

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883485

研究助理：谢裕青

电话：021-60883497

邮箱：xieyuq@wlzq.com.cn

发布日期：2012年08月31日

股价具备投资价值，等待涤纶市场复苏

——桐昆股份(601233)中报点评报告

公司点评报告

增持（下调）

事件：

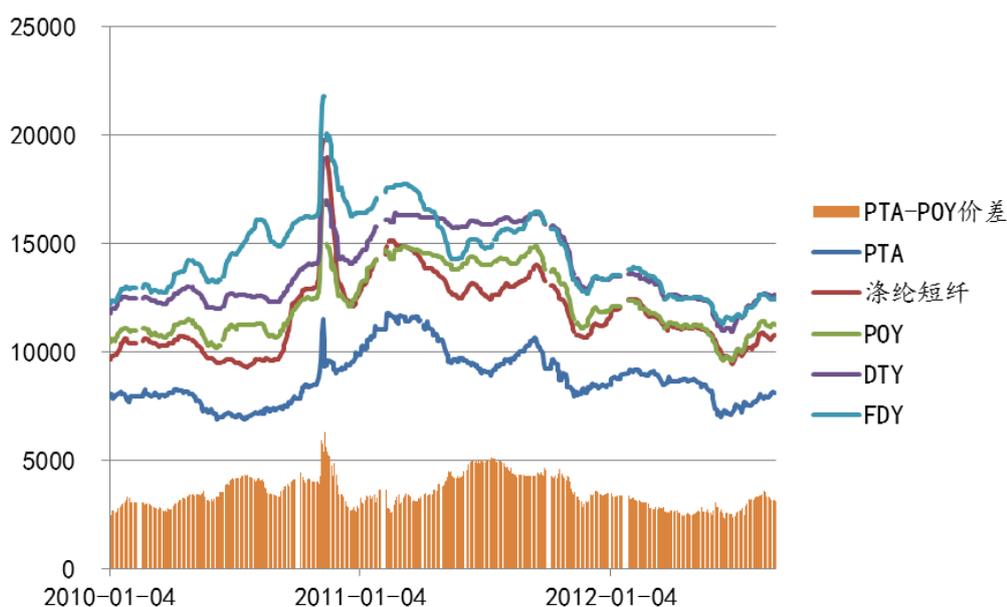
桐昆股份发布2012年中报：桐昆股份发布了2012年中报，报告期内营业收入91.1亿元，同比下降6.9%，归属母公司股东的净利润0.75亿元，同比下降84.8%，上半年EPS0.08元。公司二季度面临产品价格大跌的严峻形势，出现了亏损。我们认为涤纶行业已经进入低谷，未来需求恢复可期，公司在行业内具有竞争优势，具备投资价值。考虑到短期涤纶市场可能仍有风险，下调评级至“增持”。

点评：

- **需求放缓和油价震荡导致行业不佳：**受到经济环境影响，尽管下游纺织行业维持增长，但相较往年增速明显放缓。2012年1-7月，纺织行业工业总产值为31467.13亿元，同比增长10.93%，较上年同期回落18.8个百分点。但新建产能依然不断投产，因此短期内供过于求。同时原油价格宽幅震荡也为公司采购带来难度导致成本上升。上半年总体来说涤纶长丝与PTA的价差逐步缩窄，需求不振和成本上升二大因素共同作用导致行业公司上半年业绩严重下滑。

图1 2010年以来涤纶产业链及PTA-POY价差

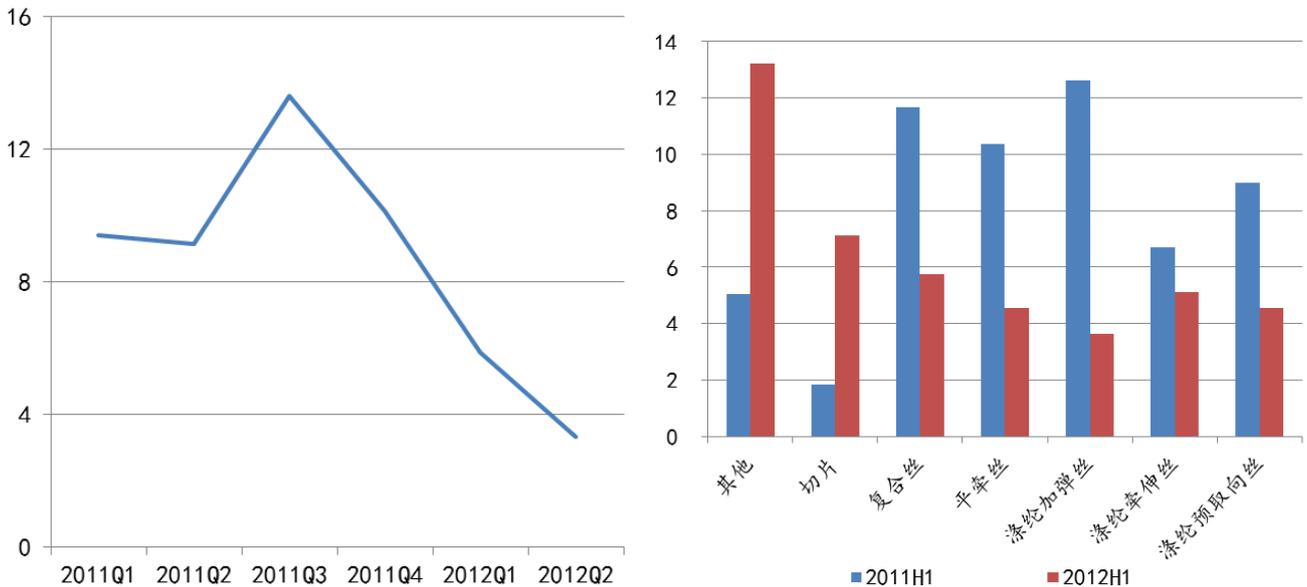
单位：元/吨



资料来源：万联证券研究所，同花顺

- **去年以来公司毛利率逐季下降：**与行业大势相同，桐昆股份在去年上半年化纤整体的繁荣之后，盈利能力逐季下降，毛利率由去年高点13.6%迅速下行，今年二季度仅有3.3%。分产品来看，公司的主力产品涤纶预取向丝和加弹丝毛利率均大幅下降。

图2 总体及分产品毛利率变化趋势



资料来源:万联证券研究所, 同花顺

- **业绩拐点还需等待行业复苏：**以上我们提到的行业供需失衡现状尚需一定时间进行调整。在行业增速下降的大背景下，纺织行业在三季度能否迎来传统旺季，产业链去库存化能否完成均是需要我们进一步关注的事件。如果上游原材料市场走稳，下游需求有所抬头，涤纶产业链毛利逐步恢复，公司作为行业龙头具备较强的投资价值。
- **新建项目强化行业优势：**桐昆股份目前主要的在建项目包括嘉兴石化80万吨PTA原材料项目以及27万吨和40万吨的差别化纤维项目。这二个项目一方面保障原材料供应，一方面强化产能和技术优势，投产后将进一步巩固行业龙头地位。在行业寒冬期间，公司并未停止项目上的资本投入，而是加紧完成项目，低位扩张将提升未来盈利预期。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测2012，2013年EPS分别为0.33元，0.55元，对应目前股价市盈率分别为22.9，13.8倍，公司作为涤纶长丝的龙头企业，度过行业低谷期后有望充分享受行业恢复带来的收益。目前市值仅有73亿，我们看好公司长期的投资价值，但涤纶市场中短期内可能仍有风险，因此下调评级至“增持”。
- **风险因素：**涤纶市场供需失衡情况加剧，原油PTA等价格大幅波动

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	147.0	201.2	191.5	220.2
增长比率 (%)	57.7%	36.8%	-4.8%	15.0%
净利润 (亿元)	10.9	11.2	3.19	5.34
增长比率 (%)	229.8%	2.6%	-71.5%	67.7%
每股收益 (元)	3.11	1.16	0.33	0.55
市盈率 (倍)	-	11.5	22.9	13.8

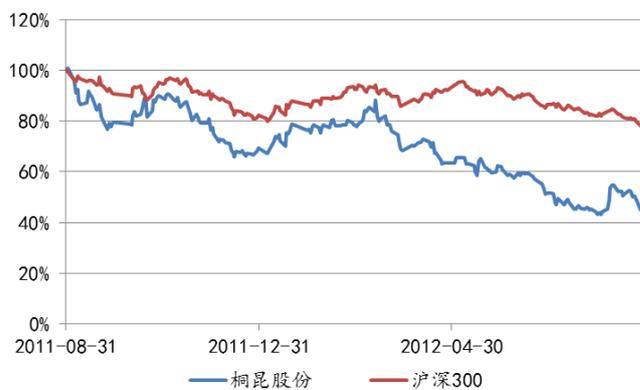
市场数据

收盘价 (元)	7.57
一年内最高/最低 (元)	17.19/7.26
沪深300 指数	2211.37
市净率 (倍)	1.11
流通市值 (亿元)	33.47

基础数据

每股净资产 (元)	6.83
每股经营现金流 (元)	0.13
毛利率 (%)	4.56%
净资产收益率 (%)	1.19%
资产负债率 (%)	41.1%
总股本/流通股 (万股)	96360/44216
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

产业链延伸推动业绩稳步成长——桐昆股份 (601233) 年报点评 (2012/02/22)

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。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：宋颖

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

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、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831