

# 航民股份:Q4 印染行业供需不平衡加剧, 业绩超预期

核心观点:

## 1. 事件

航民股份披露年报:

16年收入31.9亿,同比增长5.38%;毛利率32.02%,同比增长1.55pp,其中印染主业毛利率上升2.28pp;净利润5.4亿,同比增长12.07%。

单Q4收入同比增长8.63%;毛利率37.31%,同比上升7.25pp;净利润同比增长27.23%。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) Q4 印染行业供需不平衡加剧, 提价导致业绩大幅超预期

1、环保持续收紧影响行业格局,供需不平衡促使大型企业产销两旺。从行业角度,环保政策趋紧,导致市场份额向大型企业集中,规模以上印染企业在G20停工半月情况下仍然实现5.38%的收入增长,主要依靠抓住绍兴印染企业停产治理整顿的有利时机,通过促销、优产、压库等多种方式强化业务。按季度拆分,公司前三季度营业收入受G20影响略有下滑,但Q4单季度公司收入同比增长8.63%,我们判断这与G20造成的订单积压与珠三角11月底环保巡视组进驻前后的订单转移具有一定关系。

2、在上游原料价格上涨背景下,公司产品提价顺利转嫁成本压力,毛利率持续攀升。

16年公司毛利率32.02%,同比增长1.55pp,其中印染主业毛利率上升2.28pp。成本端来看,染料出口价格按人民币计价上涨明显,内销价格(尤其活性染料)小幅上涨,山西动力煤价格16年大部分时间处于低位,Q4上涨幅度较大。

**航民股份(600987.SH)**
**推荐** 维持评级

### 分析师

马莉

电话: (8610) 6656 8489

邮箱: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

陈腾曦

电话: (8621) 2025 2682

邮箱: (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)

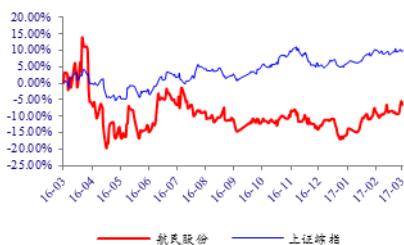
对本报告的编制提供信息。

### 市场数据

2017-03-22

A股收盘价(元)	13.02
A股一年内最高价(元)	16.26
A股一年内最低价(元)	10.89
上证指数	3245.22
市盈率	15.24
总股本(万股)	63531.00
实际流通A股(万股)	63531.00
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	82.72

### 相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

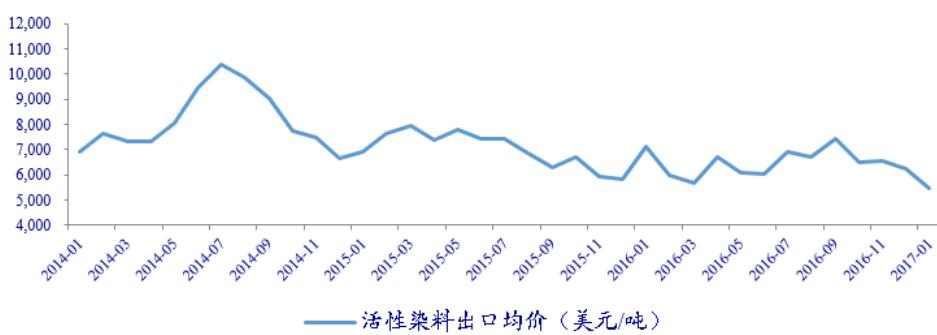
相关研究

表：航民股份历年营业收入构成及其增速（百万元，%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	2,247.00	2,433.38	2,547.91	2,930.79	3,184.22	3,027.66	3,190.62
YOY	23.53%	8.29%	4.71%	15.03%	8.65%	-4.92%	5.38%
纺织印染业	1,816.29	2,111.70	2,223.62	2,538.95	2,678.97	2,766.26	2,918.95
YOY	16.71%	14.17%	7.68%	15.62%	3.85%	3.26%	5.52%
电力、蒸汽收入	545.61	594.07	593.95	553.95	521.22	518.12	500.91
燃煤销售收入	228.66	298.48	415.01	410.69	514.24	200.17	177.88
运输收入	46.08	41.03	55.19	59.27	52.06	43.36	46.01
工业用水	7.63	7.4	8.52	8.33	7.34	30.42	37.62
染料收入	92.32						
内部抵销	-495.78	-624.26	-754.15	-647.28	-596.56	-540.23	-504.41

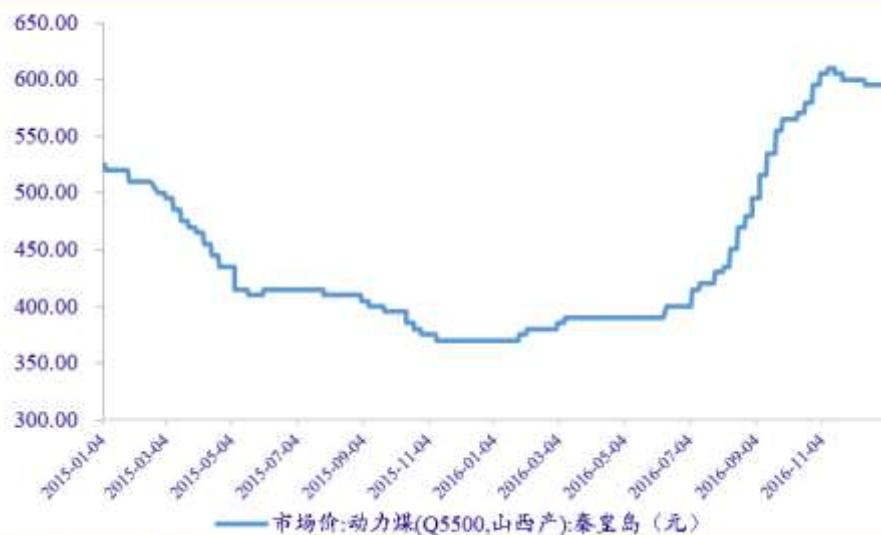
数据来源：wind，中国银河证券研究部

图：染料出口美元价格稳中有升，按人民币计价上涨明显



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图：山西动力煤价格 16 年大部分时间处于低位、Q4 上涨幅度较大

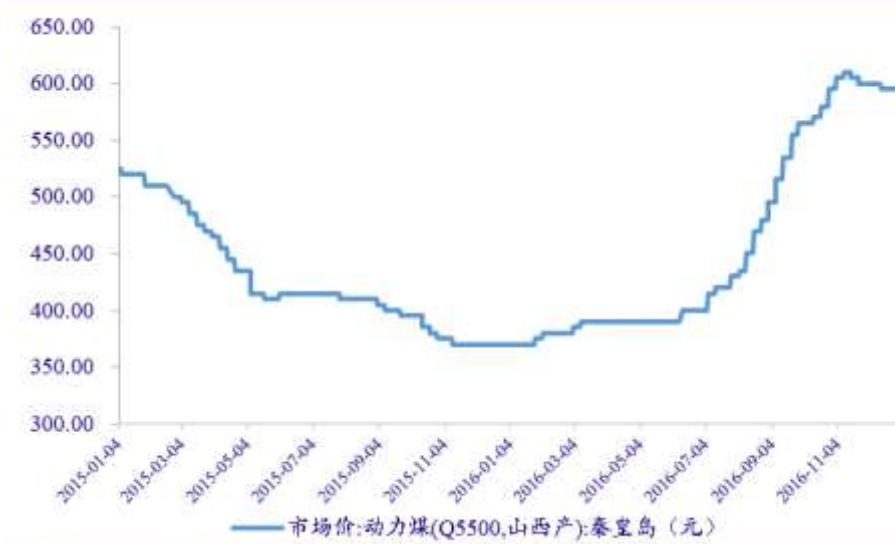


资料来源：wind，中国银河证券研究部

公司错峰采购原料策略叠加技术优势，使其控制成本能力出色，成本端相对稳定（全年营业成本上涨3%），我们推断毛利率上升主要来源于产品提价。

Q4毛利率提升尤为明显，同比上升7.25pp。我们估计，一方面单季度成本控制优异（营业成本同比下滑2.63%），另一方面Q4产品或有过提价，造成提价的主因是环保管控引起的供需失衡：1) 行业因G20停产半月，订单积压；2) 环保巡视组16年11月底进入珠三角地区，大批印染企业停产整顿（详情请参考我们前期珠三角草根调研纪要）。

图：山西动力煤价格16年大部分时间处于低位，Q4上涨幅度较大。



资料来源：wind, 中国银河证券研究部。

表：航民股份各业务毛利率变化情况（%）

	纺织印染	电力、蒸汽	燃煤	运输	工业用水	抵消
毛利率	29.23%	31.43%	3.39%	13.77%	8.69%	2.08%
YOY	+2.88pp	-1.99pp	+0.33pp	+18.86pp	+4.5pp	+0.86pp
业务占比	79.29%	13.61%	4.83%	1.25%	1.02%	

数据来源：wind, 中国银河证券研究部。

表：2015年主要省份印染布生产情况(亿米, %)

产地	全国	浙江	江苏	广东	福建	山东	五省合计
产量	509.53	317.63	64.47	40.23	38.22	27.51	488.06
同比	-5.07%	-1.97%	1.37%	-5.25%	-19.14%	-8.54%	
占全国比重	100.00%	62.34%	12.65%	7.90%	7.50%	5.40%	95.79%

数据来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理。

3、控费优异+回收热电少数股东权益+政府补贴，公司净利润实现稳步增长。

表：航民股份费用率（%）

	2012	2013	2014	2015	2016
销售+管理费用率	6.69%	7.09%	6.85%	7.49%	7.20%
财务费用率	0.76%	0.64%	0.91%	0.19%	0.11%

数据来源：wind, 中国银河证券研究部。

多年来公司保持期间费用率基本稳定，16年销售+管理费用率同比下降0.29pp，贷款及债券减少导致财务费用同比下降36.71%。上述原因叠加营业外因素影响（以挂牌价2,988万元依法受让杭钢集团持有的航民热电20%股权，增加合并利润；同时公司收到政府补助2,250万元），使得公司业绩同比增长12.07%，达5.4亿，单Q4业绩同比增长27.23%。

表：航民股份费用率（%）

	2012	2013	2014	2015	2016
销售+管理费用率	6.69%	7.09%	6.85%	7.49%	7.20%
财务费用率	0.76%	0.64%	0.91%	0.19%	0.11%

数据来源：wind，中国银河证券研究部

表：航民股份历年营业收入、净利润及其增速（百万元，%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	2,247.00	2,433.38	2,547.91	2,930.79	3,184.22	3,027.66	3,190.62
YOY	23.53%	8.29%	4.71%	15.03%	8.65%	-4.92%	5.38%
毛利率	19.92%	21.42%	23.11%	27.75%	27.18%	30.41%	32.02%
净利润	272.42	299.9	318.98	474.15	518.4	563.46	633.39
YOY	47.25%	10.09%	6.36%	48.65%	9.33%	8.69%	12.41%

数据来源：wind数据库，中国银河证券研究部

## （二）环境政策趋紧下，印染行业龙头优势明显，价格与市占率提升均值得期待

1、印染行业供给侧改革有助产业整合，利好行业龙头。行业结构调整进行中：16年印染行业前三季度规模以上企业收入保持微增，我们预计，在环保趋严、落后产能淘汰的背景下，这一增长应该是市场份额向大型企业集中的有力证明。同时，根据前期草根调研了解，纺织服装制造产业集群化、园区化管理，也给了龙头企业通过提供产业基础服务而进行行业整合的机会。

2、航民全产业链布局+技术优势，具备印染龙头地位。公司坚持印染为主，全产业链布局，覆盖了热电、织造、非织造布、工业用水、污水处理及近海物流运输等多个环节协同配套的相关业务。技术水平上，染色一次成功率、中水回用率、COD指标优于行业平均水平。公司16年研发投入8756万，占营业收入比例2.74%。17年公司将加快推进印染企业定型机供热系统油改汽等环保工程，提高环保能力与生产效率。公司成为国内服装优质品牌以及国际品牌H&M、ZARA、玛莎等的合格供应商，公司行业领军企业的地位极为稳固。

随着行业整治力度加大，落后产能进一步淘汰，印染行业将进一步集中，利好龙头企业进一步整合产业。对于航民这样的龙头企业最终利好将体现于提价以及市占率的提升。

## 3. 投资建议

航民股份目前市值81亿，预计17年业绩6亿+，对应17年市盈率13倍，公司账上还有15亿现金15亿，作为行业龙头企业具备行业整合能力，长期看好。短期看，年后即将进入印染行业旺季，叠加环保政策力度持续收紧（3月巡视组进驻石狮），染费上调预期强烈。重申对公司的“推荐”评级。

## 4. 风险提示

下游需求变化风险 政策风险

## 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）、得兴股份（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](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

深广地区：詹 璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)