

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

涤纶长丝景气复苏，公司业绩迎来快速增长阶段

——桐昆股份（601233）年报点评报告

证券研究报告-公司点评

买入（上调）

发布日期：2015年4月15日

报告关键要素：

2014年涤纶长丝行业微弱复苏，推动公司盈利能力小幅提升，产能增长则带动了公司收入的小幅增长。两者共同推动了公司2014年业绩的增长。未来涤纶行业有望进一步复苏，油价的回升则有望进一步推动行业盈利的提升。公司作为国内涤纶行业龙头企业，业绩弹性较大，有望充分受益于涤纶价格上涨带来的盈利提升。公司进军互联网金融，一方面庞大的客户基础有助于市场开拓，另一方面能够通过互联网金融的服务提升客户粘性，促进涤纶主业的发展。预计公司2015、2016年EPS分别为0.60元和0.83元，以4月14日收盘价16.58元计算，对应PE分别为27.55倍和19.97倍，上调投资评级为“买入”。

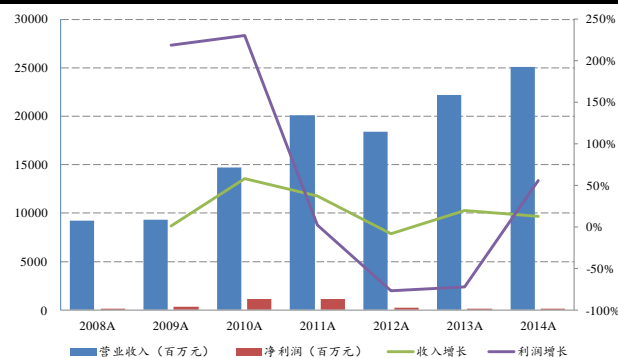
事件：

- 桐昆股份（601233）发布2014年年报。2014年，公司实现营业收入250.95亿元，同比增长13.4%，实现归属于上市公司股东的净利润1.12亿元，同比增长55.5%，基本每股收益0.12元。利润分配预案为每10股发放现金红利0.35元。

点评：

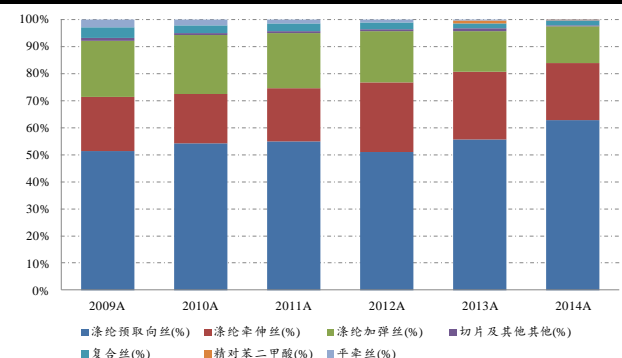
- 产能增长带动收入提升。公司是我国涤纶长丝的龙头企业，产品主要包括涤纶预取向丝、涤纶牵伸丝和涤纶加弹丝。2014年涤纶长丝价格波动较大，5月底受PTA龙头企业限产报价的推动，涤纶长丝价格出现大幅上涨，但下半年以来，在油价下跌影响下，涤纶长丝价格大幅下跌，全年均价下跌约12%。公司收入增长主要来自于产能释放带来的销量增长，40万吨超仿棉差别化纤维项目于4月份开始逐步投产。公司全年涤纶长丝销售234.6亿元，同比增长10.8%。未来公司的产能增量主要包括恒腾二期40万吨差别化纤维以及38万吨DTY差别化纤维项目，完全投产后长丝产能将达340万吨。在涤纶行业复苏的带动下，预计2015年业绩有望延续增长。

图1：公司历年业绩增长



资料来源：中原证券、wind

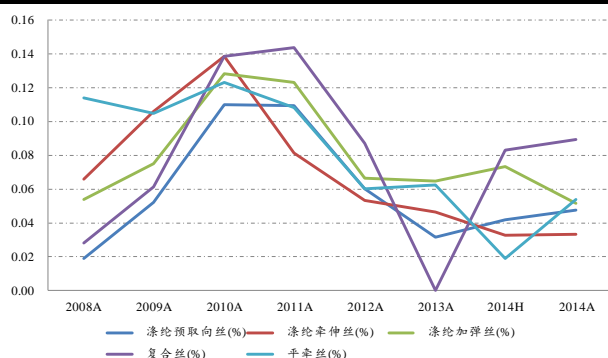
图2：公司主营业务构成



资料来源：中原证券、wind

- 受益行业复苏，盈利能力小幅提升。公司全年综合毛利率为4.24%，同比提升0.49个百分点。其中涤纶长丝毛利率为4.36%，同比提升0.47个百分点。尽管受油价下跌拖累，2014年涤纶长丝价格有所下跌，但产品价格跌幅小于原材料跌幅，行业呈现出复苏的迹象。从单季度盈利能力来看，四季度受油价大幅下跌影响，单季度净利率为3.53%，环比下跌0.72个百分点。

图5: 公司主营产品毛利率



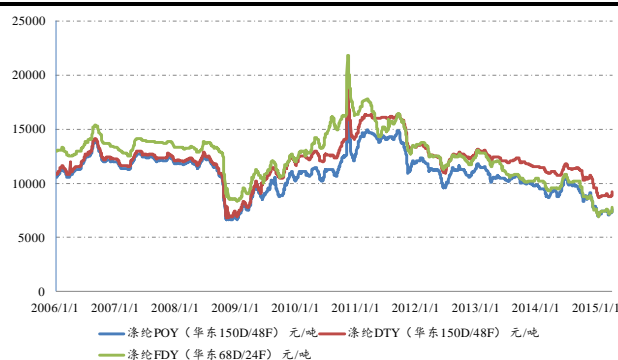
资料来源: 中原证券、wind

图6: 公司各季度盈利能力



资料来源: 中原证券、wind

图4: 涤纶长丝价格走势



资料来源: 中原证券、百川资讯

- **涤纶行业逐步复苏, 公司业绩弹性大。**随着行业新增产能的放缓和下游需求回暖, 涤纶长丝行业供给有望好转, 带动行业复苏。未来几年内上游PX仍在大幅扩产, 产能逐步过剩, 下游PTA领域议价能力有望加强。公司作为拥有80万吨PTA产能的涤纶长丝龙头, 盈利有望进一步提升。未来国际油价有望逐步企稳回升, 推动下游企业补库存需求, 进一步为推动涤纶产业链价格上涨, 景气提升。公司作为涤纶长丝龙头企业, 业绩弹性较大, 有望充分受益行业景气复苏。
- **进军互联网金融, 未来空间值得期待。**公司近日公告, 出资5000万元设立桐昆互联网金融服务公司, 正式进军互联网金融领域。公司作为涤纶长丝龙头企业, 下游纺织服装领域的客户资源丰富, 有助于公司的市场开拓。公司此前已同工商银行合作开发“工银聚”、“桐昆贷”交易平台, 为客户提供小微金融服务, 在供应链金融领域拥有一定经验。通过互联网金融领域的服务, 公司亦有望提升客户粘性, 进一步促进涤纶主业的发展。
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司2015、2016年EPS分别为0.60元和0.83元, 以4月14日收盘价16.58元计算, 对应PE分别为27.55倍和19.97倍, 上调投资评级为“买入”。
- **风险提示:** 涤纶复苏力度不及预期, 油价大幅下跌。

盈利预测

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	22137.87	25094.92	28500	33000
增长比率 (%)	20.18	13.36	13.57	15.79
净利润 (百万元)	71.95	111.85	250	800
增长比率 (%)	-72.05	55.46	418.55	37.93
每股收益 (元)	0.07	0.12	0.60	0.83
市盈率 (倍)	221.95	142.81	27.55	19.97

资料来源：中原证券

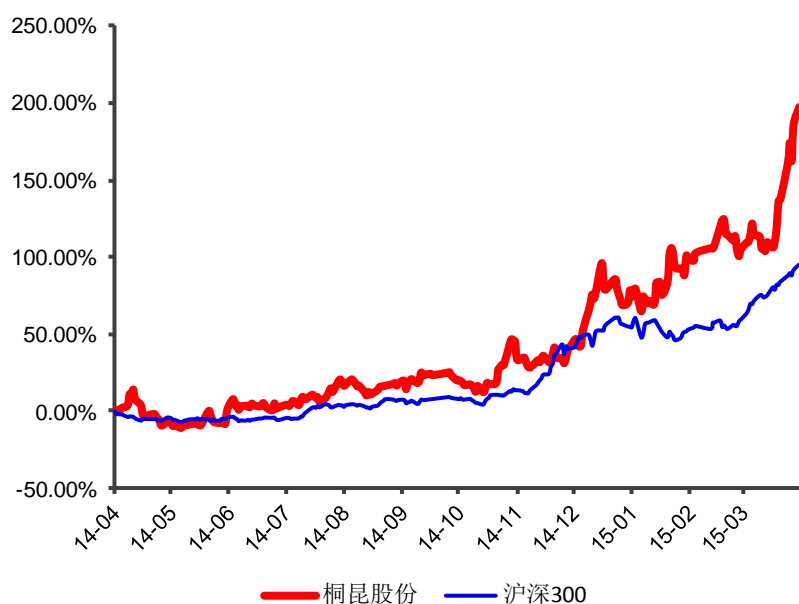
市场数据 (2015年4月14日)

收盘价 (元)	16.58 元
一年内最高最低 (元)	17.67/5.25
沪深300指数	4438.18
市净率 (倍)	2.34
流通市值 (亿元)	159.05

基础数据 (2014年12月31日)

每股净资产 (元)	7.09
每股经营现金流 (元)	3.73
毛利率 (%)	4.24
净资产收益率 (%)	1.65
资产负债率 (%)	49.97
总股本/流通股 (万股)	96360/95927
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。