宋颖
执业证书编号：S0270511060002
联系人：谢裕青
xieyuq@wlzq.com.cn
电话：021-60883497
发布日期：2012 年 02 月 22 日

产业链延伸推动业绩稳步成长

——桐昆股份（601233）年报点评

研究报告-点评报告 **买入（维持）**

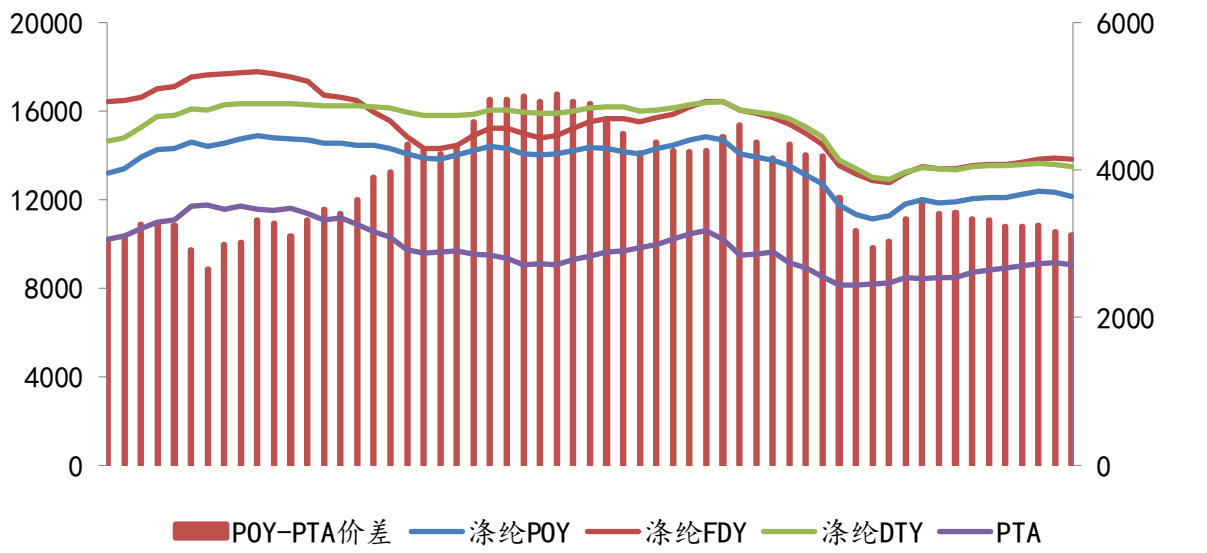
报告关键要素：

桐昆股份发布了公司年度报告，报告显示，公司在2011年全年的主要财务指标如下：营业收入201.2亿元，净利润11.2亿元。与业绩预告基本相符，四季度公司在全行业产品价格大幅下跌的过程中仍然保持一定的盈利，显示了良好的原材料采购和库存管理能力。未来嘉兴石化80万吨PTA项目投产，延伸公司上游产业链提升毛利。维持公司“买入”评级。

点评：

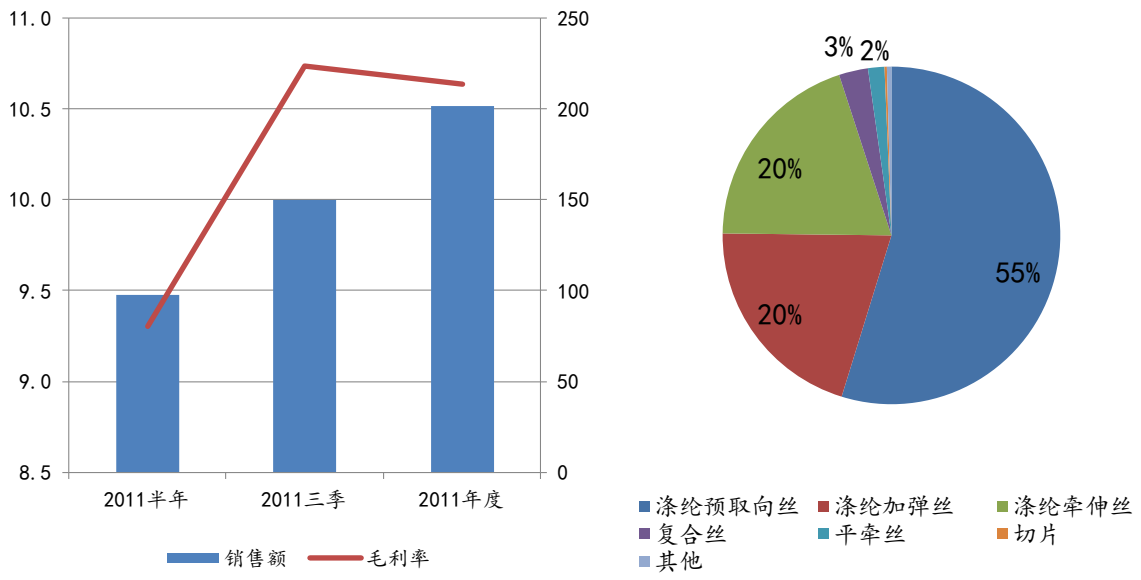
- **2011全年桐昆股份业绩稳定增长：**公司去年新增产能较少，主要依靠新产品开发和市场拓展达成业绩增长的效果。2011年主要产品涤纶长丝和原材料的价格波动较大，以公司销售额中最主要的涤纶预取向丝为例，最高曾经达到14500元/吨的水平，而后在10月间大幅回落。产品和原料的大幅波动导致的价差趋势在全年呈二头低，中间高的态势。公司的毛利水平变动趋势基本与全年涤纶POY-PTA价差相同，三季度的盈利占全年的比重最大。值得一提的是，在四季度产品市场价格大幅回落的过程中，公司仍然保持了相当的毛利水平，显示了公司较好的库存管理手段和原材料采购能力。

图1 2006年以来涤纶丝价格走势（右）及POY-PTA价差（左） 单位：元/吨



资料来源:万联证券研究所，同花顺，WIND

图2 2011年桐昆股份累计销售额/毛利率变化趋势及产品结构　　销售额单位：亿元

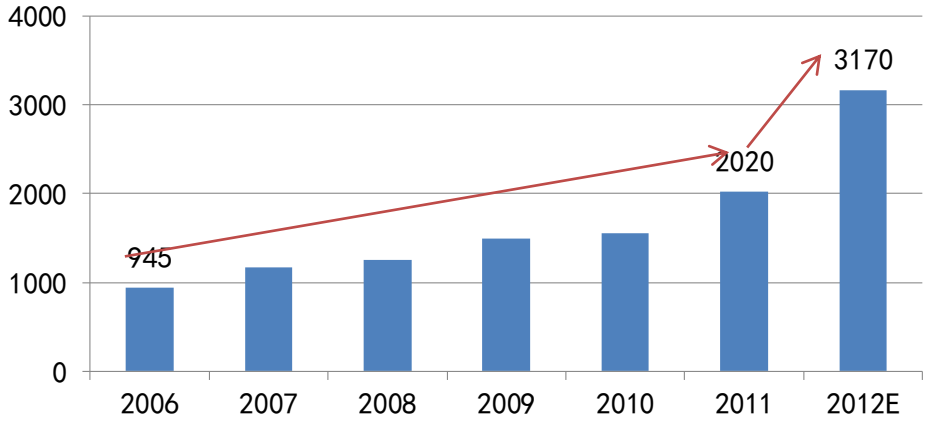


资料来源:万联证券研究所

- **<u>今年业绩增长还看募投PTA投产</u>：**公司依托已有的全国最大涤纶丝产能，通过目前的技术优势，可以实现稳健经营，实现利润的稳定增长。为了降低成本，扩大公司的毛利率，桐昆股份采取向上游整合原材料PTA生产的方式。公司募投项目嘉兴石化年产80万吨PTA项目预计将在今年一季度左右建成投产，将会进一步降低原材料成本，提升公司总体毛利率。

- **<u>PTA市场扩容降低采购成本</u>：**据ICIS数据显示，2012年全年中国新增PTA产能将达1150万吨，相比2011年底2020万吨/年的存量产能，增幅非常巨大。我们预计中国PTA供应缺口到2012年底将基本被封闭，后续产能将对PTA市场价格形成压力。因此今年年初PTA高毛利时代可能难以再现。作为主要原料，PTA占到涤纶丝成本的70%以上，PTA市场的扩容将有效降低涤纶企业的原材料成本。

图3 2006年以来中国PTA年产能　　单位：万吨



资料来源:万联证券研究所

- **业绩预测与投资建议**：依据公司公布的年报以及我们对今年涤纶市场的判断，公司涤纶业务及盈利能力将维持稳健，12年及其后增长来源于自供PTA投产以及外购部分PTA可能的价格下滑。我们预测2012，2013年EPS分别为1.65，1.90元，对应于目前股价市盈率分别为8.1，7.0倍。**我们认为桐昆股份作为目前国内涤纶长丝的龙头企业，具备稳健的经营能力。目前市盈率水平较低，自供PTA投产后将进一步增厚公司利润，或将成为股价上行触发因素，维持“买入”评级。**

- **风险因素**：涤纶市场上下游产品价格波动超预期；自供PTA不能如期开工

表1：盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	147.0	201.2	219.8	282.6
增长比率（%）	57.7%	36.8%	9.2%	28.6%
净利润（亿元）	10.9	11.2	15.9	18.3
增长比率（%）	229.8%	2.6%	42.0%	15.1%
每股收益（元）	3.11	1.16	1.65	1.90
市盈率（倍）	-	11.5	8.1	7.0

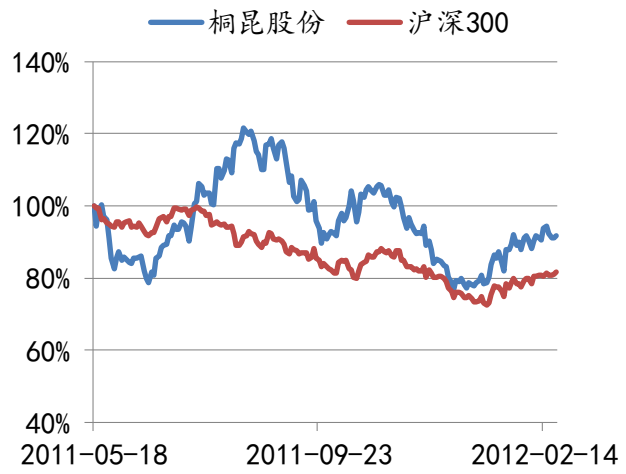
表2：市场数据

收盘价（元）	13.29
一年内最高/最低（元）	37.43/10.81
沪深300指数	2562.45
市净率（倍）	1.97
流通市值（亿元）	31.90

表3：基础数据

每股净资产（元）	6.75
每股经营现金流（元）	0.71
毛利率（%）	10.6%
净资产收益率（%）	17.2%
资产负债率（%）	40.0%
总股本/流通股（万股）	96360/24000
B股/H股（万股）	/

图4:个股相对沪深300指数走势



资料来源：WIND，万联证券研究所

相关研究

产品价格上涨，业绩有望进一步提升——桐昆股份（601233）公告点评(2011/09/14)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。