

造纸化学品有所起色 保健品与原料药有望带来高增长

——天马精化（002453）财报点评

2014年04月28日

推荐/维持

天马精化

财报点评

郝力芳

分析师

执业证书编号：S1480512070001

haolf@dxzq.net.cn 010-66554036

事件：

公司披露了2014年一季报。上半年实现营业收入1.9亿元，同比下滑16.36%，归属上市公司股东净利润1298万元，同比下降7.6%，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润1252万元，同比上涨2.5%，EPS 0.05元。公司预计上半年净利润同比增长0~30%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	238.06	274.17	226.85	273.92	265.62	355.27	189.74
增长率（%）	5.54%	13.05%	-14.43%	2.72%	11.58%	29.58%	-16.36%
毛利率（%）	19.29%	23.38%	18.34%	19.27%	16.95%	11.48%	21.96%
期间费用率（%）	11.29%	14.48%	10.90%	12.19%	11.44%	11.87%	15.17%
营业利润率（%）	8.05%	7.28%	6.72%	6.91%	4.99%	0.60%	8.38%
净利润（百万元）	15.30	17.71	14.17	14.61	11.58	6.89	12.98
增长率（%）	-07.48%	-19.60%	-28.61%	-33.93%	-24.29%	-61.12%	-8.40%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.07	0.06	0.05	0.04	0.02	0.05
资产负债率（%）	39.93%	39.14%	42.71%	36.08%	34.21%	32.38%	34.21%
净资产收益率（%）	2.05%	2.31%	1.82%	1.20%	0.96%	0.56%	1.07%
总资产收益率（%）	1.23%	1.41%	1.04%	0.76%	0.63%	0.38%	0.70%

评论：

积极因素：

- **公司业绩基本符合预期。**2014年一季度，公司实现营业收入1.9亿元，同比下滑16.36%，归属上市公司股东净利润1298万元，同比下降7.6%，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润1252万元，同比上涨2.5%，实现EPS 0.05元。公司业绩基本符合预期，扣非后净利润出现了上升势头。
- **毛利率明显提升。**公司一季度实现毛利率22.0%，同比2013年一季度的18.34%上升了3.66%，季度环比提升幅度10.48%，我们认为两方面原因，其一是公司改变了近几年造纸化学品为了扩大市场份额不断低价竞争的销售策略，公司目前市场份额50%以上（另两家位芬兰凯美拉及新加坡益海），产品逐步进入小福提价周期；其二是公司收购的天立药业并表，原料药毛利率较高，对综合毛利率提升有所贡献。

- **2014年原料药将有望集中放量。**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。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，而出口价格普遍高于国内售价。2014年以上几个品种将正式形成收入，目前销售规模逐步增加。
- **公司保健品销售渠道加快建设。**我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，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。

消极因素：

- **公司费用率提升。**2014 年一季度，公司费用率 15.17%，高于 2013 年同期的 10.90%，也高于 2013 年平均费用率 11.65%，我们认为主要是公司新业务，包括保健品以及原料药的销售、市场开拓以及高端人才引进所造成的，随着新业务的逐步业绩释放，公司的投入将会见效。

结论：

公司一季报基本符合预期。公司过年几年的业绩波动更多受造纸化学品的拖累，目前该块基本企稳或有小幅的回升。公司新业务大力推进，管理层前期持比较谨慎的态度，但我们对公司新业务有较大的信心。市场对公司新业务原料药及保健品有望给予比原有化工业务更高的估值水平，随着2014-2015年公司业绩的实质释放，公司将逐步进入戴维斯双击（业绩、估值双升）的良好阶段。公司10送10后股本增加，我们随之调整公司2014-2016年基本每股收益至0.13、0.19、0.29元，对应PE分别为40、28、18倍，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	0.13	0.19	0.29
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					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润(%)	6%	3%	3%	4%	5%
经营活动现金流	39	34	354	201	257	ROE(%)	10%	4%	6%	9%	11%
净利润	75	47	80	116	167	偿债能力					
折旧摊销	47.18	59.63	0.00	99.41	109.49	资产负债率(%)	39%	32%	45%	50%	51%
财务费用	16	21	28	43	53	流动比率	1.21	1.65	1.21	1.09	1.14
应付帐款的变化	0	0	56	42	52	速动比率	0.90	1.32	1.06	0.95	0.99
预收帐款的变化	0	0	3	3	4	营运能力					
投资活动现金流	-175	-453	-295	-290	-150	总资产周转率	0.85	0.73	0.66	0.66	0.71
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应收账款周转率	5	5	5	6	6
长期投资	3	3	0	0	0	应付账款周转率	8.88	8.12	8.07	7.77	7.93
投资收益	0	4	0	0	0	每股指标(元)					
筹资活动现金流	68	480	234	205	35	每股收益(最新摊	0.30	0.18	0.13	0.19	0.29
短期借款	289	383	662	932	1052	每股净现金流(最新	-0.29	0.22	0.51	0.21	0.25
长期借款	25	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.04	4.08	2.15	2.30	2.53
普通股增加	120	46	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-188	380	0	0	0	P/E	37.37	62.28	41.30	28.61	19.72
现金净增加额	-68	62	293	116	142	P/B	3.69	2.75	2.61	2.43	2.22
						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。