

# 天马精化 (002453)

## 造纸化学品低迷，业绩下滑幅度较大

**中性 (下调)**

**现价: 12.25 元**

### 主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.tianmachem.com
大股东/持股	苏州天马医药集团 /30.88%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	286
流通 A 股(百万股)	221
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	34.99
流通 A 股市值(亿元)	27.13
每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	32.4

### 行情走势图



### 证券分析师

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060210050001  
075522625476  
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  
021-38639286  
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。

### 事项:

公司公告 2013 年年报，实现收入 11.22 亿元，同比增长 7.44%，归属上市公司股东净利润 4702.53 万元，同比减少 35.47%，最新股本摊薄后每股收益 0.16 元，业绩低于预期。利润分配预案为每 10 股转增 10 股，派现金股利 0.5 元。

### 平安观点:

#### ■ 造纸化学品毛利率下滑导致业绩下降:

AKD 造纸化学品是公司主要业务，也是公司历年主要利润来源，2013 年因下游造纸需求较为低迷，同时行业有产能投放，市场竞争更为激烈，公司调整了市场策略，降低产品售价，尽管销售量略有增长，但毛利率下滑幅度较大，由 2012 年的 19.95% 下降为 2013 年的 12.06%。我们预计短期内公司造纸化学品仍难以摆脱较低迷的运行态势，公司开发新造纸化学品也需一定时间形成规模销售。

#### ■ 中间体经营有所改善，但盈利能力仍有待提高:

公司中间体业务主要由子公司南通纳百园和山东天安经营，由于两家子公司均由并购取得，2013 年公司继续加强整合，中间体收入实现了增长，其中医药和农药中间体分别增长 29% 和 14%；但另一方面，由于南通纳百园和山东天安原有产品盈利水平不高，且增发中间体项目尚未投产，公司中间体毛利率水平仍偏低，2013 年医药和农药领域毛利率分别为 19% 和 12%，利润贡献有限。

#### ■ 2014 年增长来自原料药和部分增发项目投产:

2014 年公司增长主要来自两个方面：2013 年下半年公司原料药认证取得了进展，葡甲胺、瑞巴派特、硫酸氢氯吡格雷等 6 个产品通过了 GMP 认证，2014 年公司原料药业务启动；其次公司增发的项目之一 10000 吨/年 AKD 原粉、3000 吨/年氰乙酸甲酯、50 吨/年 TRP 催化剂、180 吨/年 DBSO 技改项目有望在 2014 年上半年投产。

#### ■ 盈利预测和投资评级:

考虑到公司造纸化学品盈利下滑超出预期，原料药市场开拓仍有一定不确定性，我们将公司 2014、2015 年 EPS 分别由此前的 0.31、0.43 元下调为 0.21、0.28 元，并导入 2016 年 EPS 0.34 元，对应前收盘价的 PE 分别为 59、44 和 36 倍，相应将公司投资评级由“推荐”下调为“中性”。

#### ■ 风险提示: 原料药市场开拓风险、新项目达产进度低于预期风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1044	1122	1325	1727	2124
YoY(%)	19.5	7.4	18.1	30.3	23.0
净利润(百万元)	73	47	59	79	98
YoY(%)	-3.8	-35.5	26.3	33.6	23.9
毛利率(%)	21.0	16.1	17.9	18.1	18.1
净利率(%)	7.0	4.2	4.5	4.6	4.6
ROE(%)	10.0	4.0	4.8	6.1	7.0
EPS(摊薄/元)	0.26	0.16	0.21	0.28	0.34
P/E(倍)	48.0	74.4	58.9	44.1	35.6
P/B(倍)	4.8	3.0	2.9	2.7	2.5

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	956	862	1029	1267
现金	181	179	140	174
应收账款	237	331	432	531
其他应收款	22	40	52	64
预付账款	36	76	99	122
存货	192	196	255	313
其他流动资产	288	40	52	64
非流动资产	847	1006	1063	1043
长期投资	3	3	3	3
固定资产	528	709	851	853
无形资产	107	107	107	107
其他非流动资产	209	187	102	80
资产总计	1803	1868	2092	2311
流动负债	580	588	730	848
短期借款	383	328	390	426
应付账款	140	185	241	296
其他流动负债	57	75	99	126
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	584	588	730	848
少数股东 权益	54	55	57	60
股本	286	286	286	286
资本公积	626	626	626	626
留存收益	252	312	391	489
归属母公司 股东	1165	1225	1304	1402
负债和股东权益	1803	1868	2092	2311

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	34	298	70	116
净利润	47	61	81	101
折旧摊销	60	62	84	99
财务费用	21	24	31	38
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	-88	178	-127	-122
其他经营现金流	-3	-26	0	-0
投资活动现金流	-453	-220	-140	-80
资本支出	157	300	140	80
长期投资	-226	-0	0	0
其他投资现金流	-521	80	0	0
筹资活动现金流	480	-80	31	-2
短期借款	95	-55	62	36
长期借款	-25	0	0	0
普通股增加	46	0	0	0
资本公积增加	380	0	0	0
其他筹资现金流	-15	-25	-31	-38
现金净增加额	59	-1	-39	34

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1122	1325	1727	2124
营业成本	941	1087	1415	1740
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	41	46	60	74
管理费用	69	86	112	138
财务费用	21	24	31	38
资产减值损失	2	3	4	4
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	50	74	99	123
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	58	74	99	123
所得税	11	13	18	22
净利润	47	61	81	101
少数股东损益	0	1	2	2
归属母公司净利润	47	59	79	98
EBITDA	131	160	214	260
EPS (元)	0.16	0.21	0.28	0.34

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	7.4	18.1	30.3	23.0
营业利润	-42.0	49.8	33.6	23.9
归属母公司股东权益	-35.5	26.3	33.6	23.9
获利能力				
毛利率(%)	16.1	17.9	18.1	18.1
净利率(%)	4.2	4.5	4.6	4.6
ROE(%)	4.0	4.8	6.1	7.0
ROIC(%)	4.0	5.7	6.7	7.7
偿债能力				
资产负债率(%)	32.4	31.5	34.9	36.7
净负债比率(%)	65.6	55.8	53.5	50.3
流动比率	1.6	1.47	1.41	1.49
速动比率	1.3	1.13	1.06	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.4
应付账款周转率	6.8	6.7	6.7	6.5
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.21	0.28	0.34
每股经营现金流	0.12	1.04	0.24	0.41
每股净资产	4.08	4.29	4.57	4.91
估值比率				
P/E	74.4	58.9	44.1	35.6
P/B	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	29	24	18	14

## 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 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