



证券研究报告·上市公司调研简评

化学制品

AKD 向上整合强劲增盈利，中间体走向原料药品质再升级

调研目的

我们和相关机构对**天马精化**进行了调研，与公司重点探讨了造纸化学品及其产业链延伸情况以及医药中间体和进一步下游原料药产品的发展规划。

调研结论

造纸化学品：资源向上整合或带来毛利倍增

公司 AKD 产品 2010 年在原料价格有较大幅度上涨的情况下保持了稳定的毛利率水平，国内龙头地位不容置疑。目前，公司正积极向产业链上端光气和硬脂酸资源延伸。

AKD 的主要原料光气是国家严格控制的高毒性资源，仅有少数企业拥有生产牌照的企业能够供货。目前公司光气依赖外采，采购价高达 3000 元/吨左右，而成本仅 1000 多元，公司积极向上整合光气生产资源，一旦成功将大幅降低原料成本，AKD 产品有望实现毛利率翻番。另一方面，公司也在逐步推进棕榈油原料采购模式的升级，一旦完成升级，每吨又能获得 500 元左右成本下降。

同时，公司积极推进 AKD 及其他造纸化学品的一站式、专家式营销，有力增强客户粘性，同时拉动其他造纸化学品业务增长。在不断强化国内龙头地位的同时，公司积极拓展海外市场。预计 AKD 和其他造纸化学品产能还将进一步做大做强。

医药中间体：盈利恢复，新品爆发，今年期待 70% 增长

2010 年下半年，公司对部分医药中间体车间进行 GMP 认证改造，造成产量下降，同时 GMP 改造费用计入成本，使中间体业务毛利率超预期下滑。随着改造逐渐完成，公司中间体产品盈利走向恢复。

目前，公司中间体募投项目已经全部建成，正在进行最后的调试。公司医药中间体产品品种丰富，下游瞄准奈非那韦、沙奎那韦、瑞巴派特等重磅药物，涵盖糖尿病、抑郁症、HIV 等多种全球常见和高危疾病，盈利能力可观。近 2-3 年是全球重磅药物专利过保的密集期，预计仿制药将大量上市，相应中间体需求将密集爆发，公司在中间体工艺和产品领域有丰富的积累，且与多家国际医药巨头有良好的合作，其工艺和开发能力受到业界的广泛认可，届时将充分受益于重磅药物的需求爆发。

从模式上看，公司具有柔性生产能力，能够在常规产品生产和定制生产间灵活切换，确保将有限的产能集中于高价格、高盈利能力的产品。我们预计今年公司医药中间体业务销售收入实现 70% 左右的增长没有问题。

天马精化 (002453)

维持

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡晓

huyu@csc.com.cn

010-85130575

当前股价：35.25 元

目标价格 6 个月：41.7 元

调研日期：2011 年 5 月 12 日

发布日期：2011 年 5 月 16 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.59/13.73	-2.82/-3.74	0.00/-5.38
12 月最高/最低价 (元)		49.5/20.1
总股本 (万股)		12000.00
流通 A 股 (万股)		3000.00
总市值 (亿元)		43.03
流通市值 (亿元)		10.76
近 3 月日均成交量 (万)		58.31
主要股东		
苏州天马医药集团有限公司		48.66%

股价表现



相关研究报告



走向原料药：实现公司品质的二次升级

2011 年初，公司母公司下属企业天吉生物将治疗抗血栓药物氯吡格雷的生产批件转让给公司，标志着公司从医药中间体向原料药生产迈进。同时，公司还拥有抗抑郁药帕罗西汀、度洛西汀等高级中间体的生产能力，并有进军原料药的技术储备，一旦相应药物专利到期、公司获得相应认证，即可实现原料药的大量生产。与中间体相比，原料药在产业链上更接近下游，技术和认证等门槛更高，盈利也更加丰厚（合理毛利率较之中间体至少高 10 个百分点以上）。如果将 AKD 走向中间体视为公司的第一次重大升级，那么从中间体向原料药的延伸则是公司品质的二次升级，无论是产业链地位、盈利能力还是竞争门槛都将实现再一次飞跃。

深厚储备与完善体系：强大的长期增长力之源

与许多“一个(类)产品打天下”的精细化工企业相比，公司具有深厚的技术与产品积累（拥有储备产品近 200 个，并拥有在 3-12 个月内实现新产品从实验室到工业化的能力）确保了不断开发新产品、实现外生性增长的能力。另一方面，公司产品体系完善，涵盖面广，且具有灵活产能切换的能力，能够有效避免一个或一类中间体产品遭遇景气低谷或竞争对手大举进入带来的盈利波动风险。深厚的技术储备与完善的产品体系构建了公司强大的长期增长力之源。

稳健增长的传统业绩+不断拓展的想象空间：高增长前景可期

我们认为，公司造纸化学品业务依靠市场占有率优势和产业链衍生带来的成本大幅下降，将在未来实现稳健增长，为公司提供丰厚的利润和有效安全边际；中间体业务的不断爆发和从中间体向原料药的产业升级则能够为我们带来不断拓展的想象空间，公司高增长前景可期。我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.97、1.69 和 2.45 元，三年复合增长率 50%，给予 40-45 倍 PE，目标价格 39.2-44.1 元，考虑中间体可能不断带来超预期及股价催化因素，盈利预测仍有进一步上调空间，给予“增持”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	678.39	1,087.28	1,375.94	1,635.56
营业收入增长率	57.21%	60.28%	26.55%	18.87%
EBITDA（百万）	71.42	142.45	243.28	348.65
EBITDA 增长率	11.60%	99.45%	70.78%	43.31%
净利润（百万）	57.38	117.57	202.92	293.52
净利润增长率	24.09%	104.88%	72.60%	44.65%
ROE	8.22%	15.53%	23.63%	29.19%
EPS（元）	0.560	0.980	1.691	2.446
P/E	64.04	36.60	21.21	14.66
P/B	6.16	5.68	5.01	4.28
EV/EBITDA	56.80	28.15	16.28	11.09



分析师介绍

研究服务

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；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。

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

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



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。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。