

桐昆股份 (601233)

## 涤纶迎来景气周期，长丝龙头弹性最大

	肖洁 (分析师)	傅锴铭 (研究助理)	陆建巍 (分析师)
	0755-23976115	0755-23976516	010-59312737
	xiaojie@gtjas.com	fukaiming@gtjas.com	lujianwei@gtjas.com
证书编号	S0880513080002	S0880114080039	S0880513070001

## 本报告导读:

涤纶长丝迎来景气周期，长丝龙头弹性最大，上调 2015-2016 年盈利预测，上调目标价至 14 元。

## 投资要点:

- 2015 年 1 月 30 日，公司发布业绩预告，预计 2014 年归属于上市公司股东的净利润同比增加 45%-70%，即全年实现净利润 1.0-1.2 亿元，四季度净利润约 0.8-1.0 亿元。公司业绩证实了我们对四季度涤纶长丝价差扩大的判断。
- 维持增持评级，上调盈利预测，上调目标价。涤纶行业已迎来景气周期，我们认为涤纶长丝 2015 年全年将延续 2014 年四季度的景气行情，上调 2015-2016 年 EPS 至 0.54 元、0.71 元（原 0.35 元、0.45 元），增速为 329%、31%。公司历史平均 PB 水平为 1.5 倍，考虑到在周期景气初期给予较高的 2 倍 PB 估值，上调目标价至 14 元。
- 涤纶迎来景气周期，长丝龙头弹性最大。2015 年涤纶行业存在三重好转：(1) 春节后将迎来补库存和旺季涨价行情；(2) “PX-PTA-涤纶”产业链利润中枢继续下移：2014-2015 年亚洲 PX 产能分别增加 605 万吨和 745 万吨，PX 供应由紧变松；PTA 产能在 2015 年仍过剩；而下游的涤纶长丝 2015 年产能增速在 10% 以内，涤纶供需格局得到改善，我们预计 2015 年涤纶长丝价差将比 2014 年高 200-300 元/吨；(3) 油价暴跌后，低油价带来低原料成本，纺织服装行业化纤使用比例将进一步提高。公司拥有至少 280 万吨涤纶长丝产量，是涤纶景气行情下弹性最大的受益标的，涤纶长丝价差每扩大 100 元，公司增厚 EPS 0.22 元。

风险提示：纺织服装行业低迷

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	18,421	22,138	24,345	27,282	34,186
(+/-)%	-8%	20%	10%	12%	25%
经营利润 (EBIT)	475	171	357	1,076	1,354
(+/-)%	-69%	-64%	109%	201%	26%
净利润	257	72	121	521	681
(+/-)%	-77%	-72%	69%	329%	31%
每股净收益 (元)	0.27	0.07	0.13	0.54	0.71
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	2.6%	0.8%	1.5%	3.9%	4.0%
净资产收益率 (%)	3.8%	1.1%	1.8%	7.4%	9.1%
投入资本回报率 (%)	4.1%	1.1%	2.4%	6.9%	8.4%
EV/EBITDA	14.4	17.1	12.3	7.2	5.8
市盈率	40.8	145.9	86.4	20.1	15.4
股息率 (%)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.00

上次预测: 10.50

当前价格: 10.89

2015.01.30

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.25-11.65
总市值 (百万元)	10,494
总股本/流通 A 股 (百万股)	964/959
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	24.11
日均成交值 (百万元)	215.68

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,742
每股净资产	7.00
市净率	1.6
净负债率	46.87%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.02	-0.17
Q2	0.03	0.14
Q3	0.06	0.05
Q4	-0.03	0.11
全年	0.07	0.13

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	55%	94%
相对指数	-11%	14%	32%

## 相关报告

《弹性最大的的涤纶长丝龙头》2014.12.08

模型更新时间: 2015.01.29

**股票研究**

原材料  
基础化工

桐昆股份 (601233)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **14.00**

上次预测: 10.50

**当前价格:** 10.89

公司网址

www.zjtkgf.com

公司简介

公司是中国涤纶长丝制造行业的龙头企业,公司连续多年在中国涤纶长丝行业中销量排名第一。

公司主营业务为民用涤纶长丝的研发、生产和销售。

52 周价格范围

5.25-11.65

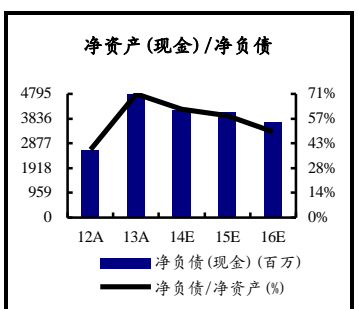
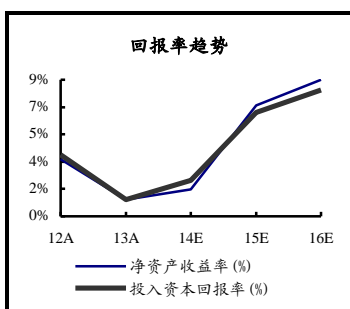
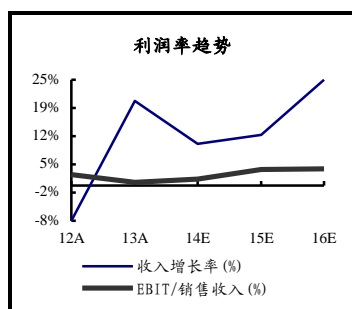
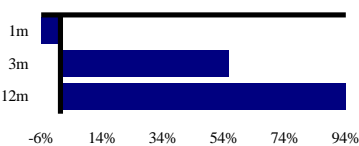
市值 (百万)

10,494

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	18,421	22,138	24,345	27,282	34,186
营业成本	17,339	21,308	23,263	25,395	31,815
税金及附加	17	14	15	17	22
销售费用	53	46	51	57	71
管理费用	536	598	658	737	924
<b>EBIT</b>	<b>475</b>	<b>171</b>	<b>357</b>	<b>1,076</b>	<b>1,354</b>
公允价值变动收益	6	-3	0	0	0
投资收益	3	8	8	8	8
财务费用	140	139	250	233	218
<b>营业利润</b>	<b>348</b>	<b>24</b>	<b>115</b>	<b>850</b>	<b>1,144</b>
所得税	60	33	56	242	317
少数股东损益	41	27	46	195	255
<b>净利润</b>	<b>257</b>	<b>72</b>	<b>121</b>	<b>521</b>	<b>681</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	769	831	1,013	1,013	1,013
其他流动资产	565	721	0	0	0
长期投资	5	15	15	15	15
固定资产合计	7,509	8,436	8,539	8,513	8,359
无形及其他资产	475	490	504	519	533
<b>资产合计</b>	<b>13,068</b>	<b>15,410</b>	<b>15,305</b>	<b>16,005</b>	<b>17,578</b>
流动负债	5,777	6,933	6,874	7,049	7,875
非流动负债	183	1,418	1,397	1,399	1,402
股东权益	6,770	6,744	6,675	7,003	7,491
<b>投入资本(IC)</b>	<b>9,740</b>	<b>11,865</b>	<b>11,201</b>	<b>11,673</b>	<b>12,006</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	395	128	267	804	1,012
折旧与摊销	436	727	834	963	1,092
流动资金增量	447	-1,070	-42	-483	-473
资本支出	-2,417	-2,182	-842	-843	-843
<b>自由现金流</b>	<b>-1,139</b>	<b>-2,396</b>	<b>217</b>	<b>441</b>	<b>788</b>
经营现金流	186	238	1,761	1,333	1,676
投资现金流	-2,428	-2,227	-834	-835	-835
融资现金流	1,181	1,999	-745	-498	-842
<b>现金流净增加额</b>	<b>-1,061</b>	<b>10</b>	<b>181</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-8.4%	20.2%	10.0%	12.1%	25.3%
EBIT 增长率	-69.0%	-64.0%	108.9%	201.2%	25.9%
净利润增长率	-77.0%	-72.0%	68.8%	329.2%	30.6%
利润率					
毛利率	5.9%	3.7%	4.4%	6.9%	6.9%
EBIT 率	2.6%	0.8%	1.5%	3.9%	4.0%
净利润率	1.4%	0.3%	0.5%	1.9%	2.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	3.8%	1.1%	1.8%	7.4%	9.1%
总资产收益率(ROA)	2.0%	0.5%	0.8%	3.3%	3.9%
投入资本回报率(ROIC)	4.1%	1.1%	2.4%	6.9%	8.4%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	30	33	33	33	33
应收账款周转天数	2	2	2	2	2
总资产周转天数	237	235	230	209	179
净利润现金含量	0.72	3.31	14.50	2.56	2.46
资本支出/收入	13%	10%	3%	3%	2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.6%	54.2%	54.0%	52.8%	52.8%
净负债率	38.9%	71.1%	62.2%	58.6%	49.3%
<b>估值比率</b>					
PE	40.8	145.9	86.4	20.1	15.4
PB	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.4	17.1	12.3	7.2	5.8
P/S	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
股息率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

绝对价格回报 (%)



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		