

天马精化 (002453.SZ) 化学原料行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市价(人民币): 12.11元

目标(人民币): 13.75元

布局完毕, 蓄势待发

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	118.75
总市值(百万元)	29.06
年内股价最高最低(元)	12.18/7.28
沪深300指数	2614.85
中小板指数	5834.99



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.632	0.304	0.462	0.667	0.910
每股净资产(元)	6.23	3.04	4.40	4.86	5.51
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.16	0.09	0.28	0.45
市盈率(倍)	31.00	30.17	26.36	18.25	13.39
行业优化市盈率(倍)	16.35	26.17	25.82	25.82	25.82
净利润增长率(%)	32.07%	-3.84%	52.20%	44.40%	36.35%
净资产收益率(%)	10.13%	10.00%	8.68%	11.37%	13.67%
总股本(百万股)	120.00	240.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **AKD 造纸施胶剂一家独大:** 公司是国内造纸化学品唯一一家上市公司, 目前拥有 AKD 原粉产能 4 万吨/年, 乳液 1.2 万吨/年, 市场占有率超过 50%。由于环保因素和成本压力等原因, 原先主要竞争对手纷纷退出或缩减规模, 天马精化一家独大, 天马价格已成为市场标杆, 未来若原粉价格上涨 1000 元, 则 EPS 上升 0.1 元, 盈利弹性巨大。
- **战略布局调整完毕:** 公司最近两年进行了一系列的收购与整合, 先后收购山东天安(取得光气资源), 南通纳百园(未来中间体业务集中平台), 天立原料药(集团原料药资产), 公司本部则转型为医药中间体及原料药。至此, 公司造纸化学品业务、光气及衍生物业务、中间体业务、原料药业务四大业务板块已清晰呈现。
- **医药中间体业务毛利拐点已至:** 前两年由于收购整合、技改搬迁等原因, 公司医药中间体业务毛利率从 20% 下滑至 15%。我们预计随着公司三大基地正常运转, 整合效应将显现, 医药中间体毛利水平有望重新返回 20% 水平。
- **原料药业务将成重要增长点:** 随着公司 GMP、FDA 认证的开展, 原有产品等级从工业级跃升至原料药级别, 毛利率水平将大幅提升。天立原料药的注入带来了批文、认证、客户等方面的资源, 有利于公司快速提升公司在原料药业务方面的实力。预计 2014 年后, 医药中间体及原料药将占公司营收 50%。
- **定增项目盈利能力突出:** 公司定增项目围绕光气、中间体和 AKD 产能调整展开。目前定增项目均已开始建设, 预计今年年底前所有定增项目将建成投产。刨除 AKD, 其余项目净利润预计将超过 1.2 亿元, 是现有业务净利润的一倍以上。

估值与投资建议

- 我们认为公司战略布局已成形, 业绩扰动因素大幅减少, 定增项目提供充足的业绩增长动力。假设增发 5000 万股, 摊薄后 EPS 分别为 0.38、0.55、0.75 元, 对应当前的 PE 分别为 32 倍、22 倍和 16 倍, 首次给予增持评级, 目标价 13.75 元。

风险

- 项目进展不达预期的风险, 市场开拓不达预期的风险。

蒋明远 联系人
(8621)60753922
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

产业布局调整完毕，迎来二次跨越	4
战略性收购山东天安，打造光气及衍生物业务平台	4
收购南通纳百园化工，成为公司中间体业务新平台	6
天立原料药注入，原料药业务将成公司未来快速发展的引擎	7
整合已定，盈利将回归常态	8
增发方案获证监会核准，扩充新基地实力	9
AKD 龙头地位稳固，业务平稳发展	10
AKD 施胶剂行业垄断格局已现	10
中性施胶趋势延续，AKD 主流造纸施胶剂地位不变	11
造纸业结构升级，造纸化学品高端化趋势明确	13
造纸化学品：全球市场集中度高，使用量反映造纸业发展水平	13
造纸行业结构调整给造纸化学品带来发展机遇	14
估值及投资建议	15
主要假设	15
估值与投资建议	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1: 整合后公司主要业务平台一览	4
图表 2: 光气下游衍生品种类	5
图表 3: 硬脂酸及棕榈油价格走势	6
图表 4: AKD 及乳液的生产流程简图	6
图表 5: 公司医药中间体下游客户	6
图表 6: 公司中间体产品产能	7
图表 7: 公司主要医药中间体介绍	7
图表 8: 公司医药中间体及原料药主要品种	8
图表 9: 公司医药中间体产品毛利率有望回升	8
图表 10: 公司未来产业布局清晰	8
图表 11: 增发项目基本情况	9
图表 12: 增发项目产品介绍	9
图表 13: 天马精化 AKD 产品营收持续增长	10
图表 14: 2012 1H AKD 及造纸化学品营收占比超 50%	10
图表 15: 2012 1H 公司各主营业务毛利率水平	10
图表 16: 国内主要 AKD 原粉生产企业	10
图表 17: 天马精化 AKD 及其他造纸化学品毛利率水平	11

图表 18: 施胶减缓纸张对水或墨水的吸收和对渗透.....	11
图表 19: 施胶和未施胶纸张的印刷区别 (左图未施胶)	11
图表 20: 浆内施胶剂发展历程	12
图表 21: 中性、酸性抄纸性能比较	12
图表 22: 施胶剂分类	12
图表 23: 各类施胶剂的应用占比	12
图表 24: 专用造纸化学品类型及天马精化涉足范围	13
图表 25: 2009 年全球领先的制浆造纸化学品公司营收.....	13
图表 26: 制浆造纸原料组成.....	13
图表 27: 国内造纸总量上升, 增速波动性大.....	14
图表 28: 中、美、日三国造纸总产量与造纸化学品消费量全球占比比较	14

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

产业布局调整完毕，迎来二次跨越

- 公司通过一系列的资本运作，从原先的一个基地（苏州）两大业务（造纸化学品、中间体），扩展为三个基地（苏州、山东、南通）四大业务（造纸化学品、中间体、光气及衍生品、原料药）。
- 随着公司产业布局的完善及整合的初步实施，重新优化布局后的天马精化将实现成本优化、产品优化、结构优化，公司将迎来上市后第二轮快速发展期。

图表1: 整合后公司主要业务平台一览

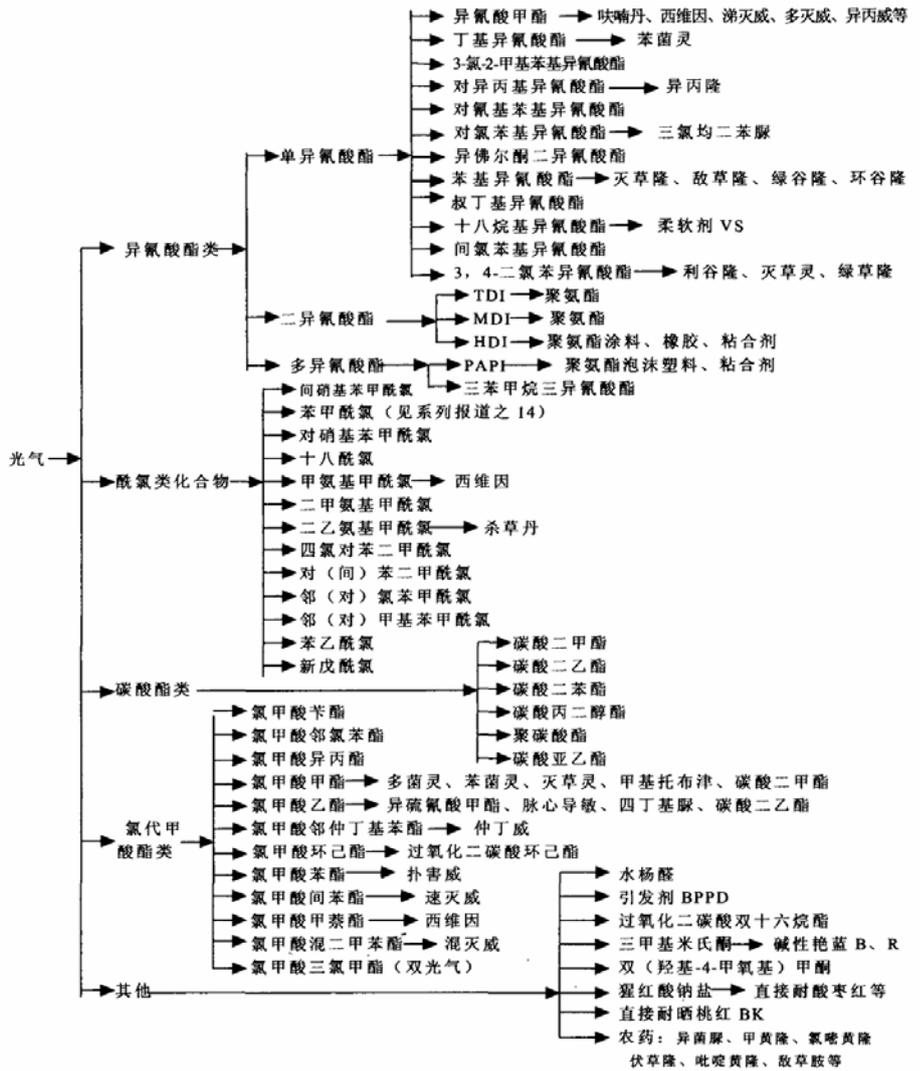
类别	天马精化 (母公司)	天禾化学品 (子公司)	山东天安 (收购)	南通纳百园 (收购)	天立原料药 (资产注入)
注册资本	24,000 万元	3,000 万元	5,800 万元	4,000 万元	4,500 万元
控股比例	-	100%	81.43%	100%	100%
生产地址	苏州	苏州	山东	南通	苏州
经营范围	原料药 医药中间体	造纸化学品	光气及光气化衍生品 AKD	医药中间体 AKD	原料药
2012 年销售收入	68,198 万元	20,399 万元	14,985 万元	13,792 万元	11,125 万元
2012 年净利润	3,957 万元	1,890 万元	1,100 万元	1,025 万元	644 万元

来源：国金证券研究所 公司资料

战略性收购山东天安，打造光气及衍生物业务平台

- 公司 2011 年 11 月和 2012 年 3 月和 4 月分别收购山东天安股权，目前共持有山东天安股权 81.43%，随着增发的实施，未来股权比例将进一步上升。山东天安将成为公司光气及其下游衍生品的生产基地。
- 光气是一种重要的有机中间体，在农药、医药、工程塑料、聚氨酯等方面上广泛应用。近年来我国光气产能、产量逐年增加。目前我国拥有光气生产资格的企业有 46 家，全国 260 多万吨/年光气产能，除了异氰酸酯外，大部分集中于农药企业里面。由于光气剧毒，受联合国公约所约束，国内也属于管制产品，已基本不再新增精细化工（包括农化）用途的光气生产许可证。因此，光气生产许可证是化工行业各企业争夺较为激烈的重要资源。

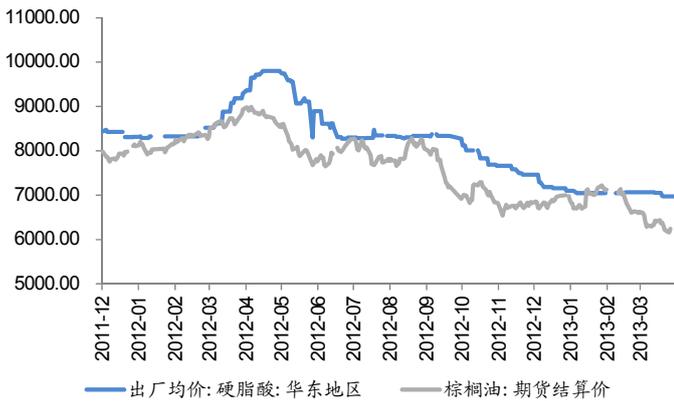
图表2: 光气下游衍生品种类



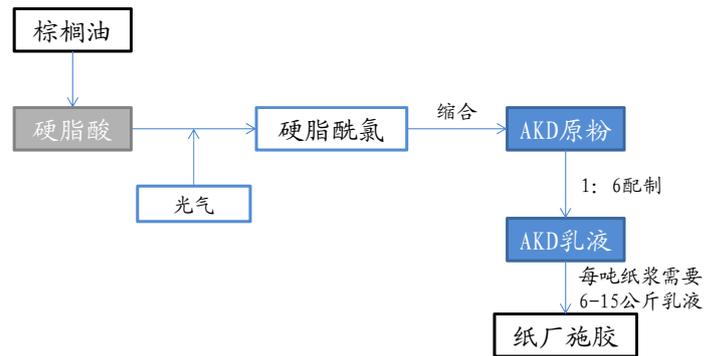
来源: 国金证券研究所《化工中间体》

- 从 AKD 的生产和成本分析看，硬脂酸和光气是 AKD 原粉成本的最大部分。实际生产中，1 吨硬脂酸+0.4 吨光气可产生 1.05 吨硬脂酸酰氯，1 吨 AKD 原粉需耗用 1.158 吨硬脂酸酰氯。

图表3: 硬脂酸及棕榈油价格走势



图表4: AKD 及乳液的生产流程简图



来源: 国金证券研究所 隆众石化

- 硬脂酸作为棕榈油的下游，是类大宗产品，价格呈现较强的波动特征，一般采取随行就市的采购原则。光气作为一种受到管制的化学品，一般企业很难获得生产许可，资源属性强。以前公司光气通光需委托相关公司进行，一般每吨光气的加工费在 2500 元左右。公司通过收购山东天安化工，获得了宝贵的光气产能，直接降低了公司生产成本。按照光气单吨成本 1000 元计算，相当于单吨光气降低 1500 元，折合 AKD 原粉的成本则下降 600 元左右。
- 山东天安目前拥有 2 万吨光气产能，并获得了 3 万吨的扩建批文。目前公司山东天安 2 万吨改造已经基本完成，今年还将建设 3 万吨的新光气产能。公司通过收购天安获得宝贵光气资源，保证了公司 AKD 通光的需求，降低公司成本。另外公司还将围绕光气发展下游产品，包括如小异氰酸酯、氯甲酸酯、农药及中间体等，也可以对外开展定制生产服务。

收购南通纳百园化工，成为公司中间体业务新平台

- 公司 2011 年 8 月全资收购南通南通纳百园化工，由于苏州浒关工厂进行 GMP 改造，未来升级为原料药车间，因此，目前公司现有的医药中间体产能将逐步转移至纳百园工厂，纳百园将成为公司未来医药中间体生产新基地。

图表5: 公司医药中间体下游客户

中间体	下游客户
氨基酸保护剂及保护氨基酸	葛兰素-史克、雅培、默沙东、惠氏、赛诺菲-安万特、阿斯利康、SK、罗氏、安替比奥、庄信万丰、巴亨、DSM、强生
葡辛胺	拜尔

来源: 国金证券研究所 公司公告

- 目前公司的医药中间体业务主要以氨基酸保护剂及保护氨基酸、葡辛胺、TICC, CMPP 等为主，合计产能 1120 吨。下游客户主要为各国际医药大厂。另外，增发项目氟乙酸乙酯、TRP 催化剂、DBSO 等也将进入纳百园。

图表6: 公司中间体产品产能

项目	产能
氨基酸保护剂系列	430
其中 A 胺	380
保护氨基酸系列	60
定制加工类医药中间体	140
TICC	60
CMPP	80
葡辛胺系列及其他医药中间体	490
合计	1120

来源: 国金证券研究所

- 另外由于南通周边的大纸厂对于 AKD 需求量较大, 公司也将在纳百园布局建设 1 万吨 AKD 产能。

图表7: 公司主要医药中间体介绍

产品名称	用途介绍
A 酯 (氨基酸保护剂)	主要用做制备 Fmoc 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 (氨基酸保护剂)	N-羟基琥珀酰亚胺, 主要用做制备氨基酸保护剂茚甲氧羰琥珀酰亚胺 (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	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	主要用作萘普生, 酮洛芬, 氟比洛芬等抗炎药的手性拆分剂。
TICC	一种高级医药中间体, 主要应用于抗病毒药物、抗肿瘤药物奈非那韦和沙喹那韦的生产
CMPP	由苯异丙酸钠进一步加工合成的一系列医药中间体产品的统称, 主要应用于抗炎药洛索洛芬钠、胃药 Reba 等药物的生产

来源: 国金证券研究所 公司公告

天立原料药注入, 原料药业务将成公司未来快速发展的引擎

- 原料药业务未来将成为公司核心业务之一。目前公司苏州浒关基地已经逐步转型为原料药和医药中间体产品生产基地, 为加速公司原料药业务的发展, 天马精化现金 9,894.86 万元收购控股股东天马集团及其他股东所持有的天立原料药 100% 股权。同时, 通过收购公司直接获得了生产胞磷胆碱钠、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的相关批文许可和资质认证以及原先积累的优质客户资源。

图表8: 公司医药中间体及原料药主要品种

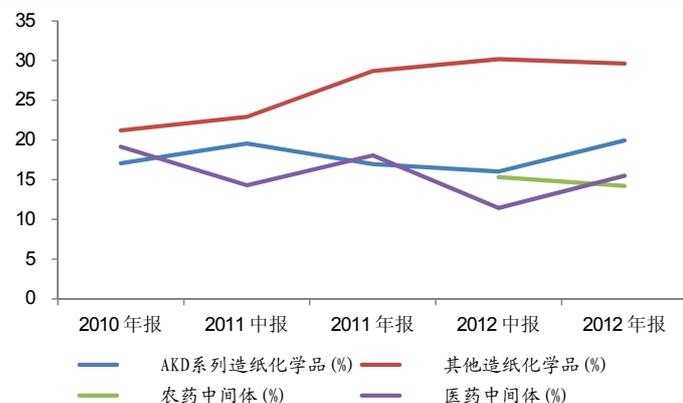
品种	适应症	备注
瑞巴派特	胃溃疡、急性胃炎、慢性胃炎的急性加重期胃粘膜病变	中国最大生产供应商。主要市场在中国、日本、韩国、印度、俄罗斯, 仅日本 200 吨/年、韩国 150 吨/年、中国 (未来) 更大; 改造规模 70 吨/年、未来规模 150 吨/年
胞磷胆碱钠	急性颅脑外伤、脑手术后意识障碍、脑中风所致的偏瘫, 及其他中枢神经系统急性损伤引起的功能和意识障碍	中国最大生产供应商。主要市场在欧洲、印度、中国及保健品应用; 改造规模 60 吨/年、未来规模 100 吨/年 (未含保健品市场预计)
硫酸氢氯吡格雷	主要用于治疗急性心肌梗死, 预防动脉粥样硬化血栓形成	中国最大生产供应商 (原料药)。市场空间巨大, 中国已批准列入医保药品目录; 目标市场: 中国市场, 欧洲市场 (正提交 DMF 文件); 目前规模 20 吨/年、未来规模 100 吨/年
枸橼酸喷托维林	非成隐性镇咳药	技术工艺水平高。国内市场稳定; 搬迁后规模 60 吨/年
氟康唑	吡咯类抗真菌药	有特殊的市场需求; 搬迁后规模 15 吨/年
葡甲胺	诊断用药, 静脉和逆行性尿路造影; 脑、胸、腹及四肢血管造影, 静脉造影及 CT	2012 年 11 月, 联合拜耳 FDA 现场检查; 2013 年 4 月, FDA 认证获批; 目前规模 240 吨/年、未来规模 400 吨/年
研发与申报品种		度洛西汀、莫西沙星等 10 个品种处于待报、在报或待批状态

来源: 国金证券研究所

整合已定, 盈利将回归常态

- 许关基地原先生产 AKD 原粉和医药中间体产品, 2012 年公司战略布局调整, AKD 原粉的生产主要由委外加工基地蓝丰生化和控股子公司天安化工承担, 原分摊至苏州许关工厂 AKD 原粉的公用设施折旧、废水处理、排污等制造费用全部计入医药中间体产品成本, 造成医药中间体产品毛利率的下降。另外, 由于部分生产线进行了改造, 增加了固定成本并带来生产线的开工不足, 也对毛利水平产生明显负面影响。
- 2011-2012 年, 公司逐步调整公司的整体产业布局, 产能搬迁、技术改造、管理对接等因素, 影响公司整体利润水平。目前公司已初步形成苏州许关原料药基地、山东天安光气产业基地、南通纳百园中间体基地三足鼎立的框架。前两年由于收购整合、技改、产能搬迁等原因, 拖累公司中间体与原料药业务毛利率, 我们预计随着公司三大基地运转走向正常, 整合效应将显现, 中间体及原料药毛利水平将逐步提升。

图表9: 公司医药中间体产品毛利率有望回升



来源: 国金证券研究所

图表10: 公司未来产业布局清晰

苏州	山东	南通
<ul style="list-style-type: none"> 原料药基地 造纸化学品 	<ul style="list-style-type: none"> 光气 AKD 农药中间体 	<ul style="list-style-type: none"> 医药中间体 AKD

增发方案获证监会核准，扩充新基地实力

- 公司 3 月 28 日公告，公司增发项目申请经证监会发审委审核通过，增发底价 9.05 元，分红后底价调整为 8.90 元，增发募集资金不超过 47,939.62 万元，发行股票不超过 5,297.1955 万股，建设项目主要集中于山东天安和南通纳百园。主要围绕着光气产业链和中间体展开。
- 目前公司增发项目均已实施，其中部分项目已基本完成建设并投入试生产，预计从今年起就将逐步贡献收益。

图表11：增发项目基本情况

项目	实施地点	净利润	营收	预计达产时间
新建 20000 吨/年 AKD 原粉项目	山东天安	2374.52	27486.8	已试生产
改扩建 50000 吨/年光气及光气衍生产品项目	山东天安	7595.88	54230.1	2014 年初
新建 5000 吨/年氯甲酸酯、1000 吨/年氯甲基异丙基碳酸酯项目	山东天安	2468.59	14017.14	已试生产
10000 吨/年 AKD 原粉、3000 吨/年氟乙酸乙酯、50 吨/年 TRP 催化剂、180 吨/年 DBSO 技改项目	南通纳百园	3642.2	34871.79	已部分试生产
合计		16081.19	130605.83	

来源：国金证券研究所

图表12：增发项目产品介绍

新投产产品	性质	备注
氯甲酸酯	医药中间体、聚合物引发剂	氯甲酸苄酯（医药）、氯甲酸异丙酯、氯甲酸异辛酯（聚合物引发剂），国内进行光气生产的企业光气质量普遍达不到精细化学品要求，公司产品可以达到替代进口产品质量水准
氯甲基异丙基碳酸酯	医药中间体	主要用作抗艾滋病和乙肝药物替诺福韦中间体，替诺福韦是世界卫生组织艾滋病药物治疗指南推荐的艾滋病抗病毒一线药物，在国内被列为国家免费治疗艾滋病抗病毒治疗二线药物
氟乙酸甲酯	医药中间体	纳百园原先两个主打产品丙二腈和氟基乙酰胺的主要原材料，降低生产成本。
TRP	新型氧化漂白催化剂中间体	一种用于纸浆和织物双氧水漂白的高效氧化催化剂中间体使氧化温度和时间缩短一半以上，节省 50% 的双氧水和电能，在确保漂白效能的同时，减少传统氯化漂白、氯化废水中二噁英等成分，有利于环保。目前国内尚无类似最终产品销售。
DBSO	抗感染类药物中间体	主要用于治疗医源性肺炎，该类物质是目前临床效果最佳的 β -内酰胺酶抑制剂。

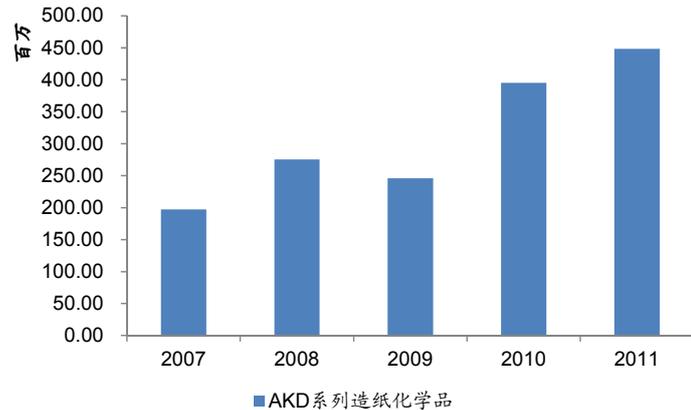
来源：国金证券研究所

AKD 龙头地位稳固，业务平稳发展

AKD 施胶剂行业垄断格局已现

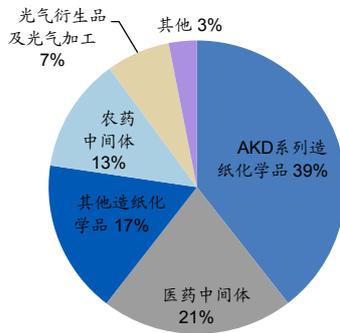
- 公司目前拥有 AKD 原粉产能 4 万吨，乳液产能 1.2 万吨，AKD 原粉市场份额达 50%，拥有极强的市场话语权及定价权。由于天马精化独特的连续化、无溶剂法生产工艺，与竞争对手相比，无甲苯等有机溶剂，属于绿色环保产品，近几年产能扩张一直在持续，盈利水平稳定。

图表13: 天马精化 AKD 产品营收持续增长



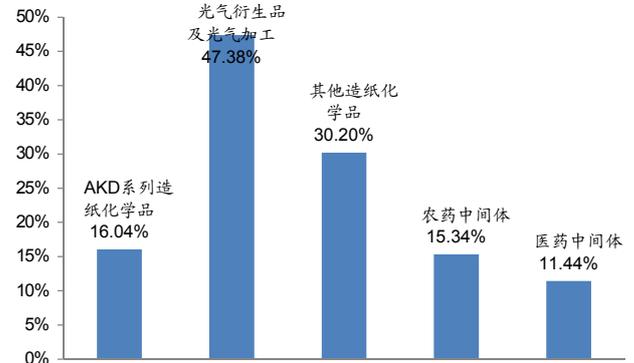
来源：国金证券研究所公司公告

图表14: 2012 1H AKD 及造纸化学品营收占比超 50%



来源：国金证券研究所公司公告

图表15: 2012 1H 公司各主营业务毛利率水平



- 从目前国内的 AKD 施胶剂的市场竞争格局来看，天马精化已经形成一家独大的态势，原先最主要的竞争对手凯米拉和镇江天亿由于各自的原因，竞争力日趋下滑，益海天成虽然规划 6 万吨产能，由于天马精化将 AKD 产品价格控制在一个较低水平，实行典型的**限制性定价策略**，这实际上影响了益海天成的投资决策，未来是否投产存在不确定性。

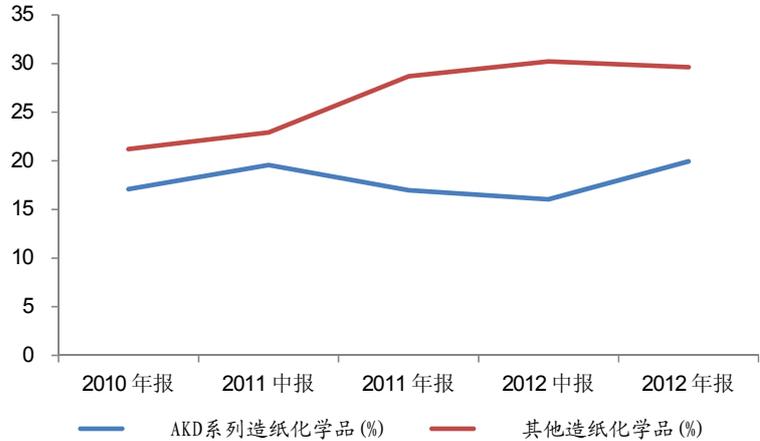
图表16: 国内主要 AKD 原粉生产企业

企业名称	产能	备注
天马精化	4 万吨	进一步优化市场布局
凯米拉	1.2 万吨	开工率较低，实际产量几千吨
镇江天亿	4000 吨	不在化工园区，已逐步停产
益海天成	6 万吨，规划中	具体投产时间不定
其他中小企业	5000 吨以下	竞争力低

来源：国金证券研究所

- 如果益海天放弃 AKD 产品的投资，天马精化的定价策略可能出现变化：即从限制性定价（保持较低利润水平，限制竞争对手进入）变成垄断定价（适当调高利润水平，享受市场垄断带来的高利润）。我们认为观察益海天对 AKD 项目态度的变化将成为判断天马精化 AKD 利润长期拐点的一个重要依据。

图表17: 天马精化 AKD 及其他造纸化学品毛利率水平

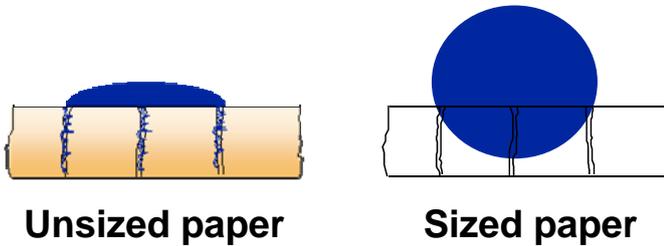


来源：国金证券研究所

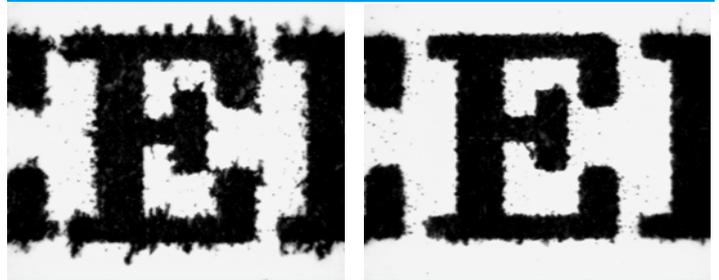
中性施胶趋势延续，AKD 主流造纸施胶剂地位不变

- 施胶是造纸的一道重要工序，其目的是通过一定的工艺方法使纸张表面形成一层憎液性膜，阻止或延缓液体对纤维的渗透和扩散，使纸或纸板具有抗拒液体（特别是水和水溶液）扩散和渗透的性能，因此施胶好坏直接关系到成纸的质量。

图表18: 施胶减缓纸张对水或墨水的吸收和对渗透



图表19: 施胶和未施胶纸张的印刷区别 (左图未施胶)



来源：国金证券研究所

- 从造纸发明到今天，造纸施胶经历了从宣纸的不施胶到松香的酸性施胶，到合成施胶剂的中性施胶，到阴离子分散松香、阳离子分散松香的中性施胶，到中性聚酯的中、碱性施胶。目前中性施胶最为主流。

图表20: 浆内施胶剂发展历程

年代	浆内施胶剂类型	备注
1807年	皂化松香胶	开始使用皂化松香胶, 后来逐步发展了白色松香胶, 均为纸厂自制
1955年	强化松香胶	以顺酐或富马酸改性松香, 再进行皂化处理
1956年	AKD 施胶剂	国际上此时开始投入生产应用, 但我国于 20 世纪 80 年代才开始研究和应用
1975年	酸性乳液松香胶	由美国 Hercules 公司开发
1978年	合成施胶剂 (C3, C4 低聚物)	使用面不广
1984年	阳离子乳液松香胶	在美国大型纸厂中使用较多, 由美国 Hercules 公司开发, 1988 年开始在造纸工业中广泛使用
1987年	低泡型酸性乳液松香胶	此类施胶剂具有低泡性, 更适用于实际应用
1991年	松香系新型中性或近中性施胶剂	由日本荒川公司、播磨化成公司、奥地利 Krems 公司开发, 目前在日本、欧洲的造纸工业中得到广泛推广

来源: 国金证券研究所

- 中性施胶剂最大的意义在于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, 而如果用酸性施胶, 则会出现产生气泡、留着率低下、成纸有针孔等问题, 因此中性施胶成为全球造纸业的趋势。目前欧美的中性施胶比例超过 90%, 国内中性施胶比例也在 60% 以上。

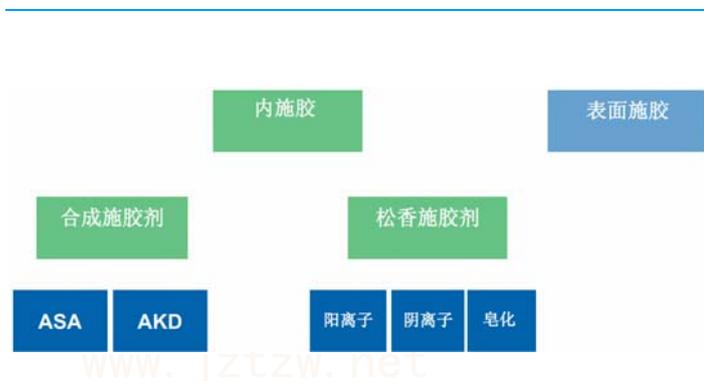
图表21: 中性、酸性抄纸性能比较

特性	中性条件	酸性条件
强度	较强	较差
耐久性	较长, 不易发脆发黄	较短, 易发脆发黄
对纸机及设备腐蚀	轻	重
白水封闭	易	较难
抄纸用水量	少	多
废水处理	容易且量少	较难且量大
市场占比	欧美 90% 以上, 国内 60% 以上	国内中小纸厂仍大量使用

来源: 国金证券研究所

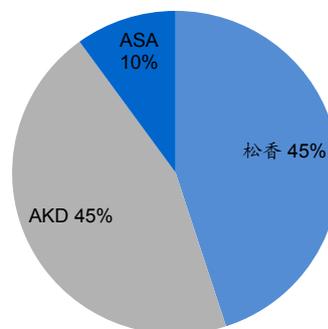
- 目前在全球施胶剂市场中, 主要的施胶剂品种为松香胶、AKD (烷基烯酮二聚体) 和 ASA (烷基酮琥珀酸酐)。目前天马精化已完成 ASA 技术储备, 未来可能成为国内首家能够生产 ASA 施胶剂并为纸厂配套的本土企业。

图表22: 施胶剂分类



来源: 国金证券研究所

图表23: 各类施胶剂的应用占比

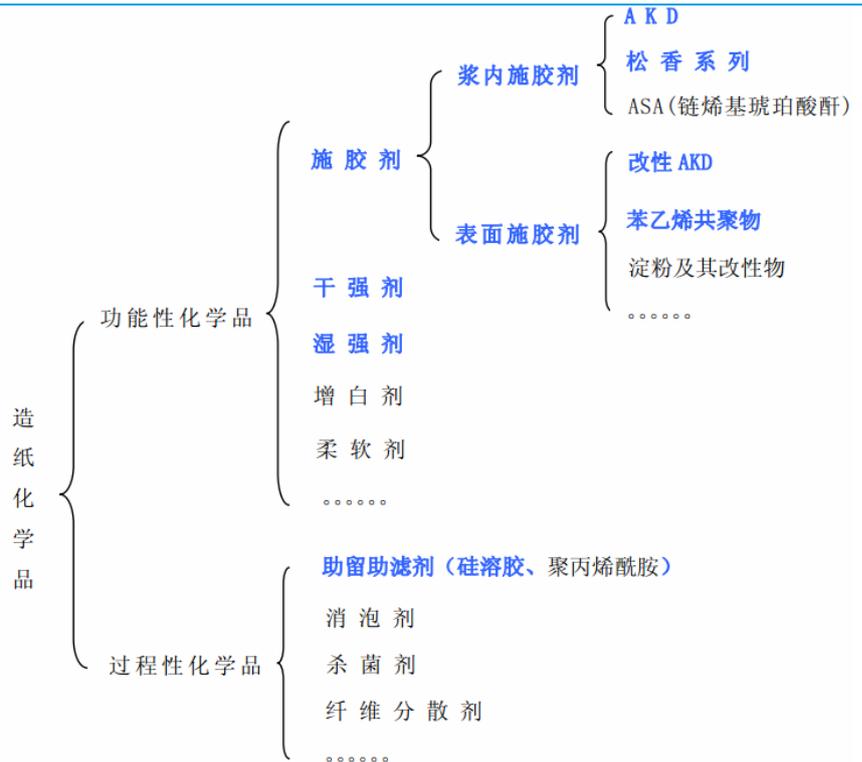


造纸业结构升级，造纸化学品高端化趋势明确

造纸化学品：全球市场集中度高，使用量反映造纸业发展水平

- 全球制浆造纸化学品市场消费规模为 330 亿美元，其中，专用化学品消费规模为 160 亿美元，普通制浆和造纸化学品消费规模为 170 亿美元。
- 普通化学品包括制浆、漂白过程中用到的氯气、氧气、过氧化氢、钠盐、填料、颜料和铝化合物等，专用化学品又分为功能性化学品与过程性化学品两大类。

图表24：专用造纸化学品类型及天马精化涉足范围



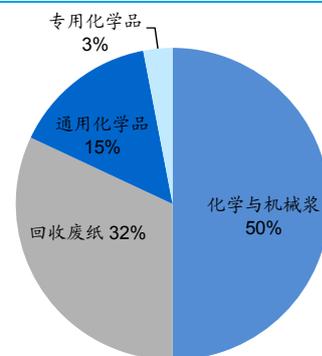
来源：国金证券研究所公司公告注：蓝色为天马精化目前业务范围

- 从全球来看，造纸化学品的市场集中度较高，前五名的造纸化学品企业占全球份额超过 60%。从制浆造纸的成本结构看，专用化学品占成本比重仅为 3%，但是却对纸张的性能起着关键性的作用。因此，造纸化学品的用量和发展水平从一个侧面反映了一个国家造纸行业的水平。

图表25：2009 年全球领先的制浆造纸化学品公司营收

公司	造纸化学品业务年收入/百万欧元
巴斯夫	1326
凯米拉	906
亚什兰	*900
阿克苏诺贝尔	776
陶氏化学	670
纳尔科	*666
科莱恩	308

图表26：制浆造纸原料组成

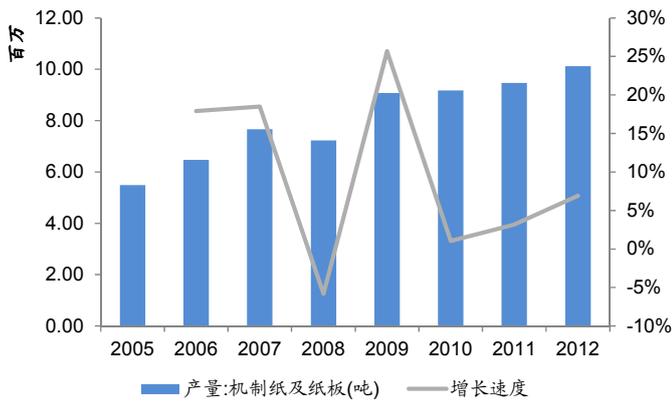


来源：国家造纸化学品工程研究中心 国金证券研究所注：*以美元计算

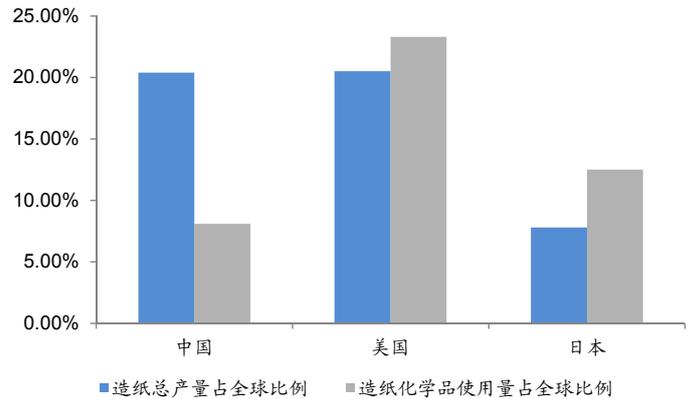
造纸行业结构调整给造纸化学品带来发展机遇

- 中国造纸行业近几年发展迅猛，造纸总产量位居世界第一，但是造纸化学品行业尚无国际性大公司，普遍水平较低。从造纸化学品消费量和造纸总量的比例来看，2008年中国造纸总量占全球20.4%，仅次于美国的20.5%，位于第三位的是日本，占全球造纸比例为7.8%。但是从造纸化学品的总量上来看，中国造纸化学品的消费仅占全球的8.1%，而美国和日本则分别为23.3%和12.5%。
- 目前国内造纸用化学品的销售额大致为500亿~600亿元人民币，与国际上高度集中化的造纸化学品市场相比较，我国造纸化学品市场尚处于高度分散的状态，企业数量众多，规模相对较小。

图表27：国内造纸总量上升，增速波动性大



图表28：中、美、日三国造纸总产量与造纸化学品消费量全球占比比较



来源：国金证券研究所《造纸化学品》

- 近几年行业处于低景气状态，产业整合加剧，国内造纸行业规模化方向发展趋势仍在继续，纸品的高档化、品种多样化以及纸机大型化、印刷技术快速发展，给造纸化学品行业带来巨大的发展空间和机遇。
- 由于大纸厂并不承担造纸化学品的生产和应用，相应的产品及服务均由造纸化学品生产企业来提供。同时，多种化学品的综合应用技术研究将是造纸化学品技术发展的重中之重。这些恰恰给国内优秀的造纸企业带来了绝佳的发展机会。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

估值及投资建议

主要假设

- 光气: 山东天安 5 万吨光气改扩建项目第一步 2 万吨改造目前已经完成, 2013 年 2 万吨光气完全发挥效益。3 万吨光气扩建项目预计今年年底前建设完毕, 2014 年后逐步达产, 假设 2014 年达产 50%, 2015 年完全达产。
- AKD: 山东天安 2 万吨 AKD 原粉项目中 1 万吨已经建成投产, 另外 1 万吨已经进入设备安装调试阶段, 预计今年年中将建设完成。假设天安 2 万吨 AKD 原粉 2013 年产量 1.5 万吨, 2014 年满产, 南通 1 万吨 AKD 2014 年满产。
- AKD 净利润: 随着天安光气产量的逐步上升, 公司委外通光加工的 AKD 数量逐步减少, 由于自备光气, 山东天安和南通的 AKD 平均吨净利润增加 600 元。
- 南通增发项目: 2013 年项目建设完毕, 2014 年后逐步达产, 第一年达产 50%, 第二年完全达产。
- 苏州浒关 GMP 改造对生产影响逐渐消除, 预计未来毛利水平逐步提升。
- 假设增发顺利实施, 增发价格 9.5 元, 增发 5000 万股。
- AKD 价格每上涨 1000 元, 对 EPS 影响 0.125 元 (增发摊薄后: 0.103 元), 弹性巨大。

估值与投资建议

- 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为: 0.46 元、0.67 元和 0.91 元 (增发摊薄前), 对应当前股价的 PE 分别为: 26.36 倍、18.25 倍和 13.39 倍。若按照增发 5000 万股计算, 则摊薄后 EPS 分别为 0.38 元、0.55 元和 0.75 元, 对应当前股价的 PE 分别为 31.85 倍、22.05 倍和 16.17 倍。
- 我们认为, 公司布局调整基本完毕, 影响业绩的不确定因素在逐步消除, 随着增发项目的实施, 公司未来两年业绩增长具有较强的确定性。业务方面, 公司在造纸化学品特别是 AKD 施胶剂方面已经具备定价权, 市场竞争结构正在朝着有利于公司的方向发展, 具备较强的盈利弹性。中间体和原料药业务属于公司成长性业务, 也是公司未来两年业务增长的主要动力, 光气具备较强资源属性, 盈利稳定性好, 光气衍生品开发将带来更高盈利能力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	678	874	1,044	1,282	1,648	2,087	货币资金	307	155	75	152	150	150
增长率		28.8%	19.5%	22.8%	28.6%	26.7%	应收款项	184	272	294	433	556	705
主营业务成本	-550	-705	-825	-1,005	-1,281	-1,599	存货	88	122	143	138	175	219
%销售收入	81.0%	80.6%	79.0%	78.4%	77.7%	76.6%	其他流动资产	46	65	49	62	79	98
毛利	129	169	219	276	367	488	流动资产	626	614	561	785	961	1,172
%销售收入	19.0%	19.4%	21.0%	21.6%	22.3%	23.4%	%总资产	67.2%	51.4%	44.6%	50.3%	52.2%	56.0%
营业税金及附加	-3	-2	-3	-4	-5	-6	长期投资	25	27	5	6	5	5
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	224	394	519	668	766	802
营业费用	-23	-29	-38	-46	-58	-73	%总资产	24.0%	33.0%	41.2%	42.8%	41.6%	38.3%
%销售收入	3.5%	3.3%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	无形资产	55	156	169	101	106	111
管理费用	-32	-41	-70	-83	-107	-136	非流动资产	305	580	697	776	879	920
%销售收入	4.7%	4.7%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	32.8%	48.6%	55.4%	49.7%	47.8%	44.0%
息税前利润 (EBIT)	71	97	108	143	197	273	资产总计	931	1,194	1,257	1,561	1,839	2,092
%销售收入	10.4%	11.1%	10.4%	11.2%	12.0%	13.1%	短期借款	60	207	289	0	92	91
财务费用	-5	-6	-16	-9	-2	-5	应付款项	159	137	158	174	222	277
%销售收入	0.8%	0.7%	1.5%	0.7%	0.1%	0.2%	其他流动负债	6	13	16	47	52	58
资产减值损失	-5	-1	-7	0	0	0	流动负债	226	357	463	221	366	426
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	25	25	25	26
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	4	4	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	226	361	492	246	391	452
营业利润	61	89	85	134	196	268	普通股股东权益	698	751	729	1,277	1,408	1,598
营业利润率	9.0%	10.2%	8.2%	10.5%	11.9%	12.9%	少数股东权益	7	82	36	38	40	42
营业外收支	8	2	7	7	7	7	负债股东权益合计	931	1,194	1,257	1,561	1,839	2,092
税前利润	68	92	93	141	203	275	比率分析						
利润率	10.1%	10.5%	8.9%	11.0%	12.3%	13.2%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-11	-14	-18	-28	-41	-55	每股指标						
所得税率	15.7%	15.5%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.478	0.632	0.304	0.462	0.667	0.910
净利润	58	77	75	113	162	220	每股净资产	5.821	6.232	3.036	4.404	4.856	5.509
少数股东损益	0	2	2	2	2	2	每股经营现金净流	-0.137	-0.189	0.161	0.086	0.281	0.447
归属于母公司的净利润	57	76	73	111	160	218	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	8.5%	8.7%	7.0%	8.7%	9.7%	10.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.22%	10.13%	10.00%	8.68%	11.37%	13.67%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	6.17%	6.36%	5.80%	7.11%	8.71%	10.44%
净利润	58	77	75	113	162	220	投入资本收益率	7.79%	7.87%	8.07%	8.54%	10.09%	12.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	30	34	54	37	47	59	主营业务收入增长率	57.21%	28.82%	19.47%	22.76%	28.57%	26.68%
非经营收益	0	6	7	4	-2	1	EBIT增长率	19.39%	37.03%	11.50%	32.25%	38.00%	38.42%
营运资金变动	-104	-145	-97	-129	-125	-150	净利润增长率	24.09%	32.07%	-3.84%	52.20%	44.40%	36.35%
经营活动现金净流	-16	-27	39	25	82	130	总资产增长率	66.40%	27.98%	5.50%	24.20%	17.80%	13.74%
资本开支	-43	-66	-61	-114	-142	-93	资产管理能力						
投资	0	-131	-114	-1	0	0	应收账款周转天数	59.6	71.1	73.6	75.0	75.0	75.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	46.5	54.5	58.6	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-43	-197	-175	-115	-142	-93	应付账款周转天数	56.3	50.8	52.0	50.0	50.0	50.0
股权募资	420	0	0	467	0	0	固定资产周转天数	110.1	136.5	146.4	135.7	138.2	124.2
债权募资	-129	104	107	-289	92	0	偿债能力						
其他	-16	-30	-40	-12	-34	-37	净负债/股东权益	-35.01%	6.28%	31.14%	-9.67%	-2.28%	-2.01%
筹资活动现金净流	275	74	67	166	58	-37	EBIT利息保障倍数	13.8	15.6	6.8	16.1	121.2	58.4
现金净流量	215	-151	-69	77	-2	0	资产负债率	24.23%	30.31%	39.15%	15.75%	21.24%	21.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	1	1	2	2	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net