

# 天马精化 (002453)

## 经营平稳，静待布局调整成效

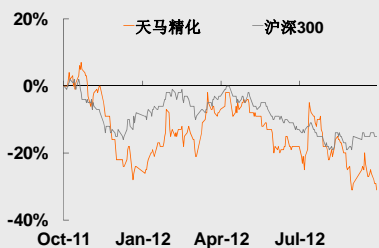
### 推荐 (维持)

现价: 8.85 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)	240
流通 A 股(百万股)	119
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	21.24
流通 A 股市值(亿元)	10.51
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	32.9

#### 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:

前三季度公司实现收入 7.70 亿元，同比增长 21.94%，归属上市公司股东净利润 5563.61 万元，同比增长 0.65%，每股收益 0.23 元，业绩略低于预期。

#### 平安观点:

#### ■ 经营较平稳，需求及产能调整有一定负面影响:

三季度公司经营基本平稳，收入同比增长 5.54%，毛利率 19.3%，同比略有提高。公司前三季度营收略低于预期的原因包括（1）今年公司进行了产能布局调整，苏州本部 AKD 产销受到影响；（2）受宏观经济影响，AKD 下游造纸较为疲软；（3）GMP 认证尚未完成，公司本部中间体产能发挥受一定限制。

#### ■ 管理费用上升是公司三季度利润下滑的主因:

三季度公司收入基本平稳，但由于南通纳百园和山东天安仍处于管理及业务整合，效益改善尚不明显，导致管理费用同比增长 25.13%，相应的管理费用率由去年第三季度的 4.85% 上升为 5.75%，为此，三季度公司净利润同比下降约 6%。预计未来随着整合逐步完成，公司管理费用率或将有所下降。

#### ■ 静待公司布局调整成效显现:

展望明年，随着产能布局调整完成，公司各项业务均有提升的可能：（1）我们预计本部原料药项目在今年底到明年陆续将有药品产能建成投产；（2）山东以及南通 AKD 项目产能明年将有所体现，其中山东依托自身光气资源，盈利能力较强；（3）南通纳百园和山东天安步入正常经营对公司医药中间体具有积极作用。

#### ■ 维持“推荐”投资评级:

我们略下调公司盈利预测，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.34 元、0.47 元和 0.61 元，对应 10 月 26 日收盘价的 PE 分别为 26 倍、19 倍和 14 倍，维持“推荐”投资评级。

**风险提示:** 增发摊薄的风险、需求低迷的风险、整合不达预期的风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	678	874	1111	1493	1940
YoY(%)	57.2	28.8	27.2	34.3	30.0
净利润(百万元)	57	76	81	112	147
YoY(%)	24.1	32.1	6.6	38.7	31.6
毛利率(%)	19.0	19.4	18.8	18.8	18.8
净利率(%)	8.5	8.7	7.3	7.5	7.6
ROE(%)	8.2	10.1	10.0	12.2	13.8
EPS(摊薄/元)	0.24	0.32	0.34	0.47	0.61
P/E(倍)	37.0	28.0	26.3	19.0	14.4
P/B(倍)	3.0	2.8	2.6	2.3	2.0

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	614	811	997	1292
现金	155	241	232	297
应收账款	195	278	373	485
其他应收款	24	33	45	58
预付账款	65	63	85	110
存货	122	162	218	284
其他流动资产	54	33	45	58
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	1327	1510	1806
流动负债	357	437	507	655
短期借款	187	180	160	200
应付账款	98	153	206	268
其他流动负债	72	103	141	187
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	437	507	655
少数股东 权益	82	83	83	84
股本	120	240	240	240
资本公积	434	314	314	314
留存收益	194	250	362	510
归属母公司股东权	750	807	919	1067
负债和股东权益	1194	1327	1510	1806

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-23	118	63	90
净利润	77	81	113	148
折旧摊销	33	36	44	48
财务费用	6	7	13	16
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-145	10	-105	-121
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	-58	-33	24
短期借款	127	-7	-20	40
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	120	0	0
资本公积增加	0	-120	0	0
其他筹资现金流	-51	-51	-13	-16
现金净增加额	-146	87	-10	65

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	874	1111	1493	1940
营业成本	705	903	1212	1576
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	29	39	52	68
管理费用	41	61	75	97
财务费用	6	7	13	16
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	96	133	174
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	92	96	133	174
所得税	14	14	20	26
净利润	77	81	113	148
少数股东损益	2	0	1	1
归属母公司净利润	76	81	112	147
EBITDA	129	139	189	238
EPS (元)	0.32	0.34	0.47	0.61

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	28.8%	27.2%	34.3%	30.0%
营业利润	46.9%	6.9%	38.7%	31.6%
归属母公司股东权益	32.1%	6.6%	38.7%	31.6%
获利能力				
毛利率 (%)	19.4%	18.8%	18.8%	18.8%
净利率 (%)	8.7%	7.3%	7.5%	7.6%
ROE (%)	10.1%	10.0%	12.2%	13.8%
ROIC (%)	9.4%	10.6%	13.3%	15.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.2%	32.9%	33.6%	36.3%
净负债比率 (%)	57.2%	41.2%	31.6%	30.5%
流动性比率	1.7	1.86	1.97	1.97
速动比率	1.4	1.49	1.54	1.54
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	4.6	4.5
应付账款周转率	7.2	7.2	6.7	6.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.34	0.47	0.61
每股经营现金流	-0.09	0.49	0.26	0.38
每股净资产	3.1	3.36	3.83	4.44
估值比率				
P/E	28.0	26.3	19.0	14.4
P/B	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	17	16	12	9

## 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。客户并不能仅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