

化学制品

天马精化 (002453.SZ) /31.46 元

多个重磅产品浮出水面，未来增长潜力巨大

独到见解

全面而详细的分析了公司未来的中间体和原料药的重磅品种，重点指出了未来业绩各种超预期因素，公司未来盈利增长空间远超目前市场预期。

投资要点

- 多个重磅品种浮现，医药中间体进入爆发期。**氯吡格雷、瑞巴派特、帕罗西汀、度洛西汀、奥曲肽、葡甲胺、TICC 等产品市场空间巨大，天吉生物已将氯吡格雷原料药生产批文转给天马精化，同时还已陆续拿到其他重磅品种批文，我们预计未来将复制“氯吡格雷”的模式，转移到天马精化，使上市公司实现上述重磅品种由中间体向原料药的迈进，盈利能力大幅提升。
- 医药中间体订单供不应求，产能瓶颈解决爆发在即。**除了募投项目今年即将投产外，公司新增的 60 亩地有望再建成多个生产车间，我们判断公司未来还会通过收购、买地建设等手段加快扩大产能，随着公司产能瓶颈的逐步得到解决以及 GMP 认证的获得，中间体和原料药业务将远超市场预期。
- 意大利 Euticals 医药集团入股天吉生物，公司有望获得中间体定制新业务。**Euticals 的战略是加大在中国医药市场的布局，此外，从降低成本的角度考虑，将加大从中国采购医药中间体和原料药的份额。考虑到 Euticals 已经参股天吉生物，同时其传统业务抗病毒类、免疫抑制剂类、中枢神经系统类等业务与天马精化在多肽类、氨基酸类中间体高度吻合，我们判断，未来天马精化将受益于 Euticals 在中国的业务发展，有望获得巨额订单。
- 未来一旦光气资源实现自给，AKD 毛利率提升空间巨大。**公司生成每吨 AKD 原粉大约需委托加工成本 3300 元，而公司一直有计划收购光气生产线，未来如果光气能实现自给，我们预计 AKD 成本至少能降低 2000 元/吨，而现在吨毛利仅为 2000 元左右，收购后 AKD 毛利率将大幅提高。

风险提示

新项目达产进度晚于预期；技术泄露风险。

	主要财务指标			
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	678	987	1388	1888
同比增速(%)	57%	45%	41%	36%
净利润(百万)	57	119	212	303
同比增速(%)	24%	108%	78%	43%
每股盈利(元)	0.48	0.99	1.77	2.53
市盈率(倍)	65.79	31.66	17.77	12.44

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

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

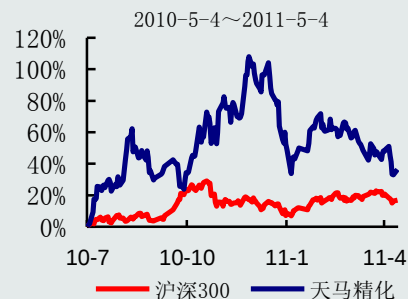
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

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(%)	22.75
每股净资产(元)	5.97
市盈率(倍)	207.15
市净率(倍)	5.23
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

- 《业绩增长步入快车道》 2011-04-26
- 《业绩略低于预期不影响长期发展趋势》 2011-04-12
- 《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》 2011-01-24

目录

一、公司简介——医药中间体重磅品种储备丰富，积极向高附加值原料药延伸.....	4
1. 造纸化学品龙头，医药中间体、原料药前景广阔	4
2. 医药中间体、原料药将是未来发展重点	4
3. 定制加工模式壁垒高，盈利能力强	4
二、医药中间体及原料药业务分析——储备多个重磅品种，未来想象空间巨大.....	5
1. 公司定制生产能力强，下游客户优势突出	5
2. 公司传统强项领域——多肽类药物发展迅速、未来前景广阔.....	7
3. 多个重磅品种浮出水面，未来盈利空间难以估量	8
4. 意大利 EUTICALS 医药集团入股天吉生物，公司有望获得中间体定制新业务.....	12
5. 医药中间体订单供不应求，产能瓶颈解决爆发在即	12
三、造纸化学品业务分析——行业龙头，优势明显.....	13
1. 下游发展拉动造纸化学品需求持续增长	13
2. 相比酸性施胶剂，中性施胶剂更具优势	13
3. AKD 在下游成本构成中占比低，公司议价能力强.....	14
4. 国外装置停产有利于公司开拓国际市场	14
5. 未来一旦光气资源实现自给，AKD 毛利率提升空间巨大.....	14
四、盈利预测与投资评级.....	15
1. 假设条件	15
2. 盈利预测	15
3. 业绩超预期因素	15
五、风险提示.....	15
附录：财务预测表.....	16

图表目录

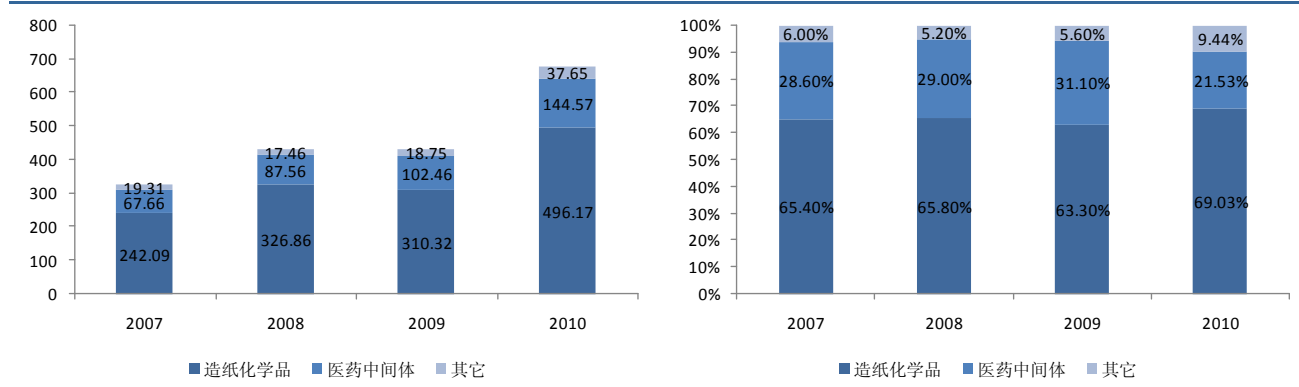
图表 1. 2007-2010 年公司收入（单位：百万元）构成与毛利占比.....	4
图表 2. 公司医药中间体生产模式.....	5
图表 3. 公司医药中间体主要客户.....	6
图表 4. 截止上市前重点医药中间体在研项目.....	6
图表 5. 截止上市前重点医药中间体及原料药正在申请的专利.....	7
图表 6. 每年进入临床研究的多肽新药数量.....	7
图表 7. 我国多肽类药物及化学合成多肽药物的市场规模.....	8
图表 8. 2009 年全球畅销药物 50 强中的抗血栓药物（单位：亿美元）.....	8
图表 9. 2003-2009 年我国抗血栓药物销售额.....	9
图表 10. 2006-2009 年国内氯吡格雷需求增长率以及在抗血栓类药物中占比情况.....	9
图表 11. 2005-2009 年国内外抗抑郁药物销售额.....	10
图表 12. 2006-2009 年国内帕罗西汀需求增长率以及在抗抑郁类药物中占比情况.....	10
图表 13. 2007-2009 年国内度洛西汀在抗抑郁类药物中占比情况.....	10
图表 14. 2004-2008 年全球奥曲肽以及国内医院用奥曲肽销售额.....	11
图表 15. 2007-2009 年全球瑞巴派特销售额.....	12
图表 16. 2003-2009 年我国机制纸及纸板产量.....	13
图表 17. 中性施胶剂与酸性施胶剂性能比较.....	13
图表 18. 溶剂法和无溶剂法 AKD 物理指标比较.....	14
图表 19. 分业务收入与成本预测.....	15

一、公司简介——医药中间体重磅品种储备丰富，积极向高附加值原料药延伸

1. 造纸化学品龙头，医药中间体、原料药前景广阔

公司原有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，目前在国内市场已占有绝对地位和定价权，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，同时前期公司还储备了多个医药中间体重磅品种，陆续通过了多家国外医药巨头如罗氏、葛兰素史克、拜耳、赛诺菲安万特等客户认证，目前已开始进入医药中间体增长爆发阶段。目前公司还努力向下游附加值更高的原料药延伸，提高产品附加值和与客户合作的紧密程度，公司目前正在进行多个重磅品种的原料药 GMP 认证，未来，医药中间体和原料药的爆发性增长将成为公司成长的源动力。

图表 1. 2007-2010 年公司收入（单位：百万元）构成与毛利占比



资料来源：公司公告

2010 年下半年，公司为做 GMP 认证而进行车间改造，造成生产不连续，毛利率出现下降，但 11 年 1 季度，公司医药中间体毛利率已经趋向正常，我们预计，未来随着公司高盈利品种的陆续投产放量，公司医药中间体毛利率将大幅提升。

2. 医药中间体、原料药将是未来发展重点

公司的未来发展战略是巩固、扩大在国内外造纸化学品竞争优势的同时，重点发展为全球医药巨头提供定制药物核心中间体的业务，目前公司在建的生产车间全部按照国外医药客户的认证要求建设，远高于国内 GMP 认证标准，未来随着公司医药中间体的放量及向下游高附加值的原料药延伸，公司医药业务的盈利能力将得到大幅提升。

3. 定制加工模式壁垒高，盈利能力强

近年来，很多跨国医药公司面临药品专利到期、后续产品匮乏的局面。而药物研发成本的不断增加，使他们越来越倾向于将药物及其上游中间体以及原料药的生产和研发外包给具有成本优势的发展中国家，因而在全球范围内逐渐形成了一个包括研发和生产在内的医药外包市场。

公司目前采用定制加工模式为客户生产高级医药中间体及原料药，选取的都是壁垒较高、盈利能力较强、市场空间较大的品种，很多仍处于 FDA 专利保护期中，特别是未来即将投产的品种，盈利能力非常强，与国内部分生产抗生素类（如喹诺酮）、沙坦类等中间体、原料药的业务有着本质的不同。

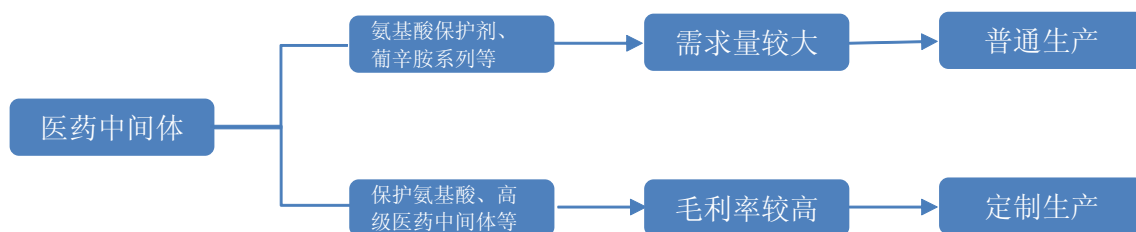
对于医药中间体、原料药的定制生产业务，主要壁垒在于客户的认证，国外药品监管非常严格，一旦出现任何疏漏即面临被召回及巨额赔偿的风险，因此，国外医药巨头对于中间体、原料药的供应商认证非常严格，除了强大的合成能力外，对生产设备、条件的要求及公司的

管理能力如能否为客户保密等都有着严格的要求。公司之前已经通过多年的努力，陆续通过了国外医药巨头的认证，并建立了长期的业务联系，更成为个别医药巨头的核心原料供应商。

我们认为定制模式将作为公司未来业绩实现快速增长的保证，主要体现为以下几点。

- ✓ **定制客户数量的不断增加。**目前世界前十大药厂均为公司客户，并且随着公司综合实力的增强，未来客户数量将持续增加。
- ✓ **定制品种的不断增加。**未来两到三年，随着新药的不断研发以及市场上诸多专利药即将到期，医药中间体的种类以及需求量将呈现扩大趋势。
- ✓ **定制品种附加值的提高。**目前，公司多个现有中间体品种正在积极努力想原料药延伸，原料药的价格往往是中间体价格的数十倍，随着未来公司向原料药业务的延伸，公司盈利能力将大幅提升。
- ✓ **较强的管理能力、柔性化生产能力、快速响应能力与研发能力。**柔性化生产使得公司可以选择生产利润较高的产品，管理以及研发能力保证了公司的订单的源源不断。

图表 2. 公司医药中间体生产模式



资料来源：招股说明书

二、医药中间体及原料药业务分析——储备多个重磅品种，未来想象空间巨大

1. 公司定制生产能力强，下游客户优势突出

1.1 定位高端，掌握优质客户资源。

公司专注于难度大、壁垒高、单个产品产值较小但市场发展空间却巨大的产品，这种定位更加有利于发展定制化生产模式。重点发展多肽新兴领域和其他优势领域的高级医药中间体，相应下游客户由于论证和转换成本高，对中间体合作伙伴的审核十分严格。目前全球医药前二十大公司相当部分企业已经为公司客户，特别在多肽中间体领域，公司确立了一定的知名度，全球合成多肽产品最大、最著名的瑞士巴亨（BACHEM AG）、罗氏等已经和天马精化建立了紧密的合作关系，从公司采购多肽片段、氨基酸保护剂、保护氨基酸等系列产品。

图表 3. 公司医药中间体主要客户

产品名称	主要客户
氨基酸保护剂	GSK（葛来素-史克）、Abbott（雅培）、Sanofi-Aventis（赛诺非-安万特）、韩国SK、Roche（罗氏）、Solmag-Antibiotics（安替比奥）、BACHEM AG（巴亨）、Johnson&Johnson（强生）
保护氨基酸	Merck.&Co（默沙东）、Wyeth（惠氏）、AstraZeneca（阿斯利康）、Johnson Matthey（庄信万丰）、BACHEM AG（巴亨）、DSM（帝士曼）、Sanofi-Aventis（赛诺非-安万特）
葡辛胺、葡甲胺系列	Bayer AG（拜耳）
TICC	韩国SK
其他医药中间体	Abbott（雅培）、DSM（帝士曼）、Johnson&Johnson（强生）

资料来源：招股说明书

1.2 储备品种丰富，即将迎来收获期。

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多种产品采取定制模式接单生产。

公司目前在售和储备项目达 170 余种，很多品种都是为国外医药巨头正处于 FDA 2 期、3 期临床的药物定制生产，未来一旦客户该药物通过 FDA 批准上市，放量效果将难以想象。

公司很多年前即已与英国制药巨头 GSK（葛兰素史克）建立合作关系，为其提供保护氨基酸（A 胺）和氨基酸保护剂（招股书披露）。2011 年 4 月 7 日，GSK 与 XenoPort 公司联合开发的用于治疗不宁腿综合征的新药 Gabapentin enacarbil 获 FDA 批准，这一药品有效成分加巴喷丁酯在合成过程中要用到多个氨基酸保护剂和保护氨基酸片段，我们判断，这将直接推动 GSK 加大向公司采购相关中间体的数额，这正是公司业务模式获得高速增长的例证。

公司目前拥有多个重磅领域的储备品种已进入成熟阶段，包括之前披露的氯吡格雷和帕罗西汀、瑞巴派特、奥曲肽等。

图表 4. 截止上市前重点医药中间体在研项目

项目（产品）名称	用途	进展
AMD	消化系统药物中间体	工艺开发阶段
NCA 系列产品	氨基酸衍生物	小试完成
环庚三烯	多用途医药中间体	小试完成
BOC-对苯二胺	多用途医药中间体	中试进行中
LBGL	抗凝药物中间体	完成中试工艺开发，进行生产工艺优化
HPLW	糖尿病药物中间体	小试工艺优化，中试准备
SWT	减肥药中间体	工艺开发阶段
SDBD	镇静药物等中间体	工艺开发
2-甲基哌嗪	多用途药物中间体	完成小中试
CMPP	胃药中间体	完成中试、生产工艺优化

资料来源：招股说明书

图表 5. 截止上市前重点医药中间体及原料药正在申请的专利

名称	类别
胸腺素 α 1 的固相合成工艺	发明
比伐卢定液相合成方法	发明
胸腺五肽栓剂及其制备方法	发明
葡甲胺铈酸盐的制备方法	发明
(S)-3-羟基吡咯烷及其N-衍生物的制备方法	发明
1, 3, 5-环庚三烯的制备方法	发明
3-氨基吡咯烷盐酸盐的合成方法	发明
3-吗啉酮的制备方法	发明
高光学纯度 (S)-1, 2, 3, 4-四氢异喹啉叔丁酰胺的合成方法	发明

资料来源：招股说明书

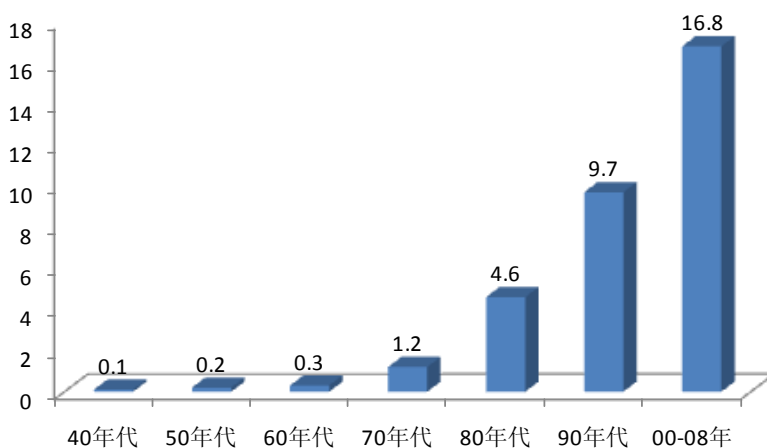
2. 公司传统强项领域——多肽类药物发展迅速、未来前景广阔

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。每年进入临床研究的多肽候选新药数量稳步增加。

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%。

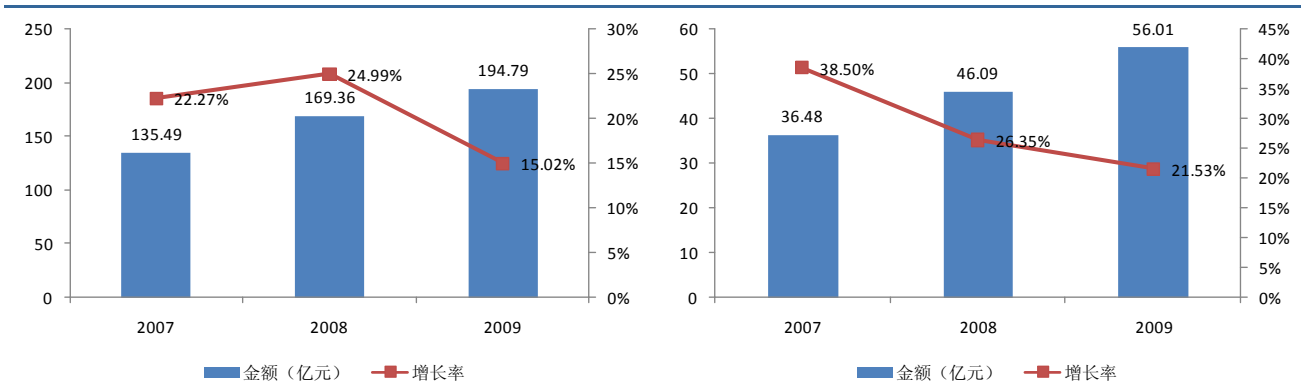
多肽药物市场的高速发展必将拉动其上游中间体产品需求的迅速增加。公司作为多肽类医药中间体的全球优势企业，必将受益于整个产业链的迅速发展。

图表 6. 每年进入临床研究的多肽新药数量



资料来源：J. Reichert, P Pechon, A. Tartar, M.K. Dunn 《多肽医药产品开发趋势》

图表 7. 我国多肽类药物及化学合成多肽药物的市场规模



资料来源: SFDA 南方医药经济研究所

3. 多个重磅品种浮出水面, 未来盈利空间难以估量

3.1 受让硫酸氢氯吡格雷药品生产技术符合未来发展战略。

公开资料显示, 2010 年 11 月 15 日, 公司获得了江苏省食品药品监督管理局发放的氯吡格雷原料药生产许可证。2010 年 9 月 30 日, 公司大股东天马集团下面另一制药公司天吉生物获得国家药监局发放的氯吡格雷原料药生产批件, 并于 2011 年 1 月 8 日以 270 万元价格转让给上市公司。从而显示了公司做大做强该重磅品种的决心。

氯吡格雷是治疗抗血栓的药物, 由法国的赛诺菲安万特研发成功, 于 1997 年通过 FDA 批准上市, 在美国由百时美施贵宝负责销售, 2009 年全球销售额达到 99 亿美元, 仅次于辉瑞的立普妥, 全球畅销药中排名第 2, 其中美国销售额 61 亿美元, 赛诺菲销售 38 亿美元。美国专利保护期已于 2007 年 2 月到期, 但由于赛诺菲对该药的中间体合成也申请了专利, 并且尚未过期, 因此国际上一直没有仿制药出现。

我国目前只有信立泰 (上市公司) 一家公司生产氯吡格雷原料药及制剂。信立泰于 2000 年取得了药监局颁发的氯吡格雷二类新药证书, 保护期至 08 年 3 月。信立泰该药品毛利率 65% 左右, 但由于其产品售价比赛诺菲安万特低很多, 我们判断赛诺菲安万特的产品毛利率要远高于此。

目前市场上对于预防和治疗血栓性疾病药物的需求量逐年增长, 2005 年全球抗血栓药物市场规模超过 133 亿美元, 到 2011 年市场规模有望超过 200 亿美元。而氯吡格雷近年来发展迅速, 截止 2009 年已经成为当今抗血栓药物第一品种。

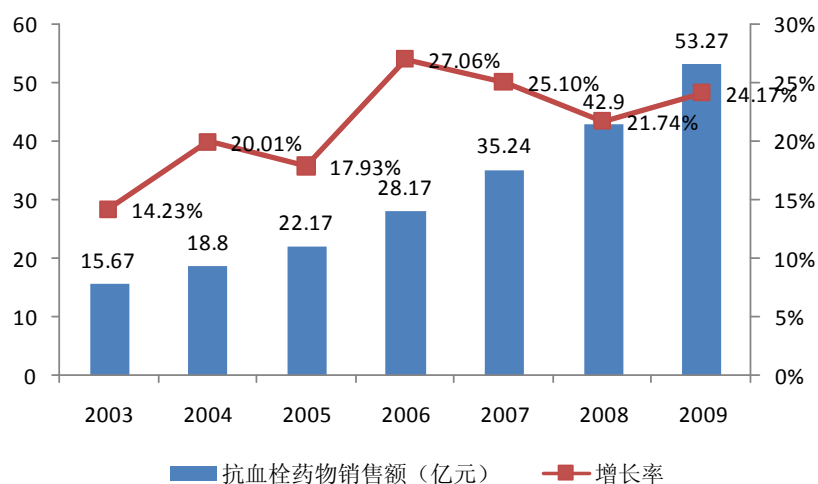
图表 8. 2009 年全球畅销药物 50 强中的抗血栓药物 (单位: 亿美元)

通用名	公司	销售额	合计
氯吡格雷	百时美施贵宝	61	99
	赛诺菲安万特	38	
依诺肝素钠	赛诺菲安万特	44	44

资料来源: IMS

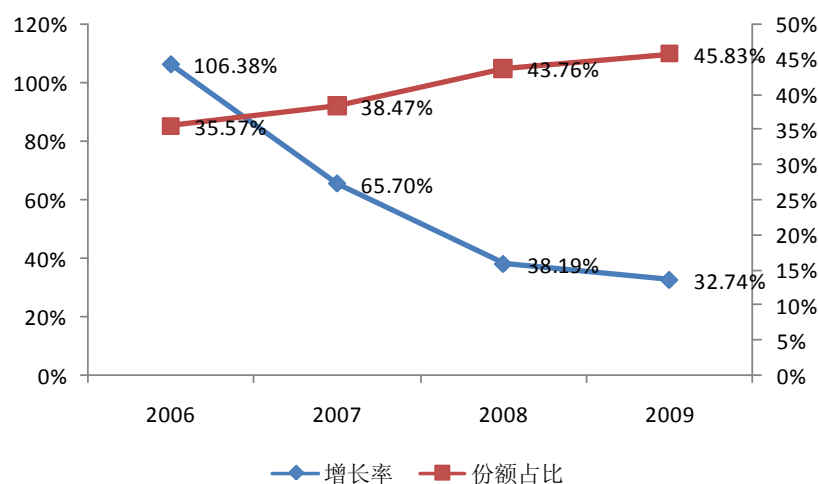
在国内抗血栓药物也是呈逐年增长趋势, 并且其中氯吡格雷无论是绝对需求量增长率还是在所有抗血栓药物中占比, 均保持了良好的增长势头。

图表 9. 2003-2009 年我国抗血栓药物销售额



资料来源:《抗血栓药物市场研究报告》. 广州标点医药信息有限公司

图表 10. 2006-2009 年国内氯吡格雷需求增长率以及在抗血栓类药物中占比情况



资料来源:《抗血栓药物市场研究报告》. 广州标点医药信息有限公司

公司上市之前已经通过赛诺菲万安特的认证（见招股书），并为其供货。我们判断，公司花重金从天吉生物受让氯吡格雷原料药生产批件，未来必将做大做强这一重磅品种。我们预测，氯吡格雷原料药价格将高达 800 万/吨的天价，未来公司一旦通过了该品种的相关原料药的认证（包括 GMP 认证和欧洲 COS 认证），未来巨大盈利空间将难以想象。

按照 2009 年赛诺菲销售额计算，假设原料药占制剂销售额 10%即 9.9 亿美元，公司占赛诺菲原料药采购份额 10%，其采购金额可达 9900 万美元，假设原料药毛利率为 50%，则可增加公司毛利约 5000 万美元。

3.2 抗抑郁药物前景好，公司具备帕罗西汀等原料药生产能力。

公司目前主打产品之一的芝麻酚（公司主营范围披露）即 3,4-亚甲二氧基苯酚，是用来合成抗抑郁药物帕罗西汀的主要中间体。同时，从公司网站披露信息显示，公司目前已经具备帕罗西汀原料药的生产能力，未来公司有望为客户生产帕罗西汀原料药。帕罗西汀是英国 GSK（葛兰素史克）的专利药品，商品名赛乐特，于 1993 年上市，目前已经过期，但其新的适应症不断增加。2002 年 4 月 19 日，赛乐特在美国首次上市，用于治疗重性抑郁症和伴有或不伴有广场恐怖症的极度焦虑。2003 年获准用于社交焦虑障碍的治疗和月经前焦虑障碍的持续治疗。2004 年 2 月，赛乐特第 5 个适应症——月经前焦虑障碍的间歇疗法又获批准。2004

年初,该品已在加拿大上市。2009 年,赛乐特全球销售额达到 5.23 亿英镑,同比仍增长 1.75%,上市 16 年来经久不衰。公司上市前已经通过 GKS 的客户认证并建立了业务联系,未来,公司有望从该重磅品种中受益。

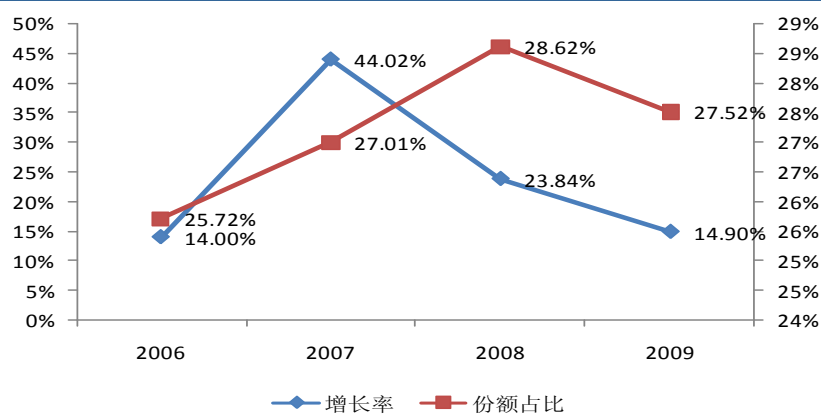
2009 年全球抗抑郁药物销售额达到 194 亿美元,在国内销售额超过 18 亿元,而帕罗西汀在全球抗抑郁药物销售额中排名第二,在国内排名第一,领先优势明显,发展空间广阔。

图表 11. 2005-2009 年国内外抗抑郁药物销售额

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
全球销售额(亿美元)	195.86	203.74	195.81	201.94	194.16
国内销售额(亿元)	10.41	11.75	13.62	15.3	18.1

资料来源: IMS、广州标点医药信息有限公司

图表 12. 2006-2009 年国内帕罗西汀需求增长率以及在抗抑郁类药物中占比情况

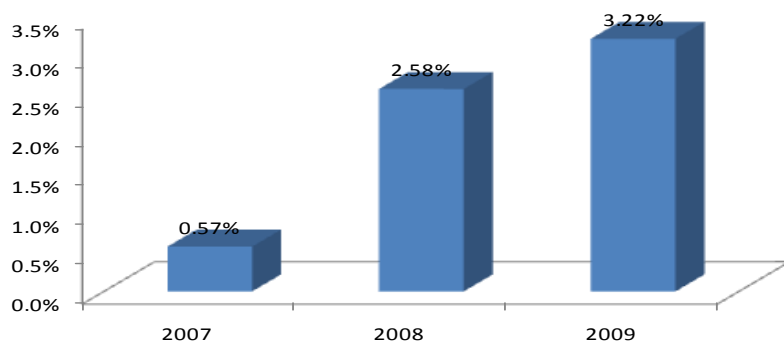


资料来源:《抗抑郁药物市场研究报告》. 广州标点医药信息有限公司

而在国内帕罗西汀市场竞争格局中, GSK 公司实现了销售额和市场份额双增长, 领先优势进一步扩大, 下游主要客户的良好发展势头无疑对天马精化来说是个利好。

此外, 公开信息显示, 公司目前还有另一重磅抗抑郁药物度洛西汀及其中间体的生产能力。度洛西汀为礼来的专利产品, 目前仍在专利保护期。度洛西汀是礼来公司主打产品, 是近年来美国抗抑郁市场中份额增长最快的产品, 2009 年销售额达到 30.75 亿美元。在国内抗抑郁市场中, 度洛西汀市场份额排名第 7, 并且近三年来呈不断扩大趋势, 需求增长率方面, 2008-2009 年分别增长了 426% 和 49.32%。

图表 13. 2007-2009 年国内度洛西汀在抗抑郁类药物中占比情况



资料来源:《抗抑郁药物市场研究报告》. 广州标点医药信息有限公司

3.3 葡甲胺质量达标，定制化产品，毛利率超 60%。

葡甲胺主要用于造影剂、离子交换树脂等，用途非常广泛。招股书显示，公司该产品主要为德国拜耳制药定制生产，全球除了公司，比较有竞争力的企业就是德国默克，但默克的产品售价是公司的数倍，因此，相比而言，公司的葡甲胺更具竞争优势，同时，公司该产品的性能指标也实现了大幅改善，赶超默克，我们判断，未来公司该产品将实现大幅增长。

3.4 TICC 未来有望放量。

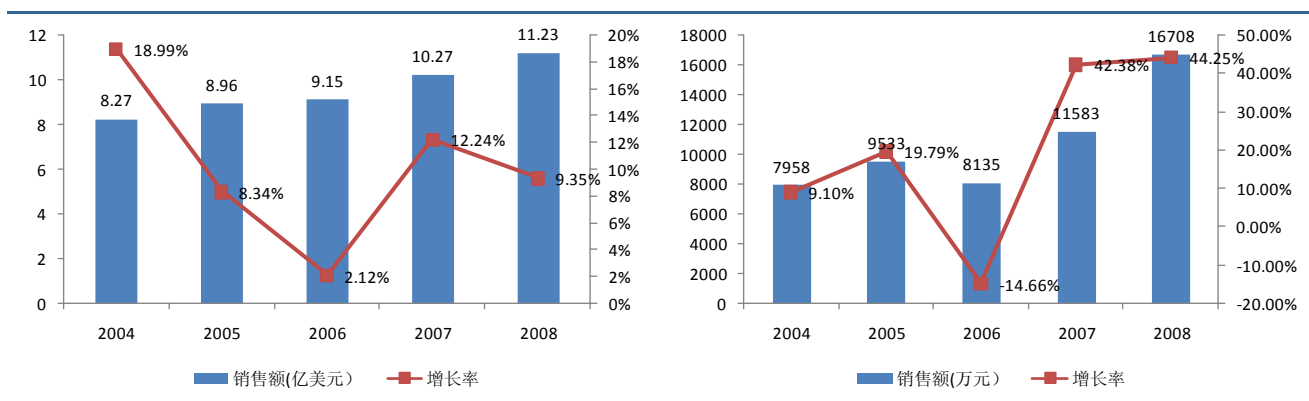
招股书显示，该产品为瑞士罗氏的定制产品，是抗病毒药物奈非那韦和沙奎那韦的中间体，化学名称为 N-叔丁基-十氢异喹啉-3(S)-甲酰胺，属于光学异构体，合成壁垒非常高。沙奎那韦是目前最主流的抗 HIV 药物，2010 年 11 月过期，未来该产品对 TICC 的需求有望进一步放量。奈非那韦 1997 年通过美国 FDA 批准上市，2000 年销售额 9.36 亿。公司 IPO 项目建设 TICC 产能 60 吨，按照公司招股书测算，对应收入 4200 万，相当于单价 70 万/吨，但公司中间体产能都是柔性生产，可根据订单灵活调节产品种类和产能，我们判断公司未来 TICC 产量有望大幅超预期。

3.5 天吉生物助阵，“氯吡格雷模式”或将得到复制。

药监局网站显示，天吉生物于去年5月和今年1月获得胸腺素α1以及奥曲肽的生产批文，而天马精化2010年年报披露在收到政府补贴中包括了以上两种药品的产业化项目，因此，我们预计未来天吉生物会像操作之前的氯吡格雷专利技术一样，这两种药品生产技术转让给天马精化。这两种药物的市场规模也非常大，未来将成为公司新的利润增长点。同时药监局网站公布的天吉生物获得的还有瑞巴派特的生产批文。我们预计集团未来的发展战略是中间体和原料药逐渐由天马精化来生产，天吉生物专注于制剂生产。

其中，奥曲肽是瑞士诺华制药开发的脑垂体激素类药物，98年10月21日获得美国FDA的批准上市，该药是人工合成的8肽化合物，为14肽合成人生长抑素类似物，其药理作用与同类型天然激素作用机制相似，是用于抢救治疗消化道出血和急性胰腺炎的药物，还可用于肝硬化所致的食道-胃静脉曲张出血的紧急治疗、缓解与胃肠胰内分泌肿瘤有关的症状和预防胰腺术后并发症，达到保护内脏器官组织的目的，是多年来全球市场平稳增长的药物，07年已成为“重磅炸弹”药物，销售额达到了10.27亿美元，2008年达到了11.23亿美元的市场规模。奥曲肽技术壁垒非常高，尽管国内奥曲肽制剂生产企业较多，但真正能够生产奥曲肽原料药的企业寥寥无几，国内市场仍然由瑞士诺华的产品占主导地位。公司的传统强项正是在多肽片段合成领域，我们判断，未来天吉生物有望将奥曲肽批文转让给天马精化，使其实现这一重磅品种的原料药生产和销售。

图表 14. 2004-2008 年全球奥曲肽以及国内医院用奥曲肽销售额



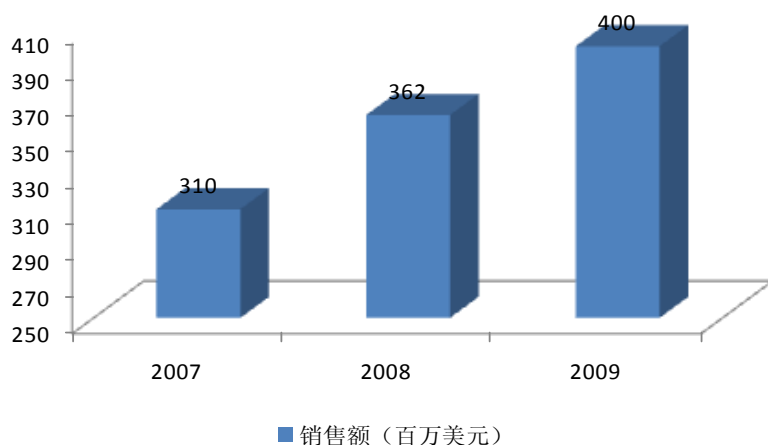
资料来源：广州标点医药信息有限公司

瑞巴派特为日本大冢制药的专利产品，目前主要用于胃及十二指肠溃疡，2009 年全球销售额达到 4 亿美元，国内目前消费较少，但由于其疗效确切并且不断有用于干眼症、抗癌、抗糖

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

尿病等新的临床用途被发现，未来国内外潜力很大，现在国内只有浙江长生堂药业有限公司等几家企业进行生产和申报，竞争压力较小。公司招股书披露的 IPO 项目医药中间体 CMPP 主要用于 Reba（即为瑞巴派特英文 Rebamipide 的前四个字母），因此，说明公司目前已经为客户定制生产瑞巴派特中间体，而我们判断未来天吉生物将已拿到的瑞巴派特的原料药批文转让给上市公司，也正好符合公司从中间体向高附加值原料药延伸的发展战略。

图表 15. 2007-2009 年全球瑞巴派特销售额



资料来源: Evaluate Pharma

胸腺素 $\alpha 1$ 应用领域较为广泛，目前临床应用主要是治疗慢性病毒性肝炎、抗肿瘤药物以及免疫调节剂，另外在重症感染、慢性肾炎、红斑狼疮、风湿及类风湿性关节炎以及艾滋病等疾病的治疗中，均表现出不同程度的临床疗效，未来市场前景广阔。

4. 意大利 Euticals 医药集团入股天吉生物，公司有望获得中间体定制新业务

公开资料显示（可 google 查询）10 年 12 月 31 日，曼达林基金控股的意大利 Euticalas 医药集团正式完成了对天马集团旗下天吉生物的投资。

Euticals S.p.A 是意大利领先的原料药和相关医药中间体制造商。Euticals 公司拥有超过 110 种产品，广泛用于制造抗病毒类、抗肿瘤类、免疫抑制剂类、中枢神经系统(CNS)类、肠胃类药物。该交易的目的在于通过天吉和 Euticals 这两家领先的中意原料药制造企业的合作来拓展彼此的市场，将共同开发和引进多肽原料药、脑营养药、抗肿瘤药和心血管药物。

意大利原料药制造企业 Euticals 于 11 年 2 月 10 日完成对另一家意大利原料药企业 Archimica Group 的收购。此前，Euticals 还分别于 2009 年收购了意大利的 Poli Industria Chimica S.p.A。Archimica 是总部位于意大利的一家跨国集团，集团在意大利、法国、德国、英国以及美国均设有生产基地，员工总数近 600 人。集团客户包括全球多家知名医药生产企业，如罗氏制药、辉瑞制药、Merck 等。2010 年，Archimica 销售收入达 1.2 亿欧元。

收购完成后，Euticals 的收入规模将达到 3 亿欧元以上，并保持快速发展。Euticals 的战略一方面是加大在中国医药市场的布局，此外，从降低成本的角度考虑，将加大从中国采购医药中间体和原料药的份额。按照收购完成后 Euticals 的销售额判断，其在国内的中间体采购额应该不低于几千万欧元，考虑到 Euticals 已经参股天吉生物，同时其传统业务抗病毒类、免疫抑制剂类、中枢神经系统类等业务与天马精化在多肽类、氨基酸类中间体高度吻合，我们判断，未来天马精化将受益于 Euticals 在中国的业务发展。

5. 医药中间体订单供不应求，产能瓶颈解决爆发在即

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 年除了募投项目外即将投产外，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。我们判断，公司未来会通过收购、买地建设等手段加快扩大产能，随着公司产能瓶颈的逐步得到解决以及 GMP 认证的获得，医药中间体和原料药业务将远超市场预期。

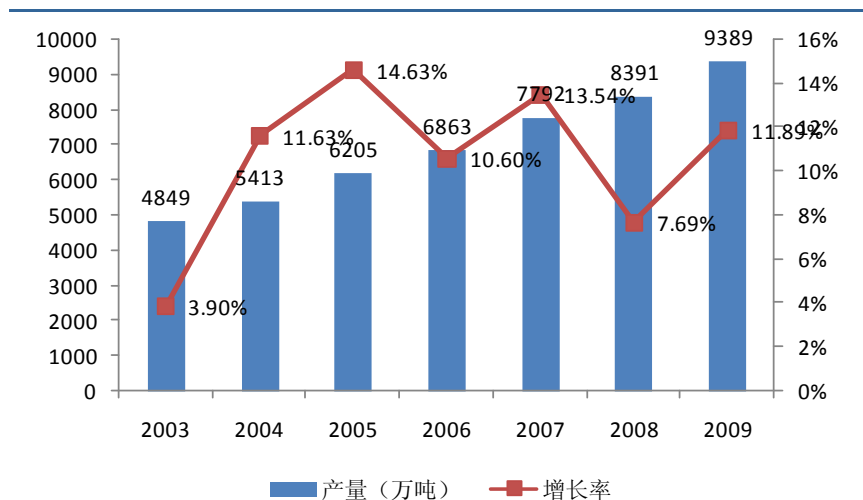
三、造纸化学品业务分析——行业龙头，优势明显

1. 下游发展拉动造纸化学品需求持续增长

我国造纸工业随着经济发展取得较大发展，2004 年以来机制纸及纸板产量的增速稍高于 GDP 增速，2008 年我国一举超越美国成为全球最大的造纸国。同时行业集中度提高带动了造纸向大型化、高速化、环保节能方向发展，对造纸化学品无论种类还是使用量都起到了积极的促进作用。

另外发达国家造纸化学品消耗量占造纸工业总产量的 2%-3%，而我国 2006 年的比例仅为 0.6%，预计未来 10 年的增长率将达到 8.8%。

图表 16. 2003-2009 年我国机制纸及纸板产量



资料来源：CEIC

2. 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，相比传统酸性施胶剂具备明显优势，是未来的主流产品。目前 AKD 施胶剂的应用领域已经由文化纸扩展到工业包装用纸，需求出现大幅增长。

图表 17. 中性施胶剂与酸性施胶剂性能比较

	中性施胶剂	酸性施胶剂
耐久性	较长	较短，纸容易泛黄、变脆
强度	较强	较差
占比	欧美达到80%，国内约50%	国内占比较大
使用环境对纸机及设备腐蚀	轻	重
抄纸用水量	较少	较多
废水处理	容易且量少	较难且量大

资料来源：招股说明书

公司率先研制出环保无溶剂法 AKD 生产工艺，打破国外厂商垄断。目前产能和市场占有率均超过 50%，出口量占出口总量的 63.8%，逐步占据国际市场主流地位。

2009 年公司负责起草 AKD 原粉的国家标准，行业准入标准正在提高，未来我国环保政策将更加严格，且下游造纸行业对环境和员工保护意识逐步增强，公司环保节能方法生产的 AKD 产品前景较好。

图表 18. 溶剂法和无溶剂法 AKD 物理指标比较

项目	溶剂法AKD原粉	无溶剂法AKD原粉
颜色	黄色，暗淡	白色、浅黄色，鲜亮
气味	有浓烈的甲苯气味	没有气味
残留甲苯（%）	0.7	0

资料来源：《造纸化学品》

3. AKD 在下游成本构成中占比低，公司议价能力强

AKD 作为造纸化学品在下游企业生产成本中占比很低（每吨纸浆仅用 AKD 乳液 6-15 公斤，生产 1 万元纸张所用的 AKD 仅 60 元），但对纸张产品的质量影响极为关键，因此，下游造纸企业对 AKD 的品质要求很高，一般都采用龙头企业的产品。

AKD 生产装置建设资金壁垒不高，但流动资金壁垒很高。下游造纸企业为了保障 AKD 质量合格，一般会在产品交付给下游客户检验合格后才付款给 AKD 生产企业，应收账款都在 3 个月左右，公司未来将利用上市后的资金优势以及成本、环保、市场先行优势继续加强和巩固自己的龙头地位。

公司 AKD 原粉市场占有率接近 60%，即使在原材料硬脂酸大幅上涨的背景下，2010 年 AKD 产品的毛利率依然保持稳定，吨毛利呈扩大趋势，公司在 AKD 市场话语权不断增强。

4. 国外装置停产有利于公司开拓国际市场

2005 年公司率先在国内成功研制出环保无溶剂法 AKD 产品的新型生产工艺，并申请了专利，其产品质量和成本都要优于巴斯夫的产品，因此，巴斯夫开始大批量向公司采购 AKD 产品。目前，巴斯夫之前的 5 条生产线仅保留了 1 条，其他主要向公司采购，公司正在与巴斯夫谈进一步合作，未来希望能够利用巴斯夫的国际销售团队，进一步开拓国际市场。

5. 未来一旦光气资源实现自给，AKD 毛利率提升空间巨大

AKD 的主要原料为光气和硬脂酸。光气环节目前公司主要是委托蓝丰生化等几家拥有光气资源的农药企业代为加工，公司生成每吨 AKD 原粉大约需委托加工成本 3300 元，公司一直有计划收购光气生产线，未来如果光气能实现自给，我们预计 AKD 成本至少能降低 2000 元/吨，而目前公司 AKD 吨毛利仅 2000 元左右，因此，一旦公司光气资源实现自给，AKD 产品毛利率将大幅提高，成本优势更具国际竞争力。硬脂酸主要原料是向东南亚采购的棕榈油，公司目前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，如若公司能直接采购棕榈油加工成硬脂酸，成本约降低 500 元/吨。

下游方面，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。由于乳液有运输半径限制，所以公司未来可能会采取收购的方式来在更大范围内布局乳液产能。

四、盈利预测与投资评级

1. 假设条件

- ✓ 2011 年 AKD 产能达 4 万吨, 由于 AKD 对传统酸性施胶剂替代以及公司无溶剂法 AKD 环保方面的优势, 新增产能完全能够消化, 其它造纸化学品完全达产。
- ✓ 新增医药中间体产能今年中期达产。
- ✓ 新增加的 6 个车间 2013 年投产。
- ✓ 暂不考虑原料药收入。
- ✓ 税率、费用率等总体保持稳定。

图表 19. 分业务收入与成本预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
造纸化学品				
销售收入 (万元)	31,032	49,617	73,660	91,115
增长率	-5.06%	59.89%	70.06%	23.70%
成本 (万元)	24,662	34,994	57,689	68,353
毛利率	20.53%	17.91%	21.68%	24.98%
医药中间体				
销售收入 (万元)	10,246	14,457	23,167	45,830
增长率	17.02%	41.10%	41.97%	97.82%
成本 (万元)	7,117	11,141	15,794	30,700
毛利率	30.54%	19.17%	31.83%	33.01%

资料来源: 华创证券

2. 盈利预测

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.99 元和 1.77 元, 以最新收盘价 31.46 元计算, 对应的 PE 分别为 32 倍和 18 倍, 公司未来高成长性比较确定, 同时超预期因素很多, 我们维持对其“推荐”的投资评级。

3. 业绩超预期因素

- ✓ 收购光气资源, 棕榈油实现直接采购。
- ✓ 收购医药中间体企业或申请自建增加产能。
- ✓ 重磅原料药品种通过 GMP 认证、欧洲 COS 认证、美国 FDA 认证。
- ✓ 与意大利 Euticals 医药集团建立业务合作, 为其提供医药中间体生产。
- ✓ 盈利能力强的新产品的不断研发并生产销售。

五、风险提示

- ✓ 新项目达产进度晚于预期。
- ✓ 技术泄露风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	626	1197	1115	1530
现金	307	765	506	703
应收账款	146	197	279	383
其它应收款	21	27	40	54
预付账款	46	73	102	137
存货	88	111	155	207
其他	18	23	34	46
非流动资产	305	340	317	287
长期投资	0	0	0	0
固定资产	205	242	285	323
无形资产	45	47	50	52
其他	56	51	-18	-87
资产总计	931	1536	1432	1817
流动负债	226	313	810	880
短期借款	60	57	449	399
应付账款	98	151	211	285
其他	68	105	150	196
非流动负债	0	2	13	27
长期借款	0	0	12	26
其他	0	2	1	1
负债合计	226	315	823	907
少数股东权益	7	8	9	10
股本	120	120	120	120
资本公积金	434	831	4	1
留存收益	144	263	476	779
归属母公司股东权益	698	1214	600	901
负债和股东权益	931	1536	1432	1817

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-16	132	177	254
净利润	58	120	213	304
折旧摊销	25	23	28	34
财务费用	5	7	10	13
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-104	-20	-74	-98
其它	0	2	-0	0
投资活动现金流	-43	-60	-5	-4
资本支出	71	56	0	0
长期投资	0	7	-1	-1
其他	28	4	-6	-5
筹资活动现金流	277	386	-432	-53
短期借款	-28	-3	392	-50
长期借款	-100	0	12	14
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	385	396	-826	-3
其他	-9	-7	-10	-13
现金净增加额	215	459	-259	197

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	678	987	1388	1888
营业成本	550	749	1005	1350
营业税金及附加	3	3	5	7
营业费用	23	39	56	76
管理费用	32	45	59	79
财务费用	5	7	10	13
资产减值损失	5	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	61	142	254	363
营业外收入	8	3	4	5
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	68	145	257	367
所得税	11	25	44	62
净利润	58	120	213	304
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	57	119	212	303
EBITDA	91	172	292	410
EPS（元）	0.48	0.99	1.77	2.53

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	57.2%	45.5%	40.7%	36.0%
营业利润	10.8%	133.7%	78.5%	42.9%
归属母公司净利润	24.1%	107.8%	78.1%	42.9%
获利能力				
毛利率	19.0%	24.1%	27.6%	28.5%
净利率	8.5%	12.1%	15.3%	16.1%
ROE	8.2%	9.8%	35.4%	33.7%
ROIC	12.9%	31.0%	49.5%	62.5%
偿债能力				
资产负债率	24.2%	20.5%	57.5%	49.9%
净负债比率	26.62%	18.07%	56.03%	46.86%
流动比率	2.77	3.83	1.38	1.74
速动比率	2.38	3.47	1.19	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.80	0.94	1.16
应收帐款周转率	6	6	6	6
应付帐款周转率	6.49	6.03	5.55	5.44
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.99	1.77	2.53
每股经营现金	-0.14	1.10	1.48	2.11
每股净资产	5.82	10.12	5.00	7.50
估值比率				
P/E	65.79	31.66	17.77	12.44
P/B	5.40	3.11	6.29	4.19
EV/EBITDA	39	20	12	9

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