

公告点评

AKD 造纸化学品量价齐升，募投项目即将投产

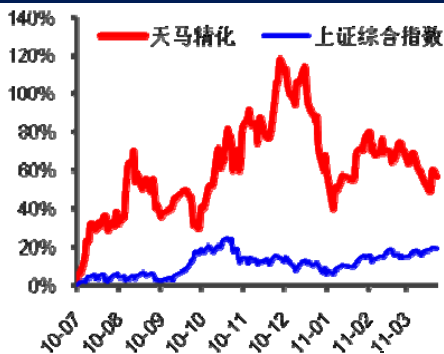
化工新材料

2011 年 4 月 12 日

评 级：推荐（上调）

合理价格：

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《发展医药中间体下游，未来业绩有望超预期》——天马精化（002453.SZ）调研简报，2011.3.1

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

Email: sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——天马精化（002453.SZ）年报点评

事件：2010 年公司实现营业总收入 6.78 亿元，同比增长 57.21%，利润总额 6841.90 万元，同比增长 18.39%，实现归属于上市公司股东的净利润 5738.18 万元，同比增长 24.09%，基本每股收益为 0.56 元，公司将以 2010 年末股本为基数向全体股东每股派发现金 0.2 元（含税）。

点评：

- 公司营业总收入实现了较大幅度的上涨，主要原因是公司主营产品 AKD 造纸化学品的量价齐升，2009 年 AKD 的销量为 1.79 万吨，预计 2010 年销量约为 2.8 万吨，同比增长了 50%以上，同时公司将部分投资性房地产出售给母公司，取的转让收入 1978.24 万，促使其他业务收入大幅提升。2011 年，公司将加大销售力度，力争实现营业收入与净利润实现 30%以上的增长目标。
- 公司净利润实现了大幅增长，略低于我们的预期，主要原因是医药中间体的毛利率同比出现了一定的下滑，医药中间体的综合毛利率从 2009 年的 30.54%下降到 2011 年 19.17%，随着公司将加大高附加值医药中间体产品的销售力度，预计医药中间体的毛利率将会呈现一定幅度的上升。
- 公司未来业绩的主要看点来源于 AKD 产能的扩张、其他造纸化学品以及医药中间体等募集投资项目产能的释放，截止 2010 年底，造纸化学品扩建项目完成了 77.43%，医药中间体项目完成了 90.29%，公司力保在 2011 年上半年实现扩产项目的全面投产，以改善产能不足的现状，随着募集投资项目产能的逐步释放，公司经营业绩将得到明显改善。
- **估值与评级，**预计公司 11~13 每股收益为 0.94、1.34 和 1.71 元，未来 2 年公司净利润的复合增长率为 34.9%，目前股价对应 11 年每股收益的 PE 为 36 倍，考虑到公司未来的成长性，将公司的评级由“谨慎推荐”上调到“推荐”。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/04/12				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	431.53	678.39	943.24	1,201.19	1,412.44	现金	109.00	306.88	572.92	618.73	726.10
YOY(%)	-0.1%	57.2%	39.0%	27.3%	17.6%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	330.92	549.67	742.18	928.16	1,072.41	应收款项净额	99.34	184.25	256.18	326.24	383.62
营业税金及附加	1.58	2.63	3.29	4.19	4.93	存货	51.57	88.47	120.21	150.61	174.49
销售费用	17.34	23.49	29.39	37.43	44.02	其他流动资产	35.39	46.20	64.24	81.80	96.19
占营业收入比(%)	4.0%	3.5%	3.1%	3.1%	3.1%	流动资产总额	295.30	625.80	1,013.54	1,177.39	1,380.40
管理费用	18.49	28.45	35.60	45.34	53.31	固定资产净值	151.87	209.33	304.82	316.58	306.89
占营业收入比(%)	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	减: 资产减值准备	0.84	(4.77)	(6.95)	(7.21)	(6.99)
EBIT	59.27	70.77	130.98	184.29	235.99	固定资产净额	152.71	204.56	297.87	309.36	299.89
财务费用	5.19	5.11	(0.17)	(2.38)	(2.69)	工程物资	0.00	0.93	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.2%	0.8%	0.0%	-0.2%	-0.2%	在建工程	24.03	18.10	19.28	10.81	2.10
资产减值损失	0.84	(4.77)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	176.74	223.59	317.15	320.18	301.99
营业利润	54.96	60.88	131.15	186.67	238.68	无形资产	44.74	44.65	42.86	41.08	39.29
营业外净收入	2.57	7.54	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.53	68.42	131.15	186.67	238.68	其他长期资产	42.54	36.64	36.64	36.64	36.64
所得税	10.53	10.77	17.70	25.20	32.22	资产总额	559.32	930.68	1,410.20	1,575.28	1,758.32
所得税率(%)	18.3%	15.7%	13.5%	13.5%	13.5%	循环贷款	88.30	60.04	0.00	0.00	0.00
净利润	47.00	57.65	113.44	161.47	206.46	应付款项	130.12	155.15	210.81	264.13	306.01
占营业收入比(%)	10.9%	8.5%	12.0%	13.4%	14.6%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.75)	(0.27)	(0.52)	(0.74)	(0.94)	其他流动负债	7.59	10.34	13.95	17.50	20.30
归属母公司净利润	46.24	57.38	112.93	160.73	205.52	流动负债	226.01	225.53	224.76	281.63	326.31
YOY(%)	38.0%	24.1%	96.8%	42.3%	27.9%	长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.51	0.48	0.94	1.34	1.71	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	326.01	225.53	224.76	281.63	326.31
成长能力						少数股东权益	6.88	6.68	7.04	7.56	8.22
营业收入	-0.1%	57.2%	39.0%	27.3%	17.6%	股东权益	226.43	698.47	1,178.40	1,286.09	1,423.79
营业利润	42.8%	10.8%	115.4%	42.3%	27.9%	负债和股东权益	559.32	930.68	1,410.20	1,575.28	1,758.32
净利润	38.0%	24.1%	96.8%	42.3%	27.9%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	23.3%	19.0%	21.3%	22.7%	24.1%	税后利润	46.24	57.38	112.93	160.73	205.52
净利率(%)	10.9%	8.5%	12.0%	13.4%	14.6%	加: 少数股东损益	0.56	0.23	0.36	0.52	0.66
ROE(%)	20.4%	8.2%	9.6%	12.5%	14.4%	公允价值变动	-0.84	4.77	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	8.3%	6.2%	8.0%	10.2%	11.7%	折旧和摊销	19.31	24.88	26.05	30.50	32.20
偿债能力						营运资金的变动	5.91	-93.33	-60.26	-60.89	-51.18
流动比率	1.31	2.77	4.51	4.18	4.23	经营活动现金流	71.18	-6.07	79.07	130.85	187.19
速动比率	1.08	2.38	3.97	3.65	3.70	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	58.3%	24.2%	15.9%	17.9%	18.6%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-69.19	-120.00	-32.00	-12.00
总资产周转率	77.2%	72.9%	66.9%	76.3%	80.3%	投资活动现金流	0.00	-69.19	-120.00	-32.00	-12.00
应收账款周转天数	84.02	99.13	99.13	99.13	99.13	股权融资	-0.15	420.30	404.27	0.00	0.00
存货周转天数	59.36	60.84	60.84	60.84	60.84	长期贷款的增加/	0.00	-100.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.51	0.48	0.94	1.34	1.71	股利分配	-12.02	-8.53	-37.27	-53.04	-67.82
每股净资产	2.52	5.82	9.82	10.72	11.86	计入循环贷款前	-12.17	311.77	367.00	-53.04	-67.82
估值比率						循环贷款的增加/	-24.80	69.90	-60.04	0.00	0.00
P/E	66.8	71.7	36.4	25.6	20.0	融资活动现金流	-48.99	273.14	306.96	-53.04	-67.82
P/B	13.6	5.9	3.5	3.2	2.9	现金净变动额	22.19	197.88	266.04	45.81	107.37

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。