

# 天马精化 (002453)

## 业绩略低预期，两大业务不乏亮点

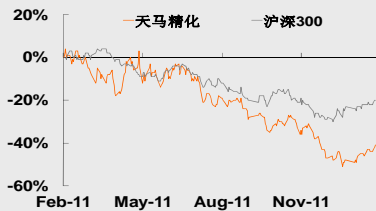
### 推荐 (维持)

现价: 23.20 元

#### 主要数据

行业	基础化工-医药中间体
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	徐仁华先生/21.76%
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)	27.84
流通 A 股市值(亿元)	14.38
每股净资产(元)	6.25
资产负债率(%)	30.25

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

**陈建文** 投资咨询资格编号 S1060511020001  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn

**鄢祝兵** 投资咨询资格编号 S1060511110001  
0755-22621410  
yanzhuobing290@pingan.com.cn

**伍颖** 投资咨询资格编号 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

#### ■ 业绩略低于预期:

2011 年公司实现收入 8.74 亿元，同比增长 28.82%，归属于母公司净利润 7578.13 万元，同比增长 32.07%，每股收益 0.63 元，略低于我们 EPS 0.69 元的盈利预测。利润分预案为每股派现金红利 0.2 元。

#### ■ AKD 平稳发展，其他造纸化学品销售及盈利水平齐升:

2011 年公司主导产品 AKD 市场地位稳固，保持平稳增长，收入同比增长 13.50%，毛利率稳定在约 17% 水平。在 AKD 协同效应以及募投新增产能作用下，公司其他造纸化学品表现抢眼，收入同比增长 56.65%，同时由于盈利水平较高造纸化学品比重增加，其他造纸化学品毛利率提升近 7 个百分点至 28.69%。

#### ■ 医药中间体克服改造不利影响，收入实现较快增长:

2011 年公司医药中间体进行 GMP 认证，对生产造成一定影响，但通过灵活调配产能以及积极市场开拓，该业务收入仍实现了较快增长，同比增长 50.15%。受改造影响，公司医药中间体毛利率下降约 1 个百分点至 18.06%。

#### ■ 2011 年完成两项重大收购，利润贡献主要从今年开始:

2011 年公司先后收购了南通纳百园 100% 股权和天安化工 52% 股权，从年报披露看，收购公司利润贡献小，主要进行业务及管理梳理，预计从今年起，这两个公司将步入正常运转。

#### ■ 2012 年展望：造纸化学品和医药中间体均有提升空间

2012 年公司募投其他造纸化学品将继续发挥作用，AKD 国内外市场需求稳定增长，销量依然有望继续提高，收购天安化工也有利于 AKD 成本降低；医药中间体方面 GMP 改造不利影响将逐步减轻，南通公司是有可能成为另一增长来源。

#### ■ 维持“推荐”评级:

我们略下调公司盈利预测，预计 2012-2014 年 EPS 为 0.90 元、1.24 元和 1.63 元，对应 2 月 27 日收盘价的 PE 分别为 26 倍、19 倍和 14 倍。公司经营稳健，未来业务成长性看好，维持“推荐”投资评级。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	678	874	1144	1650	2145
YoY(%)	57.2	28.8	30.9	44.3	30.0
净利润(百万元)	57	76	108	149	196
YoY(%)	24.1	32.1	42.6	38.1	31.3
毛利率(%)	19.0	19.4	20.3	20.1	20.1
净利率(%)	8.5	8.7	9.4	9.0	9.1
ROE(%)	8.2	10.1	12.6	14.8	16.3
EPS(摊薄/元)	0.48	0.63	0.90	1.24	1.63
P/E(倍)	48.5	36.7	25.8	18.7	14.2
P/B(倍)	4.0	3.7	3.2	2.8	2.3

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	614	848	1077	1407
现金	155	265	236	314
应收账款	195	286	412	536
其他应收款	24	34	49	64
预付账款	65	64	92	120
存货	122	164	237	309
其他流动资产	54	34	49	64
非流动资产	580	533	551	576
长期投资	3	3	3	3
固定资产	327	411	432	455
无形资产	93	93	93	93
其他非流动资产	157	26	23	25
资产总计	1194	1381	1628	1983
流动负债	357	439	537	695
短期借款	187	180	160	200
应付账款	98	155	224	291
其他流动负债	72	104	153	203
非流动负债	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	0	0	0
负债合计	361	439	537	695
少数股东 权益	82	83	84	85
股本	120	120	120	120
资本公积	434	434	434	434
留存收益	194	302	451	647
归属母公司股东权	750	859	1008	1204
负债和股东权益	1194	1381	1628	1983

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-23	118	45	105
净利润	77	109	150	197
折旧摊销	0	19	23	25
财务费用	6	7	14	17
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-141	-134
其他经营现金流	-106	-17	-0	0
投资活动现金流	-197	30	-40	-50
资本支出	66	60	40	50
长期投资	-1	-27	0	0
其他投资现金流	-132	63	0	0
筹资活动现金流	76	-34	-34	23
短期借款	127	-7	-20	40
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-51	-28	-14	-17
现金净增加额	-146	114	-29	78

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	874	1144	1650	2145
营业成本	705	911	1318	1714
营业税金及附加	2	3	5	6
营业费用	29	40	58	75
管理费用	41	51	74	97
财务费用	6	7	14	17
资产减值损失	1	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	89	128	177	232
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	92	128	177	232
所得税	14	19	26	35
净利润	77	109	150	197
少数股东损益	2	1	1	1
归属母公司净利润	76	108	149	196
EBITDA	96	154	213	274
EPS (元)	0.63	0.90	1.24	1.63

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	28.8%	30.9%	44.3%	30.0%
营业利润	46.9%	43.0%	38.1%	31.3%
归属母公司股东权益	32.1%	42.6%	38.1%	31.3%
获利能力				
毛利率 (%)	19.4%	20.3%	20.1%	20.1%
净利率 (%)	8.7%	9.4%	9.0%	9.1%
ROE (%)	10.1%	12.6%	14.8%	16.3%
ROIC (%)	9.4%	13.5%	16.0%	18.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.2%	31.8%	33.0%	35.0%
净负债比率 (%)	57.2%	41.0%	29.8%	28.8%
流动比率	1.7	1.94	2.01	2.03
速动比率	1.4	1.56	1.57	1.59
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.2
应收账款周转率	4.8	4.6	4.7	4.5
应付账款周转率	7.2	7.2	7.0	6.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.90	1.24	1.63
每股经营现金流	-0.19	0.98	0.37	0.87
每股净资产	6.3	7.15	8.40	10.03
估值比率				
P/E	36.7	25.8	18.7	14.2
P/B	3.7	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	30	19	14	11

## 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替行使独立判断。

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 2012 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