



纺织业

2016.04.19

评级:

增持

上次评级:

增持

纺织服装行业涨价投资机会专题报告

	吕明 (分析师)	姚咏絮 (研究助理)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	021-38676520	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	yaoyongxu@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880116030030	S0880115100006

本报告导读:

宏观经济逐渐向好,供给侧改革政策力度不减,纺服产业链中上游涨价频现,经过我们测算,棉纺及印染行业涨价对公司业绩向上弹性影响较大,给予推荐评级。

摘要:

- 宏观经济逐渐向好,供给侧改革政策力度不减,纺服产业链中上游涨价频现。一季度 GDP 同比增长 6.7%,3 月 CPI 同比涨 2.3%,低于市场预期的 2.4%,PPI 同比降 4.3%,高于市场预期 0.3 PCT,宏观数据显示经济短期逐渐向好,稳增长初见成效。3 月出口同比增长 18.7%,为 9 个月来首次增长,出口数据增长对于棉纺行业有刺激作用。加上供给侧改革政策力度不减,纺织服装产业链中上游开始出现涨价现象,尤其体现在棉纺与印染两个子行业。
- 我们认为本次棉花价格上涨主要是由于国家储备棉轮出政策推迟超出市场预期、国内外棉花供给下降与短期需求上升造成的。1) 政策方面:轮出政策预计 5 月 3 日开始实施,时间推迟超出市场预期,产生近 3 周的企业生产用棉空档期。2) 供给方面:国内目前棉花市场供给主要分进口棉和国产棉。2015 年受到发改委不增发进口配额影响,进口量大幅下滑 39.8%。国产棉内疆棉产量占 6 成以上。由于气候影响,疆棉同比下降 21.2%。进口棉及国产棉产量大幅下降,导致供给端数量紧张。3) 需求方面:国内现货结构性缺乏,企业低库存导致短期需求上升。由于政策推迟及宏观经济数据提振,造成企业短期补库需求强烈,提升了价格。
- 纺纱制造公司受益棉花涨价,受益标的:百隆东方、华孚色纺,预计短期存在业绩弹性。我们对两家公司的业绩弹性进行初步测算。1) 百隆东方:受益涨价,若棉花涨价 5%、10%、20%,预计一季度净利润增长 10.76%、24.58%、52.21%。2) 华孚色纺:受益涨价,若棉花涨价 5%、10%、20%,预计一季度净利润增长 32.87%、63.56%、124.94%。3) 棉花涨价与标的公司股价存在一定的正相关性。我们选取 2010 年至 2012 年 3 年数据,测算后,发现棉价与公司股价相关性较高,并且股价存在短期的滞后性。
- 印染行业供给侧政策持续加力,“亮剑”动真格,推荐标的:航民股份。1) 政策方面:环保压力下产能关停并转力度超出市场预期。重镇浙江再亮剑,再次大幅关停省内印染产能。2) 供需方面:需求方面变化较小,供给大量减少造成印染价格出现上涨。3) 航民股份:作为龙头公司充分受益于产能集中度提升和产品提价,若产品价格分别提升 5%、10%和 15%,则业绩弹性分别位 35.8%、71.6%和 107.4%。目前公司作为龙头市占率也仅为个位数,长期看产业集中度提升有望加大公司优势。
- 风险提示:棉花价格持续上涨使行业竞争力下降、印染涨价不及预期

相关报告

纺织业:《低端转移降低成本,高端升级打造优势》

2014.01.15

纺织业:《纺织龙头今年业绩无忧,长期走势看棉价》

2013.08.05

纺织业:《直补降低内外棉价差,利好纺织行业——国家政策对棉花价格走势及纺织行业影响交流会主要观点》

2013.08.04

纺织业:《城镇化与大众品牌的逆袭》

2013.03.01

纺织业:《降低出口退税对纺织上市公司业绩带来负面影响》

2006.09.15

目 录

1. 纺服产业链中上游涨价频现	4
2. 棉花涨价，预计为短期修复	5
2.1. 棉花近期呈现涨价现象	6
2.2. 预计为短期反弹及修复性行情	6
2.2.1. 储备棉轮出政策预计 5 月实施，时间推迟超出市场预期	6
2.2.2. 国际国内棉花供给下降幅度较大，供求关系有所好转	8
2.2.3. 国内现货结构性缺乏，企业低库存导致短期需求上升	9
2.3. 纺纱制造公司受益棉花涨价，预计短期存在业绩弹性	10
2.4. 历史相关性相对较高	11
3. 环保促印染产能收缩，龙头公司充分受益	11
3.1. 印染环保风暴再袭，强度超出市场预期	12
3.2. 印染龙头公司将充分受益	12
3.3. 此次提价为公司带来较大收入和业绩弹性	14
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 2015 年棉花进口大幅下滑	4
图 2: 2015 年疆棉产量占国内产量 6 成以上	4
图 3: 江浙印染占全国产能近 80%，吴江是江苏印染产能集聚地	5
图 4: 期货价格近期明显上涨	6
图 5: 棉花价格指数近期明显上涨	6
图 6: 2015 年全球棉花产量持续下降	8
图 7: 中国棉花产量持续下降	8
图 8: 2010 年以来首次出现消费量大于产量	9
图 9: 棉花期末库存量开始下降	9
图 10: 棉价与标的公司股价存在正相关性	11
图 11: 公司历年收入保持平稳增长	13
图 12: 公司历年归母净利润始终保持较快增速	13
图 13: 公司毛利率逐年攀升	13
图 14: 公司净利率呈逐年上升趋势	13
图 15: 公司 2014 年主营业务收入以纺织印染为主	14
图 16: 公司参股控股多家印染子公司和热电企业	14
表 1: 主要覆盖标的的盈利预测、目标价及评级	5
表 2: 国内棉花的生长周期约为 5-6 个月	7
表 3: 3 年国储棉轮入轮出政策对比	7
表 4: 2015 年度疆棉质量下降	9
表 5: 百隆东方敏感性分析	10
表 6: 华孚色纺敏感性分析	11
表 7: 中性假设下产能和价格提升后收入增长 7%	14
表 8: 以 2014 年为准，产品提价 5%则业绩增 36%	14

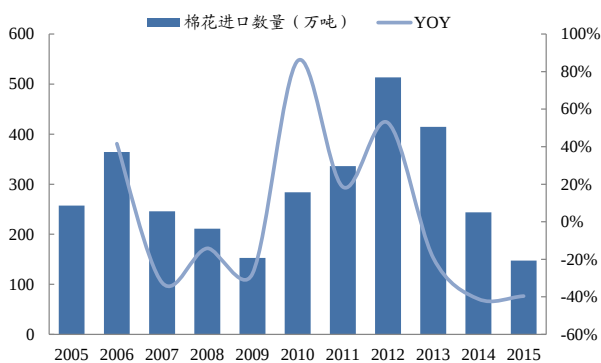
1. 纺服产业链中上游涨价频现

宏观经济逐渐向好，供给侧改革政策力度不减，纺服产业链中上游涨价频现。一季度 GDP 同比增长 6.7%，3 月 CPI 同比涨 2.3%，低于市场预期的 2.4%，PPI 同比降 4.3%，高于市场预期 0.3 PCT，宏观数据显示经济短期逐渐向好，稳增长初见成效。3 月出口同比增长 18.7%，为 9 个月来首次增长，出口数据增长对于棉纺行业有刺激作用。加上供给侧改革政策力度不减，纺织服装产业链中上游开始出现涨价现象，尤其体现在棉纺与印染两个子行业。

我们认为本次棉花价格上涨主要是由于国家储备棉轮出政策推迟超出市场预期、国内外棉花供给下降与短期补库需求上升造成的，具有阶段性与修复性，短期影响较大，但由于后期轮出政策实施影响，涨价或不能形成趋势。

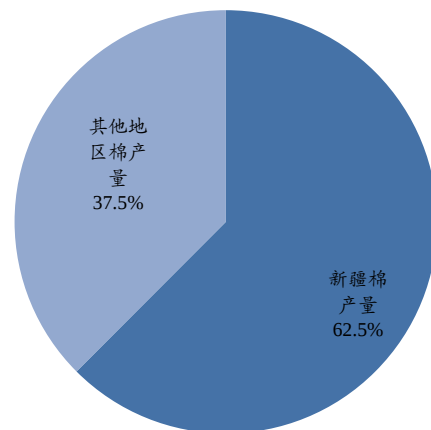
- **政策方面：**轮出政策预计 5 月 3 日开始实施，时间推迟超出市场预期，产生近 3 周的企业生产用棉空档期。
- **供给方面：**国内目前棉花市场供给主要分进口棉和国产棉。2015 年受到发改委不增发进口配额影响，进口量为 147.3 万吨，同比大幅下滑 39.8%。国产棉主要来自三大区域，新疆棉区、黄淮流域棉区和长江流域棉区，疆棉产量占 6 成以上。2015 年全国棉花总产量 560.5 万吨，同比下降 9.3%；由于气候影响，新疆产棉 350.3 万吨，送检 327.35 万吨，同比下降 21.2%。进口棉及国产棉产量大幅下降，导致供给端数量紧张。

图 1：2015 年棉花进口大幅下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：2015 年疆棉产量占国内产量 6 成以上



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

- **需求方面：**2015 年国内棉花消费量预计 711 万吨，同比下降 11.7%；虽然需求有所下滑，但供给端的下降幅度更大。同时，2015 年底由于国内外棉价价差不断缩小，市场不断出现棉花价格探底的声音。此次由于政策推迟及宏观经济数据提振，造成企业短期补库需求强烈，提升了价格。

色纺纱龙头企业华孚色纺、百隆东方有望短期受益原材料涨价，业绩具有向上弹性。我们经过敏感性分析，若棉花涨价 5%、10%、20%，

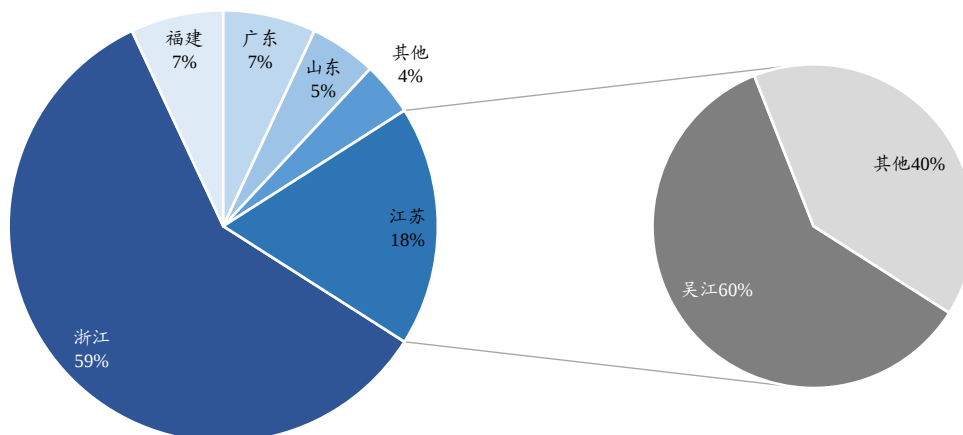
对应百隆东方一季度净利润增长 10.76%、24.58%、52.21%，华孚色纺一季度净利润增长 32.87%、63.56%、124.94%。

印染供给侧改革政策强度超出市场预期，行业龙头航民股份持续受益。

印染产业需求端并没有明显改变，价格上涨原因主要由于环保政策严格，供给侧改革动真格，大幅关停印染产能，导致供不应求。

- **政策方面：苏浙印染整治，行业影响巨大。**2015 年前 11 月我国印染布产量 467 亿米，其中 188 亿米为出口，主要出口地为东南亚和美洲地区。据国家统计局数据显示，2015 年 1—9 月，纺织大省浙苏粤鲁闽五省印染布产量 368.72 亿米，占全国总产量的 96%，其中浙江、江苏两省产量最高，分别占全国总产量的 59% 和 18%。此次浙江、江苏两省大力整治印染企业，将对全国印染行业产生巨大影响。

图 3：江浙印染占全国产能近 80%，吴江是江苏印染产能集聚地



数据来源：东方网，国泰君安证券研究

航民股份作为印染龙头，提价将在短期带来业绩弹性。供给侧改革政策影响下，行业印染公司价格已出现一定程度的上涨，高端产品涨幅多达 5-8%。航民股份作为印染龙头，提价将在短期带来收入和业绩弹性，长期看提升公司市占率。公司印染布产能约 11 亿米，产品定位高端为主，自备热电厂、成本优势突出，受益于印染行业整体性提价。以 2014 年业绩为基准，若产品价格分别提升 5%、10% 和 15%，则毛利率分别增加 3.4PCT、6.3 PCT 和 9.5 PCT，业绩弹性分别为 35.8%、71.6% 和 107.4%。

表 1：主要覆盖标的的盈利预测、目标价及评级

公司简称	收盘价	EPS 本次预测				PE (倍)			市值 (亿元)	评级
		2014A	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E		
华孚色纺	10.86	0.20	0.40	0.46	0.53	26.9	27.4	23.7	90.46	增持
航民股份	15.76	0.70	0.76	1.11	1.20	21	10.6	9.8	100.01	增持

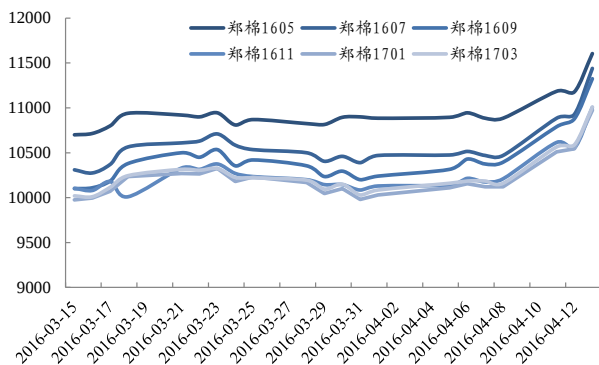
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。注：数据截至 2016 年 4 月 18 日

2. 棉花涨价，预计为短期修复

2.1. 棉花近期呈现涨价现象

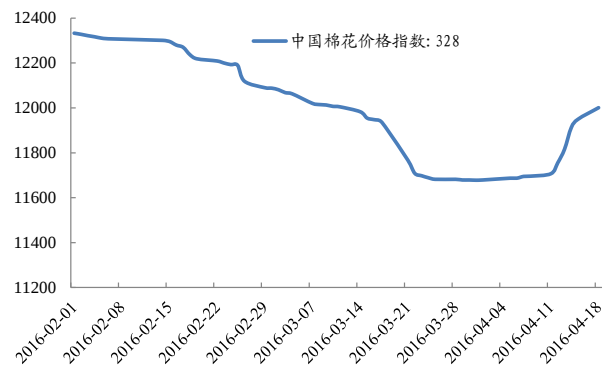
棉价突然上涨，期、现货市场均有体现。期货市场方面，4月18日，郑棉6个合约全部涨停，主力合约郑棉1609报收11,775元/吨。另外，6个交易日内，郑棉1607、郑棉1609和郑棉1701三个合约出现三次涨停，6日累计涨幅超过13%。现货市场也有所体现，4月18日CC Index达到12,001元/吨，较4月8日上涨305元/吨。4月11日，2128B2(2129B2)、2128C2(2129C2)级的南疆手摘棉在江苏、山东、河南等监管库公检毛重提货价涨至12,300-12,500元/吨和12,000-12,200元/吨，较3月中旬低点普涨了200-300元/吨。

图 4：期货价格近期明显上涨



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5：棉花价格指数近期明显上涨



数据来源：中国棉花信息网，国泰君安证券研究

2.2. 预计为短期反弹及修复性行情

我们认为本次棉花价格上涨主要是由于国家储备棉轮出政策推迟超出市场预期、国内外棉花供给下降与短期需求上升造成的，具有阶段性及修复性，短期影响较大，但由于后期政策影响，涨价行情或不能延续。

2.2.1. 储备棉轮出政策预计5月实施，时间推迟超出市场预期

2015年11月起，市场对棉花抛储政策推出形成较为一致的预期。由于国储棉库存高达1,100万吨，其数量可以满足国内棉花市场一年半的消费需求，供给过量预期导致国内棉花价格开始持续走低。同时，市场对储备棉轮出时间在4月份的预测基本上达成一致，根据国内棉花生产种植规律，这时推出既不影响新棉加工销售，又不会对年度末期皮棉出清造成压力，在2月下旬，郑棉期货主力合约跌破万元，体现市场对轮出政策的预期。

2016年3月，政策导向符合市场预期，棉花价格保持低位。2016年3月18日，在CNCE棉业发展年会上，国家发改委经贸司尹坚副处长提出了储备棉投放将常态化、市场化，计划用五年时间将库存消化到合理水平，投放价格机制为拍卖形式，时间预计4月下旬开始。政策导向较为明确，符合市场预期，棉花价格保持低位。

嘉兴会议上抛储政策细则未公布，重量复检政策预计落空。2016 年 4 月 8 日，中储棉联合郑商所在浙江嘉兴举办棉花会议，会上并没有对抛储细则进行公布，政策的推迟超出市场预期，并且储备棉总公司透露轮出棉花包包检验重量有相当的难度，一定程度预示着之前预期轮出棉花重量复检的政策落空。

2016 年 4 月 15 日储备棉轮出公告出台，预计 5 月 3 日起实施。4 月 15 日国家发改委与财政部联合发布公告，明确了从 2016 年起逐步有序消化国家储备棉库存，将储备规模调整至合理水平。细化规定显示，轮出总量不超过 200 万吨。原则上每日挂牌销售数量不超过 3 万吨，优先安排进口棉轮出。具体轮出时间为 2016 年 5 月 3 日-2016 年 8 月 31 日的国家法定工作日。

抛储政策实施时间推迟到 5 月超出市场预期，企业客观存在近 3 周用棉空档期。之前据 CNCE 棉业发展年会传递的信息及根据棉花生长周期，市场预计国储棉抛售在 4 月中下旬实施，此次公告本年度轮出从 5 月 3 日开始，时间推迟超出市场预期。目前离轮出还有近 2 周，而储备棉从竞价成交到货物交割预计至少需要一周时间，如此近 3 周的时间成为企业生产用棉的空档期。

表 2：国内棉花的生长周期约为 5-6 个月

地区	播种期	采收期
新疆	4-5 月	9-10 月
长江及黄河流域	3-4 月	9-10 月

数据来源：国泰君安证券研究

表 3：3 年国储棉轮入轮出政策对比

年度	轮出时间	轮出方式	竞拍时间	轮出数量及价格	轮入安排	竞拍资格
2015/16 年度	2016 年 5 月 3 日 -2016 年 8 月 31 日 法定工作日	公开竞价，挂牌销售	暂无	1) 轮出总量不超过 200 万吨；每日挂牌销售数量不超过 3 万吨，优先安排进口棉轮出。 2) 销售底价随行就市，与国内外棉花现货价格挂钩联动。由国内市场棉花现货价格指数和国际市场棉花现货价格指数各按 50% 的权重计算确定，每周调整一次。	集中安排在新棉上市期间（当年 9 月至下一年 2 月）。 轮入数量，主要根据上一年度储备棉实际轮出情况和当年度棉花市场供需状况确定，原则上最多不超过上年度实际轮出数量的 30%。	暂无
2014/15 年度	2015 年 7 月 10 日-8 月 31 日 法定工作日	公开竞价	上午 10:00 开始交易， 10:30 开始 1 分钟倒计时， 11:00 开始 30 秒倒计时，直至闭市。	2011 年度国产棉 33 万吨，竞卖底价（折标准级 312B，下同）为 13200 元/吨；2012 年度国产棉 47 万吨，竞卖底价为 14200 元/吨；2012 年度进口棉 20 万吨，竞卖底价为 15500 元/吨。	在新棉集中上市期间择机开展，轮入数量最多不超过本次轮出的 40%，价格随行就市。	交易市场交易商

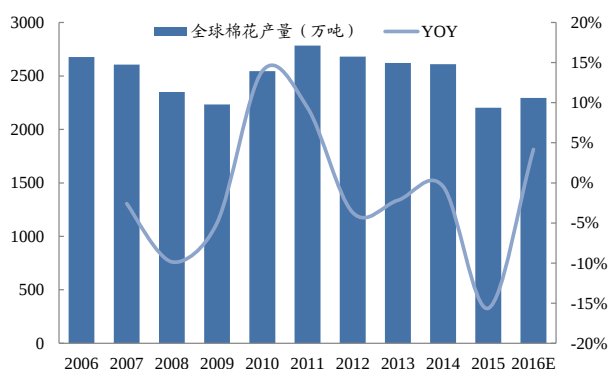
2013/14年度	2013年11月28日	公开竞价	下午3:00开始交易, 3:30开始1分钟倒计时, 4:00开始30秒倒计时, 直至闭市。	根据原 GB1103-2007 国家标准检验的 2011 年度储备棉, 其 328B 标准级竞卖底价为 18000 元/吨, 按照 GB1103.1-2012 棉花锯齿加工细绒棉国家标准进行检验和销售的储备棉, 312B 标准级竞卖底价为 18000 元/吨。	无	限定为列入国家统计局纺纱量统计范围内的纺织用棉企业
	-2014年8月31日法定工作日。					

数据来源: 中国棉花信息网, 国泰君安证券研究

2.2.2. 国际国内棉花供给下降幅度较大, 供求关系有所好转

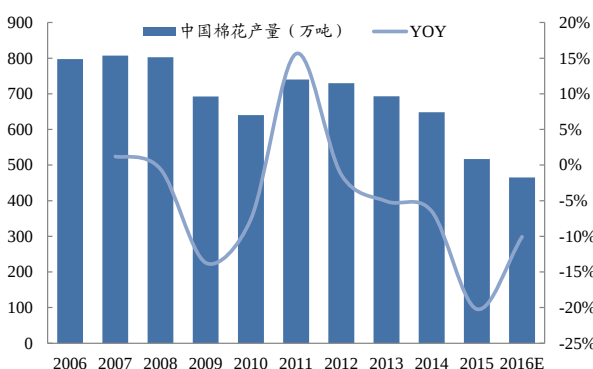
近年来, 受制于低棉价和粮棉比价关系, 全球棉花产量持续下降。2015/16 年度全球棉花产量 2,182 万吨, 同比下降 15.6%。但印度继续保持第一产棉国地位为 583.5 万吨, 中国次之。此外, 中国、美国、巴基斯坦、印度均有不同幅度的下降, 分别下降 135 万吨、73.5 万吨和 78.4 万吨和 58.8 万吨, 没有上调产量的国家和地区。根据国内最新的种植意向显示, 全国意向植棉棉花面积减少 8.8%, 比 2015 年播种面积 6,067 万亩减少 937 万—5,130 万亩。

图 6: 2015 年全球棉花产量持续下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

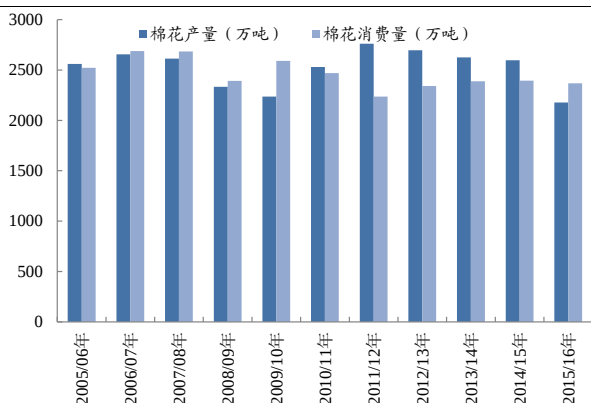
图 7: 中国棉花产量持续下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

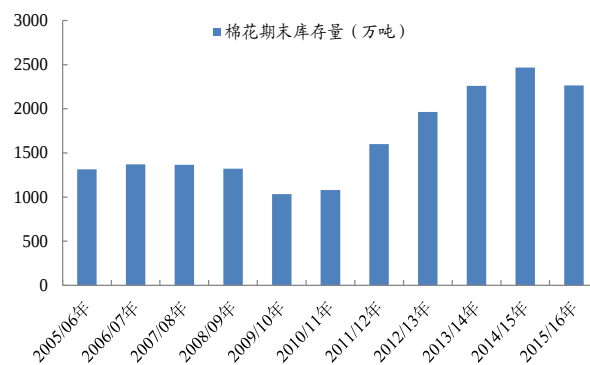
虽然棉花消费量下降, 但供求关系开始好转。受经济持续低迷的影响, 2015/16 年度全球棉花消费下降至 2,377.9 万吨, 同比下降 9.8%。其中, 中国下降幅度最大为 21.8 万吨, 其次是巴基斯坦、巴西, 分别下降 21.8 和 6.5 万吨。随着产业逐渐转移至东南亚, 越南、孟加拉等国消费均有不同幅度上升, 分别增加 21.8 和 7.6 万吨。虽然消费量持续下降, 但 2010 年以来首次出现全球棉花产量不足消费量, 供求关系有所改善, 整体进入去库存状态。

图 8：2010 年以来首次出现消费量大于产量



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：棉花期末库存量开始下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2.3. 国内现货结构性缺乏，企业低库存导致短期需求上升

供给端方面，国内疆棉减产与质量下降及企业惜售行为影响价格。

- 2015 年国内疆棉减产，由于天气因素质量有所下降。截止 2016 年 4 月 10 日新疆送检数量为 327.35 万吨，同比下降 21.2%，产量大幅降低；同时由于气候影响，2015 年度疆棉质量较以往有所下降，体现为长度低，马克隆值高，断裂比强度低，这些因素均会影响企业采购。由于国内纺织企业对棉花要求较高，市场呈现“好棉供不应求，差棉泛滥成愁”现象，因此持棉企业对于资源较好的皮棉报价提涨幅度较大。

表 4：2015 年度疆棉质量下降

分类	指标	2015 年度	2014 年度	预估数量
长度	28mm 以上	75.41%	86.94%	263 万吨
马值	A+B	62.20%	85.21%	218 万吨
比强	强级以上	28.82%	26.94%	101 万吨
长度整齐度	平均	82.71	82.73	-

数据来源：中国棉花信息网，国泰君安证券研究

- 棉企开始出现惜售行为。由于年初对储备棉轮出政策的预期，棉企普遍预期棉花价格走低，并且提前以较低价格抛售棉花，近期政策推迟导致棉企对手中有限棉花资源开始惜售，一定程度上推高了价格。

需求端方面，企业短期补库需求上升，销售季节性特征及出口数据回暖均对价格短期有推动作用。

- 下游纺织企业短期需要补库，需求上升。由于起初市场普遍看空棉花行情，加上资金方面的约束，纺织企业棉花的库存量偏低，多采用随用随买策略。但由于抛储棉政策推迟改变市场预期，又到了纺企集中采购原料的时间点，短期补充库存的需求加大。

- 棉纱销售具有季节性特征，目前纺织旺季特征明显。新疆棉纱的

销售情况良好，对原材料需求有所提振。

- **出口数据回暖催化上游棉花市场需求回升。**4月13日，海关总署数据显示，3月份出口增速同比高达18.7%，纺织业出口回暖有望催化上游棉花市场需求回升。

2.3. 纺纱制造公司受益棉花涨价，预计短期存在业绩弹性

纺纱制造公司短期受益原材料涨价。由于棉纱线销售的定价方式多采取原料成本加成形式，即参照棉花现货价格，考虑一定耗棉率和加工费用，在此基础上加成定价。一般棉纺企业库存在3个月左右，棉花价格上涨使得公司不仅享受到纱线产品的加成利润，同时也有原材料上涨的部分受益，有助于公司短期毛利率和利润水平的提升。

利润率较低的企业业绩弹性较大。纺织制造类企业，尤其是棉纺企业，净利率较低，棉花等原材料涨价带来业绩向上的弹性较大。

我们从理论层面对原材料涨价带来的业绩弹性进行简单测算。假设如下：

- 1) 由于我们判断棉花价格短期上涨，所以测算基准选用2015年一季报财务数据。
- 2) 由于仅分析原材料对净利润增长的敏感性，毛利率、费用率等其他条件假设固定不变。
- 3) 假设原材料上涨部分的利润在扣除税收后全部进入净利润。
- 4) 假设忽略海外棉价波动影响，销售订单价格按时间顺序呈线性增加，仅测算国内产品影响。
- 5) 我们对百隆东方、华孚色纺2家标的公司进行敏感性分析。

受益标的：百隆东方、华孚色纺。色纺纱龙头受益棉花涨价，短期业绩具备向上弹性，预计一季报及半年报有所体现。

- 1) **百隆东方受益涨价，若棉花涨价5%、10%、20%，预计一季度净利润增长10.76%、24.58%、52.21%。**色纺纱龙头之一，棉花原材料占营业成本约70%，公司年报显示库存棉花较多，受益于原材料涨价。假设汇率等其他外部条件不变，若棉花涨价5%、10%、20%，经测算，预计一季度净利润向上弹性为10.76%、24.58%、52.21%。

表 5：百隆东方敏感性分析

棉价上涨幅度	原材料占营业成本比例	销售价格上涨幅度	营业收入(百万元)	毛利率	所得税率	净利润(百万元)	净利润同比
5%	70%	3.50%	1137.57	20.9%	15%	133.33	10.76%
10%	70%	7%	1157.13	22.3%	15%	149.96	24.58%
20%	70%	14%	1196.26	24.8%	15%	183.22	52.21%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

- 2) **华孚色纺受益涨价，若棉花涨价5%、10%、20%，预计一季度净利润增长32.87%、63.56%、124.94%。**色纺纱龙头之一，棉花原

材料占营业成本约 75%。由于公司利润率相对较低，原材料占成本比例较大，因此棉花上涨对业绩弹性影响更大。由于公司多采用疆棉，政府补贴占利润比率较高，但相对稳定，因此我们测算时假定补贴等条件不变。若棉花涨价 5%、10%、20%，经测算，预计一季度净利润向上弹性为 32.87%、63.56%、124.94%。

表 6: 华孚色纺敏感性分析

棉价上涨幅度	原材料占营业成本比例	销售价格上涨幅度	营业收入(百万元)	毛利率	所得税率	净利润(百万元)	净利润同比
5%	75%	3.75%	1637.54	14.2%	15%	110.91	32.87%
10%	75%	7.50%	1667.68	15.8%	15%	136.52	63.56%
20%	75%	15.00%	1727.96	18.7%	15%	187.76	124.94%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.4. 历史相关性相对较高

我们选取 2010 年至 2012 年 3 年数据，测算后，发现棉价与标的公司股价存在一定的正相关性，并且股价存在短期的滞后性。从历史行情中可以看出棉价指数在 2010 年，尤其是 9 月开始上涨较多，华孚色纺的股价几乎同期有较大幅度的上涨。至 2011 年 3 月，棉价上涨到阶段性高点，华孚色纺股价几乎同期开始回落。2012 年 6 月百隆东方上市，但当时由于棉价一直处于低位，并且市场对后期持续看空，两家公司股价持续下跌。从图中我们可以初步得到结论，棉花价格指数与公司股价存在一定的正相关性，并且股价存在短期的滞后性。我们推断是由于棉花价格波动对公司业绩的弹性反应需要一定时间，而且存在财报公布的滞后性因素。

图 10: 棉价与标的公司股价存在正相关性



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3. 环保促印染产能收缩，龙头公司充分受益

3.1. 印染环保风暴再袭，强度超出市场预期

环保压力下政府频频“亮剑”。2016年1月上旬，浙江省绍兴市柯桥区委区政府分三个联合检查组，对全区印染企业开展了地毯式检查，此次印染产业整治提升“亮剑”行动，先后对64家印染企业实施停产整治。同期袍江经济技术开发区有10家印染厂关停整治，（袍江经济技术开发区有印染企业近40家），另有17家不停产整治。

“亮剑”承接“零点”，政府铁腕治污打组合拳。2014年自7月1日零点起，浙江省全面启动“零点行动”，所有未通过环保整治验收的印染、造纸企业将一律依法停产整治或关闭。柯桥作为印染大区，是“零点”行动的工作重点，此次行动淘汰80余家印染企业。此次行动也是自实施制革、电镀和铅酸蓄电池行业整治提升行动以来，浙江省发起的第四个“零点行动”，政府铁腕治污打组合拳。

全球印染看中国，中国印染看柯桥。2015年前11月我国印染布产量467亿米，其中188亿米为出口，主要出口地为东南亚和美洲地区。根据中国纺织工业协会统计，纺织大省浙苏粤鲁闽五省印染布占国内产量的93%，其中浙江一个省份占比超过60%，而柯桥区印染产能占到全国的三分之一以上。由此可见，柯桥印染业动一动、全球都要抖一抖。

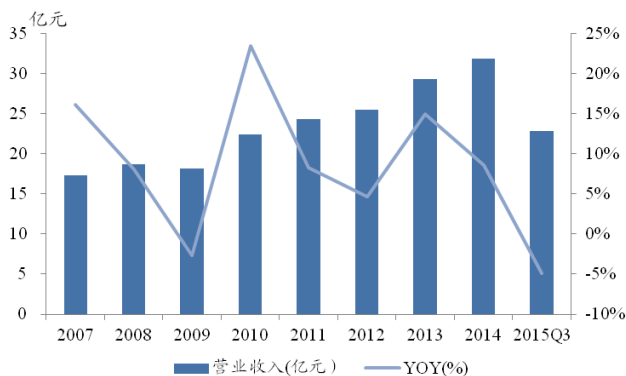
关停产能对产业影响立竿见影，印染价格已出现一定程度上涨。根据绍兴大湾化纤公司调价函，自2月21日染费在原有基础上上涨600元/吨，我们与行业内人士沟通得知该公司产品为中端，上涨幅度约为3-5%。此外，行业内其他公司产品价格已出现一定程度的上涨，高端产品涨幅多达5-8%。

航民股份作为印染龙头，受益于行业集中度提升和印染行业整体性提价。印染行业集中度低，目前尚未出现龙头企业，航民股份市占率也仅为个位数。绍兴市政府也印发《加快印染产业提升促进生态环境优化工作方案的通知》，提出制定标准、成立产业基金、增强对印染转型升级的力度，到十三五末力争培育5家产值超50亿元的印染骨干企业。航民股份印染布产能约11亿米，产品定位高端为主，自备热电厂、成本优势突出，受益于印染行业整体性提价。

3.2. 印染龙头公司将充分受益

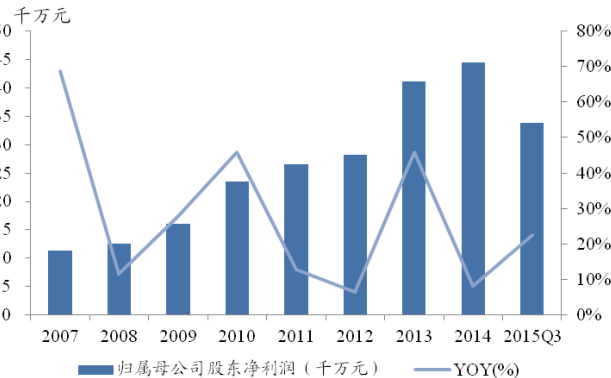
印染龙头公司，近三年业绩复合增速高达19%。航民作为印染行业的绝对龙头，连续多年荣获中国印染行业“二十强企业”称号、全国印染行业节能减排达标竞赛企业先进奖。公司历年营收保持平稳增长，2012-2014年归属母公司股东净利润复合增速高达18.9%。2015年前三季度，公司实现营业收入22.8亿元，归属于母公司所有者的净利润3.4亿元，比上年增长22.6%。据公司计划，2015年全年或实现37.3亿元销售收入。

图 11: 公司历年收入保持平稳增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

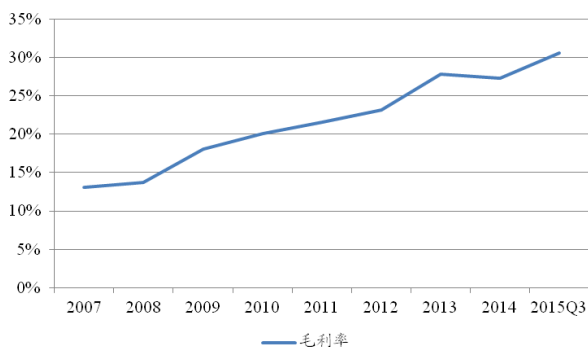
图 12: 公司历年归母净利润始终保持较快增速



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

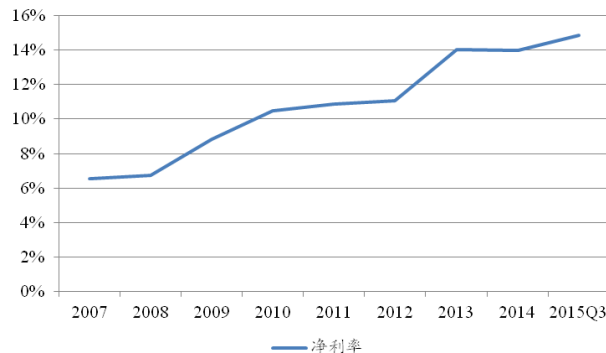
毛利率和净利率逐年攀升，彰显龙头地位和费用管控水平。公司毛利率保持逐年攀升趋势，2015 年前三季度毛利率 30.6%，2007 年至 2014 年毛利率增加了 14.2 个百分点。净利率也呈现出同样趋势，在人工上涨和染料费用高位波动的情况下，体现了公司较高的费用管控水平。

图 13: 公司毛利率逐年攀升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 公司净利率呈逐年上升趋势



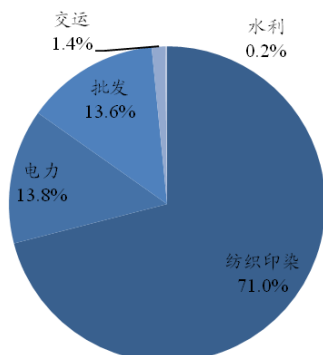
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

公司收入结构以纺织印染为主，模式为来料加工。2014 年全年，公司营业收入的80%以上来自印染。公司印染主业以加工模式为主，由销售商购买坯布，然后在印染企业下订单进行染色及后整理，采用该经营模式的印染企业只收取加工费。区别于自营模式，公司在降低库存风险、加速资金周转、较快回笼账款、规避汇率波动、快速响应客户多品种和小批量需求上组织生产与产品开发等方面，具有相对优势。

旗下有六家印染企业与三家热电企业，纵向延伸至全产业链。公司目前已形成了以印染为主业，热电、织造、非织造、海运配套发展的稳健高效产业链。如印染配套的热电业务，使公司生产可以不受热力不足影响。配套的水处理设施有助于降低取水、用水成本。采用印染废水对热电燃煤锅炉烟气脱硫，有效降低公司脱硫运行费用。公司六家

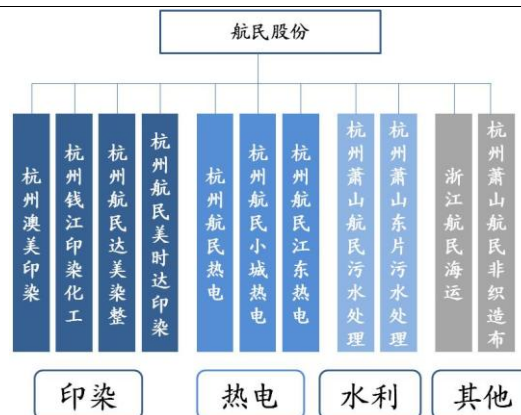
印染企业与三家热电企业地域集中，同行企业之间通过管理经验交流、技术传播与共同创新，抱团提高市场竞争能力和抗风险能力。

图 15: 公司 2014 年主营业务收入以纺织印染为主



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 16: 公司参股控股多家印染子公司和热电企业



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

项目建设努力推进，技改创新日益明显，管控能力日益提高。2015 年，公司旗下六家印染企业和三家热电企业完成有效期 20 年的排污权申购。萧山东片污水处理有限公司已正常运行；钱江印染新建日处理 20000 吨的污水处理站建成完工，运转正常。同时，各印染企业努力实现市场差异化定位，通过采用新技术、新工艺，积极抢占中高端市场，公司安装应用了自动称料装置和助剂、液碱配送系统，提高用料的精准度，降低了用料消耗。

3.3. 此次提价为公司带来较大收入和业绩弹性

此次环保风暴以来，部分生产中端产品的印染公司提价空间在 3-8% 左右。航民股份以高端产能为主，印染业务占主营业务收入约 70%，产能在 11 亿米左右。我们据此假设，在印染以外其他业务收入不变的情况下，假设公司产品均价分别提升 0%、5%、10% 和 15%，产能分别提升 0%、5% 和 10%，则收入会有相应比例的提升。

同时，以 2014 年的合并利润表为参考，假设产能不变、成本端和费用端不变的情况下，若公司产品均价分别提升 5%、10% 和 15%，则毛利率分别增加 3.4 个百分点、6.3 个百分点和 9.5 个百分点，业绩弹性分别为 35.8%、71.6% 和 107.4%。相应的收入和业绩弹性如下表。

表 7: 中性假设下产能和价格提升后收入增长 7%

价格变动幅度 \ 产能变动幅度	价格变动幅度			
	0%	5%	10%	15%
0%	0.0%	3.5%	7.0%	10.5%
5%	3.5%	7.2%	10.9%	14.5%
10%	7.0%	10.9%	14.7%	18.6%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 8: 以 2014 年为准，产品提价 5% 则业绩增 36%

产品价格变化幅度	0%	5%	10%	15%
对应毛利率	27.3%	30.7%	33.9%	36.8%
业绩弹性	0.0%	35.8%	71.6%	107.4%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 风险提示

- 1) 棉花价格持续上涨使得国内纺织行业整体竞争力下降：棉花价格如果长期上涨，会使得国内纺织行业的成本攀升。对于中小企业来说，难以得到进口配额，进一步压缩其生存空间。对于大型用棉企业来说，可以使用进口棉花代替，但长期来看将受到疆棉直补政策、棉花进口税收政策变动的影响。
- 2) 印染涨价不及预期：印染行业产品价格已有一定程度的上涨，未来上涨的幅度受到下游服装消费需求、纺织服装出口增速等因素的牵制。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		