

证券研究报告

基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号 S1060511020001
电话 0755-22625476
邮编 chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵

投资咨询资格编号 S1060511110001
电话 0755-22621410
邮编 yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖

投资咨询资格编号 S1060511010017
电话 010-66299575
邮编 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。

天马精化 (002453)

优化布局，启动新一轮增长

事项：

5月11日公司发布非公开发行预案，拟以不低于20.83元/股，募集资金约5亿元，用于光气及衍生产品、医药中间体、造纸化学品等4个项目多个产品投资建设。

平安观点：

■ 增发优化公司业务布局，苏州本部外是此次增发重点：

2010年上市以来，公司各项业务发展态势良好，造纸化学品和医药中间体收入接近翻倍，募投项目全面建成投产，同时完成了对光气资源和南通新医药中间体生产基地整合，苏州本部GMP改造进入尾声。

增发项目在上述基础上优化布局，由子公司山东天安化工和南通纳百园实施，其中天安化工将打造为光气及其衍生产品的生产基地，纳百园将打造为医药中间体生产基地，而苏州本部坚持原料药定位，目前部分品种正在进行GMP和FDA认证，未来其医药中间体职能将逐步转移到纳百园。

■ AKD成本、规模优势更加突出：

AKD是公司传统优势产品，2009年-2011年销量分别约为2万、3万和4万吨，未来将继续受益国际转移和国内中性施胶剂渗透程度提高。根据预案公司将分别在天安化工和纳百园新增2万吨和1万吨产能，(2万吨产能将利用天安光气资源，且位于我国造纸生产大省山东，成本及区域优势凸显)，增加幅度超过50%，从而增强公司成本、规模优势，为成为全球主导AKD供应商奠定基础。

■ 充分利用光气资源、医药中间体经营优势，新项目门槛较高、盈利水平好：

公司围绕稀缺光气资源做足文章，将天安化工光气产能从2万吨提高到5万吨，除满足自身AKD对光气消耗外，仍有富余可进行光气衍生产品生产，增发项目就包括了高级医药中间体氯甲酸酯、抗艾滋病和乙肝药物替诺福韦的中间体氯甲基异丙基碳酸酯等。

此次非公开发行项目中，公司同时发挥医药中间体定制管理丰富，客户基础良好优势，在纳百园落子180吨医源性肺炎中间体DBSO，揭开纳百园发展新征程。

■ **增发项目明年中期陆续投产，利润规模超过现有水平：**

公司非公开增发项目将于 2012 年下半年到 2013 年中期陆续建成投产，利润贡献将主要体现在 2013-2015 年三年，根据可行性报告测算将新增近 13 亿收入及 1.6 亿净利润，约为公司 2011 年净利润(7600 万元)的 2 倍。

■ **看好增发项目业绩推动，维持“推荐”评级：**

看好增发项目对公司业绩推动，考虑到预案尚需股东会及相关审批部门核准，实施时间具有一定不确定性，我们暂不调整盈利预测，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.90 元、1.24 元和 1.63 元，其对应停牌日(5 月 7 日)收盘价 PE 分别为 27、20 和 15 倍，维持“推荐”投资评级。

■ **风险因素：**

增发项目投产及达产时间低于预期，项目盈利水平低于预期。

图表1 公司增发项目情况

项目名称	投资额 (万元)	建设期	实施主体	产品及用途	效益
2 万吨 AKD 原粉	7400	1 年	天安化工	造纸中性施胶剂	收入：2.75 亿元， 净利润：2375 万元
扩建 5 万吨光气及光 气化衍生品项目	23508	1 年	天安化工	光气及衍生产品	收入：5.42 亿元， 净利润 7596 万元
新建 5000 吨氯甲酸 酯、1000 吨氯甲基 异丙基碳酸酯项目	5737	1 年	天安化工	氯甲酸酯：医药级的产 品，或者是用于聚合物 引发剂生产用的原料。 氯甲基异丙基碳酸酯： 抗艾滋病和乙肝药物 替诺福韦的中间体	收入：1.40 亿元， 净利润：2469 万元
1 万吨 AKD 原粉、 3000 吨氰乙酸甲酯、 50 吨 TRP 催化剂、 180 吨 DBSO 技改项 目	13739	1 年	纳百园	氰乙酸甲酯为丙二腈 和氰基乙酰胺的原料； TRP：是一种全新的用 于纸浆和织物双氧水 漂白的高效氧化催化 剂中间体； DBSO 是抗感染类药 物的重要医药中间体， 有效地治疗临床中比 较难以治愈的医源性 肺炎	收入：3.49 亿元， 净利润：3642 万元
合计	50383				

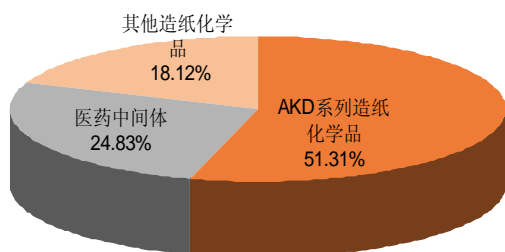
资料来源：公司公告

图表2 通过股权收购，公司三大业务格局形成

时间	事项
2012-4	收购天安化工 28.56%股权，持股比例提高至 81.43%，光气产能 2 万吨扩大到 5 万吨
2011-11	受让控股股东天马集团持有天安化工 51.72%股权
2011-9	对全资子公司南通纳百园增资 2400 万元
2011-8	使用超募资金收购南通纳百园 100%股权

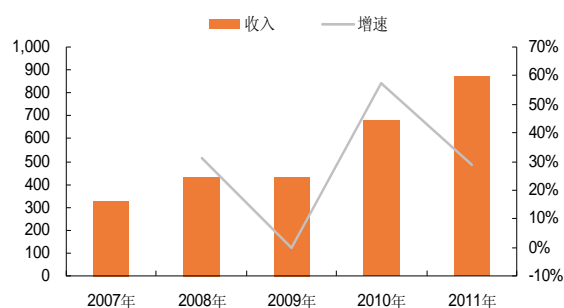
资料来源：公司公告

图表3 公司收入构成（2011年）



资料来源：Wind, 平安证券研究所整理

图表4 公司收入增速（2011年）



资料来源：Wind, 平安证券研究所整理

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

主要财务比率

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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257