

天马精化 (002453)

业绩低于预期，收购公司经营好转

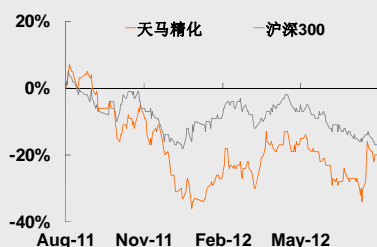
推荐 (维持)

现价: 23.17 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.tianmachem.com
大股东/持股	苏州天马医药集团有限公司 /48.66%
实际控制人/持股	徐仁华/21.76%
总股本(百万股)	120
流通 A 股(百万股)	62
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	27.80
流通 A 股市值(亿元)	14.28
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	33.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号 S1060511020001
22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

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

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

投资要点

事项: 8月21日晚，公司公布2012年半年报，上半年实现收入5.32亿元，同比增长31.05%，归属上市公司股东净利润4011万元，同比增长3.52%，EPS 0.33元，业绩低于预期，公司预计前三季度业绩变动幅度为0-20%；利润分配预案为每10股转增10股。

■ 生产点调整及需求影响，AKD系列造纸化学品产销下滑：

上半年公司AKD系列造纸化学品收入同比下滑14.67%至1.97亿元，主要两个原因引起：①公司现有AKD生产点主要位于苏州本部、安徽广德和江苏新沂，今年以来，公司加大了各生产基地定位调整，苏州本部将形成以原料药为主的格局，部分AKD产能逐步迁移至南通和山东，对生产造成一定冲击；②受宏观经济影响，下游造纸需求不佳，影响AKD市场需求。毛利率方面，主导产品AKD系列造纸化学品毛利率基本平稳，提高1.36个百分点至20.93%。

■ 医药中间体收入部分因并表扩大，毛利率依然维持低位：

上半年公司医药中间体收入为9873万元，同比增长17.05%，主要因为合并报表范围扩大，去年8月公司收购南通纳百园100%股权，上半年其医药中间体收入体现到合并报表中。

由于AKD产能逐步转移，医药中间体公共摊销成本增加导致毛利率下降2.87个百分点至11.44%，继续处于较低水平，未来毛利率提升需观察公司医药中间体产品结构变化以及设施利用情况。

■ 收购公司经营情况好转，管理费用上升较快：

自去年下半年以来，公司先后获得了天安化工和纳百园控股权，经过整合，经营情况好转，其中纳百园上半年实现收入5938万元，净利润595万元；天安化工实现收入7118万元，利润687万元。但随着生产基地增加，管理难度增大，公司管理费用上升较快，上半年管理费用率提高近2个百分点至6.35%。

■ 维持“推荐”投资评级：

未来公司业绩增长取决于苏州、南通和山东三个生产基地现有及新增产品线和产能发挥。我们下调公司盈利预测，预计公司2012-2014年EPS分别为0.71元、0.98元和1.29元，对应昨日收盘价的PE分别为32.6倍、23.7倍和18.0倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示：管理失控、市场竞争。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	678	874	1170	1601	2081
YoY(%)	57.2	28.8	33.9	36.7	30.0
净利润(百万元)	57	76	85	117	154
YoY(%)	24.1	32.1	12.5	37.5	31.6
毛利率(%)	19.0	19.4	18.8	18.6	18.6
净利率(%)	8.5	8.7	7.3	7.3	7.4
ROE(%)	8.2	10.1	10.5	12.6	14.2
EPS(摊薄/元)	0.48	0.63	0.71	0.98	1.29
P/E(倍)	48.5	36.7	32.6	23.7	18.0
P/B(倍)	4.0	3.7	3.4	3.0	2.6

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	614	829	1033	1342
现金	155	229	211	274
应收账款	195	293	400	520
其他应收款	24	35	48	62
预付账款	65	67	91	119
存货	122	171	235	305
其他流动资产	54	35	48	62
非流动资产	580	515	512	514
长期投资	3	3	3	3
固定资产	327	394	393	393
无形资产	93	93	93	93
其他非流动资产	157	26	23	25
资产总计	1194	1344	1545	1856
流动负债	357	450	532	689
短期借款	187	180	160	200
应付账款	98	162	222	288
其他流动负债	72	108	151	201
非流动负债	4	0	0	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	0	0	10
负债合计	361	450	532	699
少数股东 权益	82	83	83	84
股本	120	120	120	120
资本公积	434	434	434	434
留存收益	194	255	372	526
归属母公司股东权	750	812	929	1083
负债和股东权益	1194	1344	1545	1856

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-23	105	56	90
净利润	77	86	118	155
折旧摊销	33	36	44	48
财务费用	6	7	14	17
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-145	-7	-119	-130
其他经营现金流	5	-17	-0	0
投资活动现金流	-197	27	-40	-50
资本支出	66	60	40	50
长期投资	-1	-24	0	0
其他投资现金流	-132	63	0	0
筹资活动现金流	76	-59	-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	-52	-14	-17
现金净增加额	-146	74	-18	63

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	874	1170	1601	2081
营业成本	705	951	1303	1694
营业税金及附加	2	4	5	6
营业费用	29	41	56	73
管理费用	41	64	80	104
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	101	139	183
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	92	101	139	183
所得税	14	15	21	27
净利润	77	86	118	155
少数股东损益	2	1	1	1
归属母公司净利润	76	85	117	154
EBITDA	129	144	196	247
EPS (元)	0.63	0.71	0.98	1.29

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	28.8%	33.9%	36.7%	30.0%
营业利润	46.9%	12.8%	37.5%	31.6%
归属母公司股东权益	32.1%	12.5%	37.5%	31.6%
获利能力				
毛利率(%)	19.4%	18.8%	18.6%	18.6%
净利率(%)	8.7%	7.3%	7.3%	7.4%
ROE(%)	10.1%	10.5%	12.6%	14.2%
ROIC(%)	9.4%	10.9%	13.5%	15.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.2%	33.5%	34.5%	37.1%
净负债比率(%)	57.2%	40.0%	30.0%	29.0%
流动比率	1.72	1.84	1.94	1.95
速动比率	1.38	1.46	1.50	1.51
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	4.7	4.6	4.5
应付账款周转率	7.2	7.3	6.8	6.6
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.71	0.98	1.29
每股经营现金流	-0.19	0.88	0.46	0.75
每股净资产	6.25	6.76	7.74	9.03
估值比率				
P/E	36.7	32.6	23.7	18.0
P/B	3.7	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	22	20	15	12

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