

天马精化 (002453)

造纸化学品产销良好，募投项目四季度投产

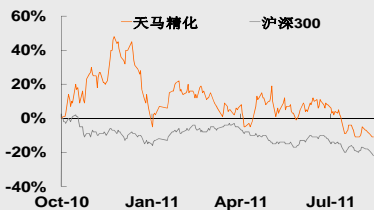
推荐 (维持)

现价: 24.33 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.tianmachem.com
大股东/持股	苏州天马医药集团有限公司 /48.66%
实际控制人/持股	苏州天马医药集团有限公司/48.66%
总股本(百万股)	120
流通 A 股(百万股)	62
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	29.20
流通 A 股市值(亿元)	14.99
每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	18.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

伍颖 S1060511010017
010-66299575
Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 业绩低于我们预期:

前三季度公司实现收入 6.3 亿元，同比增长 37.1%，归属上市公司股东净利润 5527.6 万元，同比增长 40.3%，其中第三季度实现收入 2.3 亿元，同比增长 39.2%，净利润 1652.6 万元，同比增长 33.9%，业绩低于我们预期。

■ 市场地位稳固，造纸化学品产销良好:

公司造纸化学品主要为 AKD，今年初其主要原材料硬脂酸价格涨幅较大，目前维持高位，凭借突出的市场地位，公司该产品毛利率基本保持平稳，对稳定综合毛利率水平起到重要作用。从销售看，公司 AKD 产品国内外市场并举，销售量继续保持增长，我们预计全年销售量接近 4 万吨，同比增长 30%以上。

■ 医药中间体受生产线改造影响:

为了打通原料药产业链，提升生产环境，去年下半年公司启动了中间体生产线的 GMP、FDA 改造，致使医药中间体毛利率处于较低水平，也是业绩低于我们预期主要原因。预计明年随着认证完成，改造对公司负面影响有望逐步消除。

■ 募投项目四季度有望投产，并购效应明年体现:

公司上市募投项目包括 5.2 万吨造纸化学品扩建和 450 吨医药中间体扩建，预计项目将于四季度投产，届时公司其他造纸化学品和医药中间体产能增加 50%以上，为公司明年业绩增长奠定基础。

今年 8 月份公司收购了南通纳百园 100% 股权，未来其有望成为公司医药中间体新基地。近期公司又公告，拟受让大股东持有光气生产商天安化工 54.6% 股权，交易完成后，公司将获得宝贵光气资源，对降低 AKD 成本具有积极作用。

■ 维持“推荐”投资评级:

我们将公司 2011 年 EPS 由此前 0.96 元下调为 0.81 元，并相应下调 2012 年、2013 年 EPS 至 1.40 元和 1.94 元，对应昨日收盘价格的 PE 分别为 30 倍、17 倍和 13 倍，我们认为明年公司产业链优势将得以体现，同时产能瓶颈有望消除，成长空间看好，维持“推荐”投资评级。风险因素：市场开拓、原料价格波动。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	432	678	1030	1430	2030
YoY(%)	-0.1	57.2	51.8	38.8	42.0
净利润(百万元)	46	57	97	168	233
YoY(%)	38.0	24.1	69.4	72.4	39.2
毛利率(%)	23.3	19.0	20.0	22.8	22.4
净利率(%)	10.7	8.5	9.4	11.7	11.5
ROE(%)	20.4	8.2	12.6	17.8	19.9
EPS(摊薄/元)	0.39	0.48	0.81	1.40	1.94
P/E(倍)	63.1	50.9	30.0	17.4	12.5

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	626	681	894	1242
现金	307	216	257	336
应收账款	146	206	286	406
其他应收款	21	31	43	61
预付账款	46	74	99	142
存货	88	124	166	236
其他流动资产	18	31	43	61
非流动资产	305	406	447	475
长期投资	0	0	0	0
固定资产	205	337	379	408
无形资产	45	45	45	45
其他非流动资产	56	24	23	23
资产总计	931	1087	1340	1717
流动负债	226	308	393	535
短期借款	60	65	65	65
应付账款	98	148	199	284
其他流动负债	68	95	129	186
非流动负债	0	0	0	146
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	146
负债合计	226	308	393	680
少数股东 权益	7	7	8	10
股本	120	120	120	120
资本公积	434	434	434	434
留存收益	144	217	385	618
归属母公司股东权	698	772	939	1172
负债和股东权益	931	1087	1340	1717

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-16	46	106	136
净利润	58	98	169	235
折旧摊销	25	14	19	22
财务费用	5	3	5	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-104	-59	-87	-127
其他经营现金流	0	-9	-0	0
投资活动现金流	-43	-115	-60	-50
资本支出	71	150	60	50
长期投资	0	-25	0	0
其他投资现金流	28	10	0	0
筹资活动现金流	277	-22	-5	-7
短期借款	-28	5	0	0
长期借款	-100	0	0	0
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	385	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-27	-5	-7
现金净增加额	215	-91	41	80

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	678	1030	1430	2030
营业成本	550	824	1104	1575
营业税金及附加	3	3	4	6
营业费用	23	36	50	71
管理费用	32	46	64	91
财务费用	5	3	5	7
资产减值损失	5	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	61	115	198	276
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	68	115	198	276
所得税	11	17	30	41
净利润	58	98	169	235
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	57	97	168	233
EBITDA	91	132	222	304
EPS (元)	0.48	0.81	1.40	1.94

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	57.2%	51.8%	38.8%	42.0%
营业利润	10.8%	88.9%	72.4%	39.2%
归属母公司股东权益	24.1%	69.4%	72.4%	39.2%
获利能力				
毛利率 (%)	19.0%	20.0%	22.8%	22.4%
净利率 (%)	8.5%	9.4%	11.7%	11.5%
ROE (%)	8.2%	12.6%	17.8%	19.9%
ROIC (%)	12.9%	16.0%	22.9%	26.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	24.2%	28.3%	29.3%	31.2%
净负债比率 (%)	26.6%	21.1%	16.5%	12.2%
流动比率	2.77	2.21	2.27	2.32
速动比率	2.38	1.81	1.85	1.88
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	5.8	5.7	5.8	5.9
应付账款周转率	6.5	6.7	6.4	6.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.81	1.40	1.94
每股经营现金流	-0.14	0.39	0.88	1.13
每股净资产	5.82	6.43	7.83	9.77
估值比率				
P/E	50.9	30.0	17.4	12.5
P/B	4.2	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	29	20	12	9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257