

产业布局完成，有望快速发展

增持 首次

投资要点:

- 📖 公司已完成造纸化学品、医药中间体、农药化学品三大产业布局;
- 📖 近期公司葡甲胺通过FDA审核, DMP认证工作正在推进;
- 📖 定增项目及原料药收购项目将极大完善公司产业布局。

报告摘要:

- **未来几年AKD等产品规模迅速扩张。**目前公司已经形成以造纸化学品、医药化学品、农药化学品为核心的三大产业系列。目前公司拥有AKD产能4万吨,市场占有率保持在60%以上。公司医药化学品主要包括A酯、A胺、A醇、保护氨基酸和葡辛胺等产品,用于多肽类、抗病毒、心脑血管等药物的生产。
- **通过FDA审核,产品盈利能力逐步提升。**今年4月份公司公告,收到美国食品药品监督管理局(FDA)书面通知,公司的“葡甲胺(Meglumine)”生产工厂已经通过FDA的cGMP审核。随着公司GMP认证工作逐步完成,产品档次、售价均有望大幅提升。
- **收购天立原料药,进入下游领域。**近期公司公告,收购苏州天立原料药有限公司100%股权。通过收购天立原料药,有利于公司加快在国家药监局申请相关原料药品种药证的获批时间。公司的产业链将延伸至医药中间体的下游原料药,为公司发展开辟了新的增长点。
- **募投项目:完善产业布局,提升增长动力。**公司定增募投项目包括新建20000吨/年AKD原粉项目、改扩建50000吨/年光气及光气化衍生产品项目、新建5000吨/年氯甲酸酯、1000吨/年氯甲基异丙基碳酸酯项目、10000吨/年AKD原粉项目等。这些项目完成后,公司产业链更加完善,盈利能力将逐步提升。
- **盈利预测。**预计公司2013-2015年EPS(摊薄前)分别为0.49元、0.72元、0.97元,给予“增持”评级。

| 主要经营指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 73.87 | 044.02 | 1509.01 | 1770.91 | 2047.01 |
| 增长率(%) | 28.82% | 19.47% | 44.54% | 17.36% | 15.59% |
| 归母净利润(百万) | 75.78 | 72.87 | 117.23 | 173.14 | 232.22 |
| 增长率(%) | 32.07% | -3.84% | 60.87% | 47.68% | 34.12% |
| 每股收益 | 0.316 | 0.304 | 0.488 | 0.721 | 0.968 |
| 市盈率 | 38.29 | 39.82 | 24.75 | 16.76 | 12.0 |

石油化工研究组

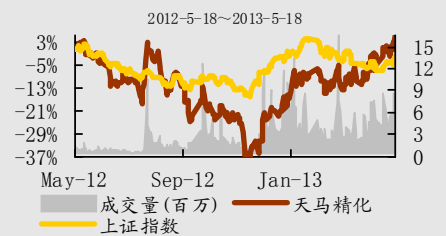
分析师:

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

市场表现



相关研究

蓝帆股份: 规模持续扩张, 产业链日益完善

2013-5-9

彩虹精化: 整改效果明显, 业绩大幅回升

2013-5-1

传化股份: 季报业绩略有下滑

2013-4-25

水溶性肥料新标准6月实施

2013-4-22

天科股份: 盈利能力逐季提升, 经营形势向好

2013-4-21

三友化工: 16万吨粘胶投产, 有助业绩提升

2013-4-18

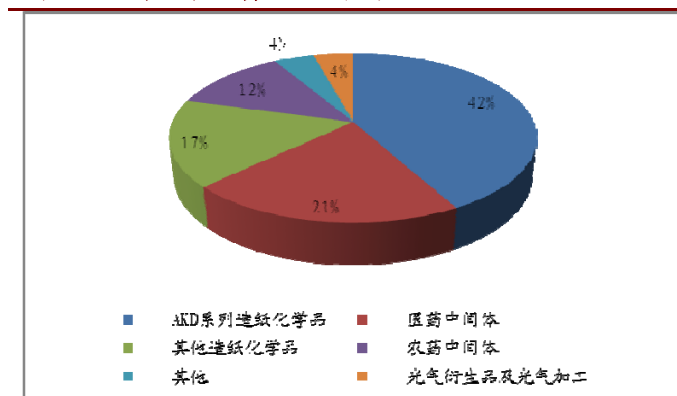
一、公司简介：主营中间体及造纸化学品

苏州天马精细化学品股份有限公司(002453)系由苏州天马医药集团精细化学品有限公司整体变更设立的股份有限公司,控股股东为苏州天马医药集团有限公司,持股比例48.66%,实际控制人为徐仁华。公司主要从事各类精细化学品的研发、生产与销售的精细化工企业,主要产品有AKD系列施胶剂(AKD原粉、AKD乳液等)、阳离子分散松香胶、氨基酸保护剂(A酯、A胺等)、保护氨基酸及葡辛胺等。

目前公司已经形成以造纸化学品、医药化学品、农药化学品为核心的三大产业系列,拥有AKD产能4万吨,市场占有率保持在60%以上。根据2012年年报数据,公司AKD系列造纸化学品销售收入占主营业务收入的42%,医药中间体、农药中间体收入占比分别为21%、13%,其它造纸化学品收入占比达到17%。

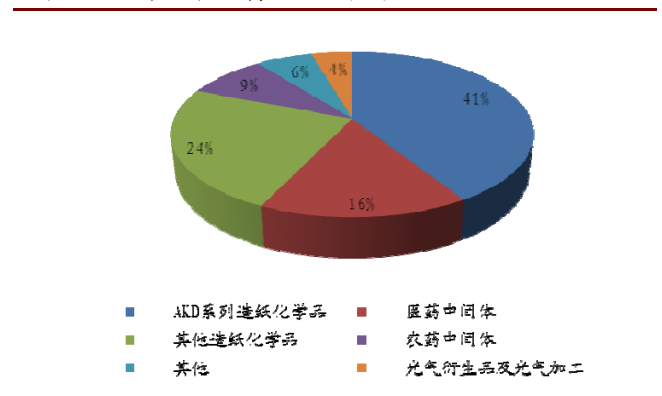
近两年来公司形成了较清晰的主营业务模块:造纸化学品方面,重点发展AKD系列造纸化学品的同时,不断加强增强剂、硅溶胶等新型造纸化学品的推广;医药中间体方面,积极为原料药的未来发展做好准备,促进上下游的协同发展。

图 1: 公司主营业务收入构成 (2012)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 公司主营业务利润构成 (2012)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

2011 年中期,公司收购天安化工和纳百园化工两家子公司,2012 年度上述子公司在农药中间体、光气化衍生产品及光气加工等方面为合并报表带来超过 2 亿元的销售收入。

公司的造纸化学品已进入国内外各大造纸企业,如玖龙纸业、APP(亚洲浆纸)、永丰余、岳阳纸业、太阳纸业、美利纸业、山东晨鸣、博汇纸业、理文纸业、王子制纸、河南银鸽、广西华劲等。公司的医药中间体类产品主要为氨基酸保护剂和保护氨基酸系列产品,大部分用于外销,主要客户均为如韩国 SK 集团、瑞士巴亨、德国拜耳等国际性的大型医药及化工知名企业。

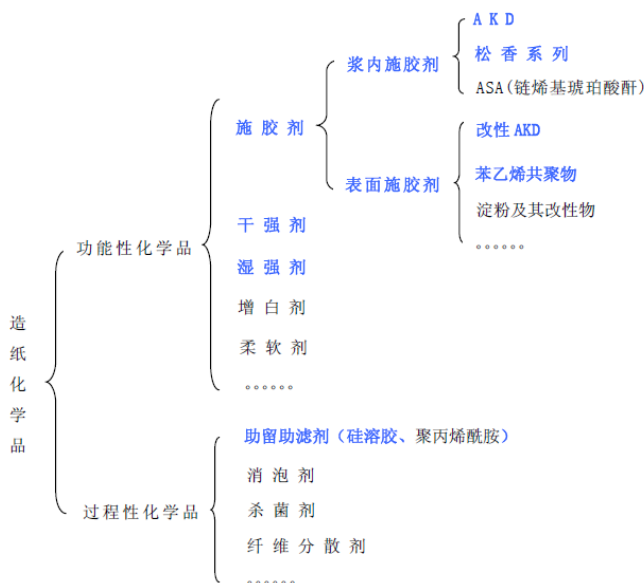
二、造纸化学品: 已经建立完善的产业链

造纸化学品是造纸过程中所使用的各种化学药剂、助剂的总称,其使用目的是为了提提高纸的品质和生产效率、改善操作条件、降低制造成本、减少污染排放、增加经济效益和开发新的纸种。AKD 是烷基烯酮二聚体(AlkylKeteneDimer)的简称,属于中性施胶剂类造纸化学品,主要作用是使纸张具有抗水特性;具体分为 AKD 原粉和 AKD 乳液两类产品,AKD 原粉经过乳化制成 AKD 乳液后用于造纸过程中的施胶工序。

AKD 系列施胶剂在同类产品中具有明显的环保优势、成本优势,同时近年国外产能

逐步转移到中国，市场上对 AKD 原粉的需求量每年都在稳定增加。

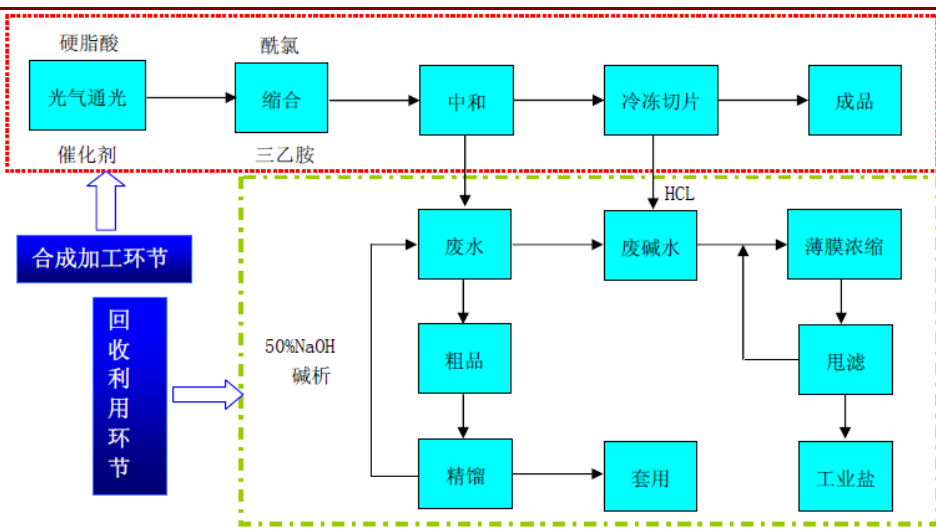
图 3: 造纸化学品分类 (兰色为公司已有产品)



资料来源: 公司招股说明书

随着在造纸化学品领域不断深入发展，公司也逐步改变了单一出售产品的商业模式，开始为下游客户提供高端增值服务。近年公司利用已建立的国内外造纸终端客户网络，结合客户的需求，加强造纸新品研发，为客户提供一揽子系列产品及相关使用方法；在提供基础产品的同时，更专注于提供解决方案的高端增值服务，持续巩固和深化了天马精化在造纸化学品领域的优势。

图 4: 光气合成 AKD 工艺流程



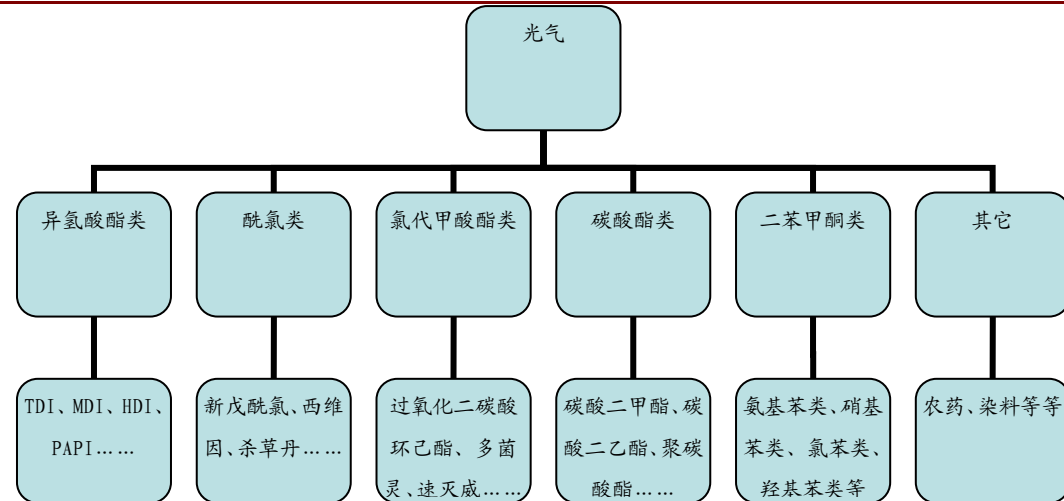
资料来源: 公司招股说明书

2011 年 11 月，公司收购山东天安化工股份有限公司，目前公司持有天安化工 81.43% 股权。天安化工目前拥有光气产能 5 万吨。

光气是 AKD 原粉生产的两大主要原料之一。通过收购天安化工的股权，公司增强了对光气资源的控制，有助于实现造纸化学品系列的产业上下游整合、降低采购成本、提高利润率。

光气作为剧毒化学品，其生产和使用受到国际公约和国家相关部门的严格控制，这使得光气的生产许可证成为一种稀缺资源。光气下游产品（光气衍生产品）众多，具有良好的产业拓展性，从整个中国光气产业的角度来看，全国 260 多万吨/年光气产能，仅直接下游产品就产生接近 370 亿元的市场，平摊到每万吨光气产能所产生的直接下游产品的市场价值为 1.4 亿元/年，发展空间充足。

图 5：光气下游应用领域



资料来源：宏源证券

三、中间体业务：通过 FDA 认证体系，拓展至原料药领域

（一）葡甲胺通过 FDA 审核，盈利能力将大幅提升

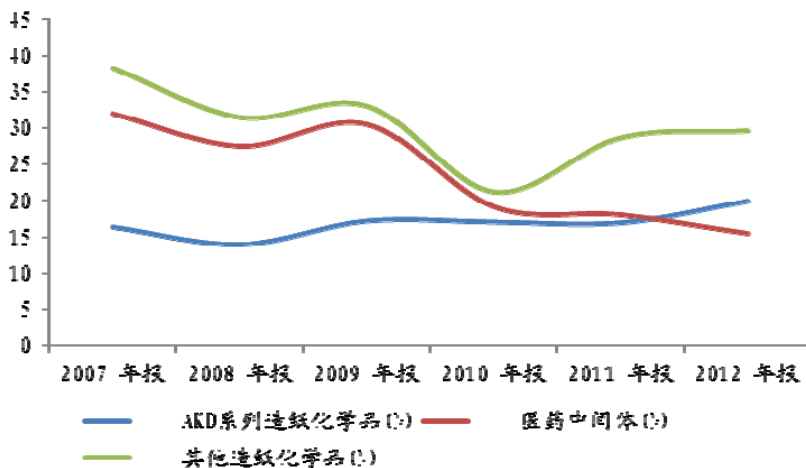
公司的医药中间体产品主要有：A 酯、A 胺、A 醇、保护氨基酸和葡辛胺等，其中 A 酯、A 胺、A 醇可共同归属于氨基酸保护剂，进而制成各类保护氨基酸产品最终用于合成多肽类药物；而 A 胺除了用于合成保护氨基酸之外，还是普利类、那韦类、曲坦类等药物的主要中间体产品，被广泛应用于抗病毒、心脑血管等药物的生产。

为了成功进入欧美主流医药市场，公司定位于高级中间体的研发和生产商，在文件和法规研究上投入大量的资源。从 2007 年开始，公司开始在浒关工厂内建立、完善和严格执行 GMP 质量体系 and EHS 的安全，环保和员工健康体系。

2013 年 4 月 12 日公司公告，公司收到美国食品药品监督管理局(简称“FDA”)的书面通知，公司的“葡甲胺（Meglumine）”生产工厂已经通过 FDA 的 cGMP（药品生产管理规范）审核。

我国生产高级医药中间体产品的企业主要面向国外客户，而且世界大型制药公司对于合作厂家的要求是非常严格，涉及对生产管理系统的专业 GMP 认证、ISO 的认证，对员工安全、健康、社会环保责任 EHS 系统的认证，对研发能力及新技术、新工艺从实验室规模到中试生产再到商业化生产的快速实现能力的要求，对公司规模化特定反应类型和反应能力的要求，对企业员工专业化培训机制的要求，以及对专业化销售服务的要求等生产经营的各个方面，而且其要求往往高于行业的或者国家的标准。

图 6: 公司几种主要产品毛利率



资料来源: 宏源证券

公司通过美国 FDA 审核, 标志着公司转型升级的阶段性进展, 将进一步提升公司在专业领域的形象和品牌, 拓宽国际高端市场, 提升附加值。根据公司近年的年报数据, 2010-2012 年医药中间体产品毛利下降明显, 主要原因是这期间公司生产中严格按照 GMP 认证体系执行, 而成品销售多以工业品的价格出售。随着公司 GMP 认证工作逐步完成, 产业升级的目标也逐步达成, 产品盈利能力将有飞跃式的提升。

(二) 收购天立原料药, 拓展到下游领域

近期公司公告, 收购苏州天立原料药有限公司 (简称“天立原料药”) 100% 股权。

天立原料药系由苏州天马医药集团天吉生物制药有限公司 (简称“天吉生物”) 派生分立, 于 2013 年 4 月 25 日新设的一家专业从事原料药生产、销售的有限公司。分立后的天立原料药承继了天吉生物的原料药部分所涉及的业务。

公司将在完成本次对天立原料药股权收购的同时, 对天立原料药进行吸收合并, 对浒关工厂、沈巷工厂两处生产基地的原料药业务重组。天立原料药尚在有效期内的原料药生产批件有胞磷胆碱钠、枸橼酸喷托维林、氟康唑、瑞巴派特、硫酸氢氯吡格雷等五个品种, 正在沈巷工厂实际生产。

随着公司国内 GMP 和国外 FDA 等认证工作的逐步推进, 公司的医药中间体和原料药业务将逐步进入快速发展阶段, 产能不足将成为制约业务发展的瓶颈, 公司需要扩大产能、扩充车间, 满足未来市场需求。

通过收购天立原料药的股权, 有利于公司加快在国家药监局申请相关原料药品种药证的获批时间。同时, 公司的产业链将延伸至医药中间体的下游原料药, 这为公司的未来发展开辟了新的增长点。

四、募投项目: 完善产业布局, 提升增长动力

根据公司非公开发行股票预案, 本次非公开发行股票底价为 8.90 元/股, 发行不超过 52971955 股新股, 募集资金主要投向以下几个项目。

根据公司公告, 2 万吨 AKD 原粉项目达产后, 每年可实现净利润 2374.52 万元。天

安化工 5 万吨光气改扩建项目，达产后每年净利润为 7595.88 万元，同时该项目也为公司进一步扩大光气下游产品规模提供原料。

表 1: 募集资金投向

| 项目 | 项目投资总额 (万元) | 已投入金额 (万元) | 募集资金拟投入金额(万 元) | 实施主体 |
|--|----------------|---------------|-------------------|-------|
| 新建 20000 吨/年 AKD 原粉项目 | 7399.62 | 1151.67 | 6247.95 | 天安化工 |
| 改扩建 50000 吨/年光气及光气化衍生 产品项目 | 23508.20 | 59.72 | 23448.48 | 天安化工 |
| 新建 5000 吨/年氯甲酸酯、1000 吨/ 年氯甲基异丙基碳酸酯项目 | 5736.62 | 1344.27 | 4236.62 | 天安化工 |
| 10000 吨/年 AKD 原粉、3000 吨/年氯 乙酸甲酯、50 吨/年 TRP 催化剂、180 吨/年 DBSO 技改项目 | 13738.65 | 848.99 | 12889.66 | 纳百园化工 |
| 合计 | 50383.09 | 3404.65 | 46822.71 | |

资料来源：公司公告

新建 5000 吨/年氯甲酸酯、1000 吨/年氯甲基异丙基碳酸酯项目，生产的产品可用作抗艾滋病和乙肝药物替诺福韦的中间体，或者是用于聚合物引发剂生产用的原料，如氯甲酸异丙酯、氯甲酸异辛酯等。由于国内进行光气生产的企业大都是农药生产企业，光气质量普遍达不到精细化学品要求的指标，本项目生产的氯甲酸酯类产品与国内产品相比具有质量竞争优势，可以达到替代进口产品的质量水准，由于进口产品的价格与国内产品的价差明显，本项目生产的氯甲酸酯类产品可以获得较大的价格优势空间。预计该项目达产后年净利润 2468.59 万元。

10000 吨/年 AKD 原粉、3000 吨/年氯乙酸甲酯、50 吨/年 TRP 催化剂、180 吨/年 DBSO 技改项目中，氯乙酸甲酯是全资子公司纳百园的主要原材料，用于主打产品丙二腈和氰基乙酰胺的生产。年产 3000 吨氯乙酸甲酯项目投入生产后，可以大幅降低丙二腈和氰基乙酰胺的生产成本，提高市场竞争力和盈利水平。DBSO 是抗感染类药物的重要医药中间体，该类药物是由国外某知名医药公司开发的一种 β -内酰胺酶抑制剂，其复方制剂可有效地治疗临床中比较难以治愈的医源性肺炎。该项目达产后预计年净利润 3642.20 万元。

五、盈利预测

盈利预测假设：2013 - 2015 年，公司几种主要产品销量分别如下。AKD: 50000 吨、58000 吨、65000 吨；其它造纸化学品: 40000 吨、50000 吨、60000 吨；医药中间体: 2500 吨、2700 吨、3000 吨。

随着公司定增项目陆续投产，公司产业链逐步完善，生产成本将有明显下降；另外公司 GMP 认证工作正在推进，未来产品售价将大幅提升。这将大大提升公司的盈利空间。

假设 2013 年公司完成定向增发，新股发行量为 52971955 股。

根据以上条件，预计公司 2013 - 2015 年 EPS 分别为 0.49 元、0.72 元、0.97 元，对应 PE 分别为 24.8 倍、16.8 倍、12.5 倍；EPS（摊薄后）分别为 0.40 元、0.59 元、0.79 元。公司转型阶段接近尾声，近年业绩将有快速提升，首次给予“增持”评级。

表 2: 预测财务报表 (百万元)

| 利润表 | 2013E | 2014E | 2015E | 资产负债表 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1509.01 | 1770.91 | 2047.01 | 货币资金 | 15.09 | 209.25 | 316.14 |
| 减: 营业成本 | 1213.41 | 1392.42 | 1580.00 | 应收和预付款项 | 642.64 | 507.88 | 817.98 |
| 营业税金及附加 | 4.65 | 5.45 | 6.30 | 存货 | 207.56 | 194.59 | 261.73 |
| 营业费用 | 52.61 | 61.74 | 71.37 | 其他流动资产 | 0.90 | 0.90 | 0.90 |
| 管理费用 | 80.74 | 94.75 | 109.53 | 长期股权投资 | 2.86 | 2.86 | 2.86 |
| 财务费用 | 17.26 | 8.53 | 0.30 | 投资性房地产 | 1.41 | 1.13 | 0.85 |
| 资产减值损失 | 4.32 | 4.32 | 4.32 | 固定资产和在建工程 | 864.90 | 751.27 | 637.64 |
| 加: 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 无形资产和开发支出 | 155.49 | 142.36 | 129.23 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产总计 | 1890.85 | 1810.24 | 2167.33 |
| 营业利润 | 136.03 | 203.69 | 275.20 | 短期借款 | 206.66 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 其他非经营损益 | 5.86 | 5.86 | 5.86 | 应付和预收款项 | 273.43 | 221.36 | 339.55 |
| 利润总额 | 141.89 | 209.55 | 281.06 | 长期借款 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 减: 所得税 | 21.28 | 31.43 | 42.16 | 其他负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 120.61 | 178.12 | 238.90 | 负债合计 | 505.09 | 246.36 | 364.55 |
| 减: 少数股东损益 | 3.37 | 4.98 | 6.68 | 股本 | 292.97 | 292.97 | 292.97 |
| 归属母公司股东净利润 | 117.23 | 173.14 | 232.22 | 资本公积 | 693.21 | 693.21 | 693.21 |
| 现金流量表 | 2013E | 2014E | 2015E | 留存收益 | 360.33 | 533.47 | 765.69 |
| 经营性现金净流量 | 5.67 | 400.24 | 97.44 | 归属母公司股东权益 | 1346.51 | 1519.65 | 1751.87 |
| 投资性现金净流量 | -455.02 | 4.98 | 4.98 | 少数股东权益 | 39.25 | 44.23 | 50.91 |
| 筹资性现金净流量 | 404.42 | -211.07 | 4.47 | 股东权益合计 | 1385.76 | 1563.88 | 1802.78 |
| 现金流量净额 | -44.92 | 194.16 | 106.89 | 负债和股东权益合计 | 1890.85 | 1810.24 | 2167.33 |

资料来源: 宏源证券, 公司公告

作者简介:

祖广平: 宏源证券研究所石油化工行业化工行高级研究员, 上海交通大学大学化学工程与工艺学士; 金融学硕士。
 主要覆盖领域: 化工新材料, 民爆, 涂料, 染料, 日化及部分农化。

机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 手机号 | 手机号 | 邮箱 |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 | 010-88085978 | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com |
| | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 | zhaojia@hysec.com |
| | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | 李岚 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| 华南区域 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | 赵越 | 0755-33968162 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 胡玉峰 | 010-88085843 | 15810334409 | huyufeng@hysec.com |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。