

印染供给侧改革持续，行业龙头成长续航

公司简报

◆2016 收入增 5%、净利增 12%，保持稳健增长，Q4 净利增 27%

2016 年公司实现营收 31.91 亿元，同比增 5.38%，归母净利 5.43 亿元，同比增 12.07%，扣非净利 5.12 亿元，同比增 12.51%，净利增速高于收入主要因毛利率提升、费用率略降 0.36PCT 所致；EPS0.85 元，10 派 2.60 元（含税）。

16Q1-Q4 单季收入增速为 12.51%、3.79%、-1.23%、8.63%，归母净利增速 17.91%、7.08%、-3.82%、27.23%。16Q3 受杭州 G20 峰会影响公司停产半个月，业绩同比出现下滑，Q4 公司订单饱满、染费提升，收入同增 8.63%，毛利率上涨推动净利同增 27.23%。

分业务看：16 年印染主业 29.19 亿元，同比增 5.52%，主要受益于为印染行业淘汰产能、染色布销量同比增 8.11%。电热、批发、交通运输、水利管理收入分别为 5.01、1.78、0.46、0.38 亿元，同增-3.32%、-11.14%、6.12%、23.7%。

◆受染费提升及 Q3 停产影响，Q4 毛利率大幅增长

2016 年公司毛利率 32.02%，同增 1.55PCT，其中纺织业务毛利率提高 2.28PCT 至 29.23%。16Q1-Q4 毛利率为 29.46% (+0.72PCT)、31.69% (-0.16PCT)、29.19% (-1.45PCT)、37.31% (+7.25PCT)。

公司印染主业定位中高端，研发投入高于竞争对手，热电、水处理等自有配套业务降低成本，整体毛利率处于行业较高水平。16 年毛利率的提升主要受益于 Q4 单季度毛利率大幅增长。16Q3 受停产影响毛利率有所下滑，Q4 毛利率同比增加主要因 9 月份停产后，客户提货时间推迟，部分订单成本分摊至 Q3 而收入在 Q4 确认，同时产品结构优化、行业持续去产能后带来染费的提升。

◆染料提价，有望带动染费价格上涨

公司上游染料行业价格近期波动较大。16 年 8 月前受 G20 召开、环保督查等影响分散染料较年初提价 80% 以上达 3.8 万元/吨，8 月后下游印染需求不振，且出口下滑，年末染料价格下滑 40%。2017.1 江苏启动专项督查，限制污染严重的中小染料企业产能，龙头企业开工量也明显缩减，17 年春节后由于环保趋严、印染行业逐步进入旺季，染料价格提升 10% 左右。

公司印染主业采用加工模式，即销售商购买坯布后在公司下单进行染色及后整理，公司收取加工费。染料及助剂占公司成本比重约 20%，染料价格上涨有望推动染费提升，提升幅度将取决于印染行业近年来总体产能收缩情况。

16 年 8 月随着染料价格逐步下调，公司染费也略有调整。但随着 Q4 行业产能持续关停，公司订单较为饱满，染费有所提升。春节后染料价格持续上涨，染费存在进一步涨价预期。

◆环保供给侧改革持续推行，印染龙头有望受益于集中度提升

买入 (维持)

当前价：13.14 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsec.com

联系人

汲肖飞

021-22169314

jixiaofei@ebsec.com

市场数据

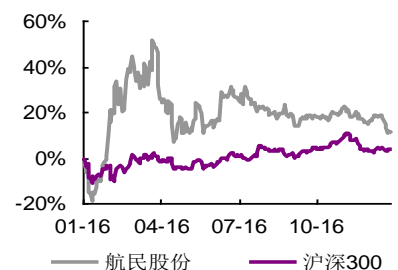
总股本(亿股)：6.35

总市值(亿元)：83.48

一年最低/最高(元)：11.11/16.58

近 3 月换手率：51.33%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.05	5.43	-17.14
绝对	2.25	9.22	-9.82

相关研报

印染龙头稳健增长，长期将受益于供给侧改革

.....2016-08-12

印染行业具有高环境负荷、高耗能等特点，政府持续出台政策，限制新增产能，关停落后工厂。2016.12《环境保护税法》出台，规定直接排放应税污染物的企业于2018.1.1起缴纳环境保护税；2017.1国务院出台《“十三五”节能减排综合工作方案》，有序淘汰印染行业环保、能耗、安全不达标企业，严格控制重点流域沿岸的纺织印染项目；2017.1环保部出台《排污许可证管理暂行规定》，推进排污许可证管理，禁止无证排污或不按证排污。

印染行业主要集中在浙江、江苏、福建、广东、山东，五省产能合计占比95.79%，这些地方政府也陆续出台环保政策，2016年浙江省计划淘汰印染落后和过剩产能7.28亿米，关停的绝大多数为中小企业，约占全国产能的1.5%。杭州G20峰会后，主要产能地各级政府继续严格执行环保新政，持续淘汰不达标印染企业。2016.12广东普宁开展环境执法“亮剑行动”，彻底关停142家无牌证印染印花企业。2017.2福建长乐对15家印染企业进行突击检查，查封5家无证或违规印染企业；2017.3浙江绍兴对182家被列入落后产能名单的印染企业进行整治，其中20家企业将于17年关停。

受政策影响，行业供给持续收缩，2011-2015年全国印染布产量由593.03亿米下降至509.53亿米。我国印染行业具有“地域集中度高、行业集中度低”的特点，龙头江苏盛虹和航民股份仅占全国产能的4%、2%。航民作为行业龙头，环保标准达到政府要求，预计将显著受益于产能收缩带来的行业集中度提升。2016年公司印染产能为10.2亿米，位居行业前五，产能利用率93.09%，产销率100.04%，未来在产能利用率上仍有提升空间、排污指标受限等问题解决后也可进行外延并购，同时行业产能收缩到一定程度后将打开染费提升空间。2016年公司染色布销量同增8.11%、收入同增5.38%，相较2016年1-9月全国规模以上印染企业印染布产量、收入同增1.84%、0.76%，市场份额处于提升过程中。

◆长期受益于行业集中度提升，短期关注染费涨价预期，维持“买入”评级

2017年公司目标销售收入（不考虑内部抵消）37.37亿元，同比增1.14%，税前利润7.055亿元，同比有所下滑。公司考虑到需求复苏乏力、原辅料价格上涨、环保标准提升、绍兴印染企业竞争力提高等因素，对利润预测较为保守。2015年年报中公司预计2016年收入（不考虑抵消）37.01亿元，税前利润6.76亿元，实际实现收入（不考虑抵消）36.95亿元，税前利润7.84亿元。

公司聚焦主业，适度多元化。一方面持续围绕主业进行配套产业布局，2016.8.22与杭钢集团签订合同，以2,988万元受让航民热电20%股权，将合计持有100%股权。截止16年底公司拥有电和蒸汽产能约6亿度、500万吨，非织造产品产能1.2万吨，织布产能1,000万米，运输能力6.56万吨；另一方面公司也积极调研新项目，发掘新的成长机遇，先后探索页岩气、染料生产、印染设备生产等产业。

我们认为：1) 公司印染主业保持稳健增长，目前已成为国内优质服装品牌及国际品牌ZARA、H&M、玛莎等的供应商，16年G20峰会影响约一个月利润，2017年将恢复满产，17年下半年新增水刺非织造布生产线、合同精机项目有望投产，收购航民热电20%股权于2016.9.28完成股权变更、17年全年并表将贡献利润增量。2) 行业环保标准不断提升，公司通过设备改造升级满足环保要求，未来小企业退出将给公司带来市场份额提升机会。3) 短期看，上游染料涨价，短期染费存涨价预期。4) 公司2016年底资产负债率17.8%，货币资金及银行理财合计14.96亿，关注新产业布局拓展方向。

我们长期看好公司受益于环保标准提高后龙头市场份额的提升，短期关注在上游涨价推动下染费涨价预期，调整17-19年EPS0.98、1.09、1.21元，对应17年PE13倍，目前市值为83.48亿元，维持“买入”评级。

◆风险提示：原辅料价格大幅上涨，下游需求不振，行业环保政策风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,028	3,191	3,462	3,738	4,027
营业收入增长率	-4.92%	5.38%	8.51%	7.96%	7.74%
净利润(百万元)	484	543	625	690	767
净利润增长率	8.87%	12.07%	15.07%	10.49%	11.16%
EPS(元)	0.76	0.85	0.98	1.09	1.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.60%	17.27%	16.58%	16.26%	16.07%
P/E	17	15	13	12	11

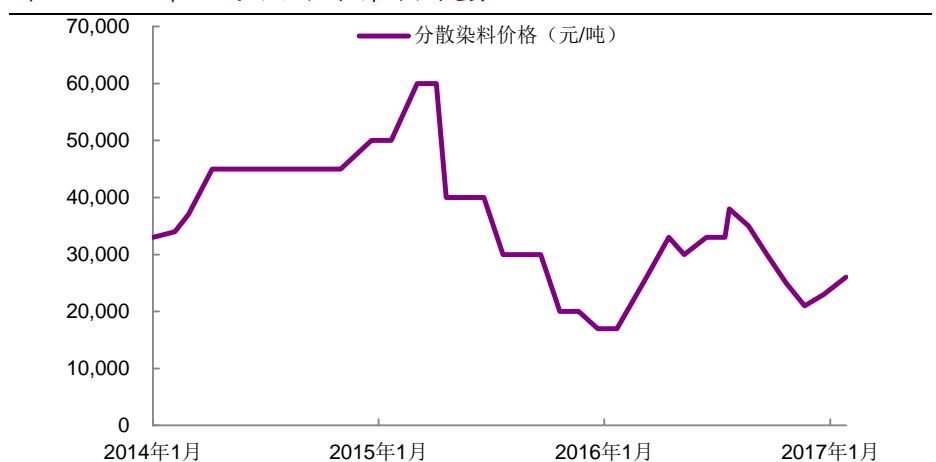
P/B 3 3 2 2 2

表 1: 公司各主要业务情况

行业分类	业务	年产能	基本情况	16 年收入 (百万元)	16 年收入 占比	16 年收入 同比增速	16 年毛利 率	毛利率同 比变动
纺织印染业	印染业	10.2 亿米	从事各种中高档棉、麻、T/C、灯芯绒、涤棉、涤毛及各种化纤织物或交织织物的染色、印花和后整理加工。“代加工”的经营模式	2,918.95	79.29%	5.52%	29.23%	2.28%
	织布业务	1000 万米	生产各档化纤、混纺织物					
	非织造产品	12000 吨	生产合成革、汽车内饰、卫生材料等					
电力生产业	热电业务	电 6 亿度, 蒸汽 500 万吨	发电量由国家电网以上网电价收购, 生产的蒸汽近 60% 供应公司内部印染企业使用, 其余部分供应周边企事业单位使用	500.91	13.61%	-3.32%	31.43%	-1.99%
批发业	煤炭批发	-	从事煤炭、纺织品及原料等的批发和销售业务	177.88	4.83%	-11.14%	3.39%	0.03%
交通运输业	海运业务	6.58 万吨运输能力	从事煤炭、矿砂、粮食、钢铁等多种商品的散货运输	46.01	1.25%	6.12%	13.77%	18.86%
水利管理业	污水处理	日处理废水 5 万吨	与印染主业配套, 选用生化后物化处理工艺处理, 处理后出水达到国家排放标准及萧山环境集团进网要求	37.62	1.02%	23.70%	8.69%	4.50%

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 1: 2014 年后我国分散染料价格走势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

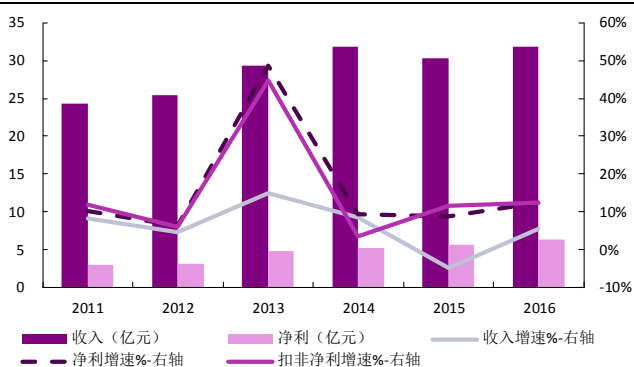
表 2: 公司主要子公司一览

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
杭州澳美印染有限公司	USD1000	70%	主营化纤、混纺织物的印染、整理。2016 年实现销售收入 22585 万元, 利润总额 6630 万元, 净利润 5681 万元。
杭州航民热电有限公司	RMB5500	100%	主营火力发电、蒸汽。2016 年实现销售收入 12816 万元, 利润总额 3601 万元, 净利润 2698 万元。
杭州钱江印染化工有限公司	USD1300	70%	主营生产销售染料及化纤面料; 化纤织物印染和整理加工。2016 年实现销售收入 62722 万元, 利润总额 12948 万元, 净利润 11052 万元。
杭州航民水处理有限公司	RMB1000	100%	主营工业水处理。
杭州萧山航民非织造布有限公司	RMB3000	100%	主营非织造布、非织造合成革基布、无纺布等加工。2016 年实现销售收入

			15156 万元，利润总额 1786 万元，净利润 1320 万元。
杭州航民美时达印染有限公司	USD750	75%	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工。2016 年实现销售收入 24621 万元，利润总额 4944 万元，净利润 4180 万元。
杭州航民达美染整有限公司	USD1900	75%	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工。2016 年实现销售收入 76532 万元，利润总额 12658 万元，净利润 11027 万元。
浙江航民海运有限公司	RMB8000	100%	主营煤炭、矿砂等运输。2016 年实现销售收入 4601 万元，利润总额 233 万元，净利润 233 万元。
杭州萧山东片污水处理有限公司	RMB4000	100%	主营污水处理。2016 年实现销售收入 2953 万元，利润总额 72 万元，净利润 70 万元。
杭州航民江东热电有限公司	RMB12000	100%	主营电力业务：发电类。2016 年实现销售收入 20363 万元，利润总额 6650 万元，净利润 4986 万元。
杭州航民小城热电有限公司	RMB10000	100%	主营电力业务：发电类。2016 年实现销售收入 16912 万元，利润总额 5209 万元，净利润 3902 万元。
杭州航民物资贸易有限公司	RMB1500	100%	主营煤炭销售，2016 年实现销售收入 17788 万元，利润总额 336 万元，净利润 249 万元。
杭州航民合同精机有限公司	RMB1000	51%	主营染整设备，2016 年净利润亏损 54,289.93 万元。

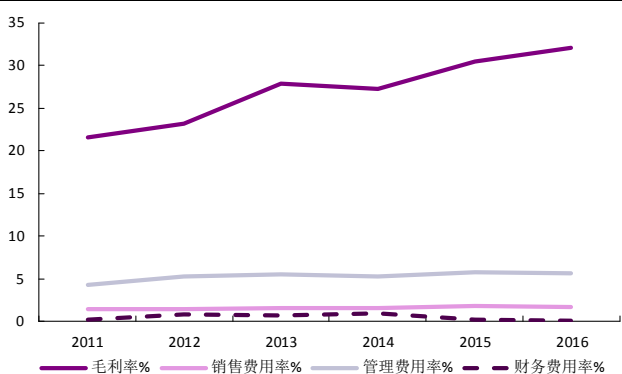
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 2：公司历年收入净利情况



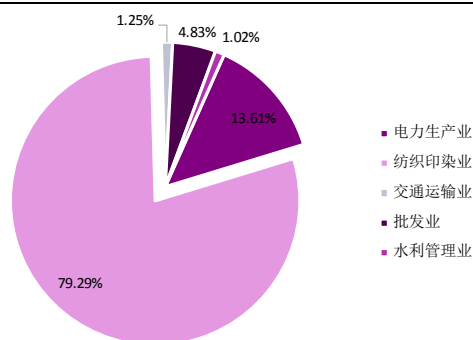
资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率走势



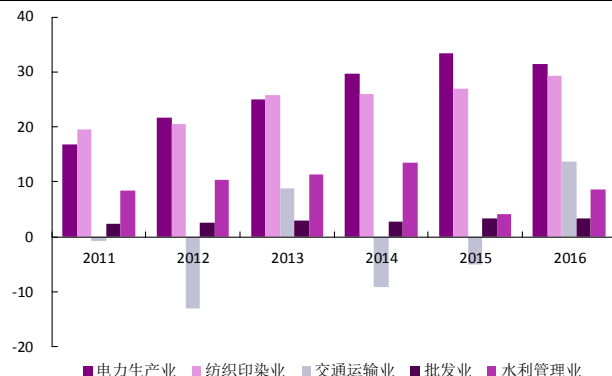
资料来源：wind，光大证券研究所

图 3：2016 年公司主营业务收入构成 (%)

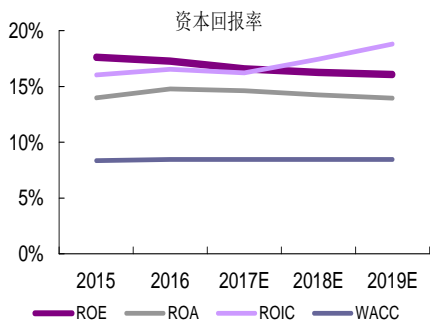
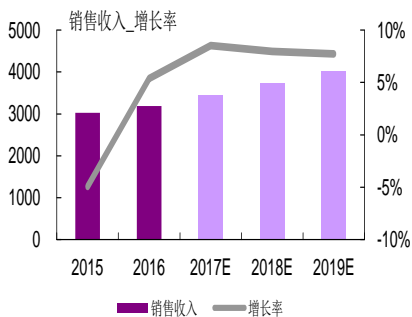
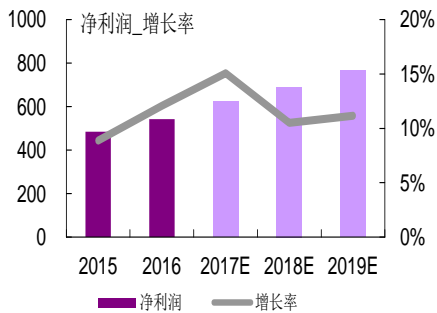
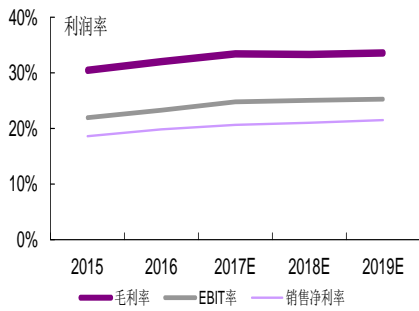


资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：2016 年公司主营业务收入构成 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,028	3,191	3,462	3,738	4,027
营业成本	2,105	2,169	2,305	2,493	2,675
折旧和摊销	178	195	8	9	10
营业税费	28	37	42	37	40
销售费用	53	52	52	56	60
管理费用	174	178	190	206	221
财务费用	6	4	-1	-11	-29
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	29	27	20	20	20
营业利润	687	767	878	966	1,066
利润总额	697	784	893	981	1,081
少数股东损益	79	91	90	95	98
归属母公司净利润	484.33	542.81	624.61	690.14	767.19

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	4,036	4,284	4,891	5,516	6,200
流动资产	2,231	2,408	2,926	3,539	4,213
货币资金	833	715	867	1,261	1,707
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	183	196	263	275	287
应收票据	400	400	519	561	604
其他应收款	4	4	7	7	8
存货	184	189	205	222	239
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,529	1,576	1,603	1,626	1,646
无形资产	143	134	127	120	114
总负债	936	763	656	710	764
无息负债	609	730	656	710	764
有息负债	327	33	0	0	0
股东权益	3,099	3,521	4,236	4,807	5,436
股本	635	635	635	635	635
公积金	316	350	413	422	422
未分配利润	1,800	2,158	2,720	3,187	3,719
少数股东权益	348	378	468	563	661

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	678	868	255	586	642
净利润	484	543	625	690	767
折旧摊销	178	195	8	9	10
净营运资金增加	133	222	518	59	41
其他	-117	-92	-896	-171	-176
投资活动产生现金流	-323	-520	-81	0	0
净资本支出	-310	-290	-20	-20	-20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-13	-229	-61	20	20
融资活动现金流	-445	-488	-22	-192	-195
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-281	-294	-33	0	0
无息负债变化	87	120	-74	54	55
净现金流	-88	-138	152	394	447

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.92%	5.38%	8.51%	7.96%	7.74%
净利润增长率	8.87%	12.07%	15.07%	10.49%	11.16%
EBITDA/EBITDA 增长率	7.83%	11.27%	-7.76%	9.14%	8.84%
EBIT/EBIT 增长率	6.56%	11.85%	15.37%	9.07%	8.80%
估值指标					
PE	17	15	13	12	11
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	11	10	11	9	8
EV/EBIT	14	12	11	10	8
EV/NOPLAT	17	15	14	12	11
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	30.47%	32.02%	33.43%	33.30%	33.56%
EBITDA 率	27.84%	29.40%	24.99%	25.26%	25.52%
EBIT 率	21.95%	23.30%	24.77%	25.03%	25.27%
税前净利润率	23.02%	24.56%	25.80%	26.26%	26.86%
税后净利润率 (归属母公司)	16.00%	17.01%	18.04%	18.46%	19.05%
ROA	13.96%	14.79%	14.61%	14.23%	13.95%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.60%	17.27%	16.58%	16.26%	16.07%
经营性 ROIC	16.04%	16.52%	16.20%	17.43%	18.79%
偿债能力					
流动比率	2.65	3.65	5.39	6.04	6.70
速动比率	2.43	3.36	5.01	5.66	6.32
归属母公司权益/有息债务	8.42	95.26	-	-	-
有形资产/有息债务	11.87	125.47	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.76	0.85	0.98	1.09	1.21
每股红利	0.23	0.00	0.34	0.37	0.41
每股经营现金流	1.07	1.37	0.40	0.92	1.01
每股自由现金流(FCFF)	0.43	0.46	0.27	1.08	1.22
每股净资产	4.33	4.95	5.93	6.68	7.52
每股销售收入	4.77	5.02	5.45	5.88	6.34

资料来源：光大证券、上市公司

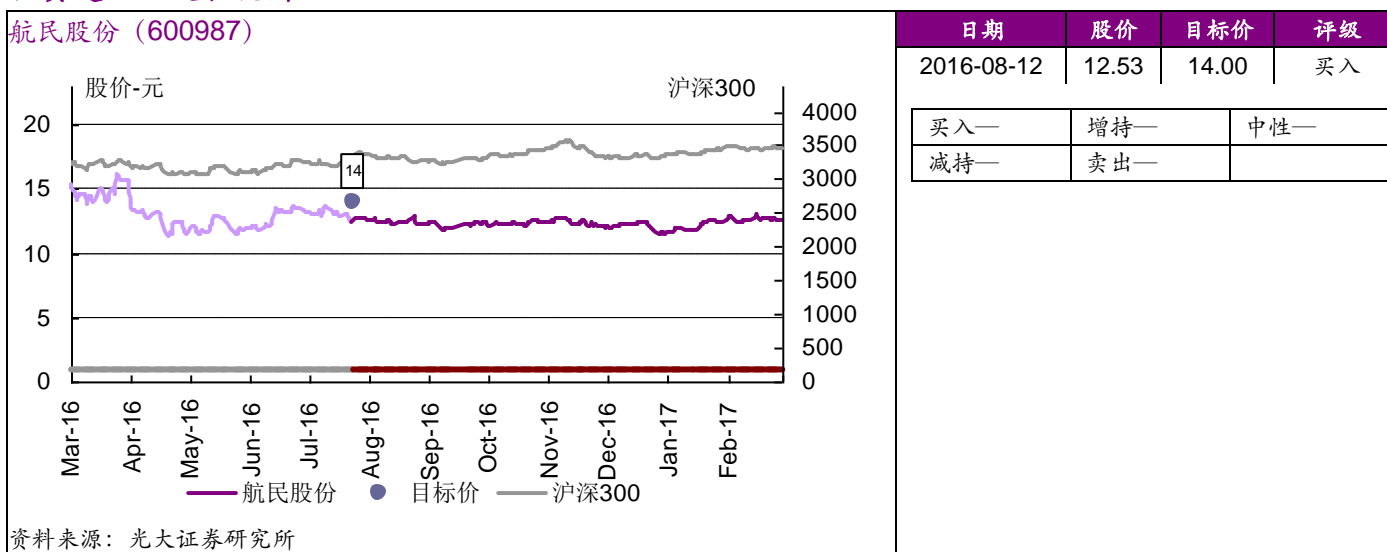
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深 300 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。

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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
国际业务	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	