

投资评级:	买入
当前价格:	13.2 元
目标价格:	18 元
目标期限:	6 个月

市场数据

总股本(百万股)	963.6
A 股股本(百万股)	963.6
B/H 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	25%
12 个月最高/最低(元)	37.43/10.81
第一大股东	桐昆集团
第一大股东持股比例	37.62%
上证综指/沪深 300	2404/2597

注: 2012 年 2 月 23 日数据

分析师: 陈刚

 (8621) 68634518-8221
Cg3264@xcsc.com
执业证书编号: S0500511030002
**地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路
958 号华能联合大厦 5 层湘财证券
研究所**

四季度产品跌价使全年净利润增长放缓

2011 年, 公司实现营业收入 201.2 亿元, 同比增长 36.84%; 实现利润总额 15.95 亿元, 同比增长 12%; 实现归属于母公司所有者的净利润 11.2 亿元, 同比增长 2.6%。基本每股收益 1.23 元。

国内涤纶行业第一企

桐昆股份是我国涤纶长丝制造业的龙头企业, 2001-2010 年连续 10 年在我国涤纶长丝行业产量、销量排名第一。目前公司拥有涤纶长丝产能 135 万吨 (其中 POY 80 万吨、DTY 27 万吨、FDY 28 万吨), 覆盖近百差别化产品品种, 差别化率达到 52%。

第四季度产品利润空间下降, 影响全年利润

公司前三季度净利润达 9.4 亿元, 每股收益 1.13 元; 第四季度净利润仅为 1.8 亿元, 每股收益 0.1 元。第四季度的业绩下滑对全年的业绩增长造成了很大的影响。去年四季度化工品市场普跌, 公司主营产品涤纶纤维也呈现了快速下跌态势, 目前我们监测的涤纶 POY (150D/48F) 价格在 12000 元/吨左右, 较去年 9 月份 14800 元/吨下跌了 2800 元/吨, 跌幅 19%。同时, 原材料 MEG、PTA 也处于下行阶段, 一定程度上降低了跌价风险, 但毛利率仍有所下滑, 第四季度毛利率为 10%, 较去年下降了 2 个百分点。

募投项目 2012 年逐步达产, 提供长期增长

按照 1 吨涤纶长丝需要 0.8335 吨 PTA 来计算, 公司募投项目嘉兴石化 80 万吨 PTA 将能满足 60-70% 的原材料需求, 公司预计于 2012 年 3 月达产; 另外 30 万吨和 27 万吨差别化纤维分别将于 2012 年 7 月和 2013 年 6 月达产, 进一步加强公司作为涤纶行业的“沃尔玛”超市地位。

估值和投资建议

涤纶行业作为最大的化纤品种, 在纺织服装的刚性需求下保持着较为稳定的增长。我们看好公司未来的长期发展, 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.35 元、1.45 元、1.67 元, 对应 PE 10 倍、9 倍、8 倍, 维持“买入”评级。

表 1、公司主要财务指标

财务预测	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	20118	21806	22935	25466
增长率 (%)	36.8%	8.4%	5.2%	11.0%
净利润 (百万元)	1120	1303	1397	1613
增长率 (%)	2.6%	16.3%	7.2%	15.4%
ROE (%)	17.2%	16.7%	15.2%	14.9%
EPS (元)	1.16	1.35	1.45	1.67
P/E	11.46	9.85	9.19	7.96
P/B	1.97	1.64	1.39	1.19
EV/EBITDA	7	7	6	6

数据来源: 湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5397	7437	9396	11786	营业收入	20118	21806	22935	25466
现金	1840	3988	5672	7631	营业成本	17981	19627	20611	22803
应收账款	96	118	118	133	营业税金及附加	37	38	41	46
其他应收款	52	47	51	59	营业费用	36	45	45	50
预付账款	809	822	918	997	管理费用	530	432	454	526
存货	1067	1323	1337	1478	财务费用	-17	49	25	6
其他流动资产	1532	1138	1299	1488	资产减值损失	5	3	3	4
非流动资产	5456	5249	4914	4562	公允价值变动收	-9	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	2896	4769	4671	4319	营业利润	1532	1613	1756	2032
无形资产	240	240	240	240	营业外收入	91	66	71	73
其他非流动资	2320	240	3	3	营业外支出	29	4	27	27
资产总计	10852	12686	14310	16348	利润总额	1595	1675	1801	2078
流动负债	3897	4306	4399	4670	所得税	351	251	270	312
短期借款	1899	1899	1899	1899	净利润	1243	1424	1531	1766
应付账款	1523	1562	1587	1834	少数股东损益	123	121	134	154
其他流动负债	476	844	913	937	归属母公司净利润	1120	1303	1397	1613
非流动负债	78	78	78	78	EBITDA	1872	1926	2125	2390
长期借款	66	66	66	66	EPS (元)	1.16	1.35	1.45	1.67
其他非流动负	12	13	12	13					
负债合计	3975	4384	4477	4749	主要财务比率				
少数股东权益	368	489	623	777	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	964	964	964	964	成长能力				
资本公积	2794	2794	2794	2794	营业收入	36.8%	8.4%	5.2%	11.0%
留存收益	2751	4055	5452	7065	营业利润	9.2%	5.2%	8.9%	15.7%
归属母公司股东权益	6509	7813	9210	10822	归属于母公司净利润	2.6%	16.3%	7.2%	15.4%
负债和股东权益	10852	12686	14310	16348	获利能力				
					毛利率 (%)	10.6%	10.0%	10.1%	10.5%
					净利率 (%)	5.6%	6.0%	6.1%	6.3%
					ROE (%)	17.2%	16.7%	15.2%	14.9%
					ROIC (%)	16.6%	22.5%	24.7%	29.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	36.6%	34.6%	31.3%	29.0%
					净负债比率 (%)	51.57%	44.82%	43.88%	41.37%
					流动比率	1.38	1.73	2.14	2.52
					速动比率	1.11	1.42	1.83	2.21
					营运能力				
					总资产周转率	2.43	1.85	1.70	1.66
					应收账款周转率	236	199	194	203
					应付账款周转率	15.06	12.73	13.09	13.33
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.16	1.35	1.45	1.67
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.71	2.45	1.78	2.04
					每股净资产 (最新摊薄)	6.75	8.11	9.56	11.23
					估值比率				
					P/E	11.46	9.85	9.19	7.96
					P/B	1.97	1.64	1.39	1.19
					EV/EBITDA	7	7	6	6

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	686	2356	1718	1965
净利润	1243	1424	1531	1766
折旧摊销	356	264	344	352
财务费用	-17	49	25	6
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	-993	627	-182	-159
其他经营现金	93	-8	-1	0
投资活动现金流	-2755	-60	-8	0
资本支出	2777	60	8	0
长期投资	19	0	0	0
其他投资现金	41	0	0	0
筹资活动现金流	3238	-149	-25	-6
短期借款	706	0	0	0
长期借款	-94	0	0	0
普通股增加	602	0	0	0
资本公积增加	2530	0	0	0
其他筹资现金	-507	-149	-25	-6
现金净增加额	1169	2148	1684	1959

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。