

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

盈利提升带动业绩大幅增长，行业复苏有望持续

——桐昆股份（601233）中报点评报告

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期：2015年8月31日

报告关键要素：

上半年公司产品量升价跌，一方面产能增长带动了销量的提升，另一方面受油价下跌的影响，涤纶长丝价格大幅下滑。上半年公司收入111.42亿元，同比下滑5.61%。在涤纶长丝行业复苏的带动下，公司盈利能力大幅提升，带动了业绩的快速增长。未来涤纶行业复苏的趋势有望继续持续，产业链利润重心持续下移。公司作为国内涤纶行业龙头企业，业绩弹性较大，有望充分受益于行业景气复苏带来的盈利提升。预计公司2015、2016年EPS分别为0.62元和0.88元，以8月28日收盘价12.57元计算，对应PE分别为20.27倍和14.28倍，维持“买入”的投资评级。

事件：

- 桐昆股份（601233）发布2015年中报。2014年，公司实现营业收入111.42亿元，同比下滑5.61%，实现归属于上市公司股东的净利润3.17亿元，同比增长1162.58%，基本每股收益0.33元，实现大幅扭亏。其中二季度实现营业收入63.08亿元，同比增长0.57%，净利润2.15亿元，同比增长57.09%，环比增长111.29%。

点评：

- 量升价跌，收入小幅下滑。公司是我国涤纶长丝的龙头企业，拥有300万吨涤纶长丝产能，产品主要包括涤纶预取向丝、涤纶牵伸丝和涤纶加弹丝。公司上半年涤纶长丝呈现量升价跌的态势。由于差别化纤维项目于去年4月份开始逐步投产，因此上半年有效产能有所提升，带动了销量的增长。但受油价大幅下跌的影响下，公司产品价格大幅下滑。根据百川数据，上半年涤纶POY均价7585元/吨，较去年同期的9359元/吨下跌21.8%。受此影响，公司上半年收入111.42亿元，同比下滑5.61%。未来公司的产能仍有一定的增长空间，恒腾二期40万吨差别化纤维预计年度建成，40万吨超仿棉差别化纤维项目剩余两条线预计今年8月底全部投产。

图1：公司历年业绩增长

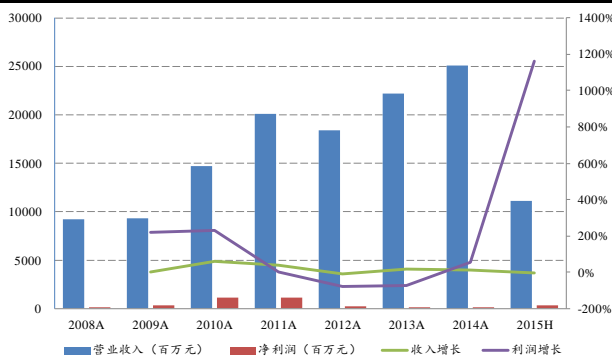
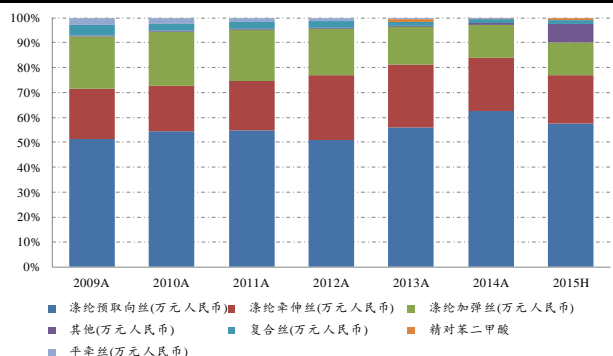


图2：公司主营业务构成



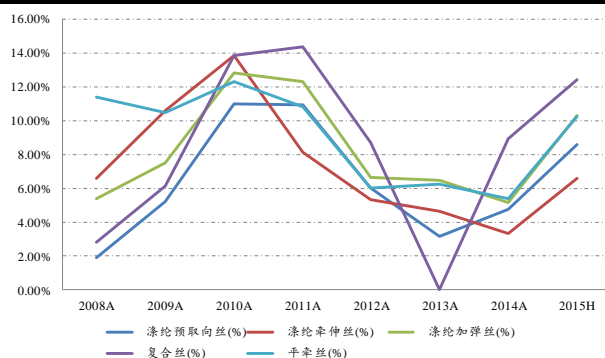
资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

- 行业复苏带动盈利能力大幅提升。公司上半年综合毛利率为8.55%，较去年同期的4.63%大幅提升3.92个百分点。毛利率的提升带动了业绩的大幅增长，上半年公司净利率2.87%，较同期的-0.12%大幅扭亏。公司的主营产品涤纶长丝毛利率为4.49%，同比提升4.04个百分点。在行业竞争格局好

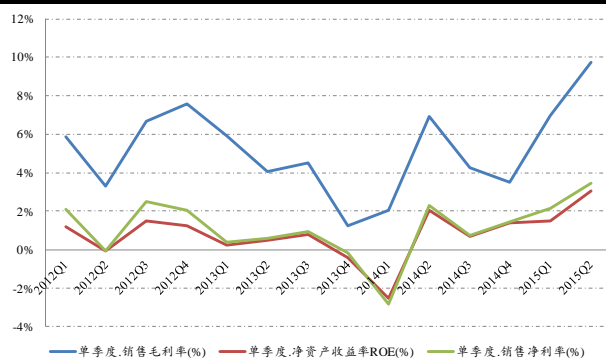
转以及产业链利润重心下移的带动下，涤纶长丝行业正逐步复苏，产品价差提升，带来了盈利能力的提升。二季度以来，在油价反弹的带动下，涤纶长丝的价差迅速扩大，二季度盈利能力达到2011年以来的新高，推动了二季度业绩的环比和同比的大幅增长。

图3：公司主营产品毛利率



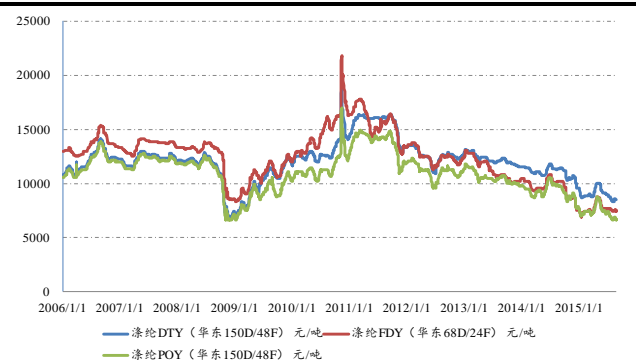
资料来源：中原证券、wind

图4：公司各季度盈利能力



资料来源：中原证券、wind

图5：涤纶长丝价格走势



资料来源：中原证券、百川资讯

- **涤纶行业复苏趋势未变，公司有望充分受益。**随着行业新增产能的放缓以及下游需求的稳定增长，涤纶长丝行业供给正逐步好转，有望推动行业的逐步复苏。此外未来几年内PX的大幅扩产将带来上游的产能过剩，下游PTA、涤纶长丝领域议价能力有望加强，产业的利润重心有望下移。公司拥有80万吨PTA产能的涤纶长丝龙头，盈利有望进一步提升。尽管短期受油价大幅下跌的影响，行业存在一定的去库存压力，短期业绩或受到一定冲击。但总体看行业复苏的趋势未变，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。未来国际油价若能企稳反弹，下游企业的补库存需求将进一步推动产业链价格上涨与景气的提升。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司2015、2016年EPS分别为0.62元和0.88元，以8月28日收盘价12.57元计算，对应PE分别为20.27倍和14.28倍，维持“买入”的投资评级。
- **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	24500	32000
增长比率 (%)	20.18	13.36	-2.37	30.61
净利润 (百万元)	71.95	111.85	600	850
增长比率 (%)	-72.05	55.46	436.43	41.67
每股收益 (元)	0.07	0.12	0.62	0.88
市盈率 (倍)	179.57	104.75	20.27	14.28

资料来源：中原证券

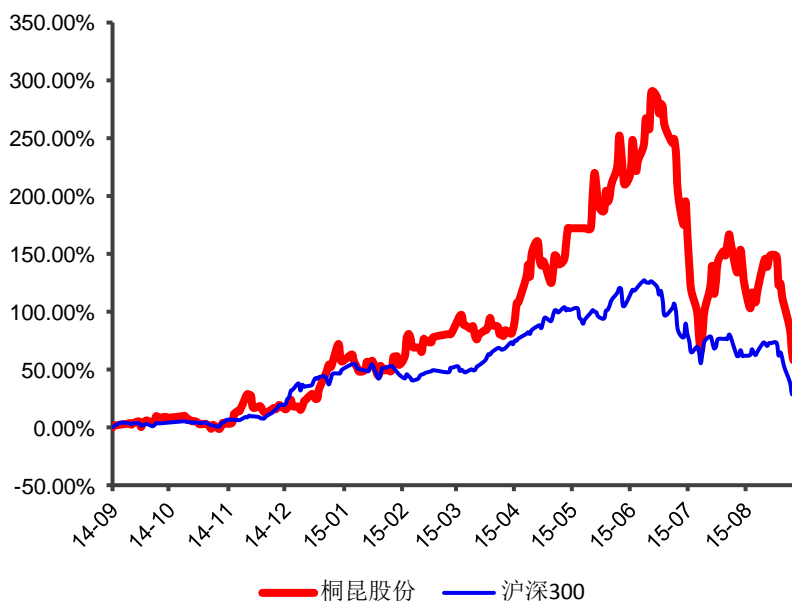
市场数据 (2015年8月28日)

收盘价 (元)	12.57 元
一年内最高最低 (元)	27.68/4.81
沪深300 指数	3342.29
市净率 (倍)	1.70
流通市值 (亿元)	121.12

基础数据 (2015年6月30日)

每股净资产 (元)	7.41
每股经营现金流 (元)	0.32
毛利率 (%)	8.55
净资产收益率 (%)	4.54
资产负债率 (%)	50.64
总股本/流通股 (万股)	96360/96360
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。