

天马精化(002453)2014年三季度报点评

# 传统业务触底回升 保健品业务打开增长空间

## 投资要点

- **事件:** 公司2014年前三季度实现营业收入7.77亿元,同比增长1.32%,净利润4039.80万元,同比增长1.06%;其中,第三季度实现营业收入2.81亿元,同比增长5.80%,净利润1054.45万元,同比降低4.89%。
- **经营总体稳健,收入和盈利同比保持稳定。**2014年前三季度公司生产经营情况与上年同期相比基本保持稳定,毛利率和净利率分别为18.28%和5.20%,同比均持平。公司的AKD原粉价格触底后开始逐步回升,其他造纸化学品业务由于原材料成本上升造成毛利率同比有所下滑,而光气衍生品及光气加工业务毛利率同比大幅提升,另外公司的原料药车间投入生产,已开始逐步体现效益。
- **公司积极进入保健品领域,打开新的增长空间。**近年来我国保健品市场发展迅猛,随着居民收入水平的提高以及老龄化的加速,预计未来5年我国保健品行业将维持20%以上的年均复合增长率。去年底公司公告与韩国星宇合资成立了天森保健品有限公司,正式进军保健品领域。今年6月公司又通过增资方式参股铁皮石斛企业苏州神元生物,未来公司将在产品、品牌、渠道等方面积极运作,保健品业务有望成为公司新的利润增长点,并有利于提升公司估值。
- **造纸化学品和医药业务有望迎来业绩拐点。**公司传统的造纸化学品产品系列齐全、质量可靠,已成功进入了国内外各大造纸企业,AKD市场份额达到50%以上,目前AKD造纸化学品呈现寡头垄断格局,产品价格触底回升。另外公司控股子公司天安化工拥有AKD原粉所需的重要原料光气资源,前三季度公司对天安化工的整合已经结束,未来光气自产比例将提高,有助于降低生产成本,提升盈利。在医药业务方面,公司2013年以来有6个特色原料药获得GMP认证,并有大量储备品种,公司重视原料药的研发,未来医药业务的盈利也有望逐步提升。
- **业绩预测与估值:** 我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.10元、0.14元、0.19元,对应动态PE为88.21倍、62.40倍、46.58倍,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 保健品业务开拓进度不达预期,造纸化学品业务主要原材料价格波动。

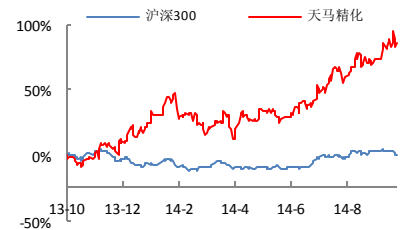
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1121.67	1206.69	1554.10	1905.01
增长率	7.44%	7.58%	28.79%	22.58%
归属母公司净利润(百万元)	47.03	55.89	79.02	105.85
增长率	-35.47%	18.86%	41.37%	33.95%
每股收益EPS(元)	0.082	0.098	0.138	0.185
净资产收益率ROE	4.04%	4.65%	6.32%	8.03%
PE	104.84	88.21	62.40	46.58
PB	4.23	4.11	3.94	3.74

数据来源:西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 023-63786519  
邮箱: shah@swsc.com.cn  
研究助理: 李晓迪  
电话: 010-57631196  
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源:西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	5.71
流通A股(亿股)	5.34
52周内股价区间(元)	4.15-9.16
总市值(亿元)	49.30
总资产(亿元)	18.80
每股净资产(元)	2.08

## 相关研究

**附：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	180.84	179.52	183.00	172.06	营业收入	1121.6	1206.69	1554.10	1905.01
应收和预付款项	341.27	357.83	432.37	456.13	减:营业成本	941.47	1007.59	1289.90	1581.16
存货	191.73	211.31	218.66	267.85	营业税金及附加	3.46	3.74	4.82	5.91
其他流动资产	242.14	245.81	245.81	245.81	营业费用	40.90	44.04	56.72	68.58
长期股权投资	3.00	3.00	3.00	3.00	管理费用	68.55	72.40	90.14	104.78
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	21.22	16.83	23.09	23.44
固定资产和在建工程	651.16	682.25	718.34	766.43	资产减值损失	1.54	2.00	2.00	2.00
无形资产和开发支出	186.62	190.40	194.68	200.97	加:投资收益	4.22	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.46	0.90	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.81	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1803.22</b>	<b>1871.03</b>	<b>1995.86</b>	<b>2112.25</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	383.30	383.30	385.01	385.01	<b>营业利润</b>	<b>49.56</b>	<b>60.09</b>	<b>87.43</b>	<b>119.15</b>
应付和预收款项	187.64	232.66	305.20	353.84	加:其他非经营损益	8.73	6.00	6.00	6.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>58.29</b>	<b>66.09</b>	<b>93.43</b>	<b>125.15</b>
其他负债	12.98	0.00	0.00	0.00	减:所得税	11.04	9.91	14.01	18.77
<b>负债合计</b>	<b>583.92</b>	<b>615.96</b>	<b>690.21</b>	<b>738.85</b>	净利润	47.25	56.17	79.41	106.38
股本	285.65	285.65	285.65	285.65	减:少数股东损益	0.23	0.28	0.40	0.53
资本公积	626.25	626.25	626.25	626.25	归属母公司股东净利润	47.03	55.89	79.02	105.85
留存收益	253.39	288.88	339.06	406.28	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	1165.29	1200.78	1250.96	1318.18	经营性现金净流量	37.51	188.14	220.59	253.03
少数股东权益	54.01	54.29	54.69	55.22	投资性现金净流量	-452.5	-146.90	-169.90	-204.90
<b>股东权益合计</b>	<b>1219.30</b>	<b>1255.07</b>	<b>1305.65</b>	<b>1373.40</b>	筹资性现金净流量	480.34	-34.23	-47.21	-59.07
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1803.22</b>	<b>1871.03</b>	<b>1995.86</b>	<b>2112.25</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>62.32</b>	<b>7.01</b>	<b>3.47</b>	<b>-10.94</b>

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
邮箱：research@swsc.com.cn