

## 航民股份（600987）研究报告

### 环境治理趋紧，产业升级中印染龙头锋芒毕露

买入（首次）

2017年4月26日

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

(021) 60199746

dingwt@dwzq.com

研究助理 马莉

(010) 66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

#### 投资要点

- 1、航民股份：印染全产业链布局，受限环保政策近年产能扩张缓慢。染料价格上涨+环保政策趋严助力公司提价，带动销售收入增长。基于优异成本控制和管理经验，公司毛利率从2010年以来稳步上升，2016年整体毛利率同期上升1.55pp至32.02%。其中公司印染纺织业务毛利率经估算在29%左右。
- 2、印染行业工艺复杂、污染较高，属环保严控产业。同时，我国产能大部分集聚于东部沿海，目前环保政策持续趋严，产能下降产业整合持续进行。2016年前三季度，印染企业印染布产量391亿米，较2014年同比下降16.3%，降幅进一步加大。浙江、广东、福建迎来整治高峰。
- 3、我们认为在环保政策持续趋严下，未来印染行业将会通过产能的集中以及产业的升级完成供给侧改革。从短期角度，印染旺季即将到来，短期染费价格再度上涨的可能性极大（16年年底至今大多数区域已有10%上下的涨幅）；长期来看，园区化的管理方式有望给行业龙头企业进行产业整合提供切入点。
- **盈利预测与投资建议：**虽然公司17年Q1由于16年同期占成本20%的煤炭处于价格低位使得业绩增速较慢，但是我们认为这并不改变从长期来看，公司受益于印染政策趋严带来的行业集中度提升，而出现的提价及行业整合的逻辑。短期看，印染行业在四月开始已进入旺季，叠加环保政策力度持续收紧，公司染费有望继续上调。

我们预计公司17、18、19年EPS分别为1.00元、1.11元及1.20元，对应目前PE 17、18、19年市盈率分别为11.0X、10.0X及9.3X（对应其历史长期估值12-15倍之间）。同时公司账上现金15亿，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 相关研究

## 目录

<b>1. 航民展开全产业链布局，印染主业加工模式+技术优势，成就龙头地位</b> .....	<b>4</b>
1.1. 印染全产业链布局，受限环保政策近年产能扩张缓慢 .....	4
1.2. 优异成本控制和管理经验，公司毛利率、净利率领先印染行业	5
<b>2. 印染行业：工艺复杂污染高，环保政策趋严推动行业产业整合</b> .....	<b>8</b>
2.1. 印染行业工艺复杂，且属高污染行业：高水污染、高大气污染	8
2.2. 我国产能大部分集聚于东部沿海 .....	9
2.3. 环保政策持续趋严，产能下降产业整合持续进行 .....	10
<b>3. 航民印染龙头优势明显，多重利好助力增长</b> .....	<b>14</b>
3.1. 产能下滑，龙头企业扩产受限出现提价可能 .....	14
3.2. 染料价格上涨+环保政策趋严助力公司提价，带动收入增长 ...	15
<b>4. 产业集聚+产业转移同时进行，未来优质企业主导地位愈发突出</b> .....	<b>17</b>
4.1. 产业聚集后龙头企业有望在基础设施服务及并购整合上获益 .	17
4.2. 产业转移下，龙头企业有望实现产业升级 .....	17
<b>5. 投资建议及盈利预测</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1: 航民股份历年营业收入、毛利率、净利润及其增速 (百万元, %)	4
图表 2: 航民股份营业收入构成 (%)	4
图表 3: 航民股份产能状况	5
图表 4: 航民股份历年毛利率 (%)	5
图表 5: 主要印染公司印染业务毛利率比较 (华纺股份为还原坯布成本)	5
图表 6: 航民股份参控子公司情况	6
图表 7: A 股上市印染公司销售费用率比较 (%)	7
图表 8: A 股上市印染公司管理费用率比较 (%)	7
图表 9: A 股上市印染公司净利率比较 (%)	8
图表 10: 面料着色三种工艺	8
图表 11: 印染各步骤产生废水情况	9
图表 12: 2010-2015 东部五省印染布产量占比全国比例	10
图表 13: 2015 年主要省份印染布产量占比	10
图表 14: 2005-2015 中国印染行业产量及增长率变化	12
图表 15: 印染大气污染	13
图表 16: 航民股份历年营业收入构成及其增速 (百万元, %)	15
图表 17: 航民印染工艺成本构成	16
图表 18: 染料价格变化及航民价格变化对比	16

## 1. 航民展开全产业链布局，印染主业加工模式+技术优势，成就龙头地位

### 1.1. 印染全产业链布局，受限环保政策近年产能扩张缓慢

航民股份已从事印染行业超过 36 年（含改制前），作为印染行业龙头公司配套完善，拥有电、织造、非织造布、工业用水、污水处理及近海物流运输等业务全产业链配套业务。全产业链的布局使得公司生产优化，在行业中具有较强竞争优势。公司在近年发挥热电、织造、非织造布、工业用水、污水处理及近海物流运输等业务协同配套优势，在收入在近年稳步提升。16 年公司实现营业收入 31.9 亿，同比增长 5.38%。纺织印染主业实现收入 29.19 亿元，同比增长 5.52%。

图表 1：航民股份历年营业收入、毛利率、净利润及其增速（百万元，%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	2,247.00	2,433.38	2,547.91	2,930.79	3,184.22	3,027.66	3,190.62
YOY	23.53%	8.29%	4.71%	15.03%	8.65%	-4.92%	5.38%
毛利率	20.06%	21.56%	23.23%	27.85%	27.28%	30.47%	32.02%
净利润	272.42	299.90	318.98	474.15	518.40	563.46	633.39
YOY	47.25%	10.09%	6.36%	48.65%	9.33%	8.69%	12.41%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：航民股份营业收入构成（%）

	2014	2015	2016
纺织印染收入	70.99%	77.74%	79.29%
电力、蒸汽收入	13.81%	14.56%	13.61%
燃煤销售收入	13.63%	5.63%	4.83%
运输收入	1.38%	1.22%	1.25%
工业用水	0.19%	0.85%	1.02%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

受制于环保压力，公司产能在近年扩张速度缓慢，对收入贡献较少。由于印染企业排污受到排污权限制，在环保趋严的情况下，公司近年并没有获得新的排污指标，使得公司产能、产量在近年并没有明显扩张。

目前航民具有 10-15% 的排污权富余量，但富余的排污权是否能够真正排放仍需待政府审批。

图表 3: 航民股份产能状况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
理论产能(万米)	80000	91000	99000	101000	102000	102000
实际产能(万米)	77509	86153	92165	95687	94135	90569
产能利用率	96.90%	94.70%	93.10%	94.70%	92.30%	88.80%
销售产能(万米)	77509	86153	92165	95687	88677	87870
预估单价(元)	2.02	2.08	2.09	2.33	2.61	2.72
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	94.20%	97.00%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 成本控制优异和管理经验丰富, 公司毛利率、净利率领先印染行业

### 1、公司毛利率持续提高, 明显优于行业对手

公司毛利率从 2010 年以来稳步上升, 2016 年整体毛利率同期上升 1.55pp 至 32.02%。其中公司印染纺织业务毛利率经估算在 29.84% 左右。

图表 4: 航民股份历年毛利率 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
整体毛利率	21.42%	23.11%	27.75%	27.18%	30.41%	31.98%
纺织印染业	19.61%	20.41%	25.77%	26.06%	26.95%	29.23%
其中: 印染纺织	20.87%	21.35%	27.03%	27.14%	28.02%	29.84%
电力、蒸汽	16.74%	21.73%	25.02%	29.68%	33.42%	31.43%
燃煤销售	2.44%	2.55%	2.90%	2.74%	3.36%	3.39%
运输			8.83%			13.77%
工业用水	8.51%	10.35%	11.44%	13.40%	4.19%	8.69%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

由于同行业公司业务收入计算模式差异, 难以直接对比整体业务毛利率。经过拆解印染业务数据, 我们仍能发现公司该业务毛利率水平领先同行业。

图表 5: 主要印染公司印染业务毛利率比较 (华纺股份为还原坯布成本)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
华纺股份	20.41%	22.33%	22.15%	21.92%	13.26%	
美欣达	12.92%	15.95%	15.44%	13.78%	17.43%	17.27%
航民股份	20.87%	21.35%	27.03%	27.14%	28.02%	29.23%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们认为公司相对于同业竞争企业较高的毛利来自于以下三个主要的成本端因素:

首先, 产业链配套齐全, 利于公司降低成本。从公司成本结构看, 染料、化工助剂约占 20%、总体染料化工 21%。电费 8%左右, 污水处

理费占 4%-5%。公司参控股子公司 12 个，其行业包括热电、织造、非织造布、工业用水、污水处理及近海物流运输等。公司布局煤炭贸易、热电、工业用水使公司掌握从原料采购到蒸汽生产成本，满足公司能源需求。再者收购污水处理厂，日污水处理能力达到 10 万吨以上，满足生产需求从而帮助降低公司排污成本。

图表 6：航民股份参控股子公司情况

行业	公司名称	主营业务	控股比例
印染	杭州澳美印染有限公司	化纤、混纺织物的印染、整理	70%
	杭州钱江印染化工有限公司	生产销售染料及化纤面料；化纤织物印染和整理加工	70%
	杭州航民美时达印染有限公司	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工	75%
	杭州航民达美染整有限公司	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工	75%
热电厂	杭州航民热电有限公司	火力发电、蒸汽	80%
	杭州航民小城热电有限公司	主营电力业务：发电类	100%
	杭州航民江东热电有限公司	主营电力业务：发电类	100%
污水处理	杭州萧山航民污水处理有限公司	主营工业水处理	100%
	杭州萧山山东片污水处理有限公司	主营污水处理	100%
非织造布	杭州萧山航民非织造布有限公司	主营非织造布、非织造合成革基布、无纺布等加工	100%
煤炭贸易	杭州航民物资贸易有限公司	主营煤炭销售	100%
近海物流	浙江航民海运有限公司	主营煤炭、矿砂等运输	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同时，上游染料供应集中，公司则采取错峰采购及分散采购，有效降低染料采购成本。公司采取低价时期大量采购，高价时期消化库存的“错峰策略”，有效控制公司采购成本。使得公司整体染料成本低于染料市场价格，使得公司参照市场染料价格对下游客户的提价，高于公司实际成本的提升。

其三，公司技术优势为公司生产成本控制做出重要贡献。公司持续对印染技术进行改造升级，16 年研发费用投入达到 8756 万元，占期间费用近四成。高研发投入使得公司技术优势明显，印染行业重要指标中公司均领先行业，染色一次成功率<sup>1</sup>为 70-80%、行业平均水平为 30-40%；中水回用率<sup>2</sup>为 40-50%、远高于行业平均水平为 25%；COD<sup>3</sup>约为 60mg/L、

<sup>1</sup> 染色一次成功率不仅是衡量印染企业生产技术效率的重要指标，同时也是印染企业实现节能减排的关键要素之一。染色一次成功率的提高能降低能耗及染化料助剂的使用，同时可以减少污水排放。其主要影响因素包括染色配方是否合理、染料稳定程度、染色体系、坯布情况和染色时间和温度等。

<sup>2</sup> 中水回用率，指经水处理后可回用的总水量与进入水处理的总水量的比值。中水就是把排放的生活污水、

同样低于行业准入标准为 80 mg/L。出色的生产技术使得航民的生产效率明显高于行业平均水平。

## 2、技术优势+管理能力卓越，公司净利率同样领先行业

公司扎根行业多年，起步时间早，积淀丰富管理经验，控费能力出色，期间费用率较低。公司销售费用率、管理费用基本保持平稳，位于行业较为领先位置。

图表 7: A 股上市印染公司销售费用率比较 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
美欣达	5.09%	3.31%	3.27%	3.05%	3.80%	5.09%
众和股份	2.94%	3.76%	4.46%	3.86%	3.37%	4.08%
三房巷	0.97%	0.64%	0.76%	0.80%	0.94%	0.97%
华纺股份	2.31%	1.71%	1.71%	1.78%	1.84%	2.31%
航民股份	1.62%	1.39%	1.44%	1.59%	1.54%	1.62%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: A 股上市印染公司管理费用率比较 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
美欣达	7.12%	3.93%	5.28%	6.15%	6.88%	7.12%
众和股份	10.79%	6.71%	8.01%	7.57%	9.04%	12.34%
三房巷	3.79%	3.98%	3.79%	4.28%	4.71%	3.79%
华纺股份	2.47%	2.32%	2.42%	2.56%	2.82%	2.47%
航民股份	6.57%	4.24%	5.25%	5.50%	5.31%	6.57%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综合考虑公司各项经营指标,基于成本控制及优秀管理能力带来的低费用率,公司毛利率、净利率领先印染行业。

工业废水回收,经过处理后,达到规定的水质标准,可在一定范围内重复使用的非饮用水。印染行业在实施中水回用工程的企业中,大部分企业的回用率在 20-30%,也有少数企业的中水回用率已达到 50%以上。较高比例的中水回用要求为 35%以上。

<sup>3</sup> 化学需氧量 COD (Chemical Oxygen Demand) 是以化学方法测量水样中需要被氧化的还原性物质的量,数值越大表明水体的污染情况越严重。一般印染废水的 COD 值为 400-1000mg/L,印染污水 COD 高主要因为废碱残留、浆料、表面活性剂保留、染料残液等。根据 2013 年 1 月环保部颁布的《纺织染整工业水污染物排放标准》(GB4287-2012)规定,从 2013 年 1 月 1 日起,现有企业废水 COD 直接排放需低于 100mg/L,间接排放需低于 200mg/L。新建企业废水 COD 直接排放需低于 80mg/L,间接排放需低于 200mg/L。针对生态环境脆弱地区,其特别排放限制为直接排放 60mg/L,间接排放 80mg/L。

图表 9: A 股上市印染公司净利率比较 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
美欣达	10.60%	1.36%	2.29%	-4.19%	4.60%	2.96%
众和股份	5.48%	3.38%	2.60%	0.61%	-21.98%	11.01%
三房巷	2.46%	2.51%	2.86%	2.73%	3.38%	8.99%
华纺股份	0.74%	0.37%	0.70%	1.01%	0.55%	0.66%
航民股份	12.32%	12.52%	16.18%	16.28%	18.61%	17.45%

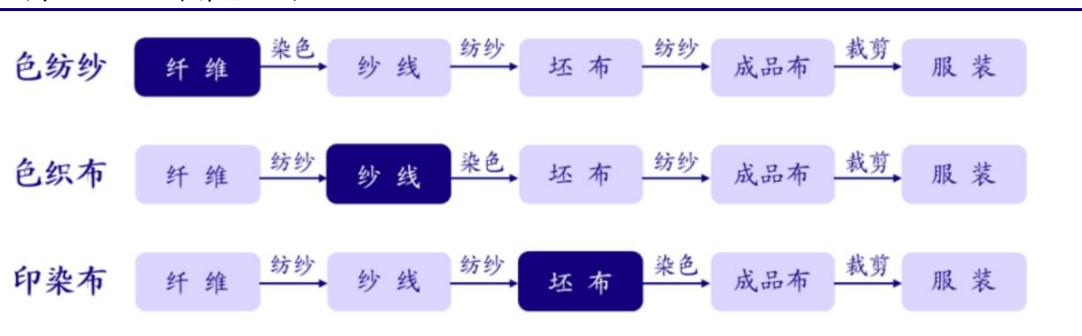
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 印染行业: 工艺复杂污染高, 环保政策趋严推动行业产业整合

印染又称为染整, 是指对棉纺织品、毛纺织品、麻纺织品、丝制品、化学纤维纺织品以及针织或钩针编织物进行漂白、染色、印花等工序的加工。其上游为坯布及染料供应商, 下游则为服装家纺等制造领域。

作为服装面料的三大种类, 将坯布印染之后而成的印染布占比最大; 由纺色纱织成的色织布占全球棉纺行业份额仅为 7%, 而直接将棉纤维染色的色纺纱产量仅为棉纱产量的 5%。

图表 10: 面料着色三种工艺



数据来源: 东吴证券研究所整理

2016 年前三季度, 我国印染布产量达到 391.17 亿米; 2015 年 1~11 月份, 规模以上印染企业实现主营业务收入 3525.62 亿元, 同比增长 3.73%; 实现利润总额 172.95 亿元, 同比增长 8.20%。

### 2.1. 印染行业工艺复杂, 且属高污染行业: 高水污染、高大气污染

印染作为对坯布的染色整个工序相对较长, 工艺主要分为三道工序: 前处理、染色和后整理。印染布其坯布的材质包括棉、羊毛、丝等, 以棉居多。一般棉布的前处理步骤包括烧毛、退浆、漂白、丝光和烘干。烧毛为去除棉坯布表面的短小绒毛; 退浆为去除坯布上原有浆料; 漂白

为去除原坯布纤维上的色素；丝光为提升织物光泽及改善手感。

同时，印染属于高污染行业，印染过程的每个步骤均需投入大量原料以及化学试剂，同时辅以水和能源（如煤、电等），因此会产生大量的废水废气和污染物。

在水污染方面，纺织印染业废水排放量占全国工业废水统计排放量的 7.5%，居全国工业行业第五位。其中，印染废水是纺织工业的主要污染源，占纺织印染业废水的 80%。印染废水水量较大，每印染加工 1 吨纺织品耗水 100~200 吨，其中 80~90% 成为废水。

图表 11: 印染各步骤产生废水情况

工序环节	废水情况
烧毛	-
退浆	水量较小，但污染物浓度高，含各种浆料、浆料分解物、纤维屑和各种助剂。废水呈碱性。若坯布上浆以淀粉为主（如棉布），则废水的 COD 值高，可生化性较好；若坯布上浆以聚乙烯醇为主（如涤棉经纱），则废水 COD 值高但可生化性差。
煮练（又称精练）	水量大，污染物浓度高，其中含有纤维素、果酸、蜡质、油脂、碱、表面活性剂、含氮化合物等。废水呈强碱性，水温高，往往呈褐色。
漂白	水量大，但污染程度较轻，含有残余漂白剂。
丝光	废水含碱量高，氢氧化钠的含量为 3%-5%。多数印染企业会通过蒸发浓缩来回收氢氧化钠，因此此步骤的废水不会排出而是内部消化处理。而经过多次利用最终排出的废水仍有强碱性。COD 值高。
（碱减量）	是涤纶仿真丝所需工序，其废水碱性强，且有机物浓度高，COD 可达到 9 万 mg/L。这种废水属于高浓度难降解的有机废水。
染色	水量较大，水质会因不同染料而有所不同。一般呈强碱性，色度很高，COD 高，可生化性差。
后整理	水量较小，其中含有纤维屑、树脂、油剂和浆料等。

数据来源：东吴证券研究所整理

在大气污染方面，印染废气是工业源 VOCs（挥发性有机物）的重要来源，同时也会影响 PM2.5 指标。与废水相比，印染的废气排放较隐蔽，监管难度更大。

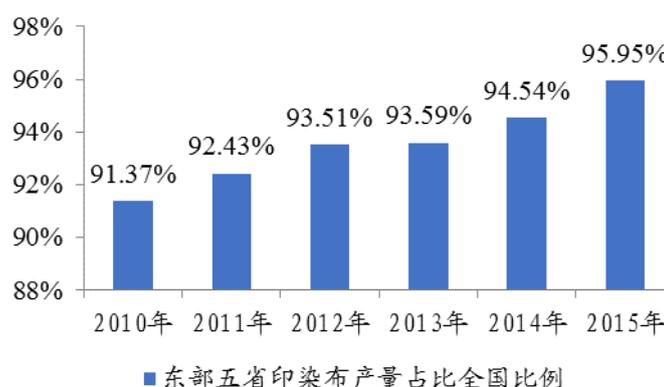
## 2.2. 我国产能大部分集聚于东部沿海

从地区结构来看，由于印染行业需要大量水资源，因此印染产品的产能向东部沿海地区集聚。2015 年前 10 个月浙江、江苏、山东、广东、福建五省的产量已占全国的 96.0%。其中浙江省产能发展最快，1997 年该省印染布产量为 45 亿米，2014 年达到 324 亿米，占全国的 60%，构成

我国印染业的大半壁江山。

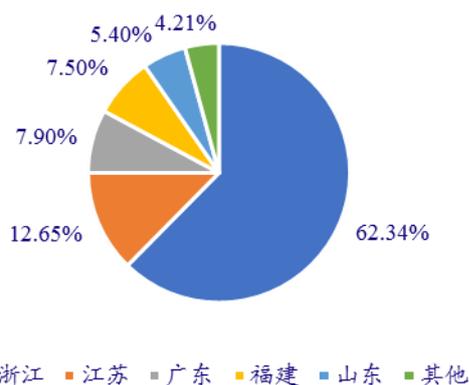
从投资方面看,2015 年 1~11 月份印染企业 500 万元以上项目固定资产实际完成投资 394.43 亿元,同比增长 14.41%,目前企业投资主要用于技术装备提升、环保设施提标改造、产品研究开发等方面。但处于产能收缩的背景之下,固定资产投资增速相较于往年仍呈下降趋势,2015 年投资增速较 14 年回落 6.71 个百分点。

图表 12: 2010-2015 东部五省印染布产量占比全国比例



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 13: 2015 年主要省份印染布产量占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 环保政策持续趋严, 产能下降产业整合持续进行

由于印染布印染过程中的高污染性,我国对印染行业在环保上的要求不断严格,因此印染行业的产能持续收缩。中央政府以及浙江、福建、

广东等印染产业聚集区政府持续推出环保政策，意在缩小产业总量，整合产能。

### 1、十三五与中国制造 2025，合力推进印染行业环境标准不断完善

随着《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》的出台，被称为“最严格”的环保管理制度的诞生，再次倒逼印染行业节能环保的发展。“十三五”节能减排综合工作方案中提出，严格行业规范、准入管理和节能审查，其中对于印染行业，环保、能耗、安全等不达标或生产、使用淘汰类产品的企业和产能，要依法依规有序退出。

作为中国政府实施制造强国战略第一个十年的行动纲领，《中国制造 2025》重点强调推行绿色制造。其中明确指出全面推进印染等传统制造业绿色改造，大力研发推广水循环利用等绿色工艺技术装备，加快应用清洁高效加工工艺，实现绿色生产。

随后，《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》出台，提出加快印染等重点行业绿色发展进程，通过在重点行业加强纺织绿色制造基础管理、开发推广先进绿色制造技术等方式，促进推进纺织行业绿色制造、绿色产品标准体系建设。

2015 年《水污染防治行动计划》-水十条中多次点名污染大户印染行业，提出专项整治印染等十大重点行业，2017 年底前，印染行业实施低排水染整工艺改造。

由于环保政策标准缩紧，从 2005 年开始，印染布产量同比增速趋缓，从双位数增速下降至负增长。2010 年开始，印染行业产量出现持续下降走势。“十二五”期间，全国淘汰落后印染产能共 158.3 亿米，我国规模以上印染企业印染布产量由 2010 年的 601.65 亿米减少到 2015 年的 509.53 亿米。2016 年前三季度，印染企业印染布产量 391 亿米，较 2014 年同比下降 16.3%，降幅进一步加大。

图表 14: 2005-2015 中国印染行业产量及增长率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2、浙江省明确规划重点区域，将环保作为十三五重点规划

作为印染产能占全国超过 60% 的浙江省，环保成为其“十三五”规划重点。其出台的《浙江省工业污染防治“十三五”规划》，目标是到 2020 年全省工业废水、废气排放量持续下降，行业水平明显提升，排污强度进一步降低，工业区域环境质量显著改善，消除局部地区突出的环境问题，建立健全工业污染防治长效机制。

其力争将包括印染在内的六大重点行业排污强度（废水排放量/生产总值）在 2015 年基础上再下降 10%，将包括印染在内的 5 个行业入园率提升至 90%，实现工业源化学需氧量、氨氮等两项水污染物排放量在 2015 年基础上分别下降 8%、5%；同时全面完成纺织印染在内的等 10 个 VOCs 污染重点行业大气污染重点行业治理，实现 VOCs 排放量在 2015 年的基础上下降 12% 以上，重点县（市、区）、重点园区污染物排放下降比例在以上要求的基础上再提高 20%。

目前，浙江省已将绍兴滨海工业园区、绍兴袍江经济技术开发区、绍兴柯桥经济技术开发区、义乌经济技术开发区等印染企业聚集区全部列入重点整治区域。

## 3、绍兴柯桥持续全面整治，持续压缩产能

作为产能占据全国三分之一、浙江省二分之一的绍兴柯桥，绍兴市政府严格规定该区印染企业进入工业园，同时要求加大印染企业培育力度。根据 2016 年 2 月绍兴市政府出台政策，计划在 2017 年底前完成所有印染企业向集聚区搬迁集聚或就地提升工作，个别企业因土地落实、建设周期等原因可适当延后至 2018 年；其中，柯桥区除滨海工业区提升

区外的所有印染企业向滨海印染产业集聚区转移。截至 2017 年 2 月 20 日，柯桥 200 多家印染企业中还有 46 家印染企业尚未集聚搬迁，其中 4 家企业被停产整治，4 家企业被立案查处，9 家企业存在环境管理问题，被责令限期整改。

图表 15: 印染大气污染



数据来源：公开资料，东吴证券研究所

同时，柯桥区政府大力推进印染企业整合，力争 18 年全区印染企业数量减半。柯桥区政府在 16 年底提出《柯桥区印染产业转型升级试点实施方案》，力争 2017 年底、确保到 2018 年，柯桥区印染企业从现有的 200 家整合到 100 家左右，并全部集聚到滨海工业区，打造成为具有明显产业特色和较强国际竞争力的蓝印时尚特色小镇；同时，还大力培育印染标杆企业，力争到 2017 年产值超 10 亿元的印染企业达到 10 家以上，到 2020 年培育 5 家产值超 50 亿元的印染龙头骨干企业。

在多级政府合力整顿的情况下，柯桥地区印染布产量不断下降，但是利润持续增长。16 年前三季度，在全年环保政策执行力度极严，全区关停印染企业 64 家、81 家被整合集聚或兼并重组的情况下，柯桥区印染产业实现产值 470.47 亿元，同比继续下降 3.8%；但利润不降反增，实现 13.2% 的增长，表现出减量提质效果明显。

#### 4、其他印染大省中，广东、福建同样迎来印染业整治高峰

(1) 福建以泉州为首开始印染整治在《泉州市“十三五”主要污染物减排工作方案》中，明确在未来的五年里，通过工业企业升级改造工程、工业园区废水减排治理工程、染整行业废水减排治理工程来实现大气、水环境质量的进一步改善。针对染整行业废水减排治理工程，方案中提出石狮市染整行业 COD 排放总量应比 2015 年削减 20%，并搬迁部

### 分染整企业。

同时，2016 年 9 月福建省委省政府环境保护督察组进驻泉州开展督察工作。石狮三大工业区 60 余家印染企业迎来史上最严环保大整治。锦尚工业区 20 余家印染企业“轮产、停产”，伍堡工业区 10 余家印染企业处于“限排、限产”状态。

在我们近期的草根调研中，我们发现：（1）当地环保整治很早就开始了，治理也较规范，已经很长时间没有新发牌照，存量企业的规模相对较大，基本已实现园区化；（2）小企业退出较多，产能主要靠大企业填补，但部分大企业的污水排放和治理设施没能跟得上产能扩张的节奏，这是潜在的整顿风险；（3）园区的污水处理厂由政府及大型企业共同出资投资，协同管理；（4）厦门金砖会议将于 17 年 9 月召开，环保巡视组有可能与 3 月底前进驻晋江-石狮。

**（2）广东省同样持续推动环保政策实施。**在《广东省节能减排“十三五”规划》中，广东省要求“十三五”期间，全省化学需氧量排放减少 10.4%、氨氮排放减少 11.3%、挥发有机物排放减少 18%。

针对印染企业，该规划切实推动印染企业搬迁入园，加快练江流域印染企业搬迁入园，2017 年底前建成潮阳、潮南、普宁印染定点园区；同时要求印染企业推广低毒、低挥发性的环保型染料和印染助剂，废气净化效率达到 90%以上。该规划还要求在 2017 年底实现印染行业低排水染整工艺改造，完成 88 家主要工业集聚区的排查及基础设施完善任务。

在 16 年底，在中央第四环境保护督察组入驻广东后，新塘镇 17 家印染厂遭到关停，肇庆四会 12 家印染厂强制停产。

在我们近期的草根调研中，我们了解到：2016 年 12 月，在中央环保巡视组进驻前后，珠三角地区纺服产业短期内受到极大影响，自 16 年初已经过严厉整顿的印染行业再度成为整治核心，新塘地区（占珠三角纺服产业规模 1/3 以上）印染企业数量由 70+降至 50-60，相应目前珠三角地区染费也上涨了 10%+，产能的缩减已经对下游成衣加工企业的交货产生实质性影响。

## 3. 航民印染龙头优势明显，多重利好助力增长

### 3.1. 产能下滑，龙头企业扩产受限出现提价可能

我们认为在环保政策持续趋严下，未来印染行业将会通过产能的集

中以及产业的升级完成供给侧改革。从短期角度，印染旺季即将到来，短期染费价格再度上涨的可能性极大（16 年年底至今大多数区域已有 10% 上下的涨幅）；长期来看，园区化的管理方式有望给行业龙头企业进行产业整合提供切入点。

行业产能持续下滑同时，龙头企业由于排污权制约扩产受限，出现提价可能。从 2005 年开始，印染布产量同比增速趋缓，从双位数增速下降至负增长。“十二五”期间，我国规模以上印染企业印染布产量由 2010 年的 601.65 亿米减少到 2015 年的 509.53 亿米；然而在行业产能下滑的情况下，龙头企业由于排污权审批需要政府通过，而难以进行产能扩张。以航民股份为例，公司于 2015 年购买有效期为 20 年、年排放量为 2,767.18 万吨的排污权，然而由于排污权使用需要政府审批，因此不能立即增加现有产能。近几年，航民理论产能一直保持在 10 亿米左右。16 年前三季度，柯桥区在 81 家被整合集聚或兼并重组的情况下印染产业实现产值 470.47 亿元，同比继续下降 3.8%；但利润不降反增，实现 13.2% 的增长，充分说明产能受限后提价对现存企业的利好。

### 3.2. 染料价格上涨+环保政策趋严助力公司提价，带动收入增长

在行业产能受限带来的公司提价外，航民股份印染业务收入随着产品售价上涨而稳步提升。这主要是由于（1）公司以染料为代表的原材料涨价导致其产品售价提升；（2）公司所处的绍兴地区环保监管趋严使得落后产能出清导致产品售价提高所致。

图表 16: 航民股份历年营业收入构成及其增速（百万元，%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	2,247.00	2,433.38	2,547.91	2,930.79	3,184.22	3,027.66	3,190.62
YOY	23.53%	8.29%	4.71%	15.03%	8.65%	-4.92%	5.38%
纺织印染业	1,816.29	2,111.70	2,223.62	2,538.95	2,678.97	2,766.26	2,918.95
印染及印染纺织品收入	1,568.72	1,790.93	1,928.41	2,229.60	2,315.43*	2,390.87*	2,522.16*
YOY	16.71%	14.17%	7.68%	15.62%	3.85%	3.26%	5.52%
电力、蒸汽收入	545.61	594.07	593.95	553.95	521.22	518.12	500.91
燃煤销售收入	228.66	298.48	415.01	410.69	514.24	200.17	177.88
运输收入	46.08	41.03	55.19	59.27	52.06	43.36	46.01
工业用水	7.63	7.4	8.52	8.33	7.34	30.42	37.62
染料收入	92.32						
内部抵销	-495.78	-624.26	-754.15	-647.28	-596.56	-540.23	-504.41

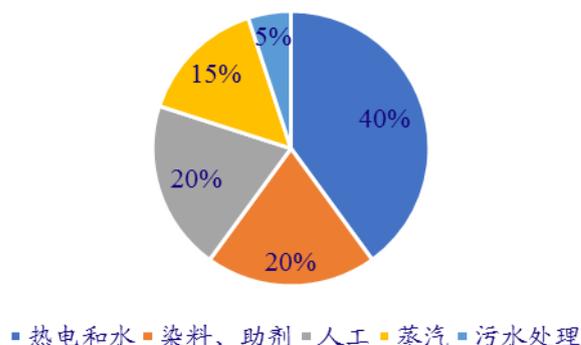
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2014-2016 年印染及印染纺织品收入、增速为估算数。

首先，作为行业龙头公司有能力将染料价格的上涨传递至下游客户。公司在印染的成本主要包括以下部分：热电和水约占 40%，染料助剂约占

20%，人工费用占比 20%，蒸汽 15%左右，污水处理占比 4%-5%。公司自有的热电厂为电力及蒸汽提供主要来源，余量外销。因此公司对电价波动敏感度较低；同时公司蒸汽业务的外销业务也能抵消部分由煤炭价格上涨带来的成本压力。

图表 17: 航民印染工艺成本构成



数据来源: 东吴证券研究所

然而，染料及化工助剂在公司成本中约占 20%，作为直接由外部采购的原材料，染料价格变化会直接带来公司成本的变动。从历史数据来看，2011 年-2014 年间，染料出口价格基本呈现上升趋势。同时，航民的销售价格也不断走高，其提价幅度基本覆盖了成本变化。

图表 18: 染料价格变化及航民价格变化对比

	2011	2012	2013	2014	2015
活性染料价格变化	20.62%	-6.86%	13.38%	35.28%	-0.04%
对航民成本影响（假设全为活性染料）	4.12%	-1.37%	2.68%	7.06%	-0.01%
分散染料价格变化	1.56%	-1.28%	9.75%	50.64%	-14.03%
对航民成本影响（假设全为分散染料）	0.31%	-0.26%	1.95%	10.13%	-2.81%
预估单价(元)	2.08	2.09	2.33	2.61	2.72
单价变化情况	2.71%	0.65%	11.36%	12.06%	4.21%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

我们认为公司能够顺利将原材料成本提升顺畅转嫁下游的原因主要有两点原因：（1）公司产品在同市场中处于较高端位置，由于竞争较少原料提价可以顺利转移到下游。公司的主要客户以绍兴轻纺城为主，但是公司由于技术优势，产品更多的是中高端产品；由于在轻纺城市场上该类产品稀缺，使得公司提价基础相对稳固，价格传导顺利。2015 年为例，公司的印染业务单位成本上升 7.26%，而整体印染产品的售价则提升了 8.4%。

（2）由于产业链中染费占比小，下游客户对价格敏感性较低，公司提价不会造成订单大量流失的的恶劣影响。公司与下游客户具有长期稳定合作关系，作为龙头公司，其对原料提价的消化能力强于落后的小厂，

因此在提价时下游客户相较小厂能够更容易接受。

因此，除去公司 15 年收入受煤炭销售业务下滑影响略有下降，印染主业印染收入依然保持增长，16 年尽管受 G20 召开停工一个月影响，营收仍然保持 5.38% 增速。

其次环保力度趋严，绍兴地区印染产能下滑，有助于公司提价。16 年前三季度，在全年环保政策执行力度极严，全区关停印染企业 64 家、81 家被整合集聚或兼并重组的情况下，柯桥区印染产业实现产值 470.47 亿元，同比继续下降 3.8%；但由于价格提升，印染企业利润却实现 13.2% 的增长。而自从 16 年底至今面料涨幅明显，杭绍地区多数品类面料均有 0.5-1.0 元/米的涨幅。

#### 4. 产业集聚+产业转移同时进行，未来优质企业主导地位愈发突出

##### 4.1. 产业聚集后龙头企业有望在基础设施服务及并购整合上获益

各地政府均在对当地印染企业进行入园管理。浙江省柯桥区除滨海工业区提升区外的所有印染企业最晚 18 年向滨海印染产业集聚区转移；广东新塘地区也要求企业全部进入工业园，园区外的企业随时面临关停的风险。

印染企业的集体入园，给了龙头企业在提供产业基础服务及并购整合上的机会。根据我们在珠三角的调研，印染企业在入园后，园区内的基础设施可能会由一家龙头公司提供，以充分利用龙头公司的规模和技术优势。比如在广东三水大塘工业园园区内地供电及污水处理工作均由园区内拥有技术优势的龙头企业佳利达完成。我们认为，类似于天虹纺织在越南天虹工业园为入园企业提供热电、物流等各方面基础设施服务，国内各地区的印染工业园也会逐渐向新塘工业园学习，将可以规模集中化的技术部分交给龙头企业，龙头企业在收取费用充分利用规模效应的同时，也可以以提高整体产业链的效率。

另一方面，在入园过程中，部分小厂由于资金技术等问题可能难以完成搬迁入园工程，这给也给了龙头企业收购这些企业，进而获得其排污权的可能。在获得这些企业的排污权后，龙头企业可以利用自身资金再次进行产能扩张。

##### 4.2. 产业转移下，龙头企业有望实现产业升级

虽然由于印染行业的高污染性，其产业转移进度慢于制衣等环节，但是其在近年也表现出了产业转移趋势。印染工业是越南近期招商的重

点项目，目前越南兴安省建设了纺织印染工业园，第一期有 11 家印染企业入驻生产。2014 年越南获批加入跨太平洋经济合作协议（TPP），随着对美出口贸易的增长，到 2025 年越南纺织品出口总额有望达到 550 亿美元，创造出近 600 万个工作岗位。

**国内龙头有望发挥自身资金、技术的优势，实现产业升级。**目前的纺织产业链中，服装加工这一附加值较低的行业正在由于人力及税收成本的差异向东南亚地区转移。然而，国内面料研发等面料环节基本上是资金密集型和技术密集型行业，由于需要技术实力的沉淀、资金实力和设备实力，其仍然被留在国内继续发展。我们认为印染行业未来也将出现这一趋势，低端印染加工等人力资源密集型的产业环节将逐渐向东南亚或非洲等地转移，而印染龙头可以集中自身资源进行高端印染布的加工以及印染工艺的技术研发，以提升其整体利润率。

## 5. 投资建议及盈利预测

**1、印染行业供给侧改革有助产业整合，利好行业龙头。**行业结构调整进行中：16 年印染行业前三季度规模以上企业收入保持微增，我们预计，在环保趋严、落后产能淘汰的背景下，这一增长应该是市场份额向大型企业集中的有力证明。同时，根据前期草根调研了解，纺织服装制造产业集群化、园区化管理，也给了龙头企业通过提供产业基础服务而进行行业整合的机会。

**2、航民全产业链布局+技术优势，具备印染龙头地位。**公司坚持印染为主，全产业链布局，覆盖了热电、织造、非织造布、工业用水、污水处理及近海物流运输等多个环节协同配套的相关业务。技术水平上，染色一次成功率、中水回用率、COD 指标优于行业平均水平。公司 16 年研发投入 8756 万，占营业收入比例 2.74%。17 年公司将加快推进印染企业定型机供热系统油改汽等环保工程，提高环保能力与生产效率。公司成为国内服装优质品牌以及国际品牌 H&M、ZARA、玛莎等的合格供应商，公司行业领军企业的地位极为稳固。

随着行业整治力度加大，落后产能进一步淘汰，印染行业将进一步集中，利好龙头企业进一步整合产业。对于航民这样的龙头企业最终利好将体现于提价以及市占率的提升。

**3、航民股份目前市值 78 亿，我们预计公司 17、18、19 年营业收入分别为 33 亿+、35 亿+、37 亿+，净利分别为 6.2 亿+、6.9 亿+、7.5 亿+，净利增长率分别为 14.9%、11.0%、8.4%，EPS 分别为 1.00、1.11、1.20。**作为行业龙头公司具备行业整合能力，长期看好。虽然公司 17 年 Q1 由于 16 年同期占成本 20%的煤炭处于价格低位使得业绩增速较慢，但是我们认为这并不改变公司长期逻辑。短期看，印染行业已进入旺季，叠加环保政策力度持续收紧，染费有望继续上调。我们预计公司 17、18、19 年 EPS 分别为 1.00 元、1.11 元及 1.20 元，对应目前 PE 17、18、19 年市盈率分别为 11.0X、10.0X 及 9.3X（对应其历史长期估值 12-15 倍之间）。同时公司账上现金 15 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

## 财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2408.4</b>	<b>2474.8</b>	<b>3103.8</b>	<b>3717.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>3190.6</b>	<b>3399.4</b>	<b>3574.3</b>	<b>3757.8</b>
现金	715.4	941.6	1491.5	1984.4	营业成本	2168.9	2307.9	2403.4	2514.6
应收款项	596.6	663.7	659.1	732.8	营业税金及附加	36.8	27.2	28.6	30.1
存货	188.6	199.8	208.9	216.5	销售费用	51.6	55.9	58.0	61.0
其他	789.8	548.6	618.1	652.2	管理费用	178.2	191.8	197.8	208.0
<b>非流动资产</b>	<b>1875.3</b>	<b>2093.4</b>	<b>2077.4</b>	<b>2092.6</b>	财务费用	3.6	(24.7)	(41.2)	(56.0)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	27.1	32.8	29.5	29.8
固定资产	1576.2	1766.7	1766.7	1766.7	其他	11.6	5.4	5.4	5.4
无形资产	133.5	138.3	135.9	137.1	<b>营业利润</b>	<b>766.9</b>	<b>868.7</b>	<b>951.8</b>	<b>1024.5</b>
其他	108.5	126.1	105.0	113.2	营业外净收支	16.8	13.2	15.0	14.1
<b>资产总计</b>	<b>4283.7</b>	<b>4568.1</b>	<b>5181.1</b>	<b>5810.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>783.7</b>	<b>882.0</b>	<b>966.8</b>	<b>1038.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>660.5</b>	<b>512.9</b>	<b>542.6</b>	<b>545.1</b>	所得税费用	150.3	167.6	183.7	197.3
短期借款	33.0	71.0	71.0	71.0	少数股东损益	90.6	90.6	90.6	90.6
应付账款	159.1	130.3	130.3	130.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>542.8</b>	<b>623.8</b>	<b>692.6</b>	<b>750.7</b>
其他	468.5	311.6	341.3	343.7	EBIT	791.9	843.8	915.1	974.2
<b>非流动负债</b>	<b>102.0</b>	<b>74.2</b>	<b>74.2</b>	<b>74.2</b>	EBITDA	986.5	854.7	924.1	983.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	102.0	74.2	74.2	74.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>762.5</b>	<b>587.1</b>	<b>616.8</b>	<b>619.3</b>	每股收益(元)	0.85	1.00	1.11	1.20
少数股东权益	377.7	304.0	304.0	304.0	每股净资产(元)	5.54	6.26	7.17	8.16
归属母公司股东权益	3143.5	3677.0	4260.3	4887.2	发行在外股份(百万股)	635.3	636.3	636.3	636.3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4283.7</b>	<b>4568.1</b>	<b>5181.1</b>	<b>5810.5</b>	ROIC(%)	18.0%	16.9%	16.0%	15.0%
					ROE(%)	19.1%	19.0%	18.3%	17.2%
					毛利率(%)	32.0%	32.1%	32.8%	33.1%
					EBIT Margin(%)	24.8%	24.8%	25.6%	25.9%
					销售净利率(%)	17.0%	18.4%	19.4%	20.0%
					资产负债率(%)	17.8%	12.9%	11.9%	10.7%
					收入增长率(%)	5.4%	6.5%	5.1%	5.1%
					净利润增长率(%)	12.1%	14.9%	11.0%	8.4%
					P/E	12.4	11.0	10.0	9.3
					P/B	2.2	2.0	1.7	1.5
					EV/EBITDA	8.0	9.3	8.6	8.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免責聲明

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>

