费用) 同增 1.63PCT 至 5.62%，主要由于研发职工薪酬、研发投入等同比增长；财务费用率同降 0.13

PCT 至 0.12%，主要由于利息收入同比增加。

◆收入表现有望改善，盈利能力持续提升

我们认为：1) 印染业务方面，短期内受中美贸易摩擦、经济增速放缓等影响，公司印染主业收入增速较低，未来公司将持续加强客户拓展及服务能力，提升印染产品销量，并通过产品结构优化提高染费，推动印染收入增速提升。2) 黄金业务方面，2019 年受经济增速放缓影响，公司黄金销量同比下滑、影响收入增长。2019 年底航民百泰黄金首饰产业园有望完工，公司将持续加强新产品研发及下游客户拓展，推动黄金销量及收入恢复增长。3) 公司加强印染业务成本掌控、黄金业务结构优化，带动毛利率同比增长，未来公司将进一步提升自动化生产水平，控制成本增长，改善盈利能力。

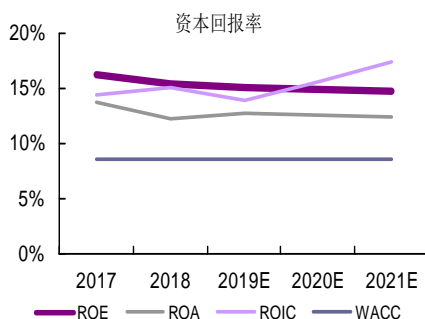
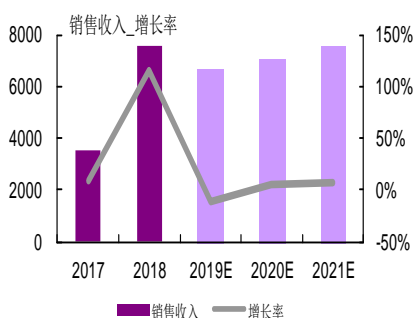
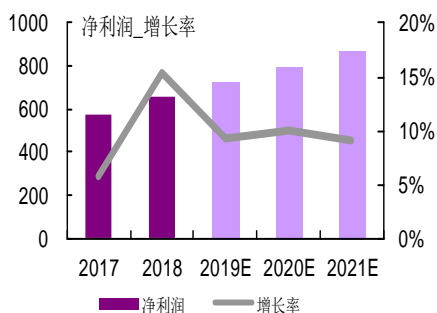
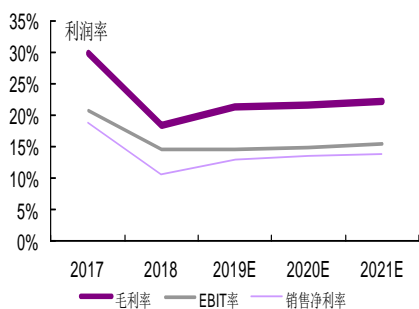
由于公司收入增长低于此前预期以及股本转增，我们下调 2019-21 年 EPS 预测为 0.67/0.75/0.82 元（原值为 1.02/1.16/1.29 元），目前股价对应 19 年 9 倍 PE，看好长期印染去产能背景下公司作为龙头议价能力及市场份额的提升，维持“买入”评级。

◆风险提示：染料价格上涨、黄金需求低迷、行业竞争加剧等。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 3,496 | 7,534 | 6,681 | 7,057 | 7,535 |
| 营业收入增长率（追溯调整前） | | 115.51% | | | |
| 营业收入增长率（追溯调整后） | 9.56% | 8.46% | -11.33% | 5.64% | 6.77% |
| 净利润（百万元） | 574 | 662 | 727 | 807 | 886 |
| 净利润增长率（追溯调整前） | | 15.40% | | | |
| 净利润增长率（追溯调整后） | 5.66% | 10.81% | 9.84% | 10.96% | 9.86% |
| EPS（元） | 0.77 | 0.89 | 0.67 | 0.75 | 0.82 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 16.18% | 15.41% | 15.11% | 15.07% | 14.91% |
| P/E | 12 | 10 | 9 | 8 | 8 |
| P/B | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 22 日



| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3,496 | 7,534 | 6,681 | 7,057 | 7,535 |
| 营业成本 | 2,450 | 6,128 | 5,254 | 5,520 | 5,862 |
| 折旧和摊销 | 203 | 241 | 257 | 258 | 259 |
| 营业税费 | 39 | 45 | 40 | 42 | 45 |
| 销售费用 | 64 | 92 | 87 | 99 | 113 |
| 管理费用 | 211 | 155 | 301 | 318 | 339 |
| 财务费用 | -2 | 21 | -13 | -46 | -60 |
| 公允价值变动损益 | 0 | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 38 | 48 | 40 | 40 | 40 |
| 营业利润 | 790 | 937 | 1,042 | 1,153 | 1,264 |
| 利润总额 | 785 | 933 | 1,037 | 1,148 | 1,259 |
| 少数股东损益 | 89 | 137 | 160 | 175 | 190 |
| 归属母公司净利润 | 574 | 662 | 727 | 807 | 886 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 4,851 | 6,545 | 6,997 | 7,776 | 8,608 |
| 流动资产 | 2,706 | 4,282 | 4,987 | 6,004 | 7,075 |
| 货币资金 | 661 | 1,269 | 2,144 | 3,054 | 3,986 |
| 交易型金融资产 | 0 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 211 | 239 | 334 | 349 | 369 |
| 应收票据 | 367 | 335 | 334 | 353 | 377 |
| 其他应收款 | 5 | 10 | 13 | 14 | 15 |
| 存货 | 215 | 1,171 | 1,041 | 1,086 | 1,146 |
| 可供出售投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,811 | 1,979 | 1,753 | 1,524 | 1,293 |
| 无形资产 | 125 | 122 | 116 | 110 | 105 |
| 总负债 | 872 | 1,752 | 1,526 | 1,589 | 1,640 |
| 无息负债 | 771 | 1,666 | 1,526 | 1,589 | 1,640 |
| 有息负债 | 101 | 86 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 3,979 | 4,793 | 5,471 | 6,187 | 6,968 |
| 股本 | 635 | 745 | 1,081 | 1,081 | 1,081 |
| 公积金 | 384 | 549 | 286 | 367 | 410 |
| 未分配利润 | 2,526 | 3,001 | 3,446 | 3,906 | 4,455 |
| 少数股东权益 | 434 | 498 | 658 | 833 | 1,023 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 756 | 995 | 1,076 | 1,110 | 1,147 |
| 净利润 | 574 | 662 | 727 | 807 | 886 |
| 折旧摊销 | 203 | 241 | 257 | 258 | 259 |
| 净营运资金增加 | 387 | 1,882 | -183 | -215 | -193 |
| 其他 | -408 | -1,790 | 275 | 260 | 194 |
| 投资活动产生现金流 | -716 | -173 | 80 | 20 | 20 |
| 净资本支出 | -476 | -368 | -20 | -20 | -20 |
| 长期投资变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -240 | 195 | 100 | 40 | 40 |
| 融资活动现金流 | -105 | -292 | -282 | -220 | -235 |
| 股本变化 | 0 | 110 | 335 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 68 | -15 | -86 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 42 | 894 | -140 | 63 | 51 |
| 净现金流 | -68 | 534 | 875 | 910 | 932 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 9.56% | 115.51% | -11.33% | 5.64% | 6.77% |
| 净利润增长率 | 5.66% | 15.40% | 9.84% | 10.96% | 9.86% |
| EBITDA 增长率 | -0.71% | 44.39% | -7.34% | 6.35% | 7.37% |
| EBIT 增长率 | -2.02% | 51.55% | -10.38% | 7.89% | 9.05% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 12 | 10 | 9 | 8 | 8 |
| PB | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 5 | 5 | 6 | 5 | 4 |
| EV/EBIT | 7 | 6 | 8 | 6 | 5 |
| EV/NOPLAT | 8 | 7 | 9 | 7 | 6 |
| EV/Sales | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/IC | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 29.92% | 18.66% | 21.36% | 21.79% | 22.21% |
| EBITDA 率 | 26.64% | 17.85% | 18.65% | 18.78% | 18.88% |
| EBIT 率 | 20.84% | 14.65% | 14.81% | 15.12% | 15.45% |
| 税前净利润率 | 22.45% | 12.38% | 15.53% | 16.27% | 16.71% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 16.41% | 8.79% | 10.88% | 11.43% | 11.76% |
| ROA | 13.66% | 12.21% | 12.68% | 12.63% | 12.50% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 16.18% | 15.41% | 15.11% | 15.07% | 14.91% |
| 经营性 ROIC | 14.33% | 15.05% | 14.46% | 16.91% | 20.04% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 3.52 | 2.61 | 3.52 | 4.06 | 4.62 |
| 速动比率 | 3.24 | 1.89 | 2.78 | 3.32 | 3.87 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 35.09 | 49.94 | - | - | - |
| 有形资产/有息债务 | 46.71 | 74.29 | - | - | - |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.53 | 0.61 | 0.67 | 0.75 | 0.82 |
| 每股红利 | 0.16 | 0.19 | 0.25 | 0.27 | 0.30 |
| 每股经营现金流 | 0.70 | 0.92 | 1.00 | 1.03 | 1.06 |
| 每股自由现金流(FCFF) | -0.04 | -0.97 | 1.18 | 1.27 | 1.33 |
| 每股净资产 | 3.28 | 3.97 | 4.45 | 4.95 | 5.50 |
| 每股销售收入 | 3.23 | 6.97 | 6.18 | 6.53 | 6.97 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%; |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|------------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |