

天马精化 (002453)

公司研究/点评报告

光气资源注入障碍扫除, AKD 价格毛利回升

——天马精化三季度报告点评

民生精品---点评报告/化工行业

2011 年 10 月 26 日

一、事件概述

公司三季度共实现营业收入 6.31 亿元, 同比增长 37.07%, 归属上市股东净利润为 0.55 亿元, 同比增长 40.33%, 基本每股收益为 0.46 元, 同比增长 12.20%, 综合毛利率为 19.33%。符合我们的业绩快报。公司三季度单季营业收入为 2.26 亿元, 同比增长 39.18%, 归属上市股东净利润为 0.17 亿元, 同比增长 33.88%, EPS 0.15 元, 同比增长 36.36%。公司预计 2011 年度归属于股东净利润同比增长幅度为 30%-50%, EPS 在 0.63 元-0.73 元之间。

二、分析与判断

公司单季度毛利率和净利率均有所下降

公司 1-3 季度每季毛利率分别为 21.08%、18.76% 和 18.58%, 净利率分别为 9.73%、9.43% 和 7.33%, 均呈缓慢下降的趋势。主要原因一是公司为了占据市场份额并在与凯米拉天成的谈判过程中占据主动从而自 7 月份开始 AKD 率先降价, 二是主要原料硬脂酸采购单价同比大幅上升, 三是由于公司出口汇兑损失 100 多万导致财务费用提升, 四是公司提高职工薪酬水平、加大研发投入等导致销售和管理费用大幅增加。

公司 10 月份开始享受光气资源自供的低成本优势, 四季度毛利率回升

天安化工与凯米拉天成化工签订了一个 35 年的光气生产经营合同, 协议规定了天安化工不能为其它任何企业加工硬脂酰氯。天马医药集团入股天安化工, 最主要的目的是为了协助天安化工解除和凯米拉天成的排他性加工协议, 扫清天马精化进入天安化工的所有法律障碍。最近随着和凯米拉天成达成了全面的和解协议, 一是天马精化将与凯米拉天成形成价格同盟, 锁定较高毛利率, 二是公司的光气资源优势将会极大地得到体现, 整体毛利率将大幅提升。

南通筹建新的中间体项目, 提高医药中间体业务发展预期

主要是与一些国外大的制药企业如诺华进行定制生产, 大概有 3-4 个品种, 规模较小, 但为未来医药中间体进一步增长打开了空间。

三、盈利预测与投资建议

公司业绩低于我们此前对公司全年的预期, 下调对公司的盈利预期, 主要原因是公司四季度才能逐步享受低成本光气资源。但公司 AKD 未来市场占有率将会提高到 70%, AKD 形成价格同盟且毛利水平逐步回升。2011-2013 年全面摊薄 EPS 为 0.72 元、1.36 元和 2.10 元, 相应动态市盈率分别为 33.88、17.92、11.58 倍, 维持“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, 且原料涨价幅度较大。

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	974	1,530	1,910
增长率 (%)	57.21%	43.58%	57.08%	24.84%
归属母公司股东净利润 (百万元)	57	86	163	252
增长率 (%)	24.09%	50.19%	89.06%	54.76%
每股收益 (元)	0.48	0.72	1.36	2.10
PE	50.88	33.88	17.92	11.58
PB	4.14	3.69	3.06	2.42

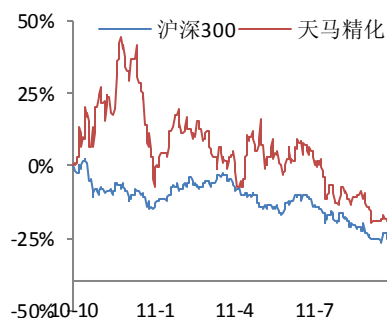
资料来源: 民生证券研究所

强烈推荐 维持评级

交易数据 (2011-10-25)

收盘价 (元)	24.33
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)	29.20
流通市值 (亿元)	14.99

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师: 刘威

执业证书编号: S0100511090003

联系人: 方巍

电话: (8610) 8512 7532

手机: 13911168334

Email: fangwei@mszq.com

相关研究

- 《天马精化 (002453) 调研简报-整合上游光气资源, 中性施胶剂利润暴增》, 20110908
- 《天马精化 (002453) 点评报告-光气资源注入倒计时, 中性施胶剂利润暴增》, 20111019

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	974	1,530	1,910
减：营业成本	550	789	1,203	1,465
营业税金及附加	3	4	6	8
销售费用	23	29	54	67
管理费用	32	51	77	76
财务费用	5	1	2	1
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	97	187	291
加：营业外收支净额	8	4	5	5
三、利润总额	68	101	192	297
减：所得税费用	11	15	29	44
四、净利润	58	86	163	252
归属于母公司的利润	57	86	163	252
五、基本每股收益 (元)	0.48	0.72	1.36	2.10
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	43.01	25.02	14.69	9.56
成长能力:				
营业收入同比	57.21%	43.58%	57.08%	24.84%
营业利润同比	10.8%	60.0%	91.9%	55.8%
净利润同比	22.68%	49.49%	89.06%	54.8%
营运能力:				
应收账款周转率	6.12	5.48	5.68	5.16
存货周转率	9.69	9.04	9.54	8.90
总资产周转率	0.91	1.00	1.29	1.29
盈利能力与收益质量:				
毛利率	19.0%	19.0%	21.4%	23.3%
净利率	8.5%	8.8%	10.6%	13.2%
总资产净利率 ROA	7.7%	8.9%	13.8%	17.1%
净资产收益率 ROE	12.3%	11.5%	18.7%	23.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.77	2.37	2.21	2.85
资产负债率	24.2%	25.3%	31.8%	26.8%
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	0.72	1.36	2.10
每股经营现金流量	(0.14)	0.32	0.44	1.51
每股净资产	5.88	6.59	7.95	10.05

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	307	146	230	335
应收票据	18	29	46	57
应收账款	146	210	329	411
预付账款	46	66	104	130
其他应收款	21	30	46	58
存货	88	127	194	236
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	626	608	949	1,227
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	1,013	1,351	1,606
短期借款	60	22	75	0
应付票据	57	82	125	153
应付账款	98	140	214	261
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	257	430	430
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	257	430	430
股本	120	120	120	120
资本公积	434	434	434	434
留存收益	144	230	393	645
少数股东权益	7	7	7	7
所有者权益合计	705	791	954	1,206
负债和股东权益合计	931	1,048	1,384	1,637
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(16)	39	52	181
投资活动现金流量	(43)	(160)	(20)	0
筹资活动现金流量	277	(39)	51	(76)
现金及等价物净增加	215	(161)	83	105

资料来源：公司公告、民生证券研究所

分析师与行业专家简介

刘威，化工行业高级分析师，2年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资机会，成功推荐过沧州明珠，沧州大化等黑马。2011年上半年成功把握住氯碱的一轮行情。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。