

证券研究报告

基础化工

推荐 (推荐)

证券分析师

陈建文
S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen@pasc.com.cn

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

天马精化 (002453)

收购纳百园，打造医药中间体新基地

事项：

昨晚，公司发布收购意向公告，拟收购南通纳百园化工有限公司100%股权，初步确定收购价格为4500~6500万元，具体金额待相关评估完成后确定。

平安观点：

- **收购标的与公司业务具有互补性。**南通纳百园主要从事医药、农药和染料中间体生产，目前拥有丙二腈、氯乙酰胺、氰基频哪酮、氯烟酸、二氯吡啶等16种产品的生产能力，和先正达、诺华等国际农药及医药巨头发展业务合作关系。

公司现有医药中间体业务包括多肽类中间体（氨基酸保护剂和保护氨基酸）以及定制医药中间体，其中后者主要为国际大型药厂在研药提供中试和放大阶段的相应中间体，与纳百园业务互补性强。此次收购将使公司获得新的医药中间体产品生产能力，并且涉足业务模式较接近的农药中间体。

- **收购突破公司产能瓶颈，南通基地有望扮演重要角色。**目前公司医药中间体生产基地位于苏州高新区，考虑到苏州市定位，公司现有厂区扩张或受到限制，并且未来化工厂进入专门化工园区符合产业政策引导方向。

纳百园位于南通市如东县洋口化工园区，占地108亩。通过技术改造，公司将可利用纳百园现有产能，同时收购对象较大的占地面积也为公司未来医药中间体进一步扩展提供了空间。我们认为未来南通将在公司医药中间体业务中扮演重要角色，有望成为公司医药中间体最主要生产基地。

- **收购价格合理。**根据公告，2010年纳百园总资产为8548万元、净资产5377万元，实现净利润8.6万元。我们认为收购事项对公司医药中间体产能扩张意义大于收购对象自身业务，采用净资产评估较为确切，按照意向收购价格计算，此次收购对应2010年PB为0.84~1.21，收购价格合理。

- **维持“推荐”投资评级。**我们认为收购对公司医药中间体推动将从明年体现，暂维持2011~2012年EPS 0.96元和1.59元盈利预测，对应昨日收盘价的PE分别为36倍和22倍。看好收购对公司医药中间体促进作用，维持“推荐”投资评级。

- **风险因素：**收购尚有一定不确定性、整合风险。

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	295	626	697	933
现金	109	307	226	291
应收账款	76	146	212	292
其他应收款	14	21	32	44
预付账款	35	46	73	99
存货	52	88	122	164
其他流动资产	10	18	32	44
非流动资产	264	305	406	447
长期投资	0	0	0	0
固定资产	153	205	337	379
无形资产	45	45	45	45
其他非流动资产	67	56	24	23
资产总计	559	931	1102	1380
流动负债	226	226	305	390
短期借款	88	60	65	65
应付账款	72	98	146	197
其他流动负债	66	68	94	128
非流动负债	100	0	0	0
长期借款	100	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	326	226	305	390
少数股东 权益	7	7	7	8
股本	90	120	120	120
资本公积	50	434	434	434
留存收益	87	144	236	427
归属母公司股东权	226	698	790	981
负债和股东权益	559	931	1102	1380

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	74	-16	58	131
净利润	47	58	116	192
折旧摊销	0	25	14	19
财务费用	5	5	5	6
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	0	-104	-77	-86
其他经营现金流	22	0	0	-0
投资活动现金流	-73	-43	-115	-60
资本支出	90	71	150	60
长期投资	0	0	-25	0
其他投资现金流	17	28	10	0
筹资活动现金流	-10	277	-24	-6
短期借款	7	-28	5	0
长期借款	0	-100	0	0
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	11	385	0	0
其他筹资现金流	-28	-9	-29	-6
现金净增加额	-9	215	-81	65

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	432	678	1060	1460
营业成本	331	550	812	1095
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	17	23	46	58
管理费用	22	32	53	66
财务费用	5	5	5	6
资产减值损失	(1)	5	5	5
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	55	61	137	226
营业外收入	3	8	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	58	68	137	226
所得税	11	11	21	34
净利润	47	58	116	192
少数股东损益	1	0	1	1
归属母公司净利润	46	57	116	191
EBITDA	60	91	155	251
EPS (元)	0.39	0.48	0.96	1.59

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-0.1%	57.2%	56.3%	37.7%
营业利润	42.8%	10.8%	124.6%	65.3%
归属母公司股东权益	38.0%	24.1%	101.4%	65.3%
获利能力				
毛利率 (%)	23.3%	19.0%	23.4%	25.0%
净利率 (%)	10.7%	8.5%	10.9%	13.1%
ROE (%)	20.4%	8.2%	14.6%	19.5%
ROIC (%)	18.0%	12.9%	18.9%	25.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	58.3%	24.2%	27.7%	28.3%
净负债比率 (%)	58.1%	26.6%	21.3%	16.6%
流动比率	1.3	2.8	2.3	2.4
速动比率	1.1	2.4	1.9	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.2
应收账款周转率	5.0	6.0	5.9	5.8
应付账款周转率	4.8	6.5	6.7	6.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.48	0.96	1.59
每股经营现金流	0.61	-0.14	0.49	1.09
每股净资产	1.89	5.82	6.58	8.18
估值比率				
P/E	90.3	72.8	36.1	21.9
P/B	18.4	6.0	5.3	4.3
EV/EBITDA	65	43	25	16

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）

分析师声明及风险提示：

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。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