

桐昆股份（601233）

推荐（维持）

行业景气带动净利润增长

市场数据

报告日期	2011-8-5
收盘价(元)	32.43
总股本(百万股)	481.80
流通股本(百万股)	96.00
总市值(百万元)	15624.77
流通市值(百万元)	3113.28
净资产(百万元)	6269.98
总资产(百万元)	8937.16
每股净资产	13.01

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	14702	19112	20946	23357
同比增长(%)	57.7%	30.0%	9.6%	11.5%
净利润(百万元)	1092	1102	1299	1638
同比增长(%)	229.8%	0.9%	17.9%	26.1%
毛利率(%)	11.8%	9.8%	10.3%	11.5%
净利率(%)	7.4%	5.8%	6.2%	7.0%
净资产收益率(%)	41.3%	16.1%	16.4%	17.7%
每股收益(元)	2.27	2.29	2.70	3.40
每股经营现金流(元)	2.10	2.46	2.88	4.42

相关报告

《稳健前行的涤纶长丝龙头》
2011-5-29

投资要点

事件:

桐昆股份公布 2011 年半年报, 报告期实现营业收入 97.84 亿元, 同比增长 42.3%, 实现营业利润 6.90 亿元, 同比增长 78.2%, 实现归属于母公司的净利润 4.96 亿元, 同比增长 57.8%。按 4.818 亿股的最新总股本计, 实现 EPS 1.03 元, 每股经营性现金流为 1.70 元。公司拟以总股本 4.818 亿股为基数, 每 10 股转增 10 股并派发现金红利 8 元(含税)。

点评:

桐昆股份上半年业绩与我们此前 EPS 为 1.02 元的预测基本一致, 产品的产销量增长和价格上涨(及毛利率提升)是公司业绩增长的主要原因。

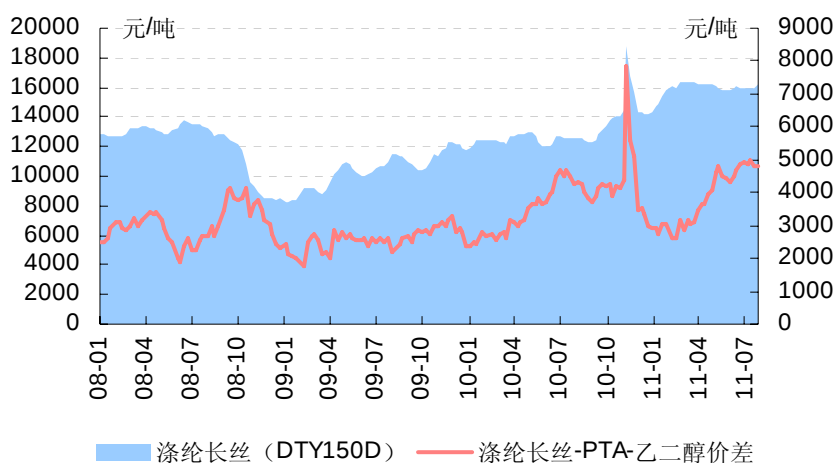
- **上半年公司涤纶长丝量增价升。**报告期内, 公司产品产量同比增长 13%, 产销率达到 99.94%, 基本实现满产满销; 另一方面, 涤纶长丝受下游需求增长和原材料价格上涨影响, 价格有较明显上涨。以 DTY150 产品为例, 其上半年华东市场均价同比上涨超过 28%。
- **POY、DTY 产品毛利率上升。**由于市场需求增长和细分行业供给情况存在一定差异, 上半年公司各主要产品毛利率变化情况有所区别, 其中 POY、DTY 产品毛利率分别上升 3.9、6.2 个百分点至 9.9%、14.5%, 而 FDY 产品毛利率则同比下降 4.9 个百分点至 7.2%(处于 08 年以来的最低水平), 我们预期后市将有合理回升。

分析师 郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120005

联系人 刘曦
021-3856 5754
liuxi@xyzq.com.cn

- **下半年涤纶景气有望再度向上。**整体来看，行业景气下产品的产销量增长和价格上涨（及毛利率提升）是公司业绩增长的主要原因。展望下半年，我们认为伴随纺织旺季临近，下游企业的补库存需求将拉动化纤行业景气再度向上，公司低存货、高周转的经营策略能确保产能得到充分利用；同时 PTA 等重要原料的价格在新增产能大批量投放的背景下将缺乏上涨动力，公司涤纶长丝产品毛利率有望得到合理提升。
- **维持“推荐”评级。**结合公司中报信息及行业前景分析，我们小幅上调公司 2011 EPS 预测至 2.29 元，并维持 2012、2013 年 EPS 分别为 2.70、3.40 元的预测。桐昆股份作为稳健前行的涤纶长丝龙头，在未来 PTA 项目（预计于明年一季度投产）和熔体直纺长丝装置逐步建成投产后，其围绕涤纶长丝构建的一体化产业链将趋于完整，竞争力将进一步强化，并为后续增长提供动力，我们维持“推荐”的投资评级。

图 国内涤纶长丝价格和价差



资料来源：化纤经济信息，兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2782	3400	3721	4787
货币资金	669	718	611	1522
交易性金融资产	26	33	36	41
应收账款	65	91	99	111
其他应收款	14	36	40	44
存货	887	1411	1721	1725
非流动资产	2952	5492	6518	7189
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2433	4362	5599	6371
在建工程	306	903	702	601
油气资产	0	0	0	0
无形资产	209	209	209	209
资产总计	5735	8892	10238	11977
流动负债	2665	1691	1838	2019
短期借款	1193	0	0	0
应付票据	210	345	376	413
应付账款	866	1034	1127	1240
其他	396	312	334	365
非流动负债	173	12	11	10
长期借款	159	0	0	0
其他	13	12	11	10
负债合计	2837	1704	1849	2029
股本	362	482	482	482
资本公积	265	3223	3223	3223
未分配利润	1890	2970	4022	5368
少数股东权益	254	365	488	668
股东权益合计	2897	7188	8390	9948
负债及权益合计	5735	8892	10238	11977

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1200	1102	1299	1638
折旧和摊销	0	174	264	329
资产减值准备	0	1	1	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	30	-12	-25
投资损失	0	-15	-17	-18
少数股东损益	108	110	123	180
营运资金的变动	0	202	279	-29
经营活动产生现金流量	1013	1185	1388	2131
投资活动产生现金流量	-1352	-2692	-1286	-986
融资活动产生现金流量	708	1557	-208	-235
现金净变动	369	50	-107	911
现金的期初余额	292	669	718	611
现金的期末余额	660	718	611	1522

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	14702	19112	20946	23357
营业成本	12965	17240	18792	20674
营业税金及附加	27	34	38	42
销售费用	28	38	42	47
管理费用	260	382	440	490
财务费用	35	30	-12	-25
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	14	15	17	18
营业利润	1404	1403	1665	2147
营业外收入	46	51	56	62
营业外支出	26	28	31	34
利润总额	1424	1426	1689	2175
所得税	225	214	267	357
净利润	1200	1212	1422	1818
少数股东损益	108	110	123	180
归属母公司净利润	1092	1102	1299	1638
EPS (元)	2.27	2.29	2.70	3.40

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	57.7%	30.0%	9.6%	11.5%
营业利润增长率	278.9	0.0%	18.6%	29.0%
净利润增长率	229.8	0.9%	17.9%	26.1%
盈利能力(%)				
毛利率	11.8%	9.8%	10.3%	11.5%
净利率	7.4%	5.8%	6.2%	7.0%
ROE	41.3%	16.1%	16.4%	17.7%

偿债能力(%)

资产负债率	49.5%	19.2%	18.1%	16.9%
流动比率	1.04	2.01	2.02	2.37
速动比率	0.71	1.18	1.09	1.52

营运能力(次)

资产周转率	3.04	2.61	2.19	2.10
应收帐款周转率	205.6	232.5	209.2	210.9

每股资料(元)

每股收益	2.27	2.29	2.70	3.40
每股经营现金	2.10	2.46	2.88	4.42
每股净资产	5.49	14.16	16.40	19.26

估值比率(倍)

PE	14.3	14.2	12.0	9.5
PB	5.9	2.3	2.0	1.7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业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。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。