

公告点评

综合毛利率稳步提升，业绩增长有保障

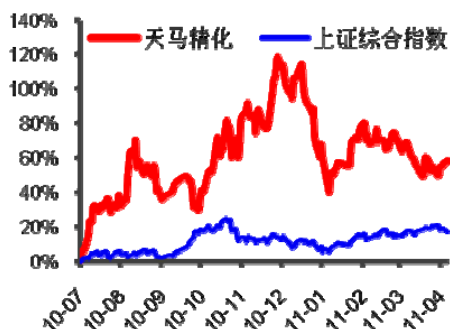
化工新材料

2011 年 4 月 26 日

评 级：推荐（维持）

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）一季报点评

事件：2011 年一季度，公司实现营业总收入 1.86 亿元，同比增长 61.72%，实现归属于上市公司股东的净利润 1810.31 万元，同比增长 56.30%，基本每股收益为 0.15 元，公司预计 2011 年 1~6 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 50%~70%。

点评：

- 公司营业总收入同比增幅较大，主要原因是公司造纸化学品的产量出现了较大幅度的提升，目前 AKD 的产能大约是 4 万吨，相比于 2010 年 3 万吨的产能，公司造纸化学品的产能扩张较快，同时 AKD 原粉销量的提升也可以显著带动其他相关造纸化学品的销量，进而促使销售收入实现了较大幅度的增长。
- 综合毛利率小幅提升体现了主营产品良好的盈利能力，公司一季度主营产品的综合毛利率大约为 21%，远高于去年同期 14.59% 的综合毛利率，也高于 2010 年全年 18.9% 的综合毛利率，综合毛利率的提升主要来源于两个原因，第一是造纸化学品生产规模的扩大，促使单位成本降低，第二是公司生产医药中间体的时候多选择生产高成长性、高毛利率或者战略合作伙伴委托生产的产品，产品结构的调整也会显著提升主营产品的综合毛利率。
- 造纸化学品主要以整合上游原材料为主，医药中间体目前主要以生产高毛利产品为主，公司 2010 年报中提到，力保在 2011 年上半年实现扩产项目的全面投产，截止 2010 年底，医药中间体项目完成了 90.29%，我们认为随着医药中间体产销量的提升，公司经营业绩极有可能实现超预期的增长。
- 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%，考虑到公司未来的成长性，维持“推荐”的评级。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/04/25				
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	计入循环贷款前融	-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	67.3	72.4	36.8	25.8	20.2	融资活动现金流	-48.99	273.14	306.96	-53.04	-67.82
P/B	13.8	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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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。