

# 航民股份（600987）研究报告

## 萧山地区整改日程敲定，行业整合预期愈发强烈

买入（维持）

2017年6月27日

证券分析师 马莉

执业资格证书号码：S0600517050002

(010) 66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业资格证书号码：S0600517050003

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

### ■ 事件：

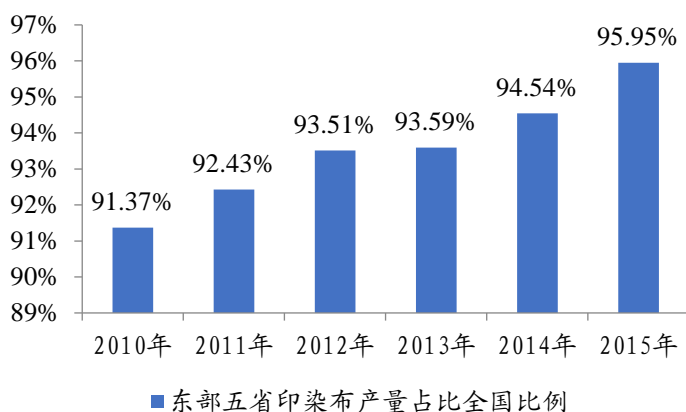
印染行业整改再次扩散至江浙地区。在6月22日杭州市政府发布的《杭州市2017年大气污染防治实施计划》中，作为印染重镇的杭州萧山其印染厂家的关停转和兼并重组被提上日程，目前萧山地区40余家印染企业需在2017年至2021年，减少至19家。我们认为印染作为萧山地区的支柱产业之一，其总体产能仍会保持稳定，但是厂家数量的下降充分说明了政府已经开始启动行业内的整合。作为萧山地区乃至全国地区的印染龙头企业，我们预计航民股份的行业整合预期将会愈加强烈，我们继续给予“买入”评级！

### 投资要点：

■ 印染业产能集中东部五省，其中浙江、广东、福建已陆续经历环保督查风暴。

我国印染行业集群现象非常明显，印染企业主要集群于浙江、江苏、广东、福建、山东、五大省份，该五省的印染布产出占全国90%以上且占比仍在持续提高，2015年达到95.95%水平，其中浙江作为印染大省产量占全国60%以上。

图：我国印染企业产量集中



数据来源：Wind，东吴证券研究所

印染工业水、气污染严重，以广东、福建地区为代表，染厂在本次中央环保组督查中备受压力，浙江也将于年内迎来督查：自2016年7月起，中央环保督查组已分三批进驻22个省市完成督查工作，具体到印染行业，江苏、广东、福建及山东四个印染大省已分别在第一批、第二批和第三批中经历督查指导，其中第三批督查工作在2017年5月28日结束，督查后为期3个月的整改工作已经开始。在中央环保督查行动中，广东、福建印染企业首当其冲：

### 市场数据

收盘价（元）	12.76
一年最低价/最高价	10.98/13.75
市净率	2.64
流通A股市值（百万元）	8107

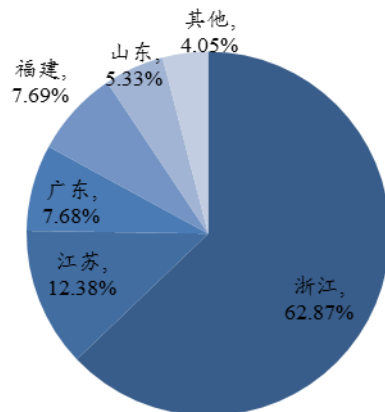
### 基础数据

每股净资产（元）	4.83
资产负债率（%）	17.26
总股本（百万股）	635
流通A股（百万股）	635

### 相关研究

航民股份：环境治理趋紧，产业升级	
中印染龙头锋芒毕露	2017/04/26
印染行业：石狮督查结束、整改开始，再推龙头航民股份	2017/06/15

图：我国印染企业产量集中



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(1) **广东方面**，在中央环保巡视组 2016 年 12 月进驻前后，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。

(2) **福建方面**，2016 年 9 月福建省环境保护督查组进驻泉州督查后，**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。而在 2017 年 4 月中央环保督查组进驻后，伍堡工业区更出现 5 月 11 日起全区多日停产整顿情况。以上背景下，福建染费应声上涨，根据纺织印染服装平台披露，多家印染企业于 5 月印发涨价函，涨价幅度在每吨千元。

(3) **浙江方面**：浙江在 2017 年内将迎来中央环保督察组进驻。此前，以绍兴柯桥为代表，浙江省内已经大力进行印染企业整治——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。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。

此外，印染行业整改再次扩散至江浙地区。在 6 月 22 日杭州市政府发布的《杭州市 2017 年大气污染防治实施计划》中，作为印染重镇的杭州萧山其印染厂家的关停转和兼并重组被提上日程，目前萧山地区 40 余家印染企业需在 2017 年至 2021 年，减少至 19 家。我们认为印染作为萧山地区的支柱产业之一，其总体产能仍会保持稳定，但是厂家数量的下降充分说明了政府已经开始启动行业内的整合。

#### ■ 环保政策继续趋严下，继续推荐龙头航民股份

航民股份作为布局印染全产业链的龙头，受益于环保政策趋严下印染行业产能收缩及染费价格上涨有望持续获益。

一方面来说，长期看印染行业集中度有继续提升的趋势。由于印染行业的重污染属性，萧山区将通过实施关停转迁和兼并重组等措施提升整体行业的竞争力，到 2021 年左右印染

企业数量由 33 家减少至 19 家。目前航民市占率仅为全国 2%，未来有望通过印染行业的整合受益。

另一方面，绍兴等地区的行业整顿有利于公司相对竞争力的提升。公司过去几年环保治理成本基本在 1 亿左右，预计未来几年并不会较大波动。然而另一方面，小企业虽然在污水处理技术上能够达到要求，但是其在被治理前存在一定的偷排漏排现象；这就使得在综合整治并进入园区之后其运营成本上升较为明显。这就使得航民这样原先环保措施实施到位的企业有望获得相对竞争力的提升。

同时，广东、福建地区环保的整治带来的当地染费上升产能下降，也会使部分订单向萧绍地区转移，有利于公司的接单。

#### ■ 投资建议：

航民由于生产技术以及成本控制上的优势在 16 年毛利率持续创下新高，17 年 Q1 虽然由于煤成本上升导致业绩稍有下滑，但是随着公司技术上的优势，以及行业调控的持续，其业绩有望继续平稳上升。公司目前市值 81 亿，预计 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 11.3X、10.4X 及 9.6X 考虑其历史估值在 12-15 倍之间，以及行业整合预期愈发强烈，我们继续维持“买入”评级。

表：航民股份季度经营数据

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	600.63	876.40	803.61	747.02	675.77	909.65	793.74	811.47	718.69
YOY	-7.65%	-6.97%	-0.18%	-5.06%	12.51%	3.79%	-1.23%	8.63%	6.35%
毛利率	28.74%	31.85%	30.64%	30.06%	29.46%	31.69%	29.19%	37.31%	27.08%
同比增减	6.20%	6.14%	4.55%	-4.25%	0.72%	-0.16%	-1.45%	7.25%	-2.37%
期间费用率	10.16%	8.85%	8.10%	3.88%	8.67%	8.25%	8.40%	4.09%	8.26%
其中：销售费用率	1.86%	2.06%	1.86%	1.15%	1.81%	1.67%	1.41%	1.61%	1.41%
管理费用率	7.07%	6.58%	6.37%	3.04%	6.52%	6.37%	6.84%	2.69%	7.10%
财务费用率	1.23%	0.21%	-0.14%	-0.32%	0.33%	0.21%	0.15%	-0.21%	-0.25%
归母净利润（百万元）	77.91	135.20	125.27	145.95	91.86	144.77	120.48	185.69	93.61
YOY	24.85%	17.60%	26.91%	-13.54%	17.91%	7.08%	-3.82%	27.23%	1.90%

数据来源：wind，东吴证券研究所

风险提示：下游需求不振、原材料价格意外波动





## 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

