



上市公司新股研究报告

研究报告
化工—基础化工材料与制品

天马精化（002453）

2010年7月2日

股票价格

合理价格区间	14.00-18.48 元
网下发行数量	600 万股
网上发行数量	2400 万股

发行后总股本

总股本（万股）	12000
---------	-------

重要日期

网下申购日	2010年7月7日
网上申购日	2010年7月7日

相关研究

海通证券研究所·化工小组

邓 勇 核心分析师
SAC 执业证书编号:S0850200010381
电话: 021-23219404
Email: dengyong@htsec.com

曹小飞 联系人
电话: 021-23219267
Email: caoxf@htsec.com

造纸化学品、多肽类医药中间体双料龙头

天马精化主营业务为各类精细化工产品的研发、生产和销售，主要产品可分为造纸化学品和医药中间体两类，是我国最大的 AKD 生产企业，医药中间体主要包括氨基酸保护剂（A 酯、A 胺等）、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列 150 多个产品。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	-0.08	43.56	21.01	21.32
净利润增长率（%）	38.01	43.59	33.93	34.67
每股收益（元）	0.39	0.56	0.75	1.01

资料来源：海通证券研究所

- 天马精化主营业务为各类精细化工产品的研发、生产和销售，主要产品可分为造纸化学品和医药中间体两类，公司造纸化学品以造纸用施胶剂 AKD 系列产品为主，是我国最大的 AKD 生产企业，08 年原粉的市场占有率约为 51%；医药中间体主要包括氨基酸保护剂（A 酯、A 胺等）、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列 150 多个产品。
- 造纸化学品行业状况。造纸化学品的应用增加有两个动因，分别为替代需求及应用比例的提高：一方面是酸性施胶剂逐步由中性或碱性施胶剂替代，另一方面我国造纸化学品应用比例仅为 0.6%，而欧美国家的用量则达 2-3%，造纸化学品应用比例还有较大提升空间，预计造纸化学品需求将以 8% 的增速增长。
- 多肽类药物中间体行业状况。多肽类药物是目前国际上最尖端的新药研究领域之一，呈现出逐步取代传统工艺生产的常用药物的发展趋势，未来的市场潜力巨大。氨基酸保护剂和保护氨基酸是合成多肽类药物的主要中间体产品，多肽类药物的进一步普及，多肽医药中间体需求也将快速增长，产品的附加值和利润率也相对丰厚。
- 竞争优势。公司竞争优势主要体现在：在细分领域市场占有率较高、技术优势、核心客户及市场优势、定制生产经营模式。
- 募集资金项目投向。公司计划募集资金用于扩大现有造纸化学品和医药中间体的产能，项目完成之后，公司造纸化学品产能将由目前的 5.3 万吨增加至 7 万吨，医药中间体将由目前的 670 吨提高到 1120 吨。
- 盈利预测与投资建议。我们预测公司 2010 - 2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.75 元、1.01 元，我们给予公司 2010 年 25-33 倍市盈率的估值，对于估值区间为 14.00-18.48 元，我们建议在此区间询价。
- 主要不确定因素。A 股系统性风险、施胶剂上游原料供应和价格风险、产品技术风险。

1. 天马精化简介

天马精化主营业务为各类精细化工产品的研发、生产和销售，主要产品可分为造纸化学品和医药中间体两类，公司造纸化学品以造纸用施胶剂 AKD 系列产品为主，公司 AKD 原粉产能 3 万吨，AKD 乳液 1.2 万吨，是我国最大的 AKD 生产企业，08 年原粉的市场占有率约为 51%；医药中间体主要包括氨基酸保护剂（A 酯、A 胺等）、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列 150 多个产品。

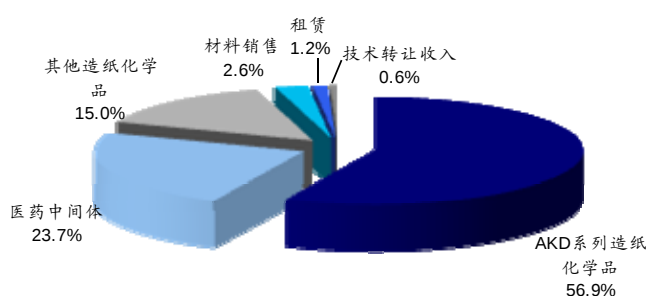
表 1 天马精化主要产品用途

产品名称	产品类别	产品用途介绍
AKD 原粉	造纸化学品—施胶剂	一种浅黄色蜡状固体，用于加工配制 AKD 中性施胶剂乳液，使纸张获得抗水的功能。
A 酯	医药中间体—氨基酸保护剂	主要用做制备 F moc 保护的氨基酸，进而做成多肽药物；也有作为化学药物的中间体，比如目前全球领先的瑞士罗氏公司的多肽抗艾滋病药物 Fuzeon，以及一些普利类的药物；还有可能是农药的中间体。
A 胺	医药中间体—氨基酸保护剂	N-羧基琥珀酰亚胺，主要用做制备氨基酸保护剂苄甲氧羰琥珀酰亚胺（A 酯），进而用做多肽合成，也有作为药物合成中间体制备多种药物。
保护氨基酸	医药中间体—多肽药物中间体	氨基酸是自然界各种各样的蛋白质和活性多肽的单体。保护氨基酸是多肽合成的片段。在合成多肽时，由于氨基酸有多个活性官能团，往往先将氨基酸中不参与反应的官能团先保护起来，再反应生成多肽。
葡辛胺	医药中间体—其他药物中间体	主要用作萘普生，酮洛芬，氟比洛芬等抗炎药的手性拆分剂。

资料来源：公司招股意向书

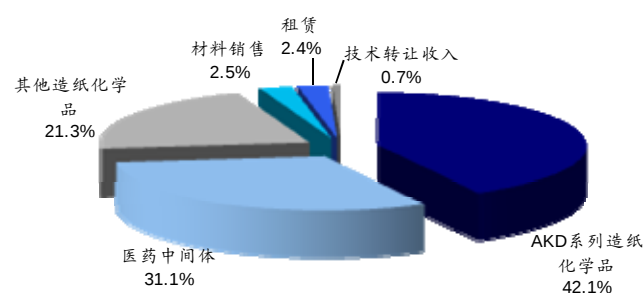
造纸化学品收入占公司收入的 71.9%（AKD 系列占 56.9%，其他占 15.0%），医药中间体占公司收入的 23.7%；毛利方面，造纸化学品占比为 43.4%（AKD 系列占 42.1%，其他占 21.3%），医药中间体毛利占比为 31.1%。

图 1 天马精化 2009 收入结构



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

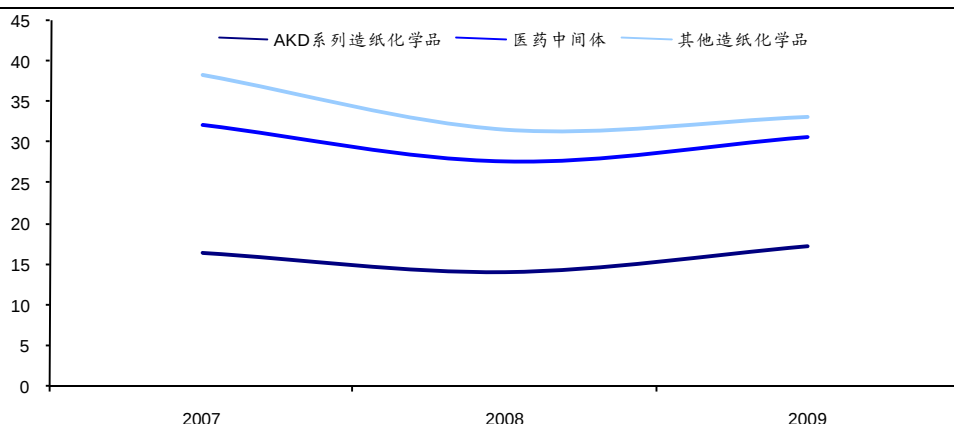
图 2 天马精化 2009 毛利结构



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

2007-2009 年，公司主要的三类产品医药中间体、其他造纸化学品毛利率较高，一般在 30% 以上，AKD 系列造纸化学品毛利率稍低，在 14-17% 之间波动。

图3 天马精化主要产品毛利率变化(%)



资料来源：公司招股意向书

公司实际控制人是徐仁华，通过控股公司大股东天马集团实现对公司的控制，徐仁华持有天马集团 44.72% 的股权，本次 IPO 后天马集团将持有公司 48.66% 的股权。

表2 天马精化 IPO 前后股份结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	数量(万股)	占比(%)	数量(万股)	占比(%)
天马集团	5839	64.88	5839	48.66
国发创投	1015	11.27	1015	8.45
顾志强	250	2.78	250	2.08
任海峰	246	2.73	246	2.05
深创投	245	2.73	245	2.05
孔小明	200	2.22	200	1.67
海富投资	180	2.00	180	1.50
曹倡娥	180	2.00	180	1.50
马惠红等 13 名自然人	845	9.38	845	7.04
本次发行流通股	-	-	3000	25.00
合计	9000	100.00	12000	100.00

资料来源：公司招股意向书

2. 造纸化学品、医药中间体均属精细化工领域

公司主要产品造纸化学品和医药中间体均为精细化工产品,对应下游行业分别为造纸和医药。

2.1 造纸化学品需求受益于对传统产品的替代及应用比例的提高

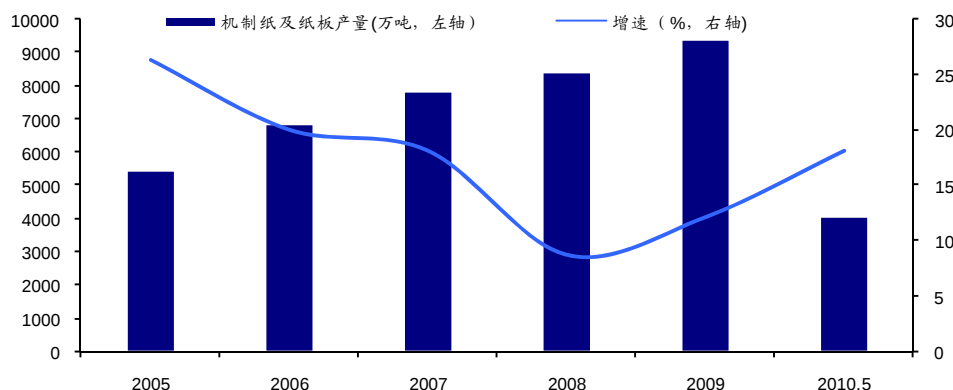
造纸化学品是指根据造纸工业特殊需要精细加工并具有相应的专业配套应用技术的一大类化工产品，主要分功能性化学品和过程性化学品。

功能性化学品中的施胶剂是最重要的一类造纸化学品。传统的施胶剂产品以酸性松香胶为代表，该类产品需要在酸性条件下使用，在实际应用过程中，酸性造纸使纸张的强度、抗老化性都受到明显的影响，不利于纸张的长期保存，而且酸性造纸容易造成设备的腐蚀及环境的污染。

由于传统松香胶的上述缺陷，20 世纪 80 年代开始，阳离子分散松香胶及合成化工产品 AKD 相继研制成功，这两个新产品可以在中性或碱性条件下进行施胶，在减少了

对环境污染的同时，施胶效果也显著优于传统的施胶剂产品，其中的 AKD 系列施胶剂是现代造纸工业应用最广泛的施胶剂产品。

图 4 2005-2010 年机制纸及纸板产量变化



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

造纸化学品的应用增加有两个动因，分别为替代需求及应用比例的提高：一方面是酸性施胶剂逐步由中性或碱性施胶剂替代，另一方面我国造纸化学品应用比例仅为 0.6%，而欧美国家的用量则达 2-3%，造纸化学品应用比例还有较大提升空间，预计造纸化学品需求将以 8% 的增速增长。

2.2 多肽类药物中间体成长空间巨大

医药行业需要大量特殊化学品，原由医药行业自行生产，但随着社会分工与生产技术进步的要求，医药行业将一些医药中间体转交化工企业生产。医药中间体属精细化工产品，生产医药中间体目前已成为国际化工界一大新兴产业。

医药中间体产品的开发生产在中国、印度等区域发展较快，主要原因如下：一方面，出口医药中间体不像药品那样会受到进口国的种种限制；另一方面，医药中间体类精细化工产品有一些特殊性，要求基础化工原料的配套要求高、需要大量经验丰富且成本较低的开发技术人员等，美国和欧洲大型制药公司因本国主导产业的调整，大多选择从配套生产能力强的中国、印度国家进口质量可靠的医药中间体。

多肽类药物是目前国际上最尖端的新药研究领域之一，具有氨基酸类药物的“无副作用”特点，受到了市场积极的关注，被广泛应用于治疗心血管疾病、艾滋病及癌症等，呈现出逐步取代氯化、硝化、磺化等传统工艺生产的常用药物的发展趋势，未来的市场潜力非常巨大。据预测，未来 5 年，多肽类治疗药物每年将以超过 15% 的幅度增长。

氨基酸保护剂和保护氨基酸是合成多肽类药物的主要中间体产品，随着多肽类药物在世界范围内的进一步普及，新型功能多肽医药产品被开发，氨基酸保护剂和保护氨基酸等多肽医药中间体产品的需求也将快速增长。同时由于这类医药中间体产品技术门槛和技术质量标准较高，因此产品的附加值和利润率也相对丰厚。

3. 公司竞争优势

(1) 在细分领域市场占有率较高。公司主要产品在细分领域市场占有率较高，其中 ADK 原粉市场占有率 2008 年便达到 50%，随着产能的增加公司市场占有率有望进一步提升。

表 3 2008 年中国 ADK 原粉主要厂家生产能力及产量 (吨)

厂家	2008 年产能	2008 年产量
天马精化	20000	17000
兖州市天成化工有限公司	12000	10000
镇江市天亿化工研究设计院有限公司	5000	4000
龙口市龙牌精细化工有限责任公司	2000	1300
其它	1000	1000
合计	40000	33300

资料来源：公司招股意向书，中国化工信息中心

在医药中间体产品领域，公司的氨基酸保护剂系列中 A 胺、A 酯两个产品在国内同样处于市场领先地位，拥有较高的市场占有率，分别占到了 21.70%、38.10%，均为国内领先。

表 4 2008 年中国 A 胺、A 酯主要厂家产量及市场份额

产品	主要生产企业	2008 年度产量 (吨)	份额 (%)
A 胺	天马精化	81.00	21.70
	江山市波恩化工有限公司	80.00	21.50
	扬州宝盛生物化工有限公司	30.00	8.00
	东台市东靖医化科技有限公司	30.00	8.00
	嘉兴市吉拉特化工有限公司	30.00	8.00
	浙江德清县银苑化工有限公司	30.00	8.00
	其他公司	92.00	24.80
A 酯	天马精化	29.80	38.10
	泰兴市海胜化工有限公司	20.00	25.50
	扬州宝盛生物化工有限公司	14.00	17.90
	四川三高生化股份有限公司	7.00	8.90
	湖南海利化工股份有限公司	4.00	5.10
	其他公司	3.50	4.50

资料来源：公司招股意向书，中国化工信息中心

(2) 技术优势。公司的技术升级能力体现在两方面，一方面体现在新产品的开发上，而另一方面体现在对于老产品通过工艺改良、流程优化等改进措施，达到提高产品质量，降低生产成本，更加符合环保要求的目的。公司自主开发的精细化学品 AKD 的新型生产工艺，目前已成功的应用于国内各类纸机生产线；公司掌握数十个单元反应的生产和控制技术，拥有高难度特殊化学反应的工业化生产能力，如零下 70℃ 以下超低温反应、100Pa 以上高压氯化反应、正丁基锂反应、格氏反应及光气化反应等；公司为适应精细化工间歇式小批量生产的方式，提高设备对不同产量和相似工艺路线的适应能力，公司现有的生产装置采取了柔性设计，同一套生产装置可以快速的改良为不同产品的生产线，使公司具有对客户特殊化要求做出快速反应的能力；另外，公司依托与中科院上海生命科学研究院的科研技术资源和专业优势，以中科天马为核心开发机构，可根据市场需要将科研与生产紧密结合起来，有较强的合成能力和规模化生产能力，可在最多 3-12 个月的周期内实现产品由实验室到产业化生产的全过程，较短的产品开发周期可大幅提高本公司的市场竞争力。

(3) 核心客户及市场优势。公司的造纸用系列精细化学品已成功的进入了国内外各大造纸企业，如玖龙纸业、APP（亚洲浆纸）、岳阳纸业、太阳纸业、美利纸业、山东晨鸣、博汇纸业、王子制纸等；公司氨基酸保护剂和保护氨基酸的销售客户，主要有 Roche（罗氏）、GSK（葛来素-史克）、Abbott（雅培）、Merck & Co（默沙东）、Wyeth（惠

氏)、Sanofi-Aventis(赛诺非-安万特)、AstraZeneca(阿斯利康)等国际大型的医药公司。

(4) 定制生产经营模式。根据下游需求的稳定性,公司医药中间体分为以氨基酸保护剂、葡辛胺系列为主的常规产品和保护氨基酸及其他高级医药中间体如 TICC, CMPP 等的定制中间体,对于前者公司预测市场需求,安排生产及安全库存,对于后者则采用定制生产模式。

4. 公司募集资金项目

公司计划募集资金用于扩大现有造纸化学品和医药中间体的产能,项目完成之后,公司造纸化学品产能将由目前的 5.3 万吨增加至 7 万吨,医药中间体将由目前的 670 吨提高到 1120 吨。

募集资金项目在巩固现有 AKD 施胶剂的基础上,公司其他造纸化学品的产能有较大提高,增强剂将由现有的 1000 吨提高到 10000 吨;医药中间体募投主要增加多肽药物中氨基酸保护剂的产能以及高级医药中间体 TICC 和 CMPP 的产能,使公司在医药中间体领域更具竞争优势。

表 5 天马精化 IPO 募集资金项目情况(万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入	预计投产时间
1	年产 52000 吨造纸化学品扩产建设项目	8300.17	3738.95	2010 年年底
2	年产 450 吨医药中间体扩建项目	12600.65	12600.65	2011 年下半年
	总额	20900.82	16339.60	-

资料来源:公司招股意向书

5. 盈利预测及估值

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.75 元、1.01 元,净利润复合增长率达 22%,后续公司如能成功降低施胶剂、医药中间体生产成本,公司业绩存在超预期的可能。目前上市公司中没有和公司业务类似的公司,基于对于公司所处行业的分析及公司未来的发展情况,我们给予公司 2010 年 25-33 倍市盈率的估值,对于估值区间为 14.00-18.48 元,我们建议在此区间询价。

6. 投资风险

我们认为天马精化此次 IPO 后最主要风险在于:**A 股系统性风险、施胶剂上游原料供应和价格风险、产品技术风险。**

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份

曹小飞：基础化工行业

重点研究上市公司：烟台氨纶、海利得、江南高纤、传化股份、浙江龙盛、滨化股份

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属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,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。