

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10月29日

## 期待毛利率持续恢复

### ——桐昆股份(601233) 三季度点评报告

## 公司点评报告

增持（维持）

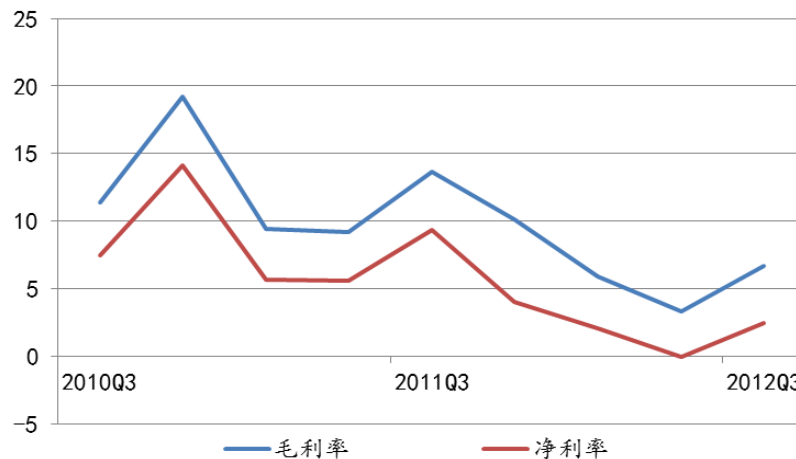
### 事件：

**桐昆股份发布2012年三季度报：**报告期内公司营业收入135.9亿元，同比下降9.4%，归属母公司股东的净利润2.0亿元，同比下降80.8%，前三季度EPS0.18元，其中第三季度EPS实现0.10元。毛利率拐头上行令公司季度业绩扭亏为盈，我们期待下游服装行业复苏推动涤纶市场回暖。鉴于桐昆股份在行业中占据优势地位，维持评级“增持”。

### 点评：

- **今年二季度盈利能力探底，三季度回升：**二季度中，由于上游油价和下游需求不振而大因素共同压制，PTA-涤纶产业链上的产品价格均大幅下跌，公司毛利率迅速由5.9%下滑至3.3%。三季度随着上游原材料市场的稳定，PTA-涤纶产业链价格逐步回稳，公司毛利率也回升至6.7%。我们期待四季度毛利随着下游市场回暖进一步回升。

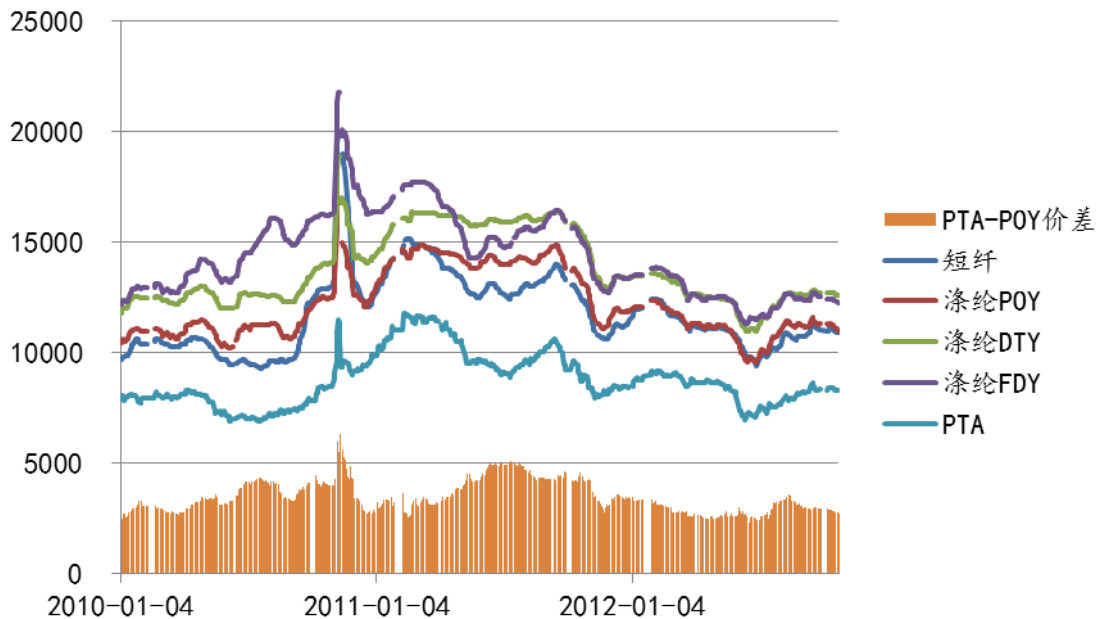
图1 2010年中期以来桐昆股份毛利率/净利率趋势



资料来源：万联证券研究所，同花顺

- **PTA价格后市预计继续低迷：**由于国内今年内预计有超过千万吨PTA的新增产能，占到2011年我国PTA产能的50%以上，市场普遍预期涤纶主要原材料PTA价格将长期低迷。尽管PTA近期难以担负起支撑涤纶纤维价格上涨的任务，但是原材料价格低位盘整也有利于企业在下游恢复的周期内保持稳定的毛利，因此我们认为明年PTA-涤纶价差将维持合理较低水平波动，而公司毛利率将低位稳定。

图2 2010年以来涤纶纤维及PTA-POY价差趋势



资料来源:万联证券研究所, 同花顺

- **新建项目有序进行:** 公司三季报同时公布前期投资的嘉兴石化年产80万吨PTA工程已经开始调试, 年产30万吨差别化纤维项目长丝大部分投产, 年产27万吨差别化纤维项目和恒腾公司年产40万吨差别化纤维项目也已进入聚合设备的安装阶段。如果未来涤纶市场回暖恢复增长, 新增PTA和长丝产能将强化公司的优势地位, 但短时间内PTA价格低迷的状态下对公司毛利贡献有限。
- **盈利预测与投资建议:** 我们根据三季报状况向下修正今年盈利预测, 并且假设明年下半年涤纶行业毛利恢复到正常水平, 预计2012, 2013年EPS分别为0.30元, 0.55元, 对应目前股价市盈率分别为24.4, 13.3倍。随着近期股价持续下行, 公司投资价值显现, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 涤纶长丝下游低迷时间超出预期, 原材料PTA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	2.87	5.34
增长比率 (%)	229.8%	2.6%	-74.4%	86.1%
每股收益 (元)	3.11	1.16	0.30	0.55
市盈率 (倍)	-	6.3	24.4	13.3

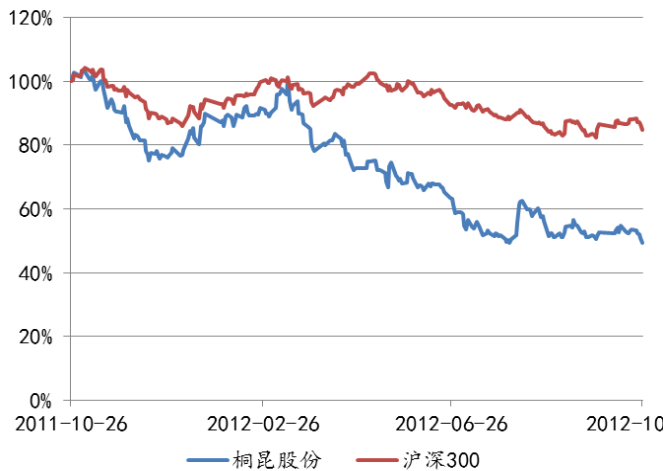
**市场数据**

收盘价 (元)	7.33
一年内最高/最低 (元)	15.91/7.22
沪深300 指数	2247.91
市净率 (倍)	1.06
流通市值 (亿元)	32.41

**基础数据**

每股净资产 (元)	6.94
每股经营现金流 (元)	0.00
毛利率 (%)	6.67%
净资产收益率 (%)	2.59%
资产负债率 (%)	42.1%
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**

- 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(2012/08/31)
- 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