

化学制品

天马精化 (002453.SZ) / 32.92 元

GMP 认证影响中间体盈利能力，下半年会更好

事项

公司发布半年报，2011 年上半年实现营业收入 4.06 亿元，同比增长 35.93%，归属于上市公司股东的净利润 0.39 亿元，同比增长 43.27%，基本每股收益 0.32 元。

主要观点

1.GMP 车间改造影响公司医药中间体盈利能力。报告期间，公司为了通过原料药 GMP 认证而进行车间改造，造成了中间体车间生产的不连续，同时改造费用计入成本，使得中间体产品毛利率受影响较大，上半年公司中间体类毛利率仅为 14.31%，我们预计随着下半年该不利因素的消失以及下游客户需求的增加，中间体毛利率将大幅提高，例如，葛兰素史克最近通过认证的一种治疗不宁腿的新药将加大对公司 A 胺的需求量，仅此一种药将增加 A 胺需求约 60 吨，同时该新药对 A 胺的品质要求较高，毛利率相应较高，预计能达到 30% 左右。

2.积极向下游原料药产品延伸。公司除了受让了天吉生物的氯吡格雷的生产技术外，葡甲胺系列有望近期通过 FDA 认证，该产品如若顺利通过认证，售价预计将提高 2-3 倍，而成本相对提高幅度较小，盈利能力必将得到极大改善。另外公司 9 月份氯吡格雷将通过国内 GMP 认证，其它还有 4 种产品也将陆续通过 GMP 认证，公司产业链将得到延伸，未来公司将形成中间体、原料药、造纸化学品三大主营产品。

3.下半年产能瓶颈得到缓解。下半年除了募投项目将陆续投产外，公司收购的南通纳百园公司拥有 108 亩土地，11 个中间体生产车间，未来公司规划是中间体搬迁到南通，苏州本部生产原料药，AKD 等产品搬迁到山东，产能限制将逐步得到解决。

4.光气资源下半注入概率较大。公司母公司天马集团收购天安化工，就是为了给公司 AKD 产品配套生产光气，天安化工拥有光气产能 1 万吨/年，拥有牌照产能 3 万吨/年，可以保证公司 AKD 生产所需，更为重要的是天安化工之前是公司主要竞争对手天成化工的光气供应商，此次收购完成后，天成光气成本低的优势消失。我们预计集团下半年将光气资源注入公司的概率较大，届时预计 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。

盈利预测和投资评级。我们预计 2011-2012 年 0.87 和 1.60 元的盈利预测，对应的 PE 分别为 38 倍和 21 倍，公司 7 月 20 日部分限售股解禁，短期股价压力较大，但我们看好公司未来几年的发展前景，并且业绩超预期因素较多，建议逢低买入，维持对其“强烈推荐”的投资评级。

风险提示

FDA 和 GMP 认证受阻；光气资源注入时间低于预期；新项目达产进度低于预期。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

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

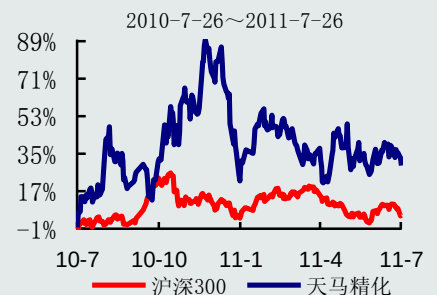
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	12000
流通 A 股/B 股(万股)	6057/0
资产负债率(%)	18.87
每股净资产(元)	5.94
市盈率(倍)	101.95
市净率(倍)	5.54
12 个月内最高/最低价	49.5/23.66

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

《AKD 产品盈利能力有望大幅提升》	2011-05-24
《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	754	1122	1460
现金	307	332	507	666
应收账款	146	191	279	363
其它应收款	21	26	40	51
预付账款	46	71	102	130
存货	88	111	160	207
其他	18	22	34	43
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	1094	1439	1747
流动负债	226	305	877	937
短期借款	60	57	515	481
应付账款	98	146	211	270
其他	68	102	150	186
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	307	890	964
少数股东权益	7	8	9	10
股本	120	120	120	120
资本公积金	434	434	4	1
留存收益	144	225	416	652
归属母公司股东权益	698	779	541	773
负债和股东权益	931	1094	1439	1747

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-16	119	149	199
净利润	58	105	193	237
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	-18	-82	-84
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	-34	30	-36
短期借款	-28	-3	458	-34
长期借款	-100	0	12	14
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	385	110	0	0
其他	-9	-141	-440	-16
现金净增加额	215	25	175	159

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	957	1390	1788
营业成本	550	749	1042	1349
营业税金及附加	3	3	5	7
营业费用	23	29	41	52
管理费用	32	40	54	70
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	129	238	298
营业外收入	8	3	4	5
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	68	131	241	302
所得税	11	26	48	65
净利润	58	105	193	237
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	57	104	192	236
EBITDA	91	158	276	345
EPS（元）	0.48	0.87	1.60	1.96

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	57.2%	41.1%	45.2%	28.7%
营业利润	10.8%	111.2%	85.0%	25.2%
归属母公司净利润	24.1%	81.8%	83.9%	22.8%
获利能力				
毛利率	19.0%	21.7%	25.0%	24.6%
净利率	8.5%	10.9%	13.8%	13.2%
ROE	8.2%	13.4%	35.5%	30.5%
ROIC	12.9%	28.3%	46.0%	52.3%
偿债能力				
资产负债率	24.2%	28.1%	61.8%	55.2%
净负债比率	26.62%	18.51%	59.26%	52.62%
流动比率	2.77	2.47	1.28	1.56
速动比率	2.38	2.11	1.10	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.95	1.10	1.12
应收帐款周转率	6	6	6	6
应付帐款周转率	6.49	6.14	5.83	5.60
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.87	1.60	1.96
每股经营现金	-0.14	1.00	1.24	1.66
每股净资产	5.82	6.49	7.00	7.72
估值比率				
P/E	68.84	37.86	20.58	16.76
P/B	5.66	5.07	4.70	4.26
EV/EBITDA	41	21	12	9

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