

评级：买入 上调评级

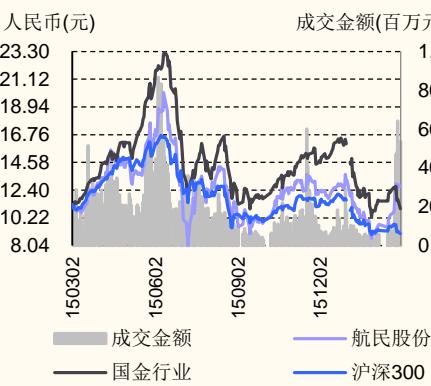
公司点评

市场价格（人民币）：12.67元  
 目标价格（人民币）：15.00-17.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	635.31
总市值(百万元)	8,049.38
年内股价最高最低(元)	20.08/8.04
沪深 300 指数	2877.47
上证指数	2687.98



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.633	0.717	0.912	1.041	1.083
每股净资产(元)	3.79	4.33	5.01	5.49	6.34
每股经营性现金流(元)	1.11	1.07	1.87	1.29	1.43
市盈率(倍)	13.51	18.29	13.89	12.17	11.70
行业优化市盈率(倍)	34.08	63.19	42.94	42.94	42.94
净利润增长率(%)	2.35%	13.38%	27.13%	14.14%	4.01%
净资产收益率(%)	16.68%	16.56%	18.19%	18.96%	17.07%
总股本(百万股)	635.31	635.31	635.31	635.31	635.31

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 2015 年公司营业收入为 30.28 亿元，同比下降 4.92%，归属于上市公司股东的净利润为 4.84 亿元，同比增 8.87%；2015 年度基本每股收益为 0.76 元，同比增 8.57%。公司 2015 年度利润分配预案为：每 10 股派发现金股利 2.30 元（含税）。
- 。

## 经营分析

- 营业收入主要是煤炭收入下降所致，在行业产量下降的背景下公司印染销量提升，印染价格持平略有增长：公司 2015 年全年印染布销量同比提升 2.66%（按重量），印染主业实现营收 27.66 亿元、同比增长 3.26%，毛利率 26.95%，较去年提升 0.89 个百分点，全年平均印染价格持平略有增长。从印染量来，公司销量（+2.66%）与行业整体产量（1-11 月-14.55%）相比要好，显示集中度进一步提升。营业收入整体减少主要是煤炭销售减少所致。以煤炭销售为主的批发业务收入 2.00 亿元，同比大幅降低 61.07%。公司计划 2016 年力争实现销售收入（简单合并）37 亿元，实现（税前）利润 6.76 亿元。
- 绍兴去产能加速，印染行业集中度提升值得关注：由于印染行业存在产能过剩以及环保问题双方面，供给侧改革的需求更加迫切。除国家层面外，近期部分地方政府也开始着手出台供给侧改革相关政策，如印染产业较为集中的绍兴地区，2 月初绍兴政府印发《加快印染产业提升促进生态环境优化工作方案》，制定印染产业地方标准，倒逼企业提档升级。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。进一步推动印染（包括预处理、染色、印花和后整理）产业转型升级，促进印染产业与生态环境协调发展。在实际执行过程中，1 月上旬，绍兴市柯桥区对全区印染企业开展了地毯式检查，2 月 7 日起对 64 家印染企业全面实施停产整治。
- 印染 3.1 日起部分公司提价，如公司跟随，则盈利有望大幅提升。随着绍兴印染产能的超预期改善，部分公司自 3 月 1 日起开始提价，涨幅在 5-20%，我们认为提价有助于公司毛利率提升（成本基本不会增加），加之近期订单较好，公司的业绩弹性较大。

## 相关报告

1. 《稳健经营、高盈利水平的印染龙头企业—航民股份公司研究简报》，2015.11.18

王冯

分析师 SAC 执业编号：S1130515090005  
 (8621)60893123  
 fengwang@gjzq.com.cn

### 盈利调整及投资建议

- 公司近年来营收、利润均保持了较为稳健的增长态势，是纺织行业中业绩增长较为稳健的标的，我们对于公司 2016-2017 年的盈利预测为 0.91 元、1.04 元，对应目前股价估值为 14 倍、12 倍，目前估值合理，考虑到 G20 会议的召开对于印染环保问题的重视加强、绍兴及相关区域关闭产能的超预期带来的公司订单增加、印染价格上调，上调评级至“买入”。

**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,931</b>	<b>3,184</b>	<b>3,028</b>	<b>3,246</b>	<b>3,460</b>	<b>3,574</b>
增长率	8.6%	-4.9%	7.2%	6.6%	3.3%	
主营业务成本	-2,114	-2,315	-2,105	-2,164	-2,279	-2,350
% 销售收入	72.1%	72.7%	69.5%	66.7%	65.9%	65.8%
毛利	816	869	923	1,082	1,181	1,224
% 销售收入	27.9%	27.3%	30.5%	33.3%	34.1%	34.2%
营业税金及附加	-25	-26	-28	-30	-32	-34
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-47	-49	-53	-55	-59	-61
% 销售收入	1.6%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-161	-169	-174	-195	-190	-197
% 销售收入	5.5%	5.3%	5.8%	6.0%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	584	625	667	801	900	933
% 销售收入	19.9%	19.6%	22.0%	24.7%	26.0%	26.1%
财务费用	-19	-29	-6	7	16	21
% 销售收入	0.6%	0.9%	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-2	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	563	595	659	808	915	954
营业利润率	19.2%	18.7%	21.8%	24.9%	26.5%	26.7%
营业外收支	5	7	10	6	6	6
税前利润	568	602	669	814	921	960
利润率	19.4%	18.9%	22.1%	25.1%	26.6%	26.9%
所得税	-112	-126	-134	-155	-175	-182
所得税率	19.8%	20.9%	20.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	456	476	535	659	746	778
少数股东损益	63	74	79	80	85	90
归属于母公司的净利润	393	402	456	579	661	688
净利率	13.4%	12.6%	15.1%	17.9%	19.1%	19.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	474	518	563	659	746	778
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	153	159	181	99	101	103
非经营收益	18	1	-10	22	19	27
营运资金变动	-168	28	-56	410	-44	0
<b>经营活动现金净流</b>	<b>478</b>	<b>707</b>	<b>678</b>	<b>1,190</b>	<b>822</b>	<b>908</b>
资本开支	-132	-202	-310	52	-59	-39
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-307	20	-13	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-439</b>	<b>-182</b>	<b>-323</b>	<b>52</b>	<b>-59</b>	<b>-39</b>
股权募资	0	0	0	0	-213	0
债权募资	238	-38	-266	-327	250	1
其他	-124	-178	-178	-100	-171	-179
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>114</b>	<b>-216</b>	<b>-444</b>	<b>-426</b>	<b>-133</b>	<b>-178</b>
<b>现金净流量</b>	<b>152</b>	<b>309</b>	<b>-88</b>	<b>816</b>	<b>630</b>	<b>691</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	617	921	833	1,649	2,279	2,969
应收账款	588	547	586	647	671	673
存货	127	163	184	178	187	193
其他流动资产	177	450	627	130	137	141
流动资产	1,509	2,081	2,231	2,603	3,273	3,977
% 总资产	43.7%	54.1%	55.3%	61.2%	67.0%	71.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,440	1,495	1,570	1,502	1,462	1,400
% 总资产	41.7%	38.9%	38.9%	35.3%	29.9%	25.3%
无形资产	79	74	144	147	151	155
非流动资产	1,944	1,762	1,805	1,652	1,616	1,558
% 总资产	56.3%	45.9%	44.7%	38.8%	33.0%	28.1%
<b>资产总计</b>	<b>3,453</b>	<b>3,843</b>	<b>4,036</b>	<b>4,255</b>	<b>4,889</b>	<b>5,534</b>
短期借款	77	355	327	0	0	0
应付款项	144	146	152	152	157	161
其他流动负债	236	302	362	395	387	394
流动负债	457	803	841	547	543	556
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	643	327	95	95	345	345
<b>负债</b>	<b>1,100</b>	<b>1,130</b>	<b>936</b>	<b>642</b>	<b>888</b>	<b>902</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,102</b>	<b>2,410</b>	<b>2,752</b>	<b>3,185</b>	<b>3,488</b>	<b>4,029</b>
少数股东权益	251	303	348	428	513	603
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,453</b>	<b>3,843</b>	<b>4,036</b>	<b>4,255</b>	<b>4,889</b>	<b>5,534</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.618	0.633	0.717	0.912	1.041	1.083
每股净资产	3.309	3.793	4.331	5.013	5.490	6.342
每股经营现金流	0.752	1.112	1.068	1.874	1.294	1.429
每股股利	0.200	0.210	0.000	0.230	0.230	0.230
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.68%	16.68%	16.56%	18.19%	18.96%	17.07%
总资产收益率	11.37%	10.46%	11.29%	13.62%	13.53%	12.43%
投入资本收益率	15.62%	14.88%	15.58%	17.97%	17.14%	15.48%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	15.03%	8.65%	-4.92%	7.21%	6.59%	3.29%
EBIT增长率	45.42%	7.08%	6.77%	20.10%	12.26%	3.72%
净利润增长率	40.88%	2.35%	13.38%	27.13%	14.14%	4.01%
总资产增长率	22.65%	11.28%	5.02%	5.43%	14.90%	13.20%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	21.1	21.2	22.4	25.0	23.0	21.0
存货周转天数	23.7	22.9	30.1	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	19.6	18.6	22.5	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	175.0	165.3	184.4	165.5	148.9	137.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	1.14%	-11.54%	-16.34%	-45.64%	-50.71%	-58.68%
EBIT利息保障倍数	31.0	21.5	116.1	-118.0	-56.6	-43.8
资产负债率	31.85%	29.41%	23.20%	15.09%	18.17%	16.30%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-11-18	<b>增持</b>	13.63	15.00~15.00

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD