

老业务毛利率下滑 下半年有望改善

2014年08月26日

强烈推荐/维持

天马精化

财报点评

——天马精化（002453）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年半年报。上半年实现营业收入4.96亿元，同比下降1.05%，归属上市公司股东净利润2985万元，同比上升3.34%，EPS 0.05元，公司预计前三季度净利润同比上升0~30%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	274.17	226.85	273.92	265.62	355.27	189.74	305.77
增长率（%）	13.05%	-14.43%	2.72%	11.58%	29.58%	-16.36%	11.63%
毛利率（%）	23.38%	18.34%	19.27%	16.95%	11.48%	21.96%	16.55%
期间费用率（%）	14.48%	10.90%	12.19%	11.44%	11.87%	15.17%	11.22%
营业利润率（%）	7.28%	6.72%	6.91%	4.99%	0.60%	8.38%	5.98%
净利润（百万元）	17.71	14.17	14.61	11.58	6.89	12.98	16.56
增长率（%）	-19.60%	-28.61%	-33.93%	-24.29%	-61.12%	-08.40%	13.33%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.06	0.05	0.04	0.02	0.05	0.03
资产负债率（%）	39.14%	42.71%	36.08%	34.21%	32.38%	34.21%	33.35%
净资产收益率（%）	2.31%	1.82%	1.20%	0.96%	0.56%	1.07%	1.34%
总资产收益率（%）	1.41%	1.04%	0.76%	0.63%	0.38%	0.70%	0.89%

评论：

- 公司AKD及医药中间体毛利率下滑，下半年有望好转。上半年公司实现营业收入4.96亿元，同比下降1.05%，归属上市公司股东净利润2985万元，同比上升3.34%。公司整体毛利率实现18.62%，比去年同期的18.85%下滑0.23%。分产品看，AKD、其他造纸化学品、医药中间体的毛利率分别下滑2.66%、9.26%、3.30%。AKD及其他造纸化学品毛利率下滑主要由于上半年公司控制产量，开工率有所降低，同时原材料价格上涨等原因导致的。医药中间体则由于苏州本部中间体升级为原料药，整体规模减少而影响了毛利率。公司AKD一季度价格在1.23-1.25万元/吨，二季度价格稳步提升至1.3-1.38万元/吨，目前公司产品价格在1.4万元/吨以上，消化原材料涨价基础上价差有所扩大。目前公司AKD基本满负荷生产，预计下半年销量及价格都将好于上半年。
- 公司原料药正式产生收入，储备品种丰富。公司去年陆续获得了氯吡格雷等6个产品的GMP认证，今年正式生产销售。上半年，公司原料药销售状况良好，实现收入7689万元，毛利率24.8%。公司注重研发

投入,目前研发团队有100人左右,其中80%用于原料药的开发。公司的原料药储备丰富,有较多的储备品种,比如莫西沙星等,并且按时间已排到了未来五六年。莫2014年公司新报5-6个品种申请GMP认证,包括部分专利即将到期品种。

- **保健品推进中,未来将成为主业之一。**公司2013年底公告称,公司拟与韩国星宇设立合资子公司天森保健品,标志着天马精化正式进军保健品领域,天森保健品将作为公司新业务发展的重要平台。2014年6月,公司以3,220万元的价款认购神元生物本次全部新增股份1,058万股,占其本次增资完成后股份总数的21.16%,投资神元生物是公司布局保健品的第一步棋。神元生物主要产品是铁皮石斛,旗下有苏州、潍坊、上海3家全资子公司。公司目前仍将在保健品品种和销售渠道上推进,逐步完善拓宽保健品的产品及销售网络。

结论:

公司上半年报告有低于预期的部分,主要是AKD及医药中间体业务的下滑,上半年主要受制于开工率及量的控制。从三季度运行情况看,影响因素已基本消除,预计下半年将进入正常生产销售轨道,AKD价格有所提升并能形成维持的格局。公司形成爆发的部分主要在于保健品,公司也在积极努力推进相关布局进展。我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.11、0.20、0.34,收盘股价7.56元对应PE分别为69、38、22倍,鉴于公司于公司新业务的高盈利及成长性,维持公司“强烈推荐”的投资评级。

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	1294	1634	1887	营业收入	1044	1122	1402	1852	2183
货币资金	75	181	491	648	764	营业成本	825	941	1084	1392	1565
应收账款	226	237	269	355	419	营业税金及附加	3	3	5	7	8
其他应收款	18	22	28	37	44	营业费用	38	41	98	130	153
预付款项	48	36	58	86	117	管理费用	70	69	112	148	175
存货	143	192	172	221	249	财务费用	16	21	20	28	39
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	1021.3	营业利润	85	50	82	146	243
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	2607	3133	3432	利润总额	93	58	83	146	243
流动负债合计	463	580	798	1233	1369	所得税	18	11	16	28	46
短期借款	289	383	404	729	800	净利润	75	47	67	118	197
应付账款	137	140	208	267	300	少数股东损益	2	0	2	4	5
预收款项	3	8	11	14	19	归属母公司净利润	73	47	65	114	192
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	149	130	182	274	392
非流动负债合计	29	4	0	0	0	BPS (元)	0.30	0.18	0.11	0.20	0.34
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	798	1233	1369	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%	24.96%	32.10%	17.91%
实收资本(或股本)	240	286	571	571	571	营业利润增长	-4.4%	-42.0%	65.04%	78.79%	66.36%
资本公积	246	626	626	626	626	归属于母公司净利润	-3.8%	-35.5%	38.01%	76.35%	67.80%
未分配利润	220	226	273	355	494	获利能力					
归属母公司股东权	729	1165	1502	1593	1747	毛利率(%)	21%	16%	23%	25%	28%
负债和所有者权	1257	1803	2356	2887	3180	净利率(%)	7%	4%	5%	6%	9%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
经营活动现金流	39	34	333	175	272	偿债能力					
净利润	75	47	67	118	197	资产负债率(%)	39%	32%	34%	43%	43%
折旧摊销	47.18	59.63	0.00	99.41	109.49	流动比率	1.21	1.65	1.62	1.32	1.38
财务费用	16	21	20	28	39	速动比率	0.90	1.32	1.41	1.15	1.20
应付帐款的变化	0	0	68	59	33	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	3	4	4	总资产周转率	0.85	0.73	0.67	0.71	0.72
投资活动现金流	-175	-453	-295	-290	-150	应收账款周转率	5	5	6	6	6
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	8.88	8.12	8.07	7.80	7.70
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(最新摊薄)	0.30	0.18	0.11	0.20	0.34
筹资活动现金流	68	480	273	273	-6	每股净现金流(最新)	-0.29	0.22	0.54	0.28	0.20
短期借款	289	383	404	729	800	每股净资产(最新摊)	3.04	4.08	2.63	2.79	3.06
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	25.97	43.28	68.58	38.89	23.17
资本公积增加	-188	380	0	0	0	P/B	2.56	1.91	2.96	2.79	2.55
现金净增加额	-68	62	310	157	116	EV/EBITDA	14.18	18.62	23.98	16.54	11.46

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法律责任。

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。