

公告点评

控制光气资源，逐步提升 AKD 市场占有率

化工新材料

2011 年 10 月 17 日

评级：推荐（维持）

合理价格：

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《发展医药中间体下游，未来业绩有望超预期》——天马精化(002453.SZ)调研简报，2011.3.1

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

Email: sum@glsc.com.cn

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，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

——天马精化（002453.SZ）收购天安化工部

分股权公告点评

事件：公司拟收购控股股东天马集团所持有的天安化工全部 3000 万股股份，占天安化工的股权比例为 51.72%。天安化工主要从事光气以及光气化产品。截止 2011 年 7 月 31 日，天安化工营业收入为 5115.62 万元，净利润为 236.72 万元，天安化工净资产为 14718.26 万元。

点评：

- **控制光气资源，逐步提升 AKD 市场占有率，增强 AKD 的定价权。**光气为剧毒气体，各国政府对于光气的管理比较严格，生产资质准入门槛高，因此光气生产牌照较难获取。公司收购天安化工主要是为了获取光气资源。通过收购光气资源一方面可以提高 AKD 的产能，另一方面天安化工是公司 AKD 竞争对手兖州天成化工的供应商。天安化工光气的牌照产能为 3 万吨/年，对应 AKD 的产能大约为 6.8 万吨，因此可以根据市场需求不断扩产 AKD。2011 年公司 AKD 的产量约为 4 万吨，其中内销比例大约为 50%，因此国内市场 AKD 的占有率大约为 40%~50%，随着竞争对手产能的萎缩以及公司产能的不断提升，公司 AKD 产品的市场占有率将逐步提高，因此公司未来在 AKD 市场上将具有极强的定价权，同时也为公司发展医药中间体和原料药提供稳定的现金流。
- **南通纳百园化工将是公司未来重要的医药中间体生产基地。**目前公司医药中间体最大的瓶颈是产能不足，通过增资公司子公司南通纳百园化工，可以显著扩大医药中间体的产能，纳百园曾经参与过公司医药中间体的生产，因此在承接医药中间体的生产和管理方面具有先天优势，尽管 2011 年上半年纳百园化工的净利润为-92 万元，但是我们认为 2012 年南通纳百园将是公司业绩的重要增长点。
- **维持“推荐”评级，维持公司 11~13 每股收益为 0.81、1.1 和 1.38 元，目前股价对应 11 年每股收益的 PE 为 32 倍，继续维持“推荐”的评级。风险提示：募投项目产能释放进度低于预期**

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 11/10/17

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	431.53	678.39	904.84	1,201.19	1,412.44	现金	109.00	306.88	872.36	892.40	974.82
YOY(%)	-0.1%	57.2%	33.4%	32.8%	17.6%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	330.92	549.67	721.93	952.42	1,111.18	应收款项净额	99.34	184.25	245.75	326.24	383.62
营业税金及附加	1.58	2.63	3.16	4.19	4.93	存货	51.57	88.47	116.81	154.66	180.96
销售费用	17.34	23.49	25.24	33.51	39.41	其他流动资产	35.39	46.20	61.62	81.80	96.19
占营业收入比(%)	4.0%	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%	流动资产总额	295.30	625.80	1,296.54	1,455.10	1,635.59
管理费用	18.49	28.45	32.57	43.24	50.85	固定资产净值	151.87	209.33	304.82	316.58	306.89
占营业收入比(%)	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	减: 资产减值准备	0.84	(4.77)	(6.95)	(7.21)	(6.99)
EBIT	59.27	70.77	120.14	166.04	204.29	固定资产净额	152.71	204.56	297.87	309.36	299.89
财务费用	5.19	5.11	7.20	12.40	12.20	工程物资	0.00	0.93	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.2%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	在建工程	24.03	18.10	19.28	10.81	2.10
资产减值损失	0.84	(4.77)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	176.74	223.59	317.15	320.18	301.99
营业利润	54.96	60.88	112.94	153.64	192.09	无形资产	44.74	44.65	42.86	41.08	39.29
营业外净收入	2.57	7.54	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.53	68.42	112.94	153.64	192.09	其他长期资产	42.54	36.64	36.64	36.64	36.64
所得税	10.53	10.77	15.25	20.74	25.93	资产总额	559.32	930.68	1,693.20	1,853.00	2,013.51
所得税率(%)	18.3%	15.7%	13.5%	13.5%	13.5%	循环贷款	88.30	60.04	300.00	300.00	300.00
净利润	47.00	57.65	97.70	132.90	166.16	应付款项	130.12	155.15	204.85	271.22	317.34
占营业收入比(%)	10.9%	8.5%	10.8%	11.1%	11.8%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.75)	(0.27)	(0.45)	(0.61)	(0.76)	其他流动负债	7.59	10.34	13.46	17.83	20.87
归属母公司净利润	46.24	57.38	97.25	132.29	165.40	流动负债	226.01	225.53	518.31	589.05	638.21
YOY(%)	38.0%	24.1%	69.5%	36.0%	25.0%	长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.51	0.48	0.81	1.10	1.38	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	326.01	225.53	518.31	589.05	638.21
成长能力						少数股东权益	6.88	6.68	6.99	7.42	7.95
营业收入	-0.1%	57.2%	33.4%	32.8%	17.6%	股东权益	226.43	698.47	1,167.90	1,256.53	1,367.35
营业利润	42.8%	10.8%	85.5%	36.0%	25.0%	负债和股东权益	559.32	930.68	1,693.20	1,853.00	2,013.51
净利润	38.0%	24.1%	69.5%	36.0%	25.0%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	23.3%	19.0%	20.2%	20.7%	21.3%	税后利润	46.24	57.38	97.25	132.29	165.40
净利率(%)	10.9%	8.5%	10.8%	11.1%	11.8%	加: 少数股东损益	0.56	0.23	0.31	0.42	0.53
ROE(%)	20.4%	8.2%	8.3%	10.5%	12.1%	公允价值变动	-0.84	4.77	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	8.3%	6.2%	5.7%	7.1%	8.2%	折旧和摊销	19.31	24.88	26.05	30.50	32.20
偿债能力						营运资金的变动	5.91	-93.33	-50.27	-67.51	-49.12
流动比率	1.31	2.77	2.50	2.47	2.56	经营活动现金流	71.18	-6.07	73.34	95.69	149.01
速动比率	1.08	2.38	2.28	2.21	2.28	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	58.3%	24.2%	30.6%	31.8%	31.7%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-69.19	-120.00	-32.00	-12.00
总资产周转率	77.2%	72.9%	53.4%	64.8%	70.1%	投资活动现金流	0.00	-69.19	-120.00	-32.00	-12.00
应收账款周转天数	84.02	99.13	99.13	99.13	99.13	股权融资	-0.15	420.30	404.27	0.00	0.00
存货周转天数	59.36	60.84	60.84	60.84	60.84	长期贷款的增加/	0.00	-100.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.51	0.48	0.81	1.10	1.38	股利分配	-12.02	-8.53	-32.09	-43.66	-54.58
每股净资产	2.52	5.82	9.73	10.47	11.39	计入循环贷款前副	-12.17	311.77	372.18	-43.66	-54.58
估值比率						循环贷款的增加(-24.80	69.90	239.96	0.00	0.00
P/E	51.6	55.4	32.7	24.0	19.2	融资活动现金流	-48.99	273.14	612.14	-43.66	-54.58
P/B	10.5	4.6	2.7	2.5	2.3	现金净变动额	22.19	197.88	565.48	20.04	82.43

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。