

# 天马精化 (002453)

## 调整之年，期待2013年改善

### 推荐 (维持)

现价: 11.10 元

#### 主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.tianmachem.com
大股东/持股	天马医药集团/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)	26.64
流通 A 股市值(亿元)	13.18
每股净资产(元)	3.04
资产负债率(%)	39.1

#### 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  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn

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

#### 研究助理

郭敏 一般从业资格编号  
S1060112070096  
0755-22626270  
guomin465@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:

2012 年公司实现收入 10.44 亿元，同比增长 19.47%，归属于上市公司股东的净利润 7287 万元，同比减少 3.84%，每股收益 0.30 元，利润分配预案为每 10 股派现金红利 1.5 元。

#### 平安观点:

##### ■ 2012 年公司处于调整期:

2012 年公司处于全面调整期，业绩与 2011 年基本持平。苏州浒关生产基地进行了原料药 GMP 以及 FDA 认证，生产受到了较大影响，2011 年收购的南通纳佰园（100% 股权）和 2012 年完成收购的山东天安（81.43% 股权）处于整合期，整合效应难以在 2012 年显著体现，使得公司管理和销售费用上升超过收入增速。分产品看，AKD 系列产品较为平稳，销量增长 4%，同时产品价格略有下降，但低于原材料，因此，虽然收入同比下降 9.9%，毛利率提升 2.97 个百分点至 19.95%；医药中间体收入规模与 2011 年相当，而由于收购公司业务叠加，2012 年公司新增了农药中间体和光气衍生品及加工业务。

##### ■ 生产布局逐渐清晰:

从 2012 年下属公司报表看，南通纳佰园实现 1.4 亿元收入和 1025 万元净利润，山东天安收入和利润分别达到 1.5 亿元和 1100 万元，而公司 2012 年农药和医药中间体总收入在 3 亿元左右，因此，2012 年中间体生产基本上由纳佰园和天安化工完成。未来公司将形成苏州本部原料药、纳佰园和天安化工中间体为主的产能分布，生产布局逐渐清晰。

##### ■ 2013 年有望改善:

2013 年公司有望改善。原料药方面，GMP 认证以及药品申报已经进入最后阶段，其中葡甲胺于今年 4 月 12 日通过美国 FDA cGMP 审核，2013 年有望成为公司原料药起步年；中间体方面，配合增发项目，公司导入了 TRP、DBSO 等盈利较强的新品，预计从 2013 年陆续贡献利润；造纸化学品产能提升后，恢复销售增长。

##### ■ 维持“推荐”评级:

我们将公司 2013、2014 年 EPS 由此前的 0.47 元和 0.61 元下调为 0.42 元和 0.55 元，对应 4 月 17 日收盘价 PE 分别为 26 倍和 20 倍，维持“推荐”评级。

##### ■ 风险提示: 整合效果低于预期、新产品销售低于预期、产品价格波动。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	874	1044	1380	1830	2320
YoY(%)	28.8	19.5	32.2	32.6	26.8
净利润(百万元)	76	73	102	133	169
YoY(%)	32.1	-3.8	39.9	30.1	27.7
毛利率(%)	19.4	21.0	19.9	19.8	19.8
净利率(%)	8.7	7.0	7.4	7.2	7.3
ROE(%)	10.1	10.0	12.3	13.8	14.9
EPS(摊薄/元)	0.32	0.30	0.42	0.55	0.71
P/E(倍)	35.2	36.6	26.1	20.1	15.7
P/B(倍)	3.5	3.7	3.2	2.8	2.4

单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	561	865	1074	1347
现金	75	161	140	163
应收账款	226	345	458	580
其他应收款	18	41	55	70
预付账款	48	77	103	130
存货	143	199	264	335
其他流动资产	51	41	55	70
非流动资产	697	635	622	614
长期投资	3	3	3	3
固定资产	419	500	493	484
无形资产	95	95	95	95
其他非流动资产	180	37	31	32
资产总计	1257	1501	1697	1961
流动负债	463	606	666	757
短期借款	289	348	319	313
应付账款	137	188	250	316
其他流动负债	38	70	97	128
非流动负债	29	25	25	25
长期借款	25	25	25	25
其他非流动负债	4	0	0	0
负债合计	492	631	691	782
少数股东 权益	36	38	42	46
股本	240	240	240	240
资本公积	246	246	246	246
留存收益	242	344	477	646
归属母公司股东权	729	831	964	1133
负债和股东权益	1257	1501	1697	1961

单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	39	29	69	107
净利润	75	104	136	174
折旧摊销	47	45	53	58
财务费用	16	17	22	28
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-97	-114	-142	-152
其他经营现金流	-2	-24	-0	0
投资活动现金流	-175	15	-40	-50
资本支出	98	60	40	50
长期投资	-114	-2	0	0
其他投资现金流	-191	74	0	0
筹资活动现金流	68	42	-51	-34
短期借款	102	59	-29	-7
长期借款	25	0	0	0
普通股增加	120	0	0	0
资本公积增加	-188	0	0	0
其他筹资现金流	9	-17	-22	-28
现金净增加额	-70	86	-21	23

单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1044	1380	1830	2320
营业成本	825	1105	1468	1861
营业税金及附加	3	4	5	7
营业费用	38	48	64	81
管理费用	70	76	101	128
财务费用	16	17	22	28
资产减值损失	7	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	85	127	166	212
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	93	127	166	212
所得税	18	23	30	38
净利润	75	104	136	174
少数股东损益	2	3	3	4
归属母公司净利润	73	102	133	169
EBITDA	149	189	241	297
EPS (元)	0.30	0.42	0.55	0.71

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	19.5%	32.2%	32.6%	26.8%
营业利润	-4.4%	49.0%	30.1%	27.7%
归属母公司股东权益	-3.8%	39.9%	30.1%	27.7%
获利能力				
毛利率(%)	21.0%	19.9%	19.8%	19.8%
净利率(%)	7.0%	7.4%	7.2%	7.3%
ROE(%)	10.0%	12.3%	13.8%	14.9%
ROIC(%)	8.2%	11.0%	12.8%	14.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	39.1%	42.0%	40.7%	39.9%
净负债比率(%)	63.7%	59.1%	49.8%	43.1%
流动比率	1.2	1.43	1.61	1.78
速动比率	0.9	1.10	1.22	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.3
应收账款周转率	4.6	4.7	4.6	4.5
应付账款周转率	7.0	6.8	6.7	6.6
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.42	0.55	0.71
每股经营现金流	0.16	0.12	0.29	0.45
每股净资产	3.04	3.46	4.02	4.72
估值比率				
P/E	36.6	26.1	20.1	15.7
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	20	16	12	10

## 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 2013 版权所有。保留一切权利。



## 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