

化学制品

天马精化 (002453. SZ) /31.39 元

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

事项

1 月 20 日，华创证券化工研究员实地调研了苏州天马精化，与公司高管交流了目前经营情况和未来发展战略，并参观了公司的生产线。

主要观点

造纸化学品行业领先，医药中间体发展迅速。公司现拥有造纸化学品产能 5.2 万吨（不含委托加工），AKD 原粉国内市场占有率超过 50%。同时医药中间体业务近年来发展迅速，在多肽相关中间体领域处于国内领先，与包括拜耳、惠氏、默沙东等国际医药巨头建立良好合作关系。

受益于环保要求的提高，AKD 产品需求量逐年提高。公司是我国第一家掌握无溶剂法 AKD 生产工艺的内资企业，拥有发明专利，符合国家环保政策，近年来产销两旺，2011 年销量有望达到 3 万吨，目前满负荷开工。

致力于不断延伸产业链，盈利能力有望得到提高。上游方面，公司计划收购或建立光气生产线，并且已打通了直接国外采购棕榈油的途径，未来公司会根据实际情况适时调整棕榈油采购策略；下游方面，毛利率较高的 AKD 乳液在募投项目达产后增加 3000 吨，产能达到 15000 吨。

医药中间体业务将是公司未来重点发展方向。公司市场定位为多肽新兴领域和其他高级医药中间体，已取得多家国外知名厂商的产品认证，目前世界前十大药厂大多是公司客户，目前在售和储备项目达 170 余种。

研发优势强大，定制生产能力突出。依托医药中间体的开发机构中科天马较强的合成和规模化生产能力，公司可在最多 3-12 月周期内实现产品由实验室内到产业化的全过程，定制生产模式对技术要求高，同时也为公司产品带来了较高的毛利率。

产能不足是目前医药中间体发展的主要瓶颈。公司 8 个生产医药中间体的车间明显不能跟上订单的快速增加，目前只能选择性生产高成长性、高毛利率或者战略合作伙伴委托生产的产品，2011 年公司新增的 60 亩地有望再建成多个生产车间，产能不足将得到一定程度上的缓解。

盈利预测和投资评级。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.90 元和 1.19 元，对应的 PE 分别为 56 倍、35 倍和 26 倍。虽然目前估值偏高，但考虑到公司未来广阔的发展前景，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示。原材料价格大幅上涨；新产品研发速度变缓；中小盘股票系统性风险。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

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

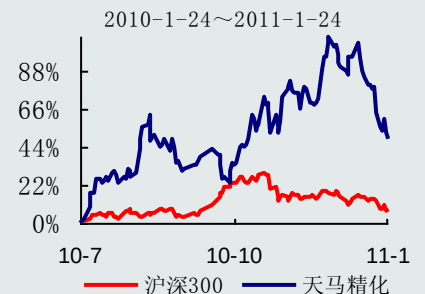
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	12000
流通 A 股/B 股(万股)	3000/0
资产负债率(%)	58.29
每股净资产(元)	2.52
市盈率(倍)	88.36
市净率(倍)	13.53
12 个月内最高/最低价	49.5/20.1

市场表现对比图(近 12 个月)



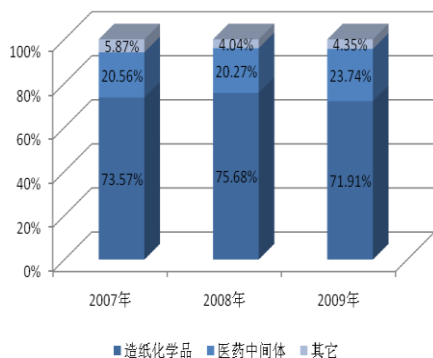
资料来源：港澳资讯

相关研究报告

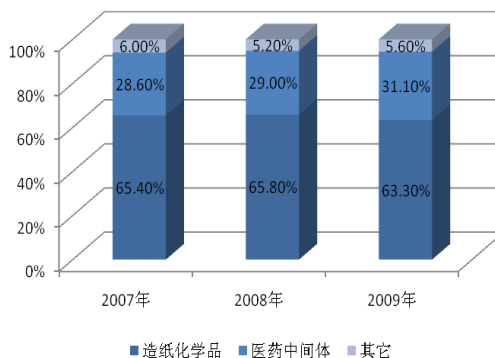
一、造纸化学品行业领先，医药中间体发展迅速

公司现拥有造纸化学品产能 5.2 万吨(不含委托加工)，是我国第一家掌握无溶剂法 AKD 生产工艺的内资企业，拥有发明专利，AKD 原粉国内市场占有率超过 50%。同时公司医药中间体业务近年来发展迅速，在多肽相关中间体领域处于国内领先，与包括拜耳、惠氏、巴亨、默沙东等国际医药巨头建立良好合作关系。公司近 3 年医药中间体毛利占比逐年增加。

图表 1 近 3 年公司收入占比



图表 2 近 3 年公司毛利占比



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

二、 受益于环保要求的提高，AKD 产品需求量逐年提高

1. 相比酸性施胶剂，中性施胶剂更具优势

中性施胶剂能适应较高的 pH 值条件，可使用廉价的碳酸钙作填料，提高了纸张的强度、白度、改善抄造性能，在下游特别是文化纸为代表的高档纸得到快速推广，上世纪 90 年代欧美高级纸中、碱性施胶剂比率都已经超过 90%，而我国仅为 50%。

2. 无溶剂法生产工艺更适应环保要求

公司是我国第一家掌握无溶剂法 AKD 生产工艺的内资企业，拥有发明专利，符合国家环保政策，虽然近年来不断有中小造纸厂关闭，但公司 AKD 产品产销两旺，2011 年销量有望达到 3 万吨，目前满负荷开工。

公司募投项目的其它造纸化学品产品目前已经全部达产，2011 年产量有望达到甚至小幅超过设计产能，公司在造纸化学品领域的优势得到进一步加强。

三、致力于不断延伸产业链，盈利能力有望得到提高。

1. 上游努力控制原料来源

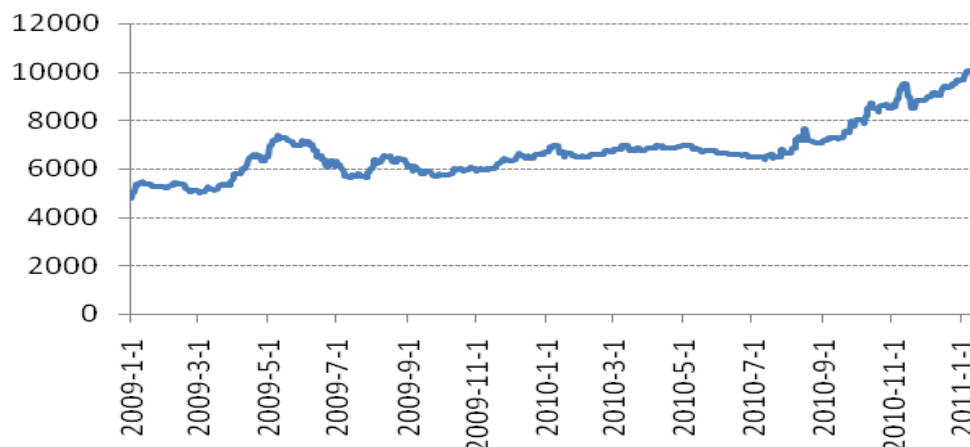
公司 AKD 生产工艺所需的原料主要是光气和硬脂酸，硬脂酸的主要原料是棕榈油，两者价格走势基本相同。

光气方面，公司目前采取委托加工的方式，其中硬脂酸酰氯加工费约为 2600 元/吨，AKD 加工费约为 900 元/吨，公司未来计划收购或建立光气生产线，不仅能使公司每吨 AKD 产品节约 500 元的成本，而且能更加灵活的安排生产，有利于提高 AKD 产品的盈利能力。

棕榈油方面，公司已打通了直接国外采购棕榈油的途径，以后公司会根据实际情况适时调整棕榈油采购策略。虽然近一段时间以来棕榈油价格呈上涨趋势，但因为公司去年有部分库存原料，在一定程度上减少了成本压力，同时目前 AKD 原粉出厂价上涨到 1.8

万元/吨，较之前的价格平均上涨约 3000 元/吨，公司 AKD 产品毛利率总体保持稳定。

图表 3 国内棕榈油价格走势



资料来源：百川资讯

2. 募投项目达产，AKD 乳液产能增加

AKD 乳液在募投项目达产后增加 3000 吨，产能达到 15000 吨。目前乳液的生产销售主要由全资子公司天禾公司来进行。公司的发展战略是先控制国内 AKD 原粉市场，再利用原粉的优势不断增加乳液产能。

四、医药中间体业务将是公司未来重点发展方向。

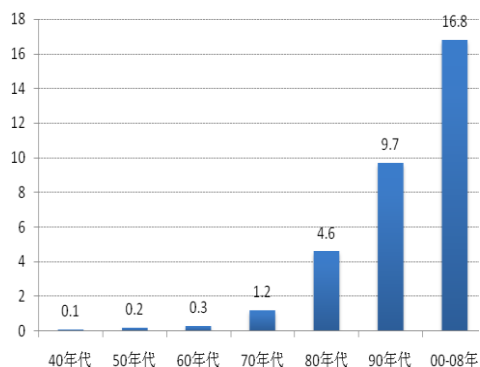
1. 受益于下游医药产品迅速发展

公司市场定位为多肽新兴领域和其他高级医药中间体，已取得多家国外知名厂商的产品认证，目前世界前十大药厂大多是公司客户，目前在售和储备项目达 170 余种。

新型多肽药物的开发已成为新药研发的热点，受到各大制药巨头的重视。每年进入临床研究的多肽候选新药数量稳步增加。2006 年，全球蛋白质/多肽类药物销售额已超过 600 亿美元大关，2008 年销售额在 750 亿-800 亿美元之间，年增长率在 20% 以上。

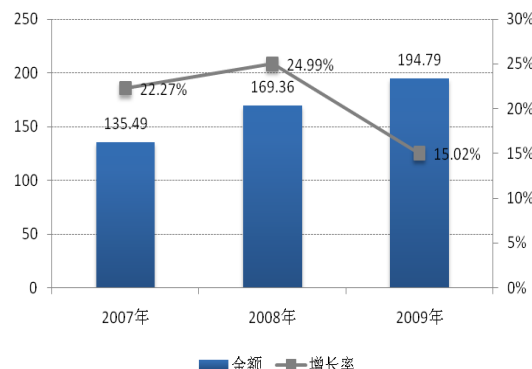
国内方面从 2006 年至 2009 年我国多肽药物的市场销售额保持快速的增长势头，每年以高于 15% 以上的速度增长，其销售额由 2006 年的 110.82 亿元上升至 2009 年的 194.79 亿元（按照实际零售价统计），四年的平均复合年增长率达到 20.68%。

图表 4 每年进入临床研究的多肽新药数量



资料来源：《多肽医药产品开发趋势》

图表 5 我国多肽类药物市场规模



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

公司作为多肽类医药中间体的优势企业，必将受益于整个产业链的迅速发展。更为重要的是，公司依托强大的技术与研发优势，不断向产业链下游扩张生产多步中间体（例如自 2010 年 10 月起公司开始生产 A 胺的下游中间体，目前为止 3 个月产量达 60 吨），甚至有生产原料药能力。同时公司还能生产 TICC、CMPP 等多种其它高级医药中间体，

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

其中募投项目的 TICC 生产车间已经建好,今年下半年开始各个中间体项目将陆续达产,产品总规模将达到 1120 吨/年。此外,公司地处的苏州地区电子电器企业众多,而医药中间体和某些电子化学品中间体在一定程度上存在共通性,未来在条件成熟的情况下,不排除公司有利用地域优势生产销售电子化学品的可能性。

2. 研发优势强大,定制生产能力突出

依托医药中间体的开发机构中科天马较强的合成和规模化生产能力,公司可在最多 3-12 月周期内实现产品由实验室内到产业化的全过程,定制生产模式对技术要求高,同时也为公司产品带来了较高的毛利率。目前公司一些保护氨基酸和其它高级医药中间体等十余种产品采取定制模式按单生产。

3. 产能不足是目前医药中间体发展的主要瓶颈。

公司 8 个生产医药中间体的车间明显不能跟上订单的快速增加,目前只能选择性生产高成长性、高毛利率或者战略合作伙伴委托生产的产品,2011 年公司新增的 60 亩地有望再建成多个生产车间,产能不足将得到一定程度上的缓解。公司目前有进一步买地扩大生产车间的计划。

4. 受让硫酸氢氯吡格雷药品生产技术符合未来发展战略

短期内对公司业绩影响不大,长远看有利于公司向下游延伸,增强公司竞争力,还能加快原料药产品生产的审批速度,一般情况下,审批速度可以从目前的 3 年缩短到 2 年,公司已经在着手准备原料药产品生产的相关前置审批手续。

五、盈利预测与投资评级

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.90 元和 1.19 元,对应的 PE 分别为 56 倍、35 倍和 26 倍,。虽然目前估值偏高,但考虑到公司未来广阔的发展前景以及医药中间体产品不断有超预期的可能,首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示。原材料价格大幅上涨;新产品研发速度变缓;中小盘股票系统性风险

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	295	253	257	262
现金	109	100	90	93
应收账款	76	78	80	78
其它应收款	14	7	8	10
预付账款	35	24	31	30
存货	52	37	41	43
其他	10	6	8	8
非流动资产	264	835	1170	1290
长期投资	0	0	0	0
固定资产	153	167	243	268
无形资产	45	48	54	61
其他	67	619	874	960
资产总计	559	1088	1428	1552
流动负债	226	186	319	204
短期借款	88	32	43	81
应付账款	72	66	68	68
其他	66	88	208	55
非流动负债	100	140	184	208
长期借款	100	50	55	65
其他	0	90	129	143
负债合计	326	325	503	412
少数股东权益	7	8	9	10
股本	90	120	120	120
资本公积金	50	471	504	546
留存收益	87	154	262	405
归属母公司股东权益	226	745	887	1070
负债和股东权益	559	1078	1398	1492

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	74	134	199	279
净利润	47	68	109	143
折旧摊销	19	46	93	122
财务费用	5	6	8	11
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	3	14	16	4
其它	-1	0	0	-0
投资活动现金流	-73	2	2	3
资本支出	90	600	400	200
长期投资	0	1	-0	0
其他	17	602	402	203
筹资活动现金流	-10	293	98	45
短期借款	7	-14	15	34
长期借款	0	33	44	26
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	11	421	34	41
其他	-28	5	8	12
现金净增加额	-9	276	-10	3

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	432	615	816	1078
营业成本	331	476	610	802
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	17	25	31	42
管理费用	22	31	35	47
财务费用	5	6	8	11
资产减值损失	-1	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	55	74	130	172
营业外收入	3	8	0	0
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	58	82	130	172
所得税	11	14	21	28
净利润	47	68	109	143
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	46	67	108	142
EBITDA	79	126	231	304
EPS（元）	0.51	0.56	0.90	1.19

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-0.1%	42.5%	32.7%	32.1%
营业利润	42.8%	34.4%	76.0%	32.0%
归属母公司净利润	38.0%	44.8%	61.9%	31.2%
获利能力				
毛利率	23.3%	22.6%	25.3%	25.5%
净利率	10.7%	10.9%	13.3%	13.2%
ROE	20.4%	9.0%	12.2%	13.3%
ROIC	18.0%	7.4%	9.6%	11.7%
偿债能力				
资产负债率	58.3%	30.2%	36.0%	27.6%
净负债比率	58.08	63.88%	75.79%	69.25%
流动比率	1.31	1.36	0.81	1.28
速动比率	1.08	1.16	0.68	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.75	0.65	0.72
应收帐款周转率	5	8	10	14
应付帐款周转率	4.82	6.94	9.15	11.81
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.56	0.90	1.19
每股经营现金	0.61	1.12	1.66	2.33
每股净资产	1.89	6.20	7.39	8.92
估值比率				
P/E	61.09	56.24	34.74	26.47
P/B	12.48	5.06	4.25	3.52
EV/EBITDA	48	30	17	13

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