

## 天马精化 (002453)

### 各项业务冷热不均，未来关注保健品发展

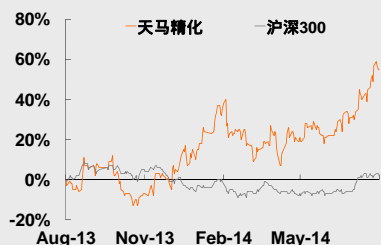
中性(维持)

现价：7.56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	苏州天马医药集团有限公司/29.48%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	571
流通 A 股(百万股)	536
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	43.17
流通 A 股市值(亿元)	40.52
每股净资产(元)	2.04
资产负债率(%)	34.2

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060210050001  
075522625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn

**鄒祝兵** 投资咨询资格编号  
S1060511110001  
0755-22621410  
yanzhubing290@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。

#### 投资要点

**事项：**公司发布半年报，上半年实现收入 4.96 亿元，同比减少 1.05%，归属于上市公司股东净利润 2985 万元，同比增长 3.34%，每股收益 0.05 元，业绩符合预期。

#### 平安观点：

##### ■ 造纸化学品未明显改善：

公司造纸化学品主要为 AKD 系列产品，上半年下游需求依然延续了 2013 年以来的低迷，公司 AKD 系列产品产销下降，虽二季度价格有所回升，但幅度较小，为此上半年公司 AKD 系列产品收入下降 34.10% 至 1.16 亿元，毛利率下降 2.66 个百分点至 10.92%。上半年公司其它造纸化学品收入增长近 20% 至 0.91 亿元，但毛利率下滑 9.26 个百分点至 21.37%，为此上半年公司其它造纸化学品利润水平和 2013 年同期基本持平。预计未来公司造纸化学品仍将受下游需求较大影响。

##### ■ 原料药收入贡献增加，农药中间体喜忧参半：

上半年公司原料药收入为 0.77 亿元，毛利率 24.74%，去年同期则无原料药业务收入，主要因 2013 年 5 月公司收购大股东原料药资产天立原料药，同时苏州本部 2013 年部分医药中间体车间改造为原料药车间，2014 年上半年开始产生效益。受医药中间体车间升级原料药车间影响，上半年公司医药中间体收入大幅下降近 50%。公司农药中间体主要由南通纳百园和山东天安经营，其中前者继续保持回升态势，收入和利润保持增长，但后者整合仍在持续，对应光气衍生品和光气加工收入降幅达到 62% 左右。

##### ■ 保健品是公司未来的主要看点之一：

上半年公司确立了保健品业务方向，进行了相关团队的组建，并收购了以铁皮石斛培育和相关保健品开发的苏州神元生物 21.16% 股份。鉴于保健品庞大的市场规模（目前规模超过千亿元），公司保健品业务发展前景广阔，但对公司而言，保健品为新业务，后续仍需关注公司保健品业务产品、渠道等方面布局。

##### ■ 盈利预测及投资建议：

我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.09(下调 14%)、0.11(下调 18%) 和 0.14(下调 18%) 元，对应前收盘价的 PE 分别为 85、67 和 54 倍，维持“中性”投资评级。

##### ■ 风险提示：收购企业整合的风险、新业务拓展不佳的风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,044	1,122	1096	1392	1713
YoY(%)	19.5	7.4	-2.3	27.1	23.0
净利润(百万元)	73	47	51	65	80
YoY(%)	-3.8	-35.5	7.5	28.2	24.1
毛利率(%)	21.0	16.1	18.1	18.2	18.2
净利率(%)	7.0	4.2	4.6	4.7	4.7
ROE(%)	10.0	4.0	4.2	5.1	6.0
EPS(摊薄/元)	0.13	0.08	0.09	0.11	0.14
P/E(倍)	59.3	91.8	85.4	66.6	53.7
P/B(倍)	5.9	3.7	3.6	3.4	3.2

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	956	759	916	1081
现金	181	195	200	200
应收账款	237	274	348	428
其他应收款	22	33	42	51
预付账款	36	63	80	98
存货	192	161	205	252
其他流动资产	288	33	42	51
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	1765	1979	2124
流动负债	580	508	656	719
短期借款	383	291	379	376
应付账款	140	152	194	238
其他流动负债	57	64	83	104
非流动负债	4	0	0	-33
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	0	0	-33
负债合计	584	508	656	686
少数股东 权益	54	55	57	59
股本	286	571	571	571
资本公积	626	341	341	341
留存收益	252	288	353	434
归属母公司股东权	1165	1202	1266	1347
负债和股东权益	1803	1765	1979	2124

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	34	361	82	114
净利润	47	52	66	83
折旧摊销	60	62	84	99
财务费用	21	20	25	31
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	-88	253	-93	-99
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	-127	63	-34
短期借款	95	-92	88	-3
长期借款	-25	0	0	0
普通股增加	46	286	0	0
资本公积增加	380	-286	0	0
其他筹资现金流	-15	-35	-25	-31
现金净增加额	59	14	5	-0

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1122	1096	1392	1713
营业成本	941	897	1139	1401
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	41	38	49	60
管理费用	69	71	91	111
财务费用	21	20	25	31
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	63	81	101
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	58	63	81	101
所得税	11	11	15	18
净利润	47	52	66	83
少数股东损益	0	1	2	2
归属母公司净利润	47	51	65	80
EBITDA	131	144	190	231
EPS (元)	0.08	0.09	0.11	0.14

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	7.4	-2.3	27.1	23.0
营业利润	-42.0	27.6	28.2	24.1
归属母公司股东权益	-35.5	7.5	28.2	24.1
获利能力				
毛利率(%)	16.1	18.1	18.2	18.2
净利率(%)	4.2	4.6	4.7	4.7
ROE(%)	4.0	4.2	5.1	6.0
ROIC(%)	4.0	5.0	5.8	6.8
偿债能力				
资产负债率(%)	32.4	28.8	33.1	33.8
净负债比率(%)	65.6	57.3	57.9	52.3
流动比率	1.65	1.49	1.40	1.50
速动比率	1.32	1.18	1.09	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.61	0.74	0.83
应收账款周转率	4.47	4.13	4.48	4.41
应付账款周转率	6.81	6.14	6.58	6.49
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.09	0.11	0.14
每股经营现金流	0.06	0.63	0.14	0.20
每股净资产	2.04	2.10	2.22	2.36
估值比率				
P/E	91.8	85.4	66.6	53.7
P/B	3.7	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	35	32	24	20

## 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

电话：4008866338

#### 深圳

#### 上海

#### 北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25  
楼

北京市西城区金融大街  
23 号平安大厦 6 楼 601  
室

邮编：518048

邮编：200120

邮编：100031

传真：(0755) 82440257

传真：(021) 33830305