

## 印染业务较为稳健，黄金业务下滑明显

### ——航民股份(600987.SH) 2019 年年报点评

公司简报

#### 买入(维持)

当前价: 5.59 元

#### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

汲肖飞(执业证书编号: S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebsec.com](mailto:jixiaofei@ebsec.com)

#### 市场数据

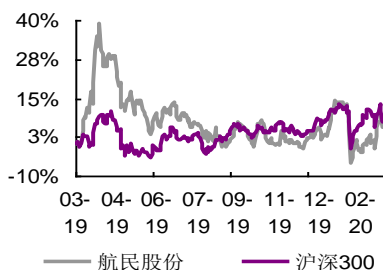
总股本(亿股): 10.81

总市值(亿元): 60.42

一年最低/最高(元): 5.27/7.95

近3月换手率: 34.20%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.43	-8.45	-20.48
绝对	-12.11	-17.92	-28.23

资料来源: Wind

#### 相关研报

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年三季报点评

..... 2019-10-23

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年三季报点评

..... 2018-10-20

#### ◆19 年收入同降 11%、净利同增 11%，19Q4 收入降幅收窄

2019 年公司实现收入 66.94 亿元、同降 11.14%，归母净利 7.37 亿元、同增 11.34%，扣非净利 6.90 亿元、同增 19.85%，EPS 为 0.68 元，每 10 股派发 2.2 元(含税)。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减少导致非经常性损益增速较低。

分季度来看，2018Q3-19Q4 公司收入同增 10.68%、3.83%、-6.00%、-17.26%、-17.15%、-3.02%，归母净利同增 6.89%、9.46%、10.22%、5.55%、15.68%、14.00%。2019Q4 中美贸易摩擦缓和、下游需求有所恢复，公司印染业务同比增长带动收入降幅收窄，毛利率同增 5.38PCT、管理费用率同降 1.08PCT 推动净利同比增长。

#### ◆印染布销量提升驱动收入增长，消费疲软致黄金饰品收入下滑明显

分业务来看，2019 年公司印染纺织、黄金珠宝、电力生产、批发、交运、水利管理、机械制造分别实现收入 38.12 亿元、25.58 亿元、7.06 亿元、2.60 亿元、6029.71 万元、5394.15 万元、7480.19 万元，同增 3.90%、-28.35%、4.04%、16.59%、-11.04%、-17.29%、46.79%。

印染业务方面，2019 年公司染色布销量同增 7.47%至 12.55 亿米，平均染费同降 3.32%至 3.04 元/米。公司强化客户服务水平，提升产品品质、交期等优势，持续拓展国际知名品牌客户，带动销量保持增长。受绍兴产业园新增产能、行业竞争加剧影响，公司平均染费价格有所下滑。

黄金饰品业务方面，2019 年公司黄金批发、加工收入分别为 23.78 亿元、1.78 亿元，同增-29.42%、-9.62%，其中黄金批发、加工量为 7.59 吨、48.70 吨，同增-46.51%、-20.41%。2019 年经济下行压力加大，国内黄金消费较为疲软，行业持续削减库存，且受避险情绪等影响、黄金价格高企，导致实金投资者较为谨慎，因此公司批发、加工业务黄金产销量同比下滑，拖累收入下降。

分区域来看，2019 年公司国内、国外收入为 66.46 亿元、4875.86 万元，同增-11.10%、39.34%，公司黄金业务收入下滑拖累国内收入表现，境外收入增长主要由于印染业务拓展境外客户、订单快速增长。

#### ◆业务结构变化促毛利率提升，费用率增长

2019 年公司毛利率同增 1.84PCT 至 20.50%，主要由于：1) 黄金饰品业务中低毛利率批发业务收入占比下降，2019 年批发业务销量占比为 13.48% (2018 年同期为 18.83%)；2) 印染业务毛利率较高，收入占比提升。分业务来看，2019 年印染纺织、黄金珠宝、电力生产、批发、交运、水利管理、机械制造毛利率分别为 25.52%、7.42%、27.41%、1.39%、11.23%、5.92%、23.13%，同增-0.80PCT、0.96PCT、2.64PCT、-0.64PCT、-15.15PCT、-17.98PCT、+17.43PCT。

考虑到航民百泰并表影响，2018Q3-19Q4 毛利率分别为 17.71% (不可比)、25.8% (不可比)、14.49% (+0.66PCT)、27.03% (+8.90PCT)、23.33% (+5.62PCT)、17.81% (+5.38PCT)，2019Q4 毛利率上涨主要由

于印染业务毛利率提升、低毛利率黄金饰品业务收入占比下降。

2019 年公司期间费用率（考虑研发费用）同增 0.45 PCT 至 6.19%，其中销售费用率同增 0.35PCT 至 1.57%，主要由于职工薪酬、运输费用同比增长；管理费用率（考虑研发费用）同增 0.41PCT 至 4.66%，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 0.31 PCT 至 -0.03%，主要由于利息收入同比增加。

#### ◆疫情短期影响公司订单增长，控股股东增持彰显信心

我们认为：1) 印染业务方面，短期内受新冠肺炎疫情疫情影响，下游服装销售及出口较为疲软，预计 2020 年公司印染主业收入同比下滑。公司将持续拓展客户，提升印染布销量，并通过产品结构优化提高染费，预计 2021 年后收入增速有所回升。2) 黄金业务方面，2020 年受新冠肺炎疫情疫情影响，黄金销量、收入预计同比下滑，2021 年后黄金消费有望回升，带动公司收入回升。3) 2020 年受疫情影响收入下滑，公司费用较为刚性，影响盈利能力，公司持续提升自动化生产水平，加强印染业务成本管控，2021 年后盈利能力预计有所改善。4) 2019 年 11 月 7 日公司公告航民集团增持股份 403.54 万股，并计划未来 6 个月内增持股份 800~1500 万股，表明控股股东对公司长期发展信心。截止 2020 年 3 月 19 日航民集团增持 1080.83 万股，占总股本的 1%，增持计划尚未实施完毕。

受新冠肺炎疫情疫情影响，我们下调 2020-21 年 EPS 预测为 0.60/0.66 元（原值为 0.74/0.80 元），预测 2022 年 EPS 为 0.72 元，目前股价对应 20 年 9 倍 PE，看好长期印染行业去产能趋势下公司作为龙头议价能力及市场份额的提升，目前估值处于较低水平，维持“买入”评级。

◆风险提示：新冠肺炎疫情疫情影响超预期、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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,534	6,694	6,077	6,614	7,020
营业收入增长率（追溯调整前）	115.51%	-11.14%	-9.22%	8.84%	6.13%
营业收入增长率（追溯调整后）	8.46%				
净利润（百万元）	662	737	648	710	779
净利润增长率（追溯调整前）	15.40%	11.34%	-12.13%	9.69%	9.69%
净利润增长率（追溯调整后）	10.81%				
EPS（元）	0.89	0.68	0.60	0.66	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.41%	15.30%	11.85%	11.87%	11.91%
P/E	6	8	9	9	8
P/B	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 10 日

注：2018 年 5 月公司公告收购航民集团旗下黄金加工资产航民百泰，同一控制人合并下公司对 2017 年财报数据进行追溯调整，追溯调整前后收入、利润增速有所区别。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,534	6,694	6,077	6,614	7,020
营业成本	6,128	5,322	4,811	5,192	5,474
折旧和摊销	239	260	257	258	259
税金及附加	45	35	30	33	35
销售费用	92	105	97	106	112
管理费用	155	143	146	146	154
研发费用	165	169	153	167	177
财务费用	21	-2	-4	-9	-10
投资收益	48	37	40	40	40
营业利润	937	985	905	1,044	1,142
利润总额	933	982	903	1,042	1,140
所得税	133	138	135	156	171
净利润	799	844	768	885	969
少数股东损益	137	107	120	175	190
归属母公司净利润	662	737	648	710	779
EPS(按最新股本计)	0.89	0.68	0.60	0.66	0.72

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	995	1,003	1,443	695	756
净利润	662	737	648	710	779
折旧摊销	239	260	257	258	259
净营运资金增加	1,882	-872	-610	528	524
其他	-1,788	879	1,148	-801	-806
投资活动产生现金流	-173	-270	-270	-295	-270
净资本支出	-368	-302	-310	-310	-310
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	195	32	41	15	40
融资活动现金流	-292	-407	-82	-177	-209
股本变化	110	335	0	0	0
债务净变化	-15	-10	-76	0	0
无息负债变化	894	-80	20	211	-29
净现金流	534	327	1,092	223	277

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.7%	20.5%	20.8%	21.5%	22.0%
EBITDA 率	15.9%	18.1%	18.5%	19.0%	19.3%
EBIT 率	12.7%	14.2%	14.3%	15.1%	15.6%
税前净利润率	12.4%	14.7%	14.9%	15.7%	16.2%
归母净利润率	8.8%	11.0%	10.7%	10.7%	11.1%
ROA	12.2%	12.0%	9.9%	10.2%	10.3%
ROE (摊薄)	15.4%	15.3%	11.8%	11.9%	11.9%
经营性 ROIC	13.1%	14.9%	15.0%	15.5%	15.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	27%	24%	21%	21%	19%
流动比率	2.61	3.05	3.59	3.64	4.11
速动比率	1.89	2.24	2.79	2.85	3.23
归母权益/有息债务	49.94	63.30	-	-	-
有形资产/有息债务	74.29	90.57	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	6,545	7,044	7,756	8,660	9,379
货币资金	1,269	1,579	2,671	2,895	3,172
交易性金融资产	60	946	946	946	946
应收账款	239	267	243	265	281
应收票据	335	0	0	0	0
其他应收款(合计)	10	0	12	13	14
存货	1,171	1,256	1,200	1,344	1,469
其他流动资产	1,005	541	116	541	791
流动资产合计	4,282	4,731	5,397	6,219	6,888
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,979	1,988	1,977	1,977	1,984
在建工程	35	0	45	79	104
无形资产	122	117	121	125	128
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	92	174	174	174	174
非流动资产合计	2,263	2,314	2,359	2,441	2,491
总负债	1,752	1,662	1,606	1,817	1,788
短期借款	86	76	0	0	0
应付账款	179	213	216	286	282
应付票据	28	0	48	52	55
预收账款	21	31	30	33	35
其他流动负债	0	9	9	9	9
流动负债合计	1,643	1,550	1,503	1,708	1,677
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	112	103	109	112
非流动负债合计	109	113	103	109	112
股东权益	4,793	5,382	6,150	6,843	7,591
股本	745	1,081	1,081	1,081	1,081
公积金	549	443	508	579	596
未分配利润	3,001	3,294	3,877	4,324	4,865
归属母公司权益	4,295	4,818	5,466	5,984	6,542
少数股东权益	498	564	684	859	1,049

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	2%	2%	2%	2%	2%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	2%	3%	3%	3%	3%
所得税率	14%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.28	0.00	0.18	0.20	0.22
每股经营现金流	1.33	0.93	1.34	0.64	0.70
每股净资产	5.76	4.46	5.06	5.54	6.05
每股销售收入	10.11	6.19	5.62	6.12	6.49

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	6	8	9	9	8
PB	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	5.3	4.7	4.4	4.2
股息率	5.0%	0.0%	3.2%	3.7%	4.0%

## 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, 不与, 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版权所有。保留一切权利。

## 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