

2022年03月02日

证券分析师 李婕

执业证号: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

聚焦印染+黄金双主业，2021年收入端恢复较好 增持（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,233	9,530	10,600	11,783
同比(%)	-21.83	82.12	11.22	11.16
归母净利润(百万元)	601	659	722	784
同比(%)	-18.42	9.56	9.57	8.63
每股收益(元/股)	0.56	0.63	0.69	0.75
P/E(倍)	10.48	9.30	8.49	7.81

投资要点

- **聚焦“纺织印染+黄金饰品”双主业。**公司成立于1998年，早期专注印染主业，2004年上市后通过并购方式陆续发展海运、污水处理、热电等业务，2018年收购航民百泰发展黄金饰品业务，当前形成“印染+黄金饰品”双主业、其他业务配套协同的多元业务矩阵。2020年营收52.33亿元/yoy-21.83%，其中纺织/黄金饰品收入分别同比-20.21%/-25.64%，收入占比分别为50.81%/31.78%、分别同比+0.15pct/-2.21pct。2021Q1-Q3营收yoy+91.21%/较2019年同期+39.55%、归母净利yoy+5.41%/较2019年同期-15.53%，收入端已恢复到疫情前水平。
- **2021年印染纺织业务呈复苏态势。**公司印染业务主要从事染色、印花和后整理加工，年加工规模10.2亿米、居行业前列。随着疫情影响趋弱、产量恢复，2021H1印染纺织业务收入利润均呈复苏、但较疫情前水平仍存一定差距。**1)收入端:**2021H1印染业务收入同比+43.7%/较2019H1减3.2%。**2)利润端:**由于染费价格尚未完全恢复、原材料(如印染助剂)及能源价格上升、污水处理成本支出增加，2021H1印染纺织业务利润总额同比增25.6%/较2019H1减32.3%。2021年下半年外需景气(公司印染业务出口收入占比60%以上)、成本优化(污水处理支出基本消失)，我们预计2021全年印染业务收入有望略超2019年水平、利润端恢复程度亦好于上半年。
- **黄金饰品业务分为“加工+批发”两种模式，加工模式销量占比较高、收入贡献较低。****1)加工模式:**客户(主要为老庙黄金、老凤祥、明牌珠宝等知名黄金珠宝品牌)提供黄金原料，公司提供加工服务并收取加工费，该模式的盈利特征为“销售单价低、毛利率高”(2020年销售单价400万元/吨、毛利率73%)。**2)批发模式:**公司自购黄金原料生产黄金饰品，以“黄金基准价+加工费”定价销售，该模式的盈利特征为“销售单价高、毛利率低”(2020年销售单价4.3亿元/吨、毛利率0.5%)。2020年黄金饰品加工/批发销量占比分别为88.7%/11.3%、收入占黄金业务比重分别为6.8%/93.0%。
- **2021年黄金饰品收入大幅增长。**2021H1国内黄金首饰消费回暖，公司加大营销力度，黄金饰品收入大幅超过疫情前水平、利润有待进一步复苏。**1)收入端:**2021H1黄金饰品收入同比+226.3%/较2019H1增77.5%，其中销量同比+75.2%；**2)利润端:**2021H1黄金饰品利润总额同比+19%/较2019H1减16%。黄金饰品销量、利润同比增幅均低于收入增幅，我们推测这主要源自销售单价高、毛利率低的批发业务销量占比提升，有效拉动收入增长，但其利润贡献有限。公司2018年并购航民百泰时，航民百泰承诺2018/2019/2020年扣非归母净利润分别不低于7200/8500/10200万元，2018/2019均达成目标，2020年由于疫情影响未完成、延期至2021年。结合2021H1黄金业务表现，我们判断H2黄金业务结构有望优化、全年业绩承诺有望实现。
- **盈利预测与投资评级:**公司聚焦“纺织印染+黄金饰品”双主业、其他业务配套协同，2021年收入端恢复较好、但由于印染成本上升以及黄金业务占比提升拉低利润率水平(2021H1纺织/黄金业务收入占比38.1%/58.2%，销售利润率分别为13.46%/1.9%)、利润改善有限。黄金饰品业务2021年设立航民科尔珠宝(持股51%)、将促进黄金业务上下游协同，印染行业目前仍比较分散、但航民作为龙头在环保趋严环境下有望受益于未来行业集中度提升带来的议价能力提升。我们预计2021-2023年公司归母净利润分别同增9.6%/9.6%/8.6%，对应PE为9.3X/8.5X/7.8X，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:**疫情反复、成本上涨、金价波动、股东继续减持。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.83
一年最低/最高价	4.61/6.33
市净率(倍)	1.18
流通A股市值(百万元)	5195.69

基础数据

每股净资产(元)	4.96
资产负债率(%)	22.54
总股本(百万股)	1050.82
流通A股(百万股)	891.20

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,955	5,876	6,522	7,154	营业收入	5,233	9,530	10,600	11,783
现金	1,934	1,658	1,830	1,949	减:营业成本	4,169	8,213	9,102	10,109
应收账款	220	388	432	480	营业税金及附加	28	48	53	59
存货	1,289	1,800	1,995	2,216	营业费用	73	95	127	153
其他流动资产	1,512	2,029	2,265	2,509	管理费用	144	191	223	259
非流动资产	2,515	2,659	2,783	2,976	研发费用	139	181	212	247
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-8	-17	-12	-15
固定资产	2,039	2,190	2,320	2,521	资产减值损失	8	0	0	0
在建工程	5	5	5	5	加:投资净收益	40	38	42	47
无形资产	113	107	100	92	其他收益	32	38	42	47
其他非流动资产	357	357	357	357	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	7,470	8,535	9,305	10,130	营业利润	794	891	976	1,061
流动负债	1,519	2,065	2,244	2,439	加:营业外净收支	-3	0	0	0
短期借款	100	100	100	100	利润总额	791	891	976	1,061
应付账款	182	338	374	415	减:所得税费用	117	143	156	170
其他流动负债	1,237	1,627	1,770	1,923	少数股东损益	72	90	98	107
非流动负债	181	181	181	181	归属母公司净利润	601	659	722	784
长期借款	57	57	57	57	EBIT	716	802	883	955
其他非流动负债	124	124	124	124	EBITDA	975	1,064	1,166	1,268
负债合计	1,700	2,246	2,425	2,620	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	590	679	778	885	每股收益(元)	0.56	0.63	0.69	0.75
归属母公司股东权益	5,181	5,610	6,101	6,626	每股净资产(元)	4.79	5.34	5.81	6.31
负债和股东权益	7,470	8,535	9,305	10,130	发行在外股份(百万股)	1,081	1,051	1,051	1,051
					ROIC(%)	10.3%	10.5%	10.5%	10.5%
					ROE(%)	11.6%	11.7%	11.8%	11.8%
					毛利率(%)	20.3%	13.8%	14.1%	14.2%
					销售净利率(%)	11.5%	6.9%	6.8%	6.7%
					资产负债率(%)	22.8%	26.3%	26.1%	25.9%
					收入增长率(%)	-21.8%	82.1%	11.2%	11.2%
					净利润增长率(%)	-18.4%	9.6%	9.6%	8.6%
					P/E	10.48	9.30	8.49	7.81
					P/B	1.20	1.09	1.00	0.92
					EV/EBITDA	4.53	4.35	3.82	3.42

数据来源: Wind, 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>

