

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学纤维

桐昆股份 (601233)

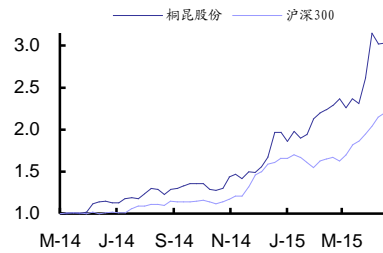
买入

2015 年一季报点评

(维持评级)

2015 年 04 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	964/959
总市值/流通 (百万元)	15,948/15,876
上证综指/深圳成指	4,527/14,809
12 个月最高/最低元)	17.67/5.23

相关研究报告:

- 《桐昆股份-601233-涤纶长丝景气度将大幅提升》——2015-04-27
- 《桐昆股份-601233-2011 年半年报点评: 业绩符合预期, 下游需求启动可期》——2012-02-22
- 《桐昆股份-601233-规模优势突出, 净利润大幅增长超预期》——2011-10-20
- 《桐昆股份-601233-超越行业波动盈利环比提升》——2011-08-07
- 《桐昆股份-601233-涤纶长丝龙头盈利能力突出、业绩稳定增长》——2011-07-05

证券分析师: 李云鑫

电话: 021-60933142
E-MAIL: liyunx@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514020001

证券分析师: 苏淼

电话: 021-60933150
E-MAIL: sumiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

二季度业绩环比将大幅提升

● 涤纶长丝景气度大幅提升, 业绩将大幅增长, “买入” 评级

2015 年涤纶长丝行业将迎来景气度上行阶段, 产能扩张基本结束, 行业开工率正在逐步提升。受漳州 PX 爆炸的影响, 涤纶长丝的价差正在逐步扩大, 预计 2015 年公司的业绩将大幅提升。凭借规模优势、客户优势和资金实力, 公司大力发展互联网金融服务, 我们看好公司未来的发展前景, 预计 15-17 年 EPS 为 0.75/1.09/1.53 元, 合理估值为 26.5 元, 维持 “买入” 评级。

● 业绩符合预期, 涤纶长丝的盈利能力正在逐步改善

公布 2015 年第 1 季报, 实现销售收入 48.33 亿, 同比减少 12.63%, 归属于上市公司股东的净利润为 1.02 亿, 同比增加 161.05%, 每股收益为 0.11 元, 业绩大幅增长的主要原因是涤纶长丝盈利能力的改善, 2014 年 1 季度的综合毛利率为 2%, 2015 年 1 季度的综合毛利率为 7%。环比来看, 2015 年第 1 季度和 2014 年第 4 季度业绩基本持平, 单季度利润大约 1 个亿左右, 但是毛利率明显优于 2014 年第 4 季度, 因此我们判断涤纶长丝的盈利能力正在逐步改善。

● 涤纶长丝的价差扩大将促使 2 季度的业绩大幅提升

从销量来看, 预计 2015 年的销量同比增长 15%-20% 左右, 未来公司业绩增长的主要来源是涤纶长丝价差的大幅扩大。我们跟踪了 2014-2015 年涤纶长丝价差的变化情况, 2014 年第 4 季度涤纶长丝的价差大约是 1200-1700 元/吨左右, 2015 年第 1 季度涤纶长丝的价差大约是 1200-1500 元/吨, 从 4 月份开始, 由于漳州 PX 发生爆炸, PTA、涤纶长丝的价格开始大幅上涨, 涤纶长丝的价差明显扩大。目前涤纶长丝的价差大约为 1600 元/吨左右, 预计 2 季度价差会持续扩大, 因此公司第 2 季度的业绩将大幅提升。

● 打造专业团队, 搭建互联网金融平台

凭借庞大的客户群体、资金实力、先发优势, 公司投资 5000 万建立桐乡互联网金融服务有限公司。目前公司正在建设专业团队, 搭建互联网金融平台, 逐步探索公司互联网金融的盈利模式, 未来将不断丰富互联网金融业务, 我们看好公司在互联网金融的布局。

● 催化剂: 涤纶长丝的价差持续扩大

● 风险因素: 下游需求减弱, 涤纶长丝价格出现下滑

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	22,138	25,095	28,714	34,473	41,544
(+/-%)	20.2%	13.4%	14.4%	20.1%	20.5%
净利润(百万元)	72	112	726	1,048	1,475
(+/-%)	-72.0%	55.5%	548.9%	44.4%	40.8%
摊薄每股收益 (元)	0.07	0.12	0.75	1.09	1.53
EBITMargin	1.2%	1.9%	4.4%	5.1%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	1.1%	1.6%	9.9%	13.0%	16.2%
市盈率 (PE)	221.7	142.6	22.0	15.2	10.8
EV/EBITDA	24.3	17.2	10.8	9.3	8.1
市净率 (PB)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	606	1646	3448	5686
应收款项	682	780	937	1129
存货净额	1807	2009	2406	2891
其他流动资产	1273	1456	1748	2107
流动资产合计	4368	5892	8539	11812
固定资产	8872	8050	7212	6368
无形资产及其他	491	472	453	435
投资性房地产	17	17	17	17
长期股权投资	10	10	10	10
资产总计	13757	14440	16231	18641
短期借款及交易性金融负债	2838	3000	3000	3000
应付款项	2294	2550	3054	3670
其他流动负债	287	320	1281	2624
流动负债合计	5419	5870	7335	9294
长期借款及应付债券	1412	1412	1412	1412
其他长期负债	43	65	86	107
长期负债合计	1455	1476	1498	1519
负债合计	6874	7346	8832	10813
少数股东权益	52	(245)	(673)	(1277)
股东权益	6831	7339	8072	9105
负债和股东权益总计	13757	14440	16231	18641

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.12	0.75	1.09	1.53
每股红利	0.44	0.23	0.33	0.46
每股净资产	7.09	7.62	8.38	9.45
ROIC	2%	9%	14%	23%
ROE	2%	10%	13%	16%
毛利率	4%	7%	8%	9%
EBIT Margin	1%	4%	5%	6%
EBITDA Margin	5%	7%	8%	8%
收入增长	13%	14%	20%	21%
净利润增长率	55%	549%	44%	41%
资产负债率	50%	49%	50%	51%
息率	3%	1%	2%	3%
P/E	142.6	22.0	15.2	10.8
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	18.7	10.8	9.3	8.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	25095	28714	34473	41544
营业成本	24032	26666	31778	38012
营业税金及附加	17	19	23	28
销售费用	61	70	84	102
管理费用	616	697	833	1000
财务费用	291	271	272	267
投资收益	22	20	20	20
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	101	1010	1502	2156
营业外净收支	86	100	100	100
利润总额	187	1110	1602	2256
所得税费用	57	277	401	564
少数股东损益	18	107	154	217
归属于母公司净利润	112	726	1048	1475

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	112	726	1048	1475
资产减值准备	(8)	0	0	0
折旧摊销	852	892	908	915
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	291	271	272	267
营运资本变动	1753	(174)	640	944
其它	(41)	(297)	(428)	(603)
经营活动现金流	2667	1147	2167	2731
资本开支	(1257)	(51)	(51)	(51)
其它投资现金流	46	0	0	0
投资活动现金流	(1211)	(51)	(51)	(51)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	14	0	0	0
支付股利、利息	(423)	(218)	(314)	(443)
其它融资现金流	(816)	162	0	0
融资活动现金流	(1635)	(55)	(314)	(443)
现金净变动	(179)	1040	1802	2237
货币资金的期初余额	786	606	1646	3448
货币资金的期末余额	606	1646	3448	5686
企业自由现金流	1605	1613	2813	3610
权益自由现金流	803	1571	2609	3410

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		银行	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱波	0755-82133390
		苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				