



印染整合，航民杨帆

——航民股份（600987）深度报告

2016年03月11日

强烈推荐/首次

航民股份 深度报告

报告摘要：

航民股份从事印染业务 36 年，形成了以纺织、印染业务为核心，供水、污水处理、热电、煤炭运输贸易等为配套的综合业务体系。2015 年公司印染总产能约 10.2 亿米/年，产量为 8.8 亿米，占全国市场约 2% 左右的份额。公司被评为“中国印染行业二十强企业”，当前公司印染业务的规模在行业内处于前五的水平。

- 2015 年公司总营业收入约 35.5 亿元（不扣除内部抵消），其中印染纺织业务收入约 27.6 亿元，占总收入的 78%。电力与蒸汽收入 5.2 亿元，占总收入的约 14%。依靠完善的供水、热电、污水处理配套，公司盈利水平持续增长，2015 年毛利率高达 30.5%，实现净利润 4.84 亿元，连续 9 年增长。
- 未来印染行业的整合仍将持续，政府通过总量控制、提高环保标准的手段将迫使中小落后产能退出市场，行业集中度将不断提高。2016 年绍兴地区对 67 家印染企业进行停产整顿。在环保成本不断上升的情况下，印染企业只有具备良好的成本控制能力、完善的产业链配套才能保证成本优势，在市场竞争中处于有利地位。同时，我们也看到消费升级的趋势日益明显，中高端印染产品的前景更加光明。综合来看，我们认为处于行业第一集团的龙头企业在未来的市场空间更大。
- 财务数据分析显示，航民股份的销售利润率、存货周转率等指标均大幅高于行业平均水平，表明公司管理优秀，经营效率高。公司 ROE 为 18%，销售净利率上升是公司维持高 ROE 的主要原因。同时，公司经营现金流持续净流入，使得公司的资金储备日益充裕。公司的资产负债率也处于较低水平，仅为 23.2%。

公司盈利预测及投资评级：

- 印染行业目前处于供应收缩、成本下降以及需求复苏的良好阶段。作为行业龙头的航民股份在行业中的领先优势将持续扩大。预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.94 元，1.06 元，当前股价对应 PE 分别为 13.7 倍，12.0 倍。公司经营稳健，估值较低，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入（百万元）	3,184	3,028	3,165	3,452	3,767
增长率（%）	8.6%	-4.9%	4.5%	9.1%	9.1%
净利润（百万元）	518	563	700	796	860
增长率（%）	9.3%	8.7%	24.2%	13.7%	8.1%
净资产收益率（%）	18.5%	17.6%	19.0%	19.0%	18.2%
每股收益（元）	0.70	0.76	0.94	1.06	1.15
PE	18.3	16.9	13.7	12.0	11.1
PB	3.4	3.0	2.6	2.3	2.0

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

杨行远

010-66554024

yangxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480115060007

交易数据

52 周股价区间（元）	12.82-11.06
总市值（亿元）	81.45
流通市值（亿元）	81.45
总股本/流通 A 股（万股）	63531/63531
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.2

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

目 录

1. 公司基本情况：专注纺织印染，配套完善显优势	4
1.1 印染业务盈利强劲	4
1.2 配套设施齐全	6
2. 印染行业展望：整合利好航民，需求提升促升级	7
2.1 印染行业产能退出进行中	7
2.2 印染布落后产能退出，行业盈利改善	8
2.3 染料价格处于低位，能源价格下行	10
2.4 消费升级促下游需求稳步增长	11
3. 财务数据分析：盈利强劲，资金充裕	13
3.1 利润率远高于行业均值，技术研发支出高	13
3.2 行业处于成熟期，固定资产投入较小	14
3.3 销售净利率上升，ROE 维持高水平	15
4. 盈利预测及投资建议	16
5. 风险提示	16

表格目录

表 1:公司参股子公司经营情况	6
表 2:2010-2014 年印染行业落后产能淘汰情况	8
表 3:2014 年度中国印染企业 10 强名单	12
表 4:公司利润率显著高于行业平均水平	13
表 5:公司经营效率高于行业平均水平	13
表 6:销售净利率上升，ROE 维持高水平	15
表 7:公司主营业务展望	16
表 8:公司盈利预测表	17

插图目录

图 1: 公司主营业务收入	4
图 2: 2015 年公司收入构成	5
图 3: 2015 年公司毛利构成	5

图 4: 主营业务毛利率.....	5
图 5: 公司织物产品.....	6
图 6: 公司印染产品.....	6
图 7: 2014 年中国印染布产量地区分布.....	7
图 8: 2008-2014 年我国印染布产量.....	9
图 9: 2008-2013 年我国印染行业产值和利润.....	9
图 10: 分散染料价格走势.....	10
图 11: 活性染料价格走势.....	10
图 12: 动力煤价格走势.....	10
图 13: 我国纺织行业收入总额.....	11
图 14: 我国纺织品服装出口总额.....	11
图 15: 城镇居民家庭人均可支配收入持续增长.....	12
图 16: 公司三项费用率保持平稳.....	14
图 17: 公司现金流量情况.....	14
图 18: 固定资产比重下降, 负债率降低.....	14
图 19: 资金充裕货币储备超十亿.....	15

1. 公司基本情况: 专注纺织印染, 配套完善显优势

1.1 印染业务盈利强劲

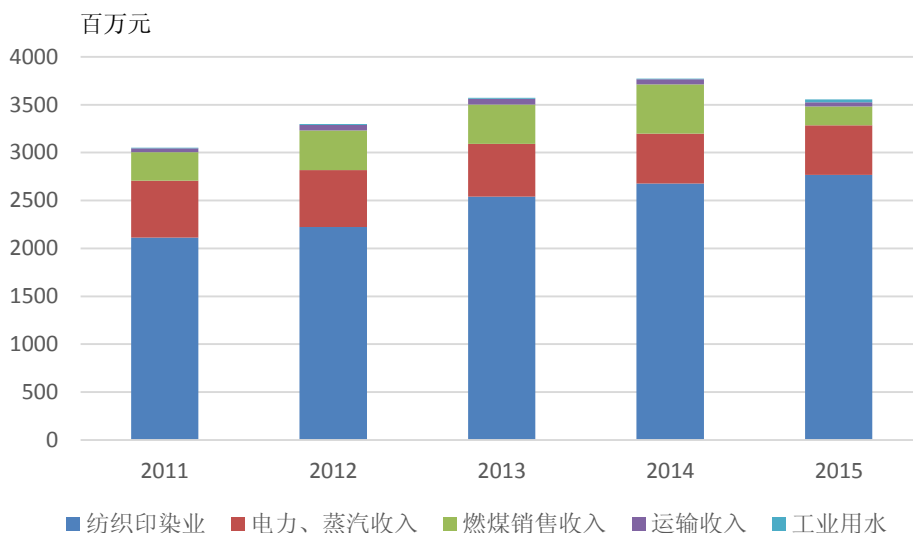
航民股份前身是成立于1979年的萧山漂染厂, 1998年成立股份公司, 2004年8月在上交所上市。公司从事印染业务36年, 形成了以纺织、印染业务为核心, 供水、污水处理、热电、煤炭运输贸易等为配套的综合业务体系。2015年公司印染总产能约10.2亿米/年, 产量为8.8亿米, 占全国市场约2%左右的份额。公司被评为“中国印染行业二十强企业”, 当前公司印染业务的规模在行业内处于前五的水平。

2015年公司总营业收入约35.5亿元(不扣除内部抵消), 其中印染纺织业务收入约27.6亿元, 占总收入的78%。电力与蒸汽收入5.2亿元, 占总收入的约14%。另外燃煤销售、运输、工业用水等业务规模较小, 合计贡献收入2.7亿元, 占总收入的8%。

过去5年中, 印染业务的收入规模稳步增长, 电力和蒸汽业务保持相对稳定。2011至2015年, 印染收入从21.1亿元增长至27.6亿元, 年均增速6.9%。期间印染业务产能和产量年均增长在2%-3%之间。印染价格在2011至2014年期间稳步上涨, 主要受染料价格上涨推动, 但2015年下半年以来, 染料价格大幅下调, 部分产品跌幅达到50%, 受此影响浙江萧山、绍兴地区印染价格连续3次下调, 这在一定程度上对公司2015年的收入增长不利产生。

公司目前具备年发电量6亿度的能力, 2015年共发电4.4亿度, 较2014年增长12.6%, 但由于电价下调, 2015年公司电力与蒸汽业务收入跟2014年持平。

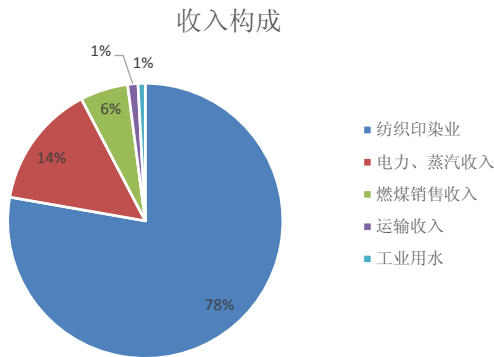
图 1: 公司主营业务收入



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

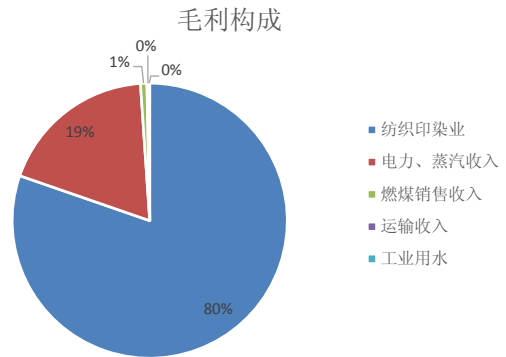
从利润构成角度看, 纺织印染贡献约80%的毛利, 电力与蒸汽贡献约19%的毛利, 上述两大业务是公司几乎全部的利润来源。

图 2: 2015 年公司收入构成



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 2015 年公司毛利构成

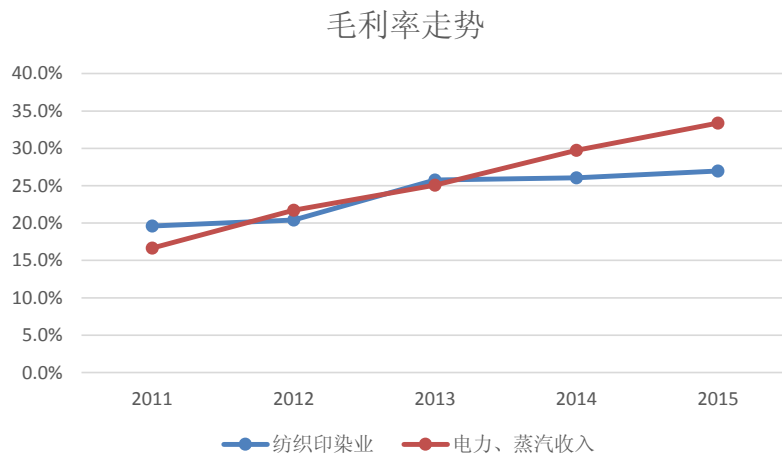


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

成本下行, 毛利率稳步提升。2011 年以来虽然国内外宏观经济增速放缓, 但公司反而受益于产能收缩、能源价格的下跌, 毛利率稳步上升。2015 年公司纺织印染毛利率 27%, 较 2014 年提高 0.9 个百分点, 比 2011 年提高 7.4 个百分点。2015 年主要原料染料的均价较 2014 年小幅上涨, 环保支出也明显上升, 综合看印染业务成本上升约 7.3%, 但公司印染费用平均提价 8.4%, 将成本上涨完全转嫁给下游客户, 保证了毛利率的提升。这也从一个侧面反映出公司印染业务具备很强的议价能力。

电力与蒸汽业务毛利率 33.4%, 同比提高 3.6 个百分点, 较 2011 年提高约 16.7 个百分点。这主要受益于煤炭价格的下跌。

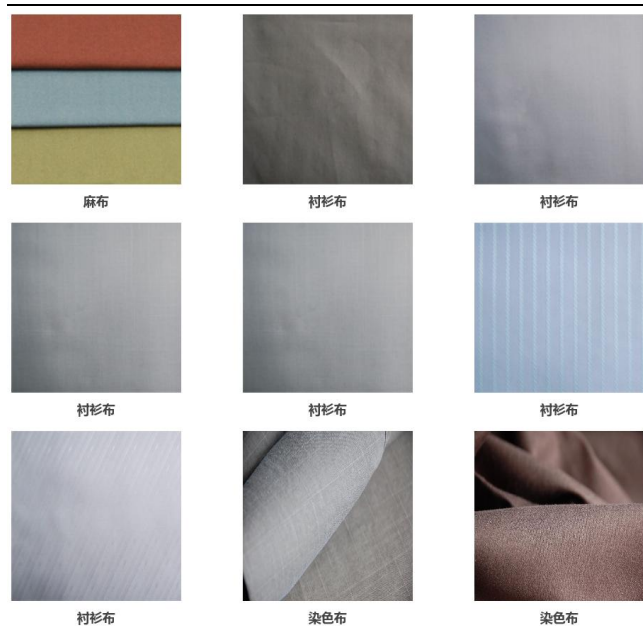
图 4: 主营业务毛利率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

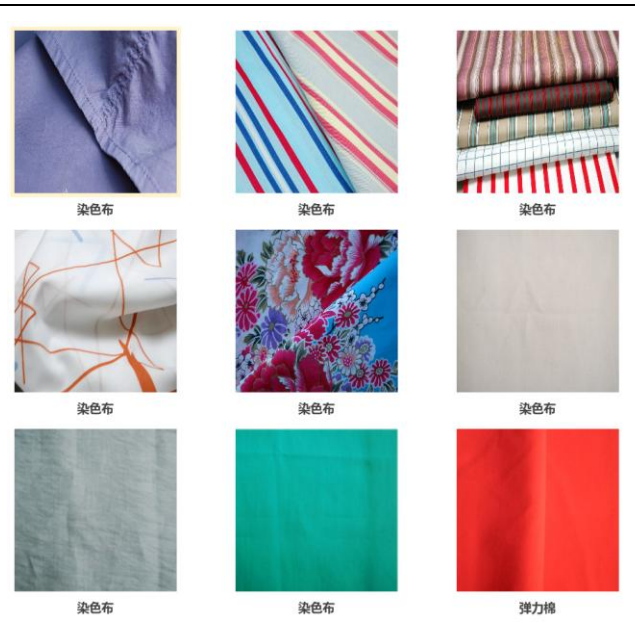
综合而言, 公司印染业务产能规模大, 与同行相比具有一定的规模优势, 公司在研发和产品质量上也有一定优势。在印染业淘汰落后产能的环境中, 公司在规模和技术上的优势凸显。在上述因素综合影响下, 公司纺织印染业产量和销售额保持增长, 毛利率有所提高, 相对稳定。

图 5：公司织物产品



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 6：公司印染产品



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

1.2 配套设施齐全

航民股份并表参股的子公司约 12 家，其中纺织印染 5 家，电力蒸汽 3 家，污水处理 2 家，煤炭贸易 1 家，煤炭运输 1 家。纺织印染过程中会消耗大量的电力和蒸汽，需要大量的水，同时也产生大量的废水，因此从事电力蒸汽、污水处理的子公司均给纺织印染这个核心业务进行配套，提升了公司的综合成本控制能力，有效降低了成本。同时，生产电力与蒸汽需要消耗大量的煤炭，因此煤炭贸易、煤炭运输两家子公司为公司旗下的 3 家热电厂提供服务，保证了煤炭的供应。我们认为公司围绕纺织印染这个主业，配套建设了能源供应、水处理等设施，使得公司的综合运行效率进一步提升。

2015 年各家子公司的经营数据显示，5 家纺织印染子公司、3 家热电厂均实现了较好的盈利。2 家污水处理公司小幅亏损，从事煤炭运输的子公司亏损 517 万元。污水处理公司作为配套业务，并不以盈利为主要目的。煤炭运输公司的亏损则是受到航运业异常低迷，运价大幅下降的影响。辅助业务的亏损，对公司整体经营的影响较小。

表 1:公司参股子公司经营情况

被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
杭州航民达美染整有限公司	子公司	75	74,262	8,984	主营高档棉布,麻布及混纺织物的印染加工
杭州钱江印染化工有限公司	子公司	70	55,202	9,023	生产销售染料及化纤面料;化纤织物印染和整理加工
杭州澳美印染有限公司	子公司	70	21,018	4,898	化纤,混纺织物的印染,整理
杭州航民美时达印染有限公司	子公司	75	24,347	4,516	主营高档棉布,麻布及混纺织物的印染加

司					工
杭州萧山航民非织造布有限公司	子公司	100	15,019	1,940	主营非织造布,非织造合成革基布,无纺布等加工
杭州航民江东热电有限公司	子公司	100	20,468	5,313	发电类
杭州航民小城热电有限公司	子公司	100	16,783	4,165	发电类
杭州航民热电有限公司	子公司	80	14,572	3,025	火力发电,蒸汽
杭州萧山东片污水处理有限公司	子公司	100	2,283	-80	主营污水处理
杭州萧山航民污水处理有限公司	子公司	100	/	/	主营工业水处理
杭州航民物资贸易有限公司	子公司	100	16,510	224	主营煤炭销售
浙江航民海运有限公司	子公司	100	4,336	-517	主营煤炭,矿砂等运输

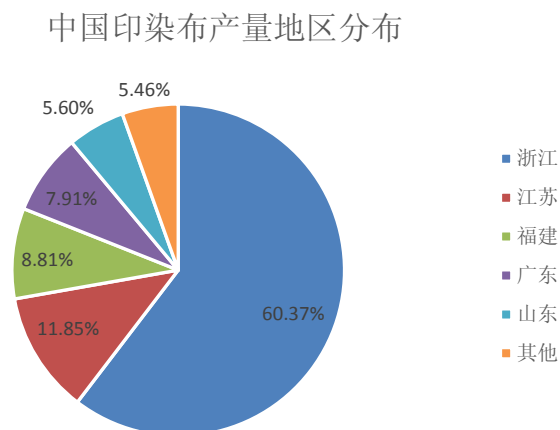
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2. 印染行业展望: 整合利好航民, 需求提升促升级

2.1 印染行业产能退出进行中

根据中国印染业行业协会发布的《2014年中国印染行业经济运行分析》, 中国印染布的生产主要集中在浙江、江苏、福建、广东和山东五省, 其总产量占比达到 94.54%。其中, 浙江省是生产大省, 2014年印染布产量占全国总产量的 60.36%, 较 2013年提高了 0.42 个点。浙江省内绍兴和杭州萧山是两大生产基地, 占据浙江产量的 90%, 全国的 50%。印染行业的地区集中度已经很高, 但企业的集中度低, 企业市占率普遍不超过 1%。航民股份作为行业龙头, 市场占有率仅为 2%左右。

图 7: 2014 年中国印染布产量地区分布



资料来源: 中国印染行业协会, 东兴证券研究所

印染业具有“高耗能、高环境负荷”特点,属于政府限制发展的行业,环保政策趋严。自2010年以来中央和地方政府出台了一系列相关政策淘汰落后产能,解决高耗能高污染问题,实现产业转型升级。根据《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》和《工业和信息化部关于下达2014年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》,工信部于2014年7月18日公布了2014年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单(第一批),印染行业淘汰落后产能16.5亿米。2010至2014年合计淘汰落后产能约130亿米,效果显著。

表 2: 2010-2014 年印染行业落后产能淘汰情况

	2010	2011	2012	2013	2014
淘汰落后产能(亿米)	41.9	20	28.9	23.6	16.5
涉及企业数(家)	201	144	176	132	107

资料来源: 工信部网站, 东兴证券研究所

浙江省2013年发布的“浙江省淘汰落后产能规划(2013-2017年)”,到2017年,浙江省印染行业计划淘汰落后产能30亿米。萧山于2013年开始对所辖地区内印染企业进行整治提升,出台了《印染企业整治验收标准》60条,截至2014年12月底,关停印染企业13家,整治提升50家,从根本上倒逼产业转型升级。目前,萧山地区印染行业整治提升已完成,对其他地区印染行业规划发展产生影响。

2016年伊始,绍兴地区对约67家中小印染企业被实施停产整顿,停产数量约占绍兴地区印染企业总数的20%。预计整顿将持续3-6个月。整顿后满足环保条件的企业将复产,而无法达标的企业将被关停。落后产能的退出将给行业龙头企业带来更大的市场空间。

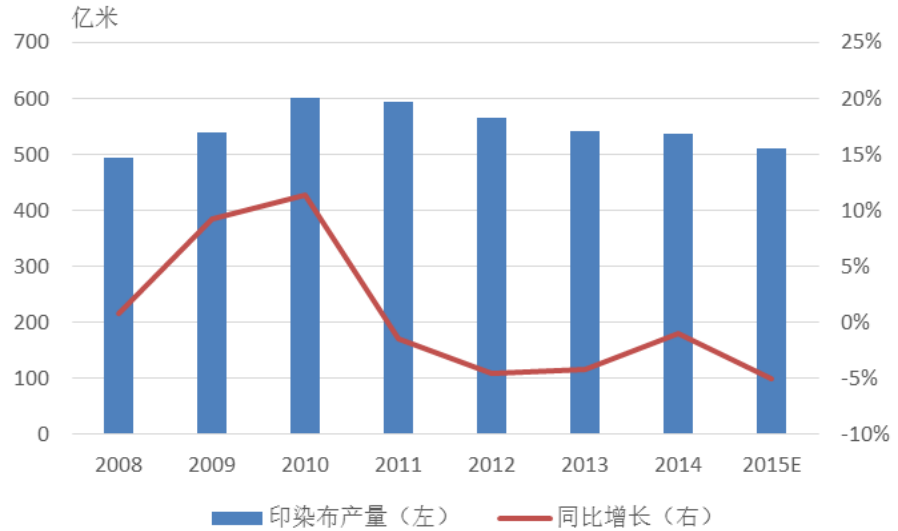
另外,由于环保要求的严格,印染企业的环保治理投入也在增加,提升了生产成本。中小企业的生存困难不断加剧,而资金充裕、技术先进、环保领先的龙头企业的竞争优势将充分体现。

2.2 印染布落后产能退出, 行业盈利改善

印染产能扩张受到政府排污权指标的控制,新增产能难度大,印染企业资本投入转向技术升级,节能减排、污水处理成为投资重点。由于印染企业不再盲目扩大产能,而是提升产业的技术水平,因此印染行业的产能持续收缩,行业竞争格局改善,企业盈利情况好转。

据中国国家统计局统计,2014年中国规模以上印染企业累计完成固定资产投资额367.93亿元,同比上年增长22.37%;新开工项目数582个,同比上年增加15.94%。印染布产量自2011年开始下降,2014年中国印染布产量536.74亿米,同比上年下降0.97%,同比2011年的593亿米年下降9.49%,2015年我国印染布总产量继续延续了下降的大趋势。

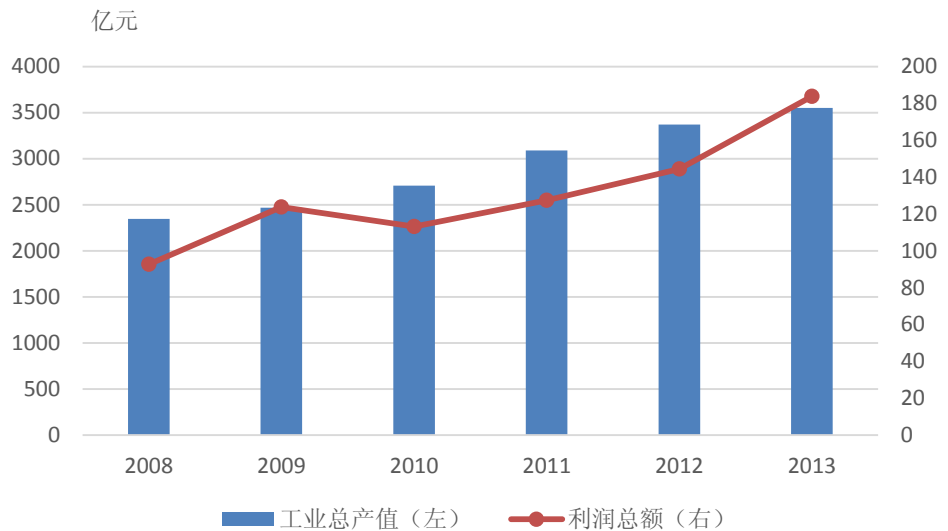
图 8: 2008-2014 年我国印染布产量



资料来源: 东兴证券研究所

相对于印染布产量产生的波动, 从 2000 年至 2013 年, 印染行业完成工业总产值和利润总额基本保持了一定速度的增长。面对生产要素成本持续上升等压力, 说明整个印染行业更加注重科技进步、科技创新和管理水平, 赢利能力得到提升, 经济增长质量和效益有所提高。

图 9: 2008-2013 年我国印染行业产值和利润



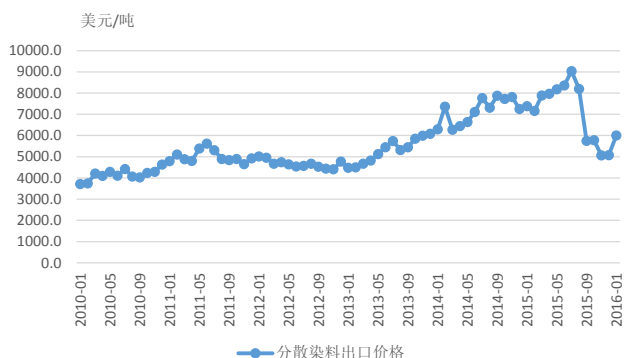
资料来源: 东兴证券研究所

2.3 染料价格处于低位，能源价格下行

印染过程中，染料和助剂成本约占生产成本的 20%左右，同时蒸汽、电力等能源成本约占生产成本的 10%左右。因此染料价格、能源价格波动对印染企业的盈利产生较大影响。

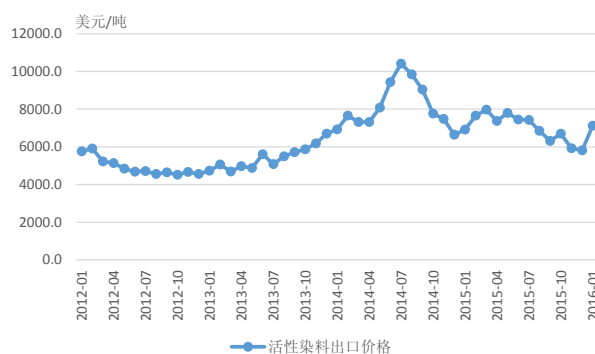
2013 至 2015 年，染料价格大幅上涨，导致新增染料产能不断进入市场。但从 2015 年 7 月以来，随着染料供应增加，分散染料为代表的染料价格进入下行周期。同时，经过整顿后，曾经短缺的染料中间体产能逐渐释放，染料中间体价格下行，带动了染料价格下跌。

图 10：分散染料价格走势



资料来源：海关总署、东兴证券研究所

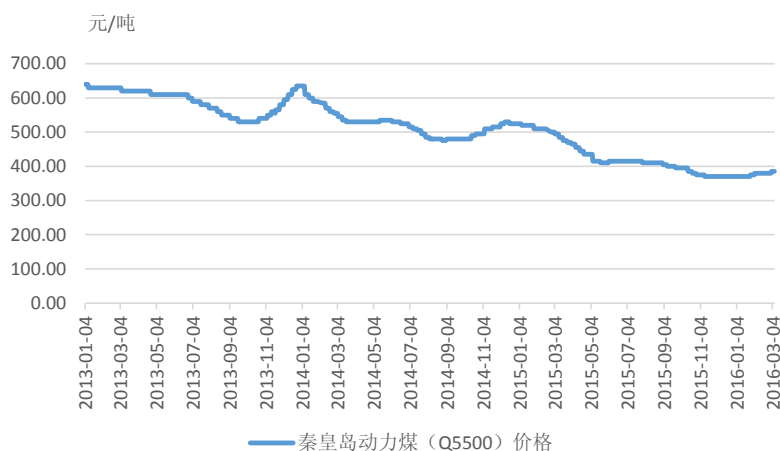
图 11：活性染料价格走势



资料来源：海关总署、东兴证券研究所

煤炭价格持续探底，导致火电、蒸汽生产成本下降。在一定程度上降低了印染企业的能源成本。据我们的统计，2014 年 9 月以来，浙江地区火电上网价格已经连续下调 3 次，分别下调 1.1 分/千瓦时、1.27 分/千瓦时、3 分/千瓦时。目前电价较 2015 年初降幅约 10%。对于拥有自备电厂的印染企业而言，由于煤炭价格跌幅更大，因此成本下降的幅度将超过 10%。

图 12：动力煤价格走势



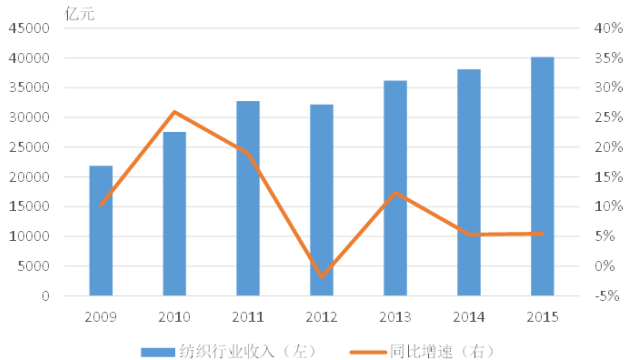
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

从当前市场的情况看, 染料供应充裕, 虽然部分厂家近期提高了染料价格, 但染料持续上涨的基础依然较弱, 预计 2016 年染料价格在低位运行的可能性较大。煤炭价格当前处于较低水平, 由于钢铁、水泥等高耗能企业的去产能仍在进行中, 因此煤炭需求依然疲软, 煤炭价格也不具备大幅上涨的可能。因此我们预计, 2016 年印染行业将面临主要原料和能源成本低位运行的良好局面, 成本压力较轻。

2.4 消费升级促下游需求稳步增长

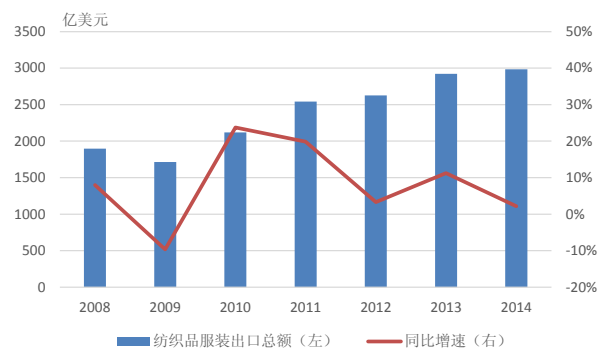
2014 年中国印染布产品主要出口至越南、贝宁、阿联酋、孟加拉国、印度尼西亚等国家, 2014 年印染八大类产品出口数量 202.95 亿米, 同比增长 8.20%; 出口金额 245.16 亿美元, 同比增长 10.58%。另外, 近年印染产品的出口平均单价增速逐年提升, 2014 年出口平均单价为 1.21 美元/米, 同比增长 2.20%; 出口金额增速高于出口数量, 表明出口附加值在逐渐提高。

图 13: 我国纺织行业收入总额



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

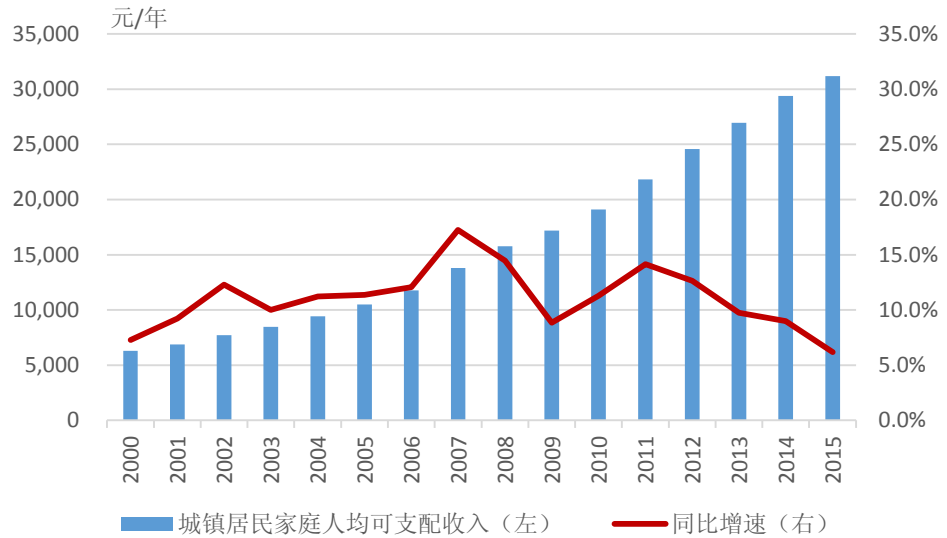
图 14: 我国纺织品服装出口总额



资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

纺织行业的稳步增长, 以及消费升级, 对印染行业产生了持续的推动作用。2015 年我国城镇居民家庭人均可支配收入突破 3 万元大关, 达到 3.1 万元。收入水平的提供, 使得人们对纺织服装的消费出现高档化、时尚化的趋势, 对健康、环保的关注度也是持续上升, 这些都使中高端印染的需求增长明显高于低端印染。下游需求的力量正在推动印染行业实现产业升级。

图 15：城镇居民家庭人均可支配收入持续增长



资料来源：东兴证券研究所

通过对印染行业经营环境，及上下游的分析，我们判断未来印染行业的整合仍将持续，政府通过总量控制、提高环保标准的手段将迫使中小落后产能退出市场，行业集中度将不断提高。在环保成本不断上升的情况下，印染企业只有具备良好的成本控制能力、完善的产业链配套才能保证成本优势，在市场竞争中处于有利地位。同时，我们也看到消费升级的趋势日益明显，中高端印染产品的前景更加光明。综合来看，我们认为处于行业第一集团的龙头企业在未来的市场空间更大。航民股份作为印染行业十强之一，依托上市公司便利的融资平台，后续发展空间广阔。

表 3：2014 年度中国印染企业 10 强名单

序号	公司名称
1	青岛凤凰印染有限公司
2	盛虹集团有限公司
3	鲁泰集团
4	愉悦家纺有限公司
5	宜兴乐祺纺织集团有限公司
6	三元控股集团有限公司
7	济宁如意印染有限公司
8	浙江航民股份有限公司
9	浙江美欣达印染集团
10	华纺股份有限公司

资料来源：中国印染行业协会，东兴证券研究所

3. 财务数据分析: 盈利强劲, 资金充裕

3.1 利润率远高于行业均值, 技术研发支出高

航民股份所处的印染行业具有资本密集、劳动密集和技术密集等特点, 公司通过三十多年的经营和摸索, 通过管理细化和技术改进, 逐步从低端印染发展到了中高端印染, 经营效率高于行业平均水平。

公司利润率水平大幅高于行业平均值。国家统计局的数据显示, 2015 年印染行业的销售利润率为 4.3% 左右, 而同期航民股份的销售利润率高达 18.61%, 远高于行业平均水平。较高的利润率源于公司定位中高端的产品布局, 同时规模较大、配套设施完善等因素也使得公司能保证较高的利润率。

三项费用率高于行业均值, 因为研发支出比重高。2015 年规模以上印染企业平均三项费用率为 5.82%, 而航民股份的三项费用率为 7.7%, 较行业均值高出约 1.9 个百分点。通过进一步分拆, 我们发现公司管理费用 1.74 亿元, 管理费用率为 5.7%, 其中技术研发费约 8700 万元, 占管理费用的 50%。因此我们认为, 较高的技术研发支出使得公司管理费用率较高, 最终导致公司三项费用率高于行业均值。

表 4: 公司利润率显著高于行业平均水平

	三项费用比例 (%)	成本费用利润率	销售利润率
规模以上印染企业	5.82%	4.51%	4.30%
棉印染精加工	5.68%	4.51%	4.30%
化纤织物染整精加工	8.54%	4.63%	4.43%
航民股份	7.70%	24.10%	18.61%

资料来源: 国家统计局, Wind, 东兴证券研究所

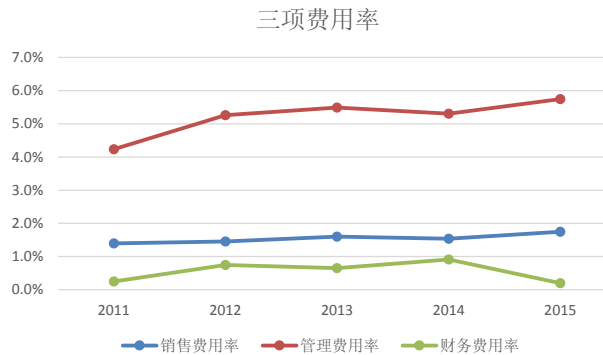
从运营效率角度看, 航民股份的产品周转率、应收账款周转率、总资产周转率等数据均优于行业平均水平。其中公司 2015 年的应收账款周转率为 16.33 次/年, 远高于行业均值。这表明公司在面对下游客户时拥有较强的议价能力, 现款交易占比较高, 使得公司应收账款余额保持在较低水平。

表 5: 公司经营效率高于行业平均水平

	产品周转率 (次/年)	应收账款周转率 (次/年)	总资产周转率 (次/年)
规模以上印染企业	11.9	5.37	0.67
棉印染精加工	11.88	5.46	0.69
化纤织物染整精加工	12.28	3.97	0.43
航民股份	12.13	16.33	0.77

资料来源: 国家统计局, Wind, 东兴证券研究所

图 16: 公司三项费用率保持平稳



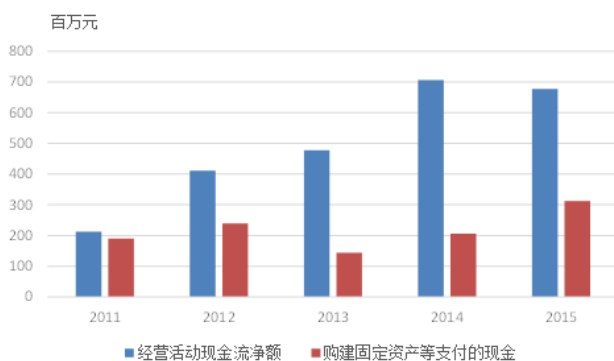
数据来源: 公司财报, 东兴证券研究所

3.2 行业处于成熟期, 固定资产投入较小

印染行业已经处于成熟期, 目前处于淘汰落后产能、行业整合阶段, 因此固定资产投资整体处于较低的水平, 而且新增投资主要投向提升技术、提高环保水平等方面。2015 年公司购建固定资产等共投入资金约 3.1 亿元, 主要用于设备更新、污水处理工程、热电厂的脱硝工程。

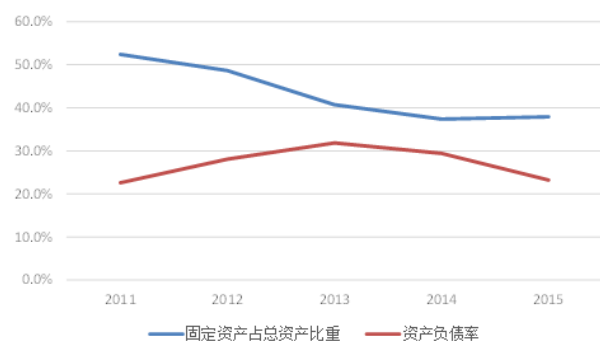
公司 2016 年固定资产投资预计与去年持平, 其中公司计划投资 6000 万元进行热电厂锅炉的“上大压小”, 以降低排放。

图 17: 公司现金流量情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 18: 固定资产比重下降, 负债率降低



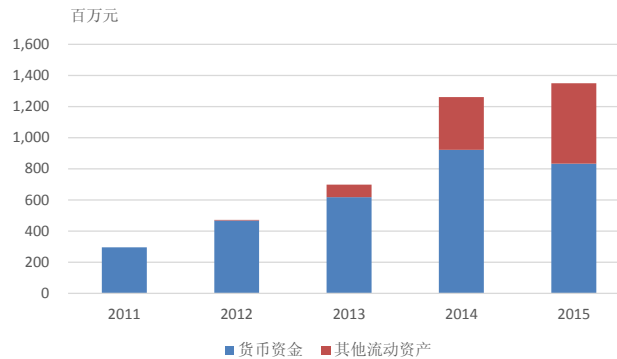
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

固定资产投资处于较低水平, 而公司经营现金流持续净流入, 且流入金额稳步上升。2011 年公司经营活动净现金流为 2.1 亿元, 2015 年上升至 6.8 亿元, 5 年间经营活动合计实现净现金流入 24.9 亿元。持续不断的现金流入, 使得公司的资金储备日益充裕, 截至 2015 年底, 公司货币资金和其他流动资产合计约 13.5 亿元, 约占总资产

的 1/3。与此同时, 公司固定资产占重资产的比重逐年走低, 从 2011 年的 52.4% 下降至 2015 年的 37.9%。公司的资产负债率也处于较低水平, 为 23.2%。

充裕的经营现金流、较低的资产负债率以及合理的固定资产投资, 这些都将保证公司稳健经营, 维持较强的抗风险能力。如果未来印染行业出现并购机会, 或者公司发现新的投资机会, 充裕的资金将有助于公司快速决策, 抓住新的发展机会。

图 19: 资金充裕货币储备超十亿



数据来源: 公司财报, 东兴证券研究所

3.3 销售净利率上升, ROE 维持高水平

杜邦分析显示, 过去 5 年航民股份的销售净利率从 10.9% 稳步上升至 16%, 资产周转率小幅下降, 从 1.08 降至 0.77, 而权益乘数稳定在 1.5 左右。综合来看, 公司 ROE 处于 18% 左右的较高水平, 销售净利率的上升是公司维持高 ROE 的主要原因。

资产周转率下降, 表明公司收入规模增速慢于总资产规模的增速, 主要原因是公司印染业务收入增长平缓、热电业务规模基本稳定, 内生发展空间有限, 同时也也有煤炭销售业务规模萎缩的原因。公司的权益乘数基本保持稳定, 负债率控制在较低水平。

2014 年化工板块平均 ROE 为 6.6%, 纺织服装板块平均 ROE 为 10.4%, 航民股份的 ROE 水平高于这两个行业的平均水平。我们认为, 虽然印染行业已经处于成熟期, 成长空间有限, 但公司依靠精细化的管理、高附加值的服务依然在行业竞争中取得了良好的经济效益。未来随着行业整合的推进, 预计公司的竞争优势将更加明显。

表 6: 销售净利率上升, ROE 维持高水平

	2011	2012	2013	2014	2015
销售净利率	10.9%	11.1%	14.0%	14.0%	16.0%
资产周转率	1.08	0.99	0.94	0.87	0.77
权益乘数	1.50	1.53	1.61	1.62	1.53
ROE	17.6%	16.8%	21.2%	19.7%	18.8%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

通过上文分析，我们认为当前印染行业所处的环境有利于行业龙头公司发挥竞争优势，良好的管理、完善的配套将使航民股份控制成本，提高生产效率。中高端产品比重较高，使得公司继续获得高于行业平均水平的利润。

预计 2016 至 2017 年公司纺织印染业务收入将达到 29 亿元和 32 亿元，延续稳步增长的发展轨迹。电力、运输等配套业务也将同步增长。

预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.94 元，1.06 元，当前股价对应 PE 分别为 13.7 倍，12 倍。公司经营稳健，估值较低，给予“强烈推荐”评级。

表 7:公司主营业务展望

业务名称	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
纺织印染业务	2,539	2,679	2,766	2,904	3,195	3,514
电力生产业务	554	521	518	559	604	653
交通运输业务	59	52	43	45	47	50
水利管理业务	8	7	30	32	33	35
批发业务	411	514	200	200	200	200

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

5. 风险提示

2016 年 9 月 G20 峰会将在杭州召开，预计峰会召开前后，杭州周边地区化工、印染等企业可能会实施临时停产，预计将影响公司 15-20 天的正常生产。临时停产将对公司印染业务产生不利影响，导致收入、利润减少。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合	2081	2231	2217	2829	3509	营业收入	3184	3028	3165	3452	3767
货币资金	921	833	791	1330	1927	营业成本	2315	2105	2088	2242	2440
应收账款	188	183	191	208	227	营业税金及附	26	28	22	24	26
其他应收款	3	4	4	5	5	营业费用	49	53	51	55	60
预付款项	109	111	115	120	125	管理费用	169	174	171	186	203
存货	163	184	183	197	214	财务费用	29	6	25	47	52
其他流动资产	340	516	516	516	516	资产减值损失	1.17	2.58	16.00	5.00	5.00
非流动资产	1762	1805	2334	2384	2417	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	550	550	550	投资净收益	42.88	28.55	70.00	70.00	70.00
固定资产	1437.25	1529.22	1303.62	1568.03	1614.43	营业利润	638	687	863	962	1050
无形资产	73	143	129	115	100	营业外收入	15.56	14.77	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	189	80	0	0	0	营业外支出	8.69	5.11	15.00	8.00	8.00
资产总计	3843	4036	4551	5214	5925	利润总额	644	697	864	982	1062
流动负债合	803	841	872	889	911	所得税	126	134	164	187	202
短期借款	39	73	1	0	0	净利润	518	563	700	796	860
应付账款	128	132	132	141	154	少数股东损益	74	79	105	119	129
预收款项	10	12	20	29	38	归属母公司净	445	484	595	676	731
一年内到期	316	254	254	254	254	EBITDA	891	1006	1078	1259	1370
非流动负债	327	95	100	200	300	BPS (元)	0.70	0.76	0.94	1.06	1.15
长期借款	0	0	100	200	300	主要财务比率					
应付债券	253	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1130	936	972	1089	1211	成长能力					
少数股东权益	303	348	453	572	701	营业收入增长	5.2%	-4.9%	4.54%	9.07%	9.12%
实收资本(或	635	635	635	635	635	营业利润增长	-7.6%	385.7%	25.52%	11.52%	9.14%
资本公积	104	104	104	104	104	归属于母公司	22.8%	244.7%	22.80%	13.71%	8.14%
未分配利润	1485	1800	1913	2042	2181	获利能力					
归属母公司	2410	2752	3126	3552	4013	毛利率(%)	27%	30%	34%	35%	35%
负债和所有	3843	4036	4551	5214	5925	净利率(%)	16%	19%	22%	23%	23%
现金流量表						总资产净利润		12%	12%	13%	13%
						ROE(%)	18%	18%	19%	19%	18%
经营活动现	707	678	840	972	1054	偿债能力					
净利润	518	563	700	796	860	资产负债率(%)	29%	23%	21%	21%	20%
折旧摊销	224.88	312.84	0.00	249.91	267.91	流动比率	2.59	2.65	2.54	3.18	3.85
财务费用	29	6	25	47	52	速动比率	2.39	2.43	2.33	2.96	3.62
应付帐款的	0	0	0	10	12	营运能力					
预收帐款的	0	0	8	9	9	总资产周转率	0.87	0.77	0.74	0.71	0.68
投资活动现	-182	-323	-665	-235	-235	应收账款周转	17	16	17	17	17
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转	26.96	23.33	24.05	25.31	25.54
长期投资	0	0	550	550	550	每股指标(元)					
投资收益	43	29	70	70	70	每股收益(最新	0.70	0.76	0.94	1.06	1.15
筹资活动现	-216	-445	-217	-198	-223	每股净现金流	0.49	-0.14	-0.07	0.85	0.94
短期借款	39	73	1	0	0	每股净资产(最	3.79	4.33	4.92	5.59	6.32
长期借款	0	0	100	200	300	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.31	16.87	13.69	12.04	11.14
资本公积增	0	0	0	0	0	P/B	3.38	2.96	2.61	2.29	2.03
现金净增加	309	-90	-42	539	597	EV/EBITDA	8.78	7.59	7.15	5.77	4.94

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。