

保健品布局逐步开始显露

——天马精化（002453）事件点评

2014年06月13日

强烈推荐/上调

天马精化	事件点评
------	------

事件：

公司发布了投资意向书，双方初步确定公司以不超过4000万元的价款认购神元生物本次全部新增股份，约占其本次增资完成后股份总数的20-25%。公司同时也发布了公布终止和延期部分募投项目。

主要观点：

1. 投资神元生物，主要看重铁皮石斛对于公司保健品的战略意义。

公司投资苏州神元生物，主要看重其铁皮石斛的药用价值及对公司保健品的战略意义。公司本次增资完成占股20-25%，未来不排除继续增大控股比例的可能。

铁皮石斛属于九大仙草之一，是传统名贵珍稀药材。先来看看中华九大仙草排行榜：第一：铁皮石斛；第二：天山雪莲；第三：三两重人参；第四：百年首乌；第五：花甲之茯苓；第六：深山灵芝；第七：海底珍珠；第八：冬虫夏草；第九：苁蓉。我们可以看到，铁皮石斛位于中华九大仙草之首，大家熟知的冬虫夏草排行第八，可见铁皮石斛在中草药界的重要地位。《本草纲目》称铁皮石斛有“强阴益精、厚肠胃、补内绝不足、轻身延年”之功效。

铁皮石斛在南方地区尤其浙江的知名度及普及度很高，北方地区普及较低。目前，铁皮石斛国内产值约30-40亿元，其中浙江占比一半以上。其次是江苏、安徽、云南等地。

2. 神元生物是江苏唯一一家通过GAP认证企业，且具备景天胶囊的批准文号。

神元生物是江苏省省级林业产业龙头企业，是江苏省最早专业从事铁皮石斛产业研发、组培扩繁、生态栽培与深加工的企业，也是江苏省唯一一家通过铁皮石斛“GAP”认证及“有机认证”的科技型农业企业。旗下拥有苏州神元药用植物发展有限公司、潍坊神元生物科技有限公司、神元食品科技（上海）有限公司等3家全资子公司。

神元生物主要产品包括铁皮石斛组培苗、铁皮石斛鲜品、铁皮石斛

郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

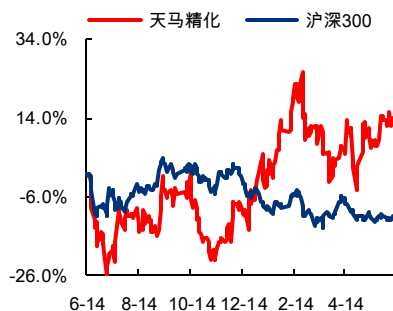
执业证书编号：

S1480512070001

交易数据

52周股价区间元)	6.05-10.83
总市值亿元)	34.56
流通市值亿元)	26.8
总股本/流通A股万股)	57130/44299
流通B股/H股万股)	/
52周日均换手率	1.58

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）：造纸化学品有所起色 保健品与原料药有望带来高增长》2014-04-29
- 2、《天马精化（002453）：保健品渠道加快建设 原料药今年放量》2014-04-04
- 3、《天马精化（002453）：造纸化学品低迷 中间体及原料药发力》2013-08-22
- 4、《天马精化（002453）事件点评：2012年整合全面拉开帷幕》2012-05-11

花茶、铁皮枫斗和与之相关的保健产品，产品名称：依源牌铁皮枫斗景天胶囊；批准文号：国食健字 G201104601）。

2013 年，神元生物实现营业收入 2560 万元，净利润 996 万元，净利率 39%。2014 年 1-5 月份，公司营业收入 629 万元，净利润 158 万元，净利率 25%。公司 2014 年前五个月盈利能力下滑主要由于公司前端种苗的销售比例占比较大，而前端销售毛利率偏低，后续发展规划是加强后端加工产品。天马精化收购神元生物主要看重后端的加工能力。

3、公司终止和延期部分募投项目，集中精力于未来增长点上。

公司同时也发布了公布终止和延期部分募投项目。公司部分终止山东天安 1,000 吨/年氯甲基异丙基碳酸酯项目、终止纳百园化工 180 吨/年 DBSO 技改项目和延期天安化工改扩建 50,000 吨/年光气及光气化衍生产品项目，预定可使用状态由原来的 2014 年 10 月延迟到 2015 年 7 月达产；延期纳百园化工新建的 3,000 吨/年氯乙酸甲酯项目。上述产品由于产能扩张较快或工艺出现较大更新等，所以公司也原计划进行了调整。我们认为，公司传统 AKD 相关业务行业持续低迷，该市场后续以能为公司提供一定稳定收入为主，公司增长将集中于保健品及原料药上。

4、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。

5、公司 AKD 造纸化学品结束降价扩大市场的销售策略，未来以保持稳定为主。

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 年公司结束降价销售的策略，以保证稳定的价格，预计后续 AKD 业务板块以维持稳定为主。

结论：

公司投资神元生物可看出公司保健品业务的逐步布局，研发、生产及销售都在稳定推进，如果顺利一两年内有望产生实际的收入。公司原料药 2014 年贡献业绩也将增加。我们维持预计公司 2014-2015 年 EPS 为 0.15、0.22、0.31 元元，当前股价 6.05 元对应 PE 分别为 40、28、20 倍，公司保健品若推进顺利，则业绩有望好于预期，看好公司未来在保健品及原料药领域的巨大空间，上调公司至“强烈推荐”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	19	25	34
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	106	161	225
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	107	161	225
流动负债合计	463	580	742	1081	1286	所得税	18	11	20	31	43
短期借款	289	383	371	629	737	净利润	75	47	87	130	182
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	85	126	177
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	0.15	0.22	0.31
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	742	1081	1286	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	571	571	571	营业利润增长	-4.4%	-42.0%	114.15%	51.64%	39.94%
资本公积	246	626	626	626	626	归属于母公司净利	-3.8%	-35.5%	79.93%	49.33%	40.41%
未分配利润	220	226	287	378	506	获利能力					
归属母公司股东	729	1165	1517	1618	1760	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%	8%	9%
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%	8%	10%
经营活动现金流	39	34	352	197	254	偿债能力					
净利润	75	47	87	130	182	资产负债率(%)	39%	32%	32%	39%	41%
折旧摊销	47.18	59.63	0.00	99.41	109.49	流动比率	1.21	1.65	1.69	1.39	1.41
财务费用	16	21	19	25	34	速动比率	0.90	1.32	1.47	1.21	1.23
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	0.15	0.22	0.31
筹资活动现金流	68	480	236	208	38	每股净现金流(最新	-0.29	0.22	0.51	0.20	0.25
短期借款	289	383	371	629	737	每股净资产(最新摊	3.04	4.08	2.66	2.83	3.08
长期借款	25	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	120	46	286	0	0	P/E	20.17	33.61	40.85	27.35	19.48
资本公积增加	-188	380	0	0	0	P/B	1.99	1.48	2.28	2.14	1.96
现金净增加额	-68	62	293	116	142	EV/EBITDA	11.37	14.81	16.33	12.27	9.38

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。