

环保趋严，提价及整合是趋势，航民龙头优势明显

航民股份(600987.SH)

推荐 维持评级

1. 投资建议

目前市值 78 亿，账上净现金 10 亿左右，对应 16 年 PE 在 15 倍左右。公司估值合理、技术与管理领先行业，环保政策的进一步收紧以及染料价格的上涨有利于公司市占率以及产品售价的提升。考虑到公司估值较为合理，现金充裕业务稳定，同时具备一定的行业整合预期，继续给予“**推荐**”评级。

2. 核心观点

(1) **环保趋严利好龙头**。对整个印染行业来说目前的一些企业的停产整顿主要是两个方面因素，一是是环保的问题；另一个原因是当地政府现有产业的升级，产业结构的调整，将现有的产业进行高端化，低碳化。在环保趋严以及染料价格上涨趋势下，由于目前产能受限于排污权，未来对公司的利好主要体现在产品提价及产业整合方面。

(2) **染料价格上涨也将加强公司议价能力**。染料作为公司原材料，其价格上涨也会加强公司的议价能力。如果染料价格持续上涨，公司在客户能够接受的条件会考虑对产品的涨价。

(3) **管理及技术优势导致公司利润水平远高于同行，龙头优势明显**。相比于整个行业的毛利率来说，航民是远远高于平均水平的，究其原因，主要有两点：一是成本控制比较好，而是由于品质优势，价格比较高。虽然由于 17 年整体成本支出上升趋势，但是由于公司优秀的管理和技术，其业绩至少与 16 年持平。

3. 详细观点

(1) 未来印染行业会有这种行业集中度的提升，但是其过程仍会遇到比较多问题。

随着政府继续加大环保政策力度，未来优势企业去并购那些小厂的可能性增长，有助于提升全产业效率。但是在这个过程中会碰到很多类似债券担保，职工等细节问题。公司面临最现实的问题政府所批的排污指标

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

陈腾曦

☎: (8621) 2025 2682

✉: (chentengxi@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130516080002

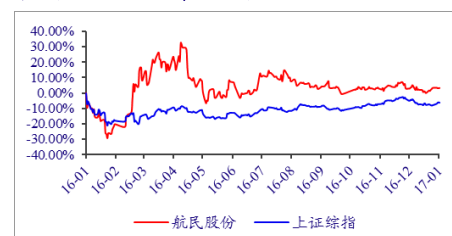
特此鸣谢

林骥川: (8621) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

相对上证成指表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

有限。由于并购标的本身的排污权很少，航民并购过来改造升级之后规模和排污量肯定会上升，这就造成了指标不够的问题。市场的整合一部分是靠政府来管，另一部分是市场竞争的结果。

（2）排污权尚有余量 但政府审批较难

目前航民具有 10-15%的排污权富余量，但是还是要政府审批。在绍兴这边，划分了三个园区，入园之后整体产能其实是扩张的，目前园区排放规模大概 70 万吨，整体规模并没有缩小，因此排污量总体没有变小的情况下，政府不太会扩大排污权指标。

另一方面，直接关停小厂空出排污权还是会受到很多其他方面的问题，很难执行。

（3）印染的技术壁垒

航民的印染技术壁垒有点类似中国的非物质文化遗产，航民相对整个行业来说，价格偏高就是由于航民的整体品质更高，色差、手感、舒服度更好，这是个日积月累的过程，包括航民的研发能力、管理能力。这个行业对人才的培养，管理上的要求比较高，技术及管理上航民有自己人员开发的软件，这些对同行业的竞争对手来说很难短时间超越。

（4）印染行业平均毛利率与航民毛利率的对比

从绍兴地区的价格来看，估计正常的行业可能 5%—10%，而由于航民的成本控制比较好，价格较高，所以毛利率高出行业平均水平，达到 27-28%，总的来说，产品价格高是航民的技术壁垒，成本低是其管理有效。

（5）对未来染料价格上涨的应对以及影响

上游价格上涨的话航民也会适当的往上调，而且可能上调的幅度还会更高，当然这过程会考虑客户是否能接受，整个上游在涨的话，肯定航民的价格也是上涨的趋势，然后提高一下议价能力。所以总体来说染料上升的话对航民来说是利好的。除此之外，航民还可以利用行业龙头的优势（提前采购，签订协议等）来降低成本。

（6）产能情况以及未来规划

现在目前航民产能是 95%左右当然这也是有季节性差异因素，库存的话主要是染料。由于政府政策要求，航民把煤炭改成蒸汽，进一步提升了成本

航民下一步的计划除了自身的技术水平发展之外，还会适当的去考察适当的标的来扩大规模。

（7）难以向东南亚地区产业转移的几大因素

首先由于东南亚地区的产业园配套，人员素质无法满足，其次东南亚国家高层是反对这些高污染企业落地的，因为会影响其他的企业。包括现在大陆中西部地区，国家的口号是产业转移要在环保符合要求的情况下进行转移。而印染对水量要求比较大，西部的话生态体系可能调

节不了，所以航民目前还是只能集中在现有的地方。

（8）航民 16-17 年利润预计以及 17 年的价格预测

航民 16 年的整体比较平稳其实，三季度有稍微下滑，四季度由于煤炭价格，原材料价格，运输成本上涨因此四季度业绩压力较大。前三季度 3.5 亿，四季度还是会比较平稳。

17 年利润保守估计是大概跟 16 年持平左右，由于成本支出，燃料改成蒸汽，能源替代等因素，航民的费用成本会有一个提升。未来航民可能会有一些新的项目并购等，项目可能会有行业跨度，可能是上下游产业等。

上游上涨的话航民是会跟着调整，能不能调价一是取决于需求，另一个是取决于竞争。但是整体趋势是会向上的趋势。

内需可能不是太好，但是外需还是比较旺盛的主要由于人民币贬值，但是对公司产能利用上不会有很大的影响，外单是人民币计价，汇率上对航民是间接影响。

4. 风险提示

原材料材料上涨过快风险，下游需求不振风险，环保政策变化风险

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，，纺织服装行业证券分析师；陈腾曦，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）、鲁泰 A（000726.sz）、七匹狼（002029.sz）、报喜鸟（002154.sz）、罗莱家纺（002293.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六（002291.sz）、梦洁家纺（002397.sz）、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）、红豆股份（600400.sh）、嘉麟杰（002486.sz）、奥康国际（603001.sh）、浔兴股份（002098.sz）、富安娜（002327.sz）、伟星股份（002003.sz）、美邦服饰（002269.sz）、海澜之家（600398.sh）、华孚色纺（002042.sz）、嘉欣丝绸（002404.sz）、森马服饰（002563.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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn