

# 天马精化 (002453)

公司研究/调研报告

## 整合上游光气资源, 中性施胶剂利润暴增

—公司主业由委托加工转变为上下游一体化大幅降低成本

民生精品---调研报告/化工行业

2011年09月08日

### 一、事件概述

我们于近期对天马精化进行了调研, 对天马精化大股东收购光气资源以及募投项目进展进行了最新的评价。天马精化主要生产 AKD 系列造纸中性施胶剂、氨基酸保护剂和葡辛胺等。AKD 使纸张获得抗水功能, 是未来的发展方向; 氨基酸保护剂用于保护氨基酸; 葡辛胺用于抗炎药的手性拆分剂。

### 二、分析与判断

► 至年底主营产品 AKD 销量增长 30% 以上, 募投项目 6 月已建设完成, 造纸化学品产能增长 60%

AKD 占公司营收 55.66%, 天马精化国内市场占有率达到 50%-60%。预计到年底公司的 AKD 系列产品产销可以达到 4 万吨左右, 贡献净利润 5000 万元以上。公司募投项目均已在 6 月底建成试生产, 年底验收合格后正式生产, 其他造纸化学品产能暴增 100% 以上, 2012 年产销达 4 万吨, 贡献净利润 4500 万元以上。

► 母公司收购光气生产商, 注入公司后每吨 AKD 毛利增加约 50%

AKD 的主要原材料硬脂酸酐加工需要光气反应, 由于光气是剧毒物质, 国内牌照审批及管理极其严格, 属稀缺资源。公司大股东天马集团收购光气生产商天安化工 (控股 54.5%), 其拥有 3 万吨/年的光气产能。该资产极可能注入天马精化, 目前大股东正在积极运作, 进展顺利。天安化工同时还是公司最大竞争对手兖州天成的主要供应商, 大股东此举一举两得。目前天马精化 4 万吨 AKD 产品仅需光气 1.76 万吨, 天安公司光气能力完全可以满足。若注入成功天马精化的硬脂酸酐通光气成本将节约  $1800 \times 0.545 = 981$  元/吨, 年化增加 EPS 约 0.28 元。

► 硬脂酸打通直采渠道, 可降低采购成本近 1000 元/吨

受制国内硬脂酸供应垄断, 公司目前采购成本约为 8000 元/吨。公司计划从东南亚进口部分棕榈油委托加工成硬脂酸, 预计可降低采购成本近 1000 元/吨。公司亦将在采购硬脂酸的谈判中获得优势, 未来毛利也将呈不断上升的趋势。

### 三、盈利预测与投资建议

若公司 2012 年获注光气资源; AKD 未来市场占有率将会提高到 70%-80%; 医药中间体的毛利水平逐步回升。2011-2013 年全面摊薄 EPS 为 0.81、1.54 元和 2.39 元, 相应动态市盈率分别为 36.48、19.14、12.33 倍, 我们给予“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示:

公司受制于硬脂酸垄断, 全部采用现金交易, 资金需求量大。光气资源注入时间未明确。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 678    | 1,010  | 1,556  | 2,035  |
| 增长率 (%)          | 57.21% | 48.88% | 54.06% | 30.78% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 57     | 97     | 185    | 287    |
| 增长率 (%)          | 24.09% | 69.18% | 90.56% | 55.25% |
| 每股收益 (元)         | 0.48   | 0.81   | 1.54   | 2.39   |
| PE               | 61.71  | 36.48  | 19.14  | 12.33  |
| PB               | 5.02   | 4.41   | 3.59   | 2.78   |

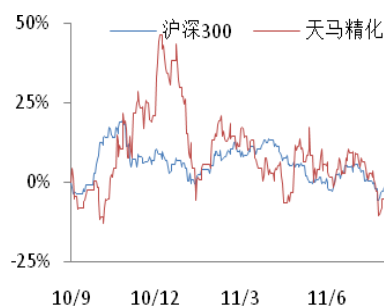
资料来源: 民生证券研究所

### 强烈推荐 首次评级

#### 交易数据 (2011-09-08)

|            |        |
|------------|--------|
| 收盘价 (元)    | 29.51  |
| 总股本 (百万股)  | 120.00 |
| 流通股本 (百万股) | 61.61  |
| 流通股比例%     | 51.34  |
| 总市值 (亿元)   | 35.41  |
| 流通市值 (亿元)  | 18.18  |

#### 该股与沪深 300 一年走势比较



#### 分析师

分析师: 巨国贤

执业证书编号: S0100511070005

联系人: 方巍

电话: (8610) 8512 7532

手机: 13911168334

Email: fangwei@mszq.com

#### 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表          |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 项目 (百万元)     | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 一、营业总收入      | 678    | 1,010  | 1,556  | 2,035  |
| 减：营业成本       | 550    | 809    | 1,201  | 1,540  |
| 营业税金及附加      | 3      | 4      | 6      | 8      |
| 销售费用         | 23     | 30     | 54     | 71     |
| 管理费用         | 32     | 53     | 78     | 81     |
| 财务费用         | 5      | 2      | 2      | 0      |
| 资产减值损失       | 5      | 2      | 2      | 2      |
| 加：投资收益       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 二、营业利润       | 61     | 110    | 213    | 332    |
| 加：营业外收支净额    | 8      | 4      | 5      | 5      |
| 三、利润总额       | 68     | 114    | 218    | 338    |
| 减：所得税费用      | 11     | 17     | 33     | 51     |
| 四、净利润        | 58     | 97     | 185    | 287    |
| 归属于母公司的利润    | 57     | 97     | 185    | 287    |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.48   | 0.81   | 1.54   | 2.39   |
| 主要财务指标       |        |        |        |        |
| 项目 (百万元)     | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| EV/EBITDA    | 52.07  | 27.10  | 15.53  | 10.11  |
| 成长能力:        |        |        |        |        |
| 营业收入同比       | 57.21% | 48.88% | 54.06% | 30.78% |
| 营业利润同比       | 10.8%  | 81.1%  | 93.1%  | 56.1%  |
| 净利润同比        | 22.68% | 68.39% | 90.56% | 55.2%  |
| 营运能力:        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率      | 6.12   | 5.56   | 5.63   | 5.27   |
| 存货周转率        | 9.69   | 9.23   | 9.62   | 9.23   |
| 总资产周转率       | 0.91   | 1.03   | 1.30   | 1.33   |
| 盈利能力与收益质量:   |        |        |        |        |
| 毛利率          | 19.0%  | 19.9%  | 22.8%  | 24.3%  |
| 净利率          | 8.5%   | 9.6%   | 11.9%  | 14.1%  |
| 总资产净利率 ROA   | 7.7%   | 9.9%   | 15.4%  | 18.8%  |
| 净资产收益率 ROE   | 12.3%  | 12.9%  | 20.7%  | 25.4%  |
| 资本结构与偿债能力:   |        |        |        |        |
| 流动比率         | 2.77   | 2.36   | 2.35   | 2.91   |
| 资产负债率        | 24.2%  | 25.8%  | 30.0%  | 26.7%  |
| 长期借款/总负债     | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 每股指标:        |        |        |        |        |
| 每股收益         | 0.48   | 0.81   | 1.54   | 2.39   |
| 每股经营现金流量     | (0.14) | 0.33   | 0.62   | 1.60   |
| 每股净资产        | 5.88   | 6.69   | 8.23   | 10.62  |

| 资产负债表     |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 货币资金      | 307   | 152   | 233   | 369   |
| 应收票据      | 18    | 30    | 47    | 61    |
| 应收账款      | 146   | 217   | 335   | 438   |
| 预付账款      | 46    | 69    | 106   | 139   |
| 其他应收款     | 21    | 31    | 47    | 62    |
| 存货        | 88    | 130   | 193   | 248   |
| 其他流动资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动资产合计    | 626   | 629   | 961   | 1,316 |
| 长期股权投资    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 205   | 337   | 338   | 319   |
| 在建工程      | 18    | 28    | 28    | 28    |
| 无形资产      | 45    | 40    | 36    | 31    |
| 其他非流动资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产合计   | 305   | 405   | 402   | 379   |
| 资产总计      | 931   | 1,034 | 1,363 | 1,695 |
| 短期借款      | 60    | 27    | 55    | 0     |
| 应付票据      | 57    | 84    | 125   | 161   |
| 应付账款      | 98    | 144   | 214   | 274   |
| 预收账款      | 4     | 6     | 9     | 11    |
| 其他应付款     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应交税费      | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 其他流动负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计    | 226   | 267   | 409   | 452   |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动负债合计   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债合计      | 226   | 267   | 409   | 452   |
| 股本        | 120   | 120   | 120   | 120   |
| 资本公积      | 434   | 434   | 434   | 434   |
| 留存收益      | 144   | 241   | 426   | 714   |
| 少数股东权益    | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 所有者权益合计   | 705   | 802   | 987   | 1,274 |
| 负债和股东权益合计 | 931   | 1,069 | 1,396 | 1,726 |
| 现金流量表     |       |       |       |       |
| 项目 (百万元)  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流量  | (16)  | 40    | 75    | 192   |
| 投资活动现金流量  | (43)  | (160) | (20)  | 0     |
| 筹资活动现金流量  | 277   | (35)  | 27    | (56)  |
| 现金及等价物净增加 | 215   | (155) | 82    | 136   |

资料来源：公司公告、民生证券研究所