

报告日期: 2011 年 4 月 12 日

分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号: S1070210020006

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号: S1070110040002

投资评级: 推荐

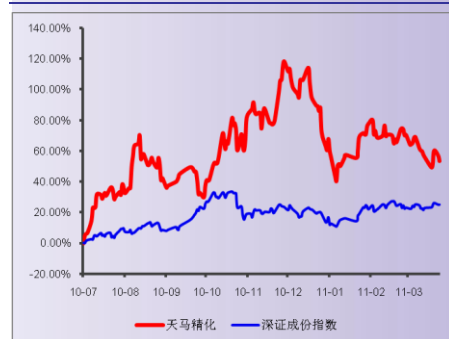
市场数据: 当前股价 34.30

总市值 (亿元)	41.16
流通市值 (亿元)	10.29
总股本 (万股)	12000
流通股本 (万股)	3000
12 个月最高/最低	20.10/49.50

公司盈利预测 (百万)

万元	11E	12E	13E
营业收入	89063	117479	135691
营业成本	68297	88174	101749
营业利润	13196	19320	22408
利润总额	13196	19320	22408
所得税	1979	2898	3361
净利润	10992	16093	18666
EPS	0.916	1.341	1.555

股价表现图



相关报告

1、《控制 AKD 原粉, 享受医药领域高成长——天马精化 (002453) 调研报告》, 2011 年 3 月

未来盈利提升是大概率事件, 医药领域多看点

——天马精化 (002453) 年报点评

要点:

- 业绩略低于预期。公司 2010 年实现营收 6.78 亿, 同比增长 57.21%; 净利润 5738 万, 同比增长 24.09%, 摊薄后 EPS 为 0.48 元, 略低于我们之前 0.52 元的预期。
- 盈利下降是暂时现象, 未来盈利大幅提升是大概率事件。
 - 医药中间体产品毛利率下降是短期现象。医药中间体毛利率较 2009 年下降 10 个百分点, 主要原因是公司 10 年下半年对医药中间体生产车间进行符合原料药 GMP 要求的改造, 在停止生产的同时折旧费用和制造费用仍计入成本, 从而推高了该部分产品的营业成本。根据我们了解的情况, 目前这一部分车间已经恢复正常运转, 我们预计 2011 年 1 季度公司医药中间体毛利率将会重新攀升至正常 30% 以上的水平, 并且随着高盈利品种的投产, 这一部分盈利能力有望超预期。
 - 费用大幅提升并非常态。公司 10 年 IPO 费用 480 万、公司进行 GMP 认证过程的费用及研发费用等的增加, 使公司管理费用大幅增加, 未来这部分也将恢复正常。
- AKD 市场话语权强化, 有望全面控制原粉市场。公司 AKD 原粉市场占有率接近 60%, 即使在原材料硬脂酸大幅上涨的背景下, 2010 年 AKD 造纸化学品毛利率维持 17% 左右的水平不变, 公司在 AKD 市场的成本转嫁能力可见一斑, 这也再次佐证公司在 AKD 领域的市场话语权不断强化。未来公司通过优化原料硬脂酸的采购程序和直接控制光气资源两条途径, 进一步优化 AKD 的成本控制, 可以提升 AKD 产品近 10 个点的毛利率, 从而以先行优势、环保优势以及成本优势全面控制原粉市场, 分享下游 AKD 乳液的利润。
- 高级医药中间体-原料药产业链加速推进, 数项储备项目等待开花结果。公司拥有众多高盈利和高成长性的技术储备项目, 公司年报披露, 公司在抗乙肝多肽物胸腺素 $\alpha 1$ 的产业化和止血药奥曲肽产业化, 以及促甲状腺素释放激素他替瑞林的合成方面获得政府资金的支持, 我们预计胸腺素 $\alpha 1$ 和奥曲肽的产业化有望提前实现, 这两个产品市场前景广阔, 将成为公司新的利润增长点。GMP 认证方面, 公司已经完成车间改造, 借助现有的氯吡格雷原药技术, 有望超越市场预期提前拿到 GMP 认证, 从而全面进军原料药领域。
- 盈利预测: 我们调高公司 11 和 12 年业绩至 0.92 元和 1.34 元, 暂引入 13 年业绩至 1.56 元 (不考虑公司医药中间体新产品的投产及原料药产品的投产)。当前股价对应市盈率分别为 37 倍、26 倍和 22 倍, 由于 AKD 产品仍是公司拳头产品, 公司未来在 AKD 领域的盈利能力强化将大大增强公司整体的盈利能力, 加上公司在医药领域的潜在爆发可能性, 继续维持推荐评级。
- 风险提示: AKD 产品可能面临供需形势变化的风险; 产品出口退税率调整的风险; 人民币大幅升值带来的风险

独立声明

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, 特此声明。

盈利预测

考虑到公司在高级医药中间体领域的潜在的高增长性，我们调高公司 11 和 12 年业绩至 0.92 元和 1.34 元，暂引入 13 年业绩至 1.56 元（不考虑公司医药中间体新产品的投产及原料药产品的投产，未来将适时作出调整）。当前股价对应市盈率分别为 37 倍、26 倍和 22 倍，由于 AKD 产品仍是公司拳头产品，公司未来在 AKD 领域的盈利能力强化将大大增强公司整体的盈利能力，加上公司在医药领域的潜在爆发可能性，继续维持推荐评级。

表 3：天马精化盈利预测

年份	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	67839	89063	117479	135691
营业成本	54967	68297	88174	101749
销售费用	2349	3117	4112	4749
管理费用	3183	4008	5287	6106
营业利润	6088	13196	19320	22408
利润总额	6842	13196	19320	22408
所得税	1077	1979	2898	3361
净利润	5738	10992	16093	18666
EPS	0.478	0.916	1.341	1.555

资料来源：公司公告、长城证券研究所

风险提示：

1. AKD 产品可能面临供需形势变化的风险：主要包括国内造纸行业整合带来的短期需求下降风险
2. 出口退税率调整的风险
3. 人民币大幅升值带来的风险

附录：三张报表预测摘要

利润表（万元）					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	67839	89063	117479	135691	成长性				
营业成本	54967	68297	88174	101749	营业收入增长	57.2%	31.3%	31.9%	15.5%
销售费用	2349	3117	4112	4749	营业成本增长	66.1%	24.3%	29.1%	15.4%
管理费用	3183	4008	5287	6106	营业利润增长	10.8%	116.8%	46.4%	16.0%
财务费用	511	0	0	0	利润总额增长	18.9%	92.9%	46.4%	16.0%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	24.1%	91.6%	46.4%	16.0%
营业利润	6088	13196	19320	22408	盈利能力				
营业外收支	754	0	0	0	毛利率	19.0%	23.3%	24.9%	25.0%
利润总额	6842	13196	19320	22408	销售净利率	8.5%	12.3%	13.7%	13.8%
所得税	1077	1979	2898	3361	ROE	8.1%	13.4%	16.4%	15.9%
少数股东损益	27	224	328	381	ROIC	13.2%	18.6%	22.7%	23.1%
净利润	5738	10992	16093	18666	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
流动资产	62580	69812	89801	109692	管理费用/营业收入	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
货币资金	30688	31838	40151	52367	财务费用/营业收入	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	14602	17813	23496	27138	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1766	1781	2350	2714	所得税/利润总额	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	8847	10245	13226	15262	应收帐款周转率	4.19	4.31	4.64	4.90
非流动资产	30488	36126	37868	40644	存货周转率	5.76	5.82	6.19	6.54
固定资产	22358	26912	29035	32193	流动资产周转率	1.02	1.12	1.18	1.21
资产总计	93068	105938	127670	150337	总资产周转率	0.68	0.76	0.85	0.84
流动负债	22553	24206	29516	33137	偿债能力				
短期借款	6004	6004	6004	6004	资产负债率	24.2%	22.8%	23.1%	22.0%
应付款项	15515	17074	22043	25437	流动比率	2.77	2.88	3.04	3.31
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	2.38	2.46	2.59	2.85
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	22553	24206	29516	33137	EPS	0.478	0.916	1.341	1.555
股东权益	70515	81732	98153	117200	每股净资产	5.88	6.81	8.18	9.77
股本	12000	12000	12000	12000	每股经营现金流	-0.14	0.76	1.06	1.51
留存收益	57847	68839	84933	103598	每股经营现金/EPS	-0.3	0.8	0.8	1.0
少数股东权益	668	892	1221	1602	估值				
负债和权益总计	93068	105938	127670	150337	PE	70.7	36.9	25.2	21.7
现金流量表（万元）					PEG	0.77	0.80	1.58	-
经营活动现金流	-1649	9089	12767	18090	PB	5.8	5.0	4.1	3.5
其中营运资本减少	-10484	-4429	-6366	-4055	EV/EBITDA	43.04	26.56	18.68	16.14
投资活动现金流	-4332	-7940	-4453	-5874	EV/SALES	6.07	4.62	3.50	3.03
其中资本支出	-7126	-6473	-4453	-5874	EV/IC	7.63	6.18	5.27	4.72
融资活动现金流	27734	0	0	0	ROIC/WACC	1.50	2.11	2.58	2.62
净现金总变化	21533	1149	8314	12216	REP	5.09	2.93	2.04	1.80

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

研究员介绍:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>