

## 印染整合加快、上游染料价格松动， 共驱航民股份股价上涨明显

### 投资要点：

#### 1. 事件：

2014 年 7 月 14 日-7 月 25 日，印染龙头航民股份股价累计涨 20.24%。

#### 2. 我们的分析判断：

航民股份大涨的基本面原因主要在于：

**(1) 吴江区水污染事件驱动环保更加严厉，印染业整合进一步加快。**据媒体公开报道，7 月 17 日，江苏苏州市吴江区政府下发《关于对全区涉梯企业实施停产的通知》，通知称，因近期江浙断面水质出现波动，部分指标出现异常，为全力保证下游饮用水安全，因此从即日起对全区印染企业实施暂时停产措施。截至目前，停产已近周，当地部分企业遭遇订单流失与订单押后，造成一定经济损失。7 月 24 日，停产企业已复工，但限产 50%，同时梯元素需处理在 0.1g/L 之下，一定程度上加大了处理成本。在过去水质受到影响时，政府多采用限产或轮流停产的方式。这次“吴江水污染”事件带来的全面停产，可看出政府环保政策有明显收紧趋势。

此外，从 2014 年 7 月 1 日起，浙江省也将对印染业开展“零点行动”，对 6 月 30 日前未达“58 条标准”印染企业，将给予停产整治。

目前江苏地区产量占据全国的 9%（其中，吴江地区近 30 亿米，在江苏占比 60%，在全国占比 5.5%），浙江地区在全国占比 60%，短期内产能受到较大压缩，同时各染厂污水处理成本提升，可能推高染费短期内走高。环保政策趋严，将利好产品不断转型升级、污水处理能力更强的龙头航民，订单集中度增强。

**(2) 上游染料价格短期出现松动，成本压力缓解。**公开资料显示，7 月初，非主流液体染料价格出现下跌，其中分散 150% 浆状价格从 20 元/公斤降至 15 元/公斤，降幅 25%；粉状染料价格亦有所下降，其中，分散染料优惠 2000 元/吨，活性染料某些品种下调 5000 元/吨以上，降幅近 10%。对航民股份而言，因公司的印染模式是：坯布商将坯布交付航民印染，公司赚取加工费，故染料成本在其生产成本中的占比（25%左右）高于其他类型印染公司（如美欣达、华纺股份等），故当前染料价格的回调带来的利好也是高于其他印染公司（当前公司的染料库存均价仍低于染料当前市价，也不需计提减值准备）。

**(3) 公司业绩稳，市值小，估值低。**2013 年初至今，染料不断上涨背景下，公司 2013 年净利同比仍明显增 45.61%；2014Q1 净利同比增 20.40%，2014H1 我们预计净利累计仍有 20% 左右的增长。历史上看，2001-2013 年，公司收入年复合增 14.06%、净利复合增 17.89%。公司总股本 6.35 亿股，目前总市值 44 亿元，PE 估值不到 10 倍，PB 2.2 倍。

## 航民股份（600987.SH）

### 推荐 上调评级

#### 分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

花小伟：(8610) 8357 4523

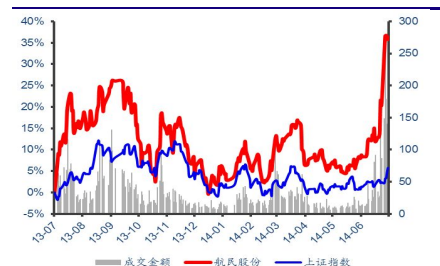
(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050002

#### 市场数据 时间 2014.7.25

A 股收盘价（元）	6.89
上证指数	2126.61
市净率	2.15
总股本（万股）	63531
实际流通 A 股（万股）	63531
流通 A 股市值（亿元）	43.77

#### 股价走势



#### 历史跟踪研报：

不同模式印染龙头通过结构调整化解染料涨价压力（20140526）

航民股份一季报点评：价量齐增，驱动收入稳增，毛利率持平（20140421）

航民股份年报点评：挖潜增效，驱动净利增长超预期（20140325）

### 3. 投资建议:

作为印染龙头，航民股份业绩及管理稳健特征明显。2014 年，业绩驱动则包括①印染分公司整体改造的第二个车间投产达效；印染分公司的第三个整体改造的车间、钱江印染化工染料车间改印染第三个车间已投入生产；②美时达印染改造新建三层厂房完工；③航民非织造布老厂搬迁；④日处理规模为 10 万吨的污水处理厂项目正在规划；⑤新增万吨水刺生产线的新厂区筹建项目完成方案设计和报批，并尽快开工建设。

此外，公司 2013 年报中也披露，公司与浙江省第七地质大队深化合作，探索收购部分矿产资源。

我们预计 2014-2015 年，公司收入分别为 33.38、37.39 亿，同比增 13.9%、12.0%，净利润 4.69、5.45 亿，同比增 14.1%、16.3%，EPS 分别为 0.74、0.86 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3、8.0 倍。我们依然认为公司是非常好的价值投资标的，逻辑仍在于：①环保愈加收紧，修订后《环境保护法》也将于 2015 年 1 月 1 日正式生效；②印染整合加快，龙头公司市占率有望进一步提升；③公司订单饱满，业绩及管理均稳健，估值处于低位，上市以来股利支付率均 30%以上。故给予其推荐评级。

**股价催化剂：**后期政府对环保要求力度进一步加大；公司与第七地质大队合作实质成效。

**风险因素：**下游需求恢复低于预期；上游染料价格重新大幅上涨。

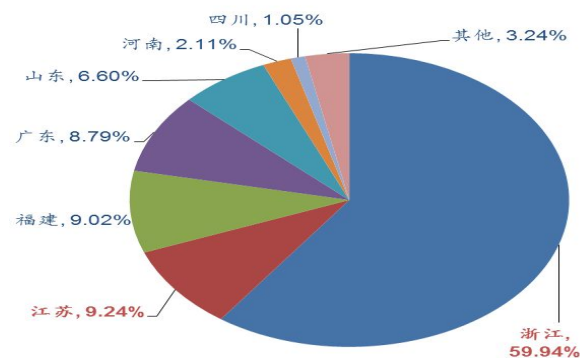
## 附：当前国内印染行业运行情况

### 一、受环保、结构调整、及下游需求等影响，印染布总产量连续下滑

2013 年，国内规模以上印染企业数量为 1906 家，印染布总产量为 542.36 亿米，其中浙江占比 59.94%、江苏占比 9.24%。从趋势上来看，受到环保、结构调整、及下游需求乏力的影响，国内规模以上印染布产量自 2012 年至今是连续下滑，2012 年下滑 2.06%、2013 年下滑 2.21%、2014 年 1-6 月累计下滑 0.73%。

但从我们 2014 年 5 月份的印染产业链调研来看，印染龙头因其结构不断升级、环保不断投入，订单持续饱满，市场话语权不断增强。

图 1：2013 年印染布产量占比



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

图 2：自 2012 年至今，印染布产量持续下滑



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

## 二、印染市场格局分散，行业龙头市占率提升空间巨大

2013 年国内主要公司印染产量中，我们估计航民股份印染加工产量有 9.6 亿米，位居行业第一龙头，明显超过位居第二位的江苏盛虹（5 亿米），但航民股份占比仍不足 2%，龙头未来市占率提升空间巨大。

表 1：国内主要印染企业产量测算（2013 年总产量 542.36 亿米）

公司	产量（亿米）	市占率	模式
航民股份	9.6	1.77%	坯布商委托加工
浙江富润	0.5	0.09%	坯布商委托加工
美欣达	0.5	0.09%	采购坯布，印染，销售印染布
华纺股份	2.2	0.41%	采购坯布，印染，销售印染布
济宁如意印染有限公司	1.1	0.20%	共 7 条蜡印生产线，主产蜡染花布
江苏盛虹印染有限公司	5.0	0.92%	年织物印染能力 5 亿米

资料来源：公司官网 公司公告 中国银河证券研究部

## 三、工信部持续淘汰印染业落后产能

2014 年 7 月 8 日，中国工信部又发布《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》，通知规定：“有关省（区、市）要采取有效措施，力争在 2014 年 9 月底前关停列入公告名单内企业的生产线（设备），确保在 2014 年年底彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移。”从 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单（第一批）来看，涉及印染业的企业共有 107 家，淘汰生产线的总计产能是 16.46 亿米。

表 2：2011-2014 年工信部规定印染业淘汰落后产能的数量

时间	涉及印染业淘汰落后产能的企业	总计（亿米）	当年实际总产量（亿米）	淘汰占比
2011 年	144 家	19.9	593.03	3.36%
2012 年	184 家	31.06	566.02	5.49%
2013 年	132 家	23.4	542.36	4.31%
2014 年第一期	107 家	16.46	—	—

资料来源：工信部 中国银河证券研究部

表 3: 航民股份历史主业拆分 (单位: 百万元)

报告期	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业总收入	1489.04	1729.30	1868.38	1819.03	2247.00	2433.38	2547.91	2930.79
	同比 30.05%	16.14%	8.04%	-2.64%	23.53%	8.29%	4.71%	15.03%
占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
综合毛利率	12.45%	13.06%	13.70%	18.12%	20.06%	21.56%	23.23%	27.85%
印染及印染纺织品收入								
收入	940.84	1,182.15	1,353.46	1,344.14	1,568.72	1,790.93	1,928.41	2,229.60
	同比 41.83%	25.65%	14.49%	-0.69%	16.71%	14.17%	7.68%	15.62%
占比	63.18%	68.36%	72.44%	73.89%	69.81%	73.60%	75.69%	76.07%
毛利率(%)	9.73%	11.50%	12.87%	16.00%	20.16%	20.87%	21.35%	27.03%
电力、蒸汽收入								
收入	498.71	507.72	532.25	534.51	545.61	594.07	593.95	553.95
	同比 32.48%	1.81%	4.83%	0.42%	2.08%	8.88%	-0.02%	-6.73%
占比	33.49%	29.36%	28.49%	29.38%	24.28%	24.41%	23.31%	18.90%
毛利率(%)	11.98%	9.24%	5.27%	13.23%	15.72%	16.74%	21.73%	25.02%
燃煤销售收入								
收入	179.69	188.81	51.16	216.40	228.66	298.48	415.01	410.69
	同比 88.26%	5.08%	-72.90%	322.99%	5.67%	30.53%	39.04%	-1.04%
占比	12.07%	10.92%	2.74%	11.90%	10.18%	12.27%	16.29%	14.01%
毛利率(%)	1.23%	0.30%	13.82%	1.97%	0.20%	2.44%	2.55%	2.90%
非织造布收入								
收入					177.78	203.01	161.40	168.11
	同比					14.19%	-20.50%	4.16%
占比					7.91%	8.34%	6.33%	5.74%
毛利率(%)					12.49%	12.80%	11.68%	15.88%
织造布收入								
收入	69.38	43.70	168.38	40.19	69.79	117.76	133.81	141.24
	同比 -4.71%	-37.01%	285.31%	-76.13%	73.65%	68.73%	13.63%	5.55%
占比	4.66%	2.53%	9.01%	2.21%	3.11%	4.84%	5.25%	4.82%
毛利率(%)	8.72%	11.89%	0.79%	15.63%	0.00%	12.05%	17.47%	17.62%
内部抵销	-362.90	-405.51	-471.08	-512.92	-495.78	-624.26	-754.15	-647.28
占比	-24.37%	-23.45%	-25.21%	-28.20%	-22.06%	-25.65%	-29.60%	-22.09%

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 4: 航民股份 2010-2013 年印染及印染纺织品板块产、销、价情况

分项	2010	2011	2012	2013
理论产能 (万米)	80000	91000	99000	101000
理论产能利用率	96.89%	94.67%	93.10%	94.74%
产量 (万米)	77509	86153	92165	95687
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万米)	77509	86153	92165	95687
单价 (元/米)	2.02	2.08	2.09	2.33
单价同比		2.71%	0.65%	11.36%
印染及印染纺织品收入 (亿元)	15.69	17.91	19.28	22.30
毛利率	20.16%	20.87%	21.35%	27.03%

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 5: 航民股份三大报表 (单位: 百万元, 7 月 25 日收盘价)

资产负债表				利润表			
会计年度	2013	2014E	2015E	会计年度	2013	2014E	2015E
流动资产	1509	1888	2486	营业收入	2931	3338	3739
现金	617	946	1427	营业成本	2115	2421	2687
应收账款	182	202	229	营业税金及附加	25	27	31
其他应收款	1	3	3	营业费用	47	52	56
预付账款	94	87	99	管理费用	161	180	198
存货	127	169	181	财务费用	19	20	20
其他流动资产	487	482	547	资产减值损失	2	2	2
非流动资产	1944	1719	1673	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	0	0	0	投资净收益	18	18	19
固定资产	1405	1328	1240	营业利润	581	655	765
无形资产	77	75	73	营业外收入	17	19	18
其他非流动资产	462	316	361	营业外支出	11	11	11
资产总计	3453	3607	4159	利润总额	587	663	773
流动负债	457	378	401	所得税	112	126	147
短期借款	68	0	0	净利润	474	537	626
应付账款	108	139	150	少数股东损益	63	68	81
其他流动负债	281	240	251	归属母公司净利润	411	469	545
非流动负债	643	465	513	EBITDA	752	837	957
长期借款	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.74	0.86
其他非流动负债	643	465	513				
负债合计	1100	844	914	主要财务比率			
少数股东权益	251	319	400	会计年度	2013	2014E	2015E
股本	635	635	635	成长能力			
资本公积	104	104	104	营业收入	15.0%	13.9%	12.0%
留存收益	1363	1705	2106	营业利润	51.4%	12.6%	16.9%
归属母公司股东权益	2102	2444	2845	归属于母公司净利润	45.6%	14.1%	16.3%
负债和股东权益	3453	3607	4159	获利能力			
			单位:百万元	毛利率(%)	27.9%	27.5%	28.1%
现金流量表				净利率(%)	14.0%	14.0%	14.6%
会计年度	2013	2014E	2015E	ROE(%)	19.6%	19.2%	19.2%
经营活动现金流	478	820	665	ROIC(%)	23.5%	26.9%	31.1%
净利润	474	537	626	偿债能力			
折旧摊销	152	163	172	资产负债率(%)	31.8%	23.4%	22.0%
财务费用	19	20	20	净负债比率(%)	7.00%	0.53%	0.57%
投资损失	-18	-18	-19	流动比率	3.30	4.99	6.19
营运资金变动	-162	-37	-99	速动比率	3.02	4.55	5.74
其他经营现金流	14	156	-34	营运能力			
投资活动现金流	-439	-73	-72	总资产周转率	0.94	0.95	0.96
资本支出	144	88	88	应收账款周转率	16	16	16
长期投资	0	0	0	应付账款周转率	18.59	19.61	18.62
其他投资现金流	-295	14	15	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	114	-418	-113	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.74	0.86
短期借款	-1	-68	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.29	1.05
长期借款	-18	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.31	3.85	4.48
普通股增加	212	0	0	估值比率			
资本公积增加	-213	0	0	P/E	10.6	9.3	8.0
其他筹资现金流	134	-350	-113	P/B	2.08	1.79	1.54
现金净增加额	152	329	480	EV/EBITDA	6	5	4

资料来源: WIND 中国银河证券研究部



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉、杨岚、花小伟，纺织服装行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

**机构请致电：**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn