

分析师： 齐求实  
执业证书编号： S0050511070001  
Tel: 010-59355977  
Email: qiqs@chinans.com.cn  
联系人： 黄景文  
Tel: 010-59355819  
Email: huangjw@chinans.com.cn



## 桐昆股份 (601233. SH)

一季度业绩大幅低于预期，二季度涤纶需求提升，建议关注

### 投资要点

● 公司一季度业绩大幅低于预期。2013 年第一季度，公司实现营业收入 4.09 亿元，同比减少 7.28%，归属上市公司股东净利润 1558.45 万元，同比减少 80.18%，EPS0.02 元，大幅低于市场预期。

● 毛利率有所下滑，期间费用率有所提升。公司第一季度的毛利率环比有所下降，从去年四季度的 7.5957% 下降至一季度的 5.9255%。不考虑原料库存天数，从涤纶 POY、FDY 与上游 PTA、MEG 的价差来看，一季度产品和原料的价差空间其实有所扩大，与毛利率的下滑相悖。我们认为毛利率的下降可能与一季度生产负荷下降（一季度收入环比减少 15.44%）和恒腾一期 40 万吨转固带来的单位折旧提升有关。另外，由于公司发行了 13 亿元的五年期债券，本期开始公司财务费用开始增加，另外，由于恒通公司的研发支出增加，本期的管理费用也同比增长 49.79%，直接导致公司利润同比大幅下滑。

● 4 月开始涤纶走货出现好转。从 4 月以来，下游的经销商和客户开始抄底涤纶，公司的涤纶走货良好，库存天数开始下降。

● 涤纶行业整体性机会仍需等待需求强劲回升。由于最近几年涤纶新产能增加较多，虽然差别化率有所提升，但是拉低了整体景气度，未来行业的景气回升仍需要下游需求的强劲复苏，才会有行业整体性的机会。

● 盈利预测与投资评级。我们下调公司的盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 为 0.22 元、0.33 元和 0.44 元，维持“增持”的投资评级。

● 风险提示。业绩持续低于预期的风险、财务状况持续恶化的风险。

### 化工

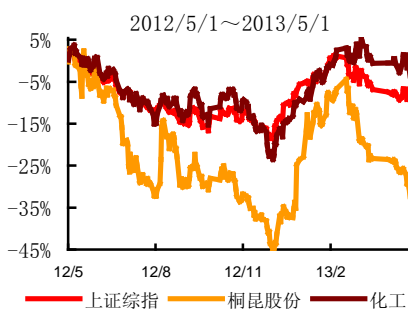
### 投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	维持
目标价格:	7.00

### 市场数据

市价(元)	6.29
上市的流通 A 股(亿股)	5.26
总股本(亿股)	9.64
52 周股价最高最低(元)	5.66-11.41
上证指数/深证成指	2177.91/8691.39
2012 年股息率	0.00%

### 52 周相对市场表现



### 相关研究

《桐昆股份：业绩持续回升，后续还看行业调整力度和下游需求恢复情况》

2013-03-12

### 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	18420.57	21331.65	24952.91	28262.28
增长率(%)	-8.44	15.80	16.98	13.26
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	257.40	213.62	316.01	419.64
增长率(%)	-77.02	-17.01	47.93	32.80
毛利率(%)	5.87	6.15	6.68	7.04
净资产收益率(%)	4.19	3.77	5.28	6.54
EPS(元)	0.27	0.22	0.33	0.44
P/E(倍)	23.55	28.3	19.18	14.44
P/B(倍)	0.90	0.87	0.83	0.79

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	5070.69	4664.01	5217.49	5549.30	<b>营业收入</b>	18420.57	21331.65	24952.91	28262.28
现金	768.53	600.23	479.00	194.12	营业成本	17339.30	20020.47	23287.11	26273.23
应收账款	1568.45	1753.29	2050.92	2322.93	营业税金及附加	17.46	42.66	49.91	56.52
其他应收款	359.83	427.68	497.47	561.26	销售费用	52.77	74.66	99.81	127.18
预付账款	10.11	11.69	13.67	15.49	管理费用	535.93	639.95	748.59	847.87
存货	1798.46	1871.12	2176.42	2455.51	财务费用	139.64	255.98	324.39	367.41
其他	565.31	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-3.48	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	7997.59	8470.25	10312.24	11368.13	公允价值变动收益	6.11	2.00	2.00	2.00
长期投资	5.19	5.19	5.19	5.19	投资净收益	2.85	3.00	3.00	3.00
固定及无形资产	7984.49	8454.40	10294.58	11348.81	<b>营业利润</b>	347.92	302.93	448.11	595.07
其他	7.92	10.67	12.48	14.13	<b>利润总额</b>	358.49	302.93	448.11	595.07
<b>资产总计</b>	13068.29	13134.26	15529.73	16917.43	所得税	60.35	54.53	80.66	107.11
<b>流动负债</b>	9010.94	7088.42	7663.47	8558.34	<b>净利润</b>	298.14	248.40	367.45	487.95
短期借款	3246.47	2050.00	2050.00	2050.00	少数股东损益	40.74	34.78	51.44	68.31
应付账款	2458.91	2896.84	3494.64	4364.30	<b>归属母公司净利润</b>	257.40	213.62	316.01	419.64
其他	3305.55	2141.59	2118.83	2144.04	EBITDA	914.86	1061.25	1357.62	1623.27
<b>非流动负债</b>	182.73	1450.21	2900.15	2900.20	EPS (元)	0.267	0.222	0.328	0.435
长期借款	158.57	1450.00	2900.00	2900.00	<b>主要财务比率</b>	2012A	2013E	2014E	2015E
其他	24.16	0.21	0.15	0.20	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	9193.67	8538.63	10563.62	11458.54	营业收入	-8.44%	15.80%	16.98%	13.26%
少数股东权益	338.48	373.25	424.70	493.01	营业利润	-78.06%	-12.11%	48.73%	33.17%
归属母公司股东权益	6770.05	6983.67	7299.68	7719.32	归属母公司净利润	-77.02%	-17.01%	47.93%	32.80%
<b>负债和股东权益</b>	16302.19	15895.55	18287.99	19670.87	<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	5.87%	6.15%	6.68%	7.04%
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	1.62%	1.16%	1.47%	1.73%
<b>经营活动现金流</b>	746.50	1,757.29	1,178.47	1,797.55	ROE	4.19%	3.38%	4.76%	5.94%
净利润	298.14	248.40	367.45	487.95	ROIC	3.88%	4.51%	5.20%	6.05%
资产减值损失	-3.48	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	436.26	507.34	590.12	665.79	资产负债率	45.60%	47.07%	52.58%	53.53%
公允价值变动收益	6.11	2.00	2.00	2.00	净负债比率	37.42%	39.42%	57.88%	57.91%
财务费用	139.64	255.98	324.39	367.41	流动比率	87.77%	91.60%	92.09%	84.57%
投资损失	-2.85	-3.00	-3.00	-3.00	速动比率	0.57	0.55	0.54	0.47
营运资本变化	-124.75	749.48	-100.62	278.99	<b>营运能力</b>				
递延税款变化	-2.57	-2.91	-1.87	-1.60	总资产周转率	1.41	1.53	1.53	1.60
<b>投资活动现金流</b>	-2,966.32	-972.25	-2,425.31	-1,715.02	应收帐款周转率	11.74	12.17	12.17	12.17
资本支出	-2,970.09	-977.25	-2,430.31	-1,720.02	应付帐款周转率	7.14	7.02	6.76	6.08
其他投资	3.77	5.00	5.00	5.00	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	1,160.40	-184.81	1,125.61	-367.41	每股收益	0.267	0.222	0.328	0.435
短期借款	1,366.72	71.17	1,450.00	0.00	每股经营现金	0.19	1.82	1.22	1.87
新发股份	4.00	96.36	-0.00	0.00	每股净资产	7.03	7.25	7.58	8.01
分红	0.00	-96.36	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	-70.67	0.00	0.00	0.00	P/E	23.55	28.37	19.18	14.44
财务费用	-139.64	-255.98	-324.39	-367.41	P/B	0.90	0.87	0.83	0.79
<b>现金净增加额</b>	-1,059.42	600.23	-121.23	-284.88	EV/EBITDA	13.83	11.56	11.34	9.72
<b>经营活动现金流</b>	746.50	1757.29	1178.47	1797.55					
净利润	298.14	248.40	367.45	487.95					
折旧摊销	436.26	507.34	590.12	665.79					
财务费用	139.64	255.98	324.39	367.41					
投资损失	-2.85	-3.00	-3.00	-3.00					
营运资金变动	-124.75	749.48	-100.62	278.99					
其他	0.06	-0.91	0.13	0.40					
<b>投资活动现金流</b>	-2966.32	-972.25	-2425.31	-1715.02					
资本支出	-2970.09	-977.25	-2430.31	-1720.02					
其他投资	3.77	5.00	5.00	5.00					
<b>筹资活动现金流</b>	1160.40	-184.81	1125.61	-367.41					
短期借款	1366.72	71.17	1450.00	0.00					
新发股份	4.00	96.36	0.00	0.00					
其他	-210.31	-352.34	-324.39	-367.41					
<b>现金净增加额</b>	-1059.42	600.23	-121.23	-284.88					

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，2012年加入民族证券研究发展中心，从事化工、纺织行业研究工作，覆盖化纤、染料、纯碱、氯碱、纺织行业。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

---

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。