

航民股份 (600987.SH)

环保监管趋紧加速产能淘汰，有望受益于行业整合

核心观点：

● 全产业链布局打造核心竞争力

公司坚持“聚焦主业、适度多元”的战略方向，逐步形成了以印染为主业，热电、织布、非织造布、海运物流配套发展的稳健高效产业链。通过全产业链布局，公司优化生产流程，将成本内部化从而提升整体盈利能力。近年来公司毛利率稳步提升，且远高于行业平均。

● 环保监管趋紧加速产能淘汰，行业整合将迎来拐点

在2010年至2015年间，政府累计淘汰落后印染产能158.4亿米，相当于2015年全国印染布总产量的31.1%，使得行业供需格局显著改善。随着环保监管的进一步趋严以及环境保护税法的落地，我们预计落后产能淘汰将进一步加速。公司作为行业龙头，市场份额以及产品定价能力都将显著受益。

● 受益于行业整合与新增项目，业绩预计将加速增长

目前公司仍有10%产量提升空间，随着中小印染企业加速退出，公司订单量有望增加，而且毛利率水平也有望持续提高。同时新增项目如合同精机项目，无纺布生产线在2017年的投产，厂房搬迁带来的土地转让受益，也将使的公司的业绩实现加速增长。

● 16-18年EPS分别为0.802元/股、0.943元/股、1.082元/股

当前股价对应17/18年P/E为12.7x和11.1x，估值较低。考虑到公司EPS在2017/18年的复合增长率达到16.1%，同时现金充裕，有望通过整合行业资源受益。我们首次覆盖公司，给予买入评级。

● 风险提示

环保监管趋严导致印染成本排污成本上升的风险；煤炭、染料等原材料大幅涨价而公司无法将成本转嫁至下游的风险；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,184.22	3,027.66	3,158.88	3,478.88	3,821.21
增长率(%)	8.65%	-4.92%	4.33%	10.13%	9.84%
EBITDA(百万元)	782.93	845.55	884.16	1,016.65	1,168.11
净利润(百万元)	444.87	484.33	509.36	599.10	687.14
增长率(%)	8.21%	8.87%	5.17%	17.62%	14.70%
EPS(元/股)	0.700	0.762	0.802	0.943	1.082
市盈率(P/E)	12.21	17.21	14.98	12.74	11.10
市净率(P/B)	2.25	3.03	2.46	2.17	1.92
EV/EBITDA	6.54	9.26	7.71	6.56	5.48

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

12.01元

报告日期

2017-02-06

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	635/635
流通A股市值(百万元)	7,516
每股净资产(元)	4.33
资产负债率(%)	23.20
一年内最高/最低(元)	16.15/9.44

相对市场表现



分析师： 糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

联系人： 胡翔宇

huxiangyu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

1. 全产业链布局的印染行业龙头.....	4
1.1 主营业务简介.....	4
1.2 全产业链布局打造核心竞争力.....	5
1.3 公司近年来业绩稳健增长.....	8
2. 环保监管趋紧加速产能淘汰，行业整合将迎来拐点.....	8
2.1 落后产能持续淘汰，固投增速放缓，行业供给显著收缩.....	8
2.2 环境保护税法落地，有望加速推动印染行业整合.....	10
2.3 TPP 协议搁浅和人民币贬值将利好印染布出口.....	13
3. 业绩有望加速增长，新增长点蓄势待发.....	13
3.1 受益于环保监管趋严，业绩有望加速增长.....	13
3.2 能源价格回落，有利于毛利率提升.....	15
3.3 新增项目蓄势待发，增厚 2017 年业绩.....	16
3.4 资产负债率低，积极寻找外延并购机会.....	17
4. 盈利预测与投资评级.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资评级.....	18
5. 风险提示.....	19
5.1 环保监管趋严导致成本上升的风险.....	19
5.2 原材料成本上升的风险.....	19

图表索引

图 1: 印染流程成本拆分	5
图 2: 公司营业收入构成 (2016 年上半年)	7
图 3: 公司毛利润构成 (2016 年上半年)	7
图 4: 公司毛利率显著高于行业平均	7
图 5: 公司营收情况	8
图 6: 公司归母净利润情况	8
图 7: 印染行业主要污染排放	9
图 8: 印染行业落后产能被持续淘汰	10
图 9: 东部五省产量占全国比例持续提高	10
图 10: 全国印染布产量持续收缩	10
图 11: 印染业固定资产投资增速显著持续放缓	10
图 12: 印染八大类出口量	13
图 13: 印染八大类出口总额	13
图 14: 动力煤价格自 2016 年底有所回落	16
图 15: 航民股份毛利率情况	16
图 16: 公司账上货币资金充裕	17
图 17: 航民股份资产负债率与同行相比较低	17
图 18: 航民股份历史市盈率中枢为 14.2x	19
表 1: 2016 年中国印染行业 20 强 (排名不分先后)	4
表 2: 棉印染清洁生产标准	5
表 3: 航民股份主要子公司情况	6
表 4: 近期落地的印染行业相关的国内外环保政策	11
表 5: 环境保护税与排污费制度的主要区别	12
表 6: 2016 年公司实施的技改项目展示	14

1. 全产业链布局的印染行业龙头

1.1 主营业务简介

航民股份位于杭州市萧山东部航民工业园内，其前身是成立于1979年的萧山漂染厂。航民股份自1998年成立以来，坚持“聚焦主业、适度多元”的战略方向，逐步形成了以印染为主业，热电、织布、非织造布、海运物流配套发展的稳健高效产业链。目前公司拥有六家印染子公司，三家热电子公司以及污水处理，海运物流，煤炭贸易等子公司。在2015年度，公司印染布年产量近9亿米，发电量4.43亿度左右，生产蒸汽4.13万吨，以及非织造布1.2万吨左右，处于行业领先地位。公司连续多年获得中国印染行业协会授予的中国印染行业“十佳企业”，“竞争力二十强企业”等荣誉称号。

航民股份采用加工模式，既由供应商购买坯布，然后在公司下订单进行染色以及后续处理，而航民只收取加工成本。这有别于行业内其它采用自营模式的印染企业。在自营模式下，印染企业自行购买坯布，再进行加工后销售。相比于自营模式，公司所采用的加工模式减少了坯布的采购需求，同时也有效的降低了库存成本，加快了资金周转率。

表1：2016年中国印染行业20强 (排名不分先后)

公司	地址	上市地
浙江航民股份有限公司	浙江萧山	上海
三元控股集团有限公司	浙江萧山	-
浙江宝纺印染有限公司	浙江绍兴	-
新天龙集团有限公司	浙江绍兴	-
浙江美欣达印染集团股份有限公司	浙江湖州	深圳
浙江富润印染有限公司	浙江诸暨	上海
华纺股份有限公司	山东滨州	上海
愉悦家纺有限公司	山东滨州	-
鲁泰纺织股份有限公司	山东淄博	深圳
山东如意数码科技印染有限公司	山东济宁	-
青岛凤凰印染有限公司	山东青岛	-
盛虹集团有限公司	江苏苏州	-
常州旭荣针织印染有限公司	江苏常州	-
宜兴乐祺纺织集团有限公司	江苏宜兴	-
福建众和股份有限公司	福建莆田	深圳
石狮市万峰盛漂染织造有限公司	福建石狮	-
辽宁华福实业股份有限公司	辽宁营口	-
辽宁宏丰印染有限公司	辽宁锦州	-
东莞德永佳纺织制衣有限公司	广东东莞	香港
安徽中天纺织科技股份有限公司	安徽芜湖	-

数据来源：中国印染行业协会，广发证券发展研究中心

1.2 全产业链布局打造核心竞争力

印染行业是一个典型的高能耗，高排放的行业。以机织棉布为例，平均每印染一万平方米机织布，通常需要耗电2000-3500度，消耗水200-350吨。而被消耗的水资源的80-90%将会形成污水进行排放。根据国家环境保护总局在2006年公布的棉印染行业清洁生产标准，每万平米印染机织棉布用电量的一级指标，二级指标以及三级指标分别为2500度，3000度和3900度。同样根据标准，每万平米印染机织棉布用水量的一级指标，二级指标以及三级指标分别为200吨，300吨和380吨。除此之外，棉印染行业标准还对工艺流程中的耗标煤量，废水产生量，CODCr产生量等指标做出了明确评级规定，并根据各项指标的总和评分对印染企业进行评级。根据我们的调研情况来看，目前我国印染龙头企业的多数指标可以达到一级清洁生产水平，但是行业中仍存在大量中小印染企业只能勉强达到二级生产水平，甚至低于二级清洁生产水平。

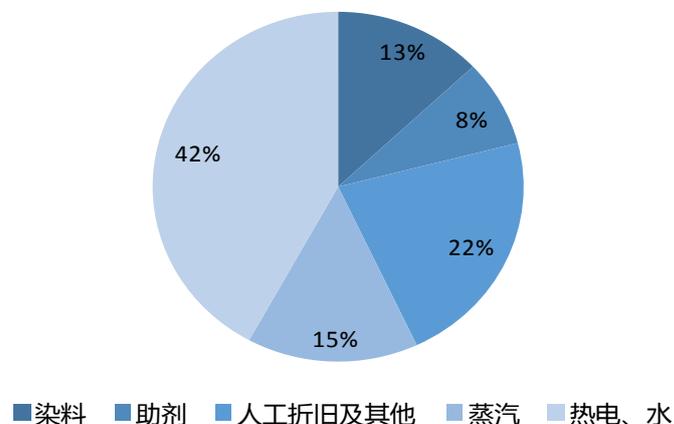
表2: 棉印染清洁生产标准

	一级	二级	三级
机织印染布			
用电量 (kWh/万平米)	<=2500	<=3000	<=3900
取水量 (吨/万平米)	<=200	<=300	<=380
针织印染布			
用电量 (kWh/吨)	<=800	<=1000	<=1200
取水量 (吨/吨)	<=100	<=150	<=200

数据来源: 《清洁生产标准 纺织业 (棉印染) 》，广发证券发展研究中心

由于印染行业高耗能，高耗水的特性，因而在印染生产中，最主要的几项成本是水，电，蒸汽以及燃料费用。其中水、电、蒸汽费用通常可以占到印染行业生产成本的近6成，而染料费用通常占到生产成本的2成左右。

图1: 印染流程成本拆分



数据来源: 纺织服装周刊, 广发证券发展研究中心

公司全产业链布局有效降低运营成本: 公司深耕印染行业36年,已经形成了以印染为主业,热电、织造、非织造、海运配套发展的稳健高效产业链。目前公司拥有三家热电厂,年发电能力超过6亿度,满足公司的生产用电需求。同时热电厂年生产蒸汽超过400万吨,这使得公司的生产可以不受热力不足的影响。而公司配套的水处理公司杭州萧山东片污水处理有限公司和杭州萧山航民污水处理有限公司有利于公司降低取水、用水成本。同时公司利用印染废水对热电燃煤锅炉烟气脱硫,有效的降低公司的脱硫运行费用。此外为了满足公司的热电厂的煤炭采购以及物流需求,公司也成立了煤炭贸易公司杭州航民物资贸易有限公司和海运公司浙江航民海运有限公司。公司的全产业链布局使得公司有能力优化生产流程,并通过成本内部化使得公司的成本控制能力远优于行业平均。

表3: 航民股份主要子公司情况

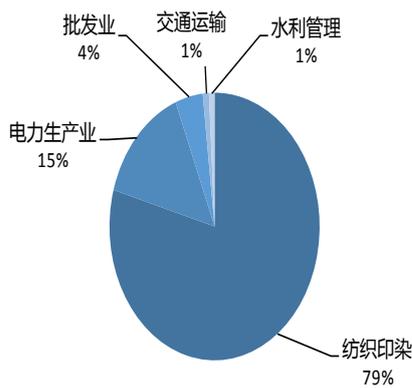
被参控公司	持股比例(%)	主营业务	2016H1 营业收入 (万元)	2016H2 净利润 (万元)
印染子公司				
杭州澳美印染有限公司	70%	化纤,混纺织物的 印染,整理	10,414	2,268
杭州钱江印染化工有限公司	70%	生产销售染料及化 纤面料;化纤织物 印染和整理加工	30,440	4,790
杭州航民美时达印染有限公司	75%	主营高档棉布,麻 布及混纺织物的印 染加工	10,996	2,100
杭州航民达美染整有限公司	75%	主营高档棉布,麻 布及混纺织物的印 染加工	39,302	4,974
热电厂				
杭州航民热电有限公司	80%	发电类	6,437	1,501
杭州航民小城热电有限公司	100%	发电类	8,907	2,452
杭州航民江东热电有限公司	100%	发电类	10,928	2,858
水处理				
杭州萧山东片污水处理有限公司	100%	主营工业水处理	1,137	-272
杭州航民水处理有限公司	100%	主营污水处理	402	15
非织造布				
杭州萧山航民非织造布有限公司	100%	主营非织造布,非 织造合成革基布, 无纺布等加工	7,629	896

煤炭贸易				
杭州航民物资贸易 有限公司	100%	主营煤炭贸易	7,681	89
海运物流				
浙江航民海运有限 公司	100%	主营煤炭,矿砂等 运输	1,719	-221

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

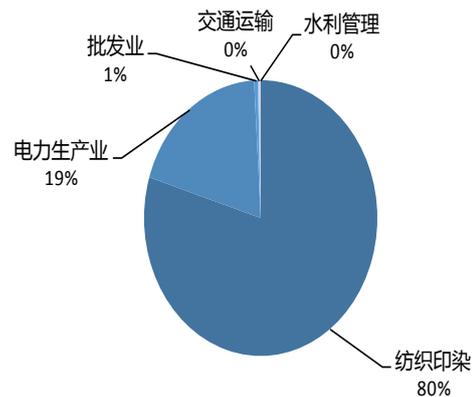
在2016年上半年, 公司围绕纺织印染所打造的配套业务如热电, 煤炭贸易等对营收的贡献已经达到21%。配套业务对毛利润的贡献(简单合并)也达到了20%, 成为公司一项重要的盈利来源。通过全产业链的打造, 公司有效的优化了生产流程, 同时将从成本内部化, 提升了效益水平。在印染行业内进行对比, 我们可以看到印染公司的毛利率水平基本保持稳定。但是航民股份的毛利率水平自2008年至今呈逐年改善趋势。公司在2016年前三季度的毛利率水平, 在煤炭, 染料等原料上涨的背景下仍然达到30.2%, 相较于2008年的13.7%有显著提升。

图2: 公司营业收入构成 (2016年上半年)



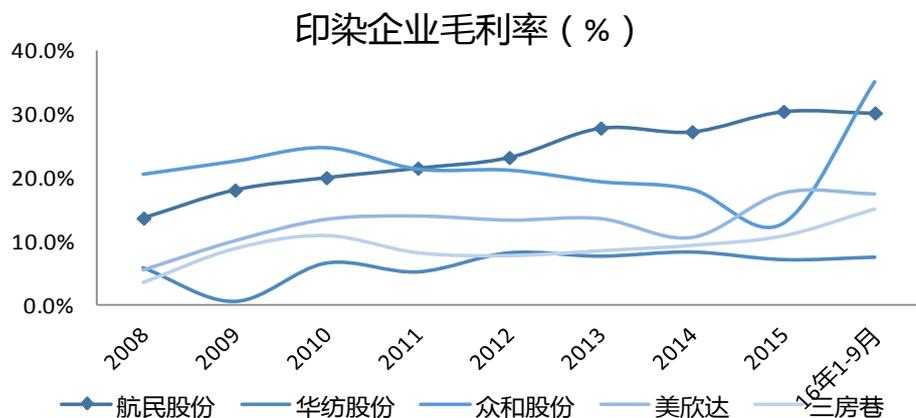
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 公司毛利润构成 (2016年上半年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 公司毛利率显著高于行业平均



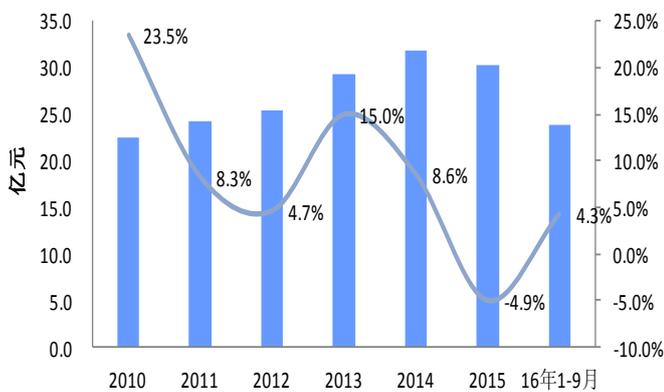
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.3 公司近年来业绩稳健增长

航民股份作为全产业链布局的印染行业龙头，在印染行业自2010年至今持续淘汰落后产能的背景下，市场份额逐年提升，业绩实现了稳健增长。公司在2010年至2014年之间，营业收入从2010年的22.5亿元增长到2014年的31.8亿元，复合增长率为9.1%。在2015年，公司营业收入小幅下滑4.9%至30.3亿元，这主要是由于公司煤炭贸易子公司的销售收入减少所致。在2016年1-9月，公司的营业收入已经重回增长轨道，达到23.8亿元，同比增长+4.3%。

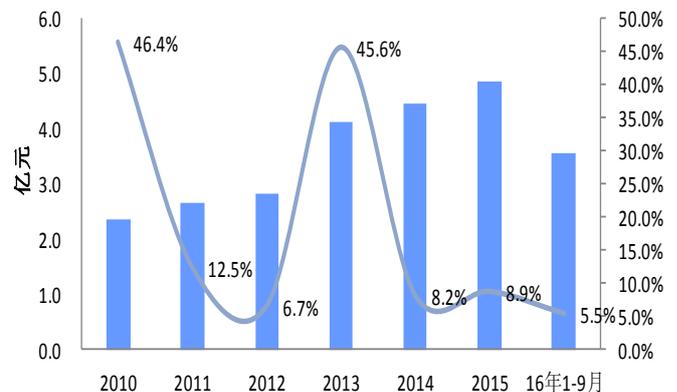
除了营业收入稳健增长以外，公司还通过打造印染配套产业来优化生产流程，降低生产成本，从而使得毛利率稳步提升。因此，在2010年至2015年之间，公司净利润从2010年的2.35亿元增长至2015年的4.84亿元，复合增长率达到15.5%，远高于公司营业收入的复合增速。在2016年1-9月，公司在煤炭、染料等原材料涨价的情况下，实现了3.57亿元的归母净利润，同比增长+5.5%。

图5：公司营收情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：公司归母净利润情况



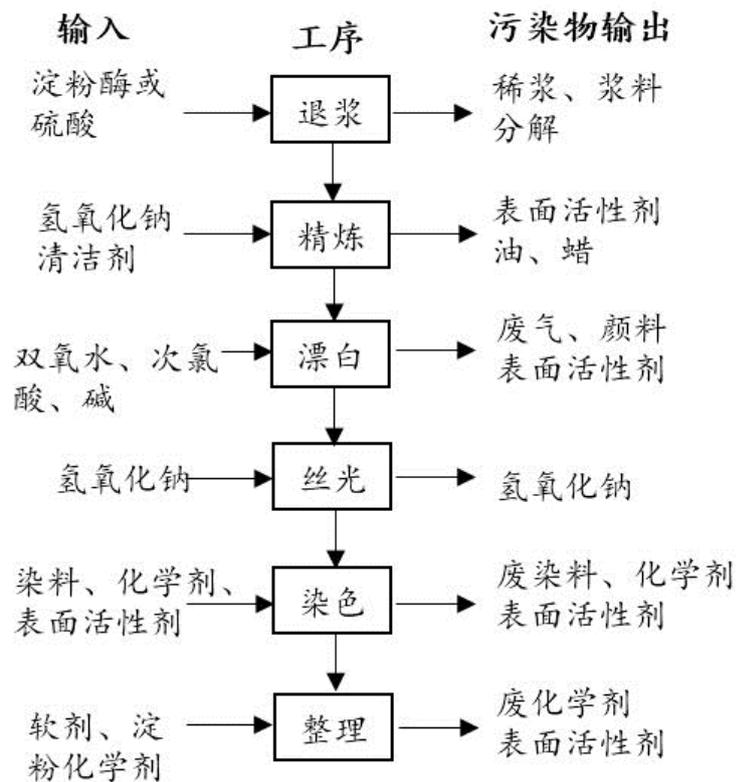
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2. 环保监管趋紧加速产能淘汰，行业整合将迎来拐点

2.1 落后产能持续淘汰，固投增速放缓，行业供给显著收缩

印染流程中除了消耗大量能源以外，也必须投入大量的水和化工原料，从而产生大量的污水排放。印染过程通常涉及退浆、精炼、漂白、丝光、染色、整理、干燥、成品8个步骤。其中每一个步骤都需要大量原辅料、化学试剂投入，也都会产生大量废水及污染物。而在我国当前环境问题日益严峻的当下，印染行业作为典型的高耗水，高排放行业，其发展将和环保政策的导向密不可分。

图7：印染行业主要污染排放



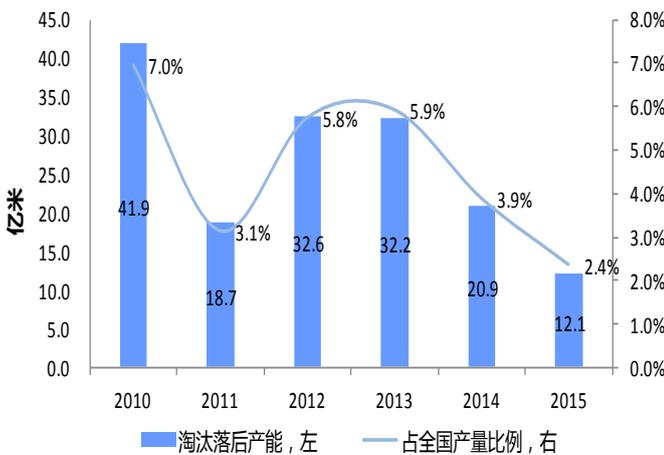
数据来源：中国纺机网，广发证券发展研究中心

环保监管力度加大，倒逼行业升级：自2010年国务院和工信部发布《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》、《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010年本）》以来，国家陆续出台了一系列的环保政策，各级政府对环保的监管力度也有所加强，对环保不合格的企业坚决实施停产并采取制裁措施。而随着环保治理力度的持续加大，印染行业加快了“淘汰落后产能、限制新增产能、调整优化结构”的步伐，而一些难以承受环保政策带来的高昂的“三废”治理成本的中小型企业，只能出局。因此，环保政策的出台，一方面倒逼落后产能退出竞争格局，另一方面，也倒逼印染企业进行转型升级，转向毛利率较高的中高端印染产品。

落后产能淘汰效应显著，行业集中度持续提高：随着地方政府，尤其是浙江等印染大省的政府对印染行业的环保监管加强，自2010年来，每年都有数百家中小印染企业被关停。在2010年至2015年之间，全国印染行业累积淘汰落后产能158.4亿米，这相当于2015年印染布总产量509.5亿米的31.1%，成效十分显著；其中，作为聚集了全国超过60%印染产能的浙江省在此期间共淘汰落后产能60.8亿米，占全国的38.4%。落后印染产能的持续淘汰使得行业的集中程度无论在龙头的份额上，还是在地域上都呈现稳步上升的趋势。在过去五年内，东部五省（浙江，江苏，福建，山东，广东）的印染产量占全国的比例也呈稳步上升的趋势。在2015年，东部五省占全国印染产量的比重已经从2011年的92.4%上升到95.8%。

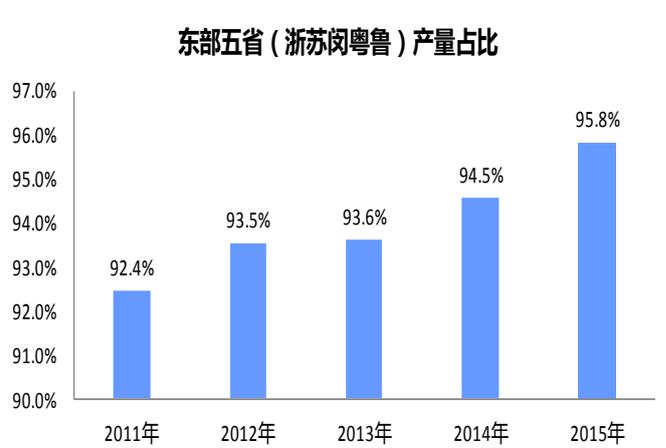
固定资产投资增速放缓，行业供需持续向好：自2008年国家发改委发布《印染行业准入条件》对新建或扩建印染项目的准入条件做出规定以来，政府对印染行业新增产能的规模以及环保指标要求越来越高。因而在产能收缩的大背景下，印染行业的固定资产投资增速也从2013年的高位持续下滑。我国印染企业500万元以上项目固定资产投资的年均增速从2013年的26.6%逐步下降到2015年的16.8%。而在2016年上半年，印染企业500万元以上项目固定资产投资额增速进一步放缓至2.7%。随着印染行业的落后产能的不断淘汰和固定资产投资额增速的持续放缓，我国印染行业的供需结构持续改善。自2010年起，我国印染布产量持续收缩。在2015年，我国印染布产量为509.5亿米，较2010年的产量601.6亿米减少15.3%。

图8：印染行业落后产能被持续淘汰



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图9：东部五省产量占全国比例持续提高



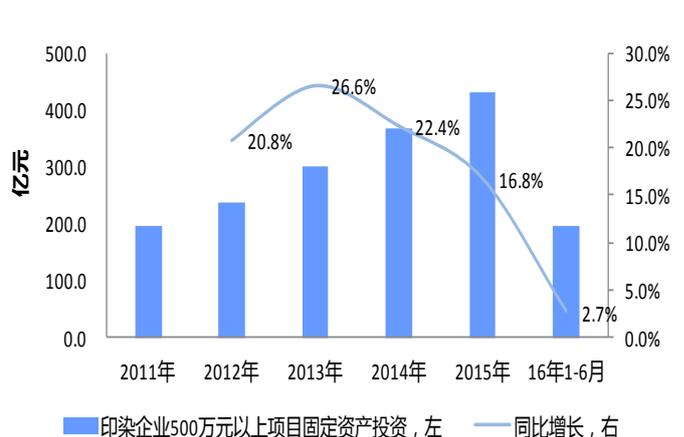
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图10：全国印染布产量持续收缩



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图11：印染业固定资产投资增速显著持续放缓



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

2.2 环境保护税法落地，有望加速推动印染行业整合

随着工业生产产生的环境问题的日趋严重以及人们对于环境质量的日益重视，社会

上对污染企业加强环保监管的呼声日益高涨。因此，政府对于环保监管的各项立法与政策也都在加速落地。而印染行业作为典型的高能耗，高排放行业成为政府监管的重中之重。例如，在2016年11月出台的《国家环境保护“十三五”科技发展规划纲要》中，印染行业被列为十三五期间国家将重点关注的几个高污染行业之一。但是近期落地的众多环保政策中，我们认为环境保护税法的通过将会对于印染行业的格局产生显著冲击，进一步加速行业中落后产能的淘汰，从而提升环保标准更高的龙头企业的市场份额。

表 4: 近期落地的印染行业相关的国内外环保政策

时间	政策法规	政策内容
2016年12月25日通过(2018年1月1日实施)	中华人民共和国环境保护税法	直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，应当依照本法规定缴纳环境保护税。
2016年12月	危险化学品安全综合治理方案	加强化工园区和涉及危险化学品重大风险功能区及危险化学品罐区的风险管控，鼓励有条件的企业建设智能工厂，利用智能化装备改造生产线，全面提升安全水平。
2016年12月	江苏省《关于深入推进全省化工行业转型发展的实施意见》	明确了江苏石化产业转型升级措施，提出了产业结构调整限制、淘汰目录，2016年底前，全面取缔太湖地区小型染料企业;2017年底前，一、二级保护区内全部完成企业清洁化改造;2018年底前，完成太湖一级保护区化工企业的关停并转。
2016年11月	《国家环境保护“十三五”科技发展规划纲要》(环科技[2016]160号)	深化印染等重点工业行业的清洁生产、资源、能源回收利用与水污染控制的技术集成和应用，建立水污染控制和能源、资源回收利用技术体系。
2016年9月	《纺织品印染喷墨》四部分标准	规定了纺织品印染活性染料喷墨墨水、分散染料喷墨墨水、酸性染料墨水和颜料喷墨墨水四部分染料墨水的术、定义、检验规则、包装、运输、贮存等标准。
2016年5月	《土壤污染防治行动计划》	加强土壤污染防治研究，加大适用技术推广力度，推动治理与修复产业发展
2016年4月	日本偶氮染料禁令	在日销售的纺织品将不得使用可分解致癌芳香胺的特定偶氮染料(偶氮染料是纺织品服装在印染工艺中应用最广泛的一类合成染料，不仅用于纺织品的印染，还用于皮革、纸张等染色。)
2016年3月	欧盟新修订 REACH(化学品注册、评估、许可和限制)法规	全面禁止全氟辛酸(PFOA)及其盐的生产和上市。
2015年7月	《中国制造 2025》	产业用纺织品行业作为纺织工业与战略性新兴产业的重要结合点，大气污染防治方面可以重点发展高性能纤维滤料精细加工、有害物质协同治理等技术，同时加快非织造汽车滤清器、空气净化及吸尘器用过滤纺织品、可穿戴智能体征监测服等智能纺织品等产品发展。
2015年4月	《水污染防治行动计划》	全面控制污染物排放。狠抓工业污染防治。取缔“十小”企业，全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业。2016年底前全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、印染、染料等严重污染水环境的生产项目。

数据来源: 中国棉纺织网, 广发证券发展研究中心

环境保护税法于 2018 年 1 月 1 号起实施，将加速落后产能淘汰：12 月 25 日，十二届全国人大常委会第二十五次会议表决通过了《中华人民共和国环境保护税法》，并将于 2018 年 1 月 1 日起施行。环境保护税法将代替已施行三十余年的现行排污收费制度。环境保护税实施的意义在于其从税收杠杆入手，将企业的环保税率和实际排污量挂钩。企业多排污就多交税；企业履行环保责任，减少污染物排放，就可以少缴税，甚至享受税收减免。我们认为环境保护税法与现行排污费制度的主要区别在于以下四点：

征税标准不同：首先，在现行排污费制度下，排污企业通常按照自身产能按档交纳排污费。但是按照环境保护税法，排污企业应交纳的环境保护税将按照企业的实际排放量交纳。对于印染行业说，这将有利于自身污水能力处理更强的行业龙头，而对于单位产量排污量更高的中小来说，税负负担有可能增加。

减税情况不同：现行排污费制度只规定了一档的税收减免优惠。纳税人排放的污水中污染物的浓度值低于规定标准 50%，按 50%征收环境保护税。而在环境保护税法中，增加了一档税收减免额度，即纳税人排放的污水中污染物的浓度值低于规定标准百分之 30%的，按 75%征收环境保护税。更多档次的税收减免将进一步鼓励企业减少污染物排放。

征收部门不同：现行排污费由环保部门征收管理；而在改征环境保护税后，将由税务机关征收管理。这增加了执法的规范性、刚性。同时环境保护税法还强调了环保部门和税务机关的信息共享与工作配合机制。

税收分成不同：在现行的财政体制下，排污费实行中央和地方 1: 9 留成。考虑到地方政府承担了污染治理的主要责任，环境保护费改税后，环境保护税将全部留成为地方收入，中央不再参与分成。这进一步调动了地方政府加强环保监管的积极性。

表 5：环境保护税与排污费制度的主要区别

	排污费制度	环境保护税
征税标准	排污企业的收费标准一样	按照排污企业的实际排放量交纳
减税优惠	纳税人排污浓度低于规定标准 50%，按 50%征税	纳税人排污浓度低于规定标准 50%，按 50%征税 纳税人排污浓度低于规定标准 30%，按 75%征税
征收部门	环保部门	税务机关
税收分配	中央和地方留成为 1:9	全部归地方留成

数据来源：《中华人民共和国环境保护税法》，广发证券发展研究中心

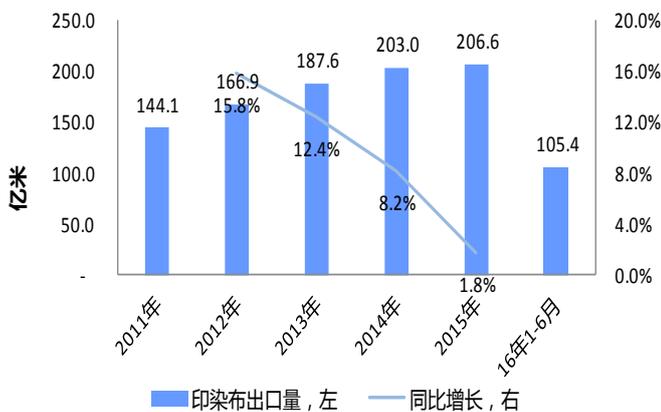
行业整合预计将进一步提速，有利于行业龙头：考虑到中华人民共和国环境保护税法将于 2018 年 1 月 1 日实行，并且将按照排污企业的实际排污量交纳环保税。我们认为各地政府将会 2017 年进一步加强对于排污企业实际排放量的监控。而更严格的环保标准也将对众多成本较高，环保处理能力较差的中小印染企业造成显著冲击。我们预计印染行业的淘汰产能的速度将在 2017 年显著提升，这将有利于航民股份等污水处理能力强，生产成本低的企业龙头。随着落后产能不断被淘汰，行业供需格局将会持续改善，而行业龙头将可能通过整合行业资源，提高印染价格等方法实现加速增长。

2.3 TPP 协议搁浅和人民币贬值将利好印染布出口

TPP 协议搁浅将缓解纺织品出口压力: TPP 全称为“跨太平洋伙伴关系协定”，覆盖了环绕太平洋的大部分国家，包括美洲的美国、加拿大、墨西哥、智利和秘鲁，亚洲和大洋洲的日本、马来西亚、越南、新加坡、文莱、澳大利亚和新西兰。这 12 个国家的经济总量占到全球经济的 40%，对于中国纺织行业来说，TPP 的“零关税”和“从纱认定原则”将会对我国的纺织产业链形成潜在威胁。根据 TPP 的“从纱认定原则”，只要下游服装产品所采用的纱线是从非 TPP 成员国，如中国采购，那么这件产品在出口至其它 TPP 成员国时，将不能够享受到“零关税”优惠。因此如果 TPP 正式落地，将会迫使很多纱线企业和面料企业前往 TPP 成员国如越南等国家设厂，从而使得 TPP 成员国内形成一条独立的纺织供应链，而和中国的纺织供应链隔绝开，从而对我国的纺织产品出口形成较大威胁。在当前 TPP 协议已经搁浅的情况下，对我国纺织产品出口的一个长期潜在威胁已经被消除，有助于印染产品出口市场的稳定。

人民币持续贬值利好印染布出口: 我国纺织行业出口占比较高，而如果人民币在 2017 年继续贬值，将对以出口为主的印染企业形成利好，也将改善行业内的竞争格局。在过去几年，我国印染布的出口量持续提升，在 2015 年达到了 206.6 亿米，占当年我国印染布产量的 40.5%。因此，随着 TPP 协议搁浅以及人民币的持续贬值，我们认为我国的印染布出口量在 2017/18 年仍将保持增长的趋势，从而进一步改善我国印染行业的供需格局。

图12: 印染八大类出口量



数据来源: 海关数据, 广发证券发展研究中心

图13: 印染八大类出口总额



数据来源: 海关数据, 广发证券发展研究中心

3. 业绩有望加速增长, 新增长点蓄势待发

3.1 受益于环保监管趋严, 业绩有望加速增长

作为印染行业的龙头企业, 航民股份高度重视日益趋严的环保新规, 通过采用先进节能技术和清洁生产技术, 把清洁生产、循环经济和节能减排三项工作有机统一

起来。公司不仅重视环保设备的日常维护和保养，坚持开展锅炉余热清水回用、定型机废气余热利用、丝光淡碱回收、碱减量废水提取对苯二甲酸、粉煤灰回收利用等工作，并先后完成了污水处理工程、定型机烟雾治理改造和热电脱硫改造工程。

表 6: 2016 年公司实施的技改项目展示

年份	技改项目	技改内容	技改效果
2016	锅炉烟气超低排放及配套在线监测系统改造项目	三家热电企业小城热电、航民热电及江东热电锅炉改造；江东热电新增 130t/h 高温高压锅炉项目和航民热电高温高压锅炉改造项目	应对萧山区政府新提出的印染（定型）行业污染整治验收标准 40 条要求
2016	航民合同精机有限公司	引进技术与管理，生产节能环保型印染设备	投资生产经营节能环保型印染设备，可突破传统纺织印染设备能耗、水耗较大的现状，开拓国际国内市场，获得较好的经济效益
2016	新增水刺生产线	新增水刺生产线	水刺项目用于高端汽车内饰，改善过去落后产能
2016	印染工艺改造	股份公司漂染厂和澳美印染染缸降低浴比改造试验	采用新技术、新工艺，减少水资源消耗；更换相关设备，新品生产能力增强
2016	染整设备改造	达美染整调整更换相关设备	新品生产能力增强，公司客源不断增多
2016	安装助剂自动输送系统	安装助剂自动输送系统，实现多台定型机集中供给	产品生产周期大幅缩短，产品质量更加稳定，产能增加
2016	利用导热油为热源的设备改造	原利用导热油为热源的设备全部改造为中压蒸汽供热	淘汰落后产能，提高设备效率

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们认为航民股份作为环保处理能力出色的印染行业龙头，在环保政策趋严的行业背景下将会持续受益。我们认为公司在未来两年的业绩增长将主要来自于两个方面。

市场份额提升: 随着政府对于环保监管执行力度的加大以及环境保护税法实施日期的临近，未来两年内印染行业内的中小企业将会加速被淘汰。这些落后产能被淘汰后，订单将进一步向航民股份这样的行业龙头集中。目前公司受益于排污权限制，没有显著的新产能建设，但是公司 2015 年产量为 9.06 亿米，距离 10.2 亿米的设计产能尚有 13% 的产量提升空间。我们认为公司的市场份额将在未来两年继续提升。而行业供需关系的改善也将增强公司的议价能力，公司的毛利率水平将进一步提升。同时，在 2016 年，G20 期间公司生产关停了两个星期，对公司净利润造成了负面影响，而在 2017 年份，这部分的影响将被消除。

中高端产品占比将会持续提升: 此前由于受排污权限制，公司没有新建产能，但是公司在现有产能的基础上围绕中高端印染产品的要求进行了积极的技改升级。一

方面，中高端印染产品由于消费者对服装产品的消费升级，终端需求前景良好。另一方面，中高端印染产品由于毛利率较高，因此使得公司更有能力加大在环保方面的投入，从而满足日益趋严的环保要求。因此，我们认为中高端印染仍将是整个印染行业中基本面最好的细分产品区间。而公司作为全产业链布局的行业龙头，通过前期硬件的升级改造以及技术人员储备等方法，已经在中高端印染市场中占据了先发优势。未来我们预计公司的产品结构将持续优化，中高端产品的占比将持续优化，从而对公司的毛利率水平产生积极影响。

3.2 能源价格回落，有利于毛利率提升

由于印染行业高耗能的行业特性，因此能源成本在印染成本中所占比例较高。其中，电费以及蒸汽费用可以占到印染成本的近 4 成。公司的电力以及蒸汽的主要来源是热电厂，而热电厂的主要原料是动力煤。公司三个热电子公司每年对煤炭的需求量大概在 80 万吨左右，因此动力煤价格的波动将会带动电价以及蒸汽价格的波动，从而对公司的毛利率产生影响。

从秦皇岛 Q5500 动力煤的现货价格历史来看，动力煤价格自 2011 年至 2015 年之间持续下滑，对公司的毛利率水平产生了积极影响。但是在 2016 年，受益于供给侧改革带来的产量收缩及 3 季度以来需求的逐步回暖，动力煤价格持续上涨。例如秦皇岛 Q5500 动力煤现货价格在 2016 年 11 月达到超过 730 元/吨，相较于 2015 年底的 350 元/吨上涨超过 100%。而动力煤在 2016 年的均价 467 元/吨也比 2015 年的均价 409 元/吨上涨 14.3%。动力煤价格的大幅上涨也对公司的毛利率造成了一定负面影响。公司在 2016 年前三个季度的毛利率为 30.2%，较 2015 年的毛利率 30.5%略有下降。

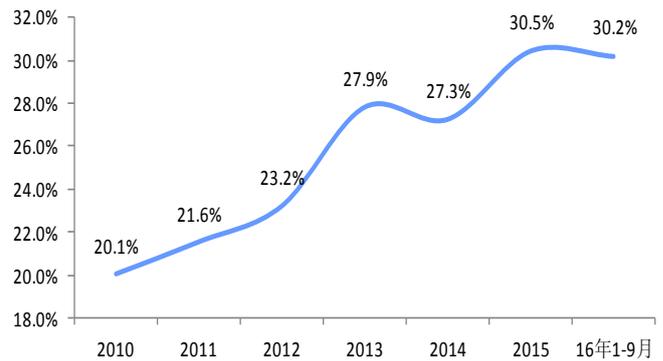
煤炭价格在 2017 年预计将保持稳定，有助于公司毛利率改善：受 276 天工作日政策暂时放开的影响，动力煤的价格自 2016 年 11 月的顶峰开始回落。截止 2017 年 1 月 23 日，秦皇岛 Q5500 动力煤的价格已经滑落至 597 元/吨。在 2017 年 1 月 10 号，国家发改委发改委发布《平抑煤炭价格备忘录》，通过建立平抑煤炭市场价格异常波动机制，防止煤价大幅上涨或下跌，保护 2016 年供给侧改革的成果，使得煤炭行业能够持续盈利。在《备忘录》中，发改委提出 2017 年的“正常价格”为动力煤 500-570 元/吨之间。因此我们预计，在 2017 年，考虑到 276 天工作日政策将可能有所宽松，同时考虑到以及部分新建矿投产的影响，煤炭产量较 16 年或有小幅增长。因此我们认为动力煤价格将仍会保持当前的下滑趋势一段时间，然后维持在“正常价格”区间。而煤炭价格的稳定将会对公司的毛利率水平产生积极影响。

图 14: 动力煤价格自 2016 年底有所回落



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 15: 航民股份毛利率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3.3 新增项目蓄势待发, 增厚 2017 年业绩

除了印染量以及毛利率提升将会推动公司的业绩增长以外, 我们预计公司在 2017 年的业绩将会受到以下几个新增项目的影

水刺生产线项目: 航民股份在 2010 年收购了集团的非织造布公司, 并在 2012 年完成了一条生产线的扩建, 从而获得了 2 条针刺非织造布流水线和 2 条水刺非织造布流水线的“两针两水”的生产规模, 拥有年生产非织造布产能 12,000 吨。公司的非织造布产品主攻合成革、汽车内饰、卫生材料等三大领域。新开发的汽车内饰材料已成功打入大众、丰田、奥迪、本田等德系/日系/美系中高档轿车市场。公司无纺布产品销量良好, 当前产能无法满足销售需求。因此公司在 2017 年新增一条水刺非织造布流水生产线, 扩大产能。我们预计新增无纺布生产线将为公司的无纺布业务带来近 30%, 即 600 万元的净利润增长。

收购航民热电 20% 股权: 在 2016 年 7 月 15 日, 公司通过经浙江产权交易所所以挂牌价 2988 万元竞得杭州钢铁集团公司持有的杭州航民热电有限公司 20% 股权。在 2016 年 8 月 22 日, 公司与杭州钢铁集团公司签订了《杭州航民热电有限公司 20% 股权交易合同》。公司将尽快向登记机关申请办理股权变更登记手续, 本次股权转让交易完成后, 公司将持有杭州航民热电有限公司 100% 的股权。在 2015 年度和 2016 年上半年, 航民热电的净利润分别为 3025 万元和 1501 万元。我们预计在 2017 年, 航民热电 20% 股权并表的影响将为公司带来 600 万元的净利润增长。

合同精机项目: 为了生产经营节能环保型印染设备, 开拓国际国内市场, 航民股份与合同精机股份有限公司 (台湾) 共同投资设立了杭州航民合同精机有限公司。其中公司前期已经出资 510 万元, 持股 51%。该子公司主要业务为节能环保型印染设备的生产与销售。目前该公司的厂房正处于建设过程中, 预计将于 2017 年下半年正式投产。该公司生产的节能环保型印染设备, 可以突破传统纺织印染设备能耗、水耗较大的现状, 技术达到国际先进水平。此类设备已经在航民的内部改造中使用, 节水节能效果良好, 因此我们预计随着环保节能要求的日益提高, 此类设备在国内的销售前景将非常广阔。该公司投产后, 将具有每年生产 300 台套设备的产能, 根据

设备售价计算，年销售额将达到为 1.2 亿元。合资方合同精机股份有限公司（台湾）在 2014 年，2015 年的净利润率分别为 1.6% 以及 0.6%。同时，参考在香港上市的主营染整设备的恒天立信的净利润水平在 2-5% 之间。因此，我们假设合同精机项目的净利润率为 3%。我们预计合同精机项目在 2017 年投产后，将为公司贡献约 360 万的净利润。

土地转让收益：根据公司公告，公司子公司杭州萧山非织造布有限公司于 2011 年竞得萧土工出[2011]438 号地块使用权，用于航民非织造布公司当前非织造布生产线的整体搬迁改造。但由于地方政府多次调整该地块用途，造成航民非织造布公司整体搬迁改造项目未能按计划落地。后经多次沟通协商，整体搬迁改造项目得到许可。在公司 2016 年财务预算中，预计投资 1.2 亿元用于航民非织造布公司的整体搬迁改造并新增一条水刺生产线。现有生产线的搬迁将在新增此生产线投产后逐一完成，预计到 2018 年 6 月份完工。搬迁后的原有地块用途，将公司根据地方政府规划另行公告。我们预计原有地块的转让将有可能产生收益，从而对公司业绩产生积极影响。

3.4 资产负债率低，积极寻找外延并购机会

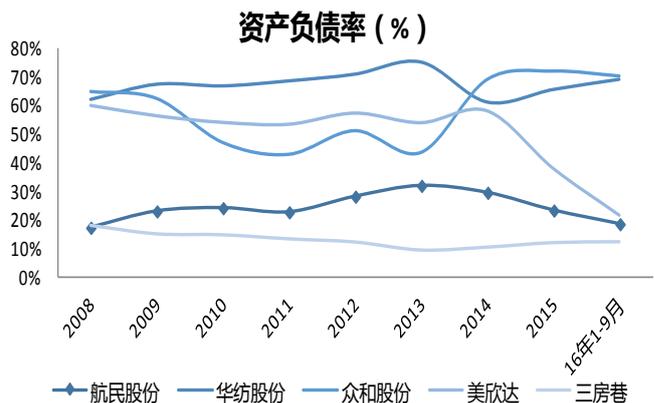
公司秉持稳健经营思路，近年来资产负债率在行业内保持在很低的水平上。同时长期以来保持着充裕的账上现金。截止 2016 年三季度末，公司账上货币资金超过 6 亿元。我们认为未来两年，印染行业将进入加速整合的阶段，保持充裕的货币资金使得公司能够在中小印染企业陆续退出的时候有效的整合落后产能，扩大市场份额。同时公司也在加快考察适合公司发展的新项目，为公司培育新的增长点。

图 16: 公司账上货币资金充裕



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 17: 航民股份资产负债率与同行相比较低



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

4. 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

我们对公司的盈利作如下假设

营业收入：我们预计公司在2016-18年的营收为31.6亿元，34.8亿元，38.2亿元，分别同比增长+4.3%，+10.1%，+9.8%。公司在2017/18年的营收增长主要来自于三个方面。第一，随着环保监管的趋严，印染行业将加速淘汰落后产能，公司作为行业龙头有望受益于中小企业退出所流失的订单。相较于公司10.2亿米的印染设计产能，公司仍有超过10%的产量提升空间，我们预计公司2017/18年印染加工量分别增长+5.0%和+5.0%。第二，随着公司产品结构的调整，中高端印染产品的占比将持续提升。产品单价的提升也将推动公司的营收增长。我们预计公司在2017/18年印染单价分别提高+3.0%和+3.0%。第三，公司合同精机项目以及新增无纺布产能将在2017年投产，为公司营收增长做出贡献。我们预计合同精机项目在2017年和2018年的营收贡献分别为6000万元和1.2亿元，而新增无纺布生产线在2017年和2018年分别为公司带来超过2000万元的营收增长。

毛利润：我们预计公司在2016-18年的毛利润为9.6亿元，11.0亿元，12.4亿元，分别同比增长+4.4%，+13.7%，+13.3%。公司毛利润的增长主要受益于营收的增长以及毛利率的提升。我们预计公司在2017/18年的毛利率分别为31.5%，32.5%，相较于2015年的30.5%有所提升。公司毛利率改善主要来自于两个方面。第一，印染行业供需关系将随着中小企业的加速退出而逐步改善，公司作为龙头议价能力将逐步提高。第二，公司产品结构中，中高端产品的占比将逐步提升，从而推动公司毛利率水平提高。

费用率：我们预计公司在2016-2018年的费用率为+7.6%，+6.9%，+6.7%，较2015年的+7.7%逐年下降。其中，我们预计公司的管理费用率和销售费用率在2016-2018年间将分别保持在1.7%和5.8%的水平上，与2015年持平。而公司费用率的下降将主要受益于财务费用的下降，我们预计公司2016-18年的财务费用率分别为+0.1%，-0.6%，-0.8%。公司在2013年发行的2.5亿元3年期债券在2016年9月期满摘牌。截至2016年3季度末，公司已经没有未兑付的长期债券，但是公司仍有超过6亿元的货币资金可用于委托理财或者委托贷款业务，因此我们认为公司的财务费用将从2017年开始变为负数。

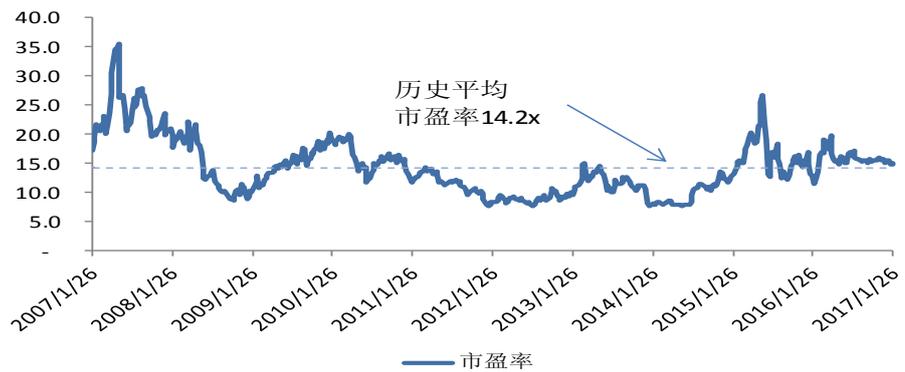
所得税率：我们预计公司在2016-2018年的实际所得税率为+19.2%，+19.2%，+19.2%，与2015年持平。

归母净利润：我们预计公司在2016-18年的归母净利润为5.1亿元，6.0亿元以及6.9亿元，分别同比增长+5.2%，+17.6%，+14.7%。公司净利润水平的增长主要来自于印染布业务订单量的提升，毛利率水平的提升，以及新增项目如无纺布新增生产线，合同精机项目等在2017年的投产。

4.2 投资评级

公司目前股价对应2016-18年P/E分别为15.0x, 12.7x, 11.1x。公司2017年P/E低于历史平均市盈率14.2x, 估值较低。随着印染行业落后产能的加速淘汰, 我们认为印染行业的供需结构将会在2017/18年显著改善。而公司作为行业龙头, 订单量以及毛利率水平都将显著受益。同时, 公司的新增项目如非织造布生产线项目, 合同精机项目等在2017的投产也将为公司的业绩产生积极影响。我们预计公司的归母净利润在2017/18年的复合增长率将达到16.1%。此外, 公司资产负债率低, 现金充裕, 我们认为公司有机会利用印染行业加速淘汰产能的机会, 整合行业资源, 进一步夯实公司的行业龙头地位。因此, 我们首次覆盖给予公司“买入”评级。

图18: 航民股份历史市盈率中枢为14.2x



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

5. 风险提示

5.1 环保监管趋严导致成本上升的风险

虽然公司作为印染行业龙头, 并且自身兼有配套的热电厂, 污水处理厂。但是如果环保要求趋严, 并使得印染企业的生产成本大幅上升。那么公司有可能无法将成本上升的部分全部转移给下游消费者, 从而对公司的盈利能力产生负面影响。

5.2 原材料成本上升的风险

印染行业的主要原材料投入包括煤炭, 染料, 水等, 并且占公司整体生产成本的比例较高。如果煤炭, 染料等原材料的成本大幅上升, 那么公司可能无法将成本上涨的部分传递至产品价格中, 从而使得公司的盈利能力下滑。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2081	2231	2409	2670	3014	经营活动现金流	707	678	596	814	968
货币资金	921	833	890	1032	1306	净利润	518	563	593	697	799
应收及预付	656	697	686	778	839	折旧摊销	158	178	187	214	248
存货	163	184	160	185	194	营运资金变动	28	-56	-149	-61	-45
其他流动资产	341	516	675	675	675	其它	2	-8	-34	-35	-35
非流动资产	1762	1805	1860	2198	2491	投资活动现金流	-182	-323	-201	-509	-499
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-202	-310	-230	-537	-528
固定资产	1437	1529	1454	1554	1622	投资变动	0	0	29	29	29
在建工程	58	41	101	301	501	其他	20	-13	0	0	0
无形资产	74	144	165	203	229	筹资活动现金流	-216	-444	-339	-163	-195
其他长期资产	193	90	140	140	140	银行借款	131	49	0	0	0
资产总计	3843	4036	4270	4867	5505	债券融资	-169	-315	-254	0	0
流动负债	803	841	641	732	793	股权融资	0	0	0	0	0
短期借款	39	73	73	73	73	其他	-178	-178	-85	-163	-195
应付及预收	448	514	568	659	720	现金净增加额	309	-88	56	143	274
其他流动负债	316	254	0	0	0	期初现金余额	617	921	833	890	1032
非流动负债	327	95	95	95	95	期末现金余额	926	832	890	1032	1306
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	253	0	0	0	0						
其他非流动负债	74	95	95	95	95						
负债合计	1130	936	736	827	888						
股本	635	635	635	635	635						
资本公积	104	104	104	104	104						
留存收益	1671	2013	2363	2772	3236						
归属母公司股东权	2410	2752	3102	3511	3975						
少数股东权益	303	348	431	529	641						
负债和股东权益	3843	4036	4270	4867	5505						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至12月31日					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3184	3028	3159	3479	3821	成长能力(%)					
营业成本	2315	2105	2195	2383	2579	营业收入增长	8.6	-4.9	4.3	10.1	9.8
营业税金及附加	26	28	30	33	36	营业利润增长	9.6	7.8	4.5	18.0	14.9
销售费用	49	53	55	61	67	归属母公司净利润增长	8.2	8.9	5.2	17.6	14.7
管理费用	169	174	182	200	220	获利能力(%)					
财务费用	29	6	4	-20	-30	毛利率	27.3	30.5	30.5	31.5	32.5
资产减值损失	1	3	3	3	4	净利率	16.3	18.6	18.8	20.0	20.9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROE	18.5	17.6	16.4	17.1	17.3
投资净收益	43	29	29	29	29	ROIC	20.9	20.8	20.7	21.1	22.0
营业利润	638	687	719	848	975	偿债能力					
营业外收入	16	15	19	19	19	资产负债率(%)	29.4	23.2	17.2	17.0	16.1
营业外支出	9	5	4	4	4	净负债比率	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
利润总额	644	697	733	862	989	流动比率	2.59	2.65	3.76	3.65	3.80
所得税	126	134	141	165	190	速动比率	2.25	2.30	3.34	3.23	3.39
净利润	518	563	593	697	799	营运能力					
少数股东损益	74	79	83	98	112	总资产周转率	0.87	0.77	0.76	0.76	0.74
归属母公司净利润	445	484	509	599	687	应收账款周转率	17.18	16.33	16.74	16.53	16.64
EBITDA	783	846	884	1017	1168	存货周转率	15.95	12.13	13.78	12.90	13.33
EPS (元)	0.70	0.76	0.80	0.94	1.08	每股指标(元)					
						每股收益	0.70	0.76	0.80	0.94	1.08
						每股经营现金流	1.11	1.07	0.94	1.28	1.52
						每股净资产	3.79	4.33	4.88	5.53	6.26
						估值比率					
						P/E	12.2	17.2	15.0	12.7	11.1
						P/B	2.3	3.0	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	6.5	9.3	7.7	6.6	5.5

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
胡翔宇：联系人，南洋理工大学工程学学士，3年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。