

## (002453)天马精化

## 新厂区产能全面投产，业绩较快增长

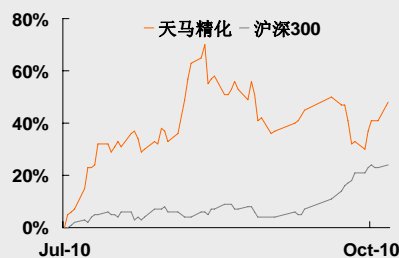
## 推荐 (首次)

现价: 30.84 元

## 主要数据

行业	化学原料及 化学制品制造业
公司网址	www.tianmachem.com
大股东/持股	苏州天马医药集团 有限公司/48.66%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	120.0
流通 A 股(百万股)	30.0
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值 (亿元)	37.0
流通 A 股市值(亿元)	9.3
每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	27.03%

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 研究员

陈建文 S1060210050001  
0755-22625476  
chenjianwen@pasc.com.cn

伍颖 S1060210040004  
010-59734884  
wuying467@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 2010 年三季度报基本符合预期

2010 年前三季度年公司实现收入 4.61 亿元，同比增长 57.3%，归属于母公司的净利润 3939.1 万元，同比增长 21.1%，每股收益 0.41 元，其中第三季度每股收益为 0.11 元，基本符合市场预期。

## ■ 新厂区产能全面投产，收入保持快速增长

历经 08、09 年的厂区搬迁后，今年公司经营进入较好发展态势，其中 AKD 原粉产能由 09 年 2 万吨提高到目前 3 万吨，在国内外市场需求旺盛形势下，产能消化较为畅顺，同时医药中间体业务稳步发展，推动公司收入快速增长。由于毛利较低的造纸化学品收入增速较快，因此，公司净利润增速低于收入增速。

## ■ 多种因素叠加，三季度利润增速放缓

三季度公司收入同比增长 48.5%，净利润同比增长 2.5%，单季度综合毛利率为 15.3%，和 AKD 毛利率接近，我们推测三季度公司 AKD 占比持续提高，同时新产区运营后，成本摊销也在增加，由此对毛利率造成较大拖累，另一方面，限电政策以及近期原材料如硬酯酸价格上涨也对利润有一定影响。

## ■ 造纸化学品和医药中间体两翼齐飞，发展前景看好

公司 AKD 规模位居我国第一，掌握国内外领先的无溶剂 AKD 生产技术，未来出口市场将处于较快发展，国内市场方面，中性施胶剂对酸性施胶剂替代仍在进行，我们预计未来几年公司 AKD 销量存在 100% 以上提高空间。

经过多年积累，公司与多家全球知名的医药企业建立良好合作关系，涉及众多高级医药中间体的定制生产，未来发展基础良好。

## ■ 给予“推荐”评级

我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.55 元和 0.89 元，对应 10 月 22 日收盘价的 PE 分别为 56 倍和 35 倍，考虑公司未来各项业务良好的发展态势，给予“推荐”投资评级。

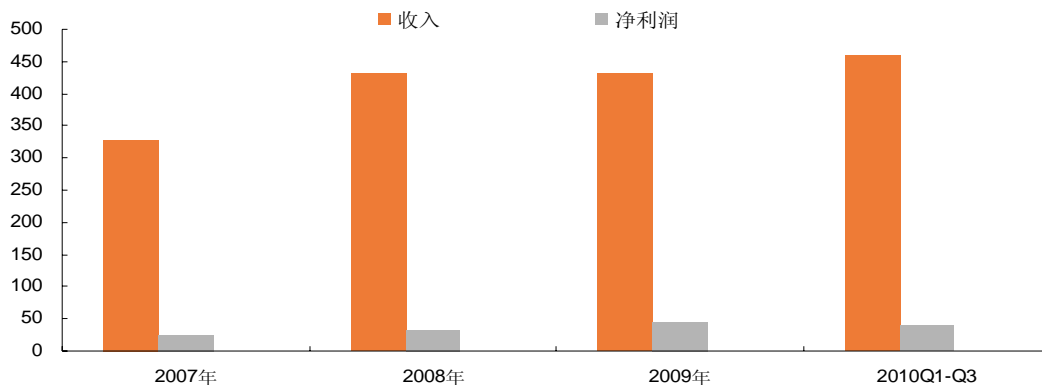
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	329.1	431.9	431.5	622.2	921.0
YoY(%)	-	31.3%	-0.08%	44.2%	48.0%
净利润(百万元)	24.5	33.5	46.2	65.8	106.9
YoY(%)	-	37.0%	38.0%	42.2%	62.5%
毛利率(%)	23.03%	19.26%	23.31%	22.59%	23.76%
EPS(摊薄/元)	0.20	0.28	0.39	0.55	0.89
P/E(倍)	151.4	110.4	80.0	56.3	34.6

## 一、业绩基本符合预期

今年 2010 年前三季度年公司实现收入 4.61 亿元，同比增长 57.3%，归属于母公司的净利润 3939.1 万元，同比增长 21.1%，每股收益 0.41 元，其中第三季度每股收益为 0.11 元，基本符合市场预期。

图表1 公司季度收入及利润变化趋势

单位：百万元



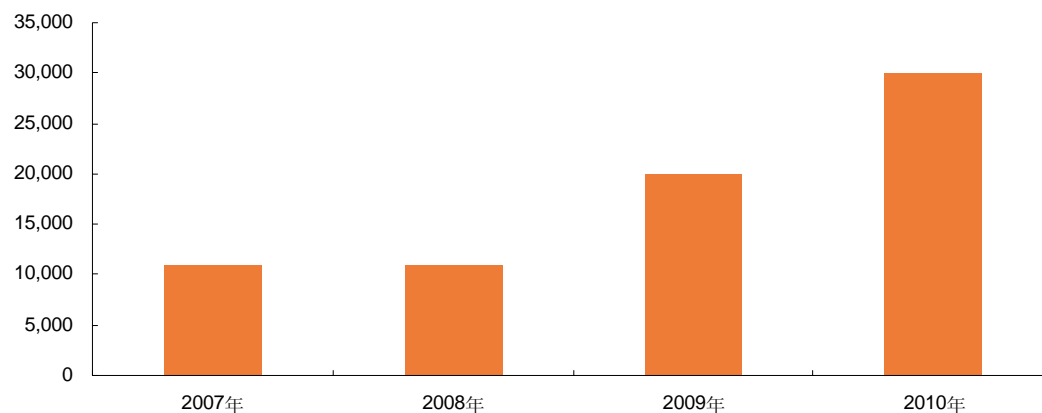
资料来源：Wind

## 二、新厂区产能全面投产，收入保持快速增长

历经 08、09 年的厂区搬迁后，今年公司经营进入较好发展态势，其中 AKD 原粉产能由 09 年 2 万吨提高到目前 3 万吨，在国内外市场需求旺盛形势下，产能消化较为畅顺，同时医药中间体业务稳步发展，推动公司收入快速增长。由于毛利较低的造纸化学品收入增速较快，因此，公司净利润增速低于收入增速。

图表2 公司AKD原粉产能逐年增加

单位：吨

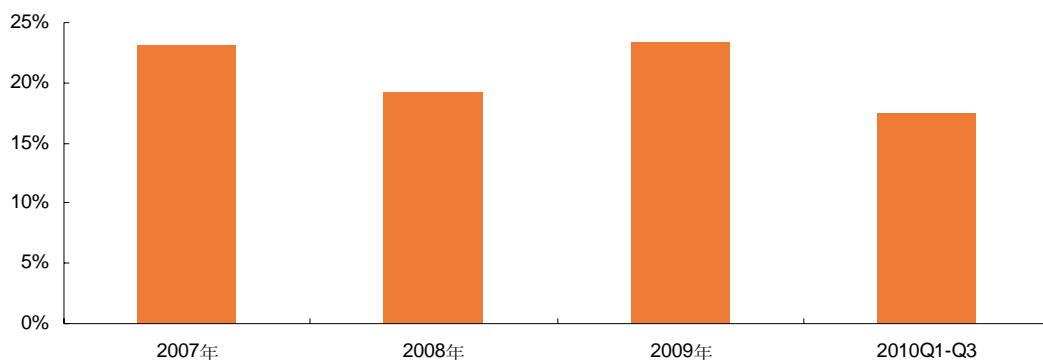


资料来源：公司资料

### 三、多重因素叠加，三季度利润增速放缓

三季度公司收入同比增长 48.5%，净利润同比增长 2.5%，单季度综合毛利率为 15.3%，和 AKD 毛利率接近，我们推测三季度公司 AKD 占比持续提高，同时新产区运营后，成本摊销也在增加，由此对毛利率造成较大拖累，另一方面，限电政策以及近期原材料如硬酯酸价格上涨也对利润有一定影响。

图表3 近年来公司毛利率变化趋势



资料来源: Wind

### 四、造纸化学品和医药中间体两翼齐飞，发展前景看好

公司 AKD 规模位居我国第一，掌握国内外领先的无溶剂 AKD 生产技术，未来出口市场将处于较快发展，国内市场方面，中性施胶剂对酸性施胶剂替代仍在进行，我们预计未来几年公司 AKD 销量存在 100% 以上提高空间。

经过多年积累，公司与多家全球知名的医药企业建立良好合作关系，涉及众多高级医药中间体的定制生产，未来发展基础良好。

### 五、给予“推荐”的评级

我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.55 元和 0.89 元，对应 10 月 22 日收盘价的 PE 分别为 56 倍和 35 倍，考虑公司未来各项业务良好的发展态势，给予“推荐”投资评级。

## 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：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 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）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

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。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

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 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257