

募投项目正式投产 风险因素逐步释放

2012年4月6日

强烈推荐/维持

天马精化

事件点评

——天马精化（002453）事件点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480510120014
	010-66554032	Email: yanggm@dxzq.net.cn
联系人: 郝力芳	010-66554036	Email: haolf@dxzq.net.cn

事件:

公司发布募投项目仅占公司公告, 首发募投项目正式投产。公司募集两个项目《年产 52,000 吨造纸化学品扩产建设项目》和《年产 450 吨医药中间体扩建项目》位于苏州浒关工业园区, 投资总额 2.09 亿元, 其中募集资金投入部分为 1.6 亿元。2012 年 2 月 27 日, 公司收到苏州高新技术开发区安监局审查通过文件; 2012 年 3 月 31 日, 公司收到苏州市环保局审查通过文件。公司通过了安全、环保验收, 标志着募投项目正式投产。

观点:

- **公司募投项目投产延后是11年业绩低于市场预期的主要原因。**公司于2010年7月20日登陆A股市场, 首发募投项目为《年产52,000吨造纸化学品扩建项目》和《年产450吨医药中间体扩建项目》, 其中增加的产能包括1.7万吨的造纸化学品及460吨的医药中间体。该项目建设期为一年, 所以市场预期该募投项目将于11年中期投产。而实际上, 至2011年6月30日, 公司募投项目投入进度已达到100%, 车间安装调试已经完成, 扩建项目已获准进入验收前试生产状态, 但意外因素的影响, 公司的投产出现了延后, 直至2012年3月底才完成安全、环保验收, 实现了正式投产。

公司募投项目延后的主要原因是废水处理系统的升级改造以及药品GMP新规增加了要求。虽然短期对公司业绩造成一定影响, 但是对公司长远发展是利好。江苏省环科院专家对浒关工厂废水处理系统环境保护升级改造方案进行了周密设计, 公司于2011年11月起进行了“曝气系统加盖收集、尾气经多级塔吸收”和“蓄热式废气氧化炉”的升级改造工作。由于公司苏州基地未来有向原药延伸的规划, 所以公司也严格的执行GMP新规, 对生产基地进行改造, 为公司未来发展打下基础。

- **公司募投项目正式投产消除了市场担忧。**2011年公司业绩未能实现如期增长后, 市场普遍对其业绩担忧情绪增加。此次募投项目的正式投产消除了部分的市场担忧。公司于3月份安全、环保验收通过后, 将名正言顺的进行正常生产。
- **期待公司收购后的整合释放业绩。**公司2011年收购天安化工与南通纳百园具有战略意义, 公司主营业务将获得较大程度发展。天安化工主营业务为光气, 光气是公司AKD造纸化学品生产的必需原料, 天安化工具有3万吨的光气牌照产能, 未来光气仍有扩产计划。

南通纳百园是公司主要打造的医药中间体生产基地, 未来规模也将进一步扩大。纳百园目前主要产品是

丙二腈，未来计划打造氰基系列产品，比如氰化钾下游产品，氰化钾剧毒，该品根据《危险化学品安全管理条例》受公安部门管制。南通百纳园具备氰化钾生产资质，同样体现为一种资源。氰化钾可生产高级医药中间体，提升公司中间体盈利水平。此外，公司已有的多肽相关的中间体业务，氨基酸保护剂、保护氨基酸仍将继续作为业务之一。

市场对于天安化工与南通纳百园的业绩贡献仍有一定的担忧成分，相信随着公司整合效果的逐步显现，市场情绪将出现明显改观。

结论：

公司募投项目的正式投产消除了市场部分担忧情绪，期待公司关于天安化工以及南通纳百园整合释放业绩。我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为 1.00、1.37 元，最新股价 21.76 元，对应 PE 分别为 22、16 倍，鉴于公司 12 年将较多的增长点，维持公司“强烈推荐”投资评级。

表 1：公司盈利预测表

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011 A	2012E	2013E
营业收入	431.53	678.39	873.87	1,303.87	1,644.26
营业成本	330.92	549.67	704.60	1,026.14	1,274.30
营业费用	17.34	23.49	29.26	49.55	62.48
管理费用	22.42	31.83	40.64	65.19	82.21
财务费用	5.19	5.11	6.21	14.84	22.67
投资收益	0.03	0.00	0.02	0.00	0.00
营业利润	54.96	60.88	89.44	140.69	194.35
利润总额	57.53	68.42	91.55	141.49	194.35
所得税	10.53	10.77	14.16	21.22	29.15
净利润	46.99	57.65	77.39	120.26	165.19
归属母公司所有者的					
净利润	46.24	57.38	75.78	119.76	164.69
NOPLAT	49.13	55.60	80.85	132.20	184.46
基本每股收益（元）	0.51	0.56	0.63	1.00	1.37
资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011 A	2012E	2013E
货币资金	109.00	306.88	154.57	456.35	575.49
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	75.66	146.02	194.61	250.06	315.34
预付款项	35.37	46.19	65.07	85.59	111.08
存货	51.57	88.47	121.92	163.06	202.49
流动资产合计	295.30	625.80	613.92	1,022.35	1,289.24
非流动资产	264.02	304.88	579.77	693.40	761.88

资产总计	559.32	930.68	1,193.69	1,715.75	2,051.12
短期借款	88.30	60.04	186.70	409.87	517.71
应付帐款	71.60	97.83	98.33	196.79	244.39
预收款项	1.59	4.08	3.41	6.02	9.31
流动负债合计	226.01	225.53	356.76	776.81	974.92
非流动负债	100.00	0.00	4.30	0.00	0.00
少数股东权益	6.88	6.68	82.14	82.64	83.14
母公司股东权益	226.43	698.47	750.48	843.66	975.42
净营运资本	69.29	400.28	257.16	245.54	314.31
投入资本 IC	273.86	433.19	861.01	849.82	970.79
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011 A	2012E	2013E
净利润	46.99	57.65	77.39	120.26	165.19
折旧摊销	19.31	24.87	33.01	0.00	46.21
净营运资金增加	(5.91)	330.99	(143.12)	(11.62)	68.77
经营活动产生现金流	73.67	(16.49)	(22.67)	279.12	178.90
投资活动产生现金流	(73.25)	(43.32)	(197.44)	(140.89)	(112.00)
融资活动产生现金流	(9.64)	277.34	75.54	163.56	52.24
现金净增 (减)	(9.22)	217.53	(144.57)	301.79	119.14

资料来源：东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会从业经历，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。