

2017年08月04日

# 分散染料价格上涨，印染龙头有望受益提价，提示持续关注航民股份

## 买入(维持)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,190.62	3,399.35	3,574.28	3,757.78
同比(%)	5.38	6.54	5.15	5.13
归母净利润(百万元)	542.81	623.78	692.53	750.70
同比(%)	12.07	14.92	11.02	8.40
毛利率(%)	32.02	32.11	32.76	33.08
ROE(%)	19.13	19.05	18.33	17.25
每股收益(元)	0.85	0.98	1.09	1.18
P/E	16.0	14.0	12.6	11.6
P/B	2.8	2.4	2.0	1.8

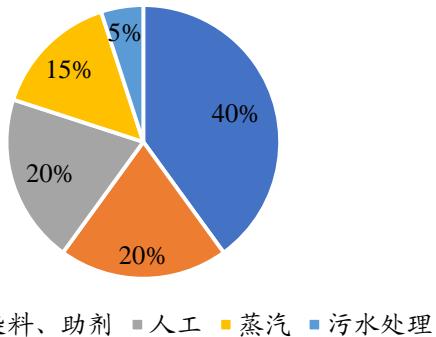
### 事件

第四批中央环保督察即将启动，受此影响染料企业开工受限，根据七彩云电商报道，仅7/27-8/3日间分散染料价格已呈现明显上升，其中分散黑、分散深蓝、分散橙、分散红玉等多个品种价格以10%-15%幅度上调。本次分散染料价格短期内再次上涨主要与环保政策收紧下染料及其中间体供应减少有关。

### 投资要点

■ **染料价格上升，成本呈压下印染企业有提价趋势：**染料在印染企业生产成本中占比约20%，本次分散染料在环保承压下价格上涨，印染企业普遍成本端承压，大概率通过染费提价向下游客户传导部分成本压力。

图：印染工艺成本构成



■ 数据来源：产业调研，东吴证券研究所

■ **染料价格上行期间，航民作为行业龙头有望通过优秀成本管控受益：**航民股份作为市占率、规模领先的印染企业，成本管控能力突出，通过采取错峰采购、分散采购等方式有效控制公司采购成本，使公司染料成本低于染料市场价格，这也是其核心竞争力的体现之一。从13、14年染料涨价

数据来源：产业调研，东吴证券研究所

■ 数据来源：产业调研，东吴证券研究所

■ 数据来源：产业调研，东吴证券研究所

■ 数据来源：产业调研，东吴证券研究所

■ 数据来源：产业调研，东吴证券研究所

■ 数据来源：产业调研，东吴证券研究所

■ 数据来源：产业调研，东吴证券研究所

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

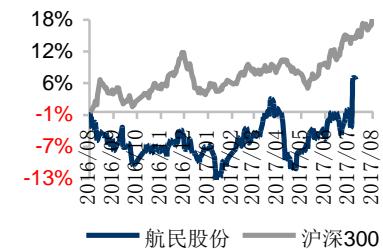
证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元) 13.70

一年最低/最高价 10.98/14.39

市净率(倍) 2.83

流通A股市值(百万元) 8,704

万元)

### 基础数据

每股净资产(元) 4.84

资产负债率(%) 17.26

总股本(百万股) 635

流通A股(百万股) 635

### 相关研究

1. 航民股份：环境治理趋紧，产业升级中印染龙头锋芒毕露  
-20170501

2. 印染行业：石狮督查结束、整改开始，再推龙头航民股份  
-20170616

3. 航民股份：萧山地区整改日程敲定，行业整合预期愈发强烈  
-20170627

4. 印染行业：汇总粤闽浙三地产业深度调研，直击监管一线，提示持续关注航民股份  
-20170801

背景下公司收入、毛利率的有效提升中也可以看出，由于公司染费提价幅度超出染料价格上涨带来的成本上升幅度，因此在染料价格上行期间，公司业绩有望受益。

表：染料价格变化及航民经营情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
活性染料价格变化	<b>20.62%</b>	<b>-6.86%</b>	<b>13.38%</b>	<b>35.28%</b>	<b>-0.04%</b>	<b>1.35%</b>
分散染料价格变化	<b>1.56%</b>	<b>-1.28%</b>	<b>9.75%</b>	<b>50.64%</b>	<b>-14.03%</b>	<b>-12.51%</b>
航民股份收入增速	8.3%	4.7%	15.0%	8.6%	-4.9%	5.4%
其中：纺织印染业务收入增速	<b>16.26%</b>	<b>5.30%</b>	<b>14.18%</b>	<b>5.51%</b>	<b>3.26%</b>	<b>5.52%</b>
航民股份毛利率	21.6%	23.2%	27.9%	27.3%	30.5%	32.0%
其中：纺织印染业务毛利率	<b>19.61%</b>	<b>20.41%</b>	<b>25.77%</b>	<b>26.06%</b>	<b>26.95%</b>	<b>29.23%</b>
航民股份净利润增速	<b>10.1%</b>	<b>6.4%</b>	<b>48.6%</b>	<b>9.3%</b>	<b>8.7%</b>	<b>12.4%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### ■ 盈利预测及投资建议：

在染料生产企业受环保督察组风暴影响下产能受限、叠加苏粤闽陆续经历督察、多家印染厂关停整顿背景下，我们认为航民作为印染龙头将持续受益。其产品价格高于同行是其技术壁垒的体现（尤其是生产工艺上的技术优势使其在排污与污水处理上领先于同行业），管理上的优势使其成本要低于行业平均水准，10亿米的印染产量稳居行业前列。

中报业绩方面，在印染主业受益环保趋严稳定增长的背景下，考虑17H1受动力煤价格较去年同期上升明显影响，预计公司热电板块利润贡献较去年同期将有明显下滑（16H1公司热电板块贡献净利润0.68亿元，占净利润总额24.45%；16H2贡献净利润0.48亿元，占净利润总额13.46%），我们预计公司中报业绩同比将实现个位数增长。随着公司技术上的优势，以及行业调控的持续，其业绩有望继续平稳上升。公司目前市值87亿，预计17、18、19年EPS分别为0.98元、1.09元及1.18元，对应17、18、19年市盈率分别为14.0X、12.6X及11.6X，考虑行业整合预期愈发强烈，我们继续维持“买入”评级。

■ 风险提示：环保政策收紧不及预期，行业整合不及预期。

## 航民股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2408.4</b>	<b>2473.7</b>	<b>3102.7</b>	<b>3716.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>3190.6</b>	<b>3399.4</b>	<b>3574.3</b>	<b>3757.8</b>
现金	715.4	940.5	1490.5	1983.4	营业成本	2168.9	2307.9	2403.4	2514.6
应收款项	596.6	663.7	659.1	732.8	营业税金及附加	36.8	27.2	28.6	30.1
存货	188.6	199.8	208.9	216.5	销售费用	51.6	55.9	58.0	61.0
其他	789.8	548.6	618.1	652.2	管理费用	178.2	191.8	197.8	208.0
<b>非流动资产</b>	<b>1875.3</b>	<b>2093.4</b>	<b>2077.4</b>	<b>2092.6</b>	<b>财务费用</b>	<b>3.6</b>	<b>(24.7)</b>	<b>(41.2)</b>	<b>(56.0)</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	27.1	32.8	29.5	29.8
固定资产	1576.2	1766.7	1766.7	1766.7	其他	11.6	5.4	5.4	5.4
无形资产	133.5	138.3	135.9	137.1	<b>营业利润</b>	<b>766.9</b>	<b>868.7</b>	<b>951.8</b>	<b>1024.5</b>
其他	108.5	126.1	105.0	113.2	<b>营业外净收支</b>	<b>16.8</b>	<b>13.2</b>	<b>15.0</b>	<b>14.1</b>
<b>资产总计</b>	<b>4283.7</b>	<b>4567.1</b>	<b>5180.1</b>	<b>5809.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>783.7</b>	<b>881.9</b>	<b>966.8</b>	<b>1038.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>660.5</b>	<b>512.9</b>	<b>542.6</b>	<b>545.1</b>	所得税费用	150.3	167.6	183.7	197.3
短期借款	33.0	71.0	71.0	71.0	少数股东损益	90.6	90.6	90.6	90.6
应付账款	159.1	130.3	130.3	130.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>542.8</b>	<b>623.8</b>	<b>692.5</b>	<b>750.7</b>
其他	468.5	311.6	341.3	343.7	EBIT	791.9	843.8	915.1	974.2
<b>非流动负债</b>	<b>102.0</b>	<b>74.2</b>	<b>74.2</b>	<b>74.2</b>	EBITDA	986.5	854.7	924.1	983.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	102.0	74.2	74.2	74.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>762.5</b>	<b>587.1</b>	<b>616.8</b>	<b>619.3</b>	每股收益(元)	0.85	0.98	1.09	1.18
少数股东权益	377.7	304.0	304.0	304.0	每股净资产(元)	4.95	5.79	6.70	7.69
归属母公司股东权益	3143.5	3676.0	4259.3	4886.2	发行在外股份(百万股)	635.3	635.3	635.3	635.3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4283.7</b>	<b>4567.1</b>	<b>5180.1</b>	<b>5809.5</b>	ROIC(%)	18.0%	16.9%	16.0%	15.0%
					ROE(%)	19.1%	19.0%	18.3%	17.3%
					毛利率(%)	32.0%	32.1%	32.8%	33.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin(%)	24.8%	24.8%	25.6%	25.9%
经营活动现金流	868.0	805.5	670.2	645.7	销售净利率(%)	17.0%	18.3%	19.4%	20.0%
投资活动现金流	(519.5)	(318.0)	146.3	116.5	资产负债率(%)	17.8%	12.9%	11.9%	10.7%
筹资活动现金流	(488.3)	(262.5)	(266.6)	(269.3)	收入增长率(%)	5.4%	6.5%	5.1%	5.1%
现金净增加额	(138.4)	225.1	549.9	492.9	净利润增长率(%)	12.1%	14.9%	11.0%	8.4%
折旧和摊销	194.6	11.0	9.0	9.0	P/E	16.0	14.0	12.6	11.6
资本开支	292.6	204.8	197.6	201.2	P/B	2.8	2.4	2.0	1.8
营运资本变动	51.9	140.2	(46.4)	(115.7)	EV/EBITDA	8.9	10.3	9.5	8.9
企业自由现金流	1179.1	1039.4	901.4	883.6					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>