

化学制品

天马精化 (002453. SZ) / 35.24 元

AKD 产品盈利能力有望大幅提升

事项

山东天安化工股份有限公司昨天通过天津股权交易所公告，天马精化大股东苏州天马医药集团以增资入股的方式控股天安化工 54.5% 的股权。

主要观点

我们认为光气作为天马精化 AKD 产品不可或缺的原料之一，未来集团有望将收购的光气资源注入到上市公司。未来如果光气能实现自给，我们预计 AKD 成本至少能降低 2000 元/吨，而目前公司 AKD 吨毛利仅 2000 元左右，因此，一旦公司光气资源实现自给，AKD 产品毛利率将大幅提高，成本优势更具国际竞争力。

我们暂时维持 2011-2012 年 0.99 和 1.77 元的盈利预测，以最新收盘价 35.24 元计算，对应的 PE 分别为 35 倍、20 倍我们看好公司未来的发展前途，并且业绩超预期因素较多，详见我们 5 月 9 日的深度报告《多个重磅产品浮出水面，未来增长潜力巨大》，调高对公司的投资评级至“强烈推荐”。

风险提示

- 新项目达产进度低于预期。
- 虽然集团把光气资源注入到公司的预期较强，但具体实施与否和注入时间仍存在一定不确定性。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：周铮
Tel: 010-59370839
Email: zhouzheng@hczq.com

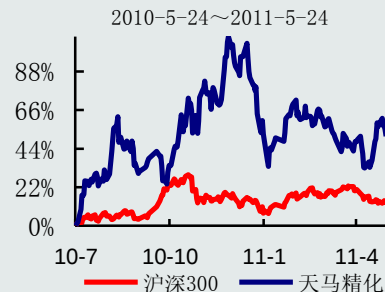
投资评级

投资评级：强推
评级变动：调高

公司基本数据

总股本(万股)	12000
流通 A 股/B 股(万股)	3000/0
资产负债率(%)	22.75
每股净资产(元)	5.97
市盈率(倍)	229.42
市净率(倍)	5.80
12 个月内最高/最低价	49.5/20.1

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《多个重磅产品浮出水面，未来增长潜力巨大》	2011-05-09
《业绩增长步入快车道》	2011-04-26
《业绩略低于预期不影响长期发展趋势》	2011-04-12
《造纸化学品、医药中间体双轮驱动，未来业绩有望实现高速增长》	2011-01-24

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	626	1197	1116	1530
现金	307	766	507	703
应收账款	146	197	279	383
其它应收款	21	27	40	54
预付账款	46	73	102	137
存货	88	111	154	207
其他	18	23	34	46
非流动资产	305	340	317	287
长期投资	0	0	0	0
固定资产	205	242	285	323
无形资产	45	47	50	52
其他	56	51	-18	-87
资产总计	931	1537	1433	1817
流动负债	226	313	812	880
短期借款	60	57	450	399
应付账款	98	151	211	285
其他	68	105	150	196
非流动负债	0	2	13	27
长期借款	0	0	12	26
其他	0	2	1	1
负债合计	226	315	825	908
少数股东权益	7	8	9	10
股本	120	120	120	120
资本公积金	434	831	4	1
留存收益	144	264	475	779
归属母公司股东权益	698	1214	600	900
负债和股东权益	931	1537	1433	1817

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-16	132	177	253
净利润	58	120	213	305
折旧摊销	25	23	28	34
财务费用	5	7	10	13
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-104	-20	-74	-98
其它	0	2	-0	0
投资活动现金流	-43	-60	-5	-4
资本支出	71	56	0	0
长期投资	0	7	-1	-1
其他	28	4	-6	-5
筹资活动现金流	277	386	-431	-53
短期借款	-28	-3	393	-51
长期借款	-100	0	12	14
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	385	396	-826	-3
其他	-9	-7	-10	-13
现金净增加额	215	459	-258	196

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	678	987	1390	1888
营业成本	550	749	1002	1350
营业税金及附加	3	3	5	7
营业费用	23	39	56	76
管理费用	32	45	59	77
财务费用	5	7	10	13
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	61	144	258	366
营业外收入	8	3	4	5
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	68	146	261	370
所得税	11	26	48	65
净利润	58	120	213	305
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	57	119	212	304
EBITDA	91	173	296	413
EPS（元）	0.48	0.99	1.77	2.53

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	57.2%	45.5%	40.8%	35.9%
营业利润	10.8%	135.8%	79.6%	41.9%
归属母公司净利润	24.1%	108.0%	77.6%	43.3%
获利能力				
毛利率	19.0%	24.1%	27.9%	28.5%
净利率	8.5%	12.1%	15.2%	16.1%
ROE	8.2%	9.8%	35.3%	33.7%
ROIC	12.9%	31.3%	50.3%	63.0%
偿债能力				
资产负债率	24.2%	20.5%	57.5%	49.9%
净负债比率	26.62%	18.06%	56.04%	46.88%
流动比率	2.77	3.83	1.38	1.74
速动比率	2.38	3.47	1.19	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.80	0.94	1.16
应收帐款周转率	6	6	6	6
应付帐款周转率	6.49	6.03	5.53	5.44
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.99	1.77	2.53
每股经营现金	-0.14	1.10	1.48	2.11
每股净资产	5.82	10.12	5.00	7.50
估值比率				
P/E	73.70	35.44	19.96	13.93
P/B	6.05	3.48	7.05	4.70
EV/EBITDA	44	23	13	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801