

保健品渠道加快建设 原料药今年放量

——天马精化（002453）事件点评

2014年04月02日

推荐/维持

天马精化

事件点评

事件：

公司4月2日发布公告称，合资设立子公司一天森保健品已完成工商注册登记。天森保健品为公司与韩国星宇合资建立，公司持股90%。

主要观点：

1. 天森保健品成立标志公司正式进军保健品行业。

有数据显示，中国保健品消费比例远低于发达国家。在欧美国家平均消费中，保健品消费占了总支出的25%以上，中国仅为0.07%，所以保健品在中国仍是朝阳行业。虽然国内保健品发展良莠不齐，但有正规产品的大品牌销售仍维持高速增长。公司与韩国星宇的合作，公司依托已有医药中间体提供原料，星宇提供成熟的技术及配方，天马负责国内客户渠道的开拓，目前公司正加快渠道的建设。

2. 公司原料药2014年正式放量。

2013年5月，公司通过收购大股东旗下天立原料药100%股权，一年内顺利拿下了原料药的生产资格。截止目前，公司原料药有六个品种获得GMP证书（葡甲胺、瑞巴派特、胞磷胆碱酸（钠）、氟康唑、枸橼酸喷托维林、硫酸氢氯吡格雷）。其中，葡甲胺（Meglumine）生产工厂已经通过美国FDA的cGMP（药品生产管理规范）审核。2014年以上几个品种将正式形成收入。此外，公司加快国外其他地区的认证步伐，未来将陆续加大出口原料药的力度。

六个品种中，胞磷胆碱钠（酸）在国内基本属于独家产品，该产品既可以做原料药，也可以做保健品，看好该产品未来的发展空间。

3. 公司AKD造纸化学品进入稳步提价周期。

公司原业务AKD造纸化学品为扩大市场份额过去一年价格低位，目前50%以上市占率（另两家位芬兰凯美拉及新加坡益海），且天安化工保障必需原料—光气，2014年公司逐步进入稳步提价周期，目前价位1.32万元/吨，高于去年均价10%左右。后续仍有价格上调可能。

郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

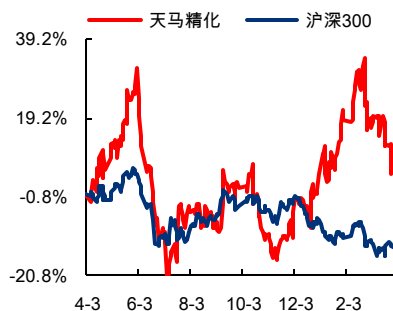
执业证书编号：

S1480512070001

交易数据

52周股价区间元)	11.39-10.97
总市值亿元)	32.54
流通市值亿元)	25.23
总股本/流通A股万股)	28565/22150
流通B股/H股万股)	/
52周日均换手率	2.17

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《天马精化 002453》：造纸化学品低迷 中间体及原料药发力》2013-08-22
- 2、《天马精化 002453》事件点评：2012年整合全面拉开帷幕》2012-05-11
- 3、《天马精化 002453》：一季度业绩增长有限 全年增长将符合预期》2012-04-20
- 4、《天马精化 002453》事件点评：募投项目正式投产 风险因素逐步释放》2012-04-06

山东天安收购以来，公司对其进行了改造，包括设备改造及工艺提升，以提升天安的光气质量，为生产更加高端的光气下游中间体奠定基础；同时，加大环保排污设施建设，新上了污水处理设备。相信 2014 年天安除了 AKD 原料供应外，高端中间体的价值能够有所体现。

结论：

我们预计公司 2014-2015 年 EPS 预计公司 2014、2015 年的 EPS 为 0.27、0.39，当前股价 11.21 元对应 PE 分别为 42、29 倍，看好公司未来在保健品及原料药领域的巨大空间，维持公司“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	561	956	1254	1508	1819	营业收入	1044	1122	1353	1684	2090
货币资金	75	181	474	589	732	营业成本	825	941	1020	1240	1509
应收账款	226	237	260	323	401	营业税金及附加	3	3	5	6	8
其他应收款	18	22	27	34	42	营业费用	38	41	95	118	146
预付款项	48	36	57	82	112	管理费用	70	69	108	135	167
存货	143	192	162	197	240	财务费用	16	21	28	43	53
其他流动资产	1	241	241	241	241	资产减值损失	6.83	1.54	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	697	847	1313	1499	1544	公允价值变动收益	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	3	0	0	0	投资净收益	0.16	4.22	0.00	0.00	0.00
固定资产	418.80	527.93	758.74	970.06	1021.30	营业利润	85	50	97	143	207
无形资产	95	107	97	86	75	营业外收入	8.55	10.14	2.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.24	1.40	1.20	0.00	0.00
资产总计	1257	1803	2567	3006	3363	利润总额	93	58	98	143	207
流动负债合计	463	580	1034	1384	1601	所得税	18	11	19	27	39
短期借款	289	383	662	932	1052	净利润	75	47	80	116	167
应付账款	137	140	196	238	289	少数股东损益	2	0	2	4	5
预收款项	3	8	11	14	18	归属母公司净利润	73	47	78	112	162
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	149	130	205	285	369
非流动负债合计	29	4	0	0	0	BPS (元)	0.30	0.18	0.27	0.39	0.57
长期借款	25	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	492	584	1034	1384	1601	成长能力					
少数股东权益	36	54	56	60	65	营业收入增长	19.5%	7.4%	20.64%	24.46%	24.11%
实收资本(或股	240	286	286	286	286	营业利润增长	-4.4%	-42.0%	96.52%	46.94%	44.42%
资本公积	246	626	626	626	626	归属于母公司净利	-3.8%	-35.5%	64.87%	44.35%	45.12%
未分配利润	220	226	282	363	480	获利能力					
归属母公司股东	729	1165	1226	1316	1446	毛利率(%)	21%	16%	25%	26%	28%
负债和所有者权	1257	1803	2316	2760	3111	净利率(%)	7%	4%	6%	7%	8%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	6%	3%	3%	4%	5%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	10%	4%	6%	9%	11%
经营活动现金流	39	34	354	201	257	偿债能力					
净利润	75	47	80	116	167	资产负债率(%)	39%	32%	45%	50%	51%
折旧摊销	47.18	59.63	0.00	99.41	109.49	流动比率	1.21	1.65	1.21	1.09	1.14
财务费用	16	21	28	43	53	速动比率	0.90	1.32	1.06	0.95	0.99
应付帐款的变化	0	0	56	42	52	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	3	3	4	总资产周转率	0.85	0.73	0.66	0.66	0.71
投资活动现金流	-175	-453	-295	-290	-150	应收账款周转率	5	5	5	6	6
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应付账款周转率	8.88	8.12	8.07	7.77	7.93
长期投资	3	3	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	4	0	0	0	每股收益(最新摊	0.30	0.18	0.27	0.39	0.57
筹资活动现金流	68	480	234	205	35	每股净现金流(最新	-0.29	0.22	1.02	0.41	0.50
短期借款	289	383	662	932	1052	每股净资产(最新摊	3.04	4.08	4.29	4.61	5.06
长期借款	25	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	120	46	0	0	0	P/E	37.37	62.28	41.30	28.61	19.72
资本公积增加	-188	380	0	0	0	P/B	3.69	2.75	2.61	2.43	2.22
现金净增加额	-68	62	293	116	142	EV/EBITDA	19.70	26.11	16.51	12.44	9.54

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事化工行业精细化工/化肥/农药等）研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级以沪深 300 指数为基准指数)：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级以沪深 300 指数为基准指数)：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。