

## 航民股份

600987

审慎增持 (首次)

## 净利润稳定增长，金价抬升影响营收

2020年04月10日

## 相关报告

## 投资要点

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

- 航民股份 2019 年实现营收 66.94 亿元，同减 11.14%，实现归母净利润 7.37 亿元，同增 11.34%；其中 2019Q4 实现营收 16.51 亿元，同减 3.05%；实现归母净利润 2.39 亿，同增 13.81%，营收规模下降主要系黄金价格不断攀升，黄金加工业务需求下降，黄金业务板块营收同比上年减少 28.35%。19 年度扣非归母为 6.9 亿元，同比上升 19.85%。本年度非经常性损益约为 4700 万元，主要来自公司理财产品的投资收益和政府补助。
- 2019 年纺织业务实现营收 38.12 亿元，同增 3.90%，毛利率为 25.52%，同比下降 0.80pct。全年纺织业销售占总营收比为 57%左右，相比去年同期上涨 8.25PCT，主要系黄金业务板块的营收规模下降。
- 2019 年公司黄金业务实现营收 25.58 亿元，同减 28.35%，毛利率为 7.42%，同比上升 0.96pct；全年黄金珠宝业营收占总营收比为 38%左右，同比去年下跌 9.17pct。拆分来看，黄金饰品和黄金摆件的销售量分别为 57.14 吨和 0.13 吨，分别下降 23.91%和 51.85%。主要系年内全球范围避险情绪升温抬升黄金价格，市场需求下降。
- 产量情况。年内航民股份共生产染色织造布 12.55 亿米，生产量同比去年增长 7.46%，销售情况良好，截至 2019 年底库存量为 824 万米，同减 3.03%。公司生产染色非织造布 4634 万公斤，同比上升 0.12%，但是库存量同增 56.48%，库存上升主要系非织造布销售规模持续扩大导致期末库存量相应增加，并且去年同期基数较低。年内共生产黄金饰品 56.29 吨，同比下降 23.24%，年末黄金库存量为 2.03 吨，同比下降 18.79%。
- 资产质量。19 年度存货较去年同期增加 0.85 亿元至 11.71 亿元，其中 76.08%的存货是黄金原材料及黄金饰品；应收账款较去年同期上升 0.28 亿元至 2.67 亿元；全年来看经营性现金流净额较去年同期上升 0.08 亿元至 10.03 亿元。
- 费用率方面。2019 年度，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.57%/4.66%/-0.03%，分别较去年同期上升 0.35pct/上升 0.41pct/下降 0.31pct，公司费用率水平基本保持稳定。
- 盈利预测：预计公司 2020、2021 年分别实现营收 63.55、71.17 亿，同比增长-5.10%、12.00%，净利润 6.62、7.68 亿元，同比增长-10.2%、15.9%，对应 P/E 分别为 9.3、8.0 倍，建议审慎增持。

风险提示：消费复苏不及预期，国际贸易环境恶化，金价大幅度攀升。



## 报告正文

## 航民股份披露 2019 年年报

航民股份 2019 年实现营收 66.94 亿元，同减 11.14%，实现归母净利润 7.37 亿元，同增 11.34%；其中 2019Q4 实现营收 16.51 亿元，同减 3.05%；实现归母净利润 2.39 亿，同增 13.81%，营收规模下降主要系黄金价格不断攀升，黄金加工业务需求下降，黄金业务板块营收同比上年减少 28.35%。19 年度扣非归母为 6.9 亿元，同比上升 19.85%。本年度非经常性损益约为 4700 万元，主要来自公司理财产品的投资收益和政府补助。

## 点评

- **收入情况：**2019 年全年，公司实现营收 66.94 亿元，同减 11.14%；其中纺织业实现营收 38.12 亿元，同增 3.90%；黄金珠宝业务实现营收 25.58 亿元，同减 28.35%。

表 1 营业收入及其同比变化（百万元）

	营业收入					分业务收入	
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	纺织业	黄金珠宝
2018	833.45	1104.06	1013.76	4582.63	7533.89	3669.02	3570.33
2019	1805.62	1658.75	1578.40	1651.69	6694.46	3812.11	2558.14
同比变化	116.64%	50.24%	55.70%	-63.96%	-11.14%	3.90%	-28.35%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利情况：**2019 年全年，公司综合毛利率 20.50%，同比上升 1.84pct。纺织业的毛利率为 25.52%，同比下降 0.80pct。黄金珠宝的毛利率为 7.42%，同比上升 0.96pct。

表 2 综合毛利率及其同比变化

	综合毛利率					分业务毛利率	
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	纺织业	黄金珠宝
2018	27.00%	28.56%	29.23%	12.42%	18.66%	26.32%	6.46%
2019	14.49%	27.03%	23.33%	17.81%	20.50%	25.52%	7.42%
同比变化	-12.50%	-1.53%	-5.90%	5.38%	1.84%	-0.80%	0.96%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **纺织业产销量情况：**年内航民股份共生产染色织造布 12.55 亿米，生产量同比增长 7.46%，销售情况良好，截至 2019 年底库存量为 824 万米，同减 3.03%。公司生产染色非织造布 4634 万公斤，同比上升 0.12%，但是库存量同增 56.48%，库存上升主要系非织造布销售规模持续扩大导致期末库

存量相应增加，并且去年同期基数较低。

表 3 纺织业产销量情况

产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量同比变化	销售量同比变化 (%)	库存量比上年增减 (%)
染色织造布	米	12.55亿	12.55亿	824万	7.46	7.47	-3.03
染色非织造布	公斤	4634万	4609万	71.42万	0.12	0.35	56.48

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **黄金珠宝拆分情况：**2019 年度公司黄金饰品和黄金摆件的销量分别下降 23.91%和 51.85%。黄金的年末库存量为 2.03 吨，同比去年下降 18.79%。

表 4 黄金珠宝拆分情况

品种	采购量(吨)	采购量同比变化 (%)	生产量(吨)	生产量同比变化 (%)	销售量(吨)	销售量同比变化 (%)	年末库存量(吨)	库存量比上年增减 (%)
黄金饰品	11.45	-34.72	56.24	-25.11	57.14	-23.91	—	—
黄金摆件	0.08	-52.94	0.05	-81.48	0.13	-51.85	—	—
合计	11.53	-34.90	56.29	-25.32	57.27	-24.09	2.03	-18.79

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **费用情况：**2019 年度，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.57%/4.66%/-0.03%，分别较去年同期上升 0.35pct/上升 0.41pct/下降 0.31pct，公司费用率水平基本保持稳定。（表中管理费用/管理费用率未计算研发费用）

表 5 期间费用及同比变化（百万元）

	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	资产减值损失	占营业收入比例
2018	91.89	1.22%	154.69	2.05%	20.83	0.28%	10.64	0.14%
2019	104.97	1.57%	143.22	2.14%	-2.19	-0.03%	-4.29	-0.06%
同比变化	14.24%	0.35%	-7.41%	0.09%	-110.51%	-0.31%	-140.33%	-0.21%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **其他收益：**2019 年公司投资收益为 36.78 亿元，同比减少 23.27%。公司所得税率同比下降 0.22pct 至 14.08%。

表 6 其他收益及同比变化（百万元）

	投资收益	利润总额	占利润总额比例	营业外收支	占利润总额比例	所得税	所得税率
2018	47.93	932.55	5.14%	-4.30	-0.46%	133.39	14.30%
2019	36.78	982.45	3.74%	-2.25	-0.23%	138.35	14.08%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

同比变化	-23.27%	5.35%	-1.40%	-47.58%	0.23%	3.72%	-0.22%
------	---------	-------	--------	---------	-------	-------	--------

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **存货周转率:** 2019 年公司的存货周转率为 4.38, 同比下降 4.46PCT。公司存货周转天数上升 41 天至 82 天。

	2015	2016	2017	2018	2019
存货周转率	12.13	11.64	12.16	8.84	4.38
存货周转天数	30	31	30	41	82

- **盈利预测:** 预计公司 2020、2021 年分别实现营收 63.55、71.17 亿, 同比增长-5.10%、12.00%, 净利润 6.62、7.68 亿元, 同比增长-10.2%、15.9%, 对应 P/E 分别为 9.3、8.0 倍, 建议审慎增持。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期, 国际贸易环境恶化, 金价大幅度攀升。

表 7、航民股份分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	18-4Q	19-1Q	19-2Q	19-3Q	19-4Q	QOQ	2018-12	2019-12	YOY
营业收入	1703	1806	1659	1578	1651.7	-3.0%	7534	6694	-11.1%
营业成本	1264	1544	1210	1210	1357.6	7.4%	6128	5322	-13.2%
毛利	439	262	448	368	294.1	-33.1%	1406	1372	-2.4%
销售费用	28	21	26	19	39.1	38.8%	92	105	14.2%
管理费用	17	45	41	61	-3.3	-118.9%	155	143	-7.4%
财务费用	6	5	-3	3	-8.2	%	21	-2	-110.5%
资产减值	-9	3	-2	0	-4.6	-	-11	-4	-
公允价值	-53	15	-77	2	66.5	-	-47	6	-
投资收益	16	10	14	6	6.2	-60.8%	48	37	-23.3%
营业利润	268	179	270	239	297.4	11.2%	937	985	5.1%
利润总额	260	180	269	239	294.0	13.2%	933	982	5.4%
净利润	210	125	198	175	239.1	14.0%	662	737	11.3%
EPS	0.194	0.116	0.183	0.162	0.221	14.0%	0.612	0.682	11.3%
销售费用率	1.6%	1.2%	1.6%	1.2%	2.4%	0.7%	1.2%	1.6%	0.4%
管理费用率	1.0%	2.5%	2.5%	3.8%	-0.2%	-1.2%	2.0%	2.1%	0.1%
财务费用率	0.4%	0.3%	-0.2%	0.2%	-0.5%	-0.9%	0.3%	0.0%	-0.3%
所得税率	5.7%	17.7%	16.9%	16.5%	7.3%	1.6%	14.3%	14.1%	-0.2%
毛利率	25.8%	14.5%	27.0%	23.3%	17.8%	-8.0%	18.7%	20.5%	1.8%
净利润率	12.3%	7.0%	11.9%	11.1%	14.5%	2.2%	8.8%	11.0%	2.2%

资料来源:天软投资系统

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4731	5856	7040	7878
货币资金	1579	3096	3925	4568
交易性金融资产	946	946	946	946
应收账款	267	222	249	271
其他应收款	6	6	7	8
存货	1256	1049	1170	1271
<b>非流动资产</b>	2314	2074	1806	1546
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1988	1806	1595	1370
在建工程	96	48	24	12
油气资产	0	0	0	0
无形资产	117	97	77	57
<b>资产总计</b>	7044	7930	8846	9424
<b>流动负债</b>	1550	1774	1935	1793
短期借款	76	76	76	76
应付票据	0	0	0	0
应付账款	213	210	234	254
其他	1261	1488	1625	1463
<b>非流动负债</b>	113	0	74	62
长期借款	0	0	0	0
其他	113	0	74	62
<b>负债合计</b>	1662	1774	2009	1856
股本	1081	1081	1081	1081
资本公积	56	56	56	56
未分配利润	3294	3917	4441	5010
少数股东权益	564	674	784	894
<b>股东权益合计</b>	5382	6156	6837	7568
<b>负债及权益合计</b>	7044	7930	8846	9424

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	737	662	768	849
折旧和摊销	262	248	252	254
资产减值准备	5	-25	0	0
无形资产摊销	17	17	17	17
公允价值变动损失	-6	2	2	2
财务费用	31	0	0	0
投资损失	-37	-40	-40	-40
少数股东损益	107	110	110	110

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6694	6355	7117	7740
营业成本	5322	5243	5852	6354
营业税金及附加	35	33	37	41
销售费用	105	95	107	116
管理费用	143	127	142	155
财务费用	-2	0	0	0
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
公允价值变动	6	2	2	2
投资收益	37	40	40	40
<b>营业利润</b>	985	902	1025	1120
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	982	900	1023	1118
所得税	138	128	145	159
净利润	844	772	878	959
少数股东损益	107	110	110	110
<b>归属母公司净利润</b>	737	662	768	849
<b>BPS(元)</b>	0.68	0.61	0.71	0.79

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-11.1%	-5.1%	12.0%	8.8%
营业利润增长率	5.1%	-8.4%	13.6%	9.3%
净利润增长率	11.3%	-10.2%	15.9%	10.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.5%	17.5%	17.8%	17.9%
净利率	11.0%	10.4%	10.8%	11.0%
ROE	15.3%	12.1%	12.7%	12.7%

<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.6%	22.4%	22.7%	19.7%
流动比率	3.05	3.30	3.64	4.39
速动比率	2.24	2.71	3.03	3.68
<b>营运能力</b>				
资产周转率	98.5%	84.9%	84.8%	84.7%
应收帐款周转率	2463.5%	2496.7%	3018.7%	2977.0%
<b>每股资料(元)</b>				

营运资金的变动	-95	644	-189	-332	每股收益	0.68	0.61	0.71	0.79
经营活动产生现金流量	1003	1474	986	830	每股经营现金	0.93	1.36	0.91	0.77
投资活动产生现金流量	-270	43	43	43	每股净资产	4.46	5.07	5.60	6.18
融资活动产生现金流量	-407	0	-199	-230					
现金净变动	327	1517	830	642	估值比率(倍)				
现金的期初余额	1223	1579	3096	3925	PE	8.3	9.3	8.0	7.2
现金的期末余额	1550	3096	3925	4568	PB	1.3	1.1	1.0	0.9

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn