

评级：中性（下调）

石油石化

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005
 研究助理 王浩 S1080111120010
 电话：0755-25832477
 邮件：wanghao3@fscs.cn

桐昆股份(601233)

二季度微亏，期待三季度毛利率得到改善

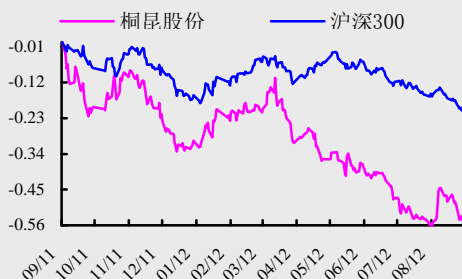
交易数据

上一日交易日股价（元）	7.57
总市值（百万元）	7,294
流通股本（百万股）	442
流通股比率（%）	45.89

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	6,587
每股净资产（元）	6.84
市净率（倍）	1.11
资产负债率（%）	38.79

公司与沪深300指数比较



相关报告

事件：公司发布2012年半年度报告：报告期内，实现营业收入91.06亿元，比上年同期下降6.93%；实现利润总额1.27亿元，比上年同期下降82.06%；实现归属于上市公司股东的净利润7549万元，比上年同期下降84.78%。上半年实现EPS 0.08元。

点评：

- **上半年共实现涤纶长丝销售97.2万吨，累计产销率98.1%。**从单季度来看，二季度公司净亏损314万元，而一季度净利润为7863万元，上半年公司盈利全部来自于一季度。
- **化纤行业产能过剩凸显，FDY和切片纺遍地开花，三大主营涤纶长丝产品毛利率均明显下滑，其中DTY下滑幅度最大。**POY毛利率为4.55%（去年同期为9.9%）；FDY毛利率为5.11%（去年同期为7.18%）；DTY毛利率为3.65%（去年同期为14.45%）。
- **汇兑损失和利息支出大幅增加致财务费用大幅增加。**上半年销售费用为2638万，同比上升34%，主要由于外销报关费及港杂费同比增加397万元及其他销售费用增加316万元；管理费用为1.9亿元，同比上升8%，主要由于职工薪酬同比增加1960万元；财务费用为7175万元，去年同期为-694万元，主要由于利息支出同比增加3433万元及汇兑净损益为1203万元（去年同期为-3294万元）。
- **政府补助减少致营业外收入减少约2100万。**上半年营业外收入为960万，去年同期为3066万，主要是政府补助同比减少2263万；投资收益为209万，去年同期为-240万。
- **公司向下调整全年经营计划。**营业收入：原计划230.7亿元，现调整为210亿元，调整幅度为-8.97%；成本费用：原计划214.3亿元，现调整为204.5亿元，调整幅度为-4.55%；利润总额：原计划16.45亿元，现调整为5.5亿元，调整幅度为-66.57%。
- **下调评级至“中性”。**今年下半年化纤行业的深度调整仍将持续，行业的复苏尚存在较大的变数，但公司作为涤纶长丝龙头企业仍具备一定优势。预计2012-2014年EPS分别为0.32元、0.61元和0.87元，按照最新股价7.57元，对应的PE分别为24倍、12倍和9倍，下调评级至“中性”。



风险提示

- 募投项目盈利不达预期的风险。
- 原材料和产品价格大幅波动的风险。
- 下游需求持续低迷的风险。



表 1: 公司的主要财务数据

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (万元)	1,470,239	2,011,847	2,026,708	2,328,688	2,610,459
同比 (%)	0.0%	36.8%	0.7%	14.9%	12.1%
营业毛利 (万元)	173,759	213,702	98,573	132,542	170,541
同比 (%)	0.0%	23.0%	-53.9%	34.5%	28.7%
归属母公司净利润	109,182	112,024	30,529	58,640	83,713
同比 (%)	0.0%	2.6%	-72.7%	92.1%	42.8%
总股本 (万股)	96,360.0	96,360.0	96,360.0	96,360.0	96,360.0
每股收益 (元)	1.13	1.16	0.32	0.61	0.87
ROE	41.3%	17.2%	4.5%	7.9%	10.2%
P/E (倍)	6.7	6.5	23.9	12.4	8.7

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



表 2: 公司的盈利预测简表

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	1,470,239.2	2,011,846.8	2,026,708.5	2,328,688.0	2,610,459.3
增长率%	0.0%	36.8%	0.7%	14.9%	12.1%
二、营业毛利	173,759.5	213,701.8	98,573.3	132,542.0	170,541.1
增长率%	0.0%	23.0%	-53.9%	34.5%	28.7%
综合毛利率	11.8%	10.6%	4.9%	5.7%	6.5%
销售费用	2,836.74	3,626.44	5,874.72	6,753.20	7,570.33
销售费用率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	25,994.73	53,045.09	41,595.32	44,694.18	47,398.17
增长率%	0.0%	104.1%	-21.6%	7.5%	6.1%
三、主业盈利	142,268.9	153,312.1	49,447.8	78,241.5	111,901.4
增长率%	0.0%	7.8%	-67.7%	58.2%	43.0%
主业盈利/收入	9.7%	7.6%	2.4%	3.4%	4.3%
财务费用	3,464.4	-1,684.2	10,535.6	4,147.4	4,175.1
付息债务费用率	2.3%	-0.8%	4.1%	1.6%	1.6%
资产减值损失	84.8	502.8	1,894.0	472.2	536.4
公允价值变动	274.9	-887.9	606.7	0.0	0.0
投资收益	1,382.1	-363.6	209.0	0.0	0.0
四、利润总额	142,440.9	159,455.8	42,511.5	78,141.6	111,572.1
减: 所得税	22,484.1	35,135.7	10,683.4	19,535.4	27,893.0
实际税率	15.8%	22.0%	25.1%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利	109,181.5	112,024.0	30,528.9	58,640.1	83,713.0
增长率%	0.0%	2.6%	-72.7%	92.1%	42.8%
销售净利率%	7.4%	5.6%	1.5%	2.5%	3.2%
六、总股本(万股)	96,360.0	96,360.0	96,360.0	96,360.0	96,360.0
七、摊薄每股收益	1.13	1.16	0.32	0.61	0.87

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135