

上市公司新股简评研究报告

“纸药”双翼便高飞

横跨造纸与医药的细分龙头

公司主营业务涵盖造纸化学品（主要是表面施胶剂）和多肽相关医药中间体，在细分领域内处于国内龙头地位。其中造纸化学品是公司传统优势领域，发展相对稳健，产品主要供应国内；医药中间体是公司近年新进入的市场，产品凭借质量优势，主要供应拜尔、惠氏、默沙东等国际医药巨头，发展迅速，盈利能力强劲。09年，造纸化学品收入3.1亿元，医药中间体收入1.03亿元，使公司成为横跨两个细分领域的行业龙头。

造纸化学品：传统强项，龙头地位不断巩固

造纸化学品是在造纸工艺中用于改善纸张性能的化工产品的统称。公司传统优势领域，目前共拥有产能5.3万吨，主要包括2.4万吨表面施胶剂AKD（原粉和乳液各半），0.9万吨阳离子分散松香胶及2万吨其他产品。我国造纸行业主要采用再生纸浆或草浆为原料，与国外常用的木浆相比，抗水性、强度、白度等性能存在一定差距，对改善性能的化学品有较高需求；而从产业相对结构上看，发达国家造纸化学品消费量占造纸工业产量的2-3%，我国仅为1%，预计未来行业增速将达10%。

施胶剂能增强纸张的抗水性，在中高档造纸工业中不可或缺，而目前以AKD中性施胶剂为主，新一代中性松香胶施胶剂由于性能稳定、操作便捷逐渐崭露头角。目前公司主要产品是AKD施胶剂，09年产能2万吨，10年扩增至3万吨，进一步巩固了行业第一的地位。公司采用节能环保的无溶剂法生产AKD产品，具有节能环保、低本高效的优势，目前正在积极构建专利保护壁垒。公司产品形成了较高知名度，09产品毛利率15%，高于行业平均2-3个百分点。APP、玖龙纸业等国内外造纸龙头都与公司建立了良好客户关系，并将昔日部分竞争对手转化为客户，足见其产品认可度。预计新增产能建成后，产品出口将出现快速增长。

医药中间体：新拓领域，增长、盈利双双走强

多肽类药物具有用量小（常常是常规药物的1/100甚至更低）、毒副作用小、特异性强等一系列特征，在与神经和腺体相关的治疗领域发展非常迅速。目前市场规模已达200亿美元，未来5年增长速度在15%以上。但多肽药物生物化学性质不稳定，易于变性而丧失药效，对生产、保存的条件和技术含量要求很高，同时也有较高附加值。公司生产的氨基酸保护剂主要用于氨基酸及多肽中间体的保护，主要包括A酯、A胺和A醇，其中酯和胺市场占有率分别达到38.1%和21.7%。与国内竞争对手相比，公司的产品获得了包括葛兰素史克、巴亨、默沙东等医药巨头的认证，主要针对国外大客户销售，能够获取超越国内同行的毛利率。由于大客户对原料纯度等性能要求严格、认证过程复杂，因此不会轻易更换供应商。

天马精化（002453）

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号：S1440110030122

发布日期：2010年07月5日

预计上市合理价格：17.9元

发行数据

发行价格（元）	0
发行规模（万股）	0
发行后总股本（万股）	9,000
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2010-7-7
上市日期	0
主承销商	平安证券
主要股东	
苏州天马医药集团有限公司	64.88%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
年产52000吨造纸化学品扩产建设项目	8300.17
年产450吨医药中间体扩建项目	12600.65
总金额	20900.82



同时，公司拥有 TICC、CMPP 等高级医药中间体的生产能力，能够在工业化条件下进行如超低温、高压氢化、正丁基锂等高难度、危险反应，并能够在 3-12 个月内实现从实验室到工业化的过程。因此具有很好的定制生产能力，能够很好地满足客户的个性化和不断变化的需求，同时减小药物更新换代带来的需求波动风险。09 年，公司医药中间体平均毛利率超过 30%，预计盈利能力将得到持续。同时，随着募投产能的扩大，公司将通过市场份额的争夺获得超越市场平均的增速，预计未来数年内业务增速将超过 20%。

募投项目：巩固主业、发展医药、优化结构

募投项目的建成将使公司造纸化学品产能从 5.3 万吨增加至 7 万吨，医药中间体产能将由 670 吨提高到 1120 吨；产品结构也将有所优化，盈利能力预计将进一步走强。募投项目投产较为迅速，预期公司造纸化学品产能在 10 年即可完全投放，医药化学品 11 年下半年基本可以投产，12 年完全达产。届时，医药化学品在公司业务中的比例将从现在的 1/4 上升到 1/3 左右，医药与造纸化学品逐渐成为共同助飞公司业绩的双翼。

表：募投产能投放带来的产能变化情况

单位：吨

	2009A	2010E	2012F	10-12 复合增长率
1.施胶剂	42000	45000	60000	15.5%
其中：AKD 原粉	20000	20000	30000	22.5%
AKD 乳液	12000	15000	15000	0.0%
阳离子分散松香胶	9000	9000	12000	15.5%
硅溶胶	1000	1000	3000	73.2%
2.增强剂	1000	1000	10000	216.2%
造纸化学品类合计	43000	46000	70000	23.4%
3.氨基酸保护剂	130	130	430	81.9%
4.保护氨基酸	50	50	60	9.5%
5.定制加工类药	0	0	140	-
其中：新增 TICC	0	0	60	-
新增 CMPP	0	0	80	-
6.葡辛酸及他	490	490	490	0.0%
医药类合计	670	670	1120	29.3%

数据来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部整理

未来三年复合增长率 30%

我们判断，随着公司产能的投放，产品盈利结构进一步优化，总体毛利率将有一定提升，公司未来三年净利润复合增长率在 30% 左右。预计 10、11、12 年每股收益在 0.56、0.70 和 0.96 元，对应 10 年 30-34 倍市盈率，合理价格在 16.8-19.0 元，考虑二级市场 10% 的折让，建议询价区间 15.3-17.3 元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	432	600	710	860
主营收入增长率	-0.08%	39%	18%	21%
净利润（百万）	46.24	67	84	115
净利润增长率	38.01%	45%	27%	37%
EPS（元）	0.51	0.56	0.70	0.96



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

胡 斌：清华大学化学工程与技术专业硕士，石油化工行业分析师。2 年石油化工行业工作经验，专注于从需求趋势和商业模式角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://RESEARCH.CSC.COM.CN)