2013 年 05 月 03 日

中国民族证券 China Minzu Securities

实用精深 特色民族

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

化工

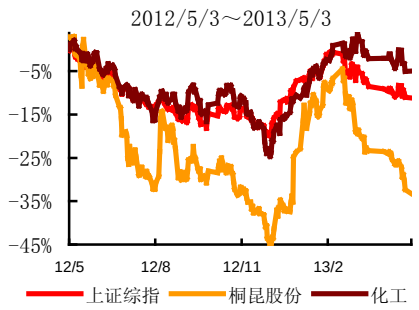
**投资评级**

| | |
|---|---|
| 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**

《一季度业绩大幅低于预期，二季度涤纶需求提升，建议关注》 2013-05-01

# 桐昆股份(601233.SH)

## 涤纶行业四月库存下降，公司现金为王，看好今年的表现

### 投资要点

近期，我们对公司进行了实地调研，得到以下结论：

● **涤纶四月走货好转，库存在下降，公司预计今年行情是前低中稳后高。**四月，涤纶长丝下游采购意愿加强，行业内的库存天数出现下降，从 30 天下降为 18 天左右(行业网站的数据)，公司的库存水平是出于行业内比较低的水平。公司董事长对今年涤纶长丝行业的行情判断是“前低中稳后高”。

● **公司的涤纶长丝业务的盈利能力比恒逸石化、荣盛石化等高主要来自四点：**1、地理位置好，公司地处浙北地区，靠近江苏，东南西北四个方位上都有下游产业园或纺织群，交通极其便利。2、公司目前的管理团队已经专注涤纶行业三十年。3、公司具有规模优势，因为公司的涤纶长丝产能最大，原料采购有一定折扣，一年能节约数目不菲的采购成本。4、产品的品种转换快，最快能在数个小时就做出来，销售团队深入在各大市场，能及时了解市场最新行情。

● **公司现金充裕，一方面能够维持日常经营和项目建设，另一方面，一旦涤纶行情启动，公司的弹性可能比想象的要大。**公司发完债券之后现金充裕，目前有 14 亿的现金，对于公司日常经营和涤纶新产能建设的资金需求应该能够满足。另外，我们认为，如果涤纶趋势起来，公司一旦进行囤货操作，业绩的弹性会比想象要大。

● **公司的销售政策体现出对现金比较重视。**公司对下游的采购折扣，是体现在下一次的返利上，这点与普通的涤纶企业有一定区别。

● **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 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。

**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) | 23.25 | 28.01 | 18.94 | 14.26 |
| P/B(倍) | 0.88 | 0.86 | 0.82 | 0.78 |

来源：公司年报、民族证券

# 附录：财务预测表

| 资产负债表 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 单位：百万元 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| **流动资产** | 5070.69 | 4664.01 | 5217.49 | 5549.30 |
| 现金 | 768.53 | 600.23 | 479.00 | 194.12 |
| 应收账款 | 1568.45 | 1753.29 | 2050.92 | 2322.93 |
| 其他应收款 | 359.83 | 427.68 | 497.47 | 561.26 |
| 预付账款 | 10.11 | 11.69 | 13.67 | 15.49 |
| 存货 | 1798.46 | 1871.12 | 2176.42 | 2455.51 |
| 其他 | 565.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **非流动资产** | 7997.59 | 8470.25 | 10312.24 | 11368.13 |
| 长期投资 | 5.19 | 5.19 | 5.19 | 5.19 |
| 固定及无形资产 | 7984.49 | 8454.40 | 10294.58 | 11348.81 |
| 其他 | 7.92 | 10.67 | 12.48 | 14.13 |
| **资产总计** | 13068.29 | 13134.26 | 15529.73 | 16917.43 |
| **流动负债** | **9010.94** | **7088.42** | **7663.47** | **8558.34** |
| 短期借款 | 3246.47 | 2050.00 | 2050.00 | 2050.00 |
| 应付账款 | 2458.91 | 2896.84 | 3494.64 | 4364.30 |
| 其他 | 3305.55 | 2141.59 | 2118.83 | 2144.04 |
| **非流动负债** | 182.73 | 1450.21 | 2900.15 | 2900.20 |
| 长期借款 | 158.57 | 1450.00 | 2900.00 | 2900.00 |
| 其他 | 24.16 | 0.21 | 0.15 | 0.20 |
| **负债合计** | 9193.67 | 8538.63 | 10563.62 | 11458.54 |
| 少数股东权益 | 338.48 | 373.25 | 424.70 | 493.01 |
| 归属母公司股东权益 | 6770.05 | 6983.67 | 7299.68 | 7719.32 |
| **负债和股东权益** | 16302.19 | 15895.55 | 18287.99 | 19670.87 |

| 现金流里表 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 单位：百万元 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| **经营活动现金流** | 746.50 | 1,757.29 | 1,178.47 | 1,797.55 |
| 净利润 | 298.14 | 248.40 | 367.45 | 487.95 |
| 资产减值损失 | -3.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 折旧摊销 | 436.26 | 507.34 | 590.12 | 665.79 |
| 公允价值变动收益 | 6.11 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 财务费用 | 139.64 | 255.98 | 324.39 | 367.41 |
| 投资损失 | -2.85 | -3.00 | -3.00 | -3.00 |
| 营运资本变化 | -124.75 | 749.48 | -100.62 | 278.99 |
| 递延税款变化 | -2.57 | -2.91 | -1.87 | -1.60 |
| **投资活动现金流** | -2,966.32 | -972.25 | -2,425.31 | -1,715.02 |
| 资本支出 | -2,970.09 | -977.25 | -2,430.31 | -1,720.02 |
| 其他投资 | 3.77 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| **筹资活动现金流** | 1,160.40 | -184.81 | 1,125.61 | -367.41 |
| 短期借款 | 1,366.72 | 71.17 | 1,450.00 | 0.00 |
| 新发股份 | 4.00 | 96.36 | -0.00 | 0.00 |
| 分红 | 0.00 | -96.36 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东融资 | -70.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | -139.64 | -255.98 | -324.39 | -367.41 |
| **现金净增加额** | -1,059.42 | 600.23 | -121.23 | -284.88 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 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 |
| **投资活动现金流** | -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 |
| **筹资活动现金流** | 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 |
| **现金净增加额** | -1059.42 | 600.23 | -121.23 | -284.88 |

| 利润表 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 单位：百万元 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| **营业收入** | 18420.57 | 21331.65 | 24952.91 | 28262.28 |
| 营业成本 | 17339.30 | 20020.47 | 23287.11 | 26273.23 |
| 营业税金及附加 | 17.46 | 42.66 | 49.91 | 56.52 |
| 销售费用 | 52.77 | 74.66 | 99.81 | 127.18 |
| 管理费用 | 535.93 | 639.95 | 748.59 | 847.87 |
| 财务费用 | 139.64 | 255.98 | 324.39 | 367.41 |
| 资产减值损失 | -3.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 6.11 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 投资净收益 | 2.85 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| **营业利润** | 347.92 | 302.93 | 448.11 | 595.07 |
| **利润总额** | 358.49 | 302.93 | 448.11 | 595.07 |
| 所得税 | 60.35 | 54.53 | 80.66 | 107.11 |
| **净利润** | 298.14 | 248.40 | 367.45 | 487.95 |
| 少数股东损益 | 40.74 | 34.78 | 51.44 | 68.31 |
| **归属母公司净利润** | 257.40 | 213.62 | 316.01 | 419.64 |
| EBITDA | 914.86 | 1061.25 | 1357.62 | 1623.27 |
| EPS（元） | 0.267 | 0.222 | 0.328 | 0.435 |

| 主要财务比率 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | -8.44% | 15.80% | 16.98% | 13.26% |
| 营业利润 | **-78.06%** | **-12.11%** | **48.73%** | **33.17%** |
| 归属母公司净利润 | **-77.02%** | **-17.01%** | **47.93%** | **32.80%** |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 5.87% | 6.15% | 6.68% | 7.04% |
| 净利率 | 1.62% | 1.16% | 1.47% | 1.73% |
| ROE | 4.19% | 3.38% | 4.76% | 5.94% |
| ROIC | 3.88% | 4.51% | 5.20% | 6.05% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 45.60% | 47.07% | 52.58% | 53.53% |
| 净负债比率 | 37.42% | 39.42% | 57.88% | 57.91% |
| 流动比率 | 87.77% | 91.60% | 92.09% | 84.57% |
| 速动比率 | 0.57 | 0.55 | 0.54 | 0.47 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.41 | 1.53 | 1.53 | 1.60 |
| 应收帐款周转率 | 11.74 | 12.17 | 12.17 | 12.17 |
| 应付帐款周转率 | 7.14 | 7.02 | 6.76 | 6.08 |
| **每股指标(元)** | | | | |
| 每股收益 | 0.267 | 0.222 | 0.328 | 0.435 |
| 每股经营现金 | 0.19 | 1.82 | 1.22 | 1.87 |
| 每股净资产 | 7.03 | 7.25 | 7.58 | 8.01 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 23.25 | 28.01 | 18.94 | 14.26 |
| P/B | 0.88 | 0.86 | 0.82 | 0.78 |
| EV/EBITDA | 13.74 | 11.49 | 11.28 | 9.67 |

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 信息披露栏查询公司静默期安排。