化学制品

天马精化(002453.SZ)/24.48 元
依托光气资源 打造精细化工领先企业

证券分析师： 周铮
执业编号： S0360110120073
Tel： 010-66500839
Email： zhouzheng@hczq.com

投资评级	
投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据	
总股本(万股)	12000
流通 A 股/B 股(万股)	6057/0
资产负债率(%)	30.5
每股净资产(元)	6.92
市盈率(倍)	27.67
市净率(倍)	3.54
12 个月内最高/最低价	39.25/17.5

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《募投项目正式投产，对天安持股比例增加》 2012-04-19
《AKD 龙头地位加强，中间体盈利能力有望回升》 2012-02-28
《GMP 认证影响中间体盈利能力，下半年会更好》 2011-07-27
《AKD 产品盈利能力有望大幅提升》 2011-05-24
《多个重磅产品浮出水面，未来增长潜力巨大》 2011-05-09
《业绩增长步入快车道》 2011-04-26

事　项

公司公告非公开发行股票预案：向不超过 10 名特定投资者发行不超过 2,400 万股，募集资金上限为 50,000 万元，不低于 20.83 元/股。增发项目包括增加 AKD 产能、光气下游衍生物以及新增医药中间体等。

主要观点

1. 依托光气资源，各项业绩持续扩张。本次非公开发行 4 个募投项目包括：天安化工实施的新建 2 万吨 AKD 原粉项目，改扩建 5 万吨光气及光气衍生品项目，新建 5000 吨氯甲酸酯 1000 吨氯甲基异丙基碳酸酯项目，纳百园实施的 1 万吨 AKD 原粉、3000 吨氰乙酸甲酯、50 吨 TRP 催化剂和 180 吨 DBSO 技改项目。

2. 光气具有稀缺资源属性，未来公司产业链优势明显。光气作为剧毒化学品，我国已基本不再审批新增光气生产点，这使得光气的生产许可证成为一种稀缺资源。光气下游产品众多，具有良好的产业拓展性，从整个中国光气产业的角度来看,全国 260 多万吨/年光气产能，仅直接下游产品就产生接近 370 亿元的市场，平摊到每万吨光气产能所产生的直接下游产品的市场价值为 1.4 亿元/年。公司获得光气资源后，AKD 产品和其它光气衍生物实现了成本的节约。

3. AKD 龙头地位得到巩固，未来市场占有率将进一步提升。项目完全达产后，公司 AKD 总产能将达到 7 万吨，其中天安 2 万吨新产能今年下半年有望投产，较 2011 年产能提高 50%，2012 年年底纳百园 1 万吨 AKD 也将投产，届时公司 AKD 布局将趋于合理，更为重要的是，天安 2 万吨产能将实现光气的自己，届时 AKD 成本预计将节约 1000 元/吨，公司是国内 AKD 龙头企业，定价权较强，公司目前采取低价策略迅速提高市场占有率，虽然国内有其它企业扩产，但国外无扩产计划，巴斯夫的产能也已经关闭，我们预计未来公司将凭借规模、成本、质量优势实现新增产能的顺利消化。

4. 中间体品种进一步丰富，盈利能力有望得到提高。公司依托光气资源，新增氯甲酸酯和氯甲基异丙基碳酸酯等中间体种类，其中氯甲酸酯因进口价格和国内价格差距较大，而公司产品质量要求达标，实现进口替代。氯甲基异丙基碳酸酯主要用作抗艾滋病和乙肝药物替诺福韦的中间体。替诺福韦是世界卫生组织 WHO 艾滋病治疗指南推荐的艾滋病抗病毒一线药物。目前在国内被列为国家免费艾滋病抗病毒治疗二线药物。随着替诺福韦专利的失效到期，未来氯甲基异丙基碳酸酯发展前景较好。同时纳百园生产基地的新建氰乙酸甲酯项目作为其主打产品品丙二腈和氰基乙酰胺的原料，有利于其实现成本的节约，

未经许可，禁止转载

TRP 产品作为新型氧化催化剂产品的关键中间体，目前市场上还没有其最终产品的同质性产品上市销售。国内漂白市场中仅低温练漂方面对催化剂的年需求就达 3,000 吨。DBSO 是抗感染类药物的重要医药中间体，未来也有较好的发展前景。

5. 募投项目预计今年下半年开始投产，达产后净利润实现大幅增长。天安化工 2 万吨 AKD 项目预计今年下半年投产，光气扩建项目于明年中期投产，其它几个项目都是今年年底陆续投产，以上 4 个项目完全达产后预计将产生净利润约为 1.61 亿元，而 2011 年全年公司净利润仅为 0.76 亿元。

6. 盈利预测和投资评级。由于此次增发预案还有一定不确定性，盈利预测暂不考虑增发带来的影响，预计 2012 年-2013 年 EPS 分别为 0.88 元和 1.21 元，对应最新收盘价的 PE 分别为 28 倍和 20 倍，维持“推荐”的投资评级。

风险提示

1. 增发存在不确定性。
2. 项目达产时间晚于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	614	730	796	943
现金	155	376	419	546
应收账款	195	139	160	164
其它应收款	24	19	21	21
预付账款	65	49	53	56
存货	122	120	110	117
其他	54	27	33	38
非流动资产	580	583	608	638
长期投资	3	1	1	2
固定资产	327	448	469	474
无形资产	93	111	130	156
其他	157	24	8	6
资产总计	1194	1314	1405	1582
流动负债	357	369	319	350
短期借款	187	210	152	183
应付账款	98	89	95	94
其他	72	70	72	73
非流动负债	4	31	52	69
长期借款	0	30	50	67
其他	4	1	2	3
负债合计	361	400	371	420
少数股东权益	82	83	84	86
股本	120	120	120	120
资本公积金	434	434	434	434
留存收益	194	276	395	522
归属母公司股东权益	748	830	949	1076
负债和股东权益	1194	1314	1405	1582

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-23	261	193	227
净利润	77	107	146	176
折旧摊销	33	42	53	60
财务费用	6	8	11	13
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-145	107	-17	-22
其它	5	-4	0	0
投资活动现金流	-198	-47	-78	-89
资本支出	66	60	50	50
长期投资	-1	4	-3	1
其他	-132	16	-31	-39
筹资活动现金流	76	7	-72	-10
短期借款	127	23	-58	31
长期借款	0	30	20	17
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-51	-46	-35	-57
现金净增加额	-146	222	43	127

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	874	1194	1517	1820
营业成本	705	959	1206	1448
营业税金及附加	2	4	5	5
营业费用	29	36	49	62
管理费用	41	60	73	84
财务费用	6	8	11	13
资产减值损失	1	2	3	2
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	126	171	207
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	92	129	174	209
所得税	14	21	28	33
净利润	77	107	146	176
少数股东损益	2	1	1	1
归属母公司净利润	76	106	145	174
EBITDA	129	177	235	279
EPS（元）	0.63	0.88	1.21	1.45

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	28.8%	36.7%	27.0%	20.0%
营业利润	46.9%	40.9%	36.1%	20.5%
归属母公司净利润	32.1%	40.1%	36.9%	20.1%
获利能力				
毛利率	19.4%	19.7%	20.5%	20.5%
净利率	8.7%	8.9%	9.6%	9.6%
ROE	10.1%	12.8%	15.3%	16.2%
ROIC	9.4%	14.9%	19.2%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	30.2%	30.5%	26.4%	26.5%
净负债比率	57.25%	61.70%	56.93%	62.36%
流动比率	1.72	1.98	2.50	2.69
速动比率	1.38	1.65	2.15	2.36
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.95	1.12	1.22
应收帐款周转率	5	7	10	11
应付帐款周转率	7.18	10.23	13.08	15.29
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.88	1.21	1.45
每股经营现金	-0.19	2.18	1.61	1.89
每股净资产	6.23	6.92	7.91	8.97
估值比率				
P/E	38.76	27.67	20.21	16.83
P/B	3.93	3.54	3.09	2.73
EV/EBITDA	24	17	13	11

资料来源：公司报表、华创证券

化工组分析师介绍

周铮：华创证券化工行业分析师，材料学本科，金融学硕士，3 年化工行业研究经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石曌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系（基准指数沪深 300）

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%－20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%－10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%－20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558