

桐昆股份 (601233. SH)

行业复苏趋势确立，未来会更好

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价 (元): **15.48-15.56**

分析师

联系人

燕云

刘强

S0740513110001

021-20315127

yanyun@r.qizq.com.cn

2015年1月29日

基本状况

总股本(百万股)	125.86
流通股本(百万股)	32.26
市价(元)	33.99
市值(百万元)	4282.74
流通市值(百万元)	1096.52

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	18,420.	22,137.	28,099.	32,225.	36,096.
营业收入增速	-8.44%	20.18%	26.93%	14.68%	12.02%
净利润增长率	-77.02%	-72.05%	62.45%	557.87	61.65%
摊薄每股收益 (元)	0.27	0.07	0.12	0.80	1.29
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市					
市盈率 (倍)	26.92	80.49	80.63	12.26	7.58
PEG	—	—	1.29	0.02	0.12
每股净资产 (元)	7.03	7.00	7.10	7.90	9.19
每股现金流量 (元)	0.19	0.25	0.80	1.55	2.44
净资产收益率	3.80%	1.07%	1.71%	10.11%	14.04%
市净率	1.02	0.86	1.38	1.24	1.06

股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 2015年1月29日晚,桐昆股份发布2014年全年业绩预告,预计2014年年度实现归属于上市公司股东的净利润与2013年同期相比,将增加45%到70%,据此计算,公司2014年归属上市公司股东净利润约为1.04-1.22亿元,环比大幅增长。
- **公司Q4单季度实现净利润8727万元-1.05亿,确立行业复苏趋势。**四季度的业绩说明两个问题:
 - 1)基本验证了我们推荐公司的逻辑,在油价下降的背景下,公司单季度业绩环比大幅增长说明涤纶长丝行业的供需正在好转、议价能力的提升使得公司在原材料价格下降的背景下价差扩大,并实现利润增长,行业复苏的趋势就此确立。
 - 2)Q4单季度的业绩是公司前三季度业绩的5-6倍,充分显示出涤纶长丝行业的盈利具有高弹性的特征。当然,这个业绩较我们此前预期低一些,我们倾向于认为可能是由于油价下降趋势中,基于会计的谨慎性原则,做了存货跌价准备计提。但我们认为,投资周期性行业的关键,在于趋势,公司的业绩充分说明行业正在好转的趋势已经形成。
- **中长期来看,涤纶长丝行业供需继续向好。**由于上游PX的供应走向宽松,PTA产能严重过剩短期难以缓解,供需格局向好的涤纶长丝将成为产业链议价能力最强的环节。根据我们测算,由于产能周期向上,假设需求增量不变的情况下,2015年的产能利用率将从2014年的79%上升至83%。产能利用率的上升,将扩大成本处于低位的龙头企业的利润空间。短期来看,由于1季度是传统淡季,因此不排除季节性需求趋弱带来价差收窄,但中长期趋势不会改变。同时,我们提醒投资者关注油价的变化,一旦油价企稳或反弹,将使得下游企业补库意愿而滋生爆发性需求。

- **投资建议:** 对盈利预测进行调整,调整后 2014-2016 年的净利润分别为 1.17 亿、7.69 亿、12.43 亿,同比增长 62%、558%和 62%。作为涤纶长丝龙头,公司竞争优势明显,将最先受益于行业复苏,继续给予“买入”评级。
- **风险提示:** PTA 及产品跌价风险; 中小产能恢复超预期。

图表 1: 齐鲁证券对桐昆股份的系列报告

序号	日期	报告标题
1	2015年1月29日	行业复苏趋势确立, 未来会更好
2	2014年12月23日	涤纶长丝 周期归来兮 龙头归来兮

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

图表 2: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	20,118	18,421	22,138	28,099	32,225	36,097
增长率	36.84%	-8.4%	20.2%	26.9%	14.7%	12.0%
营业成本	-17,981	-17,339	-21,308	-26,865	-30,194	-32,867
% 销售收入	89.4%	94.1%	96.3%	95.6%	93.7%	91.1%
毛利	2,137	1,081	830	1,234	2,031	3,230
% 销售收入	10.6%	5.9%	3.7%	4.4%	6.3%	8.9%
营业税金及附加	-37	-17	-14	-18	-20	-23
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-36	-53	-46	-70	-74	-86
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-530	-536	-598	-788	-888	-1,003
% 销售收入	2.6%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	1,533	475	171	358	1,050	2,118
% 销售收入	7.6%	2.6%	0.8%	1.3%	3.3%	5.9%
财务费用	17	-140	-139	5	-9	-9
% 销售收入	-0.1%	0.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-5	3	-12	-231	231	0
公允价值变动收益	-9	6	-3	0	0	0
投资收益	-4	3	8	8	8	8
% 税前利润	—	0.8%	6.0%	4.0%	0.6%	0.4%
营业利润	1,532	348	24	139	1,280	2,117
营业利润率	7.6%	1.9%	0.1%	0.5%	4.0%	5.9%
营业外收支	62	11	109	60	60	76
税前利润	1,595	358	132	200	1,340	2,193
利润率	7.9%	1.9%	0.6%	0.7%	4.2%	6.1%
所得税	-351	-60	-33	-51	-339	-554
所得税率	22.0%	16.8%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
净利润	1,243	298	99	149	1,001	1,639
少数股东损益	123	41	27	33	232	396
归属于母公司的净利润	1,120	257	72	117	769	1,243
净利率	5.6%	1.4%	0.3%	0.4%	2.4%	3.4%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,243	298	99	149	1,001	1,639
少数股东损益	0	0	0	33	232	396
非现金支出	361	433	740	1,082	753	1,130
非经营收益	75	123	141	-61	-60	-77
营运资金变动	-993	-668	-741	-403	-199	-341
经营活动现金净流	686	186	238	800	1,727	2,747
资本开支	2,775	2,417	2,182	1,203	1,251	1,393
投资	19	-25	-45	0	0	0
其他	1	14	0	8	8	8
投资活动现金净流	-2,755	-2,428	-2,227	-1,195	-1,244	-1,385
股权募资	3,131	1	0	0	0	0
债权募资	558	1,355	2,283	-461	-225	-935
其他	-453	-175	-283	-7	-29	-7
筹资活动现金净流	3,237	1,181	2,000	-468	-254	-943
现金净流量	1,169	-1,061	10	-863	229	420
资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,840	769	786	-110	-113	-90
应收账款	1,680	1,579	2,699	3,352	3,849	4,309
存货	1,067	1,798	2,016	2,312	2,651	2,857
其他流动资产	809	925	960	767	767	767
流动资产	5,397	5,071	6,460	6,321	7,153	7,843
% 总资产	49.7%	38.8%	41.8%	40.2%	42.4%	43.8%
长期投资	0	5	15	15	15	15
固定资产	5,211	7,509	8,436	8,852	9,185	9,528
% 总资产	48.0%	57.5%	54.7%	56.3%	54.4%	53.2%
无形资产	240	475	490	487	482	478
非流动资产	5,456	7,998	8,949	9,362	9,689	10,028
% 总资产	50.3%	61.2%	58.0%	59.6%	57.4%	56.0%
资产总计	10,852	13,068	15,437	15,711	16,871	17,899
短期借款	1,984	3,246	4,228	3,767	3,543	2,607
应付账款	1,876	2,478	2,577	3,149	3,545	3,863
其他流动负债	37	53	128	163	150	158
长期借款	3,897	5,777	6,933	7,080	7,238	6,628
其他长期负债	66	159	105	105	105	105
负债	12	24	1,313	1,313	1,313	1,313
负债	3,975	5,960	8,351	8,498	8,656	8,046
普通股股东权益	6,509	6,770	6,744	6,839	7,608	8,851
少数股东权益	368	338	342	374	607	1,003
负债股东权益合计	10,852	13,068	15,437	15,711	16,871	17,899
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	1.163	0.267	0.075	0.121	0.798	1.290
每股净资产 (元)	6.755	7.026	6.999	7.098	7.895	9.185
每股经营现金净流 (元)	0.712	0.193	0.247	0.796	1.551	2.440
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.023	0.023	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.21%	3.80%	1.07%	1.71%	10.11%	14.04%
总资产收益率	10.32%	1.97%	0.47%	0.74%	4.56%	6.94%
投入资本收益率	16.87%	4.06%	1.08%	2.15%	5.94%	11.40%
增长率						
营业总收入增长率	36.84%	-8.44%	20.18%	26.93%	14.68%	12.02%
EBIT 增长率	7.76%	-69.01%	-64.01%	109.47%	193.06%	101.75%
净利润增长率	2.60%	-77.02%	-72.05%	62.45%	557.87%	61.65%
总资产增长率	89.24%	20.42%	18.13%	1.78%	7.39%	6.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	19.8	30.2	32.7	31.4	32.0	31.7
应付账款周转天数	24.2	38.2	37.4	37.4	37.4	37.4
固定资产周转天数	48.3	93.1	117.9	104.3	95.9	90.3
偿债能力						
净负债/股东权益	3.14%	37.09%	67.63%	72.47%	60.94%	41.07%
EBIT 利息保障倍数	-91.0	3.4	1.2	-77.6	119.3	240.1
资产负债率	36.63%	45.60%	54.10%	54.09%	51.31%	44.95%

来源: 齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。