

主业盈利规模得到保持，黄金盈利有所增长 买入（维持）

2019年10月22日

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,533.89	6,568.62	7,113.94	7,668.20
同比(%)	115.51	-12.81	8.30	7.79
归母净利润(百万元)	661.91	710.93	773.47	835.09
同比(%)	15.40	7.41	8.80	7.97
每股收益(元/股)	0.89	0.66	0.72	0.77
P/E(倍)	10.1	9.4	8.6	8.0

投资要点

- **事件:** 公司公布三季报, 2019Q1-Q3 收入同比下降 13.52% 至 50.43 亿元, 净利润同比增长 3.14% 至 5.71 亿元, 归母净利同比增长 10.11% 至 4.98 亿元; 具体到 2019Q3, 公司收入同比下降 17.11% 至 15.78 亿元, 净利润同比增长 9.5% 至 2.00 亿元, 归母净利同比上升 15.68% 至 1.75 亿元。
- **Q3 印染主业接单饱和度环比已有提升, 收入下降主要由黄金业务结构变化导致。** 2019 年来看, 上半年印染主业内需不振、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, Q3 接单量有所恢复, 整体收入较去年持平微降; 黄金业务方面, 由于 9 月金价冲高回落致消费者持观望态度, 以及公司加工业务(仅收取加工费)占比提升, 致黄金业务收入下滑, 其在整体收入中占比接近 50%, 带动公司整体收入呈现下滑态势。
- **原有业务 Q1-Q3 盈利规模基本与去年同期持平, 黄金业务盈利增长叠加并表比例增加带动归母净利增长。** 航民 19 前三季度以及 Q3 单季度报表净利润增速分别达到 3.1% 及 9.5%, 其中原有主业盈利能力 Q3 有所恢复, Q1-Q3 合计利润基本与去年同期持平, 全资子公司航民百泰旗下黄金业务 Q1-Q3 利润增速达到高双位数, 带动整体净利润增长, 另由于航民百泰为 18 年 12 月收购并表, 2019 年并表比例由 18 年的 51% 增加到 100%, 带动归母净利增速较净利润增速更快, 2019 前三季和第三季分别达到 10.1% 和 15.7%。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 7.4%/8.8%/8.0% 至 7.1/7.7/8.4 亿元, 对应 PE9.4/8.6/8.0X, 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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.17
一年最低/最高价	5.16/8.57
市净率(倍)	1.46
流通 A 股市值(百万元)	5683.80

基础数据

每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	25.45
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): 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》 2019-08-15
- 2、《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

表：航民股份业绩拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2018H1	2019H1	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018Q3	2019Q3
报表营业收入	3,495.8	7,533.9	3,926.6	3,464.4	5,830.8	5,042.8	1,904.2	1,578.4
YOY		115.51%		-11.77%		-13.52%		-17.11%
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	672.8	688.5	225.2	239.2
YOY		18.81%		0.38%		2.33%		6.21%
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	554.3	571.7	182.4	199.7
YOY		20.56%		0.01%		3.14%		9.51%
航民原有业务净利润	662.9	722.1	328.0	327.3				
YOY		8.93%		-0.23%				
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	452.1	497.8	150.9	174.6
YOY		15.40%		7.32%		10.11%		15.68%
航民原有业务归母净利	573.6	622.6	277.8	278.6				
YOY		8.55%		0.27%				
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

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	4307.4	4839.7	5397.4	营业收入	7533.9	6568.6	7113.9	7668.2
现金	1269.4	1294.3	1457.7	1828.0	减:营业成本	6128.0	5270.4	5739.3	6245.7
应收账款	573.7	620.6	672.9	721.4	营业税金及附加	44.8	52.5	49.8	46.0
存货	1171.2	1224.4	1326.4	1449.5	销售费用	91.9	82.0	77.8	72.0
其他流动资产	1005.3	1000.0	1200.0	1200.0	管理费用	154.7	125.1	126.2	120.7
非流动资产	2262.5	2371.7	2487.1	2606.4	财务费用	20.8	(36.0)	(40.9)	(52.0)
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	155.2	165.8	153.3
无形资产	122.2	123.4	122.8	123.1	营业利润	936.9	969.5	1055.9	1142.6
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	6679.1	7326.7	8003.8	利润总额	932.6	965.1	1051.6	1138.2
流动负债	1643.0	1442.5	1509.2	1559.1	减:所得税费用	133.4	144.8	157.7	170.7
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	169.2	213.4	232.7	归属母公司净利润	661.9	710.9	773.5	835.1
其他流动负债	1377.8	1202.3	1224.8	1255.3	EBIT	1159.3	1091.2	1170.6	1229.9
非流动负债	108.9	104.6	105.5	106.3	EBITDA	1400.3	1179.5	1261.9	1324.2
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	1547.1	1614.6	1665.4	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	0.77
归属母公司股东权益	4294.8	4828.0	5408.1	6034.4	每股净资产(元)	5.76	4.47	5.00	5.58
负债和股东权益	6544.5	6679.1	7326.7	8003.8	发行在外股份(百万股)	745.4	1080.8	1080.8	1080.8
					ROIC(%)	20.4%	17.8%	17.2%	16.3%
					ROE(%)	18.2%	16.5%	16.5%	16.1%
					毛利率(%)	18.7%	19.8%	19.3%	18.6%
					销售净利率(%)	8.8%	10.8%	10.9%	10.9%
					资产负债率(%)	26.8%	23.2%	22.0%	20.8%
					收入增长率(%)	115.5%	-12.8%	8.3%	7.8%
					净利润增长率(%)	15.4%	7.4%	8.8%	8.0%
					P/E	10.1	9.4	8.6	8.0
					P/B	1.6	1.4	1.2	1.1
					EV/EBITDA	4.8	5.7	5.3	5.1

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>

