

优质印染企业，期待外延拓展

2015. 3. 27

姚玮(首席分析师) 苏培海(研究员)
 电话: 020-88836125 020-88836116
 邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn suph@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310512110002

- **印染龙头，受益行业集中度提升。**国内印染行业分散，13 年全国 1906 家印染企业，平均产量仅 0.28 亿米。印染行业污染严重，环保要求日益严格的情况下，国内印染行业落后产能淘汰也不断推进当中，过去 4 年淘汰超过 110 亿米，预计未来这一趋势仍将持续。航民股份是国内印染行业龙头，产能约 9 亿米，市场规模第一，并且已经形成了集热电、织布/非织造布、海运物流等配套发展的全产业链模式。未来公司有望受益行业集中度提升的趋势，市占率进一步提升。
- **拟收购宇田科技，上下游整合展头角。**公司公告拟不超过 2 亿元人民币的价格收购宇田科技大于 50% 的股权。公司在染料行业也拥有较深经验，87 年就进入染料行业，后由于行业竞争激烈于 2010 年退出，公司具备整合实力，并且公司在废水处理、资金实力、政府关系等方面具备优势。目前正进入尽调阶段，预计上半年可完成收购工作。宇田科技拥有 2.5 万吨分散染料产能，此前由于环保问题开工率不高，预计整合完成后年产量可达 2 万吨以上。目前染料价格较高，在环保压力下仍可维持，收购成功后可带来可观收益。
- **现金充沛，收购预期强烈。**公司在手现金 9.2 亿元，过去历年经营现金流均实现净流入，现金充沛，即使扣除收购宇田科技的 2 亿元现金，仍有 7.2 亿元在手。考虑过去公司收购意向频频，我们认为未来公司仍有较强并购意向，并购可沿两条主线进行：一是“外延式”并购，即与公司主业或集团不相关之并购，如前期的大数据、页岩气等有益尝试；二是“内涵式”并购，可能包括同行业并购、上下游整合以及集团资产注入等。
- **盈利预测与估值：**
 预计公司 15-16 年业绩分别为 0.85、0.97 元，对应最新股价的 PE 为 14、13 倍。公司作为行业龙头，受益行业集中度提升，并且并购预期强烈，目前估值较低，**首次给予“强烈推荐”评级。**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3184.2	3642.0	4250.6	4950.7
营业收入增长率	8.6%	14.4%	16.7%	16.5%
母公司所有者净利润	444.9	540.9	616.0	692.0
净利润增长率	8.2%	21.6%	13.9%	12.3%
EPS	0.70	0.85	0.97	1.09
PE(X)	17	14	13	11

风险提示：1. 印染行业市场发展不如预期；2. 并购项目存在不确定性。

强烈推荐(首次)

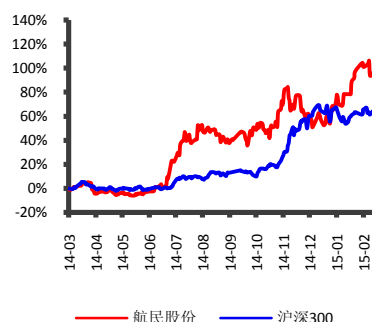
现价: 12.22

目标价:

股价空间:

基础化工行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
航民股份	10.0	33.7	57.5
纺织服装	24.5	42.5	52.8
沪深 300	12.1	18.4	62.1

基本资料

总市值(亿元)	77.63
总股本(亿股)	6.35
流通股比例	100.0%
资产负债率	35.6%
大股东	航民集团
大股东持股比例	32.12%

相关报告

目录

1 印染龙头，受益行业集中度提升	3
2 拟收购宇田科技，上下游整合展头角	5
3 现金充沛，收购预期强烈	5
4 盈利预测与估值	6
5 风险提示	6

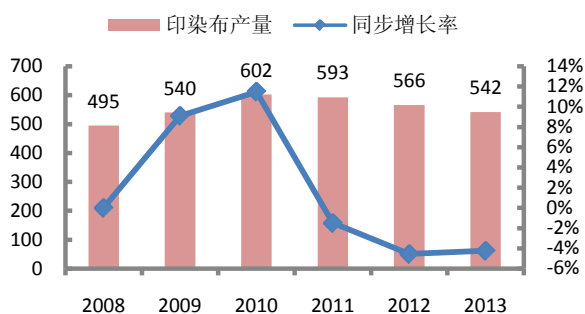
图表目录

图 1 国内染布数量有所下降	3
图 2 印染产能主要分布在浙江地区	3
图 3 国内部分印染淘汰的正常和规划	3
图 4 国内印染落后产能淘汰情况	3
图 5 国内印染企业数减少	3
图 6 公司印染能力 9.1 亿米	4
图 7 公司收入及净利润增长快速	4
图 8 公司主要收入为印染	4
图 9 公司印染能力持续增长	4
图 10 分散染料产业格局	5
图 11 我国分散染料消费量维持在 35 万吨左右	5
图 12 公司经营活动净现金流持续为正	5
图 13 公司并购动作频频，相关多元化发展	6

1 印染龙头，受益行业集中度提升

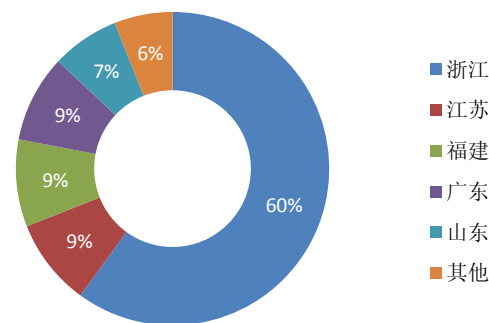
目前国内印染行业非常分散，根据印染协会统计，2013 年我国共有印染企业 1906 家，平均每家产量仅 0.28 亿米，而且大部分以中低档产品为主，竞争力一般。从区域分布看，浙江（主要在绍兴和萧山）是我国分布最多的地方，占据 60% 的产量，其次是江苏、福建和广东。

图 1 国内染布数量有所下降



数据来源：印染协会，广证恒生

图 2 印染产能主要分布在浙江地区



数据来源：印染协会，广证恒生

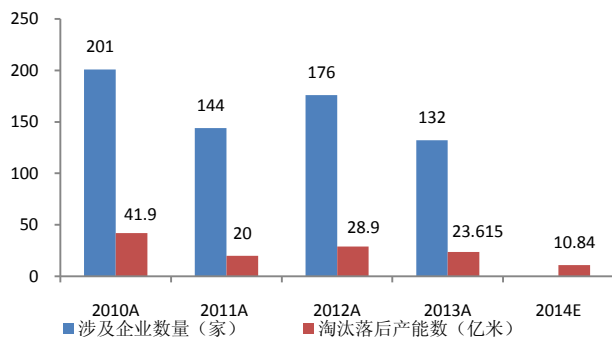
印染行业污染严重，环保要求日益严格的情况下，国内印染行业落后产能淘汰也不断推进当中，协会、工信部、发改委、环保部等不断发布关于印染方面的环保等政策，过去 4 年全国淘汰产能超过 110 亿米，预计未来这一趋势仍将持续。产能淘汰将导致小企业淘汰，订单转向大企业、环保达标的企业，行业集中度提升。

图 3 国内部分印染淘汰的正常和规划

时间	政策	主导部门
2007	《中国印染行业节能减排先进技术推荐目录》	印染行业协会
2010	《印染行业准入条件（2010 年修订版）》	工业和信息化部
2011	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》有关条款的决定	国家发展改革委员会
2012	《印染行业十二五发展规划》	印染行业协会
2013	《工业行业落后产能淘汰企业名单》	工业和信息化部
2014	《印染企业环境守法导则》	环境保护部

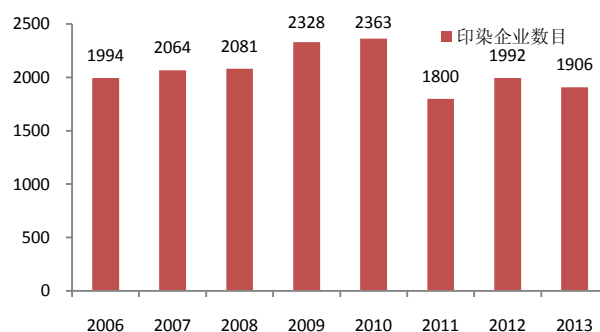
数据来源：广证恒生整理

图 4 国内印染落后产能淘汰情况



数据来源：印染协会，广证恒生

图 5 国内印染企业数减少



数据来源：印染协会，广证恒生

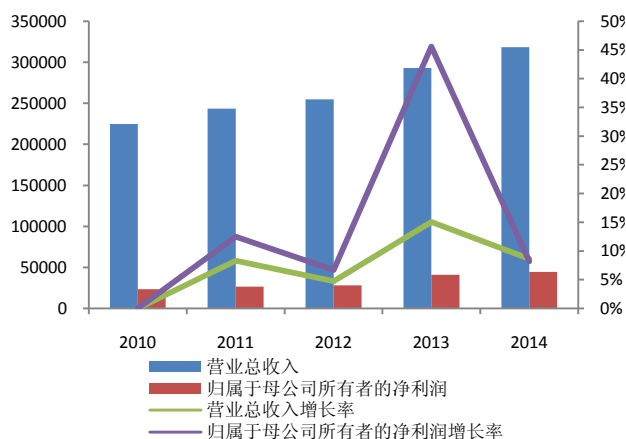
航民股份是国内印染行业龙头，产能约 9 亿米，市场规模第一，并且围绕印染已经形成了集热电、织布/非织造布、海运物流等配套发展的全产业链模式，盈利能力居行业首位。2014 年，公司实现收入，净利润，分别增长。未来公司有望受益行业集中度提升的趋势，市场占有率进一步提升。

图 6 公司印染能力 9.1 亿米

公司	主要产品	印染加工能力（亿米）
公司本部	仿毛系列产品和混纺、化纤交织产品的印染	1.5
浙江航民股份印染分公司	各类化纤、混纺织物的染整加工	1.55
杭州澳美印染有限公司	纯纺、混纺、交织织物的染整加工	0.9
杭州潜江印染化工有限公司	化纤、混纺织物	2.3
杭州航民美时达印染有限公司	混纺、氨纶、全面织物	0.75
航民航民美染整有限公司	棉、麻、T/C、灯芯绒织物的印染	2.1
产能合计		9.1

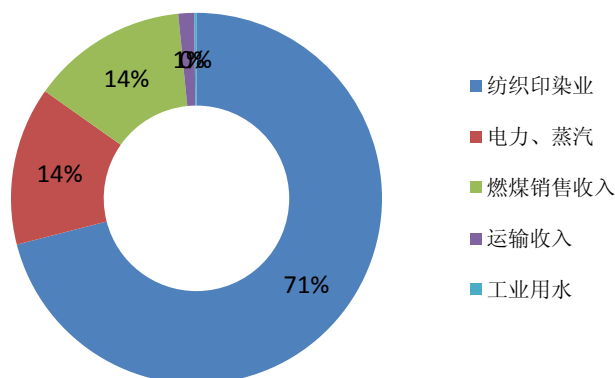
数据来源：公司公告，广证恒生

图 7 公司收入及净利润增长快速



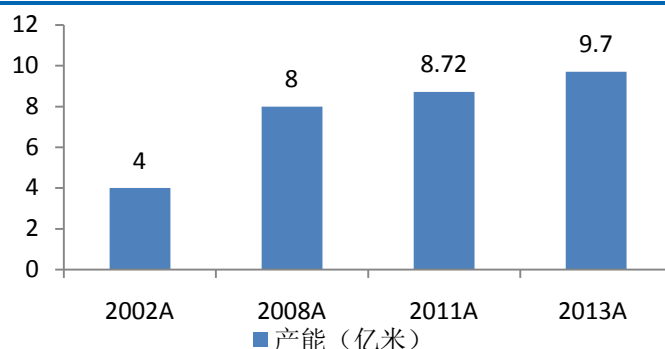
数据来源：Wind，广证恒生

图 8 公司主要收入为印染



数据来源：Wind，广证恒生

图 9 公司印染能力持续增长



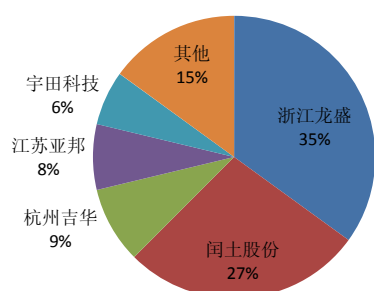
数据来源：广证恒生整理

2 拟收购宇田科技，上下游整合展头角

公司公告拟不超过 2 亿元人民币的价格向宇田工贸及/或宇田化工收购宇田科技大于 50% 的股权。公司在染料行业也拥有较深经验，87 年就进入染料行业，后由于行业竞争激烈于 2010 年退出，此次收购重回印染行业，公司具备整合实力，并且公司在废水处理、资金实力、政府关系等方面具备优势。目前正进入尽调阶段，预计上半年可完成收购工作。

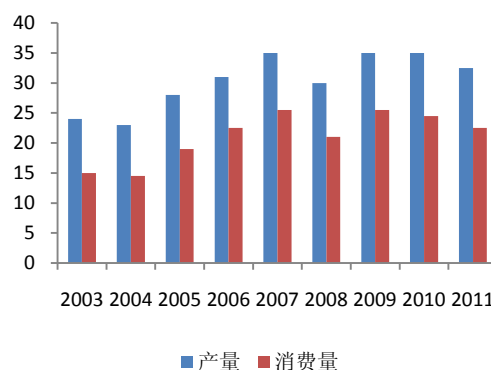
宇田科技拥有 2.5 万吨分散染料产能，此前由于环保问题开工率不高，目前公司加大了环保投入，整治工作接近尾声，预计完成后年产量可达 2 万吨以上。目前染料价格较高，在环保压力下仍可维持，收购成功后可带来可观收益。

图 10 分散染料产业格局



数据来源：印染协会，广证恒生

图 11 我国分散染料消费量维持在 35 万吨左右

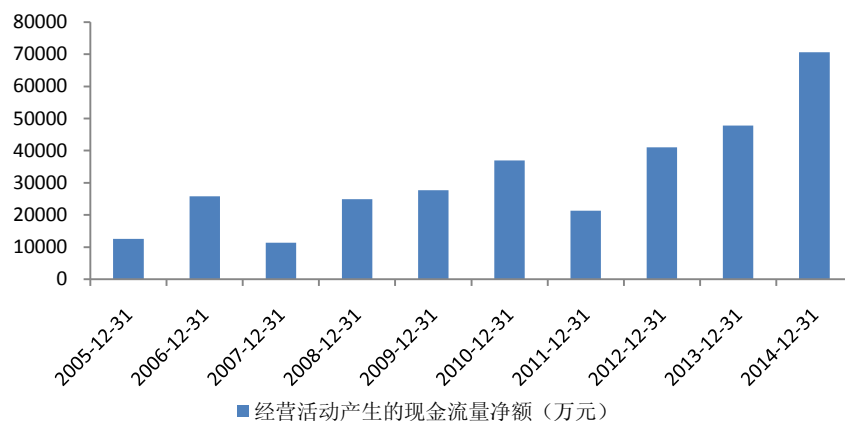


数据来源：印染协会，广证恒生

3 现金充沛，收购预期强烈

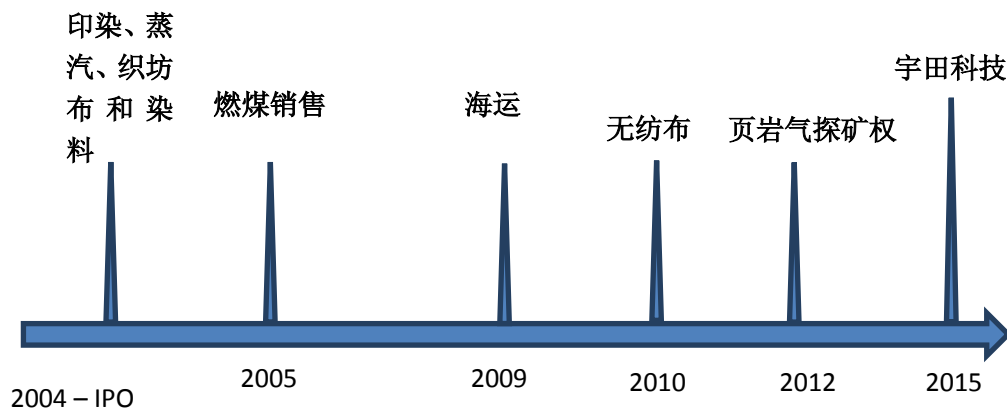
14 年年报，公司在手现金 9.2 亿元，过去历年经营现金流均实现净流入，现金充沛，即使扣除收购宇田科技的 2 亿元现金，仍有 7.2 亿元在手。考虑过去公司收购意向频频，我们认为未来公司仍有较强并购意向，并购可沿两条主线进行：一是“外延式”并购，即与公司主业或集团不相关之并购，如前期的大数据、页岩气等有益尝试；二是“内涵式”并购，可能包括同行业并购、上下游整合以及集团资产注入等。

图 12 公司经营活动净现金流持续为正



数据来源：Wind，广证恒生

图 13 公司并购动作频频，相关多元化发展



数据来源：广证恒生整理

4 盈利预测与估值

暂不考虑宇田科技并购项目，预计公司 15-16 年业绩分别为 0.85、0.97 元，对应最新股价的 PE 为 14、13 倍。公司作为行业龙头，受益行业集中度提升，并且并购预期强烈，目前估值较低，首次给予“强烈推荐”评级。

5 风险提示

1. 印染行业市场发展不如预期；
2. 并购项目存在不确定性。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E	单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2080.6	2258.8	2805.2	3437.0	营业收入	3184.2	3642.0	4250.6	4950.7
货币资金	920.9	731.6	853.8	994.5	减：营业成本	2315.5	2649.2	3096.1	3646.0
应收帐款	190.9	224.7	262.3	305.5	营业税费	25.6	29.7	34.6	40.3
应收票据	355.9	457.8	534.3	622.3	销售费用	49.1	55.5	64.8	75.5
预付帐款	108.9	129.0	152.5	180.1	管理费用	169.1	195.0	227.6	265.1
存货	162.9	182.0	212.7	250.5	财务费用	29.1	-15.8	-10.2	-11.3
其他流动资产	341.1	533.7	789.6	1084.1	资产减值损失	1.2	2.5	2.5	2.5
非流动资产	1762.3	1884.1	2070.3	2294.8	投资和汇兑收益	42.9	21.6	17.0	25.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	637.5	747.4	852.2	958.3
固定资产	1437.3	1396.6	1340.8	1277.4	加：营业外净收支	6.9	7.5	7.5	7.5
在建工程	58.0	29.0	14.5	7.3	利润总额	644.4	754.9	859.7	965.7
无形资产	72.8	72.8	72.8	72.8	减：所得税	126.0	145.6	165.8	186.2
其他非流动资产	194.2	385.7	642.2	937.3	净利润	518.4	609.4	693.9	779.5
资产总额	3842.9	4142.9	4875.6	5731.7	减：少数股东损益	73.5	68.4	77.9	87.6
流动负债	802.9	858.2	1046.1	1292.3	母公司所有者净利润	444.9	540.9	616.0	692.0
短期债务	39.0	320.3	381.8	480.7	EPS	0.70	0.85	0.97	1.09
应付帐款	136.1	150.0	175.3	206.4	主要财务比率				
其他流动负债	627.8	387.9	488.9	605.2		2014	2015E	2016E	2017E
非流动负债	327.2	77.0	80.6	84.9	成长能力				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率	8.6%	14.4%	16.7%	16.5%
其他非流动负债	327.2	77.0	80.6	84.9	营业利润增长率	9.6%	17.2%	14.0%	12.4%
负债总额	1130.1	948.8	1142.8	1396.0	净利润增长率	8.2%	21.6%	13.9%	12.3%
少数股东权益	303.0	364.3	434.0	512.3	获利能力				
股本	635.3	635.3	635.3	635.3	毛利率	27.3%	27.3%	27.2%	26.4%
留存收益	1774.4	2194.5	2663.5	3188.1	净利率	14.0%	14.9%	14.5%	14.0%
股东权益	2712.8	3194.0	3732.8	4335.7	ROE	19.1%	19.1%	18.6%	18.0%
负债与股东权益	3842.9	4142.9	4875.6	5731.7	ROIC	21.0%	20.7%	21.9%	22.2%
现金流量表					偿债能力				
单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E	资产负债率	29.4%	22.9%	23.4%	24.4%
经营活动产生现金流量	706.7	264.9	273.9	276.5	负债权益比	41.7%	29.7%	30.6%	32.2%
净利润	518.4	609.4	693.9	779.5	流动比率	2.59	2.59	2.64	2.62
加：折旧和摊销	158.0	74.5	75.2	75.5	速动比率	2.39	2.38	2.44	2.43
资产减值准备	1.2	2.5	2.5	2.5	营运能力				
财务费用	31.9	43.7	-15.8	-10.2	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
投资收益	-42.9	-21.6	-17.0	-25.5	存货周转率	21.9	21.1	21.5	21.4
少数股东损益	73.5	68.4	77.9	87.6	应收账款周转率	17.2	17.8	17.7	17.7
营运资金的变动	72.2	-452.6	-548.4	-631.8	估值比率				
投资活动产生现金流量	-182.1	21.6	17.0	25.5	PE(X)	17.5	14.4	12.6	11.2
融资活动产生现金流量	-215.7	-392.8	-75.2	-57.2	PB(X)	2.9	2.4	2.1	1.8
现金流净增加额	308.8	-106.3	215.8	244.8	EV/EBITDA	10.1	10.0	8.7	7.7

团队成员简介：

苏培海：化工行业研究员，浙江大学化学工程与工艺学士，中山大学岭南学院 MBA（金融方向），三年化工行业咨询经历，2013 年加入广证恒生。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。