

桐昆股份 (601233)

推荐 (维持)

前三季度净利润大增，未来仍将保持平稳增长

市场数据

报告日期	2011-10-20
收盘价(元)	15.08
总股本(百万股)	963.60
流通股本(百万股)	240.00
总市值(百万元)	14531.09
流通市值(百万元)	3619.20
净资产(百万元)	6269.98
总资产(百万元)	8937.16
每股净资产	6.51

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	1172	1303	1639
同比增长(%)	229.8%	7.3%	11.2%	25.8%
毛利率(%)	11.8%	10.3%	10.4%	11.6%
净利率(%)	7.4%	6.1%	6.2%	7.0%
净资产收益率(%)	41.3%	18.0%	17.2%	18.3%
每股收益(元)	1.13	1.22	1.35	1.70
每股经营现金流(元)	1.05	1.32	1.35	1.91

相关报告

《行业景气带动净利润增长》
2011-8-5《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 年三季报, 1-9 月实现营业收入 150.02 亿元, 同比增长 41.4%, 实现营业利润 12.93 亿元, 同比增长 88.8%, 实现归属于母公司的净利润 9.38 亿元, 同比增长 66.1%。按 9.636 亿股的总股本计, 实现 EPS 0.97 元, 每股经营性现金流为 0.42 元。

其中 7-9 月实现营业收入 52.2 亿元, 同比增长 39.9%; 实现归属于母公司的净利润为 4.42 亿元, 同比增长 76.6%, 实现 EPS 0.46 元。

点评:

桐昆股份三季报业绩略高于我们前期 EPS 为 0.90 元的预期, 公司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。

- **前三季度净利润大增。**去年 4 季度以来, 涤纶长丝价格出现较大幅度的上涨, 以华东市场价为例, 1-9 月 DTY-150 产品均价为 15955 元/吨, 同比上涨近 25%, 而 PTA、乙二醇等原料价格涨幅相对滞后, 公司产品价差扩大、毛利率提升; 此外, 公司产品产销量也有一定增长。

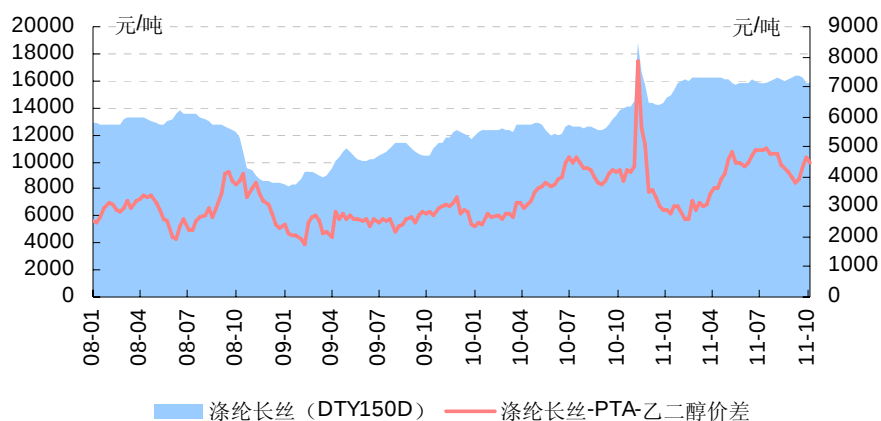
分季度来看, 由于产品-原料价差扩大, 三季度公司收入环比基本持平, 而净利润环比增长 60%以上, 与我们在中报点评中的判断基本一致。

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

- **公司整体仍将保持平稳增长。**由于下游资金紧张、海外需求低迷，目前国内涤纶长丝市场总体成交较为清淡，观望气氛较浓，产品价格也出现了下滑趋势；而 PTA 供应由于大连福佳大化（PX 项目）事故而出现阶段性紧张，其价格跌幅相对较小，涤纶长丝企业整体盈利空间收窄，但整体水平仍然丰厚。中期而言，由于新增产能投产速度快于需求增速，涤纶长丝行业或将面临景气下行，但公司稳健的经营策略将确保业绩的平稳增长，而嘉兴石化 80 万吨 PTA 项目（目前完成进度 85%，预计 2012 年一季度投产）将大幅提升公司产业链一体化程度，并进一步提升公司产品竞争力。
- **维持“推荐”评级。**结合三季报信息，我们小幅上调公司 2011 年 EPS 至 1.22 元，维持公司 2012、2013 年 EPS 分别为 1.35、1.70 元的预测，公司作为国内涤纶民用长丝的龙头企业，依托稳健的经营策略和围绕涤纶长丝构建的完整一体化产业链，未来仍将保持平稳增长，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	3081	3399	4465
货币资金	669	415	197	797
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	1399	1730	1712
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	8573	9917	11655
流动负债	2665	1684	1836	2017
短期借款	1193	0	0	0
应付票据	210	343	375	413
应付账款	866	1029	1126	1239
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	1696	1847	2028
股本	362	964	964	964
资本公积	265	2741	2741	2741
未分配利润	1890	2653	3695	5041
少数股东权益	254	369	494	673
股东权益合计	2897	6877	8069	9627
负债及权益合计	5735	8573	9917	11655

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1200	1172	1303	1639
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	35	-1	-7
投资损失	0	-15	-17	-18
少数股东损益	108	115	124	179
营运资金的变动	0	194	381	282
经营活动产生现金流量	1013	1273	1302	1839
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	1166	-234	-254
现金净变动	369	-254	-218	600
现金的期初余额	292	669	415	197
现金的期末余额	660	415	197	797

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	17146	18774	20655
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	35	-1	-7
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	1491	1671	2148
营业外收入	46	51	56	62
营业外支出	26	28	31	34
利润总额	1424	1514	1696	2175
所得税	225	227	268	357
净利润	1200	1287	1427	1818
少数股东损益	108	115	124	179
归属母公司净利润	1092	1172	1303	1639
EPS (元)	1.13	1.22	1.35	1.70

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	6.2%	12.1%	28.6%
净利润增长率	229.8	7.3%	11.2%	25.8%
盈利能力(%)				
毛利率	11.8%	10.3%	10.4%	11.6%
净利率	7.4%	6.1%	6.2%	7.0%
ROE	41.3%	18.0%	17.2%	18.3%

偿债能力(%)

资产负债率	49.5%	19.8%	18.6%	17.4%
流动比率	1.04	1.83	1.85	2.21
速动比率	0.71	1.00	0.91	1.36

营运能力(次)

资产周转率	3.04	2.67	2.27	2.17
应收帐款周转率	205.6	232.5	209.2	210.9

每股资料(元)

每股收益	1.13	1.22	1.35	1.70
每股经营现金	1.05	1.32	1.35	1.91
每股净资产	2.74	6.75	7.86	9.29

估值比率(倍)

PE	13.3	12.4	11.2	8.9
PB	5.5	2.2	1.9	1.6

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。