

投资评级：推荐（首次）

分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

余嫻嫻 021-61680360

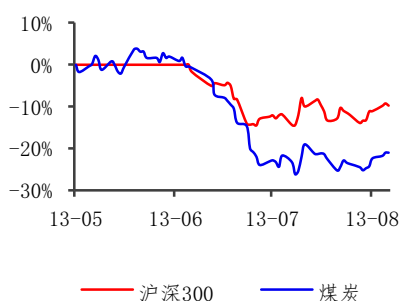
Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	14A	15E	14A	15E
联发股份	0.94	0.89	17	16
航民股份	0.7	0.76	18	17
美欣达	-0.19	0.45	-188	67
华纺股份	0.06	0.042	118	146

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

染费上涨有望传导到下游印染面料

——印染行业专题报告

投资建议

印染行业淘汰落后产能，印染费有望持续上涨，并且有望进一步传导到下游印染面料。印染行业推荐航民股份，印染面料首推联发股份，其他推荐华纺股份，美欣达。

要点

- **事件：**G20 峰会将在杭州召开，为了让天空呈现“浙江蓝”，浙江省印染、化工等高污染产业将受到重点整顿。1月上旬，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。柯桥区印染产能占到全国印染产能三分之一以上。春节前，绍兴柯桥区对 64 家印染企业实施停产整治，总计排污量 105197.9 吨/日。随着去产能的展开，印染费用预计迎来提价窗口。
- **淘汰落后产能，印染站在供给侧改革风口，首选航民股份：**随着“大气十条”、“水十条”、“新环保法”的相继出台，以中小企业为主的印染行业迎来关停潮。而此次浙江 G20 峰会只是柯桥区印染厂关闭的导火线。即便没有 G20，印染行业淘汰落后产能，龙头企业市场份额提升也是长期趋势。柯桥是国内最大的印染集群产地，2015 年柯桥区已淘汰落后印染产能 1.3 亿米，落后织造产能 0.3 亿米。特别是近 5 年来，柯桥区已累计淘汰和整治各类低端落后企业（作坊）1993 家，累计淘汰落后印染产能 42.68 亿米、织造产能 17.08 亿米。因此印染行业淘汰落后产能将是长期趋势，行业龙头有望持续受益。航民股份规模行业领先，产业链完整，是行业内竞争力最强，盈利能力最强的公司之一，所以印染费价格上涨，首选航民股份。
- **染费成本有望传导到下游印染面料，推荐联发股份等：**印染行业此番产能大整顿，将直接减少印染行业的供给，促使染费上升；上游染费的上升，会在一定程度上抑制下游印染布产量，从而促使印染布价格的上升。印染面料推荐联发股份。其他推荐华纺股份、美欣达。
- **风险提示：**环保成本上升风险；价格上涨幅度低于预期风险。

目录

1. 淘汰落后产能，印染站在供给侧改革风口	4
2. 行业趋向集中，优势企业迎机遇	5
3. 染费成本增加有望推升下游印染面料价格	6
4. 建议关注相关标的	8
4.1 联发股份	8
4.2 华纺股份	8
4.3 航民股份	8
4.4 美欣达	8
4.5 产能与业绩弹性对比	9

图表目录

图 1: 印染企业数量	4
图 2: 近年印染布产量变化情况	4
图 3: 染费成本增加有望提升下游印染面料价格	6
图 4: 印染产业链和色织布产业链	6
图 5: 印染面料成本构成	7
图 6: 成衣成本构成	7
图 7: 印染行业龙头毛利率呈上升趋势	7
表 1: 2015 年以来全国主要城市关闭印染企业家数	4
表 2 价格对业绩的弹性对比	9

1. 淘汰落后产能，印染站在供给侧改革风口

随着“大气十条”、“水十条”、“新环保法”的相继出台，以中小企业为主的印染行业迎来关停潮。国内最大的印染集群产地柯桥（位于浙江），2015年柯桥区已淘汰落后印染产能1.3亿米，落后织造产能0.3亿米。特别是近5年来，柯桥区已累计淘汰和整治各类低端落后企业（作坊）1993家，累计淘汰落后印染产能42.68亿米、织造产能17.08亿米。

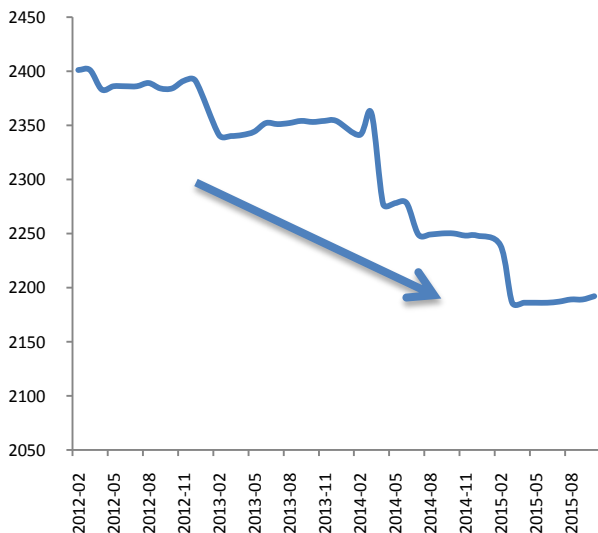
除了浙江，江苏、福建、北京等省市也相应加大了印染行业的整治力度。如上海将大批关停纺织化工等高污染企业，迪士尼区域153家水源区域104家将进行关停调整；北京不再保留纺织印染行业，1200家污染企业将提前一年退出等等。

表 1: 2015 年以来全国主要城市关闭印染企业家数

	浙江绍兴	广东汕头	广东谷饶镇	广东晋宁	上海迪士尼区域	合计
整顿时间	2016年2月	2015年以来	2015年4月	2015年5-6月	2015年以来	-
印染企业	74	58	56	142	104	434

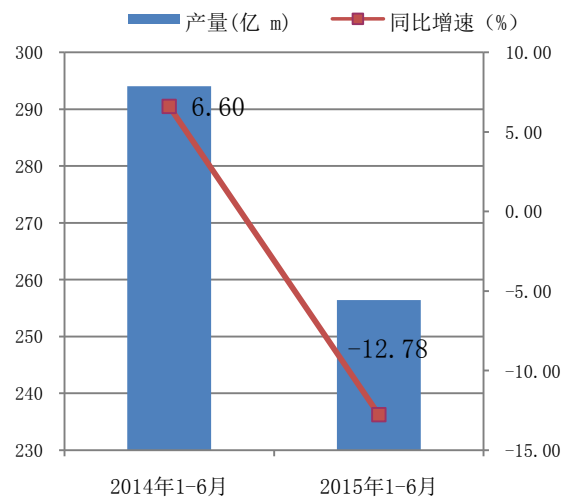
资料来源：互联网、长城证券研究所

图 1: 印染企业数量



资料来源：长城证券研究所

图 2: 近年印染布产量变化情况



资料来源：wind、长城证券研究所

2015年1—6月，印染布产量为256.44亿米，比上年同期降低12.78%。2016年印染行业去产能有望站在供给侧改革的风口上。

2. 行业趋向集中，优势企业迎机遇

根据《产业结构调整指导目录》、《印染行业准入条件》，落后产能的界定标准为：

一、74型染整生产线，出厂年限已超过30年；制造日期（出厂日期）在1996年前的国产前处理、染色、印花和定形设备。二、已过折旧年限，自动化程度低，结构不合理，能耗、水耗高，产品质量稳定性差。三、制造日期（出厂日期）在2001年前的国产间歇式染色设备，包括高温高压溢流染色机（J型缸）、高温高压卷染机（横开门）、常温常压卷染机（平缸）和高温高压喷射染色机（O型缸）。

而这些粗放型的产能主要集中在缺乏竞争优势的小型企业，有优势的大型企业的设备基本已更新换代，符合环保要求。随着印染行业的转型升级深入推进，大型的优势企业将继续提高市场份额。

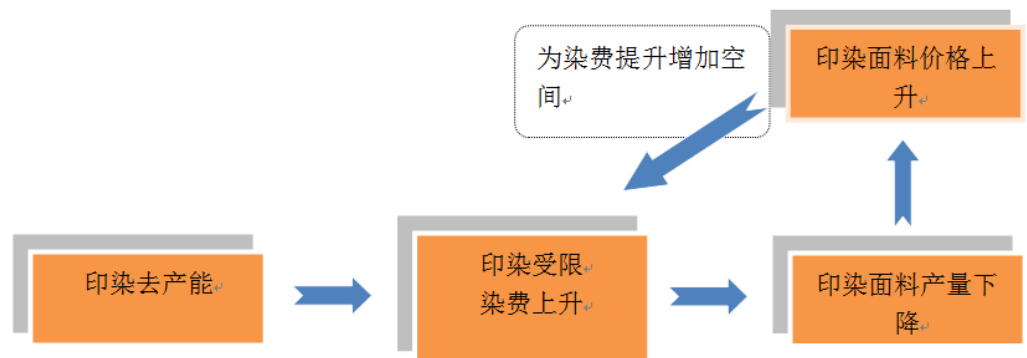
2013年1-12月份，规模以上1906家印染企业实现主营业务收入3641.02亿元，同比增长8.01%，增速高于去年同期0.96个百分点；实现利润总额183.88亿元，同比增长18.15%，高于去年同期4.77个百分点。2015年1-11月份，规模以上印染企业实现主营业务收入3525.62亿元，同比增加3.73%，增速提高1.20个百分点；实现利润总额172.95，同比增加8.20%，增速提高4.77个百分点；销售利润率4.91，较2014年同期增长0.24个百分点。

2015年1-5月份，规模以上印染企业实现主营业务收入1464.22亿元，较2014年同期增长2.51%，较2011年同期增长21.73%。实现利润总额63.41亿元，较2014年同期增长3.78%，较2014年同期增长3.78%，较2011年同期增长40.88%。表明随着转型升级深入推进，优势企业运行质量和效益不断提高。

3. 染费成本增加有望推升下游印染面料价格

印染行业的关停整顿，将直接减少印染行业的供给，促使染费上升；上游染费的上升，会在一定程度上抑制下游布匹产量，从而促使布价的上升。同时，布价的上升将为上游染费的提升增加空间，我们认为，在印染行业去产能的背景下，染费、布价能构筑双向通道，互相促进提升。

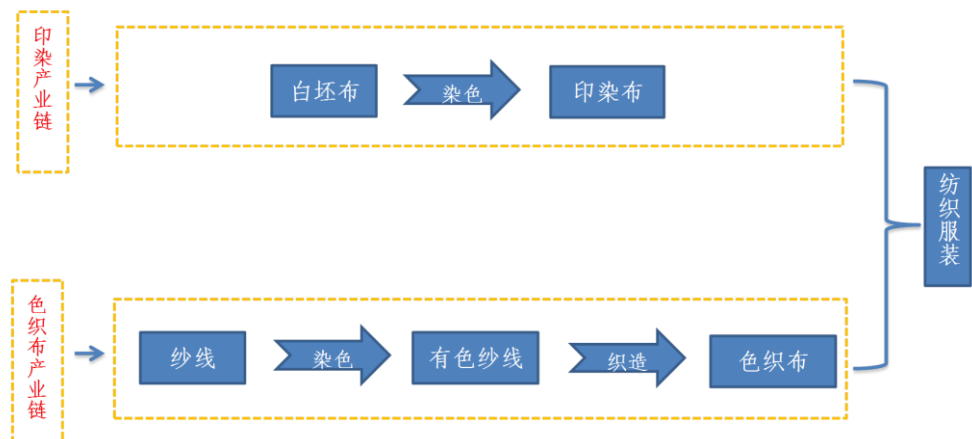
图 3: 染费成本增加有望提升下游印染面料价格



资料来源: 长城证券研究所

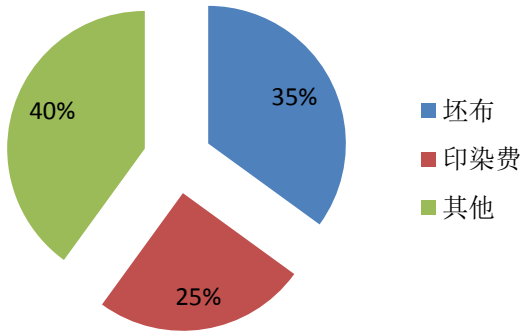
印染企业和色织布企业的生产工艺相似，均要对原料进行染色。印染企业（航民股份）是对织造后的面料（如白坯布）进行印花染色，形成印染布后，再用于下游的纺织服装领域。色织布企业（联发股份）是先对纱线进行染色，然后使用有色纱线进行织布，形成色织布后，再用于下游的纺织服装领域。

图 4: 印染产业链和色织布产业链



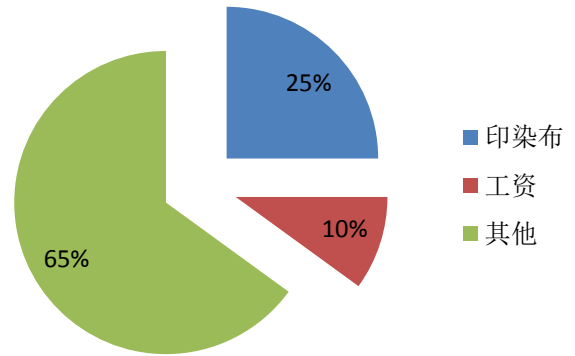
资料来源: 长城证券研究所

图 5: 印染面料成本构成



资料来源: 长城证券研究所

图 6: 成衣成本构成



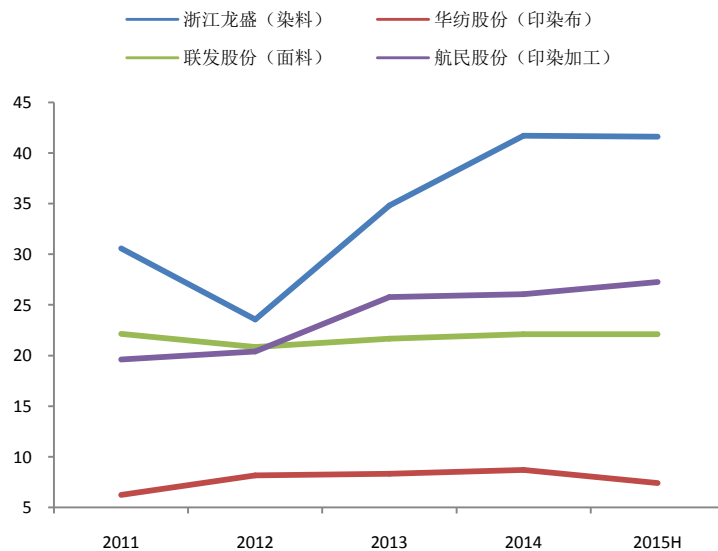
资料来源: 长城证券研究所

按照印染费约 2 元/米, 我国印染布出口平均单价 1.2 美元/米计算, 目前印染费用约占印染布成本的 25.6%。而印染布约占成衣成本的 25%, 折算起来, 印染费用约占成衣成本的 6.25%。

基于印染费占印染布、以及成衣成本较低比例, 我们判断, 随着印染费的上涨, 能传导到下游印染布、成衣, 促使印染布、成衣价格上涨。同时, 印染布、成衣价格上涨, 又为染费的提升增加空间, 构筑双向通道。

印染费向下游传导, 从毛利率对比能够更清晰的展示出来:

图 7: 印染行业龙头毛利率呈上升趋势



资料来源: 长城证券研究所

2012-2015 年, 浙江龙盛的染料价格暴涨, 这从毛利率也能看出来, 但航民股份的毛利率并没有受到影响, 反而不降反升, 同样, 华纺股份, 联发股份的毛利率也没有下

降，也是上升趋势，说明印染成本的上升能够充分的向下游传导，染料上涨会传导到染费，再传导到下游印染布与色织布。

航民股份、华纺股份、美欣达、联发股份作为印染、印染布的龙头企业，近年来随着落后产能的淘汰，印染费及印染布价格的上升使得行业龙头毛利率得以上升。随着去产能政策的进一步实施，行业龙头毛利率有望得到进一步的提升。

4. 建议关注相关标的

4.1 联发股份

联发股份主营色织布、印染布、衬衫及棉纱等，色织布销售占比 66%，产品以外销为主。公司主要定位于中高端色织布领域，同时布局海外制造基地。公司印染布产能约为 6000 万米/年，色织布产能为 1.6 亿米/年，2014 年公司印染布产量同比增长 20.63% 至 4058.86 万米。目前产能利用率约 67% 左右，未来印染布业务仍有增长空间。

公司 2015 年三季度营业收入 26.25 亿元，同比增长 5.26%，归母净利润 1.78 亿元，同比增长 2.08%。受行业去产能影响，公司因此受益，仍有盈利空间可以挖掘。

4.2 华纺股份

公司是国家纺织产品开发中心的印染产品开发基地，中国纺织印染行业销售 10 强企业。公司年生产能力 2 亿米，出口占总产量 80%。公司开发的天丝染整技术被被列为国家技术开发项目，获省级科技进步一等奖。公司主营业务为棉、化纤纺织及印染精加工，棉及化纤制品、服装、服饰、服饰的生产、加工、销售。

公司 2015 年三季度营业收入 17.51 亿元，同比增长 4.05%，归母净利润 0.16 亿元，同比增长-27.5%。

4.3 航民股份

航民股份以印染为主业，热电、织布、非织造布、海运物流为配套。公司印染产能为 10.35 亿多米，市场份额 2%。公司印染业务盈利水平稳健，产品定位高端为主。自备热电厂，成本优势突出。受益于本次去产能的地点和力度，公司市场占有率扩大，且公司主攻的高端印染提价幅度更大，使得公司成为本轮印染行业去产能中最大的受益者。

公司 2015 年三季度营业收入 22.81 亿元，同比减少 4.87%，归母净利润 3.38 亿元，同比增加 22.57%。目前公司印染产能将放缓，并寻求外延式增长。考虑到本次浙江去产能力度，产品的价格弹性，在不用加大产能的情况下可以给公司大幅增加利润。

4.4 美欣达

美欣达是专门从事棉、涤/棉、麻的染色、印花、涂层面料的设计开发生产的大型企业。目前公司拥有 4 条前处理线、6 条长车染色线、2 条染色冷堆线、3 条圆网印花线和

1 条涂层线以及 2 台数码印花线，具有较强的后整理深加工能力，年生产能力约 6000 万米，

公司 2015 年业绩扭亏为盈，我们看好后续公司印染主业的竞争优势。受益于本次去产能，供给端萎靡抬高产品价格覆盖掉环保带来的成本，扩大公司市场占有率，给公司带来更多的盈利空间。

公司 2015 年前三季度实现营业收入 5.72 亿元，同比下降 29.81%，实现归母净利润 1.90 亿元，同比增长 493.06%。

4.5 产能与业绩弹性对比

航民股份印染技术行业领先，毛利率处于行业领先地位，印染费上涨直接受益，经测算，其业绩弹性最大；联发股份的色织布、衬衣处于印染行业的下游，印染费的上涨有望传到下游，带动色织布价格上涨；同时，建议关注印染产能较大的华纺股份、美欣达。

表 2 价格对业绩的弹性对比

	联发股份	航民股份	美欣达	华纺股份
主营业务	色织布（74.8%）、衬衣（12.1%）	印染（84%）	印染（71.2%）、纺织（19%）	印染（78%）
产能（/年）	印染布 6000 万米 色织布 1.6 亿米	印染 10.35 亿米	印染 6600 万米	印染 2 亿米
总市值	46.29 亿	80.49 亿	25.18 亿	25.98 亿
股价	14.3	12.67	30	6.15
印染费每上涨 0.1 元/米，EPS 增加	0.05	0.12	0.06	0.04

(说明：航民股份主要是印染加工，联发股份、华纺股份、美欣达主要是印染面料；假设 1.印染费的上涨能完全传导到印染布 2、印染费不同面料差别较大，一般面料印染费 2.5-3 元/米左右)

资料来源：wind、长城证券研究所

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
王涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com
李嘉禾: 0755-83515203, 13826520778, lijiah@cgws.com
李丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>