

评级：中性（维持）

石油石化

公司年报点评

证券研究报告

分析师 景殿英 S1080512080002
 研究助理 王浩 S1080111120010
 电话：0755-83026801
 邮件：wanghao3@fcsc.com

桐昆股份(601233)

毛利率下滑致业绩大幅下降，期待行业回暖

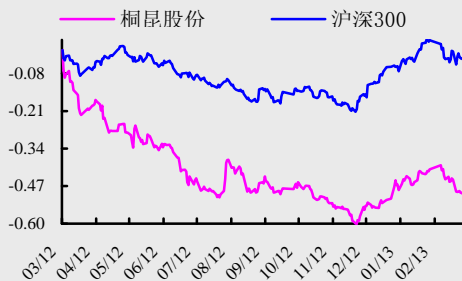
交易数据

上一日交易日股价（元）	7.49
总市值（百万元）	7,217
流通股本（百万股）	526
流通股比率（%）	54.56

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	6,770
每股净资产（元）	7.03
市净率（倍）	1.07
资产负债率（%）	45.60

公司与沪深300指数比较



相关报告

事件：公司发布2012年年度报告：公司实现营业收入184.21亿元，同比下降8.44%；实现利润总额3.58亿元，同比下降77.52%；实现净利润2.57亿元，同比下降77.02%；EPS为0.27元。

点评：

- **根据财报推算全年实现涤纶长丝销售应该为200万吨左右。**2001-2012年公司连续12年在我国涤纶长丝行业中销量名列第一，具有较大的市场话语权。从单季度来看，除二季度公司净亏损314万元，而其余三个季度盈利水平基本相当，都在7800-9800万之间。
- **化纤行业产能大量释放，上游成本居高不下，造成行业的利润率大幅下降，三大主营涤纶长丝产品毛利率均明显下滑。**POY毛利率为5.99%（去年同期为10.94%）；FDY毛利率为5.33%（去年同期为8.15%）；DTY毛利率为6.67%（去年同期为12.29%）。
- **财务费用大幅增加，销售费用增加较大。**全年销售费用为5277万，同比上升45.5%，主要由于外销费用增加；管理费用为5.36亿元，同比上升1%，主要由于职工薪酬同比增加1960万元；财务费用为1.4亿元，去年同期为-1684万元，主要由于借款增加，利息支出增加。
- **政府补助减少致营业外收入减少约5241万。**全年营业外收入为3847万，去年同期为9088万，主要是政府补助同比减少4812万。
- **公司发布2013年经营计划。**营业收入计划：238.24亿元；成本费用：229.90亿元；作为涤纶长丝行业中的龙头企业，公司通过多年在行业中的发展，在技术研发、经营管理、生产能力等方面积累了一定的领先优势。此外，相比于下游纺织品服装企业，公司在规模上显著大于公司客户，因此具有较强的定价能力，能够将部分经营压力传导至下游企业。
- **维持“中性”评级。**公司涤纶长丝产品包含POY、FDY、DTY、复合丝、中强丝等五大系列300多个品种，规格齐全，被称为化纤行业的“沃尔玛”超市，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。预计2013-2015年EPS分别为0.51元、0.77元和0.97元，按照最新股价7.57元，对应的PE分别为15



倍、10倍和8倍，维持“中性”评级。

风险提示

- 行业进入下行周期的风险。
- 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: 报告期主营业务分行业、产品情况表

分行业或分产品	营业收入(元)	营业成本(元)	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
分行业						
化纤	18,119,521,926.02	17,044,101,276.51	5.94	-8.78	-3.98	减少4.70个百分点
分产品						
涤纶预取向丝	9,256,035,646.42	8,701,457,505.70	5.99	-14.92	-10.19	减少4.95个百分点
涤纶加弹丝	3,420,747,297.11	3,192,440,939.89	6.67	-15.64	-10.24	减少5.62个百分点
涤纶牵伸丝	4,654,835,097.38	4,406,724,675.59	5.33	18.38	22.01	减少2.82个百分点
复合丝	495,461,693.65	452,349,362.95	8.70	-10.66	-4.73	减少5.68个百分点
平牵丝	203,594,984.46	191,291,574.64	6.04	-34.61	-31.10	减少4.78个百分点
切片	3,858,038.48	3,813,559.65	1.15	-91.49	-91.40	减少1.03个百分点
其他	84,989,168.52	96,023,658.09	-12.98	-0.90	-1.18	增加0.32个百分点
合计	18,119,521,926.02	17,044,101,276.51	5.94	-8.78	-3.98	减少4.70个百分点

数据来源: 公司公告、第一创业证券研究所

表 2: 公司的主要财务数据

简要盈利预测	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(万元)	2,011,847	1,842,057	2,227,047	2,630,143	3,029,924
同比(%)	36.8%	-8.4%	20.9%	18.1%	15.2%
营业毛利(万元)	213,702	108,128	155,001	195,489	227,638
同比(%)	23.0%	-49.4%	43.4%	26.1%	16.4%
归属母公司净利润	112,024	25,740	48,750	73,785	93,102
同比(%)	2.6%	-77.0%	89.4%	51.4%	26.2%
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)	1.16	0.27	0.51	0.77	0.97
ROE	17.2%	3.8%	6.7%	9.2%	10.4%
P/E(倍)	6.4	28.0	14.8	9.8	7.8

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



表 3: 公司的盈利预测简表

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	2,011,846.8	1,842,057.2	2,227,047.2	2,630,142.8	3,029,924.5
增长率%	36.8%	-8.4%	20.9%	18.1%	15.2%
二、营业毛利	213,701.8	108,127.7	155,001.4	195,489.0	227,637.9
增长率%	23.0%	-49.4%	43.4%	26.1%	16.4%
综合毛利率	10.6%	5.9%	7.0%	7.4%	7.5%
销售费用	3,626.44	5,276.53	4,875.55	5,758.02	6,633.24
销售费用率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	53,045.09	53,593.40	59,193.91	64,550.95	69,456.83
增长率%	104.1%	1.0%	10.5%	9.1%	7.6%
三、主业盈利	153,312.1	47,512.1	89,209.2	123,007.2	149,017.7
增长率%	7.8%	-69.0%	87.8%	37.9%	21.1%
主业盈利/收入	7.6%	2.6%	4.0%	4.7%	4.9%
财务费用	-1,684.2	13,963.9	15,681.3	15,687.4	15,414.8
付息债务费用率	-0.8%	4.1%	4.6%	4.6%	4.5%
资产减值损失	502.8	-348.0	743.3	756.2	822.3
公允价值变动	-887.9	610.7	0.0	0.0	0.0
投资收益	-363.6	284.8	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	159,455.8	35,849.2	72,616.1	105,995.7	131,751.6
减: 所得税	35,135.7	6,034.8	18,154.0	26,498.9	32,937.9
实际税率	22.0%	16.8%	25.0%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利	112,024.0	25,740.1	48,750.0	73,784.6	93,101.6
增长率%	2.6%	-77.0%	89.4%	51.4%	26.2%
销售净利率%	5.6%	1.4%	2.2%	2.8%	3.1%
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	1.16	0.27	0.51	0.77	0.97

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	5,070.7	5,840.2	7,239.3	8,981.5	一、营业收入	18,420.6	22,270.5	26,301.4	30,299.2
货币资金	768.5	-406.3	-45.2	678.6	减: 营业成本	17,339.3	20,720.5	24,346.5	28,022.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.5	17.2	21.7	25.3
应收款项	1,568.4	1,606.3	1,848.0	2,120.3	销售费用	52.8	48.8	57.6	66.3
预付款项	359.8	945.9	1,196.4	1,389.0	管理费用	535.9	591.9	645.5	694.6
存货	1,798.5	3,118.9	3,664.7	4,218.2	财务费用	139.6	156.8	156.9	154.1
其他流动资产	575.4	575.4	575.4	575.4	资产减值损失	-3.5	7.4	7.6	8.2
非流动资产	7,997.6	7,439.1	6,880.6	6,322.0	加: 公允价值变动收益	6.1	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	2.8	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	5.2	5.2	5.2	5.2	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	6,500.3	5,909.0	5,317.7	4,726.4	二、营业利润	347.9	727.8	1,065.6	1,327.8
在建工程	1,008.9	1,041.7	1,074.5	1,107.3	加: 营业外收入	38.5	39.6	40.8	42.0
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	27.9	41.3	46.5	52.3
无形及递延性资产	475.2	475.2	475.2	475.2	三、利润总额	358.5	726.2	1,060.0	1,317.5
其它非流动资产	7.9	7.9	7.9	7.9	减: 所得税费用	60.3	181.5	265.0	329.4
资产总计	13,068.3	13,279.3	14,119.9	15,303.6	四、净利润	298.1	544.6	795.0	988.1
流动负债	5,777.0	5,443.4	5,489.1	5,684.6	归属母公司净利润	257.4	487.5	737.8	931.0
短期借款	3,246.5	3,246.5	3,246.5	3,246.5	少数股东损益	40.7	57.1	57.1	57.1
应付账款	2,368.7	2,663.9	3,107.0	3,573.9	五、总股本(百万股)	963.6	963.6	963.6	963.6
预收账款	90.2	135.0	163.6	189.0	EPS (元)	0.27	0.51	0.77	0.97
其它流动负债	71.7	-602.0	-1,028.1	-1,324.8					
非流动负债	182.7	182.7	182.7	182.7	主要财务比率				
长期借款	158.6	158.6	158.6	158.6	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	24.2	24.2	24.2	24.2	营业收入	-8.4%	20.9%	18.1%	15.2%
负债合计	5,959.8	5,626.1	5,671.8	5,867.3	营业毛利	-49.4%	43.4%	26.1%	16.4%
少数股东权益	338.5	395.6	452.7	509.8	主业盈利	-69.0%	87.8%	37.9%	21.1%
股本	963.6	963.6	963.6	963.6	母公司净利	-77.0%	89.4%	51.4%	26.2%
资本公积与其它	3,014.3	3,014.3	3,014.3	3,014.3	获利能力				
留存收益	2,792.2	3,279.7	4,017.5	4,948.5	毛利率	5.9%	7.0%	7.4%	7.5%
股东权益合计	6,770.0	7,257.5	7,995.4	8,926.4	主业盈利/收入	2.6%	4.0%	4.7%	4.9%
负债和股东权益	13,068.3	13,279.3	14,119.9	15,303.6	ROS	1.6%	2.4%	3.0%	3.3%
					ROE	3.8%	6.7%	9.2%	10.4%
					ROIC	2.9%	5.1%	7.0%	8.0%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	45.6%	42.4%	40.2%	38.3%
经营活动现金流	186.2	-980.1	550.8	910.8	利息保障倍数	2.1	3.5	5.1	6.4
净利润	298.1	544.6	795.0	988.1	速动比率	0.47	0.39	0.55	0.74
折旧摊销	432.8	598.7	598.9	599.5	经营净现金/当期债务	0.06	-0.30	0.17	0.28
财务费用	135.4	156.8	156.9	154.1	营运能力				
投资损失	-9.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.41	1.68	1.86	1.98
营运资金变动	-667.8	-2,280.3	-999.9	-831.0	应收款天数	30.65	25.97	25.29	25.19
其它变动	-3.4	0.0	0.0	0.0	存货天数	37.34	54.19	54.19	54.19
投资活动现金流	-2,428.0	-32.8	-32.8	-32.8	每股指标(元)				
资本支出	-2,416.6	-32.8	-32.8	-32.8	主业盈利/股本	0.49	0.93	1.28	1.55
长期投资	-25.1	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.19	-1.02	0.57	0.95
其它变动	13.6	0.0	0.0	0.0	每股净资产	7.03	7.53	8.30	9.26
筹资活动现金流	1,180.7	-162.0	-156.9	-154.1	估值比率				
债务融资	1,355.2	0.0	0.0	0.0	P/E	28.04	14.80	9.78	7.75
权益融资	0.8	0.0	0.0	0.0	P/B	1.07	0.99	0.90	0.81
其它变动	-175.3	-162.0	-156.9	-154.1	P/S	0.39	0.32	0.27	0.24
汇率变动影响	0.4	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	11.23	7.65	6.06	4.98
现金净增加额	-1,060.8	-1,174.9	361.1	723.8					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

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