

业绩同比持平，期待保健品前景

增持 维持

事件：

公司发布 2014 年半年报，报告期实现营业收入 4.96 亿，同比减少 1.05%；归属于母公司股东的净利润 2985 万元，同比增加 3.34%；基本每股收益 0.05 元/股。

报告摘要：

- **2014 年上半年公司经营情况基本与上年同期相比保持稳定。** AKD 原粉价格触底后开始逐步回升；其他造纸化学品销售规模增长较快，主要原材料成本上升，毛利率有所下滑；农药中间体销售收入保持较快增长；原料药车间投入生产，毛利率水平较好并逐步体现效益；医药中间体因为部分车间升级为原料药生产车间并开始规模化生产，因此医药中间体生产和销售规模有较大幅度下降。
- **毛利率略微下滑，期间费用率增加。** 报告期内公司综合毛利率 18.62%，与上年 18.85% 略微下滑。其中光气衍生品的毛利率 34.76%，同比有所上升，其他业务的毛利率同比都有小幅的下降。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.88%、7.62%、1.24%，比去年同期分别变动 0.56、0.87、-0.3 个百分点。期间费用率 15.17%，比上年增加 4.28 个百分点。
- **坚持转型保健品路线。** 13 年 12 月，公司发布公告拟与韩国星宇共同出资，设立合资子公司天森保健品（苏州）有限公司，从事保健食品生产。公司现有的原料药品种中，以胞磷胆碱为原料制成的保健品可以预防老年痴呆，在中国的市场前景可观。14 年 6 月公司以增资认购苏州神元生物科技股份有限公司 21.16% 的股份，神元生物的主营业务是铁皮石斛产业研发、生物组培、生态栽培与深加工，功效良好。
- **盈利预测及投资价值：** 预计公司 2014、2015 年的 EPS（摊薄）为 0.13、0.19，对应当前股价 PE 为 57X、40X。维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1044.02	1121.67	1349.53	1628.46	1970.79
增长率(%)	19.47%	7.44%	20%	21%	21%
归母净利润(百万)	72.87	47.03	75.79	107.56	150.05
增长率(%)	-3.84%	-35.47%	61.17%	41.92%	39.50%
每股收益	0.13	0.08	0.13	0.19	0.26
市盈率	59.27	91.84	56.99	40.15	28.78

中小市值上市公司研究小组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

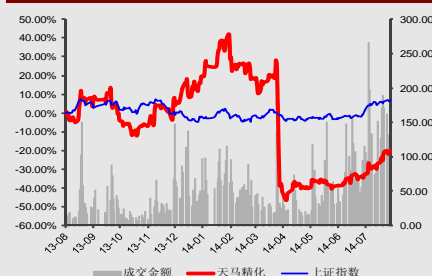
分析师助理

黎泉宏

电话：010-88085971

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



相关研究

《天马精化：坚持转型保健品的发展路线》

2014/6/10

《天马精化：董事市价增持股份彰显发展信心》

2014/5/27

《硕贝德：略低于预期，期待后续惊喜》

2014/8/7

《通光线缆：多管齐下 把握机遇 业绩改善可期》

2014/8/7

《江淮动力：收购上农易落地，进军农业信息化》

2014/8/4

《中小市值周报 20140803：“沪港通”带来 A 股投资机会》

2014/8/3

表 1: 盈利预测

单位:百万元											
利润表						现金流量表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1044	1122	1350	1628	1971	经营活动现金流					
YoY	19%	7%	20%	21%	21%	净利润	75	47	76	108	150
营业成本	825	941	1107	1313	1562	折旧与摊销	47	60	61	56	50
营业税金及附加	3	3	4	5	6	财务费用	16	22	26	31	37
销售费用	38	41	49	59	72	非经常性/非经营性损益	-2	-8	-12	-12	-12
管理费用	70	69	82	100	120	营运资金的减少	-97	-88	320	-53	-233
EBITDA	155	127	168	208	261	长期经营性负债的增加	0	0	-4	0	0
YoY	19%	-18%	32%	24%	25%	经营活动现金流净额	39	34	466	130	-7
EBIT	108	67	107	152	210	投资活动现金流					
财务费用	16	21	26	31	37	固定资产购建	-98	-157	0	0	0
非经营性/经常性损益	1	12	12	12	12	无形资产购建	0	0	0	0	0
利润总和	93	58	94	133	185	非经常性或非经营性损益	-77	-295	12	12	12
所得税费用	18	11	18	25	35	非核心资产的减少	0	0	9	0	-1
净利润	75	47	76	108	150	投资活动现金流量净额	-175	-453	22	12	11
YoY	-3%	-37%	61%	42%	39%	筹资活动现金流					
少数股东损益	2	0	0	0	0	短期借款增加	107	70	-157	-72	-27
归属母公司所有者净利润	73	47	76	108	150	长期借款增加	0	0	0	0	0
YoY	-4%	-35%	61%	42%	40%	股本及资本公积增加	0	479	0	0	0
						财务费用及红利等	-39	-69	-26	-31	-37
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	筹资活动现金流量净额	68	480	-183	-102	-65
资产						现金及现金等价物净增加额	-68	62	305	40	-61
货币资金	75	181	497	548	497	现金及现金等价物期末余额	65	124	429	469	408
应收款项	294	305	135	163	366	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
预付款项	48	36	43	52	62	盈利能力					
存货	143	192	314	377	453	ROE	9.8%	3.9%	5.9%	7.7%	9.7%
其他流动资产	1	242	0	0	0	净利率	7.2%	4.2%	5.6%	6.6%	7.6%
流动资产合计	561	956	989	1140	1379	毛利率	21.0%	16.1%	18.0%	19.4%	20.7%
固定资产	419	528	477	429	387	营业费用率	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
在建工程	100	123	111	100	90	管理费用率	6.7%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
无形资产	169	187	177	168	160	财务费用率	1.5%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
非核心资产	9	9	0	0	1	资本结构					
非流动资产合计	697	847	765	697	638	资产负债率	39.1%	32.4%	26.2%	23.7%	23.0%
资产总计	1257	1803	1754	1837	2017	权益乘数	1.64	1.48	1.36	1.31	1.30
负债						流动资产/总资产	44.6%	53.0%	56.4%	62.0%	68.4%
短期借款	289	383	226	155	127	流动负债/总负债	94.1%	99.4%	100.0%	100.0%	100.0%
应付款项	168	188	223	268	322	偿债能力					
预收款项	3	8	10	12	14	流动比率	1.21	1.65	2.15	2.62	2.97
其他应付款	3	1	1	1	1	速动比率	0.90	1.32	1.47	1.75	1.99
其他流动负债	0	0	0	0	0	产权比率	0.64	0.48	0.36	0.31	0.30
流动负债合计	463	580	460	435	464	归属母公司股东权益/负债	1.48	1.99	2.70	3.10	3.22
长期借款	25	0	0	0	0	营运能力					
长期经营性负债	0	0	0	0	0	存货周转率	6.23	5.63	4.38	3.80	3.76
其他非流动负债	4	4	0	0	0	应收账款周转率	3.69	3.75	6.14	10.94	7.46
非流动负债合计	29	4	0	0	0	流动资产周转率	1.78	1.48	1.39	1.53	1.57
负债合计	492	584	460	435	464	固定资产周转率	2.80	2.37	2.69	3.60	4.83
股本	240	286	286	286	286	总资产周转率	0.85	0.73	0.76	0.91	1.02
资本公积金	246	626	626	626	626	每股和估值指标					
留存收益	242	252	328	436	586	EPS(元)	0.30	0.18	0.13	0.19	0.26
归属母公司股东权益	729	1164	1240	1347	1497	BPS(元)	3.04	4.08	4.34	4.72	5.24
少数股东权益	36	54	54	54	55	P/E(x)	59.27	91.84	56.99	40.15	28.78
股东权益合计	765	1218	1294	1402	1552	P/B(x)	2.49	1.86	1.74	1.60	1.44
负债和股东权益合计	1257	1802	1754	1837	2017						

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。