

宋颖

执业证书编号：S0270511060002

联系人：谢裕青

电话：021-20220051-821

xieyuq@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-20220051

发布日期：2011年09月27日

增资子公司扩展医药中间体业务

——天马精化（002453）增资点评

研究报告-点评报告

增持（首次）

事件：

公司向全资子公司纳百园化工有限公司增资：苏州天马精细化学品股份有限公司（以下简称“公司”）第二届董事会第八次会议审议通过了《关于对全资子公司南通市纳百园化工有限公司增加投资的议案》，同意公司以货币资金方式向全资子公司南通市纳百园化工有限公司（以下简称“纳百园”）增资人民币2,400万元。增资后纳百园注册资本由人民币1,600万元增加至人民币4,000万元。

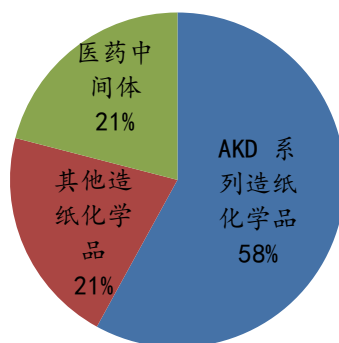
本次增资能够补充用于发展的流动资金，有利于改善子公司资产结构，满足公司生产经营需要，增强纳百园后续发展能力；有利于发展、壮大公司的主营业务，进一步提升公司的市场竞争能力，有助于公司的经营发展和长远规划。

点评：

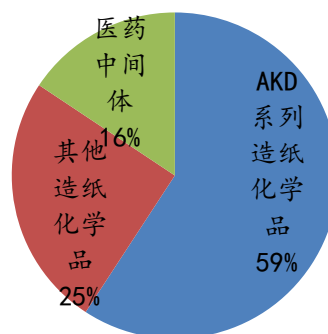
- **天马精化简介：**天马精化是以造纸化学品为主，医药，农药中间体为辅的精细化工企业。公司主要产品AKD系列施胶剂在造纸中广为应用，占据全国60%以上市场份额。公司在并购纳百园化工有限公司后进一步涉足医药，农药中间体行业，形成多元化经营的格局。

图1：天马精化业务构成

天马精化2011中报营业收入比例



天马精化2011中报毛利比例



资料来源：万联证券研究所

- **造纸化学品收入增加，毛利上升：**施胶剂是一种造纸工业中重要的添加剂，其作用是增强纸张抗水的性能，除了吸水的面巾纸，卫生纸之外，其他纸张或多或少都需添加，一次性纸杯，牛奶盒类型的纸大量需要添加。公司主营的AKD施胶剂比传统的施胶剂更为环保，对设备损耗也小，因此目前在欧美已经得到广泛使用，中国目前对于AKD施胶剂的应用也正在迅速成长。公司造纸化学品的收入比去年同期增长38.9%，毛利率增长1.7%，显示了公司下游需求增长良好。作为市场占有率超过60%的龙头企业，将会分享到大部分行业成长带来的收益。公司募投资金扩建的造纸化学品项目累计投入进度为100.30%。达到年产52,000吨的规模，预期年度效益为1,449.37万元，目前已经实现利润总额约为373.30万元。
- **扩建化工中间体，收购增资纳百园：**公司以募集的资金建设了450吨/年的医药中间体项目，今年公司又收购了与自身业务相关的纳百园，又进行了增资，显示了公司进军中间体行业的决心。公司医药中间体业务上半年销售额增加30.2%，毛利率基本与去年持平，年产450吨医药中间体扩建项目累计投入进度为100.06%，预期年度效益为2,929.80万元，今年上半年实现效益约660.19万元，中间体扩建项目的建成确定了公司下半年业绩的增长。公司收购的南通市纳百园化工有限公司上半年经营业绩亏损92万元，公司此次增资将会改善子公司资产结构，满足公司生产经营需要，增强纳百园后续发展能力；有利于发展、壮大公司的主营业务，进一步提升公司的市场竞争能力，有助于公司的经营发展和长远规划。收购并强化对于纳百园的管理有望在未来实现公司利润的进一步增长。
- **盈利预测与投资建议：**天马精化目前的毛利虽然以造纸化学品的贡献为主。但是随着公司造纸化学品以及其他项目的陆续投产，我们预计公司在今明二年内二个主营板块均会呈现增长。结合目前公司对于年度经营效益的预计，11年和12年每股收益分别为0.92元和1.06元，对于目前价格市盈率分别为30.4倍和26.4倍，目前给予“增持”评级。
- **风险因素：**公司原材料属于危险品，如发生事故具有环境风险。

表1: 盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	4.32	6.78	8.54	9.82
增长比率 (%)	-0.1%	56.9%	26.0%	15.0%
净利润 (亿元)	0.47	0.58	1.10	1.27
增长比率 (%)	40.2%	22.7%	89.7%	15.0%
每股收益 (元)	0.51	0.56	0.92	1.06
市盈率 (倍)	-	-	30.4	26.4

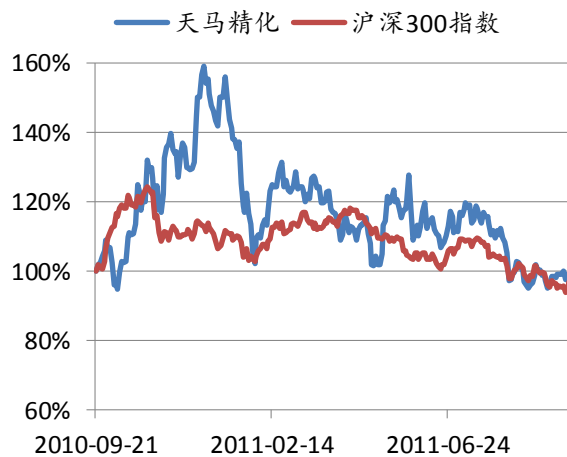
表2: 市场数据

收盘价 (元)	27.95
一年内最高/最低 (元)	49.30/27.50
沪深300 指数	2637.88
市净率 (倍)	4.71
流通市值 (亿元)	16.29

表3: 基础数据

每股净资产 (元)	5.94
每股经营现金流 (元)	-0.14
毛利率 (%)	19.5%
净资产收益率 (%)	9.69%
资产负债率 (%)	18.9%
总股本/流通股 (万股)	12000/5849
B股/H股 (万股)	/

图 2: 个股相对沪深 300 指数走势



资料来源: WIND, 万联证券研究所

相关研究

暂无

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。