

桐昆股份 (601233.SH)

涤纶长丝盈利稳定，未来上下游延伸提升盈利能力

公司研究简报

◆ 涤纶长丝行业龙头，产品盈利稳定，三季度旺季有望价升量增，未来上下游延伸提升盈利能力，首次给予“买入”投资评级，目标价格 35 元

公司是国内涤纶民用长丝龙头企业，规模成本优势、产品差异化优势，以及行业存货周转快，现款现货的特点，使其产品盈利始终保持稳定，即使产品下跌周期，仍能维持稳定盈利，随着三季度下游需求旺季和补库存到来，产品有望价量齐升，未来公司积极向上下游的 PTA 和差别化长丝延伸，提升公司盈利能力和稳定性。我们预计 11-13 年 EPS 分别为 2.1、2.58 和 2.94 元，按照目前股价对应市盈率为 13 倍，考虑到三季度旺季到来，产品量价齐升，提升盈利预期和估值水平，我们认为给予其 11 年 15-18 倍市盈率较为合理，对应股价合理区间在 31.5~37.8，首次给予“买入”的投资评级，目标价 35 元。

◆ 涤纶长丝行业龙头，上下游议价能力强决定产品盈利稳定性强

公司目前拥有涤纶长丝产能约 140 万吨（其中 POY85 万吨、DTY27 万吨、FDY28 万吨），产销量居全国第一。公司的产品差别化率高达 50% 以上，拥有品种近百个。公司凭借其规模优势、产品差异化优势和资金优势，无论在成本（投资成本、单位能耗）还是对上下游议价能力（原材料采购、下游现款现货）都领先国内其他企业。涤纶长丝行业特点是低毛利率低费用率，靠规模和成本取胜，即使是微弱的成本优势也能使企业未来市场占有率不断提高。

◆ 涤纶长丝行业存货周转快，现款现货，即使产品价格下跌周期，仍能维持稳定盈利能力

公司涤纶长丝产品的特点是存货周转快，原材料库存一般仅 2 周左右，而对下游采购一般为现款现货。因此，只要上游原材料和涤纶长丝维持稳定价差，即使在产品和原材料价格下跌时，公司仍然能够维持稳定的盈利能力。

根据我们对长丝的跟踪，尽管二季度受下游纺织行业淡季影响，化纤产品价格回调，但涤纶长丝价格下跌幅度较上游原材料小，从产品价差来看，5 月下旬涤纶长丝盈利情况已企稳，6 月份涤纶长丝盈利明显回升，我们判断随着三季度下游需求旺季和补库存到来，而下半年上游原材料 PTA 国内产能释放，对下游涤纶的议价能力将减弱，涤纶长丝的盈利能力有望持续扩大。

◆ PTA 国内产能下半年释放，议价能力减弱，公司向上下游延伸提升盈利稳定

涤纶长丝原材料 PTA，2011 年下半年和 2012 年分别新增产能 300 多万吨，和近 500 万吨，预计未来 3 年内国内将实现完全自给，未来 PTA 供需将好转。

公司未来积极向上下游延伸，30 万吨 FDY 差别化纤维项目计划今年年底投产，长兴恒腾 40 万吨低碳差别化纤维项目预计 2013 年投产，公司 80 万吨 PTA 项目预计明年一季度开始投产，上下游延伸将提升整体盈利稳定。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	9,322	14,702	17,431	17,270	19,791
净利润（百万元）	331	1,092	1,010	1,245	1,418
净利润增长率	218.92%	229.84%	-7.50%	23.25%	13.95%
EPS（元）	0.69	2.27	2.10	2.58	2.94
P/E	41	12	13	11	10

买入（首次）

当前价/目标价：27.99/35.00 元

目标期限：6 个月

分析师

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

程磊（执业证书编号：S0930510120003）

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

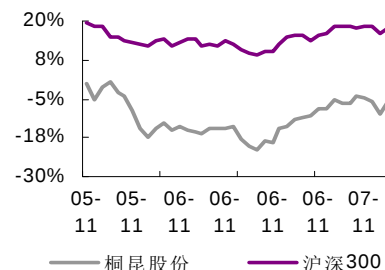
总股本(亿股)：4.82

总市值(亿元)：134.86

一年最低/最高(元)：23.12/30.70

近 3 月换手率：103.36%

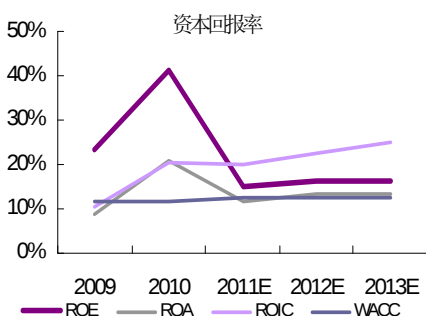
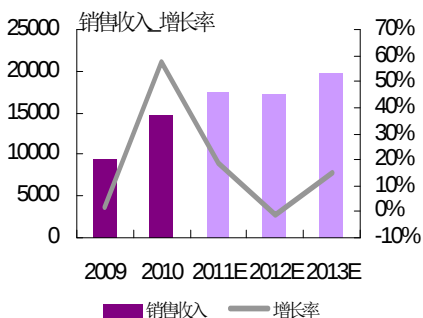
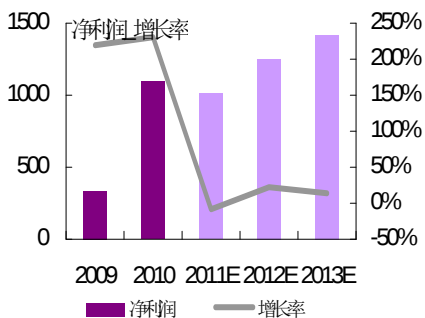
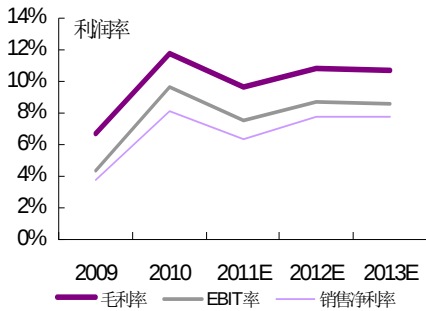
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.87	0.00	0.00
绝对	10.15	0.00	0.00

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,322	14,702	17,431	17,270	19,791
营业成本	8,692	12,965	15,756	15,410	17,667
折旧和摊销	239	293	374	386	399
营业税费	13	27	26	27	32
销售费用	29	28	35	35	40
管理费用	184	260	305	302	346
财务费用	39	35	28	-70	-98
公允价值变动损益	0	3	0	0	0
投资收益	7	14	15	15	15
营业利润	370	1,404	1,294	1,582	1,818
利润总额	388	1,424	1,293	1,581	1,816
少数股东损益	19	108	89	99	125
归属母公司净利润	331.02	1,091.82	1,009.97	1,244.80	1,418.48

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,931	5,735	9,380	10,138	11,687
流动资产	1,610	2,782	6,656	7,599	9,347
货币资金	405	669	4,296	5,204	6,647
交易型金融资产	2	26	0	0	0
应收账款	74	65	108	92	114
应收票据	211	456	468	500	552
其他应收款	21	14	28	22	28
存货	777	887	1,244	1,136	1,348
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,171	2,433	2,266	2,113	1,939
无形资产	117	209	198	188	179
总负债	2,351	2,837	2,252	1,996	2,405
无息负债	1,392	1,346	2,093	1,836	2,245
有息负债	959	1,491	159	159	159
股东权益	1,580	2,897	7,128	8,142	9,282
股本	320	362	482	482	482
公积金	204	392	3,504	3,517	3,517
未分配利润	902	1,890	2,799	3,701	4,716
少数股东权益	154	254	343	442	567

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	579	1,013	1,931	1,355	1,901
净利润	331	1,092	1,010	1,245	1,418
折旧摊销	239	293	374	386	399
净营运资金增加	-178	1,745	-32	266	306
其他	188	-2,117	580	-541	-222
投资活动产生现金流	-552	-1,352	-109	-185	-185
净资本支出	566	1,348	150	200	200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,118	-2,700	-259	-385	-385
融资活动现金流	99	708	1,805	-262	-273
股本变化	0	42	120	0	0
债务净变化	226	532	-1,332	0	0
无息负债变化	478	-46	747	-257	409
净现金流	126	369	3,627	908	1,443

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.51%	57.72%	18.56%	-0.92%	14.59%
净利润增长率	218.92%	229.84%	-7.50%	23.25%	13.95%
EBITDA 增长率	68.30%	167.57%	-1.99%	12.02%	11.69%
EBIT 增长率	143.94%	253.32%	-8.07%	14.54%	13.85%
估值指标					
PE	41	12	13	11	10
PB	9	5	2	2	2
EV/EBITDA	17	8	8	6	5
EV/EBIT	28	10	10	8	7
EV/NOPLAT	31	11	11	9	8
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	6.76%	11.82%	9.61%	10.77%	10.73%
EBITDA 率	6.88%	11.67%	9.64%	10.90%	10.63%
EBIT 率	4.32%	9.67%	7.50%	8.67%	8.61%
税前净利润率	4.17%	9.69%	7.42%	9.15%	9.18%
税后净利润率 (归属母公	3.55%	7.43%	5.79%	7.21%	7.17%
ROA	8.91%	20.92%	11.72%	13.26%	13.21%
ROE (归属母公司) (摊	23.21%	41.31%	14.89%	16.17%	16.28%
经营性 ROIC	10.28%	20.30%	19.82%	22.38%	25.14%
偿债能力					
流动比率	0.76	1.04	3.25	4.24	4.31
速动比率	0.40	0.71	2.65	3.61	3.69
归属母公司权益/有息债务	1.49	1.77	42.56	48.30	54.67
有形资产/有息债务	3.97	3.70	57.60	62.41	72.19
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.69	2.27	2.10	2.58	2.94
每股红利	0.00	0.00	0.68	0.84	0.96
每股经营现金流	1.20	2.10	4.01	2.81	3.95
每股自由现金流(FCFF)	0.45	-3.32	2.84	2.48	2.79
每股净资产	2.96	5.49	14.08	15.98	18.09
每股销售收入	19.35	30.52	36.18	35.84	41.08

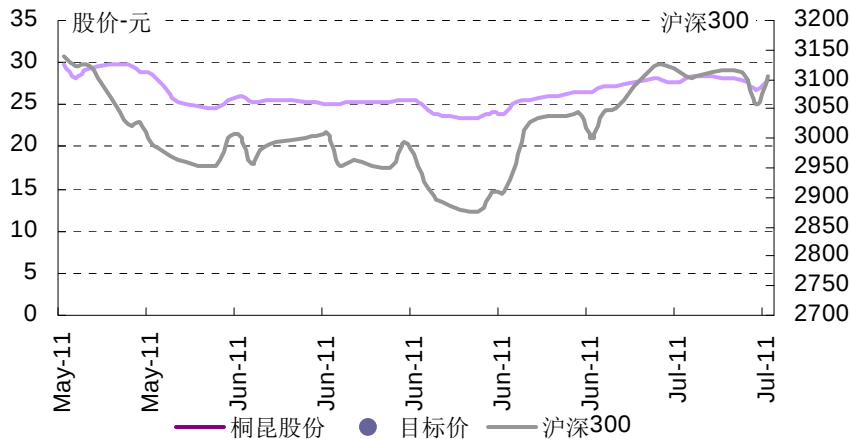
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

桐昆股份 (601233)



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com